

关于美联储货币大放水的五问五答

自海外疫情加速蔓延以来，美联储出台了一系列力度空前的刺激政策。当前美股已经走出前期技术性熊市，但这不代表着美国已经摆脱金融危机风险。在全球宽松背景下，中国作为好的新兴市场，受到的资本流动冲击相对较小，未来人民币国际化的机遇和挑战并存。

- 新冠疫情在美国加速蔓延且对美国经济影响逐步加深是促使美联储货币政策刺激力度不断加大的直接原因。但更深层次的原因是，前期缺乏疫情防控政策和财政政策配合，导致资本市场出现过激反应，迫使美联储不得不采取超预期的果断措施。
- 2月底至3月23日期间，美股出现大幅下跌，进入技术性熊市，但这不代表美国已经暴发金融危机。同样，3月24日以来美股的大幅反弹也不能视为美国已经摆脱金融危机的标志。下一阶段，美国企业债违约风险、美股高估值风险、银行业盈利能力恶化以及影子银行爆雷风险等都有可能成为金融危机的引爆点。
- 在美股剧烈震荡时期，新兴市场遭遇了创纪录的资本外流。究其原因，是由于2008年金融危机之后，新兴市场外债负担增加但偿债能力减弱，此次疫情冲击叠加油价暴跌又进一步加剧新兴市场的脆弱性。国际投资者将新兴市场大致分为“好的”和“差的”两类。相较于“差的”新兴市场而言，“好的”新兴市场受到的资本流动冲击较小。
- 今年以来，中美两国央行综合运用了价格型和数量型工具应对疫情冲击。但无论是降准还是降息操作，中国央行都表现地相对冷静克制。中国货币政策仍处于正常状态，中国央行没有面临流动性救市需求，并且国内疫情已经得到基本控制，这些都意味着中国央行没有必要照搬美联储的大放水模式。中国央行的举措体现其既保持政策定力，又要留有政策余地的操作思路。
- 从2008年金融危机的经验来看，美联储大放水与美元国际地位之间没有必然联系。但近年来特朗普政府积极推行的“美国优先”政策，却可能动摇战后美元本位国际货币体系的根基。在全球宽松背景下，人民币国际化短期获得正外部性，但中长期来看仍然是机遇和挑战并存。我们必须树立底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的思想和工作准备。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

*管涛、刘立品为本报告重要贡献者

3月份以来，美联储先后出台了一系列刺激政策：3月3日美联储紧急降息50bp；3月15日美联储第二次紧急降息100bp，将政策利率降至零，同时宣布总额为7000亿美元的QE计划；3月23日美联储宣布将资产购买速度提升为每天1250亿美元（包括750亿美元国债和500亿美元MBS），规模按需购买不设上限。2月27日至5月6日期间，美联储扩表2.56万亿美元，增长61.6%，总资产规模高达6.72万亿美元，与2020年一季度折年率名义GDP之比为31.2%，较2019年末上升了12个百分点，明显高于同期欧元区、日本、英国央行总资产与GDP之比的增幅。那么，应该如何理解美联储力度空前的刺激政策呢？本文拟对美联储大放水的原因、溢出影响等五个问题进行回答。

一、美联储前主席耶伦夸赞美联储采取了积极、快速、全力以赴的行动。但为什么美联储货币政策前期效果不佳，并且刺激力度远大于欧央行？

疫情影响逐步加深是美联储刺激力度不断加大的直接原因。2月底以来，海外疫情加速蔓延。3月3日，美联储发布会议公告称，美国经济基本面依然强劲，但新冠病毒对经济活动构成了风险。为应对这些风险并实现充分就业和物价稳定的目标，FOMC决定将联邦基金利率的目标范围降至1%至1.25%。3月15日，美联储发布会议公告称，新冠疫情将在短期内影响美国经济活动，并对经济前景构成风险，FOMC决定将联邦基金利率的目标范围降至0%至0.25%。此外，美联储宣布准备使用全部工具满足家庭和企业信贷需求，从而促进充分就业和物价稳定。3月23日，美联储发布会议公告称，新冠疫情正在对美国 and 世界各国造成巨大的困难，美联储将购买必要规模的国债和MBS以支持市场平稳运行以及货币政策向更广泛的金融和经济有效传导。

