

研究报告

2018 年第 45 期

2018.5.7

执笔：郭可为

邮箱：

guokewei@icbc.com.cn

美联储加息释放的信号及动因分析

要点

- 从美联储3月议息会议声明及会后鲍威尔透露的信息，我们可以发现美联储未来货币政策走向的三个信号：一是美联储2018年至2020年加息步伐或将加快。二是美联储对于美国经济前景充满信心。三是美联储对特朗普贸易政策及金融资产价格表现出担忧情绪。
- 美联储加息的主要动因：一是当前美国的经济复苏势头良好，实体经济能够承受美联储货币政策正常化进程。二是推进加息有利于美联储扩大未来货币政策的操作空间。
- 此次中国央行象征性上调5个基点在市场预期之内。首先，目前国内资金面较为充裕，能有效消化此次小幅加息。其次，小幅加息可以减轻对市场的扰动，不希望引导市场利率上行过快。

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。

3月20至21日，新任美联储（FED）主席鲍威尔首次召开联邦公开市场委员会（FOMC）会议，会议决定将基准利率联邦基金利率目标区间上调25个基点至1.5%-1.75%。本次加息是今年以来的第一次加息，也是美联储自2015年12月启动本轮加息周期以来的第六次加息。市场对美联储此次加息给予了较为温和的反应。本文主要就本次美联储FOMC会议所透露出的信息做深入分析。

一、美联储三月议息会议决议要点

（一）加息25基点

美联储货币政策委员会全票通过，决定加息25个基点，将联邦基金目标利率区间上调至1.50%-1.75%。

（二）调整经济和通胀预测

1. GDP：短期增长预期上调，长期不变。根据议息会议公告，受特朗普税改以及基建计划刺激、经济前景强化、就业增长强劲影响，美联储将2018年的GDP增长预期从2.5%上调至2.7%，2019年GDP增长预期从2.1%上调至2.4%，2020年和更长期GDP增长预期维持在2.0%和1.8%不变。

2. 失业率：长短期失业率均下调。2018年失业率预期从3.9%下调至3.8%，2019年和2020年失业率预期分别从3.9%和4.0%下调至3.6%，长期中性失业率从4.6%下调至4.5%。

3. 通胀：总通胀维持不变，核心通胀预期上调。预计2018个人消费支出通胀PCE和不包含食品和能源价格的核心PCE通胀保持1.9%不变，2019年PCE维持2.0%不变，而核心PCE从2.0%上调至2.1%，2020年PCE和核心PCE均从2.0%上调至2.1%。

（三）上调利率预期中值

2019年联邦基金利率预期中值较此前预期上调0.2%至2.9%。

2020年联邦基金利率预期中值较此前预期上调0.3%至3.4%。



长期联邦基金利率预期中值较此前预期上调 0.1%至 2.9%。

二、美联储此次议息会议释放出的三大信号

我们从此次 FOMC 会议声明及会后鲍威尔新闻发布会可以发现关于未来美联储货币政策以及美国经济的三个信号。

首先，美联储 2018 年至 2020 年加息步伐或将加快。从美联储本次议息会议公布的“FOMC 委员对适当货币政策的评估”（即俗称的“点阵图”）可以看出，各有 6 名委员分别支持今年加息 3 次和 4 次，两者势均力敌。与 2017 年 12 月的“点阵图”相比，支持 2018 年加息 3 次的人数未变，但支持加息 4 次的人数翻番，由去年 12 月的 3 人增加到 6 人。但是本次议息会议预测 2018 年底的利率中值仍为 2.1%，与去年 12 月持平，因此今年加息 3 次的判断未发生改变，但较多美联储官员上修了对于利率中值预测，年内加息 4 次概率有所增大。与美联储 2017 年 12 月的预测相比，本次议息会议将 2019 年、2020 年以及中长期的利率预测中值分别上调 0.2、0.3 和 0.1 个百分点至 2.9%、3.4%和 2.9%。预计美联储在 2019 年和 2020 年还将分别加息 3 次和 2 次，与去年 12 月的预测相比，2019 年的预期加息次数由 2 次增加为 3 次，2020 年由 1 次增加为 2 次，这预示着明、后年加息的速度可能加快。

其次，美联储对于美国经济前景充满信心。美联储表示，美国的经济前景已经在最近数月得到强化，经济活动处于“温和增长”之中，重申近期风险“大致均衡”，并在上一次议息会议的基础上再一次提高经济增长的预期。美联储在 12 月的议息会议分别上调了 2017-2020 年实际 GDP 增速 0.1-0.4 个百分点，此次会议则将 18 年和 19 年经济增速上调 0.2、0.3 个百分点至 2.7%、2.4%，其中 2.7%将是美国近十年来第二快的经济增速，表明美联储对于当前美国经济以及前景仍充满信心。对于就业和物价，美联储表示近期失业率持续处于较低水平，预计劳动力市场仍将强劲；虽然通胀指标上升，但仍然偏低，通胀将在未来数

月上扬，并将会在 2% 附近趋于稳定。基于这种判断，此次会议下调了失业率预期，上调了 2019 年和 2020 年的核心通胀预期。

再次，美联储对特朗普贸易政策及金融资产价格表现出担忧情绪。一方面，贸易政策暂未影响联储对经济的预期，但这是一个潜在风险点。鲍威尔指出，征收关税可能会对经济增长和通胀产生影响，但美联储当前的经济展望中没有考虑这一因素。不过，一些联储官员和他们身边的商业人士认为贸易政策是一个潜在的担忧。另一方面，鲍威尔认为金融系统稳健，但某些资产价格高于历史均值。鲍威尔表示，当前银行系统很稳定，它们有充足的资本。家庭部门杠杆率不高，非金融企业杠杆率略微偏高，但总体适度。某些资产价格高于历史均值，比如股市，但房地产市场非常健康。预计未来美联储将重点观察和评估美国与别国贸易摩擦和资产泡沫的影响。

三、美联储加息的主要动因

首先，当前美国的经济复苏势头良好，实体经济能够承受美联储货币政策正常化进程。近期公布的数据显示为本次美联储加息提供了支撑。经济增长方面，美国 2017 年四季度 GDP 同比增长 2.5%，为连续上升的第七个季度。美国制造业持续扩张，2 月 ISM 制造业指数 60.8，创 2004 年 5 月以来新高。就业持续改善，美国 2 月失业率连续第五个月为 4.1%，维持在 2000 年以来最低水平，接近充分就业水平；美国 2 月新增非农就业人数 31.3 万，远超预期 20.5 万及前值 23.9 万，创 2016 年 7 月以来新高。综合来看，美联储此次加息 25 个基点基本不会对实体经济增长造成太过严重的负面冲击。

其次，推进加息有利于美联储扩大未来货币政策的操作空间。2017 年下半年以来，美国的通胀率基本维持在 2% 左右。2018 年 2 月 CPI 和核心 CPI 分别同比增长 2.1% 和 1.8%。虽然目前的通胀水平基本可控，但通胀的上升经常不是线性的。受特朗普政府推行积极财政政策，工资增速加快，以及石油价格可能进



一步上涨等因素的影响，未来美国通货膨胀率还有继续上行的空间。历史经验表明，如果在通胀温和期间加息过慢，等到通胀失控再加快加息步伐或加大加息力度会对金融市场和实体经济造成更加严重的冲击。因此美联储稳步推进加息计划很可能是为未来的货币政策预留空间。

四、关于中国人民银行象征性跟进的简评

在美联储议息会议宣布上调基准利率 25 个基点后，中国人民银行淡定以对，如去年 12 月一般再次温和跟进，上调 7 天逆回购利率 5 个基点至 2.55%。随后央行也表示此次公开市场操作利率小幅上行是市场对美联储刚刚加息的正常反应，也有利于进一步收窄货币市场利率与公开市场操作利率间的利差，促进公开市场操作利率的传导作用，约束非理性融资行为。

整体来看，此次央行象征性上调 5 个基点在市场预期之内。首先，目前国内资金面较为充裕，能有效消化此次小幅加息。因为央行在 3 月 16 日开展 3270 亿元 1 年期中期借款便利的操作，国内流动性较为宽松。其次，小幅加息可以减轻对市场的扰动，不致于引导市场利率上行过快。