

# 美国股市花谢，降息难扭趋势

——FED 降息政策点评

日期：2020 年 3 月 16 日



分析师：胡月晓  
 TEL: 021-53686171  
 huyuexiao@shzq.com  
 SAC 证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

## ■ 主要观点：

### FED 声望正在走下坡路

对于此轮双降息后的市场不给“面子”表现，西方疫情严重性预期大提高是一方面，更为主要的是，FED 的行为，已严重扭转了 FED 一贯来的市场形象和自我宣称的政策目标——独立性，维持经济和物价的平稳。2019 年下半年后，特朗普对 FED 的谴责和公开不满的声音近乎绝迹了。正是 2019 年 8 月份后，不仅降息进程开启，缩表进程也发生了逆转，FED 的报表规模又开始了悄悄的新一轮扩张！

### 美国经济和通货膨胀不支持降息

市场尤其需要注意的是，本轮宽松是在美国通胀高企的情况下进行的。无论是 CPI 还是核心 CPI，均处于政策目标的区间上限；尤其是对货币政策有直接影响的核心 CPI，2019 年全年都在政策指导目标 2.0 上方运行。从美国经济增长的角度，美国经济增长一直在正常区间，自 2017 年特朗普任职以来，美国经济季度 GDP 增速就脱离 2016 年的 2.0 下方运行状态，持续位于 2.0 上方。

### 美国股市花谢，降息难扭趋势

金融危机冲击过后，美国经济也恢复正常，信息产业占据全球主导高位，企业盈利增长，FANNG（标普 500 指数集中于最大五档个股--微软、苹果、亚马逊、Alphabet 与 Facebook）营增稳定，盈利增长亦平稳，自然就决定了美国股市指数的持续上涨。然而好花终有谢之时，世界经济格局演变、产业竞争优势对比和国际金融形势等的变化，如美国资本市场上去股权化趋势接近尾声，虽然信息产业优势在芯片等关键环节仍领先，但下游终端消费制造受到华为冲击等，美国股市长牛结束的可能性在增大。这一经济、金融基础的变化，非货币变动能扭转！

### 美国流动性将扩张，但不会负利率

FED 不顾美国金融体系货币乘数上升、即金融机能仍在增长的情况下，弃本应进行的缩表，反而悄悄扩表，自然导致了美国广义流动性的提升，美国 M2 快速上升至 2019 年 2 月的 7.4，而 2018 年和 2019 年上半年前后，美国 M2 一直在 4.0 下方运行，按照 GDP 和 CPI（或者其它物价指标），美国 M2 的 4.0 左右增速实际上是正常的。美国金融即使动荡加剧，利率政策上料不会走极端，即不会负利率；负利率的欧洲将持续。负利率时代将进一步确认，当前全球负利率范围再度扩大，正利率的中国等受到全球资金关注。

## 事件：FED 降息并大规模购债

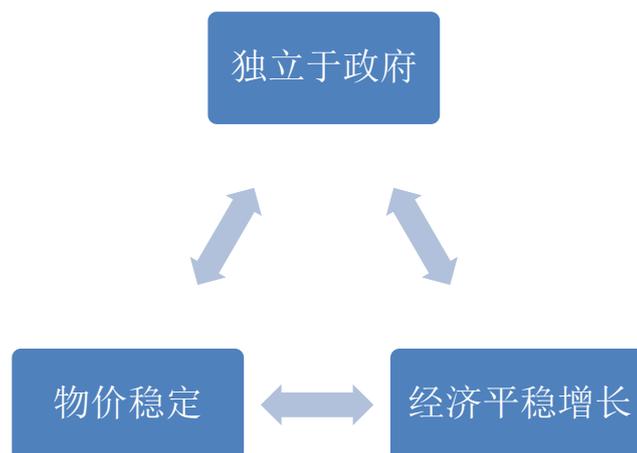
2020 年美东时间 3 月 15 日，美联储再度意外降息，将联邦利率的目标区间下调至零至 0.25% 的超低水平，并推出 7000 亿美元的量化宽松计划；同时，将数千家银行的存款准备金率降至零。

