

美联储若加息影响几何

□交通银行首席经济学家 连平
交通银行高级研究员 陈冀

9月16日美联储将召开会议。美联储会不会加息？加息对美国自身经济发展会产生什么影响？对世界经济又会带来哪些影响？加息会不会引发新一轮全球性金融危机？对中国经济的影响几何？中国该如何应对？这一系列问题值得关注并探讨。

两大因素制约联储加息决策

次贷危机之后，美联储实施了多轮量化宽松政策，使美元利率长时间维持在超低水平，造就了美国债券、股市和房地产市场回暖，产业结构和企业经营状况也开始得以修复，美国经济在前一段时间显露出复苏的迹象。在就业和通胀逐步改善的条件下，美联储从量化宽松退出并进入加息轨道虽是必然趋势，但美联储还需要主要考虑两方面的因素来判断美国是否真正进入了加息周期的合适时点。

一方面，近期全球市场动荡，股市暴跌和信贷利差的扩大，使得美国经济的“复苏”处在风雨飘摇之中。加之多国货币贬值在很大程度上释放了美国国内通胀压力，联储不得不考虑未来可能存在的输入性通缩，国际市场风云变幻将制约美联储近期加息的决策考量。另一方面，长期以来美国政府都以物价稳定和充分就业作为宏观调控的主要目标。数据显示，2010年以来，美国的失业率在稳定地下降，今年7月份已达5.3%，基本接近美联储的目标失业率。然而美国的通胀受油价等大宗商品价格波动影响还处于比较低的水平，即便是以去除能源和食品价格的核心CPI作为判断标准，7月数据显示其同比增长为1.8%，仍在美联储心理线2%以下。与此同时，美国GDP同比增速也有下滑的趋势，季度同比增速已由去年三季度的4.62%滑落至当前的3.48%。美国自身状况不佳，物价和就业的相对弱势也会影响其加息的决策安排。加息有可能促使美元进一步走强，从而对其出口带来新的压力，不利于美国经济保持平稳增长。从这一点上来看，似乎不到万不得已，即CPI大幅上升的情形下，难以做出加息的决策，更何况当前经济增长又并非强势。

一旦美国加息，对其国内经济的影响可能主要体现在三个方面：一是美国实体经济将受到短期冲击考验，加息对投资的直接抑制作用通常较为明显，对美国国内工业扩大再生产影响相对负面；二是加息通常都会带来国际资本净流入，推高美元汇率；三是加息初期是否能有效缓

解美国国内可能存在的通胀压力还具有不确定性。这主要取决于美国加息前所实施的量宽政策是否已经使美国国内通胀中枢发生了结构性上移。当然，在现今国际环境下，即使美国近期加息，相信其出手应该不会太重，对经济各方面面的影响相对有限。尤其是有关加息的预期已持续了一年多，其真正的效应已在一定程度上被市场消化。

新一轮全球性危机可能性不大

作为世界头号经济体，美联储货币政策发生方向性调整势必对世界经济产生重要影响，而对于不同的国家或经济体的影响各异。相比之下，美国加息对新兴市场经济体的负面影响更大一些。

在欧日方面，美国加息对其产生的影响总体偏负面，但影响不会太大。欧洲和日本在美国加息后所受到的负面冲击，主要原因还是三个发达经济体在次贷危机后经济复苏进度有所差异，欧日复苏相对缓慢。考虑到美国加息是为了控制过去持续大规模量化宽松货币政策带来的流动性扩张，舒缓未来的通胀压力，而事实上其目前的增长势头并不强劲，因而加息步伐和幅度不会过快过强。欧日完全有能力通过进一步的量宽来释放欧元和欧元贬值压力，进而对冲掉美国加息可能带来的负面影响。相比之下，欧洲的局部国家可能受美国加息的影响较大，尤其是当前欧洲主权债务危机仍未完全消退，美国加息后所导致的资本流出可能使部分欧元区重债国风险再次加大，少数国家债务违约警报可能再次拉响。

在新兴市场方面，不同类型新兴市场国家受美国加息的冲击会有所不同。由于经济增长的基础相对较好，以中国为代表的亚洲新兴经济体受到的冲击应该相对较小。而经济结构欠合理和增长基础较为薄弱的拉美地区和东欧地区受到冲击可能相对较大。历史数据显示，在美国1994、1999、2004年的三轮加息中，拉美和东欧地区的新兴市场国家资本外流严重，外汇储备急剧下降。这些国家普遍具有经常项目赤字严重和外债负担过重的特点。需要关注的是，近年来部分新兴市场国家外债扩张速度较快，美国加息必然会影响到相关企业的外债负担和再融资成本，进而威胁到新兴市场国家经济金融稳定。

美国加息的确会对全球经济带来不同程度影响，但是否会引发新一轮全球性经济金融危机，需要考虑美国加息的次数和幅度以及各国的承受能力。当前美国加息引发危机的可能性相对较小。主要原因：一是对于美国未来进入加息周

期，各国虽然对加息时点无法完全把握和预判，但对趋势已有明确预期，近期多国货币贬值已经对美国可能的加息形成了对冲，其他对冲策略应也在积极准备和酝酿之中。美国加息越是向后推迟，各国的政策准备时间也就越充足，加息预期就会被更多地消化。二是美国国内当前的经济金融状态并不能支撑其多次和大幅度加息，因而美国加息对世界范围的负面影响也会相对有限。三是欧日等发达经济体，尽管由于复苏较慢并且还存在通缩风险而无法采取加息的策略进行对冲，但欧日均采用灵活的汇率制度，美国加息的冲击基本可由欧元和日元的适度贬值来抵消。四是经历过拉美债务危机、东南亚金融危机等金融动荡的洗礼，新兴国家的抗风险能力已经显著提高，外汇储备普遍提高，应对短期国际债务带来的外部冲击的能力明显改善，新兴市场爆发全面危机的可能性也较小。五是经历了2008年全球金融危机，各国资产泡沫被大幅挤掉，杠杆率回归到相对合理水平，全球已不存在类似于上次危机的系统性风险隐患。

对中国的负面影响可控

美国加息对中国的影响与其他发达国家和新兴市场国家会有所不同。就目前中国的经济状况而言，美国加息对中国会有影响，但冲击相对可控。

从经济基本面来看，中国经济虽然下行压力较大，但今年维持在7%左右的增长仍有很大可能，这相对于其他新兴市场国家来看，还处于较高水平。相对于全球绝大部分新兴经济体来说，中国的金融体系运行状况良好并稳健。美国加息后部分资金会回流美国，短期内确实会在国内形成游资流出压力。然而我国的资本和金融账户尚未完全开放，境内游资规模相对有限，资金流出甚至外逃的冲击作用空间相对较小。与其他新兴市场国家另一个显著的不同是，中国长期以来都处于对外净债权的地位，且外债规模处于很低的水平。截至2014年底，我国外债占GDP比重不足10%，远低于国际警戒线20%的水平。美国加息导致强势美元形成的外债负担急剧加重现象应该在中国不会出现，而美国加息对人民币形成的贬值压力的合理释放，对于中国出口状况的改善是有利的，从而可以增强经济体的抗风险能力。

从政策领域来看，中国货币当局的政策操作空间依然不小。一是当前存款准备金率依然处在相对高位的水平，下调空间较大。一旦美国加息后出现热钱外流，下调存准率可以释放足够的流动性以对冲风险。二是尽管自去年6月份以来我

国外汇储备规模持续下降，但数据显示截至今年7月仍拥有官方外汇储备资产共3.6万亿美元，继续高居世界第一。中国拥有如此高额的外汇储备，一方面有助于支持外资留在中国的信心，另一方面则表明当局具有很强的市场干预和对冲能力。三是过去人民币汇率弹性较小，应对美国加息等紧缩政策，通常依赖于减缩外汇占款并导致国内货币紧缩。未来随着人民币汇率形成机制改革的持续推进，汇率弹性将进一步增强，人民币阶段性适度贬值可以成为应对美国加息的一个政策选项。

从财政状况来看，中国政府债务占GDP的比重约为53%左右，大大好于欧美日等西方发达国家，总体情况较为乐观。2015年财政赤字规模计划1.62万亿元左右，加上去年未使用的预算结余2000亿元，而1-7月财政盈余3829亿元，下半年财政赤字实际可用额度达2.2万亿元。各级政府正积极提升财政政策实施效率，改善支出结构，加快财政支出进度并发挥财政政策对经济的支持和平衡作用。目前，各级政府财政支出结构已大为优化，结构性减税力度也在加大，中小企业、“三农”、战略新兴产业等重点微观经济主体经营活力也在不断增强。多重积极的财政政策因素对降低美联储加息对我国的冲击再添一道防线。

结合当前中国的经济形势，中国在应对美国加息的政策可选组合其实较为清晰。国内经济结构调整和转型升级、国际“一带一路”和“人民币国际化”战略不支持人民币进入趋势性贬值周期。为应对美国加息，央行可能会选择释放流动性以稳定货币市场利率，同时在外汇市场卖出美元以从总体上稳定人民币汇率。随着人民币国际化步伐加快和资本账户开放程度提高，央行稳定人民币汇率的行为可能消耗大量外汇储备，在外汇占款明显减少的同时带来国内货币紧缩压力，此时则需要降低存准率和运用其他货币政策工具来释放流动性进行对冲。再者，当前国内货币政策以降低企业融资成本为导向，国内短长期利率抬升以应对美国加息的逻辑与政策导向相悖，短长期利率小幅波动可能会成为货币当局的政策应对选项。

综上所述，中国应对美联储加息的政策组合可能包括：积极财政政策的务实落地，人民币汇率弹性加大和阶段性适度贬值，促进市场利率水平继续下行以及存款准备金率适时适度下调。相对于政策应对来说，其实最为关键的因素还是经济增长。未来中国经济平稳运行在7%-8%的区间，是最强有力和最有效的应对。

公积金“新政” 加速楼市库存消化

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

8月31日，住建部等三部委联合发文，再次降低公积金贷款的门槛。文件规定，还清首套房公积金贷款，再次申请公积金贷款购买第二套房的，首付比例降至2成。该政策延续了去年“9·30”新政以来，通过“降成本、提杠杆”来鼓励自住性、改善型住房需求的政策主旨，也延续了公积金担当扶持楼市“主力军”的政策选择。

从去年10月9日三部委发文，要求“降低贷款门槛、提高贷款额度和推进异地贷款”以来，公积金对楼市的扶持力度不断加大。比如近一年来，相继有100多个城市出台了公积金新政，公积金贷款利率也数次下调。特别是“3·30”新政将首套房公积金贷款首付比例降至2成，二套房（还清首套）比例降至3成。

与“3·30”新政相比，此次公积金政策调整有三个变化：一是二套房（还清首套）公积金贷款首付比例从3成降至2成；二是二套房公积金贷款不再区分普通和非普通住房了；三是北上广深可自主决定二套房公积金贷款首付比例是否调整。另外，值得注意的是，无论是贷款利率，还是首付比例，目前公积金政策已经与2008年-2009年等同了。

此次公积金政策大力度调整，主要目的是通过激励改善型住房需求，实现三、四线城市“去库存”。尽管全国商品房销售面积持续回升，但库存压力却难以缓解。截至7月末，全国商品房待售面积比6月末增加了521万平方米，比2014年底增加4000万平方米。库存逆势攀升的根本原因在于“供求错配”，即重点城市楼市需求明显回升（同比增幅在30%左右），推动全国成交面积止跌反弹，但供应和库存却主要集中在600多个三、四线城市。

同时，三、四线城市常住居民首套房的拥有率较高（多数在90%），且待售库存单套面积较大。因此，无论是降低二套房公积金首付比例，还是不再区分普通和非普通住房，都意在有针对性地加大对三、四线城市楼市库存消化力度。只有楼市库存真正消化了，才能提振开发商“拿地”和开工的积极性，扭转楼市“先行指标”——土地购置、开发投资和新开工持续下滑的局面。

另一方面，在公积金利率已降至历史低位，而几天前再次下调商业贷款基准利率（也到了历史低位）的情况下，站在“金九银十”即将来临的起点上，再次降低公积金贷款首付比例，目的也是为了夯实楼市回升的基础。因为，尽管去年“9·30”新政以来，楼市持续三个季度回升，但进入今年下半年，回升势头有转弱的迹象。

首先是重点城市楼市成交回落趋势明显。7月和8月份，CREIS监测的30个城市成交量环比分别下降2.21%和6%。其中，“领头羊”一线城市分别下降1.91%和15%，而重点城市的供应也在8月份下滑了7%。其次，库存在今年5月份首次下降（比4月减少15万平方米）后，连续两个月回升，7月份更是增加了521万平方米。最后，资金面有趋紧预期。进入下半年，银行房贷额度开始紧张，首套房贷利率优惠也开始减少。再加上，近期人民币贬值叠加资本外流预期，资金面紧张对楼市的影响开始显现，市场对“金九银十”的预期也开始谨慎起来。

除了“去库存”和夯实楼市回升基础外，此次公积金政策调整，也在于全面落实“分类调控、因城施策”，纠偏政策“一刀切”的负面影响。去年“9·30”新政以来，松绑二套房贷认定标准、降低二套房首付比例，以及营业税免征期限“5改2”，是包括深圳、上海在内的一线城市楼市快速走向火热、投资需求泛起的主要原因。因此，此次政策调整，第一次在公积金上提出差别对待，政策纠偏意味浓厚。

而且，包括上海、广州、厦门、南京在内的重点城市，由于楼市持续回升，以及前几次公积金新政的实施，公积金可贷额度受到严重冲击。目前，这些城市已经出现了公积金“无钱可贷”和“排队等贷”的局面。为了解决“额度荒”的问题，近期广州和南京已经开始启动“公转商贷款贴息”模式，即由商业银行向市民发放执行公积金利率的贷款，公积金贷款与商业贷款之间的利息差额，由公积金中心向银行支付。

同时，重点城市公积金贷款额度也有限制，比如北京和上海家庭最高贷款额度均为120万元，广州和深圳分别为80万元和90万元。在近期房价持续回升的背景下，二套房公积金贷款首付20%的政策基本无望在这些城市“落地”。由此，此次公积金新政完全针对二线和三、四线城市的出台的。而且，多数二线城市和三、四线城市，由于房屋总价低，公积金贷款上限能够覆盖单套房总价。再加上，这些城市公积金贷款买房的比例也比较高，此次政策调整也有较好的针对性。

包括此次三部委发布公积金“新政”，结合近期“限外”政策全面松绑，全国性的楼市政策告别了“3·30”新政以来的“空窗期”。新一轮政策扶持，是在宏观经济前瞻性指标（如PMI）走弱、全球资本市场震荡、人民币贬值和资本外流预期、大宗商品价格暴跌等多重冲击下，以及我国“稳增长”基础仍需夯实的背景下发布的和实施的，具有实时性、合理性和较强的针对性，有助于发挥内需在“稳增长”中的积极作用。

美联储应暂停加息

□安德斯·伯格

全球央行行长将齐聚杰克森霍尔（Jackson Hole），出席一年一度的美联储经济政策讨论会。讨论会的一个重要议题是当前股市动荡。动荡的原因有很多，但预期美联储将开始升息（也许从9月份就会开始）显然是其中之一。

支持升息的理由很充分，美国经济正在重获动力。国际货币基金组织（IMF）预测2015年和2016年增长率分别为3%，对应通胀率分别为0.1%和1.5%。当经济开始正常化时，减少扩张政策（比如2008年危机后实施的那些）再合理不过了。美联储早就明确表示它将逐渐减少扩张性政策，因此如果它不那么做，信誉就会受到影响。

但也有理由认为美联储应该暂停加息，并在未来几个季度保持货币政策扩张。首先，美国复苏仍然疲软。从历史看，复苏期间3%的增长绝对不算不上漂亮。在其他几次最近的复苏中，随着产能利用率的提高助推生产率和投资，增长率常常达到4%甚至5%。

在过去三十年中，美国能够以平均每年2.5%的速度增长。一些人将相对较慢的增长归因于人

口因素，人口因素导致劳动力减少和已然低迷的生产率水平进一步恶化。但美国的潜在产出可能被低估，而通胀倾向被高估。美国劳动力市场运转良好。失业率已下降至5%，没有过热迹象。就业成本指数表明目前工资增长低得出人意料。

这一现象的一个原因是复苏期间劳动力市场弹性有所增加。自由职业、短期合同工和兼职占了过去几年工作岗位创造的很大一部分。如今，福利健全的全职工作少见多了。美国劳动力市场的这一持续的“优步化”（Uberization）意味着工资决定过程的平衡已经发生了改变。结果，需求反馈到工资和通胀所需要的时间比以前更长了。

此外，美国经济正在经历数字化和全球化带来的持续的技术变迁。花旗集团的估算表明，在未来几十年中，近一半的工作岗位将不复存在。技能和训练要求低的岗位尤其脆弱；但同样明确的是，许多其他岗位类别——包括管理、会计、物流、银行和各种服务活动——也可能受到影响。公司可以在减少人手、降低生产成本的同时改进客户服务，这与优步化一样，也将影响工资决定过程。

如果美联储抢先升息，还会带来货币市场波动扩大的风险。美联储的非常规货币政策对美国来说是必要的。但是，这些政策给全球市场注入了流动性，巨大的投资组合流向新兴市场国家，而它们的货币流动性常常不如美国。当投资流回美元时，这些流动性较差的市场的货币就会过度波动。

新兴市场货币贬值的全球影响也可能是通缩性的。直接影响是强势美元增加进口品的成本。间接影响可能更大，即成本竞争力强的新兴市场制造业的增长。这将强化今后多年内来自全球化的通缩压力。

美联储应该暂停升息的另一个原因是新兴市场的金融动荡可能给全球经济造成重大冲击，美国经济也将受到明显影响。特别是，能源和大宗商品价格下跌可能消除通胀压力。当通胀长期保持低迷时，通胀预期也会趋于下降。再加上大宗商品和能源价格下跌，就产生了一个风险，即通胀压力太低而无法维持平衡复苏。

新兴市场货币贬值的全球影响也可能是通缩性的。直接影响是强势美元增加进口品的成本。间接影响可能更大，即成本竞争力强的新兴市场制造业的增长。这将强化今后多年内来自全球化的通缩压力。

美联储应该重新考虑是否升息的另一个理由是布雷顿森林机构的合法性仰赖全球金融体系的正常运转。全球经济的重心正在转向亚洲、拉丁美洲和非洲，但IMF和世界银行所体现的仍然是20世纪50年代的现实。如果美联储被认为是制造一场新兴市场大危机，那么这几乎肯定会给全球金融体系造成长期伤害。

美联储应该将大宗商品价格的下跌、通胀压力的减小、劳动力市场的变化以及未来破坏性技术变迁视为暂停加息的压倒性证据。如果考虑到全球金融体系过度波动的风险，那么暂停加息的理由就更加充分了。

美联储有充足的时间释放信号表明其政策立场的转变，而杰克森霍尔会议便是一次开始释放这一信号的良机。如果事实发生了改变，政策也应该改变。信誉的最大损失永远来自决策者试图忽视变化的现实。（安德斯·伯格是前瑞典财政部部长，现为世界经济论坛全球金融体系计划主席。本文版权属于Project Syndicate）

养老金入市“十六字铁律”

□中央财经大学商学院 杨长汉

养老金是人民群众的“养命钱”、“保命钱”。养老金入市投资，必须坚守安全第一、保值增值、跟踪基准、止盈止损的“十六字铁律”。

安全第一

安全第一、安全至上，是养老基金投资管理最基本的原则。必须综合采取法律的办法、行政的办法、市场的办法，严格保障养老基金投资安全。

养老基金入市投资，必须严格遵守社会保险法、劳动法等劳动和社会保险相关法规，还必须严格遵守信托法、证券投资基金管理法、合同法等经济金融相关法规，尤其是必须严格遵守国务院颁发的《基本养老保险基金投资管理办法》。这些法律法规，是养老基金入市投资的基本法、高压线。养老基金投资，必须有法必依，不能越法律法规雷池半步。

养老基金入市投资，监管部门须严格遵循有关法规，对养老金委托人、受托人、托管人、投资管理人、相关中介机构实行严格的行政监管。行政监管须对养老金投资的事前、事中、事后实行全过程监管，结合现场监管和非现场监管，对相关管理机构主体及其相关投资管理行为实行全面监管。为了确保养老金投资安

全，行政监管应执法必严、违法必究。

养老金基金入市投资，让市场机制发挥基础作用，用符合市场规律的专业的方法保障养老金投资安全。

坚持市场化、多元化、专业化的原则，以保本保值为基本目标、扩大投资范围采取尽量分散化的投资、“不把鸡蛋放在一个篮子里”、坚持保本投资策略、严格实施亏损风险准备金制度，可以保障养老金投资安全。

保值增值

养老金基金投资保值增值，第一目标是保本，不能出现本金亏损。在美国，其401K、IRA等私人养老金在2008年出现过严重的投资亏损。养老金基金投资亏损，势必影响养老金基金投资管理制度的公信力。

养老金基金投资保值增值，第二目标是保值。养老金以其所入市投资，须实现超越同期通货膨胀率的收益目标，避免养老金因通货膨胀而贬值。如果不能战胜通货膨胀，那么养老金入市投资就失去了其必要性。

养老金基金投资保值增值，第三目标才是增值。养老金基金投资的增值要求，也并非谋求投机暴利，只是在保本保值的基础上，追求适当的市场收益。过高的投资收益目标，势必导致投资管

跟踪基准

养老金基金投资的业绩基准一般采取固定收益率标准，比如业绩基准参照三年期银行定期存款利率。常规情况下，养老金基金投资业绩达到三年期定期存款的利率水平，一般可以对抗通货膨胀、实现保值增值。跟踪业绩基准，这是制定养老金基金投资策略的基本方法。

养老金基金投资的业绩基准，不能像公募基金、私募基金那样采取相对业绩基准，不能以相对与股票指数、债券指数而设立业绩基准。养老金基金的投资偏好决定了其业绩目标是在确保投资安全的基础上，实现一定的投资收益。养老金基金的投资目标不是追求暴利，但不能偏离保本和保值的目标、尽量减小对业绩基准的偏离度。

养老金基金是一种长期资金。在市场交易日，养老金基金投资组合的净值每天都会有波动。养老金基金投资组合按季度、年度进行信息披露，养老金基金的投资管理人必须跟踪业绩基准，使投资组合业绩保证在信息披露期实现业绩基准目标。养老金基金必须构建绝对收益型保本投资策略，确保投资组合的净值高于业绩基准、高于通货膨胀率。

止盈止损

必要时止盈止损，这是养老金基金投资的一个基本纪律。在养老金基金的投资原则、投资偏好、业绩基准、投资目标的限定下，跟踪基准的要求与方法决定了养老金基金投资必须构建绝对收益型的保本投资策略。养老金基金应该大比例配置银行定期存款、协议存款、同业存单、国家重大项目和重点企业股权等非交易型、非市场波动的低风险乃至无风险的投资工具。通过这些固定收益类资产的利息收益积累的“安全垫”规模超过了保本保值业绩目标之后，才能拿超额利息收益的一定比例进行风险资产的投资。

积累了足够规模的“安全垫”之后，养老金基金可以配置一定比例的风险资产。风险资产在证券市场随行就市