

研究报告

2017 年第 39 期

2017.3.30

执笔：宋玮

wei.songcsjr@icbc.com.cn

美联储加速加息或再次冲击新兴市场

——2017 年 3 月国际金融市场走势述评

要点

- 2017 年 3 月 16 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 0.75%-1% 的水平，这是美联储时隔三个月后再度加息，符合市场预期。但美联储主席耶伦并未释放更多强硬信息，美联储对 2017 年加息次数的预估中值仍维持 2016 年 12 月的三次，并对长期利率水平预估 3% 不变，美国经济更强增长的市场预期落空，整体偏“鸽”致使美元指数下跌超过 1%。展望中长期，由于 2017 年和 2018 年美联储或将分别加息三次，美国将仍处于加息和美元升值周期之中，预计 2017 年-2019 年仍将处于美元震荡升值趋势之中。
- 美联储的加速加息进程可能会不断加大对新兴市场经济体的冲击力度，或将加大部分新兴经济体的金融风险。在美联储加速加息背景下，我们应高度关注其对全球市场带来的短期冲击与中长期影响，密切关注特朗普执政后的政策走向，深入研判对银行经营的潜在影响，高度关注新兴市场面临的资本外流、汇率贬值和贸易保护等冲击。

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。

美联储加速加息或再次冲击新兴市场

2017年3月16日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调25个基点到0.75%-1%的水平，这是美联储时隔三个月后再度加息，符合市场预期。但美联储主席耶伦并未释放更多强硬信息，美联储对2017年加息次数的预估中值仍维持2016年12月的三次，并对长期利率水平预估3%不变，美国经济更强增长的市场预期落空，整体偏“鸽”致使美元指数下跌超过1%，国际金价和油价有所反弹，美国和欧洲股市有所反弹。

一、美联储“鸽派”加息落地

2017年2月至3月中旬，美联储官员密集发声，对加息态度明显偏鹰派，再加上特朗普国会演讲提出超市场预期的1万亿美元基建支出，推动美联储3月份加息概率从2月中旬的15%飙升3月上旬的100%。美联储3月加息主要有两方面的支撑：

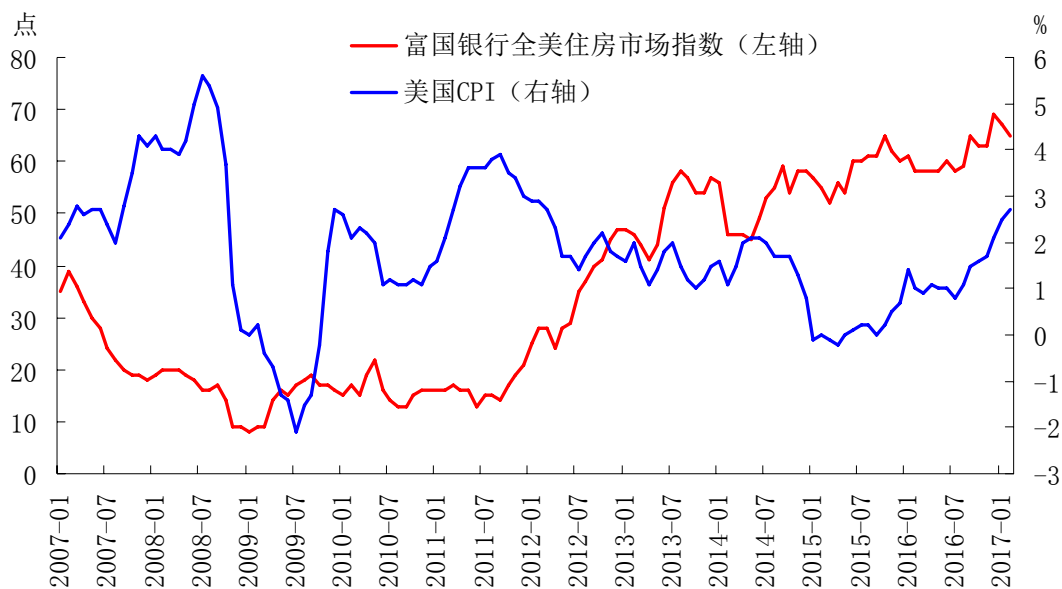
其一，美国通胀持续回升，资产泡沫不容忽视。根据最新发布数据，美国1月CPI和PPI分别同比升至2.5%和1.7%，均创近两年来新高。长达数年的零利率政策在推动美国经济复苏的同时，也助推了资产泡沫不断膨胀。2017年3月，富国银行全美住房市场指数已达71点，是2009年1月指数的8.88倍，创下近20年来的新高。资本市场方面，截至2017年3月中旬，美国道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数分别较2009年低谷增长了207%、365%、249%，而在2016年12月中旬至今的3个月中再次出现单边大幅上涨，股市泡沫不容忽视。本次加息是美联储着手抑制通胀和资产泡沫的重要举措。

其二，美国经济复苏推动就业市场持续向好。2016年三季度和四季度，美国实际GDP环比折年率分别为3.5%和1.9%，虽然2016年全年美国GDP增速仅为1.6%，是自2011年以来的最低，但就业状况持续改善趋势明显，2017年2月失业率继续下降至4.7%，达到美联储预测的4.7%的长期自然失业率；2月美国新增非



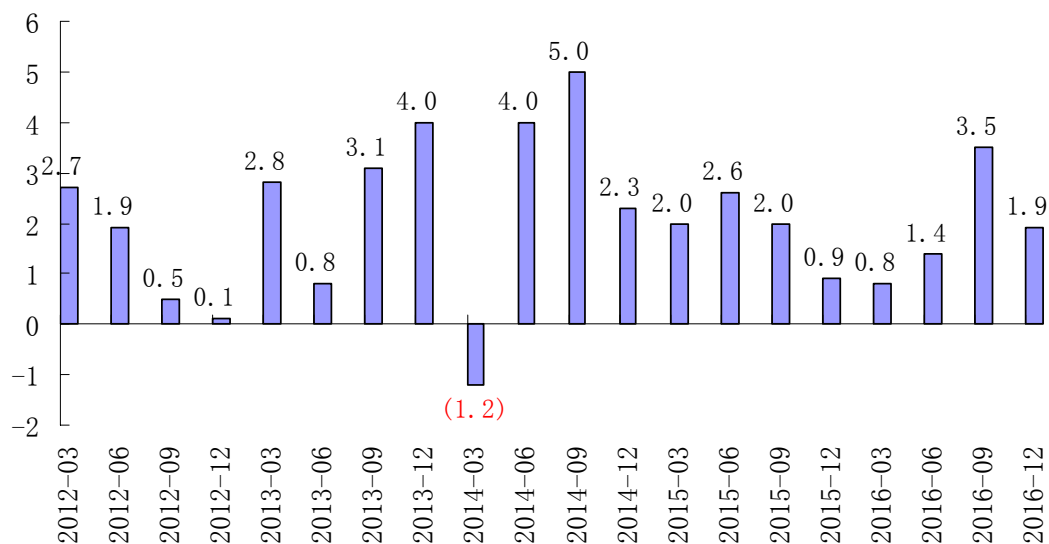
农就业人数为23.5万，超过预期的20万，连续两个月超预期上涨。

图1 2007-2016年美国CPI及房价指数走势



数据来源：Wind

图2 2012-2016年美国季度GDP增速



数据来源：Wind

其三，3月加息有助于美联储提前应对特朗普新政可能引发的通胀预期。随着特朗普新政取向逐步明确和推进，美国财政政策可能增加财政支出。特朗普在3月初国会演讲中要求国会投入1万亿美元的基建支出，大幅高于竞选时宣称的5500 亿美元，并要为中产阶级大幅减税。此外，美国金融监管政策可能开始趋于放松金融管制，缩减或废除“多德-弗兰克法案”。未来美国三项政策一旦付诸实践，很可能引发跨境资本继续回流美国，刺激消费和投资支出，均会进一步提升美国的通胀水平和未来预期。耶伦近期讲话证实了2017年加息三次的计划，而且首次加息提前至3月，不仅有助于美联储把控后续加息节奏，为引导金融经济稳定留出更多空间，而且可以提前应对政策变动带来的通胀预期。

其四，近期全球风险趋于稳定并有所缓解，也为美联储加息创造了良好的外部氛围。受欧央行刺激计划和欧元走弱推动出口影响，欧元区经济持续温和复苏，2016年 GDP 增长1.7%，自2008年金融危机开始以来经济增速首次超过美国，2017年一季度欧洲经济金融形势较为稳定，经济景气度渐趋上升，2月欧元区通胀率达2%，创四年来新高；日本积极推行货币宽松政策，包括年初的负利率政策、7月份推出的加码 QQE 政策以及8月份推出的高达28.1万亿日元的财政刺激计划，推动经济温和复苏；新兴市场经济基本面整体呈向好态势。

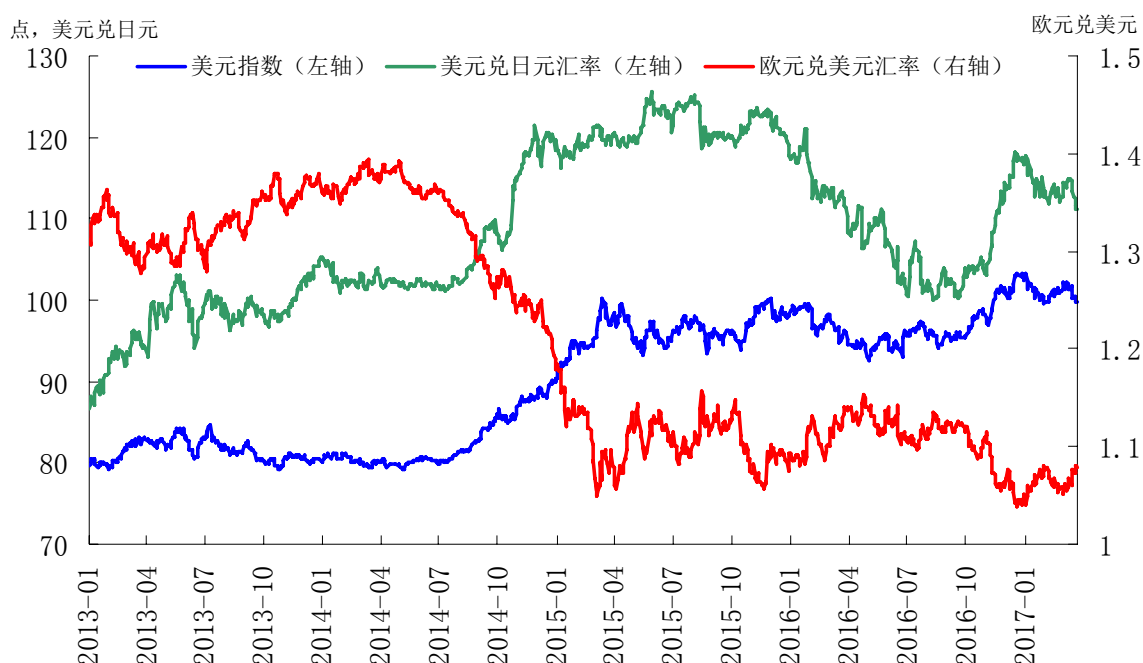
值得关注的是，与此前言论以及市场预期相比，美联储主席在发布会上的讲话更偏鸽派：一方面，美联储官员在最近一个月内的预期引导成效显著，市场预期美联储2017年加息三次板上钉钉，耶伦维持年内加息三次的观点以及强调加息是循序渐进的过程，整体趋于保守，偏于鸽派；另一方面，耶伦承认本次会议讨论了美联储调整资产负债表的投资策略，但是并没有最终决定，还要依据美国经济走势再相机抉择，打消了市场对美联储提前缩表的担忧。因此，我们认为本次加息的前瞻预期引导偏鹰派，而加息落地则略偏鸽派，但是总体来看，美联储首要政策目标已经逐步从刺激经济转向了控制通胀，本次加息也基本确立了美联储未来更趋鹰派作风，美国已处于加息周期的加速期。预计2017年美联储或将加息三次，目标为1.375%，2018年加息次数由2次提升至3次，目标为2.125%。



二、中短期强势美元或将延续

随着美国经济持续复苏，美联储从2013年开始逐步削减QE规模，至2014年底完全退出QE，期间美元指数自80的水平开始强势回升。2015年年初，欧央行为了摆脱通缩困扰，开始购买机构债，美元指数在3月突破100，但随即陷入震荡；美联储已在2015年12月、2016年12月和2017年3月加息三次，而且2017年至少还有两次加息，加息通道已经打开，美元升值态势也已经确定，2015年至今美元指数多次突破100大关。2015年至今美元指数震荡上行的原因有三：一是美国经济稳健增长，就业市场全面改善，增长前景明显好于其他经济体；二是美联储加息预期不断强化，2017年或将加息三次；三是全球地缘政治风险大增，英国脱欧、意大利修宪公投、难民问题、恐怖袭击以及朝鲜半岛危机等问题此起彼伏，金融市场避险需求较为旺盛。

图3 2013-2017年主要货币汇率走势



数据来源：Wind

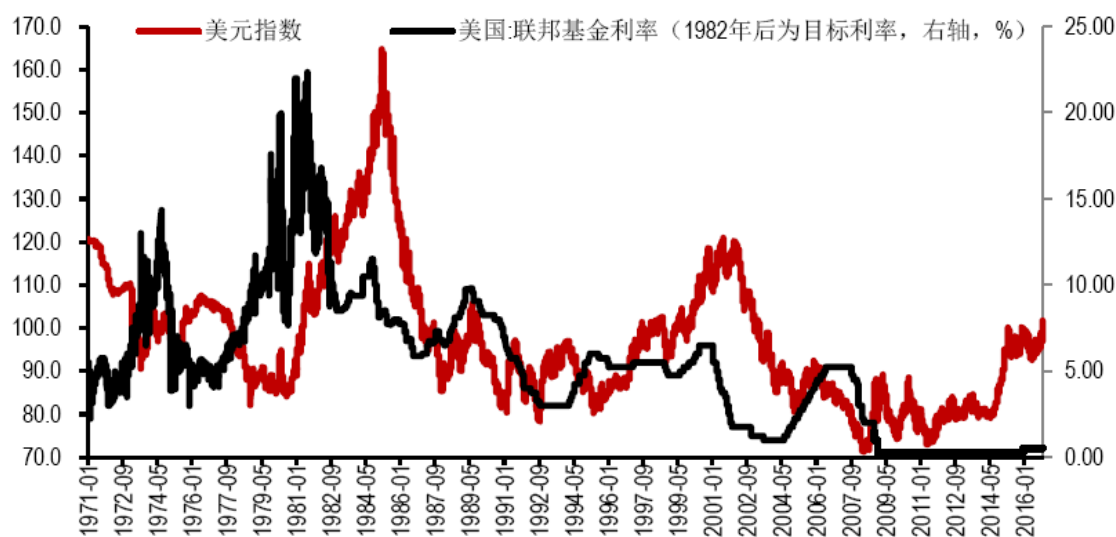
展望2017年内，由于在市场预期之内，3月加息的负面影响已经被市场提前消化，再加上耶伦讲话再次回归鸽派，短期内全球金融市场的避险情绪有所缓解，美元指数应声下跌，并未受到加息的提振，国际金价和油价有所反弹，但是我们判断短期内强势美元格局仍将持续，美元指数或将在100的高位上震荡盘整。其一，虽然欧元区 and 英国的 CPI 已经接近目标区域，但是经济增长并未出现根本性向好，就业和工资收入增长较为缓慢，致使英国央行和欧洲央行短期内较难开启加息节奏，大概率维持宽松货币政策，欧元仍将受到拖累，推动美元保持强势；其二，法国大选和英国脱欧谈判不确定性依然存在，风险持续发酵下，英镑和欧元难言强势，继而推动美元升值；其三，美国历次减税政策下，国内私人投资和私人消费同比增速在短期内均显著提高，整体经济增速和通胀水平也显著抬升，一旦特朗普减税计划落地，经济景气和通胀水平向好下，美元短期或趋主动走强。展望中长期，由于2017年和2018年美联储或将分别加息三次，美国将仍处于加息和美元升值周期之中，从历史来看，美元指数从低位盘整到见顶都是在7年左右，预计本轮美元周期还会持续2年左右，因此预计2017年-2019年仍将处于美元震荡升值趋势之内。

三、美联储加息周期对新兴市场的影响回顾及展望

作为全球第一大经济体，美国货币政策的变化必将通过跨境资本流动对全球外汇市场、国债市场及大宗商品市场带来巨大影响，继而引发全球资产价值的波动。回顾最近50年美联储货币政策，最主要的三段加息周期分别是1975-1982年和1995-2001年，而伴随着加息周期美元指数均出现了大幅升值，而部分新兴市场国家出现了不同程度的资本外流和货币贬值，并引发了新兴市场甚至全球金融危机。



图4 1971-2016年美元指数及美国基准利率走势



数据来源: Wind

(一) 美联储加息周期对新兴市场的影响回顾

1. 1975-1981年周期: 拉美爆发债务危机

20世纪70年代美国处于滞胀状态, 1981年上任的里根政府应对滞胀, 采取了紧缩的货币政策和扩张的财政政策, 美联储处于加息周期, 1981年美国基准利率提高至15.75%。美联储加息吸引跨境资本大幅流入美国国债市场, 推动美元汇率大幅升值, 美元指数在1984年一度突破160; 1985年起, 为应对美国庞大的经常项目逆差, 美国与英法德日四国签订广场协议, 五国联合干预汇市, 引导美元指数一路贬值至1987年的88。

此轮美联储加息引发的美元升值周期导致的全球大宗商品价格下跌, 资源型的拉美新兴市场国家面临严重的资本外流, 再加上外债杠杆率过高, 部分国家短债规模快速上升, 最终触发债务违约浪潮。以1982年墨西哥宣布无力偿还外债为标志, 拉美国家债务危机相继爆发, 厄瓜多尔、玻利维亚、巴西、委内瑞拉等国相继出现偿债违约, 美联储紧缩货币政策、美元强势升值成为引爆债务危机的导火索。

2. 1995-2001年周期: 东南亚、拉美爆发金融危机

20世纪90年代, 经济全球化、金融自由化及科技创新推动美国保持了高增长、低通胀的趋势, GDP 增速长期保持在4.5%以上, 为了抑制经济过热, 美联储从1994年开启加息周期, 并于2001年将基准利率提升至6%。经济基本面持续向好和联储加息共同推动美元指数走高至2001年120的高位, 但2001年互联网泡沫破灭和911事件迫使美联储开始降息, 美元指数持续下降至2007年72的历史最低水平。

从1995年初-2002年初, 美元指数升值近40%, 在美元升值引发资本大幅流出亚洲新兴市场的背景下, 东南亚金融危机于1997年爆发, 其影响逐渐扩散和传导, 美元对日元、韩元、新加坡元、印度卢比、巴西雷亚尔、俄罗斯卢布大幅升值。2002年美元升值周期结束前, 巴西、阿根廷和俄罗斯再次出现了债务和金融危机, 货币加速贬值。

(二) 2015至今加息周期对新兴市场的影响

由于美元在各国外汇储备、国际支付、国际债务、外汇市场交易中都占据绝对优势, 国际大宗商品交易也基本都以美元标价, 导致各经济体货币政策被动随美国货币政策而走, 丧失货币政策独立性, 尤其是部分对美国经济、美元外债存在高度依赖的新兴市场经济体。当美国保持低利率时, 风险偏好增强, 资金流入新兴市场, 为降低本币升值压力而跟随实施宽松货币政策, 同时借低利率环境大举增加美元外债以供国内需要, 导致泡沫滋生和杠杆高企; 待美国经济走强收紧货币政策, 资金流出时又不得不通过加息来避免资本过快流出、抑制本币贬值, 但同时也给国内经济造成紧缩的不利环境, 直至风险偏好降低, 投资者信心丧失而泡沫破裂。

新兴市场经济体是否会爆发金融危机, 除了受外因影响外, 自身的经济基本面、风险抵御能力、及时的应对调整则是更重要的内因。对比历史上在美国加息进程末期甚至加息周期结束后爆发国际支付危机或金融危机的经济体, 它们都具有以下特征: 一是在汇率制度僵化、国内金融制度不够完善、市场深度不够的情况下盲目开放资本项目, 这样的市场高度脆弱, 极易成为跨境资金的