## 事件解析：政策背景和特征意义

### 1.FED 声望正在走下坡路

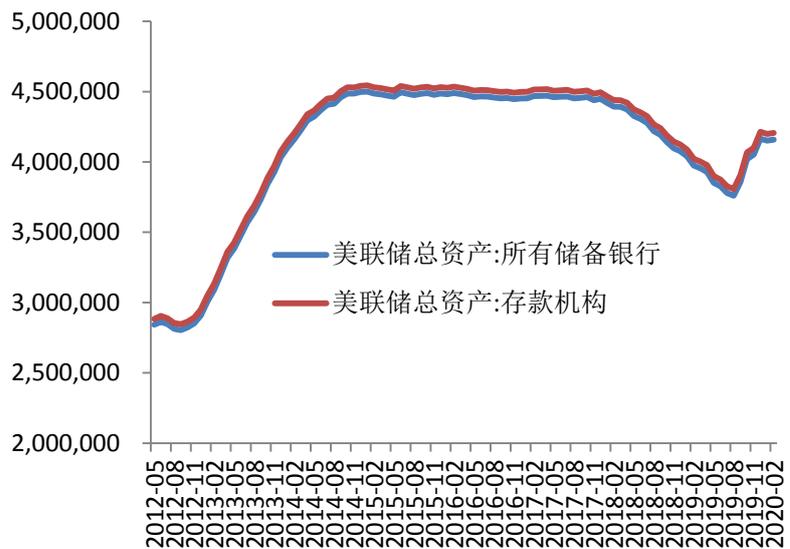
2 周内 FED 2 次降息，于 3 月 3 日和 3 月 15 日先后降息 50bp 和 100bp，将联邦基金目标利率再次降到 2008 年危机后的记录低点 0.25。自 1982 年 FED 设立联邦基金目标利率以来，这波降息的力度和频度，不仅空前，预计也将绝后。然而，降息后的市场仍没能扭转颓势！上次（3 月 3 日）的降息，50BP 的力度实际上也超出了 25BP 每次的惯常力度。然而，市场认为，鉴于当前新冠“疫情”的严重性，2 倍惯常“药量”不够，需要加大力度；3 月 15 日，FED 给出了符合甚至超出市场预期的“药量”，不仅力度增加到 100BP，还再度祭出了大规模的资产购买计划（7000 亿美元）。但当前市场预期已和 1 周前不同，第二次降息后的预期是：如此急吼吼出台的货币扩张政策，基本上意味着疫情影响事态已严重恶化！对于此轮双降息后的市场不给“面子”表现，笔者认为西方疫情严重性预期大提高是一方面，更为主要的是，FED 的行为，已严重扭转了 FED 一贯来的市场形象和自我宣称的政策目标——独立性，维持经济和物价的平稳。

图 1 美联储三位一体的法律定位



FED 的独立性逐渐被市场怀疑。2017 年 11 月，特朗普提名 Powell 接替耶伦为现任美联储主席。2018 年 2 月，鲍威尔正式就任，彼时 FED 正处于 2017 年开启的缩表进程中。

图2 美联储资产负债表规模的变化(百万美元,月)



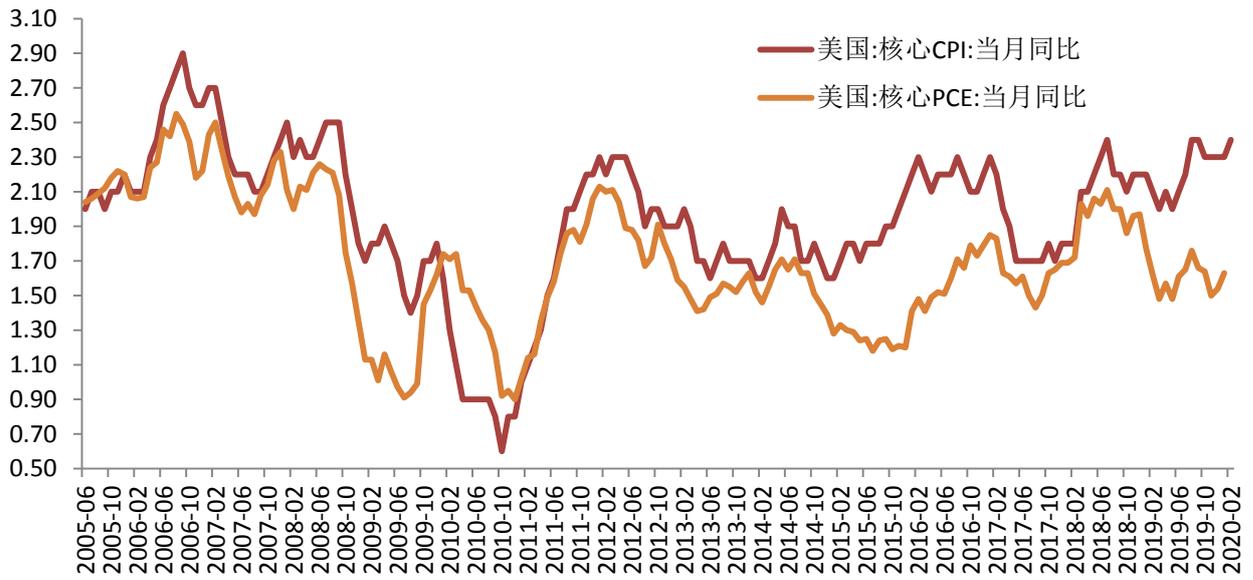
数据来源: Wind, 上海证券研究所

对股市很重视的特兰普,虽然鲍威尔是他提名,但也免不了被其“骂”——特兰普多次公然违背 FED 独立的法律地位,公开指责 FED 不够宽松。2019 年下半年后,特兰普对 FED 的谴责和公开不满的声音近乎绝迹了。正是 2019 年 8 月份后,不仅降息进程开启,缩表进程也发生了逆转, FED 的报表规模又开始了悄悄的新一轮扩张!截止 2020 年 2 月, FED 资产规模为 4.16 万亿,虽然比经历了 3 轮 QE 后的 2015 年 1 月时的历史高点 4.50 万亿,还有 8% 的差距,但在半年内, FED 报表规模已提高了 4000 亿规模,提高幅度达 10.6%。这意味着, FED 在 2019 年 8 月就开启了新一轮的宽松进程!

## 2. 美国经济和通货膨胀不支持降息

市场尤其需要注意的是,本轮宽松是在美国通胀高企的情况下进行的。无论是 CPI 还是核心 CPI,均处于政策目标的区间上限;尤其是对货币政策有直接影响的核心 CPI,2019 年全年都在政策指导目标 2.0 上方运行,最近 3 个月(2019 年 12 月和 2020 年 1 月、2 月)的值为 2.3、2.3 和 2.4。为给自己降息和扩张找理由, FED 只好去找新的物价指标了, FED 在对当前政策作出说明,往往会提 PCE(Personal Consumption Expenditure Price Deflator:个人消费支出平减指数)——一个由美国商务部经济分析局最先推出、2002 年被美联储公开市场委员会(FOMC)采纳为衡量通货膨胀的主要指标之一。从 PCE 何 CPI 的运行态势上看,无论核心还是非核心, PCE 比 CPI 低是常态,且波动区间比较小。拿 PCE 作为论证货币降息和扩张的说辞,也许市场认为是典型的数字游戏。

