美国货币政策预测及其影响

毛健 经济学博士 宏观研究员
新世纪评级研发部

自 1962 年 1 月以来，美国经历了 10 轮较大的加息周期，基本上每次加息都是在国内通货膨胀上升的背景下进行的。美元加息会使得美元升值，黄金价格下降，长期债券收益率上升，同时预期短期利率上升空间缩小，期限利差下降，但对美国股市和房价没有确定性影响。美联储加息导致的美元升值将使得负债国或企业债务负担加重，信用风险上升，使得其不得不降低杠杆。在债务人偿债能力不佳时可能引发债务危机。美元贬值将使得美国出口竞争力提升，有可能诱发其他国家竞争性贬值。美元利率变化将导致美元资产收益率和波动率变化，从而引发全球资产重新配置，对其他国家金融市场流动性造成影响。为了维持汇率稳定，其他国家不得不跟随美国进行加息或降息，从而带来全球性的货币紧缩或宽松。另外，美国金融市场的波动也会通过情绪传导引致其他地区金融市场同步波动。

价格稳定和充分就业是美联储货币政策的法定目标，公开市场操作是其主要工具。美联储同时采用最优控制与简单规则，引导市场利率靠近他们对均衡利率的估计值以实现政策目标。

本轮美国加息是在美国经济缓慢复苏和世界经济增速下行的背景下开展的，为了保障经济稳健复苏，美联储不得不谨慎对待其加息决策。对美国货币政策的分析，需要在定量分析的基础上，结合经济学逻辑确定是否加息以及何时加息。通过分析 FOMC 对经济前景的预测，我们认为 2016 年美联储可能加息 1-2 次。应用前瞻性的泰勒规则，同时结合失业率、劳动力市场指数 、通货膨胀等指标走势，考虑到 6 月份英国公投可能对美国经济带来冲击，我们认为如果 6 月英国公投不脱欧，将给美国 7 月加息带来良好的时间窗口。若有第 2 次加息，可能出现在 12 月份。

美国加息增大了中国短期外债的偿付压力，对部分企业可能造成巨大影响，加大信用风险。同时，外债降杠杆导致较大的跨境资本外流压力，进而给国内流动性带来一定冲击，从而影响债券市场和 A 股市场，可能使得短期利率上升。人民币贬值压力犹存，美元加息可能影响到人民币有序恢复均衡价值，仍需人民银行进行必要调节。

目录

一、美元加息历史.....3
二、美国货币政策对世界经济金融的影响.....6
（一）美元加息与世界金融危机.....6
（二）美国利率与金融市场.....7
（三）美国货币政策对世界经济的影响机制.....12
三、美国货币政策框架.....12
（一）政策目标.....12
（二）政策工具.....13
（三）决策规则.....14
四、本轮美国加息的特征.....16
（一）缓慢的国内复苏.....16
（二）不确定的世界经济.....17
（三）分化的货币政策.....17
五、美国货币政策预测.....17
六、美国加息对中国金融市场的影响.....19

2016 年 5 月底，美联储理事 Jerome Powell 和美联储主席 Janet Yellen 先后表示，如果数据现实经济继续稳步增长，继续渐进加息是合适的。随着美元加息预期升温，人民币兑美元中间价 5 月 30 日较 5 月 27 日大跌近 300 点，刷新 2011 年 2 月 15 日以来新低，美元指数上升，黄金价格也跌至三个月低位。6 月 3 日，数据显示 5 月份美国非农部门新增就业岗位仅 3.8 万个，远低于市场预期，使美联储 6 月加息的希望破灭。欧元和日元兑美元汇率大涨。美国 10 年期国债收益率则跌 10.4 个基点，报 1.707%。美国货币政策的变化会引发全球金融市场动荡，那么，美国货币政策对世界经济金融到底有何影响？美国本轮加息有何独特特征？如何预测美国货币政策走向？中国金融市场会受到何种冲击？本专题将深入研究美国货币政策框架及美国加息的影响，期望能为货币当局和金融市场的参与者提供些借鉴。

一、美元加息历史

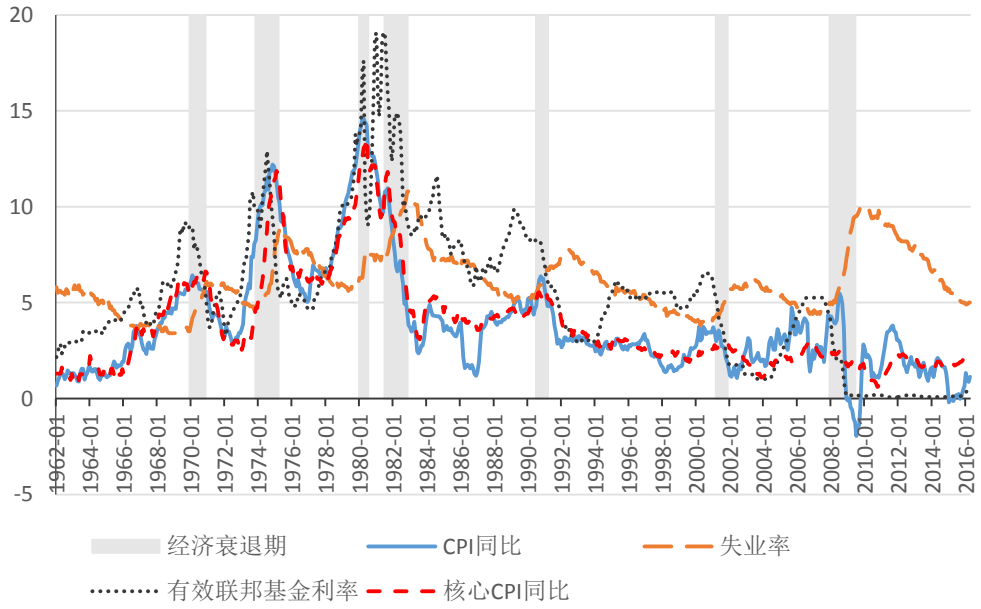

图 1 美国经济与联邦基金利率（1962.1-2016.4）

数据来源：NBER 经济周期，美国劳工部，美联储，新世纪评级

自 1962 年 1 月以来，美国经历了 10 轮较大的加息周期[1]，基本上每次加息

[1] 1962 年以来，随着货币理论的变化，美国货币政策中介目标也有所变化。20 世纪 70-90 年代，曾以货币供应量作为中介目标。但本文此处分析的是美国货币政策的影响，除了流动性陷阱状态以外，大多数时候利率会对经济产生影响。因而，以有效联邦基金利率作为指标是合适的。

都是在国内通货膨胀上升的背景下进行的（见图 1）。

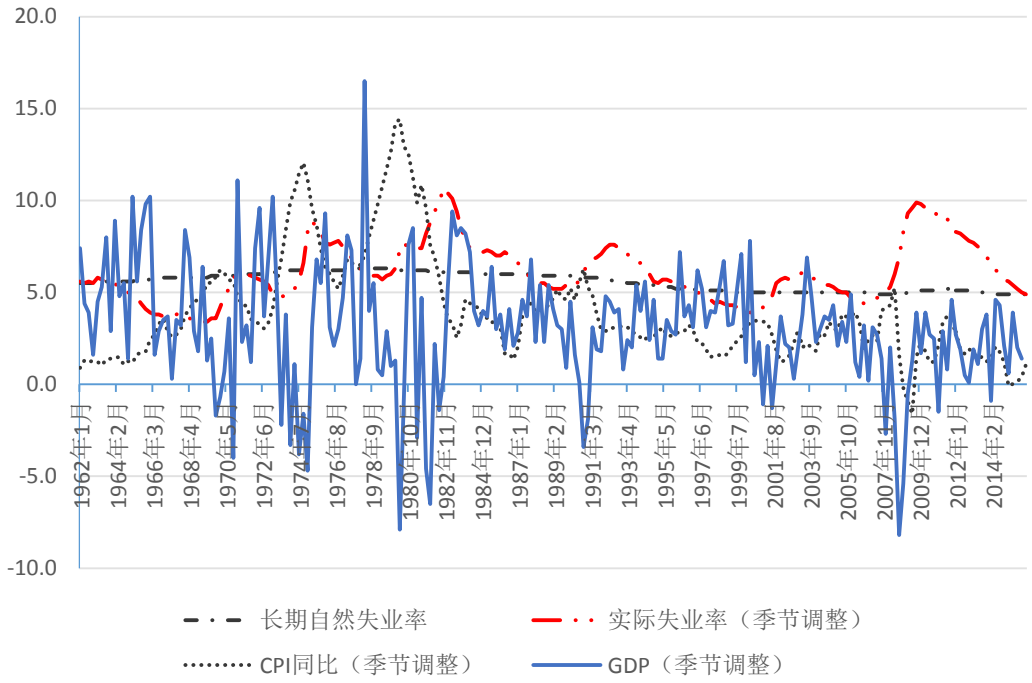

图 2 美国经济与联邦基金利率（1962Q1-2016Q1）

数据来源：美联储，CBO，新世纪评级

1962 年 1 月至 1966 年 11 月，美国 CPI 从 0.67%上升至 3.56%，同期联邦基金利率从 2.15%上升至 5.76%，失业率则从 5.8%下降至 3.6%，低于自然失业率（见图 2）。在此期间，西德、日本开始崛起，导致美国制造业竞争力下降，美国内生增长动力放缓。约翰逊政府通过实施扩张性财政政策，大幅提高产能利用率实现了经济的快速增长，越南战争也进一步增加了财政预算支出，导致通货膨胀率快速上升。联邦基金利率的上升对经济增速影响不大，GDP 仍维持较高增速。

1967 年 10 月至 1969 年 8 月，美国 CPI 从 2.59%上升至 5.43%，同期联邦基金利率从 3.88%上升至 9.19%，失业率则从 4%下降至 3.5%，低于自然失业率。由于 CPI 不断走高，在此期间，尼克松政府实施了紧缩的财政政策和货币政策，之后 CPI 有所回落。但是，由于劳动生产率增长骤然下降，国际收支进一步恶化，失业率上升，经济进入衰退，政府开始放松货币政策，联邦基金利率下降。

随着 1971 年 7 月第七次美元危机爆发，美元与黄金脱钩；1973 年 10 月第四次中东战争导致第一次石油危机；1972-1974 年由于恶劣天气、冷战后各国粮食储备的下降导致粮食危机的爆发，1972 年 2 月至 1974 年 7 月，美国 CPI 从 3.76%飙升至 11.54%，同期联邦基金利率从 3.29%上升至 12.92%，失业率则从 5.7%小幅下降至 5.5%，略低于自然失业率。美国经济进入滞胀期。随着 CPI

企稳回落，美联储主席 Arthur Burns 开始降息，并开始通过货币供应量 M1 控制通胀。

1977 年，卡特政府开始实行刺激经济的财政政策，M2 供应量快速上升，加上 1978 年第二次石油危机爆发,1977 年 1 月至 1980 年 4 月,美国失业率从 7.5%下降至 1979 年 5 月的 5.6%后回升至 6.9%，GDP 增速下降，CPI 则一路走高，从 5.20%上升至 14.59%。为了控制通货膨胀，美国联邦基金利率从 4.61%上升至 17.61%。尔后，CPI 小幅回落，联邦基金利率跟着下降。1979 年，Pual Volcker 接任美联储主席后，大力治理通胀，将美联储会长期奉行的以控制利率为目标的行为方式，变为以控制货币供应量为目标。鉴于通胀高位运行，美联储以提升银行利率来达成减缩货币供应量目标，1980 年 7 月至 1981 年 6 月，美国联邦基金利率从 9.03%上升至 19.1%，美国 CPI 则从 13.15%下降至 9.70%。

1981 年，里根出任美国总统，期间通过减税等积极财政政策，并对商业行为撤销管制，推动美国经济恢复增长。1983 年 5 月至 1984 年 8 月，由于核心通胀率从 3.67%上升至 5.295，带动 CPI 从 3.44%上升至 4.30%,为抑制通胀，美国联邦基金利率从 8.63%上升至 11.64%。尽管利率上升，美国经济依然保持增长，失业率继续下降。

1986 年 10 月至 1987 年 10 月，美国 CPI 从 1.57%上升至 4.36%，为应对通胀抬头、避免经济过热，联邦基金利率从 5.85%提升至 7.29%。1987 年“股灾”导致美联储紧急降息救市。由于救市及时、股市下跌对经济影响不大，1988 年 3 月起通胀继续上扬,美国联邦基金利率从 1988 年 3 月的 6.58%上升至 1989 年 3 月的 9.85%。此轮紧缩使经济增长放缓，随后的油价上涨和 1990 年 8 月份开始的第一次海湾战争相关不确定性严重影响了经济活动，失业率上升，使货币政策转向宽松。

1993 年 12 月至 1995 年 4 月，核心 CPI 和 CPI 较为平稳，失业率从 6.5%下降至 5.8%，为了防止经济过热，美国联邦基金利率从 2.96%上升至 6.05%，加息后通胀和失业率均有所下行，经济也基本保持稳定。1997 年 2 月至 1997 年 8 月，美国失业率从 5.2%继续下降至 4.8%，低于自然失业率，导致市场通胀预期上升。美国联邦基金利率从 5.19%上升至 5.56%，直至 1997 年爆发亚洲金融危机。

1999 年 5 月至 2000 年 7 月，美国 GDP 强劲增长、失业率降至 4%。互联网热潮令 IT 投资增长，经济出现过热倾向，CPI 从 2.09%上升至 3.60%。美联储再次收紧货币，利率从 4.74%上升至 6.54%。2000 年互联网泡沫破灭和纳斯达克指数崩溃后，失业率开始上升，经济再次陷入衰退。美联储随即转向，由 2001

年 1 月开始连续大幅降息。

大幅降息激发了美国的房地产泡沫，2003 年 6 月起美国经济强劲复苏，失业率不断下降，需求快速上升，拉动通胀和核心通胀抬头。2004 年 5 月美联储开始收紧政策，至 2006 年 7 月，联邦基金利率从 1.00%上升至 5.24%。期间，美国核心 CPI 由 1.70 上升至 2.68%，CPI 则从 2.90%上升至 4.10%。直至次贷危机引发全球金融危机，美联储 2007 年 7 月开始大幅降息至接近零的水平。

2015 年 12 月，随着美国经济复苏，失业率下降至 5.0%，核心 CPI 恢复至 2.09%。虽然大宗商品价格下跌使得美国 CPI 仅 0.67%，美联储仍然开启了第 10 轮加息周期。

二、美国货币政策对世界经济金融的影响

（一）美元加息与世界金融危机

自 20 世纪 60 年代以来，随着美元地位日益衰落和美国利率市场化改革，“欧洲美元”迅速增长，存贷款活动日益发展，欧洲美元市场成为最重要的国际金融市场之一。由于它的流动性太强，不受约束，因而也是造成国际金融市场动荡不定的主要因素。

20 世纪 80 年代之前，美元加息对其他国家虽然有影响，但并未导致危机。但是，两次石油危机带来的石油价格暴涨给石油输出国带来巨额过剩资本，并在低利率环境下进入国际债务市场。 阿根廷、巴西、墨西哥和秘鲁等拉美国家借入了大量以美元计价的债务，随着 1980 年 7 月美国开启加息周期和国际市场初级产品价格下跌，拉美地区许多国家负债累累，背上了沉重的债务负担，出现货币贬值、通货膨胀、外商直接投资下降以及社会动荡，拉丁美洲债务危机爆发。

1985 年 9 月，美国、日本、前联邦德国、法国、英国等五个发达工业国家的财政部长及五国中央银行行长在纽约广场饭店达成协议，联合干预外汇市场，使美元有序贬值。日元升值使得大量国际资本流入日本，同时出口产品竞争力下降和财政赤字使得日本央行不断降息，日本股市和房地产价不断上涨。1986 年 10 月至 1989 年 3 月，美国加息导致日元套利空间日益缩小，国际资本开始获利撤离，同时日本开始于 1989 年采取紧缩的货币政策，导致泡沫破裂，房地产和股市崩盘，日本经济陷入长期衰退。

由于汇率高估，墨西哥产品国际竞争力不足。1989 年，墨西哥的经常项目逆差为 41 亿美元，1994 年扩大到 289 亿美元。为了维持国际收支平衡，墨西哥政府通过维持汇率吸引资本流入，并用一种与美元挂钩的短期债券取代一种

与比索挂钩的短期债券稳定外国投资者信心，短期资本不断流入。1993 年 12 月至 1995 年 4 月，美国加息加重了墨西哥外债负担，不断下降的外汇储备则使得比索汇率难以维持。1994 年 12 月 19 日，墨西哥政府突然宣布本国货币比索贬值 15%，引起资本外流，比索汇率暴跌，并使得阿根廷、巴西等拉美国家受到冲击。

东亚国家通过维持汇率稳定吸引外资实现了快速发展。但是，巨额外债也加大了金融风险。1997 年 2 月至 1997 年 8 月，美国加息使得东亚国家的汇率贬值压力凸显。发现了套利机会的索罗斯等投资资本于 1997 年 3 月趁机攻击泰国外汇市场，引起挤兑风潮，泰铢货币和股市大幅下跌，并传导至亚洲北部和俄罗斯，引发亚洲金融危机。

俄罗斯自 1992 年推行休克疗法改革后，生产连续下滑，财政赤字不断上升，政府通过发行国债、举借外债等方法弥补。东亚金融危机使得全球石油和原材料价格下跌，俄罗斯国际收支恶化。1998 年，议会修改私有化政策，引发外资对俄政府不信任，资本外流，导致股市和国债价格下跌，加重了政府债务负担，外汇储备下降导致俄罗斯卢布汇率难以稳定。此时，俄罗斯政府贸然延期偿还债务，并扩大卢布汇率浮动区间，使得卢布汇率猛跌，资本外流，股市巨挫。

2001 年开启的降息使得美国房地产市场持续繁荣，金融机构的道德风险和监管不当使得次级抵押贷款市场迅速发展。随着 2004 年 5 月至 2006 年 7 月美国短期利率上升，购房者负担加重。同时，住房市场降温使得出售房产融资更加困难，大批次贷借款人无法按期偿还贷款，银行坏账风险显现，抵押贷款债券价格随着评级下调而下降，不少机构投资者损失巨大，亏损的金融机构被迫破产倒闭，信用收缩冲击实体经济，并波及全球，形成 2008 年美国金融危机。

由上述历史可以发现，美国加息不是金融危机爆发的根本的原因。但是，美国加息使得隐藏的债务问题暴露出来，成为了引发金融危机的导火索，也给市场参与者利用套利机会带来了契机。

（二）美国利率与金融市场

美元加息会使得美元升值，黄金价格下降。长期债券收益率上升，同时预期短期利率上升空间缩小，期限利差下降，但对美国股市和房价没有确定性影响。

1. 美元利率与美元指数

在布雷顿森林体系破裂之前，由于主要国家货币与美元挂钩，美元利率与美元指数之间关系不大。1973 年，美国经济进入滞胀期，美国加息期间，美元

指数反而小幅下跌；加息结束美元指数开始缓慢升值。1979 年，美联储大力治理通胀，CPI 开始回落，美元指数也随着美国联邦基金利率上升而上升。加息周期结束，美元指数下降。1988 年 3 月美国加息，美元指数开始了一轮长周期上涨。加息结束后，由于美国经济良性增长，日本经济陷入衰退，拉丁美洲和东亚国家先后爆发金融危机，避险资金涌入使得美元升值，直到 2002 年 2 月。随着美国网络泡沫破灭和美联储降息，美元开始贬值，巨额贸易逆差使得美元在加息背景下依然贬值。2008 年，为了应对金融危机、促进资本流入，美国政府开始鼓励美元升值，美联储主席伯南克、美国总统布什、财长保尔森均公开强化强势美元立场，美元开始升值，并随着欧债危机爆发维持上升走势（见图 3）。

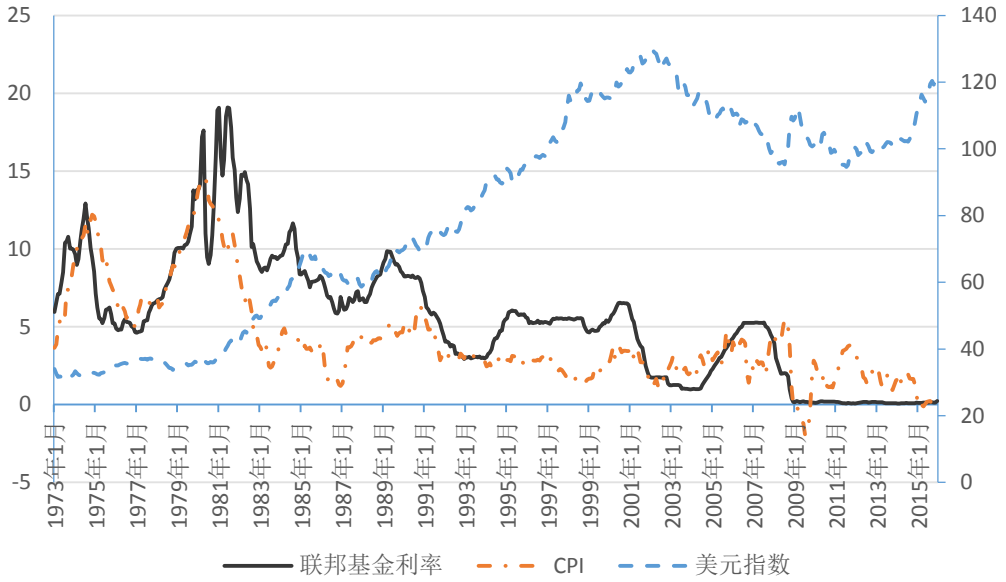

图 3 美国联邦基金利率与美元指数（1973.1-2015.12）

数据来源：美联储，新世纪评级

总之，美元汇率受多种因素影响。短期会由于美元加息、地缘政治和世界金融市场波动加大而升值，中长期则由通胀、国际收支、经济增长等基本面决定。

2. 美元利率与黄金价格

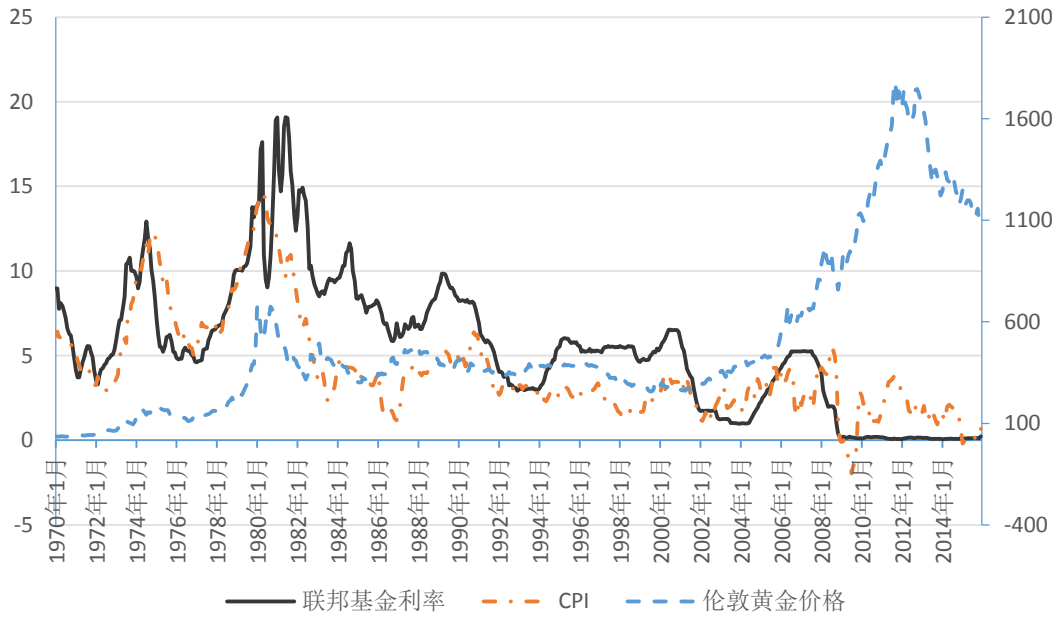

图 4 美国联邦基金利率与黄金价格（1970.1-2015.12）

数据来源：美联储，新世纪评级

黄金天然是货币。1976 年国际货币基金组织黄金非货币化协议公布，黄金已经不再具有货币支付手段等功能，但仍是重要的避险工具和价值储藏手段，可以对冲通货膨胀对购买力的侵蚀。美元加息对黄金价格的影响通过经济前景、资产组合和美元汇率起作用。加息表明美国经济前景较好，风险下降，同为避险资产的美元债券利息下降，组合配置中黄金占比下降，和美元升值一起促使黄金价格下降。但是，地缘政治等风险因素仍是黄金价格形成机制中的决定性因素。随着伊朗伊斯兰革命、苏联入侵阿富汗和两伊战争的爆发年，石油价格上涨，CPI 走高，黄金价格也于 1980 年 9 月创下了 673.9 美元的历史高点，之后随着 CPI 回落下降。但是，进入 21 世纪以来，美国通胀水平总体可控，黄金价格在美元连续大幅贬值和全球金融危机爆发下持续上涨。直至 2013 年美国经济复苏后转而下跌（见图 4）。

3. 美元利率与长期债券

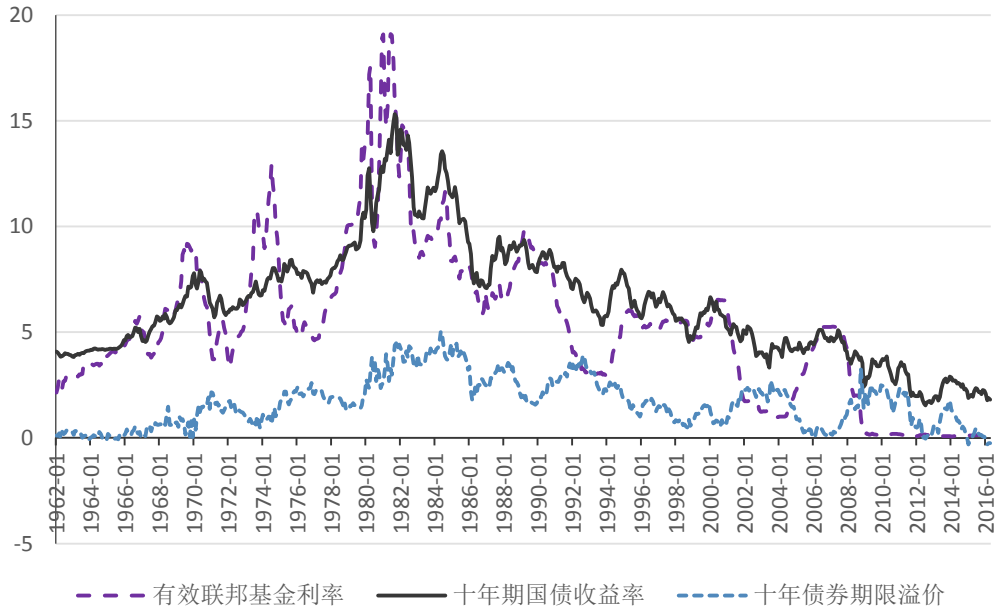

图 5 美国联邦基金利率与十年期国债（1962.1-2016.4）

数据来源：美联储，新世纪评级

长期债券收益率主要受经济基本面影响，其利率可以分解为：预期通胀率、预期短期利率路径、期限溢价、信用风险。因而，长期债券收益率将随着通胀预期上升。通货膨胀预期使得风险偏好上升，信用利差下降。风险溢价在经济良性增长时低，经济衰退时高。经济前景和货币政策的不确定性越大，期限溢价越高。基本上，期限溢价与利率维持相似走势（见图 5），仅在 2008 年金融危机期间由于不确定性增加而上升。但是，加息使得长期债券收益率上升，同时预期短期利率上升空间缩小，期限利差下降。

4. 美元利率与美国股票指数

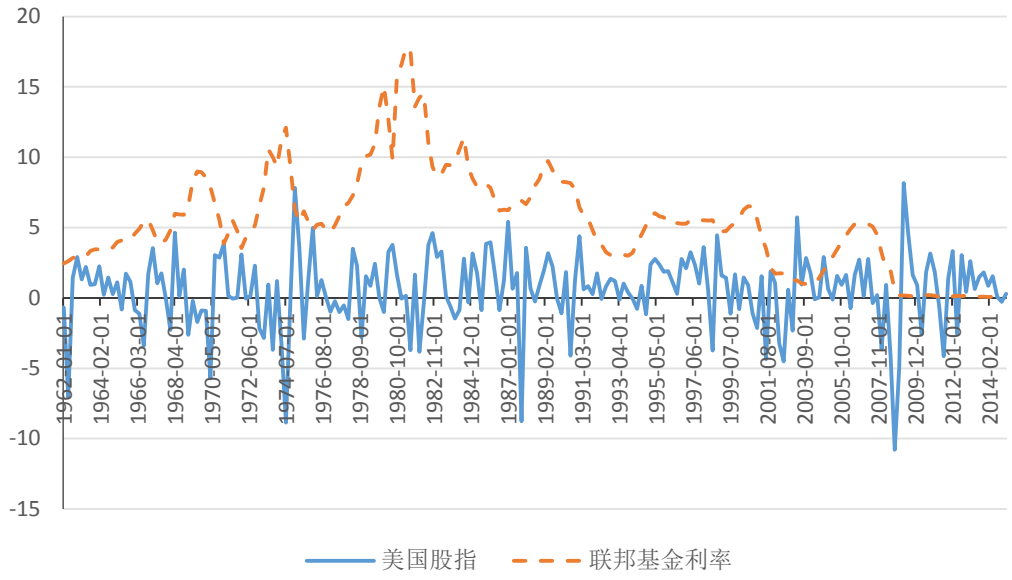

图 6 美国联邦基金利率与美国全部股票收益率（1962Q1-2015Q1）

数据来源：美联储，新世纪评级

加息使得通货膨胀回落，导致企业盈利增速迅速回落，系统风险上升，股市下降。但如果调控适当，通胀预期下降，经济良性增长，股市会恢复上涨。因而美元加息对美国股票收益率没有确定的影响（见图 6）。

5. 美元利率与美国房价

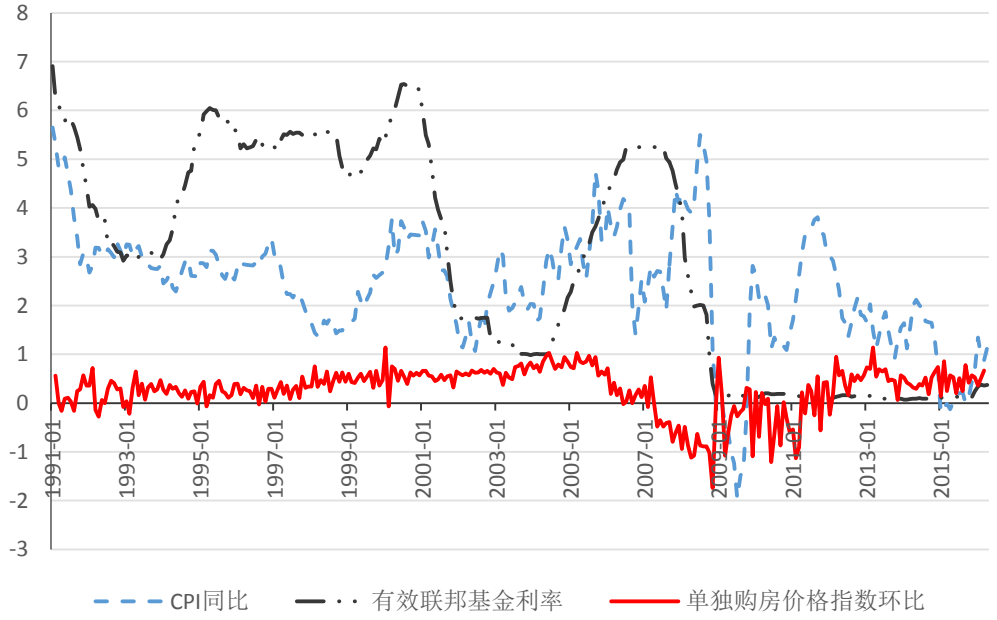

图 7 美国联邦基金利率与美国房价（1991.1-2016.3）

数据来源：美联储，WIND，新世纪评级

作为防御通胀的工具，美国房地产价格保持着平稳增长，加息对其影响不

大。但是如果监管不当，购房者在超出其支付能力的情况下过度负债，在产生房地产泡沫的同时可能积聚巨大的风险。2004 年至 2006 年的美国加息导致了次贷风险暴露，引发房价连续下跌，后在美国的量化宽松政策下才企稳回升（见图 7）。

（三）美国货币政策对世界经济的影响机制

由于美元是世界主要的计价、结算和储备货币，美元加息对世界各国有较大影响。

第一，债务负担变化。许多国际债务是以美元计价的。根据非抛补利率平价理论，在资本自由流动的情况下，预期汇率变化会抵消两国利差，国际金融市场上不同货币计价的资产收益率和融资成本相同。但是，由于外债使用效率较低，或者期限错配，美联储加息导致的美元升值将使得负债国或企业债务负担加重，信用风险上升，使得其不得不降低杠杆。在债务人偿债能力不佳时可能引发债务危机。

第二，出口竞争力变化。美元贬值将使得美国出口竞争力提升，贸易赤字下降。由于美元是计价货币，其他国家货币相对升值，从而降低其产品的出口竞争力，尤其是竞争较为激烈的劳动密集型产品，短期内将导致一国出口下降，进口增加，进而诱发竞争性贬值。

第三，资本流动。美国拥有全球最大的金融市场，在全球分散投资的情况下美元计价的资产是各国资产组合中的重要组成部分。美元加息将导致美元资产收益率和波动率上升，美元降息将导致美元资产收益率和波动率下降，从而引发全球资产重新配置，对其他国家金融市场流动性造成影响。

第四，溢出效应。为了维持汇率稳定，其他国家将跟随美国进行加息或降息，从而带来全球性的货币紧缩或宽松。美国金融市场的波动也会通过情绪传导引致其他地区金融市场同步波动。

三、美国货币政策框架

人不能两次踏进同一条河流。美国不可能完全重复过去的货币政策。参考历史上的美国加息周期，并不能准确预测当前美国加息的力度与节奏。只有借鉴历史，了解美国的货币政策框架，根据当前的经济形势及美联储政策理念进行预测。货币政策框架主要包括几个方面的内容：政策目标、政策工具和政策规则。

（一）政策目标

美国 1978 年的《充分就业和平衡增长法案》确立了以价格稳定和充分就业作为美联储货币政策的目标。当前，美联储以联邦基金利率作为货币政策中介目标。为了实现充分就业和低通胀，美联储的任务就是引导市场利率靠近他们对均衡利率的估计值。在价格稳定和充分就业之间，美联储并未明确先后。但是，根据 Janet Yellen（2012）和 Ben Bernanke（2015），美联储政策对产出缺口更加重视。

从长期来看，通胀率是单一地由货币政策决定的，中央银行可以决定长期通胀水平。由于美联储通过多年努力赢得了公众的信心，美国长期通胀水平由通胀预期决定，基本锚定在 2%左右（Janet Yellen，2015），因而美联储将通货膨胀目标确定为 2%。劳动力市场受到周期性因素和结构性因素影响，对劳动力市场的评估具有不确定性，需要不断修正，美联储在每季度的《经济预测总结》中会给出最大就业目标的具体区间。

美元汇率虽然会受到货币政策的影响，却不在美联储货币政策目标之中，美联储不会为了保障美元的国际地位刻意加息[2]。在汇率对美国产出和通胀影响较小时，也不会因为美元持续升值而放弃加息（Fischer，2015）。当贸易赤字过大时，为了保障国内出口部门产业，美国财政部会要求部分顺差国升值，或者通过降息和美元贬值促进就业。当然，不排除美国政府为应对竞争对手扩大财政开支，引发国内通货膨胀，进而导致美联储加息。

（二）政策工具

美联储传统的货币政策工具有公开市场操作、贴现率、法定准备金和准备金利率、定期存款工具、隔夜逆回购工具以及部分危机期间的紧急工具[3]。

公开市场操作是指中央银行购买和出售公开市场的证券，是美联储实施货币政策的关键工具，通过调整储备金供应使得联邦基金利率处于目标联邦基金利率区间[4]。2008 年金融危机后，美联储基金利率接近 0 利率下限，并通过量化宽松极大增加了长期证券的持有量。FOMC 计划主要以终止证券再投资这种渐进和可预测的方式降低其证券持有量，从而持有高效实施货币政策必须数量的美国国债。

贴现率是美联储支付给商业银行和其他储蓄机构从贴现窗口所得贷款的利

[2] 美元汇率政策由美国财政部负责制定。

[3] 见 http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm。

[4] 联邦基金利率是一家银行向另一家银行隔夜借贷储备金所支付的利率。历史上，储备金主要用于满足联储所设定的法定储备金要求，以及进行银行间支付。这一利率又叫有效联邦基金利率，与目标联邦基金利率有所区别，后者是联储希望有效联邦基金利率在一段时间内所达到的平均水平。

率。贴现窗口主要用于向金融机构提供流动性，

法定准备金是储蓄机构在美联储必须持有的基金数量，通常为其负债的一定利率。不同存款法定准备金率不同。由于法定准备金率对货币供应量影响较大，使用频次较少。

美联储对法定准备金和超额准备金利率支付利息。在货币政策正常化期间，美联储主要通过将法定准备金利率设置为联邦基金目标利率上限来调节联邦基金利率。

隔夜逆回购工具使得相对较大范围的市场参与者可以在隔夜的基础上借钱给美联储，这些贷款是以美联储通过公开市场操作账户（SOMA）持有的证券作为抵押。从而缓解市场上高质量高流动性资产的短缺，并给利率设定一个下限。在货币政策正常化期间，美联储将使用隔夜逆回购工具作为补充政策工具维持基金利率水平。

定期存款工具允许在联邦储备银行有超额准备金的银行出售定期存款工具，从而回笼银行系统过剩资金，以防止引发通胀。

前瞻性指引是美联储在 2008 年金融危机后引进的。通过公共沟通可以让家庭和企业更好地理解美联储决策以及其未来变化的逻辑，对联邦基金利率形成预期，降低不确定扰动，有助于提高货币政策的可信度和有效性。在联邦基金利率接近 0 下限时，和量化宽松政策一起有效促进了长期利率的下降。

（三）决策规则

美国货币政策由组织机构 FOMC 决定。决策机构 FOMC 共有 12 名成员：Fed 的 7 名理事，纽约联邦储备银行行长和从其余 11 家行长中轮流 4 名。每 6 周 FOMC 在华盛顿开一次会，决定公开市场操作的方向。一是讨论对经济及其关键变量的看法，二是每个人发表对美联储短期和长期动态目标的看法。FOMC 会上 12 人对主要政策变量进行投票表决。通过平等交换意见，会后形成一个详细指令性的操作指示，给纽约联邦储备银行的公开市场账户经理。美联储在 FOMC 开会后第二天公布重要政策变化，但详细政策指示要在 45 天后公布。在加息之前，FOMC 会改变其前瞻指引（Yellen，2015）。但是，联储前瞻指引给出的数据只是门槛而非触发器，只有当这些实际数据都符合预期时，联储才会根据更多指标考虑是否以及何时加息（Bernanke，2014）。

美联储同时采用最优控制与简单规则[5]（Yellen，2012），或者说是简单反馈政策（工具规则）与前瞻政策（目标规则）（Bernanke，2004）作为决策规则。

[5] http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20120411a.htm。

最优控制方法假定决策者可以完美预见经济的动态变化，私人部门能够完全预期货币政策的未来路径，中央银行通过确定一个损失函数和经济预测模型，获得最优货币政策路径。当经济结构会随着时间变化时，最优控制方法优于简单规则。但是，最优控制方法依赖于特定模型和一系列不大现实的假设，因而美联储会同时参考简单规则，依赖专家判断做出最终决策。研究表明，当经济受到正常冲击时，简单规则（工具规则）例如著名的泰勒规则相当接近最优决策，修改的泰勒规则相当接近 1980 年至金融危机前美联储的行为，并且比任一通过宏观模型得出的最优控制政策都更加稳健。但是，当受到零利率下界约束和金融危机余波的持续冲击时，简单规则不再适用。最优控制方法还可以通过风险管理应对小概率事件的发生。为了防止厚尾事件发生，美联储采用了更长时间的温和政策促进经济复苏。

我们借鉴 Taylor (1999)和 Bernanke（2015），根据利用美联储绿皮书公布的产出缺口[6]、CBO 公布的潜在 GDP、美联储费城银行的 GDP 和核心 CPI 预测数据，可以按不同系数的泰勒公式计算出泰勒规则利率。1996 年至 2007 年期间，产出系数为 1 的泰勒规则利率与实际有效利率较为接近。2007 年下半年开始，为了应对危机，美国利率低于规则利率（见图 8）。在联邦基金利率降低到 0 附近时，考虑到负利率政策可能带来的负面影响，美联储采用了量化宽松政策和前瞻性指引进行调控，有效促进了经济复苏。在 2015 年第三季度和第四季度，根据泰勒规则计算出来的基准利率为 0.5，为了防止金融危机余波带来的冲击，谨慎的 FOMC 选择了在 2015 年 12 月加息。

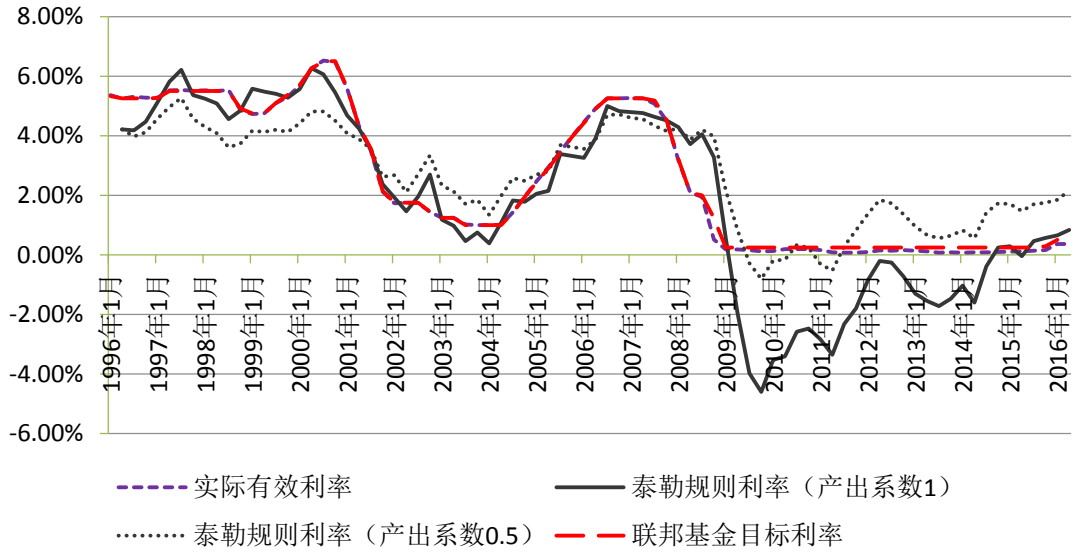

图 8 美国联邦基金利率与规则利率（1996Q1-2016Q2）

[6] 产出缺口是实际产出与潜在产出之差除以潜在产出。

数据来源：美联储，新世纪评级

四、本轮美国加息的特征

本轮美国加息是在美国经济缓慢复苏和世界经济增速下行的背景下开展的，为了保障经济稳健复苏，美联储不得不谨慎对待其加息决策。

（一）缓慢的国内复苏

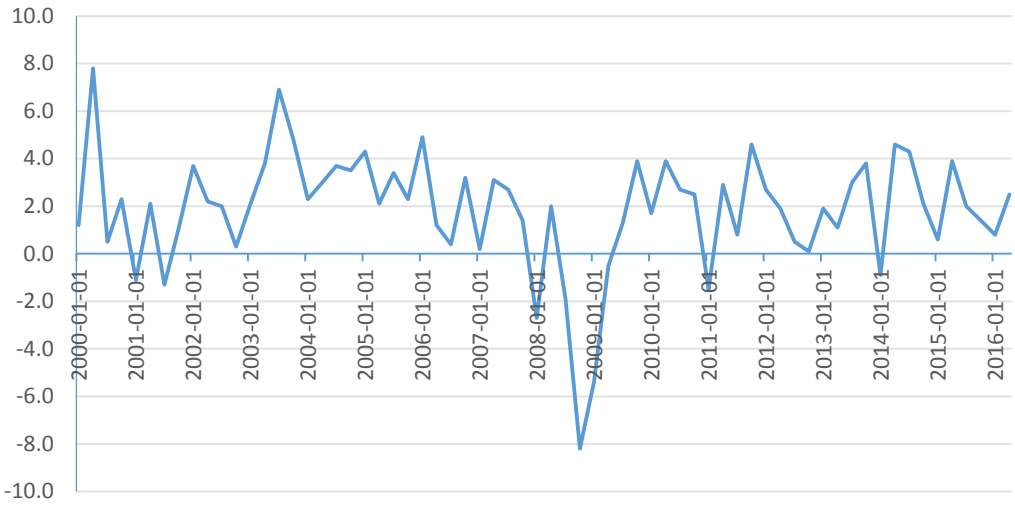

图 9 美国实际 GDP 增长率（2000Q1-2016Q2）

数据来源：美联储，新世纪评级

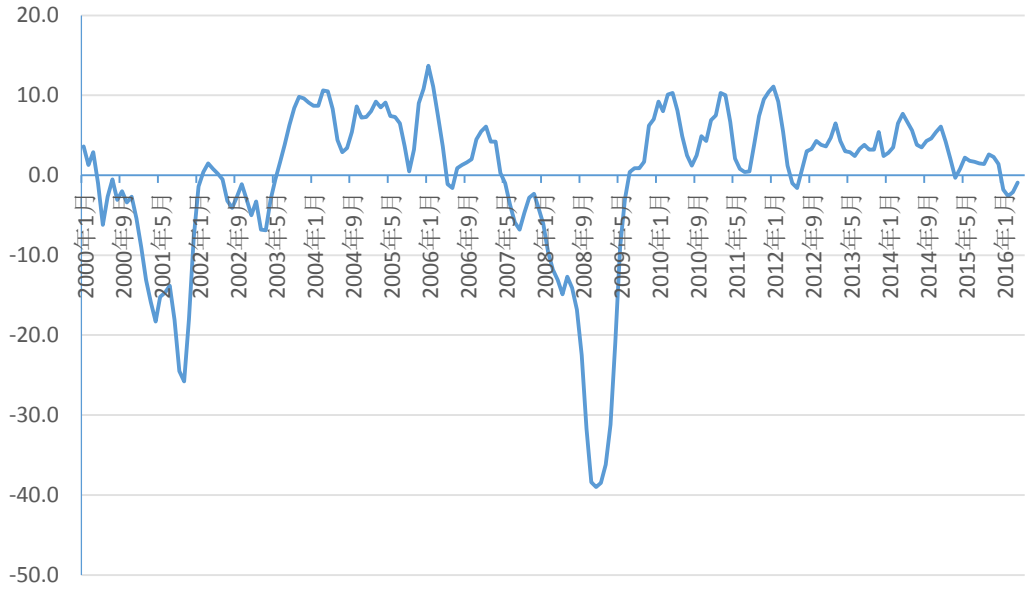

图 10 美国劳动力市场指数（2000.1-2016.5）

数据来源：美联储，新世纪评级

自 2009 年 7 月开始复苏以来，美国 GDP 增长开始缓慢复苏。虽然据亚特兰

大联储分行实时预测，2016 年第二季度美国实际 GDP 增长率有望达到 2.5%，超出 FOMC 对潜在增长率的估计值 2.0%（见图 9）。但企业固定投资和出口疲软等不利因素依然存在。失业率从 2009 年的高位 9.9%逐渐下降至 2016 年 5 月份的 4.7%，等于 FOMC 对自然失业率的估计值。但劳动力市场指数自 2015 年 12 月加息后连续 4 个月呈负数，表明加息对就业市场有一定负面影响，经济复苏可能因加息而放缓（见图 10）。

（二）不确定的世界经济

2008 年以后，世界经济均受到金融危机的冲击，经济增速不断下滑。2016 年 6 月 3 日,德国央行下调德国 2016 年国内生产总值(GDP)增长率至 1.7%。2016 年 6 月 1 日，OECD 对整个全球经济的预期虽然维持 3.0%不变，但下调了美国、日本和欧元区的经济增速。世界经济下行给美国加息的影响带来了较大不确定性。2016 年 6 月英国脱欧公投也可能通过金融市场传导至美国,冲击美国经济。

（三）分化的货币政策

当前，为了对抗通缩，欧元区和日本仍在实行负利率政策，中国等新兴经济体也实行了较为宽松的货币政策，而美国为了预防经济过热，开启了加息周期。世界经济周期的不同步和分化的货币政策，加大了美元升值的压力，对美国净出口和通胀具有一定负面影响。

五、美国货币政策预测

对美国货币政策的分析，需要在定量分析的基础上，结合经济学逻辑确定是否加息以及何时加息。

第一，分析 FOMC 对经济前景的预测，确定可能的加息次数。在每季度的备忘录中，FOMC 各位参会者会给出对于未来三年及长期的实际 GDP、失业率、通货膨胀率和合适联邦基金利率水平的预测及参会人员预测分布情况。2016 年 3 月会议，所有与会者都认为经济形势适合至少加息 1 次，绝大多数成员认为可以加息 2 次（见表 1）。因而，2016 年美联储可能加息 1-2 次。但是，美联储决定加息还需要以数据证实对经济前景的预测可靠为前提。

第二，根据前瞻性的泰勒规则确定可能的加息时点，同时结合失业率、劳动力市场指数[7]、通货膨胀走势确定季度预测是否稳健。根据产出系数为 1 的泰勒规则利率，2016 年第一季度和第二季度的基准利率分别为 0.65%和 0.84%（见

[7] 失业率是代表市场当时状况最好的单一指标，同时也是未来劳动力市场较好的预期指标。但是，失业率也有缺陷，因而美国联邦储备委员会开发了一个利用 19 个指标合成的劳动力市场指数（labor market conditions index）。

图 8)。第一季度基准利率小于 0.75%，因而，加息概率较小。第二季度美联储有较大的加息概率。但是，美国 5 月非农数据远不及预期，给经济复苏带来一定不确定性，有待二季度 GDP 数据验证预期是否稳健。随着时间的推移和美国经济复苏数据验证预期正确，加息的概率将不断上升。

表 1　2016 年 3 月 FOMC 货币政策会议利率评价

目标基金利率均值（%）	2016	2017	2018	长期
0.125				
0.25				
0.375				
0.5				
0.625	1			
0.75				
0.875	9			
1				
1.125	3			
1.25				
1.375	4			
1.5				
1.625		4		
1.75				
1.875		5		
2				
2.125		3	1	
2.25				
2.375		3	2	
2.5			1	
2.625		1	1	
2.75		1		
2.875			3	
3			1	5
3.125			3	
3.25			2	7
3.375			2	
3.5				2
3.625				
3.75				2
3.875			1	
4				1

数据来源：美联储，新世纪评级

第三，确定未来是否有可能对美国经济带来冲击的重大风险事件。诸如俄

罗斯政府违约这种可能会引起经济萎缩的小概率事件发生时，美联储将在经济扩张的情况下依然采取了宽松措施（Greenspan，2004）。2016 年 6 月 23 日英国脱欧公投可能给世界贸易和美国经济带来巨大冲击，因而 6 月加息可能并不合适。如果 6 月英国公投不脱欧，将给美国 7 月加息带来良好的时间窗口。一旦英国脱欧，则美国加息时点将不得不后移。

第四，观察 FOMC 前瞻指引及各成员的观点变化，结合对于未来经济的预测，参考芝加哥商品交易所反映的隐含加息概率，判断各月份的加息概率。譬如，2016 年 6 月 5 日，美联储 6 月加息的概率仅为 3.8%，7 月加息的概率为 31.3%，9 月加息的概率为 47.9%，11 月加息的概率为 48.8%，12 月加息的概率为 62.5%[8]。综合上述分析，可知，7 月份美元仍有较大概率加息。而本轮美国加息是在美国经济缓慢复苏和世界经济增速下行的背景下开展的，其加息节奏会比较缓慢，因此如果有第 2 次加息，我们认为可能出现在 12 月份。

六、美国加息对中国金融市场的影响

美国加息对中国金融市场的影响，主要体现在资本流动和人民币汇率两方面。

第一，跨境资本外流。根据中国外汇管理局数据，截止 2015 年底，中国外债余额 14162 亿美元，其中短期外债余额 9206 亿美元，占比 65%。美国加息增大了中国短期外债的偿付压力，对部分企业可能造成巨大影响，加大信用风险。同时，外债降杠杆导致较大的跨境资本外流压力，进而给国内流动性带来一定冲击，从而影响债券市场和 A 股市场，可能使得短期利率上升。2014 年 7 月，美联储主席 Yellen 暗示将于 2015 年加息，之后中国资本与金融项目售汇开始不断上升，导致资本呈净流出状态（见图 11）。虽然中国拥有巨额外汇储备，资本外流难以危及金融安全。中国人民银行仍需密切注意美联储动向，以保持金融体系流动性合理充裕。

第二，人民币贬值压力。人民币长期对美元保持相对稳定，使得人民币对欧元和日元升值较大，实际有效汇率有所高估。2010 年 1 月至 2015 年 7 月，人民币兑美元汇率从 6.8273 小幅下降为 6.1167，但人民币兑欧元汇率由 9.7584 大幅下降为 6.7459，兑日元汇率由 7.4812 大幅下降为 4.9793（见图 12）。2015 年 8 月 11 日开始的人民币汇率形成机制改革释放了部分贬值压力，但人民币依然存在调整要求。虽然人民币贬值有利于促进中国出口，却也可能延缓产业结构升级转型和人民币国际化进程。美元加息可能影响到人民币有序恢复均衡价

[8] http://www.cmegroup.com/trading/interest-rates/countdown-to-fomc.html。

值，仍需人民银行进行必要调节。

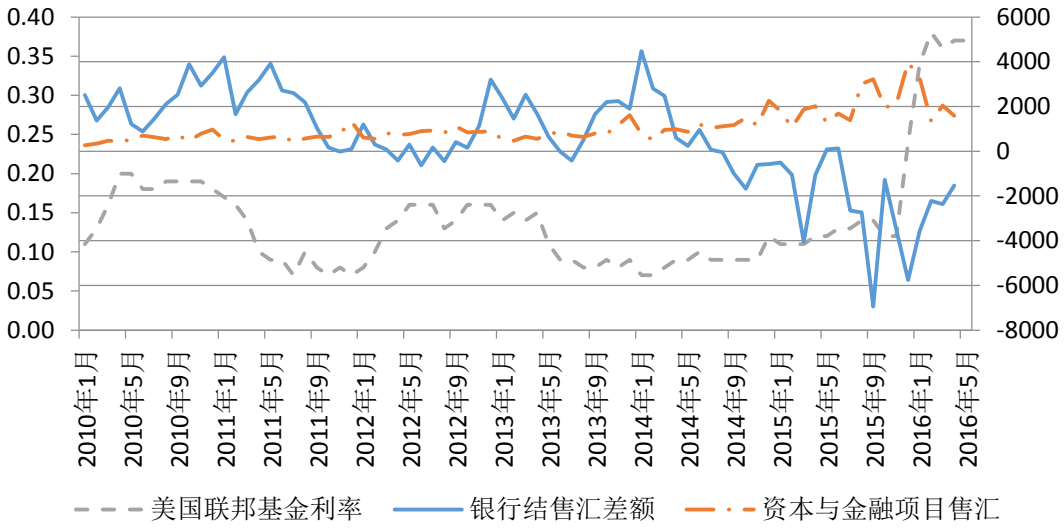

图 11 中国跨境资本流动（2010.1-2016.5）

数据来源：美联储，中国外汇管理局，新世纪评级

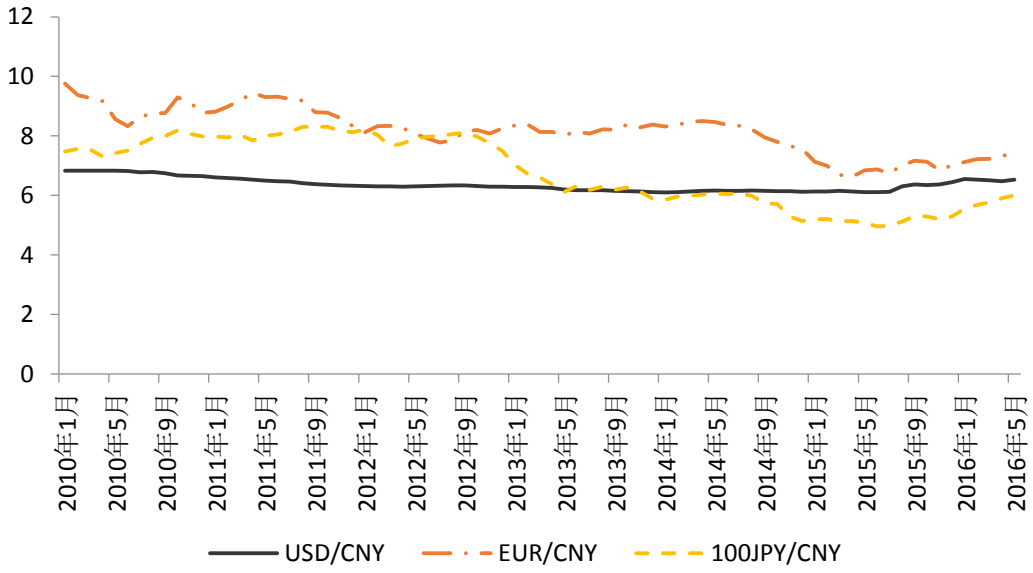

图 12 人民币汇率（2010.1-2016.5）

数据来源：中国外汇交易中心，新世纪评级