

## 中美货币政策脱钩在即（以《我国央行降息概率不大》为题刊于中国证券报）

**主要观点：目前美联储释放鸽派信号进行预期管理，短期内降息必要性不高；即便降息也更多是类似 1995 年的预防性降息，并不意味着美国进入连续的降息周期。目前国内政策的重心在于提高宏观政策的有效性，无需降息来提升政策刺激的力度。因此未来中美在货币政策层面可能会呈现出脱钩趋势。**

去年以来，全球范围内，无论是发达经济和新兴市场经济体都部分国家开始降息，但市场注意力的焦点依然是在美联储。月初美联储主席鲍威尔周二在在芝加哥召开为期两天、主题为“货币政策策略、工具及沟通实践”的会议中表示，美联储“将采取适当行动”以维持经济扩张，将密切监控贸易动向的影响。美国经济数据走弱和美股连续下跌的背景下，市场普遍理解为美联储开始释放降息信号。而上周末公布的非农数据不及预期，令市场对美联储降息的预期明显升温，认为美联储在 9 月份降息的概率高达 90%，甚至提前至 6 月份降息的概率也有 20%。

目前市场认为美联储需要降息的逻辑主要是经济数据不及预期，且美股有较大下行风险。鉴于目前全球范围内各国经济增长都在在持续放缓，过程中经济数据走弱和风险资产价格大幅波动是情理之中，美国也不例外。考虑到美国经济在 1 季度的强劲表现，2 季度内 1-2 个月数据走弱并不能解读为经济已经出现实质性衰退信号。而且数据本身也存在很多互相不一致的地方，例如虽然近期制造业

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。

PMI 指数持续下滑，但居民实际消费支出近几个月连续增长，且密歇根大学消费者信心指数重回 100，谘商会消费者信心指数为 134.2（近半年来的新高），反映居民消费情况较为稳定；虽然 5 月劳动力市场表现不及市场预期，但失业率与上个月持平，而且 PMI 就业指数从 4 月的 52.4 上涨至 53.7，反映企业对劳动力雇佣情况依然相对乐观。在此背景下，如果美联储过早降息，可能反而会被市场解读为美国经济已经在濒临衰退的边缘。在短期刺激效应减退之后，如果没有进一步的政策跟进，市场情绪反而更加悲观。

此外，根据我们的观察，美国工商业贷款标准变化指数平稳，反映金融机构的信贷门槛也没有明显提升。这说明从金融机构放贷意愿依然较为积极，意味着从金融机构角度观察到实体经济依然较为健康。同时，芝加哥联储金融状况指数显示目前美国金融市场整体依然平稳，没有明显紧缩的迹象。我们认为这与美联储持续调低超额准备金利率来推动超额准备金流入市场补充流动性有很大的关系。美联储资产负债表上的超额准备金已经从 2014 年下半年 2.8 万亿的高点下降至目前 1.6 万亿美元的水平，1.2 万亿美元的新增流动性成为美国经济和股市在过去几年中持续上行的重要推手。而目前依然高达 1.6 万亿美金的超额准备金依然是美联储手中应对危机的重要工具，不排除会在保持联邦基金利率不变的情况下，持续下调超额准备金利率来释放流动性。

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。在目前美国金融市场和实体经济数据还没有完全指向危机或者衰退已经迫在眉睫的时候，我们认为目前美联储释放的所谓鸽派信号更多是一种预期管理。

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。

如果美联储的鸽派表述(降息暗示)能在一定程度上缓和投资者由于贸易争端升级而产生的悲观情绪,则美联储无需急于真正把降息付诸行动。此外,我们认为中美在平等磋商的前提下在3季度内达成框架性协议的概率依然较大,届时会在很大程度上提振市场情绪。如果投资和消费的预期也因此而改善的话,会在很大程度上降低年内启动降息的必要性。

即便未来几个月内美联储发现美国经济本身放缓和贸易摩擦对美国经济的拖累程度超预期,因而被迫启动降息应对,我们认为这未必意味着美联储已经进入降息周期。首先,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。这意味着连续降息很容易会让联邦基金利率在短期内重新归零,从而在未来美国经济出现实质性衰退风险时丧失利率调整空间。因此,我们认为美联储目前可能在考虑包括降息在内的各种政策应对,但连续降息肯定还不是当下的选项。其次,从美联储降息历史上看,除了构成降息周期的连续降息之外,还有所谓的“一次性”预防性降息”。这种降息是在经济基本面没有出现实质性恶化的情况下,通过一两次降息来降低短期内由于不确定因素带来的经济失速的风险,如果经济恢复活力,则美联储会停止降息,甚至再次加息,例如1995年的降息就是类似情况。因此,如果预期管理不能有效对冲市场和经济下滑风险,我们认为美联储大概率会实施1-2次预防性降息,在通过观察数据来评估降息效果之后,再决定下一步政策的方向和力度。

如果美联储在未来6个月降息,投资者对国内央行降息的预期会明显上升,是否跟进美联储降息将成为市场讨论的一个焦点。部分投资者认为央行在年内可能会

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。

启动降息的主要原因是：全球经济下行和中美贸易摩擦拖累中国出口，同时国内周期性经济下行压力上升；在此背景下，如果美联储率先降息，那国内央行在人民币汇率层面压力会明显下降，从而为进一步放松货币政策打开空间。换言之，在继续降准的基础上，降息将成为央行下一步的选择。

但我们认为，即便美联储年内降息，但国内央行跟进的概率不大。首先，目前国内经济下行压力上升并不是因为宏观政策力度不够，问题更多是出在宏观政策有效性。在去年以来央行连续降准的基础上，为了配合积极力度空前的财政政策的实施，货币政策持续发力。今年前 5 个月新增社会融资总额和人民币信贷比同期多增了 2.3 万亿和 8100 多亿，在解决中小企业“融资难、融资贵”以及“基建补短板”的政策大背景下，政府预期新增流动性会更多流向中小企业和基建投资项目。但令人失望的是，制造业投资累计同比增速从去年底的 9.5% 跌至 5 月份的 2.7%。同期基建投资（不含电力）仅从 3.8% 反弹 0.2 个百分点至 4.0%。究其原因，今年前 5 个月新增企业中长期贷款比去年同期下降了 2152 亿，新增贷款部分更多体现为短期贷款和票据融资，这反映了货币政策传导机制依然存在较大问题。

鉴于国内经济基本面和政策面与美国不完全同步，因此在宏观政策层面，特别是货币政策层面有必要脱钩来提升政策的独立性。今明两年，美国经济衰退风险持续加大，美联储降息概率也在上升。如果贸然跟进美联储降息，可能非但对提振实体经济的效果不大，反而可能会在通胀上升背景下推升资产价格泡沫。我们认为目前宏观政策整体松紧适度，没有必要提升刺激和宽松的力度。政策的着力点

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。

还是应该落实在提高宏观政策的有效性,在货币政策层面具体而言是打通货币政策传导机制,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。