疫情应对措施次序本末倒置使美联储不得不采取超预期措施。应对疫情冲击，应该采取以疫情防控为主、经济对冲为辅的一揽子措施。然而，在美国疫情暴发初期，由于缺乏公共卫生政策（3月13日美国才宣布国家紧急状态）和财政政策（3月27日财政刺激计划才被签署）配合，美联储不得不单兵突进。3月9日至3月18日期间，以美股四次熔断此为标志的资本市场过激反应很快将美联储逼到墙角。2008年金融危机应对的教训表明，一旦市场恐慌、流动性危机酿成，政府救助成本将会显著上升。因此，为阻止股灾酿成广泛的信心危机、信用紧缩的流动性螺旋，美联储不得不采取超预期的果断措施。尤其是在美联储两次紧急降息至零且排除负利率政策选项之后，面对弹尽粮绝的市场质疑，美联储必须迅速做出超预期的政策响应，逆转市场悲观情绪。

相较而言，欧洲疫情大暴发早于美国，但在应对疫情冲击时，欧洲国家并没有第一时间诉诸于货币政策，而是率先出台了疫情防控政策和财政刺激计划（见图表1）。3月12日，欧央行在美联储紧急降息后，并未如市场预期降息。一方面，这反映出在负利率政策下，欧央行的降息效果受到制约；另一方面，如欧央行行长拉加德所言，财政政策才是应对危机的首要选择。为缓解市场流动性紧张状况，欧央行加大资产购买。3月14日至5月1日，欧央行扩表6909亿欧元，增长14.7%，远小于同期的美联储资产负债表增幅。由此可见，疫情防控力度和财政政策配合，是影响货币政策刺激力度的重要因素。为了预留货币政策空间，美联储自4月2日开始陆续减少单日购买国债规模，5月11日至5月15日，美联储单日购债规模从此前750亿美元的峰值降至70亿美元。

图表 1. 欧洲国家和美国的疫情应对措施

三大政策	欧洲国家	美国
疫情防控	3月10日意大利开始封城；3月14日丹麦、西班牙开始封城； 3月16日德国开始实施社交禁令；3月17日法国开始封城；	3月11日，美国发布针对欧洲的旅行禁令； 3月13日，美国宣布进入“国家紧急状态”； 3月19日开始，美国各州陆续执行“居家隔离令”；
财政政策	3月1日，意大利宣布36亿欧元的财政刺激计划； 3月10日，欧委会宣布设立总额为250亿欧元的“危机应对基金”； 3月16日，意大利通过了总额为250亿欧元的经济纾困法令； 3月17日，西班牙、法国分别出台2000亿和450亿欧元的救助计划； 3月23日，德国通过7500亿欧元的经济纾困计划； 4月6日，意大利向企业追加4000亿欧元流动资金； 4月9日，欧盟成员国财长会议同意实施5400亿欧元的救助计划；	3月27日，美国通过2.2万亿美元的财政刺激计划； 4月23日，美国通过4840亿美元的救济法案；
货币政策	3月12日，欧央行维持三大关键利率不变，额外增加1200亿欧元的资产购买净额直至今年年底； 3月19日，欧央行启动7500亿欧元的紧急资产购买计划；	3月3日，美联储紧急降息50个基点； 3月15日，美联储紧急降息100个基点，将联邦基金目标利率降至零并重启扩表； 3月23日，美联储宣布实施无上限量宽；

资料来源：IMF, FED, 中银证券

二、关于美国有没有发生金融危机，现在市场分歧很大。那么，美国已经发生金融危机了吗？或者说美联储大放水之后，美国已经摆脱或者不会发生金融危机了吗？

前期美股大幅下跌不代表金融危机发生。通常而言，金融危机主要分为银行危机、债务危机和货币危机等类型。莱因哈特和罗格夫（2012）统计了新兴市场和发达国家历次金融危机前后的股价走势发现，实际股价均值呈现出先跌后涨的“V”型走势¹。由此可见，金融危机暴发前往往伴随着股价下跌。但正如萨缪尔森的名言——“股票市场预测到过去5次衰退中的9次”一样，每次股市下跌同样不代表金融危机必然会随之发生。例如，1962年3月至6月、1987年10月、2015年5月至8月、2018年10月至12月，道琼斯工业指数分别下跌了26%、34%、14%和19%，但之后美国均未暴发金融危机。截至2020年3月23日，美股较年内高点已经下跌了30%以上，无疑已发生股灾，属于金融危机的前兆。但美股暴跌对于美国经济金融体系的破坏性影响并未显现。因此，从严格意义上讲，前期美股大幅下跌不能算作金融危机。然而，由于疫情持续时间和对经济的冲击仍然存在较大不确定性，因此并不能完全排除美国暴发金融危机的可能，以下四大风险或将成为金融危机的引爆点。

企业债违约风险：2008年金融危机以来，在低利率环境下，美国非金融企业部门债务规模持续攀升。截至2019年末，美国未偿还企业债券规模为9.6万亿美元，占GDP比重为45%，较2008年上升7.4个百分点。高盛预计，受疫情冲击叠加油价暴跌影响，2020年美元市场将有7040亿美元的企业债由投资级降为高收益级，远超2008年金融危机时的水平。同时，疫情暴发之后，已经有31%的企业现金流从正值转为负值。如果新冠疫情持续时间较长，更多企业出现现金流断裂情况，那么企业发生债务违约、破产倒闭的风险也将随之增加。

美股高估值风险：2008年金融危机之后，美股已经走出十年长牛。2020年2月底以来，受市场恐慌情绪影响，美股出现大幅下跌，但自3月24日以来出现大幅反弹。截至5月12日，道琼斯工业指数市盈率为21.34倍，高于2000年以来3/4分位数。如果疫情持续时间较长，上市公司财务状况恶化，将会进一步凸显美股的高估值风险。

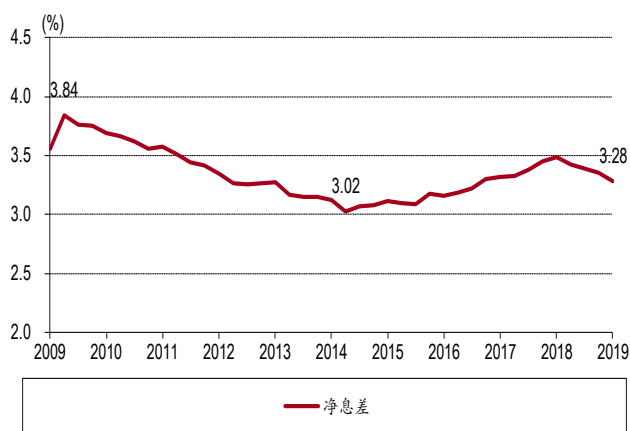
银行盈利恶化风险：一方面，为应对疫情冲击并配合财政政策扩张，美联储需要在中长期维持低利率，这会导致净息差进一步收窄。美国联邦存款保险公司（FDIC）数据显示，上次金融危机后，美国银行业净息差由2010年一季度的3.84%降至2015年一季度的3.02%，之后随着美联储货币政策正常化半途而废，银行业净息差经历短暂上升后再次回落，降至2019年四季度的3.28%（见图表2）。另一方面，为应对疫情引起的资产质量恶化，一季度美国七大银行计提拨备约为270亿美元，为金融危机以来最高水平。如果疫情持续时间较长，居民和企业偿债能力大幅减弱，将会严重影响银行业的资产质量。

¹ 卡门·莱因哈特、肯尼斯·罗格夫，这次不一样：八百年金融危机史[M].机械工业出版社，2012年7月。

² 美国七大银行具体包括摩根大通、花旗、美国银行、富国银行、美国合众银行、高盛和PNC。

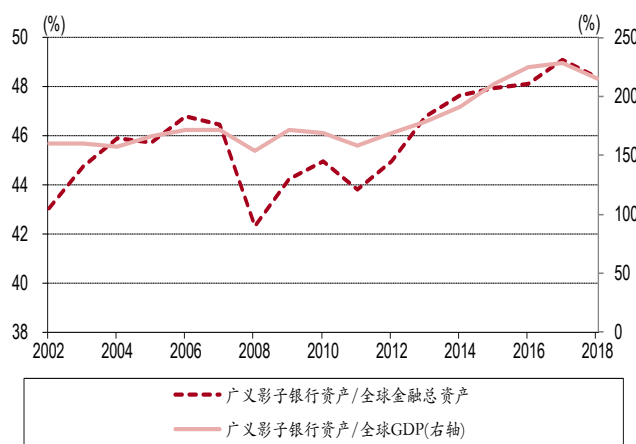
影子银行爆雷风险：2008 年国际金融危机暴发后，国际社会加强了对影子银行的监管。但十年来，全球影子银行体系不仅没有瘦身反而更加庞大。全球金融稳定理事会 (FSB) 数据显示，2018 年底全球广义影子银行体系总资产 183 万亿美元，占全球金融总资产的 48%，较 2008 年上升了 6 个百分点；相当于全球 GDP 的 2.15 倍，较 2008 年上升了 65 个百分点 (见图表 3)。其中，美国广义影子银行总资产相当于美国金融总资产的 63%，高出全球平均值 15 个百分点；相当于美国 GDP 的 305%，高出全球平均值近 90 个百分点。与正规银行体系相比，影子银行体系仍然较为复杂和欠缺透明度。在金融市场波动时期，相关金融产品难以被正确定价，羊群效应可能导致影子银行出现流动性甚至清偿力问题。3 月 18 日美股年内十天第四次熔断，就是因某大型对冲基金的市场传闻所触发。可见，影子银行的个体风险有时可能演变成系统性风险。2008 年 9 月 15 日美国第四大投行雷曼兄弟申请破产保护，引爆全球金融海啸就是前车之鉴。

图表 2. 美国银行业净息差变化情况



资料来源：FDIC，中银证券

图表 3. 广义影子银行资产占金融资产和 GDP 比重



资料来源：万得，中银证券

三、按照上次危机应对的剧本，似乎应该是美联储“零利率+无限 QE”，新兴市场遭遇热钱流入和本币升值压力。可是，为什么这次我们看到的是新兴市场遭遇的资本流出冲击远超 2008 年？

2008 年金融危机暴发后，美联储推出了三轮量化宽松政策，导致全球流动性泛滥，大量资金涌入新兴市场，加剧本币升值、通货膨胀和资产泡沫压力。然而，今年以来，新兴市场遭遇了创纪录的资本外流冲击。国际金融协会 (IIF) 数据显示，1 月 21 日以来，已有近 1000 亿美元组合投资资金撤离新兴市场，仅 3 月份新兴市场资金流出规模就高达 830 亿美元，远超 2008 年金融危机时期。

2008 年以来的十年大水漫灌加重了新兴市场“原罪”。所谓新兴市场“原罪”，是指由于本国货币不可自由兑换、本地金融市场欠发达，新兴市场面临国际清偿能力约束，同时要到海外金融市场筹资特别是中长期融资，这就造成了新兴市场普遍的货币错配和期限错配。2008 年金融危机之后，全球范围内长期的宽流动性和低利率环境导致新兴市场“原罪”进一步加重。IMF 数据显示，2018 年新兴市场和发展中经济体外债总额为 10.1 万亿美元，较 2008 年底翻了一番还多；占 GDP 之比为 31.6%，较 2008 年上升 7.3 个百分点，高于 20% 的国际警戒线。与此同时，新兴市场和发展中经济体的经常项目顺差则大幅收窄，2019 年经常项目顺差占 GDP 比重为 0.1%，较 2008 年下降 3.3 个百分点。剔除中国后新兴市场经常项目收支已经逆差，抵御资本外流冲击的能力大幅减弱。

在新冠疫情冲击下新兴市场“原罪”被迅速放大。一方面，外需疲软对出口特别是对大宗商品和能源出口依赖较大的新兴市场影响首当其冲，同时全球人员流动停滞也对依靠劳务和侨汇收入的新兴市场产生较大影响，削弱其偿债能力。世界银行最新预测，受疫情隔离以及大范围失业影响，2020年流向中低收入国家的国际汇款将减少1000亿美元，同比骤减20%，创历史最大跌幅。另一方面，新兴市场应对疫情冲击的政策空间有限。IMF数据显示，2018年新兴市场和发展中国家政府总债务/GDP为50.6%，较2008年上升了15.1个百分点；2019年一般性政府财政赤字/GDP为4.7%，较2008年上升了3.9个百分点。对冲疫情的经济冲击，意味着新兴市场政府支出增加、收入减少，赤字进一步扩大。如果当地还遭遇经济衰退、通货膨胀、资本外流，那么，当局无论是运用利率、汇率还是财政手段的能力都将受到较大制约。

但并非所有的新兴市场都会被无差别攻击。虽然相较于发达经济体而言，新兴市场整体脆弱性凸显，但新兴市场经济和金融基本面存在明显差异。2013年5月，在美联储释放提前退出QE的信号影响下，国际投资者对新兴市场进行了区分。受资本外流影响，截至2013年底，“脆弱五国”（印尼、土耳其、巴西、印度、南非）和阿根廷的货币分别贬值了19.9%、13.7%、13.7%、10.5%、9.2%和19.5%，墨西哥比索、俄罗斯卢布分别贬值了5.7%和4.2%，同期人民币和韩元汇率不跌反涨，二者分别升值了1.5%和5.2%。同样，从当前情况来看，国际投资者仍然会区分好的新兴市场 and 差的新兴市场。综合来看，以阿根廷为代表的脆弱经济体，由于面临经济衰退、高通胀、双赤字、外债水平和高外汇储备不足的问题，因此非常容易遭受大规模资本流动冲击。而以中国为代表的新兴经济体，经济和金融基本面较为健康，汇率弹性增强也有助于吸收资本流动冲击（见图表4）。IIF预计，2020年中国净资本流出规模占GDP比重为1.6%，显著低于2015和2016年时期以及其他新兴经济体³。

图表 4. 2019 年主要新兴市场经济和金融基本面情况

	中国	韩国	印度	印尼	俄罗斯	土耳其	阿根廷	墨西哥	巴西	南非
经济增长率	6.10	2.00	5.31	5.02	1.34	0.88	(2.16)	(0.15)	1.10	0.15
通货膨胀率	2.90	0.38	7.66	3.03	4.47	15.18	53.58	3.64	3.73	4.12
经常账户/GDP	0.99	3.65	(0.94)	(2.72)	3.91	1.15	(0.79)	(0.19)	(2.69)	(12.08)
财政余额/GDP	(4.89)	(0.63)	(5.90)	(2.15)	1.93	(2.92)	(3.79)	(1.64)	(5.78)	(6.29)
外债余额/GDP	14.34	28.42	19.76	36.12	28.50	57.98	61.83	36.82	31.21	52.68
外汇储备/GDP	21.69	24.22	15.01	10.96	25.46	10.23	8.73	13.55	18.84	13.06

资料来源：CEIC，万得，中银证券

四、这次美联储大放水，而中国央行无论降准还是降息操作都显得比较克制。为什么中国央行没有跟随美联储降息扩表？

中国央行相较于美联储而言表现相对从容。对比降息幅度，中国央行MLF和LPR各累计下调30个基点，而美联储将政策利率下调150个基点至零。在数量型工具方面，中国央行通过降准和公开市场操作释放流动性，并设立抗“疫”专项再贷款、增加再贷款再贴现额度和政策性银行专项信贷额度；美联储则采取了降准、回购、资产购买等政策，并重启和新设多种流动性支持工具。对比降准幅度，中国央行在经过一次全面降准、两次定向降准后，大型和中小型存款类金融机构准备金率分别降至12.5%和9.5%，而美联储则取消了所有存款机构的准备金率要求。从资产负债表变动幅度来看，一季度中国央行总资产减少5756亿元，较2019年末下降1.6%；总资产与年化名义GDP之比为37.3%，较2019年末下降0.2个百分点。同期，美联储总资产增加1.6万亿美元，较2019年末增长39.2%；总资产与一季度折年率名义GDP之比为27%，较2019年末增长7.8个百分点。

³ IIF, Capital Flows Report: Sudden Stop in Emerging Markets, 2020年4月9日。

中国央行表现相对从容的主要原因有二

中国央行无流动性救市压力。在海外股市震荡加剧时期，中国股市交投依然活跃。2月21日至3月24日，沪深两市日均成交额1.01万亿元，高于年初至2月20日的日均7844亿元；上证综指跌幅3%以上的交易日仅占到17.4%，远低于道指该项占比47.8%的水平。同期，中国日均泰德利差（3个月Shibor与3个月国债收益率差）为59个基点，低于年初至2月20日日均89个基点的水平，显示股市震荡并未导致境内货币市场流动性趋紧。此外，尽管受疫情冲击，人民币汇率承压，但外汇市场运行总体平稳。前3个月反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇顺差合计482亿美元，远超去年同期的顺差166亿美元。

两国货币政策实施的节奏不同。由于疫情在中国率先暴发，中国央行自2月3日起便进入抗“疫”状态。2月3日至5月8日，境内7天存款类机构质押式回购加权利率（DR007）日均为1.80%，较年初至1月23日回落了60个基点，显示市场流动性充裕。海外疫情加速蔓延才促使美联储自3月初进入疫情应对状态。在美联储陆续出台大规模刺激政策的同时，我国本土疫情传播基本阻断，货币政策重点由前期支持疫情防控转向支持企业复工复产。当3月15日美联储二次降息至零时，3月13日中国央行已宣布普惠定向降准的措施于16日正式落地。16日当天，我国DR007应声跌破2%，降准的效果已开始显现。这是当天MLF中标利率和当月LPR利率没有下调的重要原因。

两国货币政策传导的效率不同。两国金融体系迥异决定货币政策传导机制存在明显差异。其中，中国金融体系是以间接融资为主，银行体系是货币政策的传导枢纽；美国金融体系是以直接融资为主，资本市场在美国货币政策传导中发挥着重要作用。然而，3月中上旬资本市场对美联储的刺激政策并不买账，出现了以四次熔断、发生股灾为标志的过激反应。这很快将美联储逼到了墙角。为了阻止股灾酿成广泛的信心危机、信用紧缩的流动性螺旋，美联储不得不采取超预期的果断措施。反之，中国央行尽管资产负债表收缩，但在银行信贷渠道的货币政策传导效率明显高于美联储，一季度M2、社融增长和宏观杠杆率上升超预期，自然不必为刺激而刺激。

总之，与孤注一掷的美联储相比，中国央行显得更加冷静克制，既保持了政策定力，又留有了政策余地。去年8月份人民币汇率破“7”之后，打开了汇率可上可下的空间，人民币汇率市场化程度进一步提高，这扩大了央行货币政策空间，给了央行独立性更多的底气。需要指出的是，当前中美利差持续走阔并非是央行稳汇率的需要，其主要原因：一是中美两国通胀预期不同；二是地方政府专项债和特别国债的发行或即将发行大幅增加了中长期债券供给；三是中国经济率先复苏预期制约国内债券收益率下行。

五、美联储大放水会影响美元的国际地位吗？对于推进人民币国际化会是一个机会吗？

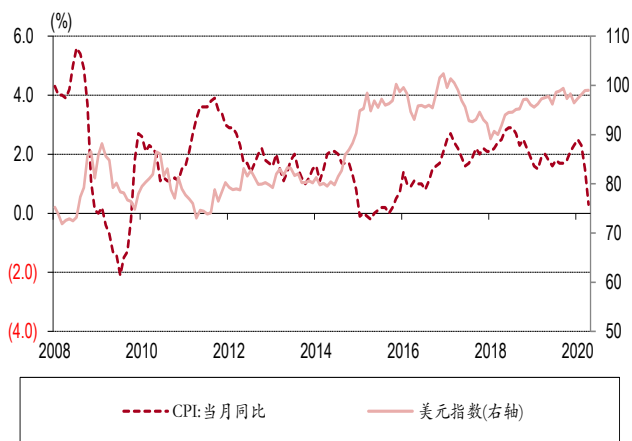
美联储大放水与美元国际地位没有必然联系

2008年金融危机之后美元国际地位不降反升。通常认为，美联储大放水会导致美国对内通胀、对外贬值，美元资产缩水，各国因此争相去美元化进而影响美元国际地位。但是，从上次金融危机的经验看，美联储货币刺激之后，美国并没有出现通胀和美元贬值情况，美元甚至自2011年开始震荡走高（见图表5）。并且，在危机暴发至今的十多年时间里，美元国际地位不降反升。SWIFT数据显示，2012年1月至2020年3月，美元在国际支付中的份额上升了1.6个百分点；BIS数据显示，2008年四季度至2019年四季度，美元在未偿国际债权和债务中的占比分别上升了6.6和2.8个百分点；2019年4月美元占全球外汇日均交易量的88.3%，较2007年4月提高了2.7个百分点。

此次美联储大放水不必然会损害美元国际地位。之所以上次危机后美元国际地位不降反升，因为欧洲和日本央行也进行了货币刺激，甚至走到了负利率，其放水力度与美联储相比过犹不及。2009年至2019年期间，美国M2/GDP上升了16个百分点至72%，欧元区上升了19个百分点至104%，日本则上升了46个百分点至188%。特别是危机之后，欧元区和日本经济陷入长期停滞，英国经济也受累于脱欧事件影响，而美国自2009年起处于战后最长的经济扩张周期，这为美元国际地位上升、美元汇率升值提供了经济基本面的支持。与之类似，这次为应对新冠疫情冲击，美联储、欧央行、日本央行和英国央行都重启了量化宽松，并且在海外疫情蔓延之前，美国经济也要好于欧元区、日本和英国。

“美国优先”政策或将动摇美元国际地位。2017年特朗普入主白宫后，开始积极推行“美国优先”政策，在全球范围内挑起经贸摩擦，滥用经济金融制裁，强化政府干预，加速逆全球化进程，推动美国经济金融与世界脱钩。从国际货币基金组织的数据来看，2011年至2016年期间，美元在全球已披露币种构成的外汇储备中的占比有所上升，但2016年之后快速下降，抹去了前些年的所有升幅（见图表6）。同期，在国际借贷和支付活动中，美元份额也有不同程度的回落。这表明“美国优先”政策已开始产生“美国孤立”的恶果。新冠疫情暴发后，由于美国应对不力导致该国确诊病例和死亡病例飙升，但政府却将责任推给外国政府、国际组织、其他党派，甚至放弃国际领导地位与盟国在各地争夺医疗物资，这种国家软实力的下降或将进一步动摇战后美元本位国际货币体系的根基。

图表 5. 美国通胀和美元指数走势



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 美元在全球已披露币种构成的外汇储备中的占比



资料来源：IMF，中银证券

全球宽松背景下人民币国际化的机遇和挑战并存

今年以来人民币国际贮藏与支付功能均有所提升。从贮藏功能来看，一季度境外投资者净增持境内

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_5180



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn