

# 研究报告

2019年第24期

2019.3.11

执笔人：郭可为

邮箱：

guokewei@icbc.com.cn

## 美国货币政策温和转向的外溢影响与 对策建议

### 要点

- 今年美联储的货币政策，我们认为将大概率发生转向。主要原因有三：一是美国经济面临的不确定性增大是根本原因。二是实际通胀低于目标值是美联储货币政策转向的重要原因。三是2019年FOMC的投票委员政策立场大多倾向温和。
- 我们认为2019年美联储货币政策将呈现两个鲜明特点：一方面是渐进式转向。加息次数将由去年四次大幅缩减甚至停止，缩表最快今年末就结束。另一方面是温和式操作。不太可能出现连续加息和降息的操作方式。
- 美联储货币政策转向的外溢影响包括：第一，全球资产价格波动或将进一步加强。第二，全球流动性趋紧的态势或将有所缓解。第三，新兴经济体所面临的金融风险依然不可小觑。第四，对中国经济的影响大致包括，一是货币政策的权衡难度略有下降。二是中国通胀水平或将上升。三是资产泡沫风险或将卷土重来。
- 美国货币政策温和转向会通过资产负债表、流动性、利率、汇率、交易套利、客户等渠道对银行产生影响。对策建议：一是做好市场极端情况下的风险敞口管理。二是丰富和创新融资工具。三是适当提高“抗通胀”资产占比。四是加强对客户的风险提示。

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。

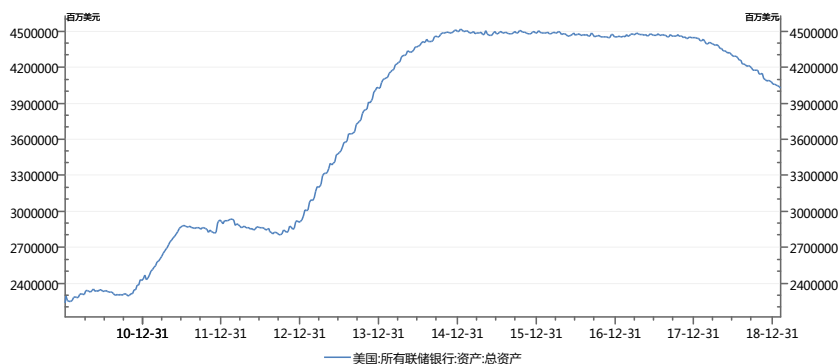
本报告对2019年美国货币政策的走势与影响进行了研判，并提出对策建议，供参考。

### 一、温和转向将成为今年美国货币政策基调

自2015年12月正式启动本轮加息周期以来，美联储已加息9次，且加息节奏明显加快（表1）；2017年10月启动渐进式“缩表”，截至2019年2月6日，美联储总资产规模已从缩表之初的4.48万亿美元收缩到4.03万亿美元（图1）。目前美联储的缩表计划是每月削减最多300亿美元国债资产和200亿美元MBS资产，直到缩表进程结束。

表 1 美联储本轮加息周期加息一览

	美国联邦基金目标利率 (%)	加息幅度
2015-12-17	0.50	25 BP
2016-12-15	0.75	25 BP
2017-03-16	1.00	25 BP
2017-06-15	1.25	25 BP
2017-12-14	1.50	25 BP
2018-03-22	1.75	25 BP
2018-06-14	2.00	25 BP
2018-09-27	2.25	25 BP
2018-12-20	2.50	25 BP



今年美联储的货币政策，我们认为将大概率发生转向。主要原因有三：

美国经济面临的不确定性增大是根本原因。2018年是本轮金融危机以来美国经济增长最快的一年（与2015年同为2.9%，图2）。但随着减税增支影响的逐步消退，美联储持续加息的货币紧缩效果进一步显现，以及民主党控制的众议院对共和党政府的掣肘，美国与主要贸易伙伴贸易摩擦不断，这些因素均加大了2019年美国经济的下行风险。2019年和2020年美国经济增长将降至2%左右。

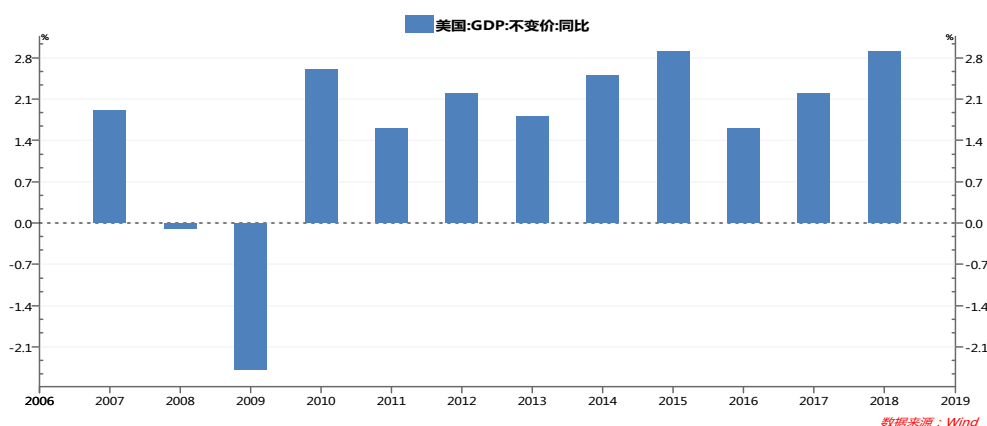
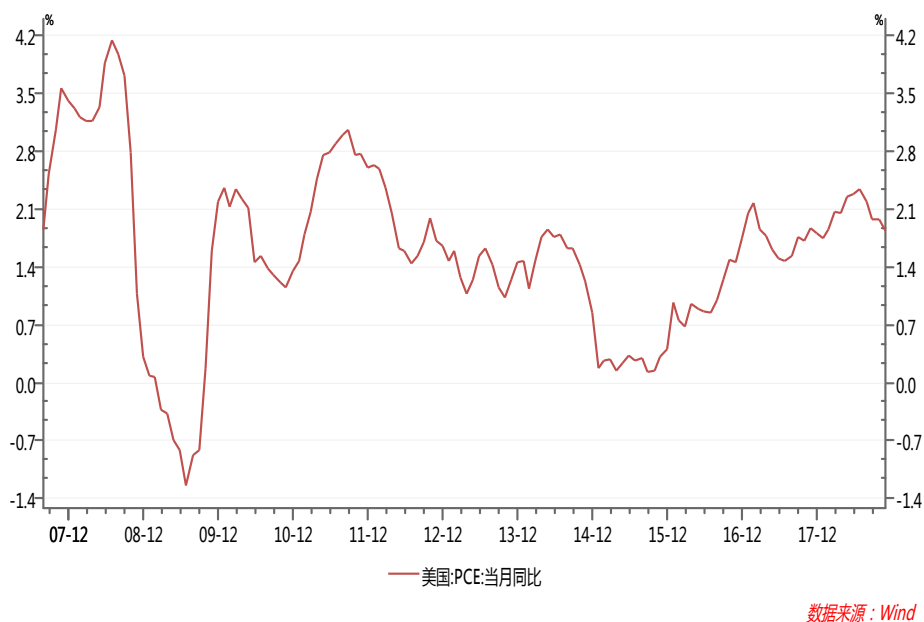


图2 2007年以来美国经济增长走势

实际通胀低于目标值是美联储货币政策转向的重要原因。2018年四季度以来，受能源价格走低影响，美国通胀水平持续回落，多项指标低于2%的目标。2019年1月CPI同比涨1.5%，连续第二个月低于2%，并创下2016年8月以来新低。美联储最看重的通胀指标PCE，连续第三个月增速下滑，2018年12月仅为1.75%。同时，1月PPI连续第四个月同比增速放缓。美联储已经将2019年PCE通胀率中值调低至1.9%。



2019年 FOMC 的投票委员政策立场大多倾向温和。2019年获得投票权的四位票委近期表态多显露中性倾向，敦促决策者在考虑进一步加息前要保持耐心。

表 2 2019 年美联储 FOMC 人员组成及近期言论

职务	姓名	2019 年以来的言论
美联储主席	鲍威尔 Jerome Powell	2019 年 1 月 31 日——美联储未来加息的可能性在一定程度上降温，下一次利率行动将完全取决于数据。FOMC 正评估结束缩表的时间点。
美联储副主席	克拉里 Richard Clarida	2019 年 1 月 15 日——美联储可以“非常耐心”，灵活性不仅针对利率，还延续到目前正在进行的资产负债表缩减计划，后者随着时间推移也会收紧金融状况。
美联储副主席	夸尔斯 Randal Quarles	暂无
美联储理事	布雷纳德 Lael Brainard	2019 年 2 月 14 日——美国经济下行风险正在积聚，美联储暂缓加息是正确的，并且应在今年晚些时候结束缩表计划。
美联储理事	鲍曼 Michelle Bowman	暂无
纽约联储主席	威廉姆斯	2019 年 1 月 18 日——美联储需要“审慎、耐心及良好判

	John Williams	断”。如果形势出现变化，美联储将重新评估缩表进程。
波士顿联储主席	罗森格伦 Eric Rosengren	2019年1月9日——在中国经济增长放缓、贸易摩擦和市场波动等因素的影响下，美联储应该“灵活且有耐心”。
堪萨斯联储主席	乔治 Esther George	2019年1月16日——现在可能是美联储暂停利率正常化的不错时机。尚不确定缩表多大程度才是适宜的。
芝加哥联储主席	埃文斯 Charles Evans	2019年1月9日——我们有能力等待并仔细评估即将出炉的数据和其他进展。
圣路易斯联储主席	布拉德 James Bullard	2019年1月8日——进一步加息可能导致经济衰退。

综上，我们认为2019年美联储货币政策将呈现两个鲜明特点：一是**渐进式转向**。加息次数将由去年四次大幅缩减甚至停止<sup>1</sup>，结束缩表计划也在制定中，最快今年末结束。二是**温和式操作**。无论是利率变动，还是缩表计划，都会谨慎推进，不太可能出现连续加息和降息的操作方式。

## 二、温和转向的美国货币政策的外溢效应仍较强

尽管今年美联储货币政策相对温和，但由于进入转向的关键阶段，因此传导机制与渠道更加复杂多变，外溢影响的程度也更难预估。

### 主要影响包括：

**第一，全球资产价格波动或将进一步加强。**未来一个阶段，美国逐渐放缓货币政策收紧的步伐，暂停加息甚至降息、停止缩表甚至重启QE，都会压低市场利率，推高风险资产价格。货币政策转换及发生影响是一个较长过程，此期间全球资产价格的波动性将进一步增强。

<sup>1</sup> 根据CME联邦基金利率期货显示，目前市场预计2019年联邦基金目标利率维持在2.25%—2.5%的概率高达84.3%，降息25个基点的概率为13.4%，降息50个基点的概率为0.5%，而加息25个基点的概率仅为1.8%。

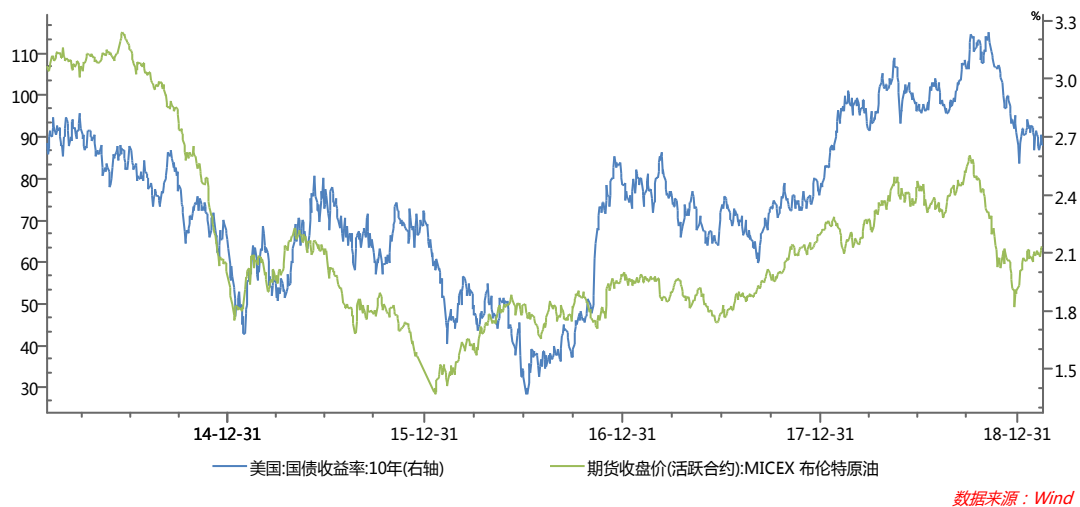


图4 美国十年期国债利率、大宗商品走势图（2014 年以来）

第二，全球流动性趋紧的态势将有所缓解。美联储政策导向有示范效应。欧元区经济下行压力增大，预计欧洲央行货币政策正常化步伐将慢于“最快三季度加息”的预期。日本央行仍将坚持宽松货币政策。

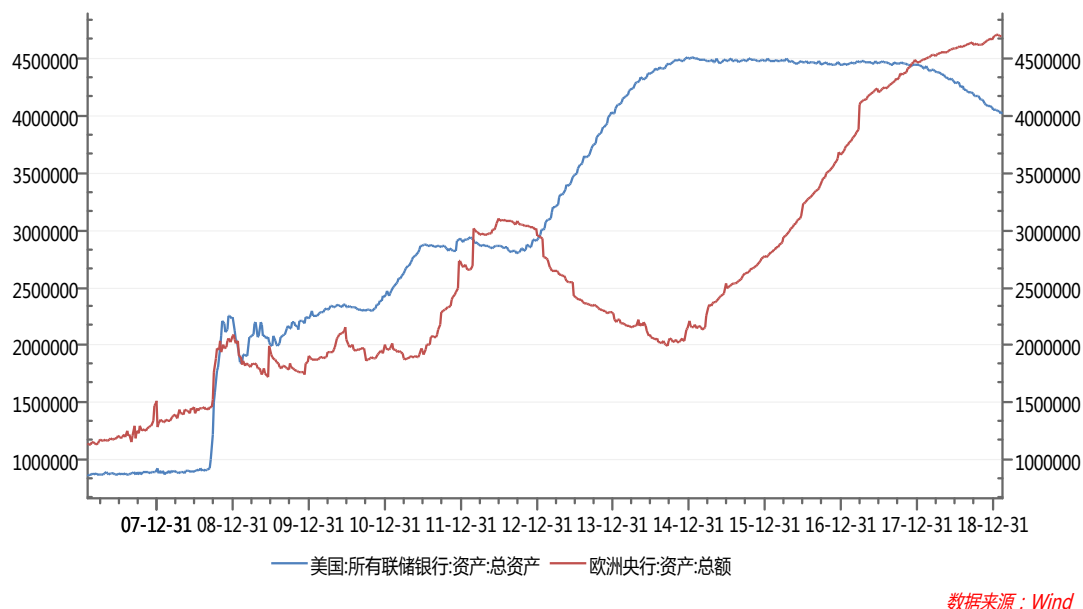


图5 美联储、欧洲央行资产总规模走势（2007 年以来）

第三，新兴经济体面临的金融风险仍不可小觑。美国货币政策正常化步伐

放缓会抬升市场风险偏好，风险资金流向回报更高的新兴市场，新兴市场国家货币贬值压力减弱。但风险资金的频繁跨境流动将加重新兴市场国家金融系统的不稳定性。

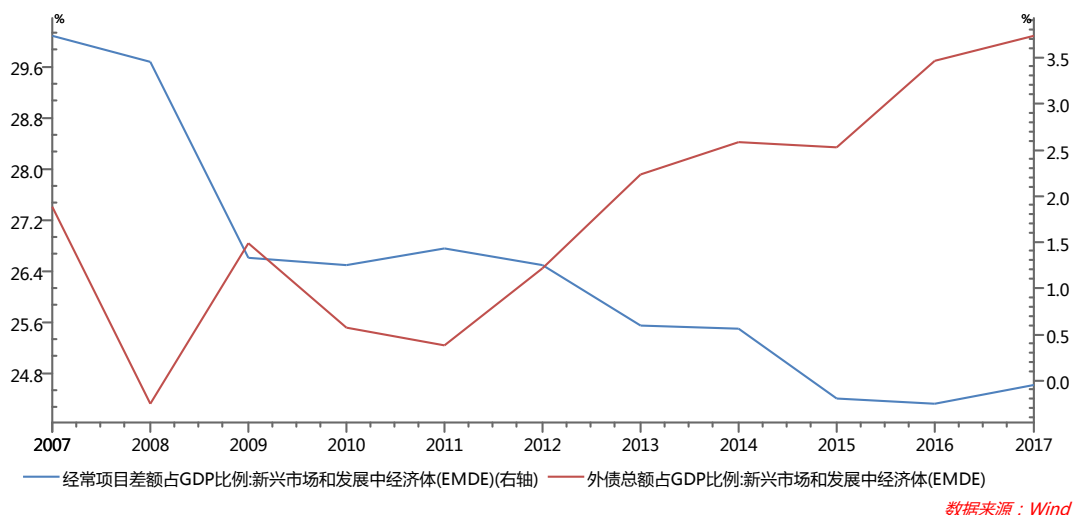


图6 新兴经济体经常账目差额与外债总额占GDP比重走势图（2007年以来）

第四，对中国经济的影响包括，一是货币政策的权衡难度略有下降。人民币贬值压力减弱，央行平衡刺激经济增长和维持人民币汇率稳定两大政策目标的难度有所降低。二是中国通胀水平或将上升。美国进入扩张性货币政策阶段时，基本以美元计价和结算的国际大宗商品价格也会相应上扬，中国是国际大宗商品的重要买家，预计中国通胀压力将上行。三是资产泡沫风险或将卷土重来。2018年上证综指跌幅为24.6%，深证成指跌幅为34.4%，商品房销售面积比上年回落6.4个百分点，销售额比上年回落1.5个百分点，中国股市、楼市的“价值洼地”效应显现。WIND统计数据显示，2019年以来短短23个交易日中，沪股通和深股通有20个交易日呈现净流入状态。

## 美国货币政策温和转向的外溢影响与对策建议

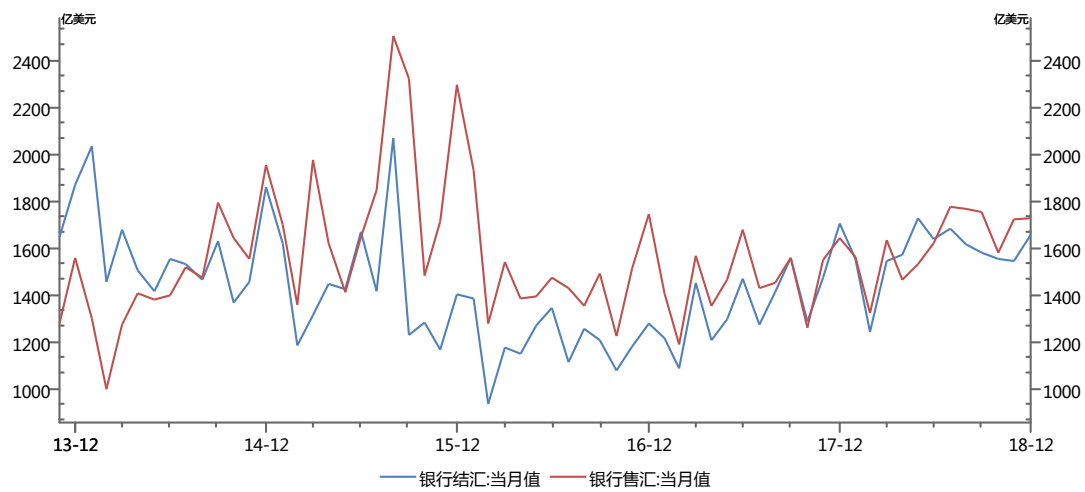


图 7 人民币汇率与银行结售汇和涉外收付款走势（2013 年以来）

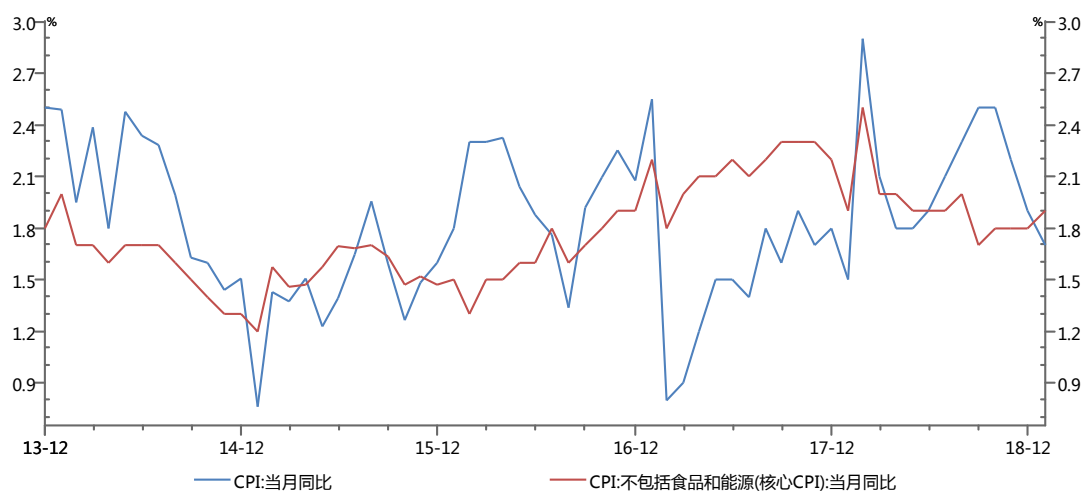


图 8 中国 CPI 与核心 CPI 走势（2013 年以来）



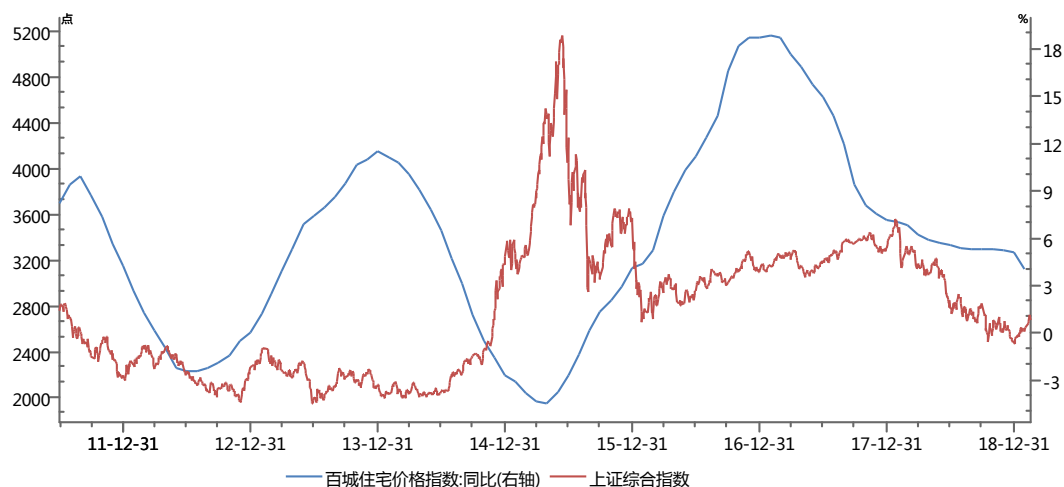


图9 中国股市和楼市价格走势（2014年以来）

### 三、美国货币政策温和转向对银行的影响及对策

#### 对银行的影响主要包括：

一是通过资产负债表，人民币兑美元汇率贬值压力减弱，银行资产负债表中美元资产和负债的价格下降，会影响账面损益；二是通过流动性渠道，全球美元流动性紧张情况缓解，企业和居民结汇意愿上升，将起到增加人民币流动性的作用；三是通过利率渠道，有利于我国降低利率水平以刺激经济增长，银行获得较低成本负债；四是通过汇率渠道，美联储货币政策的转向使人民币汇率发生相对改变，从而加大银行结售汇敞口头寸风险；五是通过交易套利渠道，银行原先建立在人民币贬值预期上的投机策略失效，汇率偏离预期的波动会造成账户价值波动；六是通过客户渠道，在资产配置方面无法跟上美联储货币政策转向步伐的商业银行可能面临客户流失风险。

#### 对策建议：

一是高度关注美联储的政策动向，紧密跟踪市场行情，跟踪研究国际资本流动可能出现的转向，及时把控金融市场、资产管理和各类理财业务中的汇率风险、交易风险、信用风险等，尤其要做好市场极端情况下的风险敞口管理，

同时注意防范交易业务中的操作风险。

二是针对全球金融市场流动性趋于改善、国际融资成本下降的有利环境，丰富和创新融资工具。一方面不断丰富为套期保值、减少或转移利率或汇率波动风险而创新的金融工具，另一方面不断丰富为扩大投资者进行产业投资机会而创新的金融工具。

三是针对货币政策相对宽松带来全球通胀预期上升的情况，遵循全球多元分散的原则，在不同国家的资产配置中适当提高“抗通胀”资产占比。

四是加强对客户的风险提示，强调即使在流动性充裕的环境下，仍需进一步审慎判断投资标的各类风险，购买与自身风险承受能力和资产管理需求匹配的产品，随时关注产品的信息披露情况，及时做出理性全面的投资决策。