

美联储“恐慌”

——2020 年 3 月 15 日美联储紧急降息点评

美东时间 3 月 15 日，美联储提前三天公布利率决议，大幅降息 100bp 至“零下限”（0%-0.25%），并推出 7,000 亿美元的量化宽松计划。北京时间 3 月 16 日，央行实施定向降准并释放长期资金 5500 亿元，1000 亿元 MLF 操作的中标利率为 3.15%，与此前持平。

一、美联储“梭哈”：四个超预期

尽管此前市场普遍预期美联储会在 3 月 18 日的会议上再次降息，但此次一揽子刺激政策仍然从四个方面打破了市场预期：

一是时间上，在两次常规会议之间连续的突然降息史无前例。鲍威尔在新闻发布会表示，上周四已决定将议息会议提前三天举行。这一方面受到美国新冠疫情快速扩散下金融市场巨震的影响，另一方面或因美联储希望在周一前通过超预期宽松提振市场信心。降息宣布后，特朗普一改之前对美联储的批评态度，对此次货币政策操作表示赞赏。

二是幅度上，美联储 3 月两次合计 150bp 的降息幅度，直接将利率推至“零下限”。长期以来，美联储一直对负利率政策保持警惕，并于 15 年末开启加息周期至 18 年末，试图远离“零下限”，恢复利率政策空间。但自 2019 年 8 月以来，225bp 的政策空间已消耗殆尽。鲍威尔辩护称，通胀将因病毒维持疲弱，低利率有助于美联储实现 2% 的通胀目标。此次利率决议克利夫兰联储主席梅斯特投下反对票，主张降息 50bp。

三是除降息外，美联储还宣布了“至少”（at least）7,000 亿美元的量化宽松计划，包括购买 5,000 亿美元的美国国债和 2,000 亿美元的 MBS。在此之前，美联储已于本月 12 日宣布将向 24 家作为一级交易商的大型银行注入 1.5 万亿美元短期流动性，并正会同美国财政部准备提供“无限流动性”（unlimited liquidity）以重建市场秩序。周日 7,000



亿美元的 QE 计划应声落地。

四是美联储未依循常规在季末公布经济展望。美联储认为病毒给美国经济带来了严峻挑战,经济数据表现将取决于疫情发展和各级政府的防疫响应。鲍威尔认为其中有太多未知,当前预测经济是“无用的”(not useful),下一次的经济预测可能于 6 月公布。市场普遍预期疫情对美国经济的冲击将于二季度开始逐渐显现,上半年美国经济将陷入衰退。

但金融市场却在美联储一揽子刺激政策宣布之后应声暴跌,道指期货甚至触发熔断。上周(3月9日-3月13日)美股、美债、黄金齐跌,道指下跌 10.36%,标普 500 指数下跌 8.79%,纳指下跌 8.17%,并连续两次触发熔断;十年期美债利率由 0.54%回升至 0.94%,现货伦敦金上周下跌 8.59%。美联储的“恐慌式响应”很大程度上反而加剧了市场对疫情发酵的恐慌:“政策底”已经出现,但“经济底”还远远没有到来。若新冠疫情进一步发酵,美联储何以拯救失速的美国经济?

二、美联储的危机响应:不同的环境,同样的配方

新冠病毒对美国经济的冲击路径与次贷危机不同,主要在于实体经济而非金融部门。因此,美联储所需面临的挑战也不相同。目前美国实体部门所受到的冲击已经在交通、旅游、酒店餐饮等行业开始显现。鲍威尔表示,应对疫情需多部门综合施策,货币政策并非“万能药”,财政政策可以通过税收减免、增加支出更直接地帮助到受疫情影响的居民和中小企业。

那么,美联储如何为实体经济纾困?关键仍然在于金融部门:由于在美国的金融体系中直接融资占据主导地位,稳定金融市场、保障其对实体经济的正常融资功能至关重要。为此,美联储的操作仍然很大程度上与 2008 年次贷危机期间一致:大幅降息,并提供巨额流动性。

值得注意的是,鲍威尔此次表示前瞻指引(forward guidance)和大量资产购买是美联储货币政策的“基本工具包”(basic toolkit)。而在此之前美联储一直表示利率政策是其传统(conventional)货币政策工



具，资产负债表是其“非传统”（unconventional）货币政策工具。这指向在政策利率已达“零下限”的前提下，美联储对货币政策工具的偏好发生了改变：美联储大概率将不会考虑负利率政策，但或会视疫情发展推出更大规模的量化宽松计划。

与次贷危机时一致，美联储与主要海外央行（加拿大，英国，日本，欧洲，瑞士）强化了美元互换安排，保证充足的海外美元流动性，以免海外的美元流动性枯竭传导至美国国内市场。此外，美联储还有可能于近期开展商业票据便利（Commercial Paper Facilities），为美国的商票市场注入流动性，保障美国中小企业的融资需求。

三、中国货币政策：“以我为主”

全球“宽松潮”打开了我国的货币政策空间，但我国的货币政策操作仍将“以我为主”。截至 3 月 13 日，中美利差已走阔至 174bp，处于历史高位，且远高于 80-100bp 的“舒适区间”。海内外疫情的进展不同，决定了海内外政策的响应也不同。美国疫情尚处在快速发展的初期阶段，3 月 13 日特朗普宣布美国进入国家紧急状态，截至 3 月 16 日美国新冠肺炎累计确诊病例已达 3,774 例，死亡 69 例；而国内疫情高峰已过，经济生产和生活正稳步恢复。3 月 16 日，我国 MLF 利率保持不变，体现了我国央行“珍惜正常的货币政策空间”的思路。

在全球疫情快速蔓延的大背景下，我国的公开市场“降息”可能迟到，但不会缺席。有观点认为，MLF 利率未调降是因为今日普惠降准落地，但本次降准超出常规部分的增量资金事实上相对有限。考虑到 1-2 月我国经济数据大幅负增长，中小企业遭受重创，货币政策的量价宽松并不矛盾，“降成本”仍迫在眉睫。

今日 MLF 利率保持不变加大了存款基准利率在本月内下调的概率。近期央行官员已多次强调存款基准利率的重要性，包括 1 月 16 日（孙国峰）、2 月 10 日（马骏）、2 月 22 日（刘国强）。3 月 15 日，孙国峰再度表示，“继续发挥存款基准利率作为整个利率体系‘压舱石’的作用，同时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。”

前瞻地看，预计我国货币政策的宽松基调将延续至经济企稳的明确信号出现，流动性有望在上半年保持充裕。价格型操作上，近期存款基准利率的降幅可能在 10-15bp 区间，从而带动 1 年期 LPR 下行 10-15bp，5 年期 LPR 可能小幅下调 5bp。MLF 利率在二季度仍有调降空间，具体幅度将视乎经济修复状况与全球疫情发展而定，未来 MLF 利率调降将与 LPR “加点” 压缩交替进行。数量型操作上，2 月 3 日开市以来的专项再贷款、再贴现、专项信贷额度等合计 1.15 万亿的政策成效正日益显现，未来政策仍将呈现显著的结构特征，“精准滴灌” 疫情防控相关企业和中小微企业，引导资金流向制造业、新基建、新消费、民营小微企业。

（评论员：谭卓 杨薛融 刘彦超 董加加）

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_6446

