

研究简报

(2015 年 第 14 期 总第 14 期)

清华大学国家金融研究院

2015 年 8 月 22 日

人民币贬值不会影响美联储九月加息的决心

清华大学国家金融研究院课题组

上周人民币兑美元汇率单日跌幅近 2%，创 20 年来最大单日跌幅。投资者和分析师都在争论，人民币突然的大幅贬值是否提供了足够的市场不确定性和震荡，从而使得美联储推迟加息。

一、 市场反应明显

上周以前，由于美国就业及产出数据良好，市场开始偏向认为美联储会在九月份进行首次加息。本月初，利率期货表明市场认为 9 月份加息的可能性为 62%，而经过上周人民币汇率动荡之后，隐含的可能性已经降至 40%。两年期国债利率在本月初已经超过 0.75%，而上周利率的回落预示着债券市场对九月加息的信心已经降低。机构对 9 月份加息可能性的判断也因此调低。市场最主要的顾虑是美国的通胀过低，甚至接近 0。市场担心人民币贬值会减少

中国对进口的需求，进一步压低大宗商品价格，使得国际通胀预期进一步降低，而中国主要的进口国的经济也会因此受到影响。同时，美元相对升值，对全球经济的进一步恢复也起负面作用。十年期国债价格上升，表明市场对长期的通胀预期降低。分析认为，国债市场的反应一方面是在为“政策失误”定价——市场认为美联储过早的收紧了货币政策，投资者对通货膨胀的未来过于谨慎，市场存在错误定价；另一方面市场对长期通胀预期调低的原因是分析认为人民币进入贬值通道、贬值过程仍会继续的可能性非常大，这将进一步导致美国通胀降低。但是，事实并非如此，市场对人民币贬值的解读和反应极有可能是错误的。

二、人民币汇率改制是中国金融改革整体设计的一部分

此次贬值，是为了引入更加有效的市场化机制，是人民币汇率形成机制市场化改革的重要一步，也为推进资本项目开发乃至整个金融体系的改革做出了准备。这次改革并不是会引发人民币进入明显的贬值通道，加剧短期内人民币贬值风险，并对资本市场造成冲击，也不会引起所谓的“货币战争”、各国货币竞相贬值。事实上，人民币汇率并没有完全放开，即使市场的力量会促使人民币继续贬值，但是央行对目前的新的汇率水平表示满意，并不会让贬值持续下去。因此，截至周末，全球大部分市场已经回到了人民币贬值前的水平，而且人民银行也是言行一致的。而且由于此次贬值，人民币的汇率更接近市场均衡价格，因此今后大幅波动的概率反而更

