摩根士丹利华鑫证券
MORGAN STANLEY HUAXIN SECURITIES

# 中国宏观策略研究

## 美联储如期加息，What's Next?

**2015 年 12 月 17 日**

- 昨天美联储会议如期作出了加息的决定。此前无论是美国经济的各项数据（包括就业，通胀等）以及以耶伦为首的联储官员的公开发言都指向美联储会在 12 月的会议上首次加息，如果再考虑加上之前长达 1 年多的反复沟通，可以说美联储对投资者的预期管理已经达到极致。从某种程度上来说，市场对美联储可能将在 12 月会议上加息这个事件应该已经很好的消化（price-in），包括人民币在内的新兴市场货币已经开始提前走软，因此我们认为加息预期兑现应该对全球市场不会造成重大冲击。

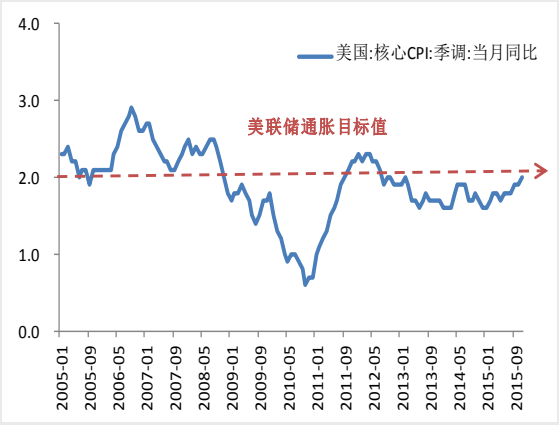
**既然已经被充分预期，美联储在本次会议上决定加息就已经不是市场所关注的焦点，市场和投资者关注的是美联储下一步会如何走？What's Next?**

- 在年初以来大部分投行预测美联储会在 9 月加息的时候，我们美国经济学家 Ellen Zentner 就一直坚持当时看来是 out-of-consensus call 认为美联储会在 12 月加息。我们认为在美联储在年内首次加息之后，接踵而至的第二次加息不会来的那么快。这是因为美联储也要观察加息的影响，观测失业率是否会继续下降，通胀是否继续温和上升？美国的失业率已经低于美联储 6%的目标值已经很久，最新公布的 11 月失业率已经低至 5%，而核心通胀率在时隔 17 个月之后再次触及美联储的 2%的目标值。我们知道美联储加息的直接结果是推动美元继续升值，而升值的结果是对美国的出口和国内通胀会产生一定的负面影响。据美联储测算，美元每升值 10%， 核心 CPI 就会下降 0.5 百分点。但好消息是美国就业未来会持续改善，我们预测明后两年失业率会降至 4.8%和 4.7%，这会拉动工资水平进一步上涨。而同时能源价格可能也会企稳回升，这对美国国内物价也

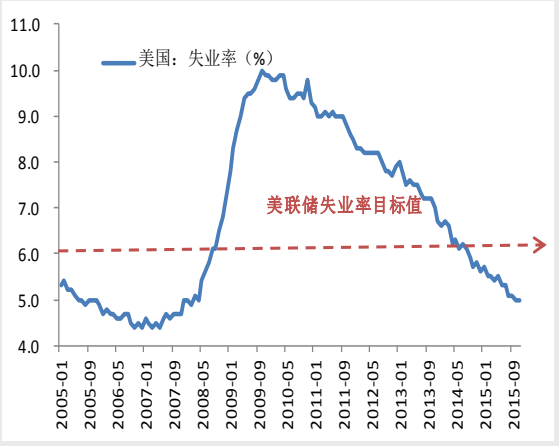

**章俊**
**首席经济学家**

**联系方式:**
**电话:** (021) 20336292
**E-mail:** steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com


**图表 1：通胀**




**图表 2：失业率**

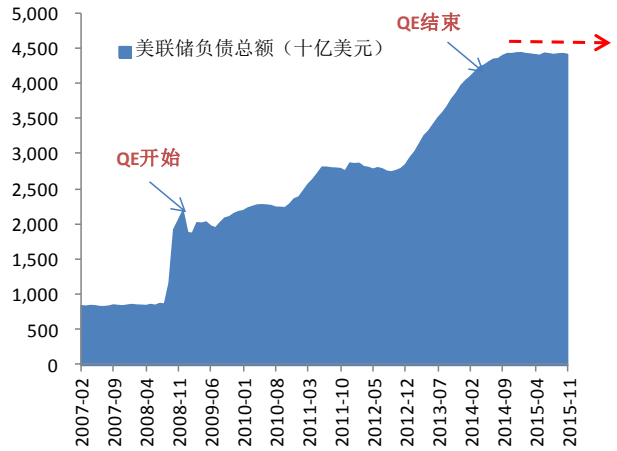



资料来源： WIND，摩根士丹利华鑫证券


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，该等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。

会有所支撑。虽然美联储的利率点阵图预期到明年底的联邦基金利率会到 1.375%的水平，隐含 4 次加息的空间（很可能是每个季度一次）。但美联储也反复强调未来加息的路径是“Gradual”和“data-dependent”（渐进和依赖于经济数据）的。我们认为鉴于目前美国和全球经济复苏的不确定性，未来美联储的第二次加息不会早于明年 6 月，之后 3/4 季度各有一次，全年加息 3 次，到年底会达到 1.125%。而 2017 年加 100 个基点到 2.125%。