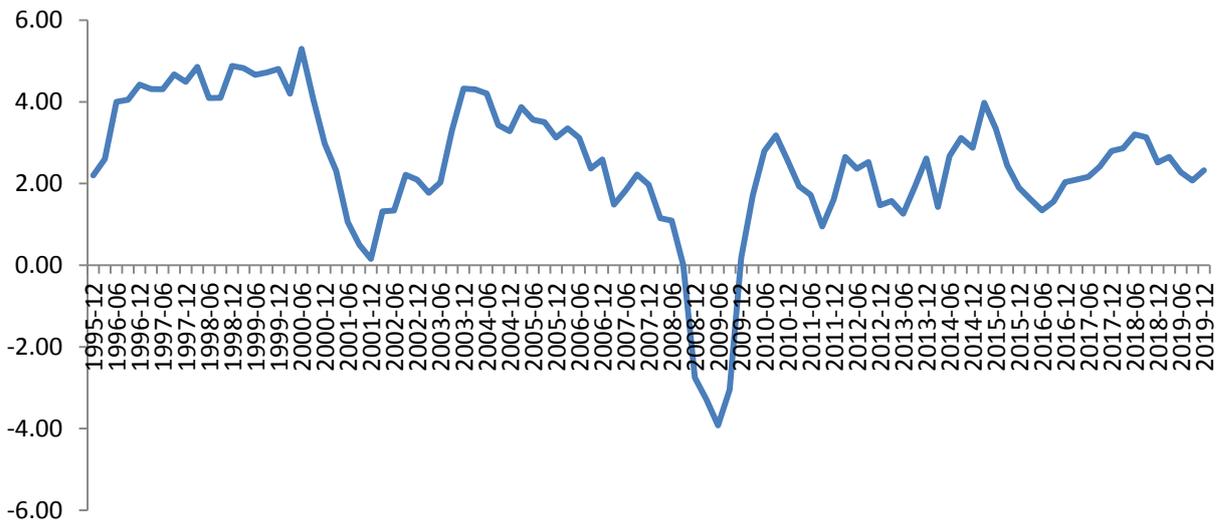
图3 美国通货膨胀持续位于正常区间(同比, %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

从美国经济增长的角度, 美国经济增长一直在正常区间, 自 2017 年特朗普任职以来, 美国经济季度 GDP 增速就脱离 2016 年的 2.0 下方运行状态, 持续位于 2.0 上方。

图4 美国经济增长持续位于正常区间(不变价折年数/季, %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 事件影响：对经济和市场

### 4.美国股市花谢，降息难扭转趋势

金融危机冲击过后，美国经济也恢复正常，信息产业占据全球主导高位，企业盈利增长，FANG（标普 500 指数集中于最大五档个股——微软、苹果、亚马逊、Alphabet 与 Facebook——占比约 15%）营增稳定，盈利增长亦平稳，自然就决定了美国股市指数的持续上涨。然而好花终有谢之时，世界经济格局演变、产业竞争优势对比和国际金融形势等的变化，如美国资本市场上股权化趋势接近尾声，虽然信息产业优势在芯片等关键环节仍领先，但下游终端消费制造受到华为冲击等，美国股市长牛结束的可能性在增大。这一经济、金融基础的变化，非货币变动能扭转！

