

美联储紧急降息引发市场波动，未来仍有进一步降息的可能



2020 年 3 月 6 日

联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

美联储紧急降息引发市场波动，未来仍有进一步降息的可能

联合资信评估有限公司 主权部

主要观点

- 美联储此次降息基本符合市场预期，但在 3 月议息会议前两周降息出乎市场预料，加剧了金融市场对于美国经济前景的担忧
- 美联储此次降息并非基于经济基本面的变化，而是针对新型冠状病毒疫情所采取的预防式降息行动
- 在疫情持续向全球更多国家蔓延、给全球经济带来进一步下行压力的背景下，美联储未来仍有进一步降息的可能，或将对美国及全球经济形成一定支撑
- 美联储降息可能会引发全球更多央行效仿，但部分发达国家央行降息空间已经十分有限，可能会通过扩表的方式加大政策宽松力度
- 基于经济下行的压力和疫情对经济带来的损失，预计中国央行后续将更多地通过多种货币政策工具刺激经济发展

事件概述

3 月 3 日，美联储紧急宣布将基准利率下调 50 个基点至 1%~1.25%，还将超额准备金率（IOER）下调 50 个基点至 1.1%。这是美国自 2008 年金融危机以来首次在例行政策会议之间紧急降息。

美联储在会议声明中指出：“美国经济基本面仍然强劲。然而，新型冠状病毒对经济活动构成了持续变化的风险。鉴于这些风险，以及美联储要实现最大就业和价格稳定的目标，联邦公开市场委员会今天决定将联邦基金利率的目标范围降低 0.5 个百分点至 1%~1.25%。委员会正在密切监测事态发展及其对经济前景的影响，将采用工具并采取适当行动支持经济。”

在此之前，美联储主席鲍威尔曾于 2 月 28 日暗示降息可能，美国总统特朗普也在 3 月 1 日对美联储的政策表达了不满：“无论是否关系到疫情带来的股市暴跌，美联储拿出领头人的样子率先降息都差不多是时候了。”在美联储紧急降息之后，特朗普认为美联储的降息力度仍然不够：“美联储正在降息，但必须进一步放宽，最重要的是看齐其他国家/竞争对手。”在同一天召开的 G7 国家财长及央行行长召开紧急电话会议上，G7 财长称已经准备好在合适的状况下采取包括财政措施在内的行动，来应对当前的疫情并支撑经济。

评论正文

美联储此次降息基本符合市场预期，但在 3 月议息会议前两周降息 50 个基点出乎市场预料，加剧了金融市场对于美国经济前景的担忧

自上周以来，新型冠状病毒疫情（以下简称“新冠疫情”或“疫情”）虽然在中国得到了有效控制，但在韩国、伊朗、意大利、美国等国家却有愈演愈烈之势，引发包括美国在内的全球金融市场大幅波动，市场对于美联储降息的预期有所上升。随后美联储主席鲍威尔在上周五暗示降息可能，美国总统特朗普也在上周日对美联储的政策表达了不满，督促美联储尽快采取降息行动。在此背景下，美联储此次降息基本符合市场预期，但美联储却没有像市场预期的那样等到 3 月 17 日议息会议采取行动，而是直接提前两周宣布降息，降息幅度也多达 50 个基点，而之前的行动中都是只有 25 个基点。

通常情况下，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）一年召开八次议息会议，其货币政策会在议息会议上公布。虽然美联储此次在原定议息会议之前紧急降息属于非常规安排，但也并非没有先例。此前的近 20 年期间，美联储共启动过 6 次紧急降息，主要发生在 2001 年科技股泡沫破裂期间和 2008 年金融危机期间，单次降息幅度多为 75 个基点。紧急降息的主要原因在于应对严重风险事件冲击、缓解经济衰退担忧，但从结果来看，每次紧急降息都伴随着经济下行周期的来临。

