

研究简报

(2015 年 第 15 期 总第 15 期)

清华大学国家金融研究院

2015 年 9 月 14 日

从 FOMC 内部投票分析看九月升息

清华大学国家金融研究院课题组

作为即将到来的美联储自 2006 年以来的首次升息，市场、学术界、美联储内部、以及世界各国的投资者和央行对此都给予了极其密切的关注并进行了详细的分析和预测，目前大家关注的焦点就是首次升息究竟是否会在今年 9 月发生。我们的观点是 9 月加息是有益的，而美联储也应该顺应经济形势的发展，做出进行首次升息的决定。

一、 联储内部投票分析

美联储内部基于对未来预期的差异，具有 FOMC 会议投票权的高层官员之间意见并不一致，但坚持尽快加息的声音还是很多。耶伦在七月份之后就没有发表过公开讲话，但是在上一次讲话中，她十分明确的表态早日进行首次升息并缓慢进行后续紧缩性货币政策更有利于经济的发展，而国际环境的不确定性一直存在，并不能因此决定美国的货币政策。美联储副主席费雪公开演讲表示八月份

的就业数据对九月加息与否至关重要，他认为价格下行的经济基础已经不存在，美联储不应该在达到 2% 的通胀水平后再加息，而人民币贬值带来的市场动荡是新的突发事件，美联储将继续关注事态的发展，但中国的汇率改革和目前的经济状况本身对美国出口的直接影响很小。波士顿联储主席指出首次升息提前或推迟一两个月对经济大局影响不大，更应该关注的是今后升息的路径，只要之后的升息是逐步的、缓慢的，九月升息是可以接受的。里士满联储主席在就业数据公布之后表示，八月非农就业合理强劲，短期的市场波动对经济影响有限，工资和生产率增长保持一致，劳动力市场已经不再支持零利率。旧金山联储主席认为各项经济指标都走势良好，年内应该加息，继续等待会增加经济风险。亚特兰大联储主席也赞成早日加息。当然联储内部也存在反对的声音，比如纽约联储主席就认为，在现在的国际环境下，九月份加息并不恰当；芝加哥联储主席认为等到 2016 年 6 月以后再升息才是正确的选择。还有几位联邦储备委员会委员近期没有对升息问题表态，但鲍威尔(Powell)在六月份曾有过“加息的决策主要看数据”以及“预计年内会有两次升息”的表述。FOMC 非投票成员除了明尼苏达联储主席(Kocherlakota)明确表示反对之外，其他大多数公开发言的成员都表示赞成在 9 月升息。

当然，FOMC 最终的投票结果往往比较统一，这是因为最终的投票之前会经过几轮的协商，在达成了共识之后才形成了最终的投

票结果。因此，最能体现每个 FOMC 成员观点的其实不是最终的投票，而是在 FOMC 会议之前他们发表的讲话。

2015 年 FOMC 投票成员		
赞成尽快加息	Jannet L. Yellen	美联储主席
	Stanley Fischer	联邦储备委员会委员
	Jeffrey M. Lacker	里士满联储主席
	Dennis P. Lockhart	亚特兰大联储主席
	John C. Williams	旧金山联储主席
	Jerome H. Powell	联邦储备委员会委员
赞成延迟加息	William C. Dudley	纽约联储主席
	Charles L. Evans	芝加哥联储主席
态度不明朗	Lael Brainard	联邦储备委员会委员
	Daniel K. Tarullo	联邦储备委员会委员

二、 市场预测和动向

人民币汇率大幅波动以前，由于美国就业及产出数据优势明显，市场开始偏向认为美联储会在九月份进行首次加息。八月月初，利率期货表明市场认为 9 月份加息的可能性为 62%，而经过人民币汇率动荡之后，金融市场不确定性猛增，这一可能性降为仅有 26%，费雪的公开演讲之后，使这一概率升至 32%。长期保持过低的利率对金融市场有三大危害：第一，市场是痛恨不确定性的，不确定性会阻碍投资者的投资行为。从金融危机利率下调以来，投资者们就一直在揣摩、预测利率何时会回升，一旦美联储宣布加息，投资者们将如释重负。目前政策带给市场的不确定性仍然很大，使得投资者有些举棋不定、无所适从，尽快加息可以消除这方面的不确定性，使得投资者顺利做出投资决策。第二，由于利率长期过低，使得国债对投资者的吸引力下降，人们会转而投资更高风险的股票来获取更高的收益，使得整个金融市场的风险承担增加，投资的效率低下。

第三，低利率会促进资产泡沫的形成，S&P/Case-Shiller 美国 20 个城市房价指数在过去的一年里上涨了近 5%，从 2012 年至今指数上涨了近 35%。而泡沫终将破灭，新的金融危机又将触发。正是由于低利息对金融市场的负面影响，使得投资不足，尤其是研发投入水平低，这样导致了仅今年的劳动生产率增长缓慢。因此，尽早升息对稳定投资和金融市场意义重大，进而也对实体经济有所帮助。

