

美联储政策转向鸽派么？（原文刊于《FT 中文网》）

章俊：一旦美联储在短暂加息后重启加息，则意味着政策需要再次调整和转向，这对实体经济的负面影响不言而喻。

在最近美股宽幅波动的背景下，美联储主席鲍威尔在美国经济学会(AEA)年会，参与前主席伯南克、前主席耶伦“美联储主席：共同采访”环节中表示，“美联储将密切观察美国经济走向和金融市场形势变化，对收紧货币政策保持耐心”，以及“美联储做好准备在必要情况下调整货币政策，包括调整缩减资产负债表的进程，以实现其物价稳定和充分就业的双重目标”。这与此前美联储鹰派的立场有很大的反差，市场理解美联储未来在政策选择上会更加灵活并趋向于鸽派。因此市场最近对美联储年内加息预期急剧降温，从联邦基金利率期货走势来看，有相当部分的投资者预期美联储在 2019 年将不会加息而且甚至有降息的可能。

2018 年 3 轮 QE 叠加减税效应继续推动美国经济复苏，而中国经济由于供给侧改革带来的紧缩效应而下行压力加大，美联储的持续加息带来的人民币汇率层面的压力导致国内政策空间受到明显制约。但从 4 季度以来美国经济复苏动能减弱在某种程度上令中美经济周期不同步导致政策难以同步的问题有所缓解，如果美联储真的就此开始转向鸽派，则国内政策空间（特别是货币政策）将会显著拓宽。

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

这也就是为何在年初降准之后，除了预计央行未来会继续降准之外，部分分析师已经开始预测央行会在何时降息，并认为伴随着政策放松，A股市场会持续反弹。

我们对美联储政策立场转向鸽派也有预期。鉴于美国中期选举中共和党丢掉了众议院的控制权，这导致今年特朗普政府的财政刺激政策不可持续。换言之，所谓特朗普之前预计将在未来两年持续推出的减税 2.0 和万亿规模的基建投资都将难产。我们认为伴随着前期减税效应的减弱，对 GDP 增长的贡献从 18 年的 0.8 个百分点下降至明年的 0.2 个百分点，美国经济增速会从去年的 3.1% (环比折年率) 大幅下降至今年的 1.7%。鉴于今年 3 季度经济增长会跌至潜在增速水平之下，因此预计今年上半年在加息两次之后当联邦基金利率达到 2.875% 的时候，美联储会认为利率已经接近中性并停止加息。

但与市场大部分投资者和分析师认为美联储本轮加息周期将在年内结束的判断有很大不同的是，我们美国经济学家 Ellen Zenter 认为美联储在今年上半年加息两次之后停止加息只是本轮加息周期的“暂停”而非“终结”，因为暂停加息会推动美国国内收紧的金融条件重新改善，推动美国经济在 2020 年重新回到潜在增长水平以上。而失业率会继续下行至 3.2%，远高于根据产出缺口测算的 4.6% 左右的自然失业率，而持续走低的失业率低会继续把明两年的通胀水平推升至 2.5%，因此美联储有可能在今年年中暂停加息之后在 2020 年重新启动加息。

虽然目前来看，明年重启加息的预测有点 non-consensus，但我们依然不能完全排除这种可能，因为我们从美国联邦基金目标利率的走势中观察 80 年代至今美联储的调息周期，不难发现历史上存在暂停加息后再度加息的情况。比如：美

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

联储从 90 年代中期开始加息，但在发现消费和就业增速开始明显放缓之后在 1997 年 5 月果断暂停加息，并由于亚洲金融危机的影响在 1998 年 4 季度降息 75 个基点，但之后美国经济持续向好导致美联储在 1999 年 6 月重启加息。

除了经济基本面的原因，我们认为美联储有可能重启加息的动机是为应对未来美国经济衰退准备更多的弹药。经过 3 年多的持续加息，联邦基金利率中值依然低于 2.5%，远低于历史均值。与此同时，美联储资产负债表再经历了 1 年多的缩表之后依然在 4 万亿美元的高位。这些都意味着未来如果一旦美国经济陷入衰退，美联储无论是在传统的利率工具还是非传统的量化宽松工具层面的政策空间都极为有限。因此如果在年中暂停加息之后，美国经济在下半年能企稳，则在 2020 年重启加息并非不可能。

去年上半年对全球经济复苏和中美贸易争端的判断与实际存在一定的偏差，因此 7 月份政治局会议对下半年的政策立场做出了一定的修正。但由于政策传导机制不畅，之后国内经济下行压力没有因为政策立场重回稳增长而明显减轻。考虑到今年全球经济环境不确定性上升以及国内政策传导机制不畅，前瞻性在宏观政策制定方面显得尤为重要。政策制定过程中需要对未来经济走势有充分的预判，从而赋予政策调整更多的前瞻性，而过程中如何拿捏政策调整的力度防止政策超调是对政策定力的考验。政策定力可以带来政策的连续性和稳定性，而政策的连续性和稳定性通过政策的可预见性来影响企业和投资者的行为，从而来提升政策的有效性。

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

去年中央经济工作会议中对货币政策的定义从之前的“稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长”修正为“稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制”，从“保持中性”到“松紧适度”，从“管住货币供给总闸门”到“保持流动性合理充裕”的变化，充分说明了中央在货币政策层面会更多地从“稳增长”角度出发来考虑问题，这令市场对今年的货币政策宽松有较高的期望。但我们认为如果年内货币政策过于宽松，一旦美联储在短暂加息之后重启加息，则意味着政策需要再次调整和转向。而去年的经验告诉我们，宏观政策的大幅转向对实体经济的负面影响不言而喻。因此就货币政策本身而言，我们认为政策力度不宜过度宽松，而政策的重心还是应该聚焦打通货币政策传导机制来把流动性引入实体经济。

本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

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与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。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。