小了。由此而将进一步展开的金融改革，也会使中国的金融系统更加稳定，为经济的发展产生更大的正面的作用，汇率和其他金融资产价格大幅波动的情况也会相应好转。

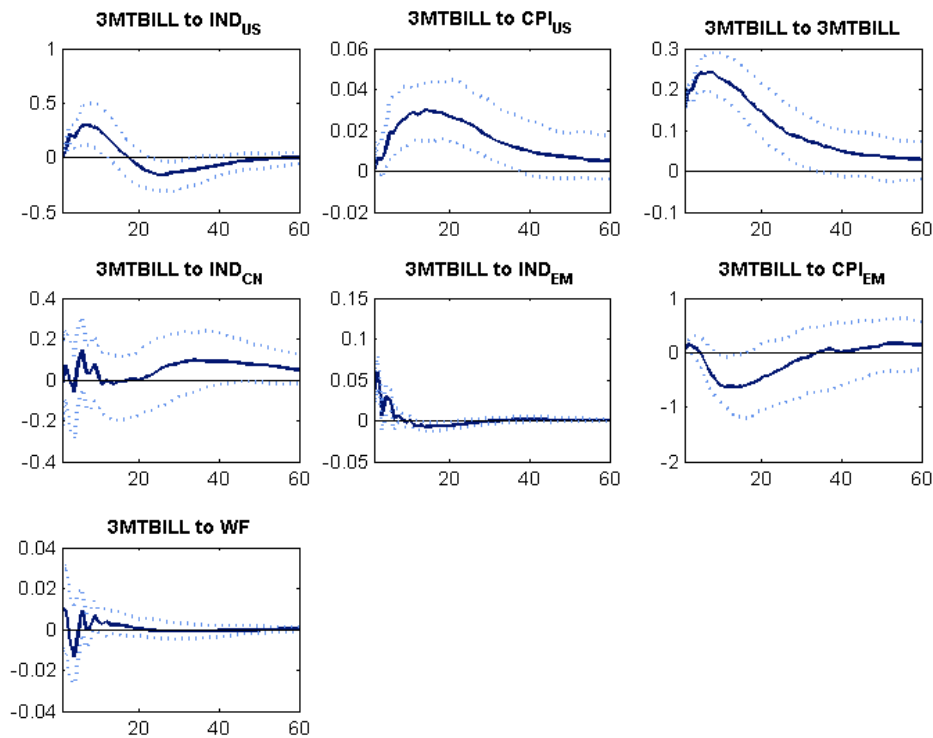
三、中国经济实际上比统计数据表现的要更好

虽然上个月的中国出口数据表现欠佳，投资略显不足，但是GDP已经开始回升，劳动力成本持续上升，7月份，社会消费品零售总额同比增长10.5%，增速虽比6月份低0.1个百分点，但比1-6月份高0.1个百分点。总体上看，7月份消费品市场继续保持平稳增长，基本生活类商品继续保持较快增长，餐饮收入增速有所加快，新业态和消费升级类商品销售良好。这也和国家产业升级、经济转型、由投资拉动向消费拉动转变的政策是一致的。虽然短期看来GDP增长率不如从前，但是对国家的长期发展是非常有利的。2015年7月份全国居民消费价格指数（CPI）和工业生产者出厂价格指数（PPI）数据显示，CPI环比上涨0.3%，同比上涨1.6%；PPI环比下降0.7%，同比下降5.4%。PPI的下降很大程度上是受到低油价的影响。不仅如此，中国经济的实际情况应该比传统数据所反应出来的更好，因为在过去两年中实行的货币政策、财政政策和行政改革开始逐步显示出对经济的刺激作用，低油价对经济也有很强的推动作用，而且互联网技术的发展使得新的生产方式逐渐兴起，并且渗透到了经济生活的方方面面，但还未被涵盖在传统的GDP统计

之内。因此，中国经济其实是比我们看到的要好得多，这为人民币汇率保持长期的稳定提供了经济基础。

四、 美国货币政策决策不受中国经济影响

退一步说，即使人民币贬值会引起大多数新兴市场国家的货币集体贬值，而且中国的经济增速的确出现了问题，那么美联储是否会因此而改变原有的升息计划呢？Liu and Zhang (2015)研究了美国的经济基本面、货币政策与中国经济增长和新兴市场国家（包括中国在内）的汇率共同因子之间的关系。下图是基于文章分析得出的美国货币政策（用3个月国债利率衡量）对不同冲击的脉冲响应函数。第一列第二行和第三行分别是美国货币政策对中国经济增速冲击和对新兴市场国家汇率共同因子冲击的脉冲响应图。从图上可以看出，美国的货币政策对中国经济增速和新兴市场国家的汇率共同因子的反应非常弱，而且在置信区间达到68%时反应仍然不显著。因此，美联储由于中国的经济数据偏弱和人民币贬值改变自己的政策导向的可能性非常低。



3MTBILL:美国3个月国债利率 IND_cn:中国工业产值
IND_us:美国工业产值 IND_em:新兴市场工业产值
CPI_us:美国CPI CPI_em:新兴市场CPI
WF:新兴市场国家汇率共同因子

五、 美国经济实际上比统计数据表现的要更好

美国的货币政策究竟何去何从，归根结底还是由美国自身的经济状况决定的。正如报告开始提到的，美国的经济已经完全为加息做好了准备，第一季度 GDP 数据上调，第二季度 GDP 增长率高于预期达到 2.3%，居民消费大幅增长，汽车及房地产市场回暖，就业市场报告好于预期，失业率已经降至 5.3%，劳动力市场偏紧。周三最新发布的 7 月 CPI 同比增长了 0.2%，而剔除了能源之后的核心 CPI 同比增长达到了 1.8%，而 7 月份 FOMC 会议纪要也显示 FOMC 成员认为随着劳动力市场的进一步发展通货膨胀率会逐步向 2% 的

目标靠近。周四刚刚发布的住房销售数据显示过去 12 个月商品房销售增长高达 9.7%，而 7 月份一个月的增长就有 2%，是 07 年 2 月份以来的最高增速，住房销售增速已经逐步回到了危机之前的水平。人民币的上周的贬值并没有影响美国经济的基本面，因此九月份加息的经济基础仍然存在。

六、 美联储 9 月升息及其展望

长期的低利率水平会导致投资者由于投资成本低而愿意承担更大的风险，这将造成金融系统风险的累积。而且美联储一天不加息，市场就会不断揣测央行的政策意图和动向，使得市场情绪非常不稳定，早日加息可以化解这方面的不确定性，有利于金融市场的稳定和健康发展。美联储的官员也在不同场合表示过这样的态度。事实上，虽然在 7 月的 FOMC 会议举行之时尚未发生人民币贬值，但是美联储的政策制定者们已经将中国增长放缓的因素考虑在内。而且耶伦也曾公开表明，美联储的货币政策主要考虑的还是国内的经济形势，至于中国和新兴市场国家的不确定性并不是他们考虑的主要因素，更何况不确定性是无时无刻不存在的。

基于以上的分析，上周的人民币贬值并不会影响美联储加息的决策，因此九月份加息的可能性仍然非常大。

(2015 年 8 月 22 日)

（本课题牵头人为清华大学国家金融研究院副院长周皓 课题组成员张际）

报 送：人民银行周小川行长、易纲副行长、潘功胜副行长、张晓慧行长助理。

抄 送：货币政策司、货政二司、研究局（所）。

联系人：刘晨茹

电 话：62792735
