

中国宏观策略研究

美联储加息步伐加快，国内金融“拆弹”提速

2017年3月9日

- 下周的美联储公开市场会议已经成为市场的焦点，所有人都在关注在本次会议上美联储是否在去年12月加息之后继续加息。目前就利率市场所反映的三月份加息概率已经接近100%，这是在本轮美联储加息过程中前所未见的，说明市场趋向于接受美联储会在下周会议上加息的可能性。如果“data-dependent”（数据依赖）路径是美联储遵循的原则的话，那下周美联储会议上加息就应该被定义为符合预期，因为我们认为目前所有的数据都指向美联储完全具备再次加息的条件。
- 美国实体经济持续改善，制造业PMI出现明显反弹，消费者信心指数维持在高位（图4）。失业率从去年5月份开始就低于5%，接近自然失业率；换言之，美国就业市场基本上处在充分就业的状态（图1）。在这种情况下，考虑到未来如果特朗普政府基建相关政策落地会继续推动经济基本面改善，从而会进一步导致工资水平加速上行，最后会反映在通胀压力加大。而目前美国季节调整后的核心通胀率在2015年11月开始就维持在2%以上，而今年1月份已经到了2.3%，并在未来有继续上行的趋势（图1）。特别是反映通胀预期的Breakeven Inflation Rate在近期大幅跳升，说明市场通胀预期快速升温（图3）。此外弱于预期的美元指数以及中国PPI指数持续走强导致进口商品价格上涨也将抬升美国的通胀水平。因此把充分就业和物价稳定作为政策目标的央行，美联储在目前的就业和通胀形势下再次加息应该是完全在情理之中的事情。其次，从去年12月美联储加息以来，整体金融市场环境持续并没有受到实质性负面冲击，依然维持宽松和向上的走势，芝加哥金融状况指数在美联储去年加息之后持续反弹，目前已经由负转正（图2）。根据美联储的FRB/US模型，近两个多月金融环境改善的效果大致相当于降息三次（25bps一次，共75bps）。因此我们可以看到美国股市和房地产市场维持向上的势头没有改变（图5）。

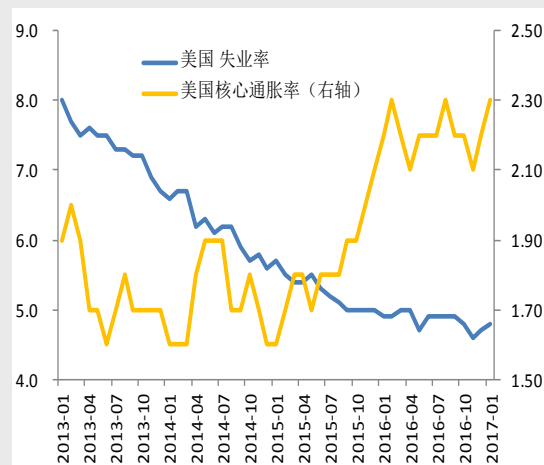
章俊
首席经济学家

联系方式:

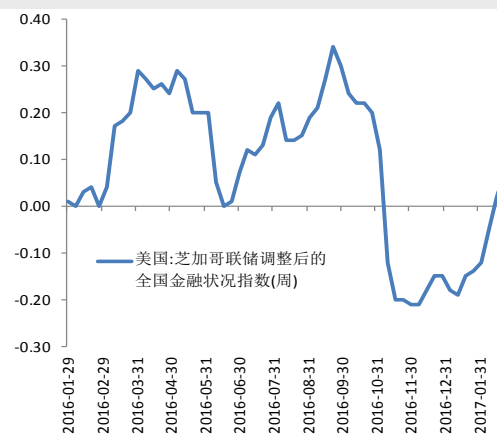
电话: (021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表1: 就业/通胀形势



图表2: 金融条件改善明显



资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

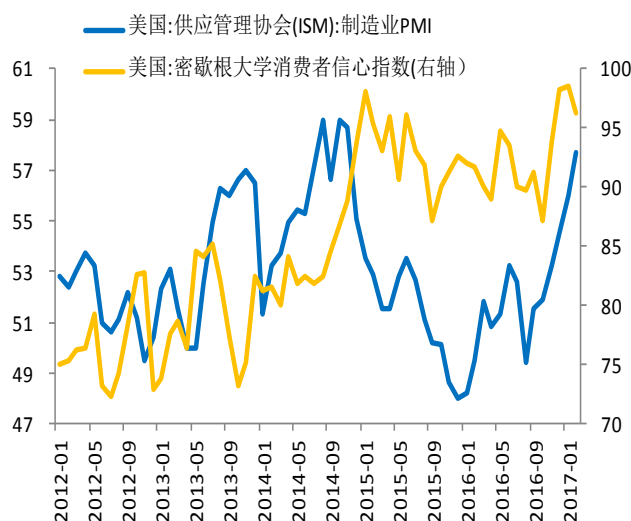
- 因此我们美国宏观经济团队在上周的报告中认为，根据美国通胀上升趋势以及宽松的金融条件支持美联储更早的启动加息，预计在下周的FOMC会议上将提高美联储基准利率25个基点，从0.75%提高到1.00%。并且把今年和明年美联储加息的次数从之前的2次和3次，提升到3次（3月、6月和12月）和4次（3月、6月、9月、12月）。至2017年末加至1.25%到1.50%之间，随后2018加至2.25%至2.50%之间。

- 虽然从数据层面反映美联储加息在即，而市场也似乎认同这样一个结果，但目前从国内资本市场和人民币汇率层面并没有看到上次12月加息之前那样的大幅波动，这在一定程度上说明国内市场应对外部冲击的能力有所提升，这很大程度上归功于经济基本面的改善，监管层对潜在系统性金融风险的关注程度的提高以及相关政策的出台。我们在之前的报告中指出：“今年中国经济的宏观风险主要来自于美联储加息所引致人民币贬值和资本外流的压力，以及国内经济结构失衡以及资产价格泡沫。前者是外因，后者是内因，二者叠加造成了国内潜在系统性金融风险上升。在外因不可控的情况下，调整内因才是防范系统性金融风险的唯一出路”。在美联储进入加息通道之后，全球经济和金融市场都不可避免的会受到巨大冲击，过程中人民币贬值和资本外流压力也会重行上升，短期内具体表现为：人民币兑美元7的关口以及3万亿美元的外汇储备可能会再次接受考验，但我们认为这都不是央行需要关注的重点。参考过去几轮美联储加息过程中遭受重大冲击的经济体，无一不是国内存在金融泡沫并且实体经济结构性失衡问题突出。因此未来央行不应该再纠结于保汇率/保外储，关注的重点是在人民币贬值和资本外流压力价格背景下，如何保持国内系统性金融风险可控，并且避免金融风险向实体经济传导。我们认为今年央行转向中性货币政策立场目的在于在确保经济平稳增长的同时，推进实体经济调结构和金融市场去杠杆。这样本质上可以从内部有效降低美联储加息引致系统性金融风险的概率。加上监管层对房地产市场的政策性调控以及对银行表外业务加大清理力度，金融“拆弹”可以使中国经济更加从容的应对美联储加息周期的到来。

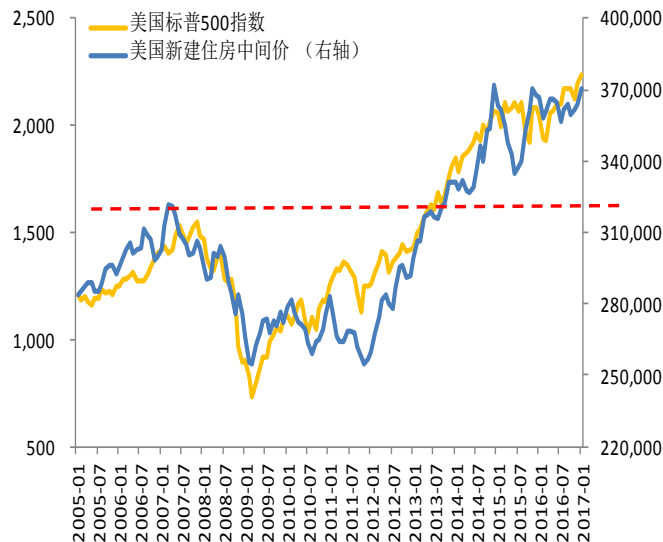
图表 3: 通胀预期升温



图表 4: 实体经济复苏



图表 5: 金融市场持续向上



资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

© 2014 摩根士丹利华鑫证券有限责任公司