

美元加息敲定，图解历次加息对大类资产市场的影响

2015 年 12 月 17 日

广州期货研究所

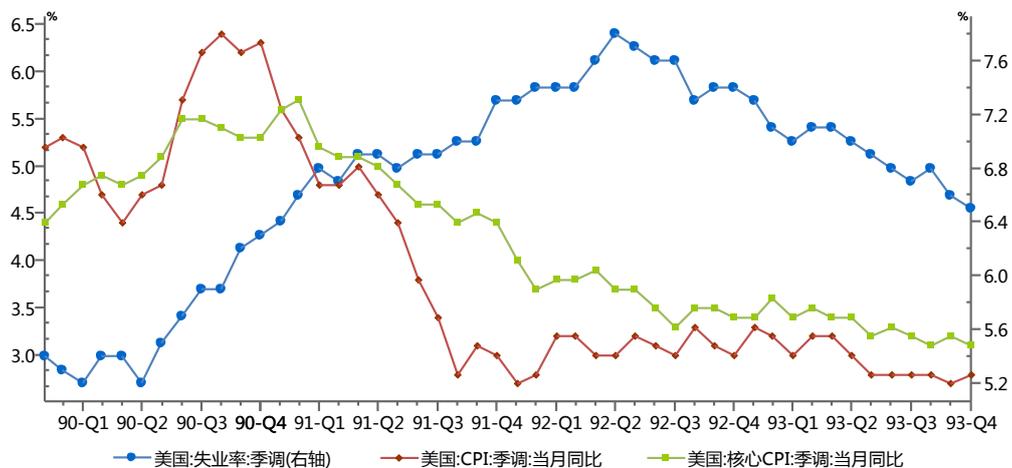
北京时间 12 月 17 日凌晨，一再推迟的加息议程终于降临，如市场预料般的美联储宣布将联邦基金利率提高 25 个基点，自 2006 年 7 月以来的首次加息，目标利率维持在 0.25% 至 0.50% 之间。与以往一样，本次美联储加息时机已经非常成熟，一方面在经济基本面较好的情况下预防未来的通胀风险；另一方面，长期接近零利率水平也迫使美联储考虑基准利率重新走向正常化。尽管本次的加息时间以及力度可能已经提前被市场预期消化掉，但依然会对股票市场、房地产市场以及美元走势等方面带来一定的影响。接下来以史为鉴，结合目前的经济形势讨论本轮加息周期的路径以及影响。

一、美联储近四轮加息比较：经济环境、加息力度

1. 第一轮加息：1994 年 2 月-1995 年 2 月

进入 20 世纪 90 年代以来，美国经济在经过了里根时代大刀阔斧的改革后，重新步入了物价相对平稳、GDP 快速增长阶段。1990 至 1993 年间，CPI 年均增长 3.9%，核心 CPI 年均增长 4.23%；经济方面，即使受到海湾战争的影响，实际 GDP 依然年均增长 2.03%，实际人均 GDP 年均增长 0.75%，人均收入水平年均增长 0.86%；失业率从 1992 年下半年开始持续下降，至加息前期基本降至 6.5%-6.6% 的水平；PMI 指数自 1992 年以来除了个别月份低于 50 外，其他各月份均在荣枯线上方，特别是临近加息前 4 个月，PMI 指数呈现快速上升趋势。

