

美联储第二度非常规降息点评—— “惊吓”远多于“惊喜”

本期摘要

事件回顾：两周内第二次“非常规降息”

北京时间 2020 年 3 月 16 日 3 时，美联储宣布将大幅降低联邦基金利率 100 个基点至 0-0.25% 的区间。同时，恢复量化宽松政策，将在今后数月内至少购买 5000 亿美元美国国债和 2000 亿美元住房抵押贷款证券（MBS）。不仅如此，美联储还启用了次贷危机时发挥重要作用的一系列工具，包括下调贴现窗口一级信贷利率 125 个基点至 0.25%，并将贴现贷款期限延长至 90 天，借款人可以每天提前还款并可续借；支持存款机构动用当日信用交易以及支持银行动用银行资本和流动性缓冲等，并将法定准备金率调降至零。此外，3 月的议息会议取消。

需要注意的是，这是继 3 月 3 日美联储进行了“非常规紧急降息”后仅仅两周内的第二次“非常规紧急降息”操作，是美联储历史上第一次出现连续两次常规会议之外的“非常规紧急降息”操作，同时 100 个基点也是“紧急降息”力度最大的一次。

梅开二度：“惊吓”远多于“惊喜”

降息是大环境所迫。

一是美国金融资本市场的持续剧烈动荡；二是由于疫情在全球持续蔓延，对于经济的冲击将会逐渐显现，美国经济增长预期已经发生变化；三是美国金融条件已经开始出现收紧迹象；四是美联储可能一定程度上受到了政治压力。

同时，降息的效果有待进一步考证。

不同于 2008 年的金融危机，此次的疫情大爆发是公共卫生事件。比起货币政策和财政政策，市场更受公共卫生事件进展情况影响。同时，市场更担忧公共卫生事件对政策实施效果的抑制作用。因为货币政策和财政政策不能阻止公共卫生事件在美国和全球的蔓延，难以修复工厂关闭或延误生产导致的供应链中断，也无法扭转因防控导致的消费支出和企业投资减少，对总需求和实体经济扩张的刺激效果有限。因此，从短期来看美联储的两次“紧急降息”未必会有太好的效果。

中长期则取决于疫情的防控效果。如果美国及全球疫情形势能够在第二季度得到有效控制，那么随着市场预期的改善资金将逐渐进入实体经济，居民消费和企业投资也将恢复增长，金融市场也将逐渐恢复。在这种情况下，经济有望逐步低位企稳，短时间内不至于陷入衰退；而如果疫情形势迟迟得不到改善，随着悲观情绪的持续发酵，即便是美联储继续采取宽松政策也将难以提振经济。在这种情况下，预计美国经济将在年底前后陷入衰退。

三、我行我素：央行维持定力，助力复工复产

3 月 16 日，央行实施定向降准，释放长期资金 5500 亿元。同时，开展中期借贷便利操作 1000 亿元。但不开展逆回购操作。在美联储连续两次紧急降息累计 150 个基点，联邦基金利率再次回落至零利率水平，且全球多家央行跟随降息的大环境下，中国央行继续“我行我素”，维持定力，保持 MLF 利率不变，体现了我国货币政策的独立性。

当前阶段，在国内疫情已经得到较好控制的前提下，政府的工作重点在于推动复工复产。接下来，央行可继续综合采取多种措施促进贷款利率明显下行，支持企业复工复产和经济发展。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

宏观策略：

研究员：
刘宾
0755-83212741
liubin@citicisf.com
从业资格号：F0231268
投资咨询号：Z0000038

联系人：
罗会劼
021-60823979
luohuanjie@citicisf.com
从业资格号：F3016675

一、事件回顾：两周内第二次“非常规降息”

北京时间 2020 年 3 月 16 日 3 时，美联储宣布将大幅降低联邦基金利率 100 个基点至 0-0.25% 的区间。同时，恢复量化宽松政策，将在今后数月内至少购买 5000 亿美元美国国债和 2000 亿美元住房抵押贷款证券（MBS）。不仅如此，美联储还启用了次贷危机时发挥重要作用的一系列工具，包括下调贴现窗口一级信贷利率 125 个基点至 0.25%，并将贴现贷款期限延长至 90 天，借款人可以每天提前还款并可续借；支持存款机构动用当日信用交易以及支持银行动用银行资本和流动性缓冲等，并将法定准备金率调降至零。此外，3 月的议息会议取消。

需要注意的是，这是继 3 月 3 日美联储进行了“非常规紧急降息”后仅仅两周内的第二次“非常规紧急降息”操作，是美联储历史上第一次出现连续两次常规会议之外的“非常规紧急降息”操作，同时 100 个基点也是“紧急降息”力度最大的一次。

表 1：美联储“非常规调息”一览

时间	调息幅度	美联储委员会申明	调息原因
1994 年 4 月 18 日	+25 基点	略微增加对储备头寸的压力，预计该行动将与短期货币市场利率小幅上涨有关	控制通胀
1998 年 10 月 15 日	-25 基点	放贷机构越来越谨慎，金融市场总体状况也不稳定，这可能会抑制未来的总需求。在这种背景下，进一步放松货币政策的立场被认为是必要的，以维持经济增长的背景下遏制通货膨胀。	亚洲金融危机和俄罗斯发生主权债务违约导致市场因担忧情绪出现剧烈波动以及长期资本管理公司崩溃导致信贷紧缩威胁浮现
2001 年 1 月 3 日	-50 基点	降息行动是在销售和生产进一步疲软的情况下采取的，也是在消费者信心下降、金融市场某些部门的情况紧张以及能源价格高企削弱家庭和企业购买力的情况下采取的	2000 年科技股和互联网泡沫破灭后产生的风险在可预见的将来可能造成经济的疲软
2001 年 4 月 18 日	-50 基点	资本投资在持续走软，当前和预期盈利能力的持续下降，加之商业前景的不确定性上升，将抑制未来的资本支出。这种潜在的限制，再加上早些时候股市财富缩水对消费的可能影响，以及海外增长放缓的风险，可能会让经济活动的步伐“慢得让人无法接受”	经济走弱风险加剧
2001 年 9 月 17 日	-50 基点	将继续根据需要向金融市场提供异常大量的流动性，直到市场功能恢复正常。即使在上周的悲剧事件之前，就业、生产和商业支出仍然疲弱，而上周的事件有可能进一步抑制支出	911 恐怖袭击后，让消费者更容易获得资金，以帮助避免经济衰退
2007 年 8 月 17 日	贴现利率下调 50 基点	提供流动性，以促进金融市场的有序运行	次贷危机扰乱金融市场
2008 年 1 月 22 日	-75 基点	考虑到经济前景的减弱和增长下行风险的增加。虽然短期融资市场的压力有所缓解，但更广泛的金融市场状况继续恶化，一些企业和家庭的信贷进一步收紧。此	美国衰退迹象加剧导致股市暴跌

外，即将发布的信息显示，住房市场收缩加剧，劳动力市场也出现了一些疲软。经济增长仍存在明显的下行风险

2008 年 10 月 8 日

-50 基点

本次会议是美联储与世界其他几家央行协调召开的，加拿大、英国、欧洲、瑞典、瑞士等国家和地区的中央银行同步宣布降低政策利率。几家央行发表了联合声明，表示最近金融危机的加剧加大了经济增长的下行风险，因此有必要对全球货币环境进行一定程度的放松。美联储表示，最近几个月美国经济活动的步伐明显放缓。此外，金融市场动荡的加剧可能会进一步抑制支出。通胀一直居高不下。根据这些证据美联储采取了降息行动

雷曼兄弟倒闭动摇了金融市场，并加剧了人们对衰退的担忧

2020 年 3 月 3 日

-50 基点

美国经济基本面仍然强劲，但新冠病毒对经济活动构成不断发展的风险

新冠病毒引发的经济风险逐渐升级

2020 年 3 月 16 日

-100 基点

冠状病毒的影响将在短期内对经济活动造成压力，并对经济前景构成风险

新冠病毒引发的经济风险进一步加大

资料来源：中信期货研究部根据公开市场信息整理

二、梅开二度：“惊吓”远多于“惊喜”

如果说 3 月第一次的“紧急降息”是顺势而为，那么第二次的“紧急降息”则可以用“不得已而为之”来形容。并且，不同以往的是，市场对于美联储第二次的“紧急降息”的“惊吓”成分明显多于“惊喜”。

1、形势所迫

此次降息离美联储原定在 3 月 18 日召开的议息会议仅三天之差，而连三天都等不及，可见事态之严重和迫切程度。综合来看，美联储选择紧急行动的原因主要体现在以下几个方面。

一是美国金融资本市场的持续剧烈动荡。在第一次“紧急降息之后”，随着新冠疫情在美国和全球多地的爆发和加剧，加之 OPEC 和俄罗斯在减产方面的谈崩导致油价暴跌，使得美股非但不见起色反而连续重挫，并接连触发了二次“熔断”，同时美债和黄金也齐跌，市场一片悲观。为了稳定市场情绪，美联储需要及时采取行动。

二是虽然当前美国经济增长依然稳健，但由于疫情在全球持续蔓延，对于经济的冲击将会逐渐显现，美国经济增长预期已经发生变化。为了对冲经济下行压力，美联储需要提前采取预防式宽松政策稳定经济。

三是美国金融条件已经开始出现收紧迹象，公司债发行市场接近停摆，美债收益率降到历史地位，美联储需要尽快实施宽松的货币政策放松金融条件，以避免对金融市场和实体经济产生进一步负面影响。

四是可能一定程度上受到了政治压力。由于近期股票市场表现惨淡，特朗普持续喊话要求美联储加大货币政策的宽松力度，否则有撤换鲍威尔的可能。美联储在议息会议前提前采取超预期的宽松政策或在一定程度上受到了这一影响。

2、效果待考

仅从短短两周的时间来看，第一次“紧急降息”之后的效果是适得其反的，这才有了第二次。而从第二次“紧急降息”后的首次交易情况来看，市场也是明显“不买账”的。就在美联储实施第二次“紧急降息”的北京时间 16 日的当晚，美股又上演了本月第三次，史上第四次的熔断。

如果说以往美联储降息带来的大多是惊喜，效果也是立竿见影，市场上多是用积极的结果来回应，那么这两次的“紧急降息”带来更多的则是“惊吓”。事实上，再度熔断是市场对美联储二度激进降息的悲观回应，源自于一种基于未知的心理恐慌，市场认为这是美联储货币政策丧失纪律性的表现，对美联储未来调控市场的能力产生了怀疑。而尾盘的再度大跌则充分展现了市场对于美国经济前景的担忧。

此次，美联储的第二度“紧急降息”以及量化宽松的初衷是为了向实体企业注入更多的流动性，旨在缓解近期因为新冠肺炎病毒疫情蔓延和原油价格战等多重因素影响下，金融资本市场方面出现的暂时性混乱，避免从一场健康危机演变成真正的金融危机。然而，目前美国金融资本市场最大的问题一方面是在美联储的一次次催肥下不断上涨，形成了一个巨大的泡沫，另一方面是微观去杠杆导致的流动性黑洞导致，因此总量流动性只能缓解，并不能彻底解决问题。而这一次的疫情爆发恰巧成为了一个导火索，使得市场的恐慌情绪不断加深。

不同于 2008 年的金融危机，此次的疫情大爆发是公共卫生事件。比起货币政策和财政政策，市场更受公共卫生事件进展情况影响。同时，市场更担忧公共卫生事件对政策实施效果的抑制作用。因为货币政策和财政政策不能阻止公共卫生事件在美国和全球的蔓延，难以修复工厂关闭或延误生产导致的供应链中断，也无法扭转因防控导致的消费支出和企业投资减少，对总需求和实体经济扩张的刺激效果有限。因此，从短期来看美联储的两次“紧急降息”未必会有太好的效果。

美联储此次的两度“紧急降息”，速度不可谓不快，力度不可谓不大，显示了美联储在疫情大爆发之际坚决帮助美国资本市场和经济度过难关的决心。美联储将利率降至零附近，并开始重启量化宽松政策，最直接的影响是有助于大幅改善美国金融市场的金融条件，稳定货币市场和债券市场，避免市场出现流动性危机。但正如之前所说的那样，货币政策和财政政策在全球性的公共卫生事件面前也只是杯水车薪，因此中长期的效果如何主要取决于疫情的管控情况。如果美国及全球疫情形势能够在第二季度得到有效控制，那么随着市场预期的改善资金将逐渐进入实体经济，居民消费和企业投资也将恢复增长，金融市场也将逐渐恢复。在这种情况下，经济有望逐步低位企稳，短时间内不至于陷入衰退；而如果疫情形势迟迟得不到改善，随着悲观情绪的持续发酵，即便是美联储继续采取宽松政策也将难以提振经济。在这种情况下，预计美国经济将在年底前后陷入衰退。

图1: 纳斯达克指数 (2019.01-2020.03.17)

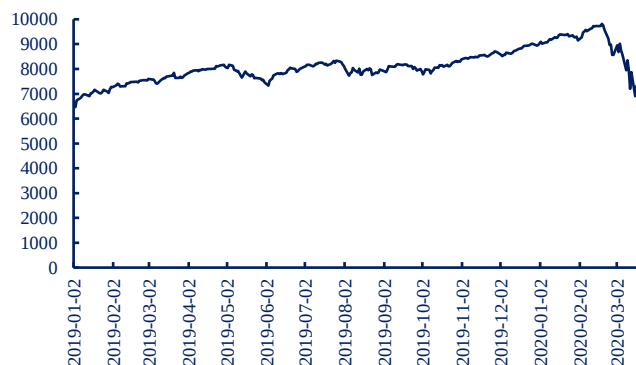
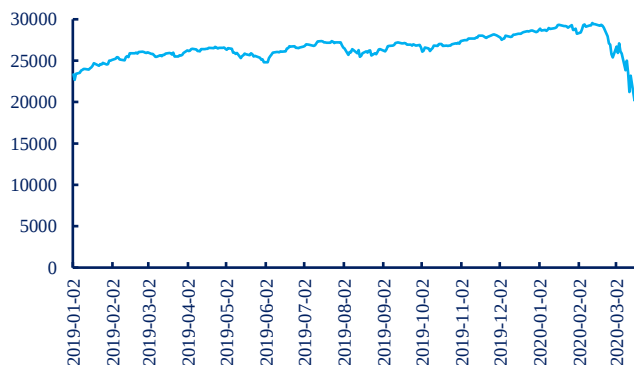
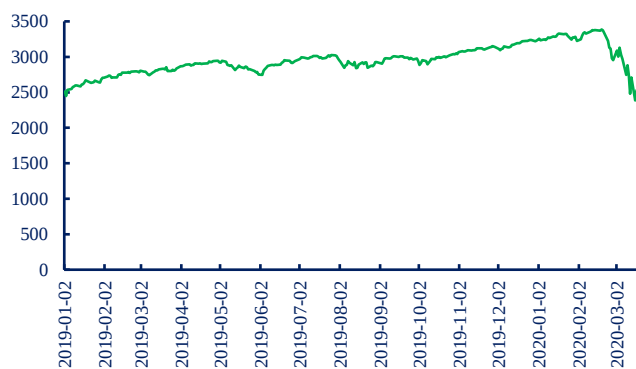


图2: 道琼斯指数 (2019.01-2020.03.17)



资料来源: Wind, 中信期货研究部

图3: 标普500指数 (2019.01-2020.03.17)



资料来源: Wind, 中信期货研究部

三、我行我素：央行维持定力，助力复工复产

3月16日，央行实施定向降准，释放长期资金5500亿元。同时，开展中期借贷便利(MLF)操作1000亿元。但不开展逆回购操作。在美联储连续两次紧急降息累计150个基点，联邦基金利率再次回落至零利率水平，且全球多家央行跟随降息的大环境下，中国央行继续“我行我素”，维持定力，保持MLF利率不变，体现了我国货币政策的独立性。

近年来，在人民币汇率波动整体可控的背景下，央行货币政策更加注重“以我为主”，美联储货币政策剧烈摆动对国内货币政策的影响力减弱。无论2018年美联储加息4次共100个基点，还是2019年降息3次共75个基点，央行政策利率调整幅度均相对较小：2018年上调MLF利率1次5个基点，2019年下调MLF利率1次5个基点。在人民币走势可控的预期下，今年在美联储大幅度调整货币政策过程中，央行仍将延续同方向，小幅度的货币政策调整模式。

当前阶段，在国内疫情已经得到较好控制的前提之下，政府的工作重点在于推动复工复产。接下来，央行可继续综合采取多种措施促进贷款利率明显下行，支持企业复工复产和经济发展。主要政策措施包括：压降银行不规范存款创新产品，将结构性存款保底收益率纳入宏观审慎评估，维护存款市场竞争秩序，稳定银行负债端成本；运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，为降低企业融资成本提供良好的流动性环境；继续推进LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，引导完善商业银行内部转移定价(FTP)体系，将LPR内嵌入银行内部利率机制中，完善LPR传导机制，继续释放改革促进降低贷款实际利率的潜力；引导银行体系适当向实体经济让利，降低企业融资成本，激发微观主体活力，畅通经济金融的良性循环。

表2: 近期全球央行调息及宽松动态一览(截止到3月17日, 均以北京时间为例)

时间	央行	调息及宽松政策
2020年3月3日	澳大利亚	将3月现金利率下调25个基点至0.50%
2020年3月3日	马来西亚	将隔夜政策利率从2.75%下调至2.50%
2020年3月3日	美联储	下调联邦基金利率目标区间50个基点至1.00-1.25%，将IOER下调50个基点至1.1%
2020年3月4日	香港金管局	下调利率50个基点至1.5%

2020 年 3 月 4 日	澳门金管局	下调利率 50 个基点至 1.5%
2020 年 3 月 4 日	阿联酋	降息 50 个基点
2020 年 3 月 4 日	沙特	将回购利率及逆回购利率均下调 50 个基点
2020 年 3 月 4 日	约旦	将主要利率下调 50 个基点
2020 年 3 月 4 日	巴林	将主要利率下调 50 个基点
2020 年 3 月 4 日	卡塔尔	将主要利率下调 50 个基点
2020 年 3 月 4 日	科威特	将贴现利率下调 25 个基点至 2.5%
2020 年 3 月 4 日	阿根廷	将主要利率下调 50 个基点
2020 年 3 月 4 日	加拿大	下调基准利率 50 个基点至 1.25%，为 2015 年 7 月以来首次降息
2020 年 3 月 4 日	波兰	维持基准利率在 1.5% 不变
2020 年 3 月 5 日	斯里兰卡	维持常备贷款利率不变
2020 年 3 月 5 日	乌兹别克斯坦	维持基准利率在 16% 不变
2020 年 3 月 11 日	英国	将利率下调 50 个基点至 0.25%，有史以来最低；将反周期资本缓冲率从 1% 下调至 0%；维持国债购买目标 4350 亿英镑，企业债 100 亿英镑
2020 年 3 月 11 日	冰岛	将 7 天期存款利率降至 2.25%，将存款机构的平均储备要求从 1% 降至 0%
2020 年 3 月 12 日	塞尔维亚	将基准利率下调 50 个基点至 1.75%
2020 年 3 月 12 日	乌克兰	将基准利率下调至 10%
2020 年 3 月 12 日	欧洲央行	维持基准利率在 0.00% 不变，将存款利率维持在 -0.50% 不变，将边际贷款利率维持在 0.25% 不变；公布新 LTRO 工具，增加 1200 亿欧元资产购买
2020 年 3 月 12 日	巴林	将隔夜贷款利率下调至 2.45%
2020 年 3 月 13 日	丹麦	维持基准利率不变
2020 年 3 月 13 日	秘鲁	将基准利率维持在 2.25% 不变
2020 年 3 月 13 日	挪威	紧急下调基准利率 50 个基点至 1%
2020 年 3 月 13 日	加拿大	将关键隔夜利率紧急降低 50 个基点至 0.75%

降低联邦基金利率 100 个基点至 0.0-0.25%；推出 7000 亿美元化债计划；银行

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_6404

