

## 注重独立性和灵活性 我国结构性货币政策有望加力（原文刊于《中国证券报》）

虽然 7 月议息会议美联储如期降息，并提前结束缩表，但市场反应却令人大跌眼镜，美股大跌，美元指数创出新高。从过程和结果来看，笔者认为这是一次“得不偿失”的降息，不但浪费了宝贵的降息空间，而且在一定程度上对美联储政策的公信力造成一定负面影响。对于我国央行而言，美国政策的不确定性将使我国货币政策在制定上更为谨慎，我国央行大概率将更注重政策独立性和灵活性，结构性货币政策操作可能成为主要发力点。

### 美联储尚未进入降息通道

当前美国的通胀与利率走势，是支撑美联储在当前时点降息的重要原因，但若从基本面情况来看，无论是二季度不弱的 GDP 增速、处在荣枯线上方的 PMI 表现，还是强劲的劳动力市场，抑或是稳定的金融条件指数，均显示美联储并没有在当前时点彻底打开降息周期的必要。

美国二季度 GDP 虽然较一季度 GDP 而言有所回落，但仍超出市场此前预期。

从趋势上看，美国 GDP 自 2016 年以来的低位持续回升至 2019 年一季度，二季度 GDP 的回落不能证明美国实际经济增长已进入趋势下行周期。

美国当前的消费格局较为稳定，二季度实际消费支出较一季度出现明显回升，居民薪资水平持续增长与可支配收入的稳定增加均暗示美国消费尚有潜在增长动能。美国当前的制造业 PMI 尚处在荣枯线上方，服务业 PMI 也位于 55 的景气度之上，与此前降息周期打开时 PMI 跌破荣枯线相比，此次美国经济运行尚未到达大幅衰退的阶段。

当前劳动力市场仍然稳健，非农就业和薪资水平虽然有所波动，但并未出现大幅下行的情况，与 PMI 的景气度相印证，反映企业在劳动力雇佣层面仍较为乐观。从市场表现来看，芝加哥联储金融状况指数和贷款经理指数保持平稳，反映美国金融市场和信贷水平都处在较为稳定的环境中，实体经济运行较为平稳，暂未出现流动性与贷款大幅收缩的局面。

从本次美联储的政策声明来看，美联储认为当前经济形势表现较好，符合其长期目标，本次降息主要是为了对冲全球增长放缓以及贸易争端所带来的不确定性，如企业资本支出降低、制造业信心不足等。因此，笔者倾向于认为，短期美国基本面韧性十足，尚不支持美联储进入降息通道，此次美联储的降息更类似于 1995 年的“预防式降息”。

## **美联储货币政策倾向相机抉择**

美联储在此次会议上新提出了“风险管理”一词，并在措辞中出现新的关键词“contemplating”，表明美联储未来在货币政策上将比之前更为审慎，也会在数据之外考虑更多的外部因素。由于当前经济基本面仍有隐患，经济增长主要是

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。

由强劲的消费支出和政府支出所驱动，因此只要全球经济增长的不确定性和疲软持续存在，且明年美国将面临换届选举，不排除其年内再次进行降息的可能，后期美联储可能释放出更为鸽派的信号。但考虑到一味运用宽松政策进行短期救市将会使潜在的资产泡沫不断累积，且货币政策的运用具有递减效应，因此无论是此次降息带来的短时刺激，还是进入降息周期带来的整体提振，其效用均会比较有限。

首先，根据前文所述，当前美国经济并未失速至需要开启降息通道来提振经济的阶段。一旦金融市场发生重大危机，美联储就会以下调联邦基金利率等货币宽松的方式来救市，从而导致投资者风险偏好不断上升，这可能会使高估值的美股衍生出更大的资产泡沫，不断加剧金融市场潜在的下行风险。

其次，短期内执行宽松政策的作用更多是防止金融状况收紧，避免出现对经济增长产生非线性影响。而市场已对本次美联储降息形成一致预期，货币政策递减效应使得本次降息的实际效果大打折扣，此时以牺牲美联储独立性为代价进行政策刺激，也不过是美联储与白宫在总统大选前期博弈的结果，无法对市场形成有效提振。因此，美联储此次降息所带来的短期刺激效用有限，宽松政策本身不足以推动经济强劲复苏，恢复企业信心和经济增长的关键在于解决当前的贸易紧张局势。

从长周期的角度来看，此次全球经济增长放缓的背景和 2008 年突然到来的金融危机有所不同，此次经济下行压力更多的是来自于经济结构性问题，货币政策的

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。

宽松在对冲短期经济压力有着较好的效果，但难以从源头上解决经济运行中的根本矛盾，因此，即便美联储年内彻底打开降息周期也无法在中长期内对经济带来太大的提振。

第一，此前美联储一直不断强调要在下次经济衰退之前使利率恢复到中性水平，但现在的利率水平相对美国目前的经济表现而言仍然偏低，如果美联储彻底打开降息周期，后期若经济进入全面衰退，则将面临操作空间不足的尴尬局面，轻易开启降息周期进行连续降息未必是当下美联储货币政策的最优选择。

第二，此次全球宽松周期的背景较为复杂，部分地区如欧洲并未完全退出货币宽松周期，而另一些国家则在短暂的脱离货币宽松周期后再度进入新一轮的宽松周期，全球主要经济体的利率水平（美国除外）仍然接近历史低点和有效下限，而央行资产负债表的规模接近历史高位，考虑到政策有效性随时间的推移而递减，本轮货币宽松的范围和程度将因此降低。

此外，经济现在处于扩张的后期阶段，货币宽松周期所带来的债务压力不可避免，但前期部分地区尚未完全退出货币宽松，且债务杠杆仍处高位。笔者认为，当前美联储更倾向于相机抉择，从多方面考量降息效果以及降息周期的开启时间，并不会简单的在政治压力和外部风险下轻易迈进长周期降息通道。

## **我国央行不会贸然降息**

日前我国央行在谈及美国利率调整时，再次强调我国货币政策要“以我为主”，

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。

去年美国加息 ,中国没有跟随 ,现在美国降息 ,中国也要看自己的实际情况而定。这表明我国央行在内外部不确定性加大的情况下 ,更加强调政策的稳定性、连续性和前瞻性 ,不会贸然降息以打乱逆周期调节的节奏。

首先 ,美联储是否已经彻底进入降息周期尚难下定论 ,其经济基本面并未出现大幅度衰退 ,若只是预防式降息 ,我国央行在考虑自身政策独立性和连续性的情况下 ,跟随降息的必要大大降低。

其次 ,在保持我国货币政策独立性和连续性之外 ,也要考虑到政策的灵活性与前瞻性 ,在当前内外部不确定性加大的情况下 ,必须要从我国经济发展的自身情况出发 ,以提振国内经济内生增长动能为主 ,审慎考虑货币政策的价格与数量调控时机。笔者认为 ,此次我国央行跟随美联储降息的概率不高 ,我国央行在政策制定方面将继续在保持高度前瞻性的同时兼顾及时调整的灵活性 ,使国内流动性始终保持在合理充裕的水平 ,助力逆周期调节和稳增长的平稳运行。

美国政策的不确定性将使我国货币政策在制定上更为谨慎 ,美联储的相机抉择将使我国央行更加倾向 “以我为主” 。因此 ,笔者认为无论美联储年内是否进入降息周期 ,我国央行大概率将更加注重政策独立性和灵活性 ,结构性货币政策操作可能成为主要发力点 :

其一 ,在货币政策传导不畅的束缚下 ,降息的信号意义远大于其实际效用 ,故在年内基本面失速下滑概率较低的情况下 ,降息并不具备太大的施行空间。

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。

其二，当前的重心仍是集中打通货币政策传导机制，确保实体经济融资成本有效降低。因此，利率“两轨并一轨”将成为政策重心，贷款利率定价机制要进一步改革，参考 MLF 等一系列市场化利率，逐步由市场化报价利率来取代贷款基准利率，推动利率市场化更进一步。

其三，出于政策前瞻性、灵活性和连续性的考虑，下半年央行有较大概率通过下调 OMO 和 MLF 利率等手段进行更多的流动性注入来适应财政宽松政策。同时，不排除央行再度进行结构性定向降准、置换性降准或者增量续作 MLF 等温和的数量调控来使市场保持一定活力，使政策始终保持稳定性、前瞻性和连续性，在防范系统性风险的基础上不断提升金融服务实体的效率。

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。