表 1 近 20 年美联储历次紧急降息情况

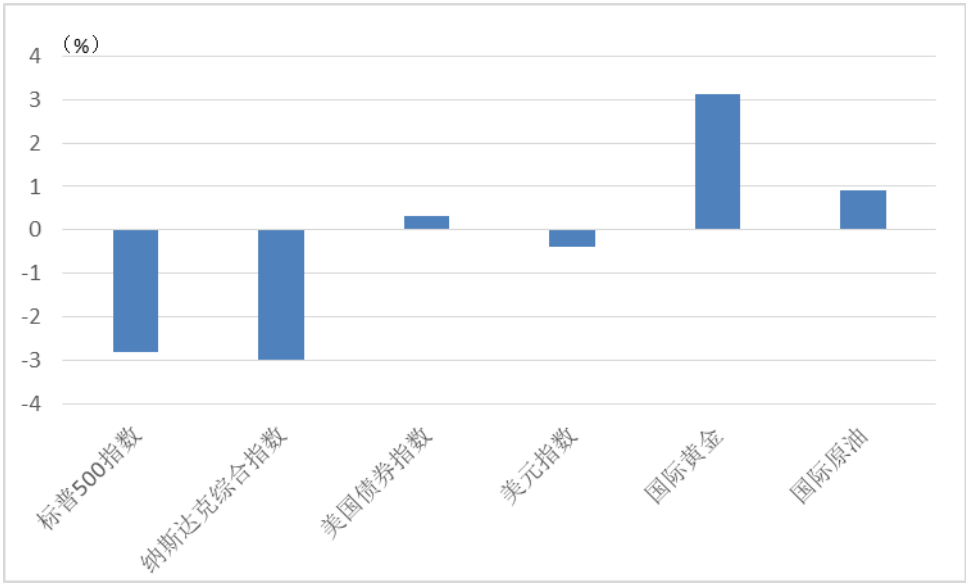
日期	降息幅度	调整后利率	原因
2001 年 1 月 3 日	50BP	6.00%	科技股泡沫破裂
2001 年 4 月 18 日	50BP	4.50%	经济衰退担忧加剧
2001 年 9 月 17 日	50BP	3.00%	“9.11” 恐怖袭击
2007 年 8 月 17 日	50BP（贴现利率）	5.75%（贴现利率）	次贷危机引发流动性危机
2008 年 1 月 22 日	75BP	3.50%	经济衰退担忧加剧
2008 年 10 月 8 日	50BP	1.50%	雷曼兄弟破产
2020 年 3 月 3 日	50BP	1.25%	新冠疫情带来经济下行风险

数据来源：Wind，联合资信整理

从此次降息后金融市场的表现来看，较大幅度的紧急降息对于美股的刺激只持续了短短十几分钟，随后美股大幅回落，标普 500 指数盘中跌幅一度超过 3.6%，最终收跌 2.8%，美元指数在降息当天也小幅下跌了 0.4%。另一方面，以债券和黄金为代表的避险资产普遍上涨，10 年期美国国债收益率下跌至创纪录低点 0.984%，30 年期美国国债的收益率也创下了历史新低的 1.601%，国际黄金价格当天大涨 3.1%。

金融市场避险情绪的大幅上升表明，美联储此次紧急降息并没有起到应有的作用，反而加剧了金融市场对于美国经济前景的担忧。自 2008 年金融危机以来，美联储一直不肯在金融市场爆发恐慌情绪的时候做出紧急应对行动，因为这样会使市场认为美联储在毫不掩饰地救市，暗示美国高层认可了经济衰退的可能，还会使人质疑美联储可能丧失了货币政策独立性。美联储此次降息则打破了之前的传统，印证了金融市场对于美国经济增长前景的担忧，而美联储在特朗普等高级官员接连喊话后再采取行动也使得市场对美联储的独立性提出更大的质疑。另一方面，在新冠疫情尚未得到有效控制的情况下，金融市场可能认为美联储此次降息行动仍不足以缓解经济下行的风险。

图 1 美联储降息当天（3 月 3 日）主要大类资产涨跌情况

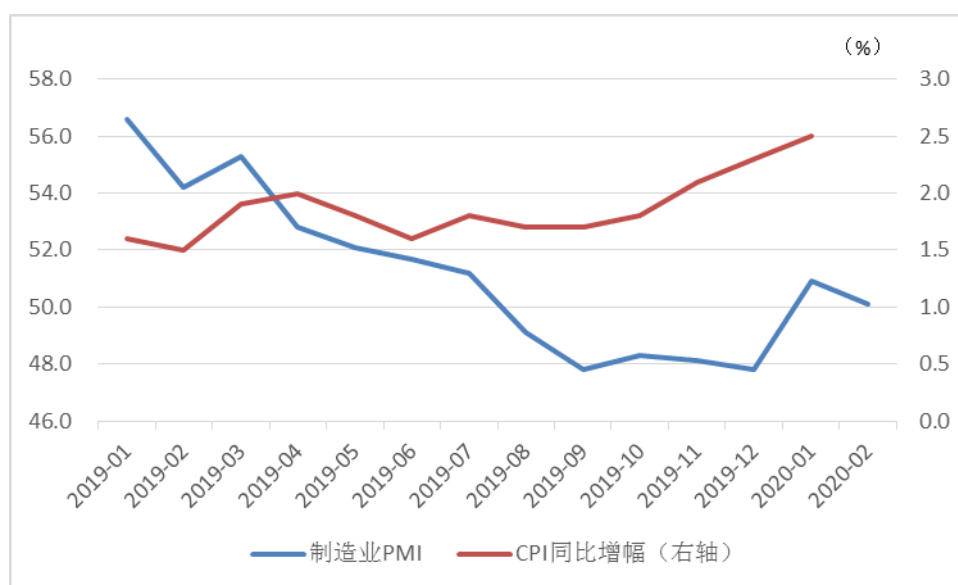


数据来源：Wind，Bloomberg，联合资信整理

美联储此次降息并非基于经济基本面的变化，而是针对新冠疫情所采取的预防式降息行动；在疫情持续向全球更多国家蔓延、给全球经济带来进一步下行压力的背景下，美联储未来仍有进一步降息的可能，或将对美国及全球经济形成一定支撑

在 2019 年连续三次降息后，美联储在接下来的三次议息会议中均“按兵不动”，降息节奏明显放缓。在 2020 年 1 月召开的最近一次会议上，美联储表示其对美国经济状况充满信心，并认为利率可能会保持一段时间不变。另一方面，美国近期的经济数据也支撑了美联储此前的政策立场：通胀水平在 2020 年 1 月已升至 2.5%，为 2018 年 10 月以来的新高；制造业 PMI 在 2020 年 2 月虽然小幅下滑，但仍处于 50 的荣枯线之上；此外，美国在非农就业人数、零售销售数据等方面也都处于比较好的状态。在此背景下，美联储此次紧急降息显然不是基于经济数据变化所做出的决定，其背后既有来自特朗普等美国高层的压力，又有金融市场的“呼吁”，但最主要的原因还是在于为预防新冠疫情对经济可能造成较大冲击而采取的预防式降息行动。

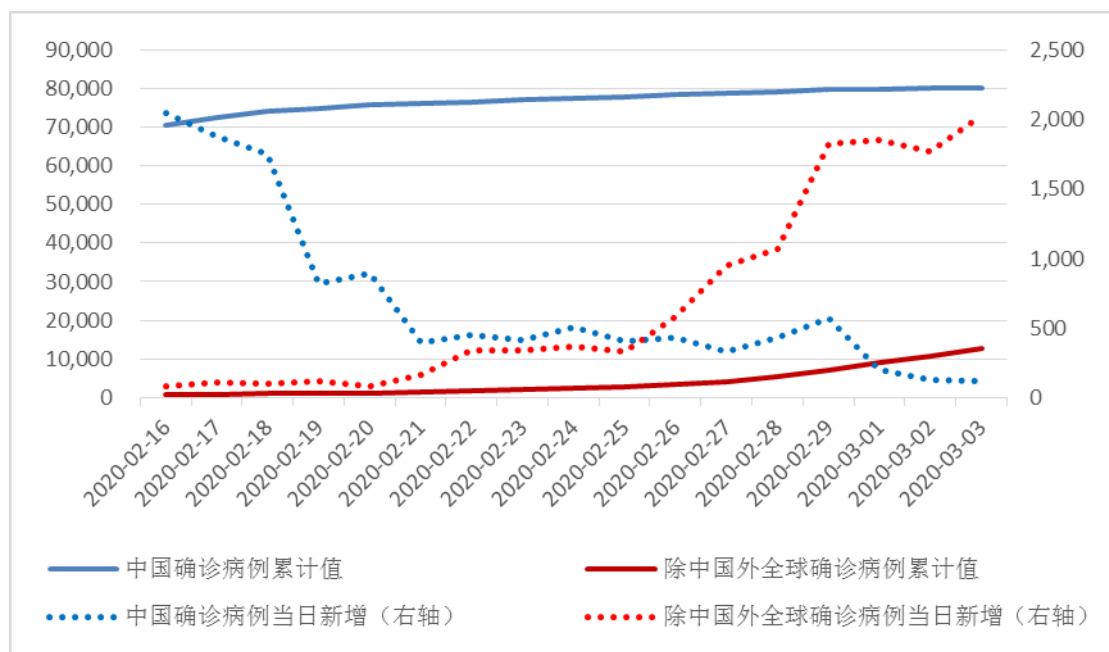
图 2 美国制造业 PMI 和 CPI 数据变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

自 2020 年 2 月中下旬以来，新冠疫情在全球范围内持续蔓延，除中国外的全球各国确诊病例人数显著上升，至 3 月初已超过 1 万人，主要集中在韩国、意大利和伊朗三国；从新增确诊病例来看，自 2 月 26 日起除中国以外的全球新增确诊病例首次超过中国新增确诊病例，且两者之间的差距呈持续扩大之势。从美国的情况来看，截至 3 月 3 日，美国累计确诊 125 人，在全球各国中排名第十，但其累计死亡率高达 7.2%，在所有国家中排名最高。此外，由于美国缺乏大规模检测的能力，当前数据并不能反映美国疫情的真实严重程度，再加上美国政府目前并未采取措施限制国内人员流动，后续美国确诊人数很有可能会加速上升。

图 3 新冠疫情全球确诊病例变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

在此背景下，美联储未来仍有进一步降息的可能。在紧急降息后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔称美联储“准备好了使用相关工具并作出适当行动”，并表示在“应对当前挑战、保持美国经济强劲增长”方面，美联储会做好本职工作，未来将会有更多来自决策部门的协调行动。从历史上看，美联储“作出适当行动”的表述通常是对即将降息的强烈暗示，但鲍威尔同时还提到当前的政策立场是合适的，称未来的政策变化取决于“形势演变以及一系列其他事情”。从当前情况来看，美联储进一步降息的可能性仍存，但降息的时点和幅度则取决于多重因素，包括未来一段时期内美国确诊病例变化情况、美国经济数据走弱程度、金融市场状况以及来自特朗普等高层的压力。

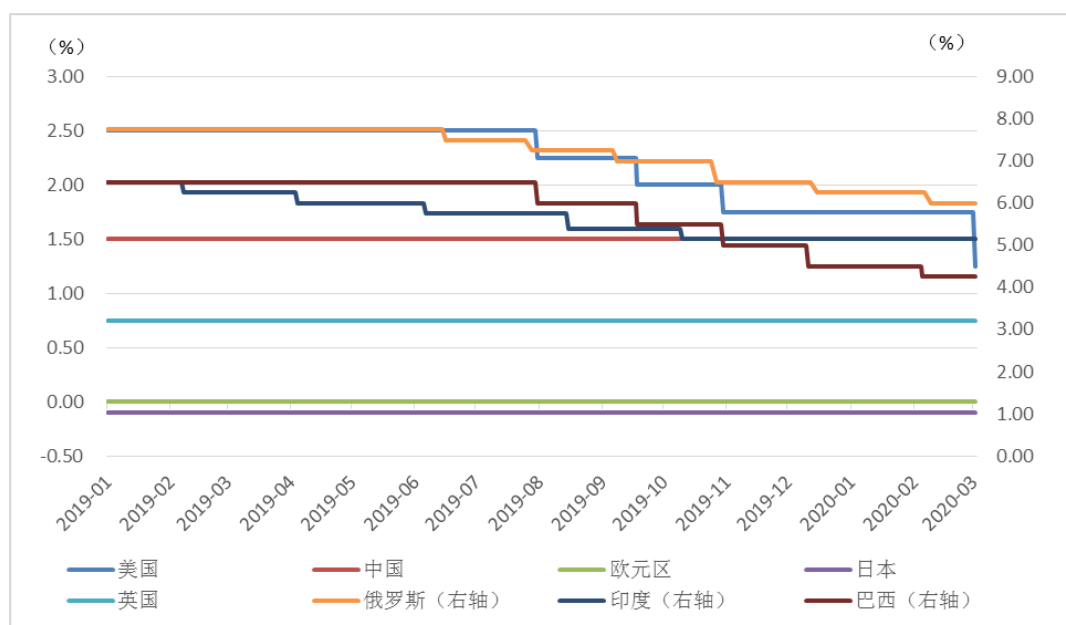
尽管降息对经济的提振作用正在边际减弱，美联储未来可能采取的进一步降息行动仍将有助于缓解新冠疫情给消费支出和市场信心带来的损伤，避免美国经济增速下滑过快或陷入衰退，并在疫情结束后推动经济更快复苏。作为全球最大的经济体，美国经济的稳定也将对全球经济增长形成一定支撑，避免全球经济增速在 2019 年跌至金融危机以来最低水平后进一步下滑。

美联储降息可能会引发全球更多央行效仿，但部分发达国家央行降息空间已经十分有限，可能会通过扩表的方式加大政策宽松力度

2019 年，美联储货币政策发生重大转变，全年连续三次降息并重新开启了扩表进程，引发全球主要央行纷纷“转鸽”，全球货币政策持续趋向宽松，新兴市场国家则掀起了“降息潮”，但在美联储连续三次议息会议“按兵不动”后，全球降息节奏有所趋缓。进入 2020 年以来，部分新兴市场国家央行延续了降息态势，俄罗斯、印度、巴西、泰国、菲律宾、马来西亚等国央行纷纷再度降息，而在 3 月 3 日美联储紧急降息前，澳大利亚央行率先将利率水平降至历史新低，美联储降息后香港、阿联酋等实行联系或盯住汇率制度的国家和地区也紧跟步伐降息 50 个基点。

未来一段时期内，全球更多央行可能会效仿美联储重启降息进程，尤其是部分新兴市场国家，其利率当前仍处于相对较高水平，降息的频率和幅度可能会更大。另一方面，日本和欧洲目前已陷入负利率区间，未来降息空间极为有限，可能会更多通过扩表的方式来加大宽松力度。3 月 2 日，日本央行行长黑田东彦在紧急声明中表示，“日本央行将密切监测事态发展，努力稳定市场，并通过市场运作和资产购买操作来提供足够的流动性”。此前日本央行已向金融机构提供 5,000 亿日元的资金，这也是 2016 年 3 月以来日本央行首次通过国债回购协议提供资金。欧洲央行行长拉加德也在同一天表示，“欧洲央行正在密切监视事态发展及其对经济、中期通货膨胀和货币政策传导的影响。我们随时准备采取必要和有针对性的措施，以应对潜在风险”。

图 4 全球主要央行利率水平变化情况

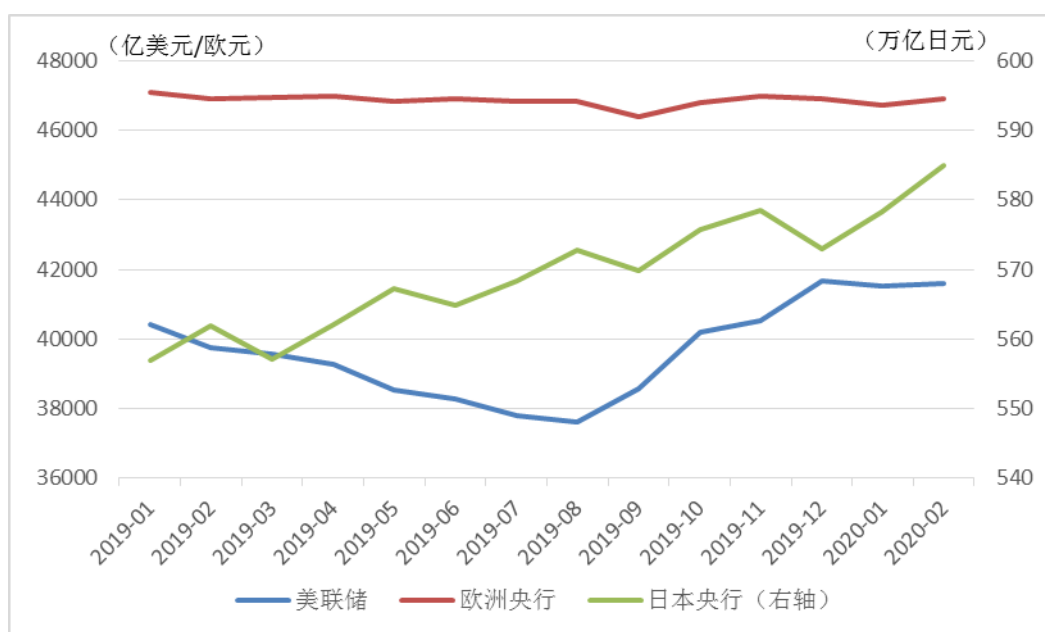


数据来源：Wind，联合资信整理

从日本央行和欧洲央行资产负债表变化情况来看，日本央行资产规模在 2019 年增长了近 20 万亿日元，且不断刷新历史新高，2020 年在降息空间极为有限的情况下资产负债表

有望持续扩张，很有可能突破 600 万亿日元大关；欧洲央行资产负债表规模位居全球第一，2019 年资产规模基本保持稳定，但根据此前确定的从 2019 年 11 月开始每月购买 200 亿欧元的计划，欧洲央行资产负债表将在 2020 年突破 5 万亿欧元。此外，美联储每月 600 亿美元的短期国债购买计划也将推动美联储资产负债表呈持续扩张之势，且在 2020 年二季度到期后有延期的可能。

图 5 美联储、欧洲央行和日本央行资产规模变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

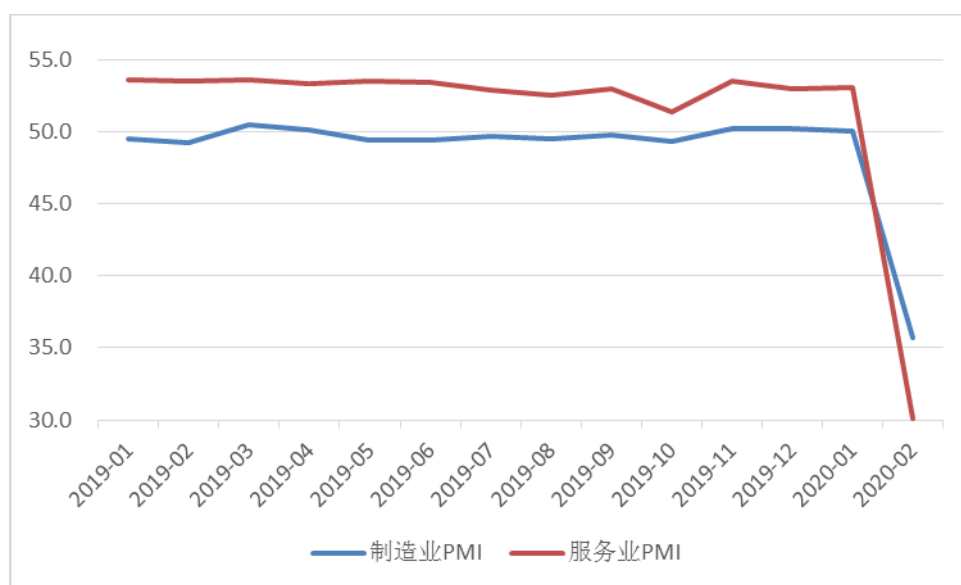
基于经济下行的压力和疫情对经济带来的损失，预计中国央行后续将更多地通过多种货币政策工具刺激经济发展

在美联储紧急降息后，中国央行并未立刻采取行动。3月4日，中国央行公告称，目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，2020年3月4日不开展逆回购操作。这意味着中国央行并未立即跟随降息，逆回购、中期借贷便利（MLF）等政策利率仍保持不变，显示出一定的定力。这主要是因为中国作为疫情爆发最早、受影响最大的国家，早在2月初就已采取了有效的疫情防控及逆周期调节措施，如调降逆回购和MLF利率、再贷款再贴现、专项再贷款等，保持市场流动性合理充裕。由于前期采取的政策举措见效仍需时日，美联储此次紧急降息后中国央行也没有必要立即跟随。另一方面，近年来中国央行政策独立性逐渐增强，货币政策调整主要依据国内经济形势、通胀水平等情况决定，受美联储货币政策调整影响较小。

基于经济下行的压力和疫情对经济的损失，预计中国央行后续将更多地通过多种货币政策工具刺激经济发展。从最近的经济数据来看，受疫情影响中国制造业和非制造业的运行均明显放缓，2月制造业和非制造业 PMI 均出现断崖式下滑，双双创下历史新低，尤其是服务业受到疫情冲击更为严重，服务业 PMI 也从“荣枯线”之上大幅跌至 30 左右的低位。尽管当前疫情已经得到了一定程度的控制，企业复工复产也在逐步开展，但疫情对中国经济增长的影响仍然很大，预计将拖累一季度经济增速 2 个百分点左右，且如果后续疫情有所反复，其造成的经济损失可能会进一步扩大。

考虑到当前疫情尚未得到完全控制且经济下行压力持续加大，央行的货币政策有望持续趋向宽松，但由于当前通货膨胀水平持续处于高位，1 月的 CPI 增幅更是高达 5.4%，因此央行后续进一步降息可能会加大通胀压力。在此背景下，未来一段时期内央行可能会更侧重于综合运用多种政策工具（MLF、公开市场操作、常备借贷便利、再贴现等）来引导 LPR 利率下行，切实降低企业融资成本，以缓解疫情后续可能会对经济造成的影响。

图 5 中国制造业和服务业 PMI 变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理