图 5 美国股市长牛趋势已终结（SP500,周）

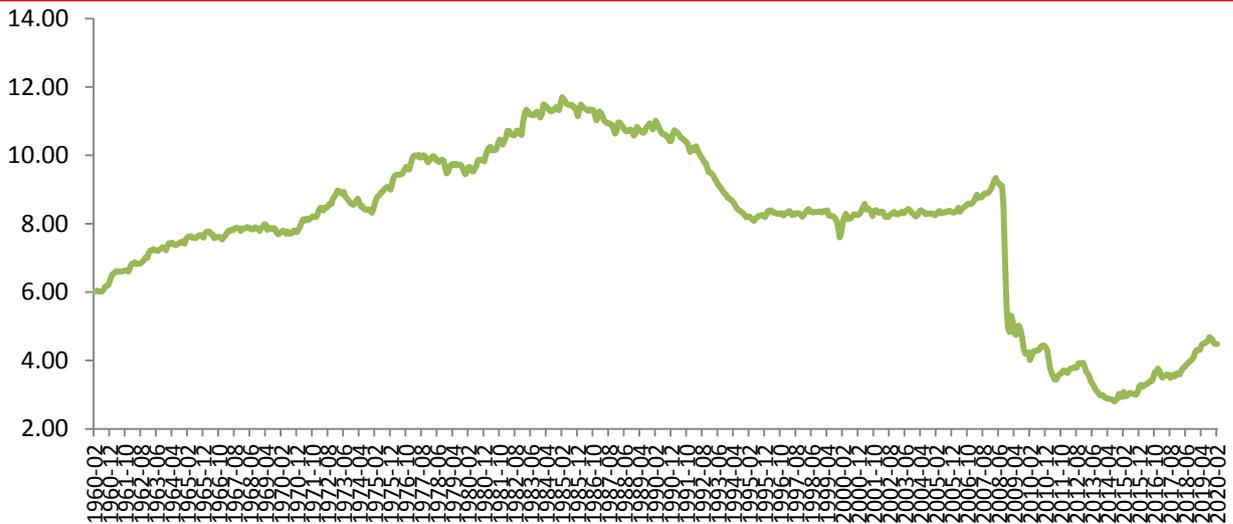


数据来源：Wind，上海证券研究所

### 5.美国金融体系不欢迎降息

更为重要的是，报表扩张从金融体系信用创造能力的角度，不仅没有必要，而且应该延续缩表进程。2008 年危机重创了金融体系，使得美国金融信用创造能力断崖式下降，衡量信用扩张能力的货币乘数由危机前的 9.2 下降到不到 2.8，其中 2008 年下半年、即危机发生初期，半年不到就下降到了 5 的下方，这意味着央行如不采取对冲措施，美国流动性将“腰斩”，于是有了针对性的 QE。笔者当时就认为，FED 的量化宽松不是救经济，而是救金融，当时美国的实体经济没问题；反观中国，中国金融体系信用扩张能力本来就旺盛，再行刺激，楼市泡沫就起来了，这给当前的经济转型增加了不少难度，也是当前经济运行压力难减的一个重要原因。

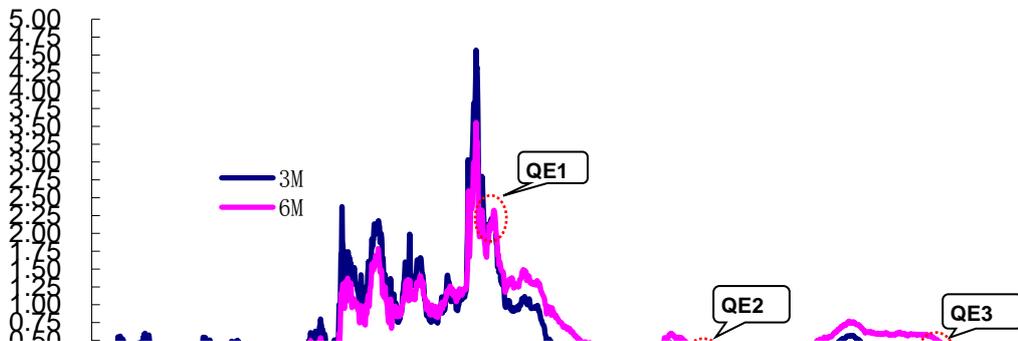
图6 美国货币乘数逐渐回升表明金融机能复苏



数据来源: Wind, 上海证券研究所

从QE出台的时间点上看,美国货币乘数——背后代表的是金融体系的信用扩张能力、金融机能,下降的时期就是各轮QE出台的时机,彼时FED应对有力、措施正确、时机恰当,因而政策成效也显著。2014年后,美国货币乘数见底缓慢回升,这意味着美国金融机能逐步恢复,FED先是停止报表扩张,转向优化期限结构,即所谓的“偏转操作”,继而开始缩表。

图5 美国流动性紧张程度变化和QE时间点



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\\_6442](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6442)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn