

美联储连续加息影响分析

规划研究部 宋论升

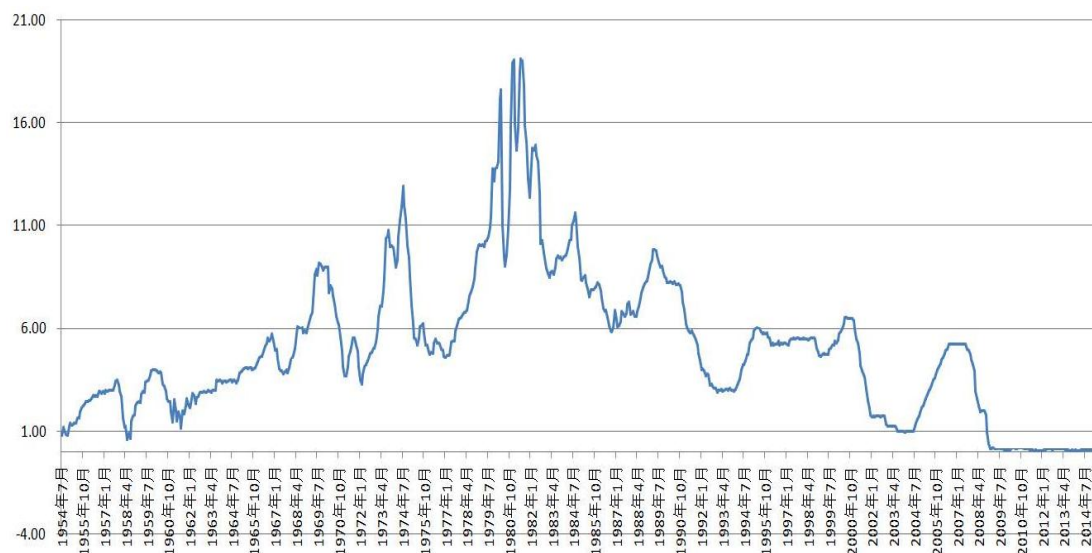
一、美联储加息原因分析

美国联邦储备系统（美联储）包括了位于美国首都华盛顿的联邦储备局，以及位于美国 12 个区域中心城市的联邦储备银行。根据《联邦储备法》（Federal Reserve Act），美联储于 1913 年 12 月 23 日成立，主要负责履行中央银行职能。联邦公开市场委员会（FOMC）隶属于美联储，主要任务是决定美国货币政策，透过货币政策的调控，达到经济成长及物价稳定两者之间的平衡，此外，FOMC 还会关注金融系统的稳定性。按惯例，美联储每年会举行八次议息会议，四次新闻发布会。

1954 年以来，美国联邦基金利率总体呈上升趋势，直到 1982 年达到高点，此后开启了近 40 年的降息通道，直到 2008 年金融危机后降到零利率，但在总体降息通道中，经历了多轮加息周期。自 1982 年以来，美国已经历了完整的 5 轮加息，最新一轮加息周期始于 2015 年 12 月 17 日，美联储将联邦基金利率目标区间提升 25 个基点至 0.25%-0.50% 的水平，

正式结束 7 年的零利率政策。2016 年 12 月 15 日和 2017 年 3 月 16 日，美联储分别加息 25 个基点，目前联邦基金利率为 0.75% ~ 1%。

图：1954 年以来美国联邦基金利率走势



此前，美联储对加息设置了两个条件：一是就业市场进一步改善，二是有理由相信中期通胀水平将回到 2% 的目标。2015 年 10 月份以来的经济数据印证了美联储对就业市场进一步改善的预期，同时就业市场持续改善增强了美联储对通胀在中期内回到 2% 目标的信心，美国经济有望继续保持温和增长势头，美联储加息时机日趋成熟。

因此，美联储开启此轮加息周期主要原因在于：美国经济运行良好，目前失业率降至 4.5%，低于能保证充分就业的水平，通胀率也接近 2% 的目标，美联储保持了对美国经济的乐观态度，同时，如果继续维持低利率政策可能影响金融体系稳定。

表：1982 年以来美联储历次加息周期

	时间	基准利率调整	加息原因
第一轮加息	1983 年 3 月至 1984 年 8 月	从 8.5% 上调至 11.5%	1981 年美国的通货膨胀率高达 13.5%，接近超级通胀，通过大幅加息抑制通胀。
第二轮加息	1988 年 3 月至 1989 年 5 月	从 6.5% 上调至 9.8125%	1987 年股市崩盘，美联储紧急降息救市，1988 年起通胀继续上扬，美联储加息应对。
第三轮加息	1994 年 2 月至 1995 年 2 月	从 3.25% 上调至 6%	1994 年经济复苏，为了控制通胀，美联储加息应对。
第四轮加息	1999 年 6 月至 2000 年 5 月	从 4.75% 上调至 6.5%	1999 年经济强劲增长、失业率降至 4%，互联网热潮下通胀上升，美联储加息应对。
第五轮加息	2004 年 6 月至 2006 年 6 月	从 1% 上调至 5.25%	2004 年通胀抬头，美联储开始收紧货币政策，连续加息应对。

二、美联储未来加息预期

近几年来，美联储在把握市场预期走向方面比较成功，其不断释放加息信号，市场对渐进加息已有充分预期。如果经济持续改善，美联储将继续保持渐进加息的节奏，货币政策将逐步接近中性。

