美联储会重新启动加息进程吗？

上海社会科学院世界经济研究所研究员 **徐明棋**

徐明棋

8月26日，美联储主席耶伦在全球央行官员会议上表示，她认为最近几个月来上调联储基金利率的理由有所增强。这让市场对美联储的加息预期再次升温。有分析认为，美联储最快会于9月加息，也有说法称可能会在12月。我们请专家对此作详细分析。

1 美国经济走势不乐观

问：美联储上一次加息是在去年12月，此后再未有动作。美联储加息之路为何慎之又慎？

答：去年12月加息后，市场曾预期美联储在2016年会逐步稳健地每个季度提高美联储基金利率0.25%。但随着美联储对经济走势不乐观的预测，市场又将美联储2016年加息的次数预期减为两次。

时至今日，美联储仍按兵不动，其实与美国经济走势不乐观直接相关。

美联储去年底加息时对美国经济在2016年增长率的预测比较乐观，全年增长率预计在2.5%左右，但美国2016年第一季度经济增长率（折年率）只有0.8%，比2015年第四季度的0.9%还要低。第二季度原来估计会提高至1.2%，但实际数据只有1.1%。在这样的背景下，美联储3月、6月都没有启动加息。在7月的会议上，美联储更是将英国退欧可能导致经济和金融市场不确定性的风险作为延缓加息的理由。

延缓加息的另一个重要原因是美联储提高利率后，美元汇率指数一度上升至100，这对美国出口产生了不利影响。美国今年第一季度出口下降了1%，整个上半年与2015年上半年同期相比减少了542亿美元，降幅达4.7%。在欧洲央行和日本央行加大量化宽松力度并采取负利率政策的压力下，美联储不愿意快速加息促使美元进一步走强。

再者，全球经济增长乏力背景下，美联储担忧美元持续提高利率可能产生更大的金融市场外溢效应，反过来又会冲击美国经济。美联储提高利率后，2016年第一季度净流入美国的资金环比增加3.4%，净流入规模增加2450亿美元。这也使得美股在2015年底一路上扬，创出金融危机后的历史新高，标准普尔500指数从去年底2050点已上升至目前的2170点左右。美股过快上涨对于美国经济的潜在不利影响非常明显，因为这会刺激投机并造成泡沫。

2 加息的空间正在缩小

问：为什么“加息”这一话题一直被提起？您认为美联储今年内加息的可能性如何？

答：加息一直受关注是因为美联储在经济复苏后逐渐将利率调至所谓“中性”水平是惯例，而这一中性利率水平通常被认为是4%左右。美联储基金的利率水平目前只有0.5%，因此美联储是否以及如何将利率水平回归正常就备受关注。

其次，美联储以往调整利率水平所关注的指标主要是经济增长率、就业率和通胀率。如果看就业率和通胀率，美联储在今年第二季度就应重启升息进程。失业率在今年5月降到4.9%，已达到美联储上调利率的标准。但新增全职就业数并没有出现稳定增长，月度数据波动挺大，这令美联储踌躇不决。而通胀率一直控制在目标2%之内，又给了美联储推迟升息的空间。正因为如此，美联储加息的不确定增加，令市场在每次美联储开会讨论利息时都关注有加。

最后，是因为美元基准利率变动对全球金融市场乃至全球经济都具有非常重要的影响。美元是最主要的国际货币，美国的货币政策对全球的流动性收缩和扩张都起着决定性的作用。美联储货币政策的走向还是全球资金流动的方向标，美联储升息使资金流入，降息则使资金流向其他经济体。美联储的货币政策还对全球大宗商品价格有重大影响，通常美联储提高利率，大宗商品价格下跌，反之大宗商品价格上涨。所有这些变动，都会直接或间接影响各国的资金相对成本和生产成本，既影响金融市场也影响实体经济。尽管国际货币多元化发展在一定程度上削弱了美联储货币政策调整的冲击度，但这种影响仍是全球关注的焦点。

美联储年底前是否会加息？根据美联储主席耶伦最近的发言，答案应该是肯定的。即便9月会由于各种因素不加息，最迟12月应重启加息行动。因为从经济周期的运行规律看，留给美联储行动的空间随时间的推移在缩小，美国经济可能正走向新的周期性衰退。等到新的衰退来临，如果利率仍处于极低水平，美联储届时重新动用货币政策刺激经济的余地也会非常小。目前的低利率对经济的刺激作用已基本丧失，美联储可能不得不接受经济增长率在1.2%左右徘徊的现实。如果不及时将利率恢复至中性水平，负面影响在未来将日益显现。这也是为什么中国在G20财长和央行行长会议上提出不能仅靠货币政策刺激经济，而是要通过财政政策来推动结构性改革的倡议得到了美联储、IMF以及绝大多数国家支持的原因。

3 9月份加息概率很大

问：加息与否还有哪些影响因素？加息后，未来两年美联储加息的幅度和频率会提高吗？

答：美联储将于9月20、21日开会讨论货币政策，届时如没有新的不利消息和数据报出，应该会将利率提高25个基点至0.75%。美联储主席耶伦和副主席费希尔在最近的发言中都暗示了加息的可能性，但不等于9月21日会加息。是否提高利率可能还要看8月的新增非农就业数据。目前估算的8月新增非农就业数据可能只有15万而不是原来的18万，而7月新增非农就业数25.5万。这个数据是美联储判断充分就业时十分看重的一个指标，因此有分析认为如果数据明显低于预测，美联储可能会推迟到12月加息。另外就是工资增长数据，如果仍保持增长，可能有助于美联储作出加息决定。

未来两周国际市场如果保持平稳状况，没有重大的导致国际金融市场出现动荡的国际政治或安全事件发生，我认为美联储9月会议决定加息的概率还是很大的。

对于第二个问题，我的基本判断是否定的。6月美联储公开的市场委员会对未来联储利率走势投票结果显示，多数委员认为到2016年底联储基金利率是0.875%，2017年底达1.625%，2018年底达2%。如果以这样的速度估算，美联储今年将只加一次息，如果再加一次，可能会以0.125%的幅度微调。2017年加息幅度会小于一个百分点，则每季度的加息水平小于0.25个百分点。即便到2018年底，美联储基金利率也可能只达2%。这反映了美联储对美国经济走势的悲观，对中性利率水平的判断也比历史水平低许多。这一方面是经济全球化带来的长期低通胀改变了货币政策制定者的货币调控行为和预期，另一方面也预示着我们所处的经济长周期的下行阶段还没结束，偏宽松的货币政策仍将成为主流。

4 对中国经济影响微弱

问：如果美联储加息，是否对中国经济会造成冲击？对国际金融市场和世界经济影响如何？

答：如前所述，即便美联储基金提升至0.75%，也属偏低水平，对实体经济的影响不会很大。如果说有影响，主要还是在心理预期层面。加息的影响也不能仅看美联储的利率水平，还要看其他主要经济体的货币政策走向。如果欧洲央行和日本央行继续实施零利率或负利率政策，则美元加息会致美元与欧元、日元的利差加大，套利资金会更多流入美国，产生的影响就会较大。如果未来欧洲央行和日本央行逐步退出量化宽松，则美联储提高利率产生的冲击相对会比较缓和短暂。

对中国经济而言，美联储如果9月加息，将会产生微弱影响，且将主要表现在金融领域。首先，美联储加息的影响早被市场预期提前反应，今年上半年短期流动性资金的大规模外流就是由美元升息的预期所引起的。其次，人民币也因美联储加息的预期而提前对美元发生贬值，今年上半年对美元贬值超过3%，为近几年同期最大贬值幅度。等美元真正加息，实际影响可能反而不会很大。最后，中国无论是金融市场还是实体经济基本企稳，而且中国金融市场对海外并没有完全开放，大规模的羊群效应基本不会形成，所以在政府的宏观调整措施的引领下，美联储加息的影响基本可控。

由金融层面再传导至实体经济，影响可能更微弱。首先，中国无论存款还是贷款利率均远高于美元利率，美联储提升25个基点后，名义利率水平仍远低于中国人民币的利率水平。剔除通胀因素，实际利率还是人民币高于美元，这就不会对中国实体经济的资金使用成本造成直接冲击，影响基本会被限制在金融领域。其次，从加息有可能影响大宗商品价格，从而影响中国进口商品成本的角度看，这种影响也不会很大，因为大宗商品价格自去年一路下降，目前已开始反弹。被延迟的美联储加息可能不会再引起新一轮大宗商品价格下跌。最后，从美元加息影响人民币对美元以及其他货币的相对价格变化角度看，人民币对美元汇率或有继续向下的压力，这对中国向美国出口是有利的。如果欧元、日元等其他货币对美元贬值幅度大于人民币对美元贬值幅度，则可能不利于中国向欧洲、日本出口。但欧洲、日本经济不景气已使中国对欧洲、日本出口下降，如果人民币对欧元和日元升值幅度不大，基本上对这两个地区的出口不利影响并不会加大。

加息对世界经济的影响可能会大一些，这是因为不少发展中国家的金融市场与国际金融市场一体化程度较高。国内外金融市场的利率和资产价格较一致，美联储利率变动后引起不同市场上的相对价格变动就较敏感，引起资金流动的规模可能较大。如果发生又一波大规模资金从发展中国家撤出，对这些国家的金融市场会产生较大冲击，不排除引发局部金融危机的可能。但多数发展中国家的金融基础状况都比以前好很多，国际收支逆差相对较少、外汇储备相对充裕，所以也不会引发大的震荡和危机。

对国际贸易和世界经济增长的影响则较难断言，因为目前全球经济增长低迷、复苏乏力。长期的宽松货币政策刺激效应已逐渐失效，助长资产价格泡沫生成的负效应已经显现。从这个意义上看，美联储缓慢提高联储基金利率水平对经济的正面效应将大于负面效应。经济学家长期以来对通货膨胀的再分配效应有较多的研究，但对资产价格膨胀的财富再分配效应有所忽略。其实后者比前者的财富再分配效应更大。这就是为什么全球范围内财富和收入差距不断扩大，经济增长没能普遍惠及所有社会群体的重要原因之一。因此，从这个意义上看，美联储提高利率，逐步走出过分宽松的货币政策并非坏事。而国际贸易受国际分工深化的影响更大，经济增长的主要动力在于创新和劳动生产率的提高，货币和资金的使用成本（利率）的些微变化，并不直接影响这些因素。过分强调利率变动的心理预期和对投资的影响，反而会让金融机构的投机性增强，而从长期看，对实体经济是不利的。因此，我认为美联储加息对世界经济总体影响可能是积极的。

世行首发人民币SDR债券

“木兰”，这个中国著名历史人物的名字从8月31日开始有了一个新的含义——首只以人民币计价的SDR（特别提款权）债券。“木兰债”由世界银行在中国银行间债券市场发行，首期发行规模为5亿SDR。中国央行当日发表声明称，“世界银行首期SDR计价债券的成功发行，体现了SDR计价债券规避单一货币工具利率和汇率风险、多元化境内外投资者资产配置的优势，有利于丰富中国债券市场交易品种，也有利于扩大SDR的使用。”

发在人民币入篮前

世行“木兰债”批准额度为20亿SDR，结算货币为人民币。中国央行称，首期发行规模为5亿SDR，总价值相当于7亿美元。债券期限为3年，认购倍数达2.47倍。路透社援引业内人士消息称，票面利率定为0.49%。

SDR是一种国际储备资产，由国际货币基金组织（IMF）于1969年创立，作为成员国官方储备的补充，目前以美元、欧元、日元及英镑组成的篮子为计价基准。今年10月1日起，人民币将加入SDR货币篮子。SDR债券即为以SDR计价的债券。

中国人民大学金融与证券研究所副所长赵锡军表示，在10月人民币正式纳入货币篮子前，首只以人民币进行结算的SDR债券能够发行，充分表明中国融入全球经济体系的程度正在加深，另外对于SDR的发展也是非常有利的。

备受市场关注

相较过往的SDR债券，由世行发行、中国工商银行和汇丰银行等多家境内外大行承销的木兰债可算“系出名门”。作为人民币获批加入SDR后的“首秀”，世行和中国监管层都在致力使其前路更平坦。

早在中国央行行长周小川今年4月提出研究在中国发行SDR债券之初，SDR债券定价估值以及重估风险等问题就广受市场关注。

路透社称，投资者对木兰债的态度有所分化。对于新生事物，投资者的心态大都趋于谨慎。目前中国10年期债券利率仍在3%以上，相较之下“木兰”吸引力稍逊。另外，SDR债券已暌违市场35年，令投资者倍感陌生。但赵锡军表示，“世行不会倒闭，不会不还债，所以投资者不用太顾虑其风险问题”。他称，虽然目前许多国家都是负利率，但中国的利率水平没有那么低，这对投资者来说反而是一种吸引。路透社认为，此类国际高评级机构发行的SDR债券凭借较高收益率和较低的风险，将成为海外养老基金、保险机构等寻觅的相对高收益资产。 **寰秋**