

相机抉择仍是货币政策重要取向（原文刊于《中国证券报》）

美联储 3 月份会议纪要中的点阵图显示，大部分委员支持美联储年内维持联邦基金利率不变，这令市场对美联储政策立场转向鸽派的预期大幅升温，甚至有观察人士认为美联储在年内有降息的可能。鉴于美联储政策立场和取向在很大程度上会影响全球资本流动，去年央行货币政策在转向支持稳增长过程中在一定程度上受制于美联储持续加息带来的人民币贬值压力。而最近美联储释放的鸽派信号在客观上拓宽了央行货币政策操作空间，加上今年总理政府工作报告中对货币政策立场维持“稳健”的，但去掉了“保持中性”的字眼，因此部分国内投资者对年内央行在货币政策层面进一步宽松有较高的预期。但我们认为，从全球和国内两个角度，以及政策面和基本面两个维度来看，国内货币政策进一步宽松的概率和必要性都不强。

我们认为市场对美联储的鸽派转向存在过度解读的倾向，但我们认为目前就判断美联储在年内加息的概率为零还为时过早：从美国联邦基金目标利率的走势中观察 80 年代至今美联储的加息周期，不难发现历史上存在暂停加息后再度加息的情况。因此国内在货币政策层面应该继续维持稳健的立场，保持政策的前瞻性来相机抉择。我们认为下半年美联储依然存在立场转换的风险，如果在短暂暂停之后重回加息路径，则意味着国内政策需要再次调整和转向，这可能会对实体经

济造成负面影响。

- **首先从经济层面看：**近期美国经济有所放缓，但基本面整体保持平稳。政府关门对市场就业情况带来轻微扰动，就业略有放缓，但失业率仍维持在较低水平，薪资水平持续上涨；消费虽然近期略有走弱但不存在失速下滑的可能，消费的转弱激起了投资者对需求端的担忧，但单月数据不宜过度解读，稳中向上的新增就业和不弱的劳动力工资水平意味着居民消费仍然具备一定的发展的空间。通胀整体表现温和，核心通胀仍然接近 2%，基于调查的长期通胀预期指标几乎未变，但鉴于工资增长和劳动力市场均表现持续强劲，通胀压力有一定概率扩大。在政府免于再度关门和中美贸易谈判取得较大进展的背景下，美国金融市场继续反弹，为货币政策带来了更为充足的操作空间。因此虽然美国经济增长在 1 季度会跌至 1% 以下，但 2 季度开始会重新反弹至 2% 以上。如果经济连续两个月运行在 2% 以上，且通胀水平没有明显下滑趋势，这会给美联储提供再次加息的理由，而重启加息的时间点则是在 4 季度-12 月。
- **其次从政策层面来看：**我们从美国联邦基金目标利率的走势中观察 80 年代至今美联储的加息周期，不难发现历史上存在暂停加息后再度加息的情况。除了经济基本面的原因，我们认为美联储在经济基本面允许的情况下会尽量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 3.9 万亿美元的高位。这

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。

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。同时考虑到美联储的政策工具除了利率和资产负债表操作之外，还有预期管理作为重要补充。如果通过会议纪要等沟通方式能有效管理市场预期来达到政策目的的话，那政策层面就无需做出太大的变动。就目前而言，如果美联储的鸽派表述能缓和投资者的情绪进而对影响资本市场和实体经济形成正面影响，则美联储无需大幅修改目前的加息路径，在条件允许的情况下可以继续加息。

- **再次从时间点上来看**：根据 GDP 数据来调整加息路径，如果年内重启加息，时间点应该是在 12 月份。但如果 2 季度 GDP 增速如期回升至 2% 以上之后，除了就业和通胀指标之外，3 季度中各项月度领先指标，诸如 ISM 制造业 PMI 指数，密歇根消费者信心指数，以及芝加哥联储金融市场条件指数等都指向美国经济继续复苏，则美联储甚至会早于 12 月重启加息。另外一个我们认为今年下半年存在加息可能的理由是：明年下半年美国将进入大选周期，届时美国经济的强弱直接会对选举结果造成较大影响，因此今年下半年加息一方面可以进一步提升政策储备厚度，未来潜在降息提供空间，另一方面可以为明年下半年的美国经济增长提供一个低基数效应。因此即便如美联储点阵图显示，明年美联储有 1 次加息的可能，而加息的时间点也大概率是在上半年。

去年下半年以来，伴随着国内经济下行压力加大，宏观政策重心开始转向稳增长。

货币政策层面，4 次降准累计释放了超过 2 万亿流动性，在一定程度上扭转了

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。

2018年上半年由于金融去杠杆趋严造成市场整体流动性偏紧和企业融资状况较难的情况。部分市场分析人士认为，目前国内央行可以借美联储政策转“鸽”之际，加大货币政策宽松的力度。我们认为从国内政策和基本面角度来看，未来进一步放松货币政策的必要性不强。

- **首先从政策有效性来看：**去年央行连续降准主要是希望解决实体经济，特别是民企的“融资难，融资贵”问题。在经历了4次降准之后，虽然银行间市场利率和金融机构加权平均贷款利率明显下行，但金融机构信贷增长更多体现为短期贷款和票据融资的大幅增长，但与实体经济相关的中长期贷款占比依然没有明显起色，特别是民营和小微企业“融资难、融资贵”的困局依然没有明显改善。因此在“稳健”立场不变，总理政府工作报告中提及的“灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道”应该是央行和相关部门在今年的主要工作。去年底以来，央行推出了“定向中期借贷便利”来鼓励金融机构向民营和小微企业放贷，以及推动商业银行发行永续债来改善资本对银行投放信贷的实质性约束的相关举措，都是在向这个方向努力。因此，我们认为即便年内央行再次实施降准，也更多是“置换”性质，目的是为金融机构提供更为廉价的中长期资金来鼓励向实体经济放贷。在此基础上，应该进一步提高部分监管指标容忍度，建立对银行的激励机制，通过市场化的办法调动金融机构支持小微企业、民营企业的积极性。同时在制度层面，进一步推进利率市场化改革，推动利率逐步“两轨合一轨”，从利率层面来疏通货币政策传导机制。

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。

- **其次从政策重心切换来看：**货币政策作为总量调节工具很大程度上存在一刀切的问题，而且很大程度上只能从供给端来支持稳增长，因此在经济下行周期难免会出现传导机制不畅和有效性不高的问题。而财政政策一方面可以从需求端发力，而且另一方面具有一定结构性调节的优势，因此在很大程度上可以起到配合和放大货币政策效应的作用。例如，美国在 QE 政策效应逐步衰减的背景下启动大规模减税在很大程度上支撑了美国经济复苏的延续。很明显，今年中央在宏观政策调控的发力点也转向更积极地财政政策，虽然预算内赤字率仅提升了 0.2 个百分点至 2.8%，但无论是地方政府专项债发行规模还是减税降费政策力度都大幅超越预期。从政策重心切换角度，今年货币政策在自身层面努力疏通政策传导机制的同时，更多是配合积极财政政策的实施和推进。无论是货币政策还是财政政策的单兵突进都会引致各种问题，要提升整体宏观政策有效性必须通过加强货币和财政政策的协调。
- **再次从经济基本面来看：**从最近公布的 1-2 月份经济数据看，虽然经济整体下行趋势没有明显改善，但已经出现一些积极信号。例如制造业 PMI 新订单指数在 2 月出现明显反弹，带动经济增长动能指标“新订单-生产”连续二个月扩大，这说明需求端已出现边际改善。基建投资增速出现明显回升带动固定资产投资增速企稳，而挖掘机销量反弹说明未来基建投资增速会持续回升。年初以来，中美贸易磋商持续传递出的积极信号极大地扭转了投资者的悲观情绪，带动 A 股在春节长假之后出现了超预期的反弹。如果说去年国内经济增长层面出现的困难在一定程度上是源自于中美贸易摩擦带来的

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。

悲观情绪通过金融体系向实体经济的投资和消费层面的传导，那今年这种悲观情绪的扭转在很大程度上也会带来投资和消费的改善。 所以我们认为就年内稳增长政策取向而言，需要考虑到这种情绪对资本市场和实体经济的影响和传导效应，从而在政策宽松的力度方面有所把控，避免出现政策超调。

- **最后再从去杠杆政策角度来说：**今年政府报告中提出要“稳步推进结构性去杠杆”与去年的“积极稳妥去杠杆”的最大区别是增加了“结构性”的表述，这可以理解为整体宏观杠杆率要继续保持大致平稳，而分部门来看需要有升有降，具体而言：积极财政政策推动政府部门适当加杠杆；民企和国企杠杆率此消彼长推动企业部门稳杠杆；而居民部门在坚持房地产调控政策不变得情况下适当去杠杆。要实现企业部门稳杠杆和居民部门去杠杆就需要把住货币政策的闸门，否则就很难实现整体宏观杠杆率的稳定。

总体而言，从内外部政策环境和经济基本面来看，年内都不存在继续大幅放松货币政策的必要性，在着力打通货币政策传导机制的基础上，货币政策的取向更多是相继抉择。

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。