

# 重视并应对美国进入加息周期对我国市场的 阶段性及结构性影响<sup>1</sup>

2015年12月16日，美国自2008年金融危机以来首次加息，2016年12月14日和2017年3月16日又进行了第二次和第三次加息，预计2017年加息频率将明显高于2016年，国际社会普遍认为美国已经开始进入新的“加息周期”。从历史看，美国加息周期往往伴随着国际市场的波动，还数次引发某些国家的市场危机，并导致局部性或全球性经济与金融危机。我国资本管制仍然较为审慎，但经济与金融全球化程度已大大提升，此轮美国进入加息周期，可能短期对我国市场影响并不显著，但中长期对我国市场影响要强于之前的加息周期，应引起高度重视，既不能麻痹大意，又必须客观看待，科学研判新一轮美元周期对我国市场的阶段性和结构性冲击效应，以我为主地实施稳健的宏观经济政策和审慎的微观市场管理政策，化解加息对我国市场平稳运行的负面影响，以确保我国主要市场的平稳运行和健康发展。

## 一、历史上美国加息周期往往引发全球市场波动或危机

美元是不折不扣的世界货币，美国是全球流动性的主要提供者。因此，历史上美国加息周期往往对全球市场，特别是主要新兴市场国家的市场造成显著影响。

### （一）上世纪80年代以来的美国加息周期都引发了国际性市场风险及金融危机

<sup>1</sup> 作者单位：国家发展改革委宏观经济研究院市场与价格研究所，中国社会科学院世界经济与政治发展研究中心

上世纪 80 年代以来，美国经历了五次美元加息周期，其或多或少对全球市场造成了影响，并引发了局部性或国际性的市场和金融危机。例如，1983 年 3 月~1984 年 8 月的加息周期，使得全球大宗商品价格迅速下跌，加之拉美国家被动跟随式加息的效应，导致大量资本抽离拉美国家，货币大幅贬值，再融成本高涨，直接引发了拉美债务危机；又如，1988 年 3 月~1989 年 5 月的加息周期，倒逼日本收紧货币政策，直接导致日本房地产和股市的崩盘，银行业也遭受重创，成为日本经济转入萧条的重要导火索；再如，1994 年 2 月~1995 年 2 月的加息周期，亚洲特别是东南亚各国遭遇资本外逃和货币贬值双重打击，泰国、菲律宾、印尼、马来西亚等国市场成为国际炒家攻击的重点，外汇储备大量消耗，部分国家只能放弃固定汇率，最终引发东南亚金融危机；还如，2004 年 6 月~2006 年 6 月的加息周期，使得美国房地产和股市泡沫破灭，引发国际金融市场海啸，造成了全球性经济与金融危机。其中，1999 年 6 月开始的加息周期，因受到互联网泡沫破灭的影响，于 2000 年 5 月中断，故未造成大范围的市场影响。~

## （二）美元加息周期主要通过三类效应引发新兴市场国家资本外逃和市场风险

新兴市场国家经济发展水平和市场开放程度高于一般发展中国家，但市场成熟度和稳定性则低于发达国家，其在降息周期往往容易成为国际资本竞相追逐的对象，在加息周期也同样容易成为国际资本骤然抽逃的对象。因此，美元加息周期对新兴市场国家市场的传导效应最直接、冲击效应最大。从历史来看，美元进入加息周期，往往引发新兴市场国家被动跟随式加息，干扰新兴市场国家的正常货币政策周期，从而形成**货币政策倒逼效应**，并由此导致新兴市场国家货币比价和资产价格的贬值预期，形成**货币比价调整效应**和**资产价格重估效应**，引致资本在短时间内抽逃，最终造成这些国家外汇市场和国内主要市场的短期风险，并形成系统性的金融风险和大范围的经济危机。

## （三）美元周期依然是全球性市场周期的重要锚定基准但其作用正在逐步弱化

美国加息周期的外溢效应源于美元作为全球货币的主导地位，以及美国作为全球最具吸引力的投资目的地的优势地位。未来一段时期，美元作为全球第一大储备货币的地位仍然将难以撼动，且美国作为全球最大的 FDI 接受国的地位同样将继续保持。但是，美元在各国官方外汇储备中的占比，已经从 2010 年前 70%以上的水平下滑至近年 65%以下的水平；同时，美国 FDI 年度净流入和存量占全球的比例分别从上世纪 90 年代 20.3%和 30.3%的平均水平，一路下滑至 2015 年 14.7%和 19.1%的水平，美国这两种地位正趋于弱化。由此，虽然美元周期的外溢效应依然明显，仍然是全球市场周期的主要锚定基准，但是其对全球市场的作用逐步弱化，故此轮美国加息周期对全球市场的影响可能弱于之前的若干次。

## 二、持续关注加息对我国市场的阶段性以及结构性影响

我国已经成为全球最大的新兴市场国家，正逐步深度融入全球经济，在经济从过去高速增长逐步换挡为中高速增长背景下，国内市场较以前更易受到外部冲击。但是，相比于其他新兴市场国家，我国在**资本管制、外债节制和外储充足**等方面更为稳健，各市场的开放程度也不尽相同。因此美国进入加息周期对我国的影响将呈现**阶段性和结构性特征**。

### （一）美国近期加息短时间对国内市场实质性影响有限

短期内，美国进入加息周期最为直接的市场影响就是导致其他国家特别是新兴市场国家的资本外逃，造成市场流动性骤然收缩，从而引发一系列的市场风险。从历史看，短期受到美元周期冲击并发生市场危机的国家，基本具有以下一种或多种特征：**一是经济增速持续放缓，二是实行固定汇率制度，三是资本项目可兑换，四是外债占比高，五是外汇储备不足**。从现实情况看，我国实施的是有管理的浮动汇率机制，人民币资本项下自由兑换还未放开，跨境资本管制去年以来更始趋于严格。同时，截至 2016 年末，我国外债的负债率为 13%，外汇储备维持在 3 万亿美元以上，短期外债和外汇储备比为 29%，各指标均在国际公认的安全线以内。此外，虽然我国经济增长进入中高速区间，但是近期已经逐步企稳，经济基本面也趋于改善。因此，美国进入加息周期，**短期内更多的是通过信心渠道而非实际的流动性渠道促推资本外逃，只要把控得当，对国内市场的冲击较为有限**。

### （二）美国持续加息对国内市场的中长期影响值得关注

根据美联储近期的政策声明，市场预期 2017 年、2018 年和 2019 年美联储还将分别进行 2~3 次加息操作，如果按照每次加息幅度为 25 个基点计算，到 2019 年底基准利率将升至 2.25%~2.50%或 3.00%~3.25%的较高水平。这意味着 2018 或 2019 年，美联储基准利率将超过中国银行间同业拆借（隔夜）利率现有 2.5 左右的中枢水平，中国对美国的正利差可能转负。从中长期看，一方面，我国面临着一段时期的资本外流风险，这将对资本市场和汇率市场形成持续压力，进而可能通过预期转变引发风险；另一方面，为了缩小利差，如果我国被动持续加息，在实体经济复苏缓慢的条件下，将对资本市场和房地产市场造成持续影响，甚至可能引发局部性市场风险。

### （三）美国加息周期对国内主要市场具有不同程度影响

我国主要市场供需关系与价格形成机理具有区别，市场成熟水平存在差异，以及开放程度各有不同，故此轮美国加息对各市场的影响程度也不尽相同。**就房地产市场而言**，根据中国人民银行和外管局的调查数据，我国房地产市场的外资比例达到 10%~15%，主要集中在

一线二线城市，但由于房地产不动产交易的便利性低于其他金融资产，且中国房地产市场金融化率仍相对较低，美国加息可能引致的短期资本外逃对于房地产市场的影响有限；但仍须关注其对后期调控下房地产价格下落的放大作用，避免房地产价格下调预期强化带来的市场风险。**就债券市场而言**，我国境外投资人持有境内人民币债券规模仅约为境内人民币债券规模的 1.5%，短期流动性因素对债券市场的影响较小；但是，美国持续加息将倒逼我国货币政策收紧和助推国内国债收益率持续上升，并由此引发债券市场的风险。**就股票市场而言**，截至 2017 年 3 月底，合格境外机构投资者（QFII）与人民币合格境外机构投资者（RQFII）累计获批的投资额度，以及沪股通累计使用总额，仅占 A 股流通市值的 3.4%，加息带来的资本外流对我国股票市场的影响整体有限。同时，美国加息导致的国内利率上升可能影响股市流动性，但不会造成较为明显的市场风险。**就外汇市场而言**，虽然短期内人民币贬值的市场预期有所淡化，但是未来两年，如果美国加息频率过密，可能导致美元指数继续稳步攀升，将对人民币汇率造成持续压力，如管控不好就可能形成较为显著的汇率市场风险。

### 三、通过“三稳、两促”缓解美国加息周期的外部冲击

面对美国加息周期对我国市场风险的短期与中长期影响与冲击，应**保持战略定力、坚持以我为主**，通过“**短期三稳、长期两促**”，实施**稳健的宏观经济政策和审慎的微观市场管理政策**，夯实我国市场平稳运行的**实体经济基础和监管制度框架**，形成良好的**货币金融环境**和**市场投资预期**，既在**短期内化解美国加息对我国市场的风险冲击**，又在**中长期内形成应对美国加息周期的市场风险稳定带和缓冲器**，避免发生系统性金融市场危机，确保我国主要市场平稳运行和健康发展。

#### （一）稳货币：准确把握去杠杆政策的合理节奏，有效避免政策操作的风险

在美国进入加息周期的背景下，我国去杠杆工作的外部复杂性有所提升，应该合理把握去杠杆的节奏，避免因政策节奏失当造成的局部性或系统性市场风险。关键是货币政策要继续坚持稳健中性的基本取向，保持灵活性和弹性，适时预调微调，为“去杠杆”营造适宜的货币政策环境。同时要积极应对美国加息对我国货币政策的倒逼效应，有针对性的把握逆回购、SLF、MLF 等流动性工具利率上调的节奏与力度。还要关注政策利率与市场利率的上升，通过收缩流动性和提升债务成本两个途径对我国主要市场的影响，有效安排货币政策操作的步骤，避免美国加息的外部冲击对我国“去杠杆”工作的干扰。

#### （二）稳开放：审慎有序推动资本账户自由兑换，积极防范资本外逃的风险

虽然当前人民币贬值的市场预期有所弱化，资本加速外流的压力也有所缓解，但是仍然

要警惕美国持续加息对我国资本外流的影响，从而避免其对我国主要市场形成冲击。关键是要合理安排资本账户开放推进的重点、节奏和步骤，审慎有序推动资本账户自由兑换，特别是在未来债券通、沪伦通等内外市场跨境双向开放的过程中，要严密论证和审慎推进，可以先考虑单向开放，逐步推向双向开放，避免美国加息周期中，内外市场联通过急带来的资本外逃风险，减少和弱化美国加息对国内市场的冲击。同时，在未来一段时期，应继续加强对人民币跨境收支的管理，对跨境投资交易实施严格审核，对所有境外投资交易持续推行备案制管理，重点监测大额非主业投资、有限合伙企业对外投资、“母小子大”投资以及“快设快出”投资，并着力关注国内企业借道跨国并购加快资金转移和资本外逃的行为，减少其对国内市场的影响。

### **（三）稳预期：着力强化与市场的政策信息沟通，管控市场预期骤转的风险**

应吸取 2015 年政策预期不稳造成股市和汇市大幅波动的教训，切实加强政策与市场之间的沟通，特别是在美国加息的背景下，尤其要通过合理引导预期来稳定市场，减少因政策沟通不畅和信息失真带来的市场风险。首先，政府要通过多种方式向市场表明对维护经济增长保持在合理区间的态度和立场，以提振整个市场的信心。其次，要不断完善政府部门新闻发言人制度，提高政府信息或政策透明度；要回应市场关心的热点问题，增加对市场普遍关注的重要宏观经济信息发布频次，把市场关切融入政府决策之中，有效管控和稳定市场预期，避免市场情绪波动引发的市场风险。

### **（四）促转型：加快实体经济和虚拟经济再平衡，形成消解市场风险的稳定带**

近年来，我国实体经济发展遇到很大困境，而金融业发展过快，有脱离实体经济的趋势，我国市场运行的基本面亟待改善。因此，着力振兴实体经济，促进虚拟经济服务于实体经济发展，实现实体经济和虚拟经济再平衡，是应对美国加息周期和管控国内市场风险最重要的基石。首先，要加快资本“脱虚入实”，一方面调整信贷方向和加强资金管理，避免过多流动性进入房地产和资本市场领域；另一方面，要切实降低房地产市场和债券市场的杠杆率，稳妥化解这些市场的杠杆风险。同时，还要着力振兴实体经济，推进实体经济去产能进程，加快产业结构转型升级。

### **（五）促改革：推进国内市场共同监管体制建设，形成管控市场风险的缓冲器**

经过多年发展，我国市场已经高度关联化，美国加息对我国市场的冲击可能导致局部风险爆发，并传染形成系统性风险。因此，要加快构建市场监管机制，特别是推进国内市场共同监管体制建设。通过完善国内市场“安全网”，避免美国持续加息对国内市场造成负面影响。首先，要进一步完善由宏观审慎分析、宏观审慎政策和宏观审慎工具组成的宏观审慎制

度框架，有效统筹兼顾宏观审慎管理和微观审慎管理，处理好宏观调控和微观监管之间的关系，合理统筹监管力量。同时，要加快共同监管体制的构建，健全跨行业跨市场风险监测预警机制和应急处置机制，市场监管职能部门之间及其与综合经济部门之间应加强协调，要从推进市场改革和稳定市场的全局出发，科学确定宏观政策和改革政策出台的时序，合理选择政策出台的时机；应避免不同职能部门出台政策对市场造成的冲击相互叠加，减少因政策信息混淆带来的市场波动加剧和市场风险增强。

免责声明：

本报告为非成熟稿件，仅供内部讨论。版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所经济发展研究中心、国际经济与战略研究中心所有，未经本中心许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，我们保留法律追责权利。

联系邮箱：shangjianzhuo@163.com