

研究报告

2016 年第 119 期

2016.12.15

报告负责人：
周月秋 殷红

报告执笔：
罗宁 郭可为 刘新
邮箱：

Luoning.cs@icbc.com.cn

美加息“靴子”落地的影响及我行关注点

要点

- 2016年12月14日，美联储时隔一年后再度加息。其原因有三方面：第一，经济增速大幅反弹，就业市场稳定向好。第二，通胀指标正向2%的目标积极迈进。第三，资产泡沫持续膨胀也是美联储加息的推动因素。
- 美联储加息对全球经济金融的影响：首先，使新兴经济体经济复苏难度增加以及金融风险变大。其次，可能诱发全球资本市场的结构性震荡。此外，将打压国际大宗商品价格。
- 美联储加息从积极方面来看，对我国出口增长有一定好处。但也会对中国货币政策、经济金融等多方面带来挑战。首先，会限制我国宏观调控政策空间。其次，人民币国际化将迎接强势美元周期的不利外部环境。此外，中国企业海外投资面临风险加大。
- 中资银行应重点关注：从资产业务角度看，美元加息会导致美元融资成本上升，境内外币贷款等融资业务或将进一步下降。从负债业务角度看，美元资产收益水平亦随之提高，储蓄类美元存款需求或将进一步增加。从利率风险角度看，美联储加息将加大中资银行境外利率风险管理压力。从汇率风险角度看，美元加息给人民币带来贬值压力，可能使尚未对外币债务进行对冲的部分公司面临风险，进而增加银行的信用风险。从流动性风险角度看，一方面境外机构资产负债期限错配产生的潜在流动性风险增大。另一方面，美联储加息将加大境外机构债券下跌风险和LCR达标的压力。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2016年12月14日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调25个基点到0.5%-0.75%的水平，同时上调贴现率0.25个百分点至1.25%。美联储官员表示，明年可能会分三次加息，进一步将利率上调0.75个百分点。这是美联储时隔一年后再度加息，加息“靴子”落地，立即引发全球金融市场强烈反应，美元指数再创新高。¹

一、12月份美联储加息为市场一致预期

在2016年11月美国国会联合经济委员会上，美联储主席耶伦就曾做了一番偏鹰派的发言。她认为，“相对早的加息可能是合适的，等待太久可能会导致美联储日后不得不突然收紧政策”，“加息的条件将很快满足”。但同时，她也表示，今年以一直不加息并非对经济缺乏信心，而是在等待更合适的时机。在耶伦发言的推动下，基于以下三方面因素市场对12月份美联储加息基本形成一致预期。

第一，经济增速大幅反弹，就业市场稳定向好。今年三季度，美国实际GDP环比折年率为3.2%，大幅高于此前市场预期。颇具戏剧性的是，国际货币基金组织（IMF）在10月份发布的《世界经济展望》报告中，将2016年美国经济增长速下调至1.6%。或许不久之后，IMF不得不重新上调其预测值。劳动力市场方面，失业率目前为4.9%较低水平，新增非农就业数据自5月份出现异常回落之后，又迅速回升。根据美国ADP调查数据，今年初至10月末就业人数保持约1.5%的月度增幅，就业状况持续改善趋势明显。

第二，通胀指标正向2%的目标积极迈进。根据最新发布数据，截至10月末，美国CPI同比增长1.6%，涨幅创下近两年内新高，核心CPI连续12个月保持在2%以上。近期，已经有多名美联储政策会议成员表示，“如果经济形势的发展大致符合委员会的预期，那么在相对很快的时间里上调联邦基金利率的目标区间将是合适的”。

¹ 感谢资产负债管理部、金融市场部、资产管理部、投资银行部在本文写作过程中给予的大力支持。



第三，资产泡沫持续膨胀也是美联储加息的推动因素。全球金融危机爆发后，长期宽松货币政策的流动性助推下，美国资产泡沫问题日渐凸显。目前，美国标准普尔/CS20个大中城市房价指数已达192点，超过2007年末水平，并且连续12个月维持5%以上增幅。资本市场方面，截至今年11月中旬，美国道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数分别较2009年低谷增长了192%、318%、227%。而同期欧洲斯托克50指数、MSCI亚太指数的涨幅分别为78%、91%。加息也是美联储抑制资产泡沫，避免过度膨胀引发新危机的重要举措。

二、美联储加息对全球经济金融的影响

我们认为，美联储本次加息对全球经济金融的冲击会逐渐减弱。一方面，加息信号早已释放多时，全球市场已做好思想准备，消化了部分加息的负面效应。另一方面，将现有0.25%—0.5%的区间提高至0.5%—0.75%的区间。这一利率区间依然是低位运行，不会产生强烈的冲击。事实上，美联储12月份议息会议对全球经济的影响，不仅仅在于本次加息，更在于其显露出的未来加息提速迹象。

首先，美联储加息提速使新兴经济体经济复苏难度增加以及金融风险变大。美联储加息提速导致驱动跨境资金在资产板块之间、区域板块之间大幅流动，引领跨境资金从欧日及新兴市场区域回流至美国市场。最易受到美联储货币政策变化冲击的是新兴经济体，一是美元走强会导致全球资本流向发生改变，新兴市场货币承受巨大压力，短期跨境资本流动流出新兴市场，并传导至股市引起股价动荡。加之这些经济体的金融市场十分脆弱，美联储加息所产生的连锁冲击，有可能直接或间接诱发这类国家的经济危机。二是新兴市场的美元债务风险加大：根据国际金融协会测算，2014—2018年，所有新兴国家需要展期的企业债务将达到1.68万亿美元，其中约30%以美元计价。如果美元进入升值通道，新兴经济体债券展期成本将显著上升，债务风险将随之升温。三是贸易渠道的

双重挤压：本币贬值导致新兴市场的进口成本显著上升，与此同时，大宗商品价格持续低迷导致资源出口型的新兴经济体利益受损。俄罗斯、巴西等国受此影响最为明显。

其次，美联储加息提速可能诱发全球资本市场的结构性震荡。美联储长期的低利率政策已经导致资产价格虚高、资本分配不当等畸形现象，为国际资本市场埋下了结构性隐患。美联储加息提速势必刺激国际资本市场加速调整资产定价，并在全球范围内进行再分配。届时资本市场上的巨额资本流动、重新定价，加之利率波动带来的不稳定性，都有可能成为国际金融市场动荡的“导火索”。

此外，美联储加息提速将打压国际大宗商品价格。当前美国和新兴国家经济周期出现分化，新兴市场主要经济体增长乏力，全球市场对工业类大宗商品的需求不足，美联储加息促进美元走强，以美元计价的大宗商品价格将承受下跌压力。

三、美联储加息对中国经济的可能影响

从积极方面来看，美联储再次启动加息，对我国出口增长有一定好处。一方面，美联储加息本质上是对美国经济稳健增长趋势的政策确认，美国经济稳健增长、美元保持相对强势将有利于增加美国对全球市场的需求。截至 2015 年末，按单一国家来看，美国依然是中国最大货物出口市场，占我国货物出口金额的 18.01%，美国经济保持稳健增长对于稳定我国出口具有重要意义。另一方面，美联储加息会反过来看也有人民币对美元贬值的含义，意味着我国出口成本相对下降，对我国产品出口有一定刺激作用。

但值得关注的是，美联储加息也会对中国货币政策、经济金融等多方面带来挑战。首先，会限制我国宏观调控政策空间。美联储加息拉大中美利差，刺激国内资本外流，人民币贬值承压，限制央行货币政策放松的空间。央行虽可



通过加息等政策工具收紧货币政策，以此来对冲中美利差扩大导致的资本外流和人民币贬值压力，但当前国内资产价格泡沫已成为监管层关注的一个重大问题，尤其是部分城市的楼市泡沫正在集聚，如果断然收紧货币政策，可能成为刺破资产价格泡沫的导火索，并引发系统性经济金融风险。可见，美联储加息将使中国央行在保汇率与保楼市之间的政策选择更加复杂。此外，中美利差扩大所导致的国内资本外流倾向还会明显加大跨境资金流动监控难度，干扰货币当局对总体流动性的把握，降低货币政策的有效性。

其次，人民币国际化将迎接强势美元周期的不利外部环境。一方面，人民币对美元的阶段性贬值压力，导致短期内国内投资者换汇意愿增强而国际投资者持有人民币资产意愿下降；另一方面，为应对美国加息的潜在冲击，部分外债偿还压力较大的新兴经济体很可能调整外汇储备构成，增持美元资产，减持人民币资产。2015年12月，阿根廷政府宣布将等值31亿美元的人民币外汇储备转化为美元以应对国际支付所需就是一例。上述情况将使未来一段时间的人民币国际化可能面临强势美元的抑制，人民币国际化速度恐有所放缓。

此外，中国企业海外投资面临风险加大。过去几年中，中国企业海外直接投资快速增长，其中亚洲和拉丁美洲是中国对外直接投资存量最集中的地区：2015年中国在亚洲和拉丁美洲地区的对外直接投资占比达83%，较2014年提高5个百分点。从历史经验来看，亚洲和拉美地区一直是美联储加息后期债务危机、金融危机的高发地区，这将给中国企业的海外资产安全带来一定风险。如何有效保障中国企业海外投资安全不仅是企业个体需要高度重视、未雨绸缪的重点，亦应是国家战略布局中不可忽视的环节。

四、关于美联储加息，中资银行应关注什么？

第一，从资产业务角度看，美元加息会导致美元融资成本上升，境内外币贷款等融资业务或将进一步下降。同时，对于国际化程度不断加深的国内商业

银行而言，美联储基准利率的提高将提升境外机构尤其是美元占据较大份额的境外机构的外币业务净息差水平。

第二，从负债业务角度看，美元资产收益水平亦随之提高，储蓄类美元存款需求或将进一步增加。商业银行在境外发行以外币计价的优先股以及次级债，人民币贬值会增加银行的负债成本。

第三，从利率风险角度看，美联储加息将加大中资银行境外利率风险管理压力。在利率上行期间，境外机构面临的利率风险加大，尤其对于设立在新兴市场国家的境外机构，美联储加息有可能加剧资本外流和市场动荡，利率风险尤为突出。

第四，从汇率风险角度看，美元加息给人民币带来贬值压力，可能使尚未对外币债务进行对冲的部分公司面临风险，进而增加银行的信用风险。人民币贬值还将引起资产价值重估，使银行抵押贷款的抵押物风险增加，进而增加银行的信用风险。同时，美联储加息导致新兴市场货币汇率风险加大，部分境外机构资本金保值增值压力增加。新兴市场国家经济增长持续放缓，美联储加息可能进一步加剧新兴市场资金外流，贬值压力增加，部分设立在新兴市场国家的境外机构资本金保值增值压力加剧。

第五，从流动性风险角度看，一方面境外美元利率不断上升，美联储加息后，利率上升趋势仍将延续，境外机构资产负债期限错配产生的潜在流动性风险增大。另一方面，为满足流动性覆盖率（LCR）监管要求，境外机构需要持有大量高流动性债券。利率上升期间，债券面临较大估值下跌风险，美联储加息将加大境外机构债券下跌风险和 LCR 达标的压力。