攻击对象。在1997年亚洲金融危机遭受重创的泰国、韩国、马来西亚、印尼和菲律宾五国，1996年私人资本净流入为729亿美元，1997年净流出为110亿美元，相差达839亿美元。短期内如此巨大的资金流入、流出的逆转是中小规模的经济体所难于承受的。二是经济增长过于依赖高杠杆融资，尤其是外债占比过高，且短期外债占比过高，外汇储备不足以偿付到期债务。以亚洲金融危机爆发起点的泰国为例，1990年代，泰国的外债激增，年均增速从初期的20%以上蹿升到1995年的超过50%，到危机爆发时，泰国短期外债占外汇储备的比率一高达100%，而其他受影响较轻的国家、地区则在50%以下。同时易爆发危机国家的企业自有资金积累不足，发展依靠高水平杠杆融资来维持，1996年泰国、韩国、印尼企业的债权对股权之比分别为185%、325%和183%，而其他国家、地区一般在100%以下。三是经济结构过于单一，高度依赖资源出口。多次爆发债务危机的俄罗斯、巴西即是此中代表，一旦大宗商品价格出现暴跌（1997-1999年间CRB 大宗商品指数几近腰斩），这些国家的贸易条件就会急速恶化，经常账户赤字快速飙升，加之其资产以本币计而债务以美元计的特点导致货币错配问题严重，债权人的集中索偿会迅速引发连锁反应。四是从政府到企业未能抓住有利时机推进改革，扭转结构性矛盾。美联储加息的外溢效应存在从量变到质变的过程，从开始加息到爆发危机大致有三至五年的积累期，爆发危机的经济体都未能把握这一过渡期有效解决上述深层次结构问题。而那些外汇储备充足，汇率制度较为灵活，资本项目开放适度，财政支出控制良好，经常项目盈余的经济体所受冲击明显较小。

基于以上分析，我们认为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。美联储的加速加息进程可能会不断加大对新兴市场经济体的冲击力度，或将加大部分新兴经济体的金融风险。

其一，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。从2015年开始，新兴市场国家货币的抛售潮不仅蔓延到南非、俄罗斯、墨西哥、巴西等经济体，东欧诸多新兴经济体也受到殃及，虽然目前已经有所反弹，但是不排除后续美联储加速加息之后部分经济体出现货币危机。

其二，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。如果美元持续升值，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。外债的快速增加不仅是危机的推手，也是危机的催化剂，目前应高度关注外债风险比较高的新兴经济体，如印度、阿根廷、土耳其。

其三，美联储加息提速将打压国际大宗商品价格，可能通过贸易渠道可能对部分新兴市场经济体产生双重挤压。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。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。

四、美联储加速加息背景下我行对策建议

——高度关注美联储加息节奏加快给全球市场带来的短期冲击与中长期影响。一是考虑到欧洲和日本央行货币政策依然相对宽松，应积极寻求投资机会，及时优化美元与非美货币资产、负债结构和期限匹配度，注意运用多种金融工具对冲汇率风险；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。二是高度关注美国货币政策收紧对我国及其他新兴市场国家的跨境资金流动及货币汇率预期的影响，研判由此可能引发的境内外机构流动性风险和汇率风险，提前做出应对预案；三是密切跟踪走出去



及境外当地客户商业活动的潜在风险，及时梳理我行企业客户中美元债务占比较高的客户，谨防美元利率汇率双升致其财务状况明显恶化；四是高度关注美联储加息预期对股市、债市、金价造成的波动，特别关注长期债券面临的利率风险，把握债市大幅波动下的机遇和风险，灵活调整资产配置。

——密切关注特朗普执政后的政策走向，深入研判对银行经营的潜在影响。尽管特朗普的竞选主张不可能与其执政后的施政方针完全一致，但我们应高度重视未来可能的政策变化给我行带来的潜在风险。目前来看，主要有以下几方面潜在风险：一是美国贸易政策变化或导致我国出口企业受到冲击，进而影响银行信用风险、盈利和拨备等。二是美国未来经济政策有偏向孤立主义和保守主义的倾向，对外资银行的金融监管已经并且或将进一步强化，因此我行在美机构经营可能将面临更严格的反洗钱和合规监管要求。上述风险虽然短期内对中国银行业的影响有限，且间接影响多于直接影响。但中长期或将通过反馈效应扩大影响范围，增大影响强度。针对上述潜在风险，我行应未雨绸缪，一是密切关注我行以对美出口为主的客户资产质量、盈利状况，防范信用风险，并做好对客户的风险警示工作。二是在美机构应审慎应对未来一段时期内的各类潜在问题，着力做好合规经营，切实防范各类风险。

——高度关注新兴市场面临的资本外流、汇率贬值和贸易保护等冲击。密切监测受冲击较大的俄罗斯、巴西、南非、土耳其、阿根廷等新兴市场国家风险的变化趋势，研判资金外流、经济增长放缓等因素对本机构和公司客户赢利的冲击程度，强化针对银行业危机的预警机制，并制定较有针对性的应对措施，及时调整对部分国家的风险敞口，提早预防危机冲击。