

2020年3月4日

宏观经济



## 意外中的不意外

### ——对美联储降息的点评

宏观简报

3月3日，美联储宣布降息50bp，超出市场预期。这是美联储在次贷危机以来最大幅度降息，也是首次在非会议期间降息。降息首先是为了对冲疫情扩散对实体经济的负面影响，其次有助于降低企业偿债压力，防止金融风险扩散。当前美国企业债务率已处在历史高位，任何突发的外生冲击，比如经济活动突然停滞，都可能引发违约风险暴露。往前看，如果疫情在美国超预期扩散，或是金融风险增加，不排除美联储进一步降息，其他央行也可能跟随。由于日、欧央行已经执行了负利率，应对疫情可能要更多依靠财政政策支持。如果美国松货币、欧洲宽财政，美德利差或进一步收窄，美元指数易下难上，利好新兴市场货币。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)

021-52523806

[liuzn@ebcn.com](mailto:liuzn@ebcn.com)

3月3日，美联储宣布降息50bp，联邦基金利率区间由1.5~1.75%下调至1~1.25%区间。对此我们点评如下：

**此次降息的幅度和时间点均超出预期。**从幅度上看，一次降息50bp的情况并不多见，过去二十年中只发生在两个时间段。一是2001-2002年间，当时正值美国互联网泡沫破灭，美国经济陷入衰退。二是2007-2008年间，美国房地产泡沫破灭，次贷危机爆发，经济陷入严重衰退。这也是次贷危机以来的最大幅度降息。从时间点上，美联储并未等到3月18日的议息会议宣布降息，而是立刻降息。这也是次贷危机以来美联储首次在非会议期间降息，反映了降息的急迫性。

**美联储为何如此急于降息？**根据鲍威尔的表述，新冠疫情给美国经济带来了持续的风险（evolving risks to economic activity），使得经济前景显著恶化（outlook has changed materially），因此需要政策对冲。的确，疫情对餐饮、旅游、交通、零售行业都会带来负面影响，但当前美国的疫情似乎也没有像韩国、意大利、日本那样严重，因此降息可能不仅仅是因为实体经济的原因。

我们认为，**降息还反映了美联储对金融风险的关注。**过去一周，彭博金融条件指数显著下行，表明流动性在股市暴跌后趋紧（图1）。纽约联储的数据也显示，3月3日隔夜回购（overnight repo）所反映的资金需求猛增至1086亿美元，为去年10月扩表以来的最高水平，也是第一次超出美联储可提供的资金上限（图2）。

图1：彭博美国金融条件指数显著下行



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所。数据截至2020年2月28日

图2：隔夜回购反映的资金需求大幅上升



资料来源：纽约联储，光大证券研究所。数据截至2020年3月3日

**而美国信用市场本就存在隐忧，任何突发的外生冲击，比如经济活动突然停滞，都可能引发风险暴露。**我们在此前报告中反复提到，美国企业债务率已处在历史最高水平。其中，BBB级企业债规模已升至3万亿美元，杠杆贷款突破1万亿美元，基于杠杆贷款的CLO市场也发展至次贷危机前的两倍。如果流动性过度收缩，或是经济超预期下行，很容易引发债务违约。一旦债务违约，其风险往往是非线性的，影响会很大。从这个角度看，降息有助于缓解企业偿债压力，防止信用风险暴露。

**接下来，美联储还会再降息吗？** 如果降息仅仅是因为疫情，那么疫情过后利率就会回升，但如果是为了防止金融风险暴露，就不能排除进一步降息的可能性。从过去二十年的经验来看，每次降息 50 bp 后都还会有更多的降息。如果新冠疫情在美国超预期扩散，或是金融风险增加，美联储或将采取更为宽松的货币政策。

**其他央行会跟随降息吗？** 在美联储宣布降息前，G7 国家财政部长和央行行长共同发表声明，表示已为抗击疫情做好准备，暗示将携手应对当前的困难。市场普遍认为这是一次央行联手的干预（coordinated easing），因此对其他央行的宽松预期也有所上升。由于疫情对日本、欧洲的直接影响更大，这两个经济体的政策对冲力度应该更强。但考虑到日、欧央行均已执行负利率，应对疫情可能要更多依靠财政政策支持。

**联储降息后，资产价格怎么看？** 由于降息可能反映了美联储对金融风险的担忧，市场风险偏好将受到抑制，不利于美股。在美联储宣布降息后，标普 500 指数一度下跌 3%，说明投资者也感受到了降息背后的担忧。10 年期美债收益率在降息后跌破 1%，再创新低，除了避险的原因外，部分还反映了市场在 price-in 更多的降息。如果美国松货币、欧洲宽财政，美德利差或进一步收窄，美元指数将易下难上，利好新兴市场货币。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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\\_6824](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6824)