**图表 3：美联储资产负债表**




资料来源： WIND，摩根士丹利华鑫证券

- 虽然加息一直是美联储的重要议题，美联储主席耶伦希望给市场传递的信息是：首次加息并不意味着美联储已经进入了传统的紧缩周期。如果说美联储开始加息还并不意味着是真正紧缩周期的到来，未来美联储改变现行的到期资产再投资策略则是在实质层面真正紧缩的开始，不仅对美国而且全球流动性都会有重大影响。美联储的资产负债表在 QE1 推出之前还不到 1 万亿美元，但当到去年 10 月份 QE3 结束之后，美联储的资产负债表已经飙升至 4.4 万亿美元。鉴于目前美联储还维持把到期资产再投资于更长期的资产（主要是国债和 MBS），因此美联储的资产负债表并没有缩减。而去年，美联储前主席伯南克在位期间就希望给市场传递的信息是：美联储启动加息并不意味着马上缩减购买规模。但现在加息的靴子已经落地，具有前瞻性视角的市场投资者肯定会十分关心美联储何时会考虑缩减甚至停止到期资产再投资策略。因为此前纽约联储主席 Dudley 提及：“我们现在主要是要是的联邦基金利率脱离零利率，具体到多高的水平，我们内部还没有达成一致，但有一点是肯定的，在结束到期再投资策略之前，我们希望有联邦基金利率已经到达一定的高度，因为停止再投资策略是真正的货币政策紧缩”。有鉴于此，我们认为对于到期国债和 MBS 再投资的策略，到 2016 年 4 季度之前都不会成为现实。

- 全球经济明年缓慢复苏，主要由发达经济体温和复苏推动，而新兴市场依然会在一定程度上拖累全球经济，但程度上而言要好于去年。全球经济今年增长 3.1%，明年 3.3%，但依然低于过去 30 年的平均水平 3.6%。摩根士丹利全球宏观团队在 2016 年展望中列出了 3 大潜在风险，即：美联储加息，中国经济通缩，和欧元区/部分新兴市场地区的政治风险。作为明年全球经济的首要风险点的美联储加息，我们需要区别来看：以美国为首的发达经济体受益于居民消费复苏势头良好，这主要归功于相对健康的家庭资产负债表，来源于工作机会的增加，工资增长，低油价，以及低利率环境等。而不利因素主要来自外部，中国等新兴市场国家在全球需求疲软和自身转型过程中形成了巨大产能过剩，这会通过出口，汇率以及大宗商品等向其他国家甚至发达国家输出，从而滞后美国等发达经济体的加息的步伐。但总体而言，发达经济体受到美联储加息的冲击可能非常有限，相反美联储加息对新兴市场国家的负面冲击较为突出，会在一定程度上会造成新兴市场国家的资本外流和本币贬值压力，进而压缩这些国家在应对国内经济问题时的货币政策宽松空间。特别需要指出的是，在全球经济面对“3D Challenges（Debt, Disinflaiton, Demographic）”的背景下，美元升值对背负大量美元债务的新兴市场国家而言是非常不利的。

- 目前全球央行货币政策开始出现大分化，发达经济体中：美国/英国已经或者即将进入加息通道，而欧元区和日本继续维持宽松，但未来空间有限；而新兴市场国家中：中国，印度，韩国等要继续降息；但巴西，印尼等都要加息。在此背景下，人民币单边盯住美元的策略将会对中国货币政策的实施造成很大制约，从而使中国央行难以集中精力来应对国内经济转型过程中的复杂局面。我们在此前的报告中，反复提出“由于中美之间经济周期不同步，利率周期不同步，应此汇率政策没有理由保持同步”，因此在美联储加息和美元持续升值的大背景下，人民币和美元脱钩，并同时转向盯住一篮子货币是势在必行。我们对明年美

联储加息轨迹的预测如果兑现的话，明年上半年新兴市场可能会有短暂的喘息之机，全球资本风险偏好上升，回流新兴市场。如果横向来看，新兴市场国家里中国经济的确定性相对较高，因此资本外流的速度会下降，甚至会出现流入，这对人民币汇率会产生有效支撑，从而为央行提供了调整人民币汇率形成机制的极为有利的时间窗口。近期人民币对美元出现一定程度的贬值，同时在12 月 11 日中国外汇交易中心首次发布 CFETS 人民币汇率指数，在很大程度上是央行向市场传递中国汇率政策发生重大转变的信号，预示未来央行更大程度上会追求人民币汇率对一篮子货币上的有效汇率上的基本稳定。但我们也需要指出的是，作为中国汇率政策的重大转变，央行有必要给市场留有足够的时间和空间来消化，而市场也需要更多的证据来被说服以确认中国央行的确转向盯住一篮子货币机制。在此过程中，央行有必要对人民币汇率兑美元的波动保持高度关注，并确立一定的边界和底线，以防过度波动形成人民币贬值预期。

**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。


本资料仅供贵方（报告收取人）参考，不得复制或提供给任何他人使用。

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。

© 2014 摩根士丹利华鑫证券有限责任公司