市场始终是站在央行政策意图揣测者的位置以期尽量准确地预测央行的行为获得更高的利润，而不是站在央行的对立面告诉央行应该怎样做甚至绑架央行。因此，尽管由于近期国际资本市场的动荡，市场对九月份加息的信心减弱，但是基于强势的经济数据再加上对美联储高级官员和 FOMC 投票成员升息态度的分析，市场对升息时机的判断亦会与央行逐步趋同。

三、 中国及国际因素

人民币在 8 月中旬大幅贬值，使得市场产生了对“货币战争”和中国经济增长放缓的恐慌，市场担心人民币的持续贬值会加大美国国内通货紧缩的压力，对美国经济的增长也会起到反作用。但事实上，人民币长期贬值的经济基础并不存在，中国经济的基本面相当稳健、各种政策和改革的红利开始逐渐显现。G20 成员一致支持中国的政策改革，这也在一定程度上从侧面消除了对人民币持续贬值和中国经济持续走低的顾虑。

IMF 的研究认为，基于对全球经济尤其是新兴市场国家经济状况的考虑，美国应该推后加息。实际上，人民币贬值带来的市场动

荡是新的突发事件，美联储将关注事态的发展，但中国的汇率改革和目前的经济状况本身对美国出口的直接影响很小。而美联储也并不会将新兴市场国家的汇率和资本流动状况作为决定货币政策的重要因素。

其他新兴市场国家从美国宣布退出 QE 开始，就面临着货币贬值和资本外流的困境，但是由于各国经济基础和政治环境的不同，新兴市场国家的发展不是趋同而是分化的，美国货币政策的变化对于新兴市场国家经济来说只是诱因而并非根本原因。近日新兴市场国家的央行甚至纷纷呼吁美联储尽快加息以消除政策不确定性带来的股票市场和外汇市场的动荡。

四、 就业、经济增长和物价

当然，决定美联储加息与否的最关键因素还是美国的经济形势。就业市场的状况是鸽派央行官员最为关心的部分。9月4日刚刚发布的八月份就业报告显示，八月份的失业率从七月份的 5.3% 下降到 5.1%，超过预期的 5.2%，已经达到了美联储测算的 5%-5.2% 的自然失业率目标，也是 2008 年一月份以来的最低值；或者说美国已经达到了充分就业。八月新增非农就业人数为 17.3 万，低于 21.7 万的预期，但是八月份本身就是劳动力市场的淡季，而且根据历史经验，此数据向上调整的空间很大。广义失业率达到 10.3%，也是 2008 年以来的最低值。工资在八月份上涨 0.3%，在过去一年上涨 2.2%。这样出色的数据完全达到甚至超越了八月份时美联储官员所表述的劳动力市场有“些许进步”的要求。这是九月份 FOMC 会议

前最重要的报告，数据的好坏会直接影响到美联储何时加息的决策。当然，美联储的决定也不可能完全取决于这一份报告，前几个月的数据修正已经使得美国的就业数据远超预期，而九月份的报告表明过去几周国内和国际资本市场的动荡对美国实际经济影响甚微，并进一步印证了就业市场持续向好的势头仍然非常强劲。

美国的 GDP 从 2009 年以来的平均增长率为 2.0%，第二季度的 GDP 增长数据调整为 3.7%，增长十分强劲。居民消费数据令人振奋，劳动力市场整体复苏，尤其是消费倾向更高的低收入人群工作比例显著升高，和低油价一起支持了汽车以及其他消费支出的增长。八月底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。劳动生产率增长虽然较历史平均水平缓慢，但与过去几年的低投资水平息息相关，而且估算误差在其中也起到很大的作用，互联网经济的迅猛发展使得家庭劳动生产率、企业管理效率和人民生活的便利程度大幅提升，但传统的国民账户统计并未能将这些涵盖在内。

反对九月加息观点持有者对经济最大的担忧是低通货膨胀率。美元升值以及石油和大宗商品价格走低使得美国过去一年的核心个人消费支出指数只增长了 1.2%，低于美联储设定的 2% 的目标。但是正如美联储副主席费雪所说，通胀目标是 2% 并不意味着一定要等通胀达到 2% 才开始加息，由于美元升值的影响已经在逐渐消退，而产能利用率也已经很高，价格已经不具备下行的压力，央行

的政策应该具有前瞻性，一旦石油价格上涨，通货膨胀就会高企，如果等到通胀率达到 2% 再加息，可能为时已晚。

五、 结论

综合美国经济数据以及市场和美联储官员的观点，我们认为 9 月升息是比较合理的选择，但为了避免金融市场过度反应进而导致实际经济受到影响，首次升息的力度应该不大，后续的升息也会逐步缓慢进行。

(2015 年 9 月 14 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：18611298328