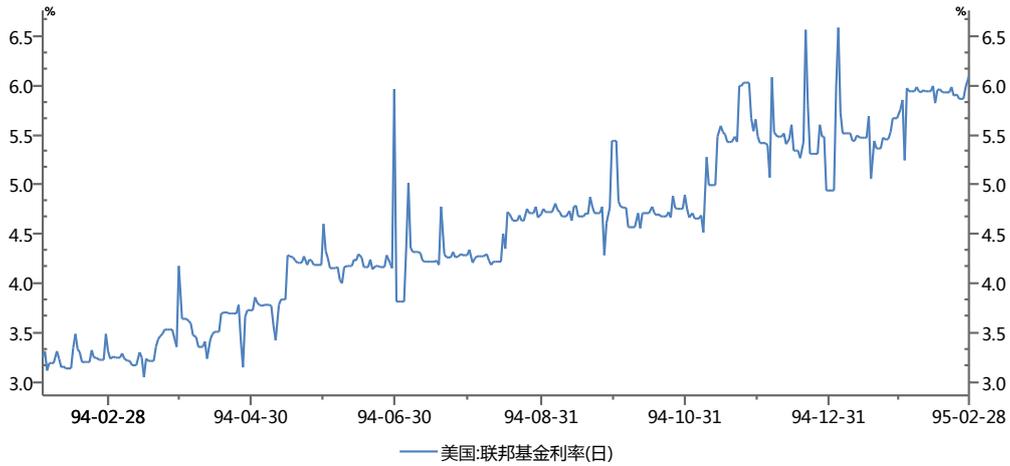
失业率、CPI 当月同比



数据来源:Wind资讯

美联储从 1994 年 2 月开始了为期一年的加息周期，目标利率从加息前的 3% 提升至 6%，至 1995 年 2 月结束，联邦基金利率基本接近 6%。

基准利率 (日)

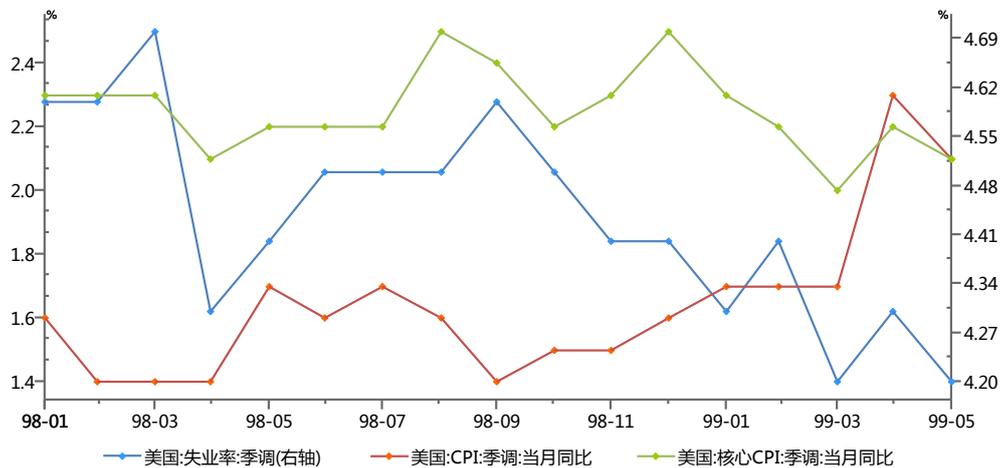


数据来源:Wind资讯

2. 第二轮加息：1999 年 6 月-2000 年 5 月

1997 年爆发的东亚金融危机并没有阻碍美国强劲的增长势头，1997 年至 1999 年上半年各季度折年数后的实际 GDP 同比增长率平均达到 4.52%，实际人均 GDP 增长和人均收入水平分别为 3.25% 以及 3.56%。劳动力市场处于第一次石油危机以来的最佳时期，失业率维持在 4.7% 以下，接近充分就业状态。物价水平方面，进入 1998 年 9 月以来，同比月度 CPI 不断走高，1999 年 4 月后超过了 2%，核心 CPI 在 2.1%-2.5% 的区间波动，尽管物价仍在可控的范围内，但已经具有了一定的通货膨胀压力。

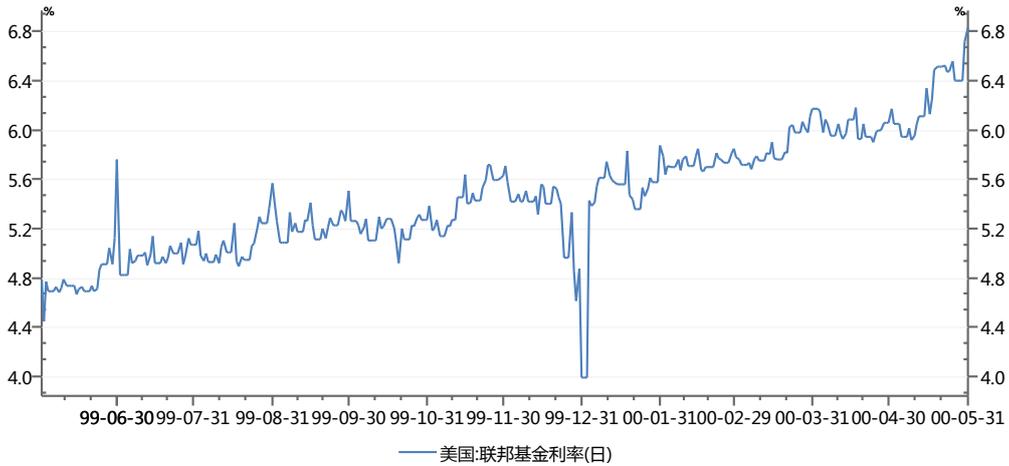
失业率、CPI 当月同比



数据来源:Wind资讯

1999 年 6 月，美联储实施了新一轮的加息周期，目标利率从加息前的 4.75% 增加至 2000 年 5 月的 6.5%，加息力度较上一轮有所减轻，但最终目标利率提高了 0.5%，截至本轮加息最后一个月月底，联邦基金利率最高达到了 6.83%。

基准利率 (日)

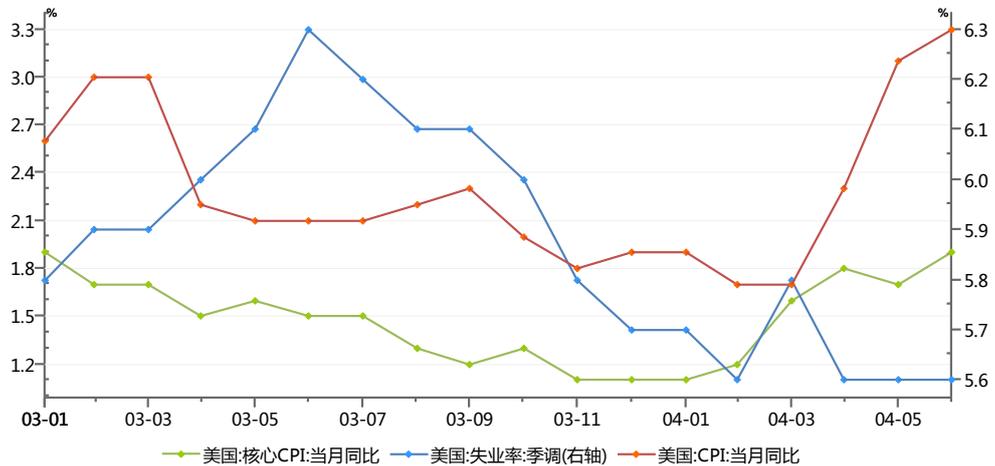


数据来源:Wind资讯

3. 第二轮加息：2004年6月-2006年5月

为了应对互联网泡沫破灭以及 911 事件造成的经济冲击以及通货紧缩风险,美联储实行了低利率政策,2003 年下半年经济重新复苏,2003 年第四季度以及 2004 年上半年折年数后的实际 GDP 同比增长率均超过了 4.2%,2003 年 11 月以后失业率保持在 6%以下,并持续改善。通货膨胀具有了一定的压力,进入 2004 年第二季度,同比月度 CPI 超过了 3%,核心 CPI 也接近 2%水平。与此同时,过低的利率水平在次级贷款、次级债券的助推下,催生了严重的房地产价格泡沫。

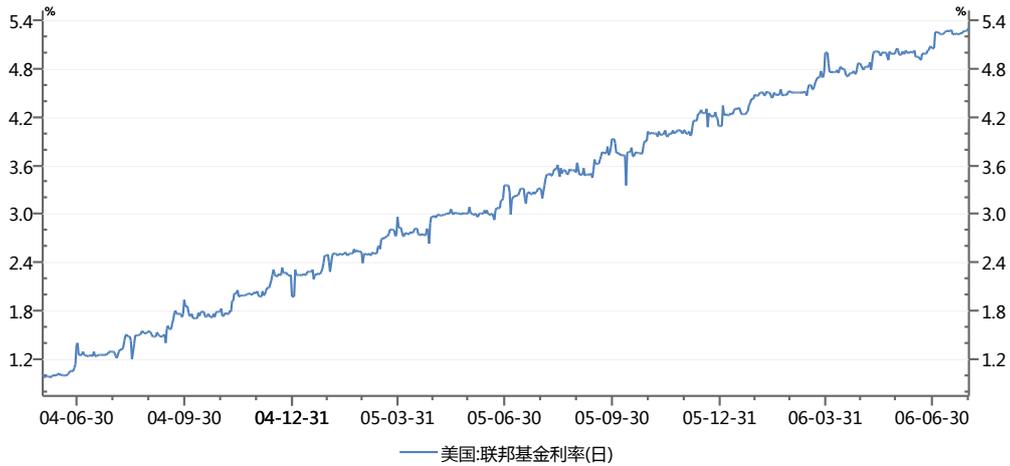
失业率、CPI当月同比



数据来源:Wind资讯

从 2004 年 6 月底开始,美联储再次实施了一轮为期两年的加息周期,最终目标利率提升至 2006 年 6 月底的 5.25%,与以往有所不同的是,本轮加息次数频繁,每间隔一到两个月便加息一次,每次均为 25 个基点。

基准利率 (日)

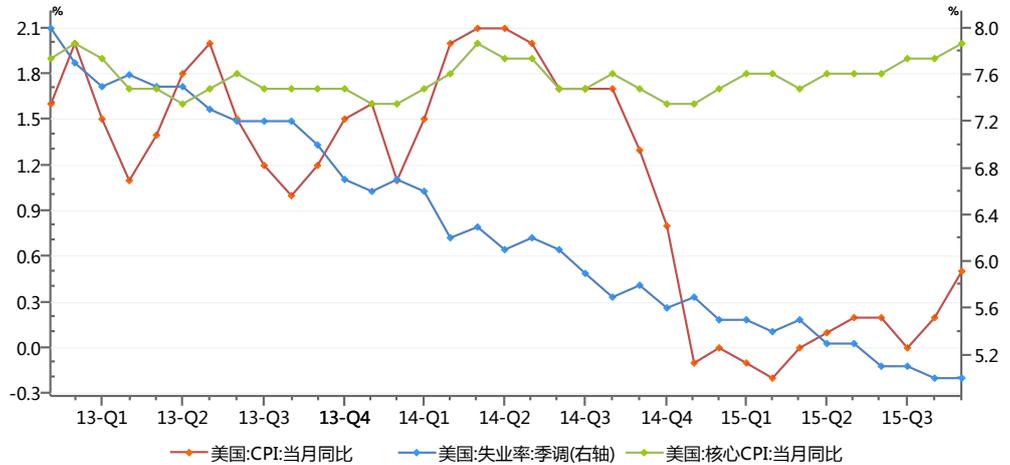


数据来源:Wind资讯

4. 第四轮加息：2015 年 12 月 17 日

2008 年金融危机后，美联储连续多年宽松的货币政策使得 2009 年以后市场接近零利率水平。经济增长水平从 2014 年第二季开始出现较强劲的势头，折年数后的 GDP 增长率超过了 2.5%，失业率持续走低，进入今年 2 月以来，基本保持在 5.5% 以下。CPI 以及核心 CPI 基本处于温和可控的水平，2015 年 1-11 月 CPI 同比上升 0.07%，核心 CPI 同比上升 1.8%。

失业率、CPI 当月同比

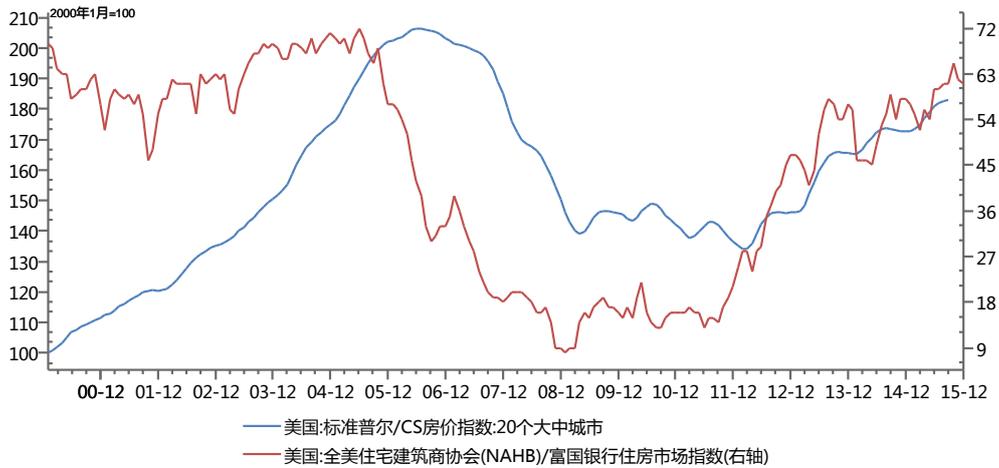


数据来源:Wind资讯

接近零利率水平的宽松货币政策逐步修复了已经破灭了了的房地产市场，经过三年左右的调整后，2012 年房地产市场开始上涨，目前已经大致恢复至 2005 年时的房价水平，过低的利率可能再次造就新一轮的资产价格泡沫。

北京时间 12 月 17 日，美联储宣布联邦基金利率加息 0.25%，是 9 年以来的首次加息。

房地产价格指数



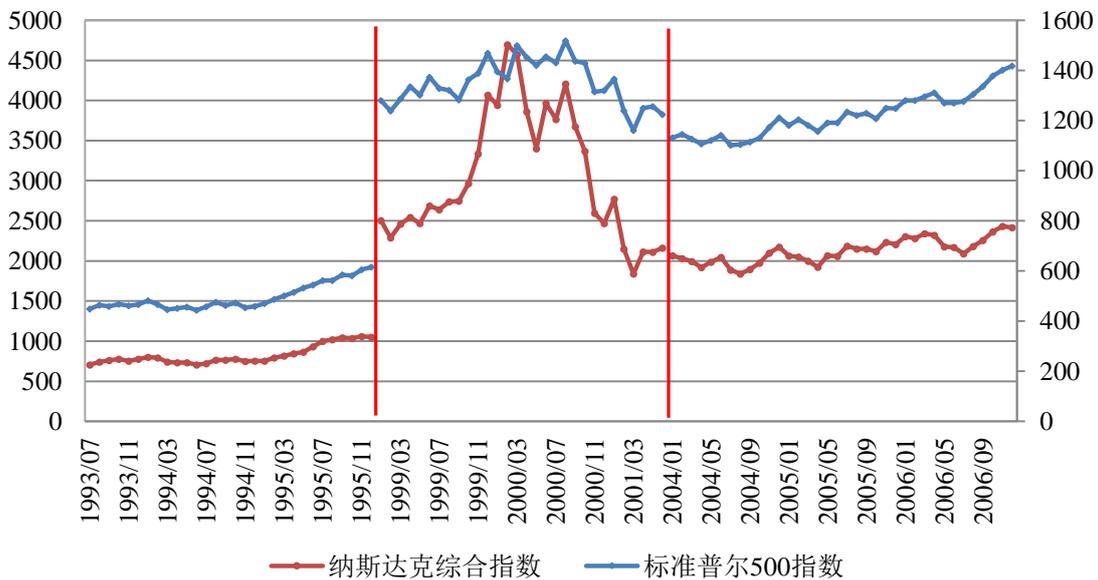
数据来源:Wind资讯

二、前三轮加息周期的经济影响

1. 股票市场

从三轮加息周期来看,首次加息当月或者后一个月,股票市场马上做出反映,不管是纳斯达克综合指数还是标准普尔 500 指数均出现了下跌,但从中长期来看,整体呈现平稳上涨的趋势。不过 1999-2000 年的加息周期进程中,股票市场更多的受到了互联网泡沫的影响。

股票市场



数据来源:根据 Wind 资讯整理、广州期货研究所

2. 美元指数和大宗商品价格

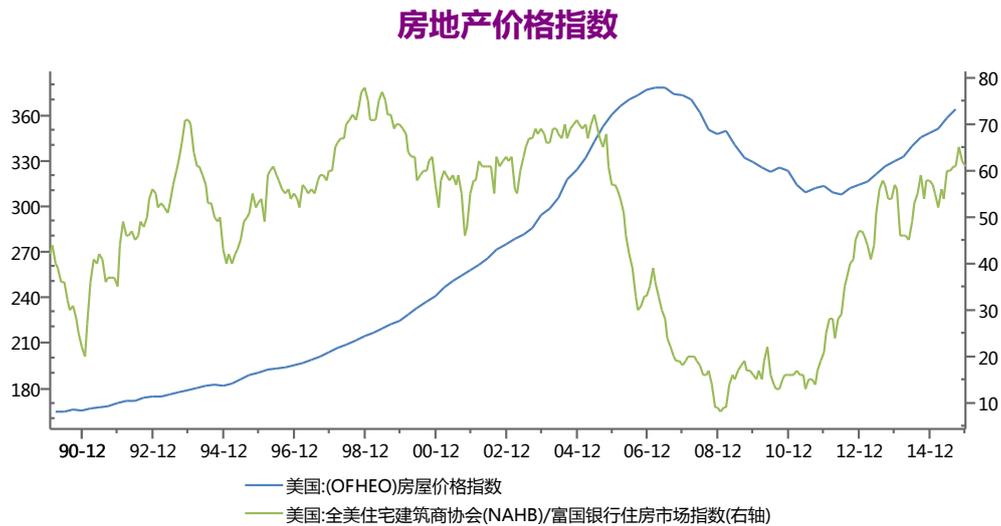
三轮加息周期过程中,首次加息后,美元指数并没有立即表现出理论预期的上升趋势,反而均在加息后的短期几个月内出现了下跌,随后才开始走强,可能的原因是加息影响被市场预期消化殆尽。而大宗商品价格走势基本与美元指数相反,意味着首次加息后的几个月内,大宗商品价格会短期走强,随后才下跌。



数据来源：根据 Wind 资讯整理、广州期货研究所

3. 房地产市场

房地产市场在三轮加息中则表现出很大的差异。前两轮加息周期是对经济过热以及通货膨胀压力的反应，2004-2006 年的加息周期更多的体现出美联储对过高的资产价格尤其是房地产市场的担忧。前两轮加息对房地产价格没有产生太大的影响，2004 年 6 月至 2006 年 6 月的连续 17 次加息，美联储目标利率从 1% 提高至 5.25%，随着利率的不断走高，房地产价格最终作出反应，在与次级贷款、次级债券的相互作用下，房地产泡沫迅速破灭，进而引发了自上世纪 30 年代以来最严重的金融危机。



数据来源:Wind资讯

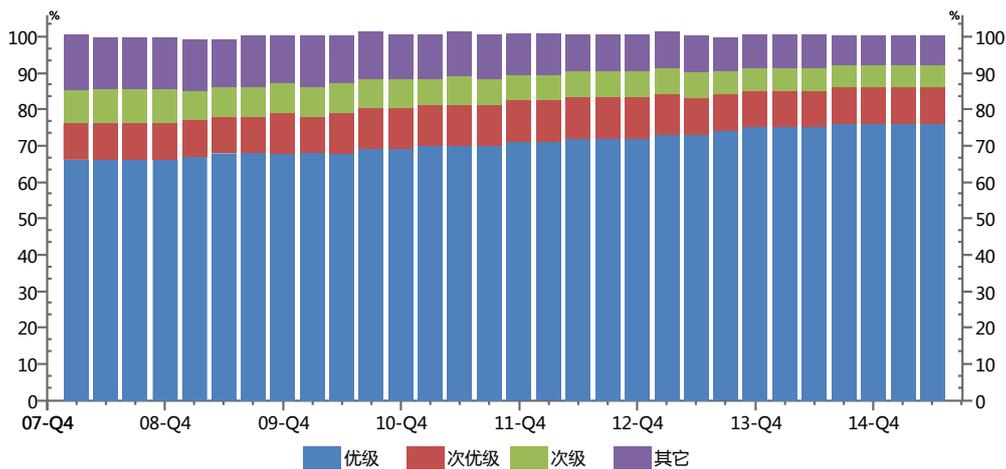
三、本轮加息周期路径以及影响

从基本面来看，本轮加息前美国国内经济形势更接近于 2004-2006 年的加息周期，失业率水平以及趋势相近，物价水平均处于可控范围内，较低的利率水平以及较高的房地产价格，唯一最大的差异是今年下半年以来 PMI 指数一路走低，11 月份甚至跌至 48.6，处于荣枯线

以下。国际经济形势方面，包括中国在内主要的经济体均表现不佳，欧盟区经济增长乏力，失业率超过 10%，不过物价保持相对稳定；中国增长率出现一定程度的下滑；新兴经济体增长势头减弱，而且债务违约风险在不断扩大。因此，结合美国国内外的经济形势来看，本轮加息周期应该是奉行谨慎乐观的原则，不大可能出现频繁的加息，正如美联储主席耶伦所说的那样，未来美联储的加息路径极可能采取渐进加息的方式。

根据上述历史经验来看，本次加息同样已经被提前预期到，不过相信股票市场依然会马上作出反应，极可能在短期内下跌，随后会出现一段中长期的稳步上涨趋势。美元指数也会在三、四个月内呈现下跌趋势，随后是否重新走强视未来的加息力度如何。房地产市场不可能出现类似上一次金融危机式的崩盘，一方面在于美联储吸取教训后在利用利率工具调整资产价格会更加小心谨慎，另一方面从抵押贷款的结构来看，次级债务比例不高，已经恢复至 1999 年前的水平，目前次级抵押贷款占 6% 左右，远低于 2006 年最高峰时的水平。即使加息后，联邦基金利率依然处于很低的水平，目前仍不足以对房地产市场造成逆转，预期房地产价格的上升速度会有所减缓，但仍处于上涨阶段。

抵押贷款组合



数据来源: Wind资讯

本次美联储加息对中国的短期冲击极可能是对人民币汇率的影响。近段时期人民币汇率一再贬值，在美元指数短期走低的预期路径下，反而会一定程度上减缓人民币的贬值压力。股票市场方面，除了极短期的两至三天的即期市场反应外，相信不会对中国的沪深市场带来实质性的影响。另外，目前中央政府对房地产市场采取逐步去库存的方式，除非美国房地产市场再次出现泡沫破灭式的冲击，否则也几乎不会对我国带来造成任何影响。

我们预计 16 年美国加息节奏将会缓慢的，并随时参考最新经济数据，而不会像 2004 年那样连续 17 次上调利率，因为美国经济并没有想象中那么强劲，现在谈泡沫还为时已早；明年美联储共有 8 次利率决议会议，分别是 1 月 28 日、3 月 17 日、4 月 28 日、6 月 16 日、7 月 28 日、9 月 22 日、11 月 3 日和 12 月 15 日，根据泰勒规则，预计美联储在 16 年将加息 4 次，每次 25 个基点，加息时间点可能是交叉式，不过还需观测最新经济数据，届时预计利率在 16 年最高达到 1.5% 左右。

研究所

公司研究所具有一批丰富实战经验的期货产业研究员及专业的优秀分析师，致力于为客户提供中国资本市场**前瞻性、可操作性**的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇**产业链**的研究；我们看重**数量分析法**；我们提倡**独立性**，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒。

我们将积极依托**股东单位—广州证券**在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“**宏观、产业和行情策略分析**”为核心，大力推进市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融研究部。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址：广州市天河区临江大道5号保利中心第21层04-06单元 邮编：510623

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。