美联储目前的渐进加息符合美国货币环境，如果没有特殊情况发生，延续 3 月份以来渐进加息的节奏是大概率事件。从美国历史上看，利率常态水平大约在 3% 至 3.75% 之间，根据“泰勒规则”，目前的利率缺口在 200-300 个基点左右，为 1977 年以来最大。根据美联储最新一次公布的利率预期“点阵图”，2018 年底联邦基金利率预期中值为 2.1%，2019 年底联邦基金利率预期中值为 3%，长期联邦基金利率预期为

3%，相比上次“点阵图”，2018 年和长期利率预期维持不变。

未来美联储加息的路径主要取决于特朗普政策之下美国经济、就业及通胀的变化，综合市场分析和预期，普遍预计 2017 年还将再加息两次，2018 年加息三次，利率将上调至 2.0%-2.5% 左右。

但需要说明的是，“点阵图”并不是美联储的政策承诺，仅是美联储经济预测总结（SEP）的一部分，其中还包括美联储对经济增长、通胀、失业率等的预期。“点阵图”还要看 FOMC 成员们观点的差异大小，差异较大的情况下短期货币政策走向会更加难以预测。经济数据仍是美联储决策的重要参考，但并非唯一指标，过去两年在美联储加息的政策指引中，尽管美联储预设了若干数据指标，但在实践中并未严格按照标准来实施，这增加了对美联储加息预测的难度。

此外，除了美联储加息之外，对市场影响更大的是可能于年底开始的缩表，需重点关注加息和缩表带来的流动性收紧。总体而言，美联储需要尽快摆脱低利率环境，平衡市场热情，但同时需确保有足够的空间来应对可能出现的市场风险。

影响美联储紧缩货币的几个关键因素包括：一是通过缓慢的加息节奏和政策引导配合，两年时间已吸引了 7500 亿美元资金流入美国，推升美国金融市场的繁荣，加上近期中东、东北亚地区紧张局势，都配合了美联储的紧缩节奏。二

是美国经济复苏仍缺乏后劲，出现新危机的风险也在不断增加，同时欧盟和日本经济在过去几年停滞不前，而且几次陷入衰退，若美国经济数据下滑，将是影响美联储决策的一个重要因素。三是作为独立机构，美联储可以不考虑政治影响，但英国脱欧、法国大选等重大历史事件仍在发酵，美联储必须考虑“黑天鹅事件”对市场的冲击，以及紧缩政策被市场误读的后果。四是特朗普未来的财政刺激政策对加息频率的影响，若特朗普政策在 2017 年下半年得以通过，财政刺激和减税利好美国经济，未来两年加息速度可能变快。

三、美联储连续加息的影响分析

美联储连续加息将对全球经济、资产市场、国内货币政策、外汇市场带来显著影响。从短期来看，紧缩程度低于预期，目前市场的反应对加息预期有所消化，但趋势性力量不容小觑，从长期来看，将对国内货币政策、汇率政策、资本市场等带来显著影响。

从短期来看，由于此前受多位美联储官员鹰派言论影响，3 月加息本就成为一致预期，结果表明紧缩程度低于预期，且未提及缩表，同时受 2 月非农就业人数超预期及通胀回升影响，目前市场的反应对加息预期有所消化，加息靴子落地后美元指数下挫，美国股市回升，国债收益率下降。目前美国 10 年期国债收益率在 2.2% 左右，比 2012 年 7 月创下的历史最低点 1.387% 高 80 个基点左右，过去十年中美 10 年期国

债利差在 87 个基点左右，目前在 115 个基点左右。

进入 2017 年，随着美国经济复苏、就业市场好转以及通胀水平持续回升，美联储加息路径较过去两年明显更为陡峭。从长期来看，可能的影响包括：

（一）对国内货币政策的影响

从货币政策上看，随着美联储加息，美国国债收益率带动全球收益率曲线变化，国内货币政策需要做出应对。目前国内尚不具备上调存贷款基准利率的条件，暂时以上调较为市场化的公开市场操作利率为主。宏观上面临一个棘手的内外部货币政策环境，实体经济要求保持低利率，外部却要面对美联储未来多次加息的预期，预计货币政策的压力和难度将越来越大。

（二）对国内汇率政策的影响

从汇率政策上看，短期内人民币汇率有一定支撑，但美联储进入加息通道后，随着中美利差缩窄，最直接的影响是人民币贬值与资本外流压力增大，在外部压力下，需要相应提高利率以应对资本外流和汇率贬值。但经济复苏难以承受利率的大幅提高，叠加国内资产泡沫的危险，宏观政策面临一个艰难的权衡，若无法提高利率应对美联储加息，人民币汇率长期贬值压力将加大。

（三）对国内资本市场的影响

从资本市场上看，美联储进入连续加息周期，国内流动

性有所收紧，市场利率可能小幅上升，融资难度加大。随着美国国债收益率上行趋势明显，中美利差缩窄，资本外流压力增大，迫使国内资产价格重估，倒逼国内债券收益率随之上行，叠加国内金融去杠杆和加强监管等政策，将给债券市场带来较大冲击。

从历史经验来看，美联储加息往往对股市带来显著影响，流动性紧张可能冲击 A 股市场，但央行尚有足够的政策储备采取对冲措施应对流动性压力，在美联储加息节奏未超预期的情况下，预计短期内向股市传导的压力不大。