

研究简报

(2016年 第 11 期 总第 30 期)

清华大学国家金融研究院

美联储年底加息对各国经济影响 以及全球向积极财政政策倾斜

货币政策与金融稳定研究中心

本月的 FOMC 会议会决定今年美联储是否会进行零利率政策以来的第二次加息，市场对此十分关注。不过从媒体报道的强度来看，市场对此次升息对关注度已经远远不及 15 年第一次升息。新闻关注度的降低并不意味着此次升息的重要性降低了，而是因为其不确定性和对各国对冲击将大大小于前次，因此互相辩驳是否将要升息以及如何应对升息的声音也减少了很多。与此形成鲜明对比的是媒体对特朗普当选美国总统后世界各国经济发生震荡的报道，而此次经济震荡主要有两个方面的原因：一是特朗普宣称的要增加对财政政策的使用、减少对货币政策的依赖，二是特朗普政府即将实施的政策有很大的不确定性。

首先，从美国自身对经济形势来看，此次加息势在必行。

数据显示，美国经济表现良好，超出预期。上个月美国零售总额跳跃式上涨，表现出消费的增强。原本预期的零售总额上涨为 0.6%

但数据显示实际的上涨率达到了 0.8%。美国商务部 11 月 29 日公布的数据显示,美国第三季度实际 GDP 增速第二次修正值上调至 3.2%, 高于预期值 3.0%和前值 2.9%, 升幅创 2014 年第三季度来最高位。这是美国经济强势的又一力证。纽约联储将对第四季度的 GDP 预测从 1.6%上调到了 2.5%, 而亚特兰大联储的预测则从 3.1%上升到了 3.6%。此外, 劳动力市场健康, 经济增长持续改善。所有数据都优于预期, 这为“依赖数据的”美联储提供了强有力的升息信号。鉴于经济表现强势, 市场普遍认为下个月美联储会加息, 可能性高达 94%。

出于稳定物价的考虑, 升息也是必然选择。近期, 全球投资者对通货膨胀的预期冲到十多年来的最高点。美林银行的调查显示, 超过 80%的受访者认为全球物价水平在未来 12 个月会上升。高通胀预期已经极大影响了债券市场, 十年期国债利率从特朗普战胜克林顿当选为下届总统之后上升了 50 个基点。

耶伦也表示美联储不愿意将下次升息拖得太久, 以防止经济过度超调, 防止鼓励投资者过度承担风险而破坏金融系统稳定性。

其次, 从各新兴市场国家对角度来看, 此次加息对他们的影响将远远小于前次。

截止十一月份早些时候, 新兴市场国家的经济形势整体平稳。在美联储首次升息之后的一年中, 新兴市场经济已经逐渐从升息的阴影中走了出来, 各项经济指标都优于去年。比如巴西、中国、印度、俄罗斯的制造业 PMI 指数都连续回升, 高于去年美联储加息前

的水平，作为宏观经济的主要先行指数，这预示着经济趋稳回暖的态势已经逐步形成。此外，巴西、印度、俄罗斯、南非等国的外汇储备相较上年都有上升，有些国家甚至是大幅提升，这也是这些国家货币的币值稳定的后盾之一。有预测甚至认为，新兴市场货币会继续胜过发达国家货币。

而且在美联储历次紧缩周期中，新兴市场货币并不总是表现不佳的，历史上也有相反的例子。1999年六月的升息后，新兴市场货币在当年基本没有变化；2004年六月升息之后，新兴市场货币仍然表现优于发达国家货币。虽然2013年美联储基金退出QE时，新兴市场货币被大量抛售而大幅贬值，但是和上世纪八九十年代不同，这些国家现在持有的外币债务很少，使得类似美联储升息这样的外部冲击对他们的影响小很多。巴西、俄罗斯的GDP都有相当大的部分来自原材料出口，只要大宗商品价格继续保持上涨势头，这些国家的货币就不会太差。普遍来说，现在的新兴市场国家更有能力对抗美国的货币政策冲击。

另外，此次加息对中国来说，也并不构成巨大的外部冲击。

对于中国来说，美国升息自然会促进一部分资本回流美国，使得人民币有进一步贬值的压力，但这也是和人民币币值逐步调整和稳定的趋势是一致的。在97年亚洲金融危机之后快速、大量涌入的国外资金导致我国的外汇储备积累急剧增加，近期的外汇储备减少和人民币贬值也是对近20年来外汇储备积累对调整，使得人民

币汇率和外汇储备能够回到常态。人民币汇率的市场化使得央行能够更加专注于针对国内产出和价格的调整，货币政策将更加灵活有效。一味纠结人民币贬值问题其实是没有必要的，大家真正应该关心的是中国的实际经济运行。

最近，各项经济指标已经有回暖的趋势，说明中国经济已经探底企稳。作为一个经济增长仍然远高于其他国家的经济体，仍然具有极大的活力和潜力，人民币资产的投资回报率虽然不及过去，但还是对外资具有相当大的吸引力。而且，人民币的贬值对中国经济并非有百害而无一利，比如人民币贬值可以提升出口品的竞争力。但是由于人们习惯了过去十几年来人民币单边升值，霎时间难以接受贬值的事实，会恐慌性的认为这是中国经济面临巨大危机的前兆。其实中国作为最大的新兴市场国家，并不像其他国家一样有依赖原材料出口、外债比例过高等特点，小国开放经济需要谨慎应对的由于资本外流引起的经济突然停滞对中国这样对大国并不适用。而且目前中国对资本流出仍然是有序、可控的，是健康的调整，人民币的贬值也是在可以接受的范围内的。

当然，我们并不希望市场形成强烈的、非理性的、自我实现的人民币贬值预期，进而引发资金的过度反应，导致大规模的难以控制的资本外逃。虽然这是小概率事件，但是如果一旦发生，即使作为中国这样拥有巨额外汇储备的经济大国，也无法承受由此带来的后果。所以我们需要警惕和预防的是自我实现的预期和投机资本的大规模跨境流动。以前提到过的扭转操作—提高短期利率压低长期

利率一是打击或者抑制短期资本过度反应、进行管理预期、并同时能够促进经济长期发展的有效手段。

然而，特朗普当选美国总统带来的美国政策不确定性激增和对财政政策的倾斜给市场造成巨大的冲击，打破了原本的平静。

虽然美国的加息预期对世界经济的影响减弱，但是最近两周，大家仍然发现各新兴市场国家货币大幅下挫，主要原因是特朗普当选带来的冲击。鉴于特朗普竞选时宣称的各项政策，使得美国经济政策的不确定性增加，数据显示，特朗普当选当日美国的政策不确定性指数已经超过了2001年911期间，达到了1985年以来的最高点。政策的不确定性对新兴市场国家经济的负面影响大大增加。

另外，由于特朗普宣称将减少对货币政策的依赖，更多地使用财政政策工具，减税和增加财政支出的政策应该会很快通过新一届的国会。这使得美国国债收益率大幅上涨，美元资产的吸引力进一步增加，促进了海外资本的回流、新兴市场国家货币贬值和美元持续走强。事实上，不仅是新兴市场国家的货币，发达国家的货币这次也受到了影响，比如日元、英镑等。但是从长期看，美元是否能维持强势，还取决于特朗普即将推行的财政刺激究竟是会促进实际产出还是仅仅推高了通胀。

从依赖过度宽松的货币政策向积极的财政政策转移，已经成为普遍趋势。欧元区、日本、英国的十年期国债利率都早于美国开始回升，而中国也走在了世界的前列，从今年年初开始就已经开始推

行积极的财政政策，比如税费的改革，加大民生项目投入等。

此外，个别国家，比如印度，因为自身政策或者经济中存在的其他弊端显现，使得近期本国经济出现较大波动，这也基本和美国即将到来的升息几无关联。

基于以上分析，我们认为美联储在 12 月加息是符合目前美国经济发展形势的政策行为；市场应该也已经充分预期到了此次加息，并已经提前做出了相应的应对措施；新兴市场国家经过一年的发展，已经从美联储上次加息的负面影响中恢复，重要经济指标表明这些国家目前的经济状况要优于去年美联储加息时的状况，并且对抗加息这样的外部冲击的能力也有所提升，因此此次冲击并不会给这些国家来很大的负面影响。近来市场的大幅波动主要是由于特朗普的当选带来的政策不确定性以及其传递的即将实施强势财政政策的信号。中国作为最大的新兴市场国家，虽然近一年一直面临人民币贬值、国内经济增速放缓以及房地产市场和金融市场的多重压力，但经济仍然在逆境中探底企稳，因此我们不需要过度纠结人民币的贬值问题，而应该把重点放在进一步强化经济的基本面上，并同时注意对市场的预期管理。

课题组成员：周皓 张际

报 送：

联系人：

电 话：
