

美联储扩大宽松规模 短期流动性压力见顶

核心内容:

★北京时间 23 日晚间，美联储宣布了一系列帮助市场的新计划 (extensive new measures) 来支持经济，包括了开放式的资产购买，扩大货币市场流动性便利规模。美联储为了救援前期及当期市场流动性危局，同时为可能的经济动荡未雨绸缪已经以很大决心突破常态化货币政策操作框架的限制，美联储政策有日益日本央行化的倾向。

★从其政策影响来看，我们认为可以分为短期、中期和长期三个不同层次看待：从短期来看，美联储迅速且坚决的政策宽松，有助于缓解市场悲观预期，海外市场动荡有望暂时告一段落。从中期来看，流动性危局的暂缓，并不意味着国际金融动荡的完全结束。从长期来讲，美联储过快的消耗政策空间，难言没有后续的政策代价，以及对于全球金融市场潜在的负面影响。

★此前，由于欧美各国疫情的迅速发展，叠加国际原油价格的暴跌，导致市场情绪极度悲观，国际市场陷入“极度避险偏好”引发的流动性陷阱，各种大类资产价格齐跌，美元流动性危局由此产生。从更深层次来看，全球投资者对于油价暴跌冲击之下潜在的美国非金融企业债务违约的担忧；对于欧美各国疫情进一步恶化带来的人道主义危机前景，以及抗击疫情过程中所引发的次生经济停滞与衰退产生的悲观预期；加之美国与全球非金融企业杠杆率高、基本面资质较差等因素共同发酵，使得市场悲观情绪不断演绎。于是，全球各品种大类资产在极端避险偏好所引发的流动性陷阱作用下，普遍出现资金流出，在此情况下，我们看到美元的流动性危局，美国的金融市场、美国的企业部门、以及离岸的美元流动性同时收紧。在此情况下，美联储不得不展开迅速且坚决的行动，降息、资产购买等各种手段显得毫不犹豫。

分析师

张宸

☎: (8610) 8357 1342

✉: zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517120001

特别感谢:

余逸霖

☎: (8610) 6656 1871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

美联储扩大宽松规模 短期流动性压力见顶

北京时间 23 日晚间，美联储宣布了一系列帮助市场的新计划（**extensive new measures**）来支持经济，包括了开放式的资产购买，扩大货币市场流动性便利规模。美联储称，宣布推出共计 7000 亿美元的 QE，将购买至少 5000 亿美元的国债和 2000 亿美元的机构 MBS，每日和定期回购利率报价利率将重设为 0%。为确保市场运行和货币政策传导，将不限量按需买入美债和 MBS。根据声明，美联储将购买“必要规模的”国债和机构抵押贷款支持证券，以支持市场平稳运行以及货币政策向更广泛的金融状况和经济的有效传导，还将购买机构商业抵押贷款支持证券。

美联储宣布，为企业债新设两个流动性工具；将很快宣布“主体街（Main Street）商业贷款项目”以支撑中小型企业贷款，为联邦中小企业局的措施提供补充。在新计划下，美联储将做出一系列努力，其中许多旨在直接帮助雇主、家庭以及城市和州。美联储将通过建立新的计划来支持“信贷向雇主、消费者和企业的流动，这些计划将共同提供高达 3000 亿美元的新融资。”来自美国财政部外汇稳定基金的 300 亿美元将为计划提供支持。

从以上举措看，美联储为了救援前期及当期市场流动性危局，同时为可能的经济动荡未雨绸缪已经以很大决心突破常态化货币政策操作框架的限制，美联储政策有日益日本央行化的倾向。此前，美联储已经将政策利率降至零利率下限（ZLB）并大手笔进行量化宽松所需资产购买，今日举措可谓在宽松路径上进一步拓宽。

此前，由于欧美各国疫情的迅速发展，叠加国际原油价格的暴跌，导致市场情绪极度悲观，国际市场陷入“极度避险偏好”引发的流动性陷阱，各种大类资产价格齐跌，美元流动性危局由此产生。从更深层次来看，全球投资者对于油价暴跌冲击之下潜在的美国非金融企业债务违约的担忧；对于欧美各国疫情进一步恶化带来的人道主义危机前景，以及抗击疫情过程中所引发的次生经济停滞与衰退产生的悲观预期；加之美国与全球非金融企业杠杆率高、基本面资质较差等因素共同发酵，使得市场悲观清光绪不断演绎。于是，全球各品种大类资产在极端避险偏好所引发的流动性陷阱作用下，普遍出现资金流出，在此情况下，我们看到美元的流动性危局，美国的金融市场、美国的企业部门、以及离岸的美元流动性同时收紧。在此情况下，美联储不得不展开迅速且坚决的行动，降息、资产购买等各种手段显得毫不犹豫。

从其政策影响来看，我们认为可以分为短期、中期和长期三个不同层次看待：

从短期来看，美联储迅速且坚决的政策宽松，有助于缓解市场悲观预期，海外市场动荡有望暂时告一段落。从理论逻辑上看，陷入上述极端避险偏好流动性陷阱的投资者，对于寻常的货币政策和央行政策指引均不敏感，唯一可能对抗这种悲观预期的方法就是所谓“美联储看跌期权”（Fed put options）指的是，在市场动荡时期，美联储将采取行动支撑股价，虽然美联储并没有明确表示会这么做。央行“政策看跌期权”可以限制了将来经济和市场可能出现的最差预期，使得身处“极度避险偏好陷阱”中的投资者，可以缓释对于安全资产的偏执追求，而延缓对于其他资产的抛售行为，从而可能在短期内稳定金融市场。

从中期来看，流动性危局的暂缓，并不意味着国际金融动荡的完全结束。本次流动性危局的背后，本质上是市场乃至国际社会对于欧美各国抗击疫情政府作为的失望情绪；疫情快速进展可能带来的人道主义损失及次生经济社会灾害的悲观预期；以及石油价格暴跌及对非金融企业债务违约问题的担忧共同作用的结果，能否有效解决流动性危局背后的深层次问题是决定后续市场动荡是否会再现的关键。理论上讲，这些深层次问题才是市场动荡的根本原因，不解

决这些问题而是用货币政策执行添油战术，具体政策效果还有待观察。

从长期来讲，美联储过快的消耗政策空间，难言没有后续的政策代价，以及对于全球金融市场潜在的负面影响。正如前文所述，美联储政策目前有日益日本央行化的趋势，基于美元、美国国债在全球金融体系中的基石作用，美联储在欧美疫情可以说尚在爬坡的阶段（G7各国日环比新增病例均在20%增速以上，美国更是近40%），就采取大幅激进的货币政策宽松行动，虽然对于稳定短期市场有利，但是其长期政策影响将十分深远。负利率货币政策及美国国债收益降至0乃至负值区间，不是没有可能。

一般而言，欧洲尤其是日本央行长期执行负利率政策，政策代价都尚且可控，但是美联储是否可以尝试，我们认为美国货币政策如果贸然进入负利率区间，那么长期看政策成本可能很大，而且可能对全球金融市场带来新的次生冲击。

虽然从表面上看，一旦美债收益率为负，似乎不是一件坏事，美国股市的估值泡沫还可能得到一定程度的化解。但是问题在于，因为美债收益率是关系到全球金融体系的压舱石。如果美债收益率到0，那么美日利差、美欧利差可能就缩窄到0，对各国金融系统会是很大的冲击。

由于各国金融机构均大量持有美债，若美债收益率为0或负值，长期持有便失去价值，从而会引发全球对美债的抛售，届时美债收益率会逆转，从而美债市场出售行为挤兑会引发对全球金融系统的广泛冲击。另外，各国金融机构大量美债持仓存在没有对冲的汇率敞口，美债收益率下行至0或负值将会引发各国金融机构显著的资产缩水，有诱发国际金融市场显著动荡的可能。

因此，美联储激进宽松行动的效果、政策成本和中长期影响都有待观察。我们认为，当前美国抗疫乏力等一系列深层次原因引发广泛的悲观预期，本来应该以有效对抗疫情等直接手段来控制悲观预期，但是对抗病毒正面战场作战不力，却不断牺牲央行货币政策空间来做添油战术，对于全球金融市场的前景，短期可能由于激进的货币政策宽松而有所稳定，但能稳定多久值得打一个问号，中长期看可能尚有新的问题滋生。

作者简介与承诺

张宸, 宏观研究员, 财政部中国财政科学研究院应用经济学博士。2015年4月加入中国银河证券研究院至今, 主要负责宏观经济与政策研究。

余逸霖, 宏观助理研究员, 英国格拉斯哥大学金融学硕士, 2018年4月加入中国银河证券研究院。

张宸 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 本人承诺, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6315

