

美联储加息:何时?有何影响?*

在美联储退出量化宽松之后,全球都在持续关注其何时可能宣布加息,美国经济增长,物价变化和就业情况,牵动全球投资者的关切目光.美国经济向常态的回归,决定了联储迟早将逐步走向加息进程.美联储加息与否可能会影响全球主要货币的汇率和国际资本流动,也将对全球资产价格带来压力.过去两年人们一再预期美联储加息时点却一再落空,在 2015 年下半年,美联储会加息吗?它会带来怎样的影响?

主持: 钟 伟 博士 中国外汇 副主编

嘉宾: 张 明 博士 中国社科院世经政所 研究员

鲁政委 博士 兴业银行 首席经济学家

问题 1: 人们很久以来一直在关注美联储何时加息,就国际局势看,目前美伊就核问题的谈判告一段落,希腊债务危机也渐呈可控的迹象.就国内局势看,尽管美国经济增长不及预期,但耶伦指出,美国劳动力的薪酬水平有所改善,物价压力有可能呈现.因此耶伦指出,也许在 2015 年某个时点选择加息,是美联储的可选项.两位认为联储的加息条件在逐渐成熟了吗?如果条件具备的话,年内有可能选择哪个时点加息?

张明: 美联储的货币政策目标是维持经济增长与物价稳定.2015 年第 1 季度美

* 本文发表于《人民日报》。

国季度 GDP 环比增速仅为-0.2%（受到严冬与美元有效汇率升值过快影响），但市场预期第 2 季度 GDP 环比增速有望上升至 2.8%，2015 年全年 GDP 增速在 2.5%左右。在 2014 年第 2 季度，美国 CPI 同比增速一度达到 2.0%左右，但受经济增速下行与全球大宗商品价格下跌影响，CPI 同比增速有所下行。除了经济增长与物价因素之外，劳动力市场状况是美联储货币政策变动的重要参考指标。目前美国失业率已经降至 5.0-5.5%的区间，离充分就业水平已经相当接近。但作为劳动力市场的另一重要指标，劳动参与率却始终在 62-64%的区间低位徘徊。综上所述，从增长、通胀、就业三方面数据来看，美国经济的确处于复苏过程中，但复苏力度偏弱。再加上目前希腊事件与中国股市震荡影响，笔者预计美联储可能在 2015 年第四季度启动加息周期，但即使这样，年内加息次数很可能只有 1 次。目前美联储尚不具有显著收紧货币政策的条件。

问题 2：联储加息有可能对全球主要货币的汇率带来影响。在耶伦指出年内加息也许是合适的之后，美元指数再度温和走高，欧元等非美元货币走软，黄金价格疲软。在两位看来，联储加息会给全球汇市带来何种冲击？对人民币汇率和外贸影响几何？

张明：事实上，美联储货币政策变动的预期在过去两年内已经给全球汇率波动造成过多次冲击。例如，今年第 1 季度美国 GDP 数据发布之后，由于增长疲弱导致美联储加息预期推迟，一度造成美元对主要货币汇率贬值，以及全球油价低位反弹。如前所述，由于今年美联储只可能温和加息，且加息行为已经基本上为市场所预期，因此预计美元指数至少在年内不会显著上升，欧元疲弱主要受希腊危机内因影响、而非美联储加息外因影响。由于美元指数年内升幅有限、且人民币兑美元汇率基本上保持稳定，因此今年汇率变动因素对中国进出口影响相对有限，中国外贸主要仍取决于外需与内需的变化，预计下半年进出口同比增速均可能温和改善。

问题 3：美联储加息有可能对全球资产价格带来影响。全球主要经济体的量宽带来了股、债、地产等资产价格的膨胀。美债收益率从去年年底至今不断走高，美股主要指数徘徊不前。此外，联储的举措也往往会带来国际资本流动的变化。两位预测一下，如果加息成真，国际资本流动和资产价格会发生哪些变化？

张明：从理论上讲，随着美联储步入加息周期，短期国际资本将由新兴市场国家回流美国金融市场，这会造成新兴市场国家资产价格（包括股市、债市与房市）

下降、本币兑美元贬值，部分金融市场比较脆弱的新兴市场国家甚至可能爆发危机。而美国金融市场则可能出现债市下行、股市上升的局面。但如前所述，美联储本轮加息周期不会太陡峭，且加息的副作用已经越来越被市场所 price in。因此预计本轮美联储加息引发的全球资本流动与资产价格变化所造成的负面冲击相对可控，酿成新兴市场国家系统性危机的概率不大。

问题 4：美联储加息也将影响中国经济运行，中国目前总体上增长回稳，通缩压力有所加剧，外贸增速较低，同时人民币汇率受到美元汇率的较大影响。美中之间的经济金融关联渠道复杂多样。两位预期联储加息短期内对中国可能产生哪些影响？

张明：总体而言，美联储步入加息周期对中国经济短期增长影响是有限的。中国经济下行主要受到制造业产能过剩、房地产库存积压与出口行业竞争力下降等国内因素的影响。假如美联储加息导致美元指数显著走强，那么会对中国经济造成如下几方面冲击：一是随着人民币对美元保持稳定，人民币有效汇率有望继续升值，这一方面会影响出口增长，另一方面会加剧国内通缩压力；二是中国面临的短期资本外流将会加大，这既可能导致国内资产价格下跌与金融风险显现，也可能加剧人民币汇率高估，从而为未来的汇率大幅调整埋下伏笔。

问题 5：两位认为一旦加息，美联储会始终走在加息通道之中吗？还是走走停停，加息降息互现？在后量宽和前加息时代，在全球经济逐渐走入拉加德所称德新平庸时代，中国的宏观调控政策应该如何应变而变？

张明：如前所述，目前美国经济复苏之路并不平坦，内生动力机制不足，外部不确定性加剧，这将导致美联储的加息周期显著拉长。笔者认为，美联储加息降息互现的可能性不那么大，但加息周期走走停停的可能性很大。美联储要完成本轮加息周期，可能需要好几年时间。目前全球经济长期性停滞的风险正在加大，中国经济未来增长要靠外需将会越来越难。对于中国政府而言，加大国内经济结构性调整力度才是正途。与此同时，要加快构建宏观审慎监管框架，消化当前中国金融市场累积的风险，如此才能够在资本账户开放进程中避免系统性风险的爆发。

（笔者为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资室主任、副研究员）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

