

# 美联储扩表兑现，关注债市风险

## ——美联储降息100BP点评

2020年3月16日

宏观经济 事件点评

分析师	王宇鹏 电话：010-66554151 邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070003
分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱： <a href="mailto:kangmy@dxzq.net.cn">kangmy@dxzq.net.cn</a>	执业证书编号：S1480519090001

### 事件：

3月15日美联储提前降息100BP，联邦基金利率降至0%~0.25%；降低法定准备金要求至0；QE重启。

### 主要观点：

**美联储：政策较为全面，降息降准释放9000亿资金。**本次措施兼顾短期流动性和长期贷款的资金支持。降息至0是为了将QE的效果发挥充分。降准至0是为了支持实体经济和防止中小银行倒闭。

**流动性：流动性问题波及高质量债市。**近几日，我们跟踪的两个短期指标均出现了异常，表明流动性已波及高质量债市。1年期国债和FFR利差在突破60bp后没有缓解，甚至一度上扬至86bp；3个月的国债隐含利率在近几日出现向上的波动。这表明流动性问题已经扩散至国债市场，是QE迫切性的表现。此外，高质量公司债利率也受到波及，穆迪Baa的平均利率已快速上扬至去年8月份股市震荡时期的高点，表明部分投资者为了流动性已经开始抛售高质量资产。

**实体经济：服务业受到冲击。**由于服务类消费占总消费接近69%，美国消费的季度同比主要跟随服务消费。近半年以来的亮眼的新增就业数据也主要来自医疗、教育和休闲娱乐等服务行业。由于疫情的扩散与集会类活动相关，服务业将受到不同程度的影响，首当其冲的为航空、旅游酒店以及餐饮娱乐等。从目前航空业的应对来看，已有公司餐区减少航班、无心假期、暂停股票回购、延迟直奔开支。叠加能源价格暴跌，石油公司资本开支缩减，美国固定投资在2季度将显著降低。

**失业人员增加将不可避免。**美国就业主要来自服务业。虽然联邦政府将支付中小企业中14天隔离员工的工资，但并未阻止中小企业裁员。中小企业债务也处于历史高位，由于缺乏足够的融资渠道，中小企业将不可避免受到一定的冲击。

**美股：突如其来的疫情将延长年中的中性震荡时间，建议关注疫情的尾部风险。**需要指出的是，疫情的客观演变增加了预判的难度。考虑到当前企业杠杆率与2007年相差无几，经济活动频率的长期下降在极端情况下可能会诱发企业部门的杠杆效应。

时间节点上，考虑到欧洲疫情现状，全球6月之前疫情结束几乎不太可能。3月底是主要发达国家疫情明朗化的观测节点，2季度则是市场关注实体经济下滑带来上市公司盈利的风险。

**风险提示：**海外疫情超预期。

## 1. 本次美联储政策较为全面，至少释放 9000 亿资金。

与上次降息相比，本次为全方位的救助措施，释放至少 9000 亿资金。具体为

- 1) **降息** 银行隔夜：降息 100BP 至 0~0.25%；  
贴现利率：Primary rate 降息 150BP 至 0.25%；延长贷款上限至 90 天；
- 2) **降准** 法定准备金要求：0（所有存款机构，预计释放 2000 亿，3 月 31 日起）；
- 3) **QE** 国债至少 5000 亿；  
MBS 至少 2000 亿；
- 4) **宏观审慎** 支持超额准备金雄厚的大银行支持实体和家庭贷款。
- 5) **海外** 与 5 大央行美元互换降低 25BP，新利率为 OIS+25BP，增加 84 天到期操作（之前为 1 周）。

**本次措施兼顾短期流动性和长期贷款的资金支持。**鲍威尔本次讲话强调了国会赋予美联储的稳定金融系统的法定义务，也强调了对中小企业和家庭贷款的救助意图，明确支持和鼓励银行体系向实体企业和家庭贷款的发放。与此同时，美国八大银行（摩根大通、美国银行等）联合声明将暂停股票回购至 6 月底，将资金用于向受新冠病毒疫情影响的个人和企业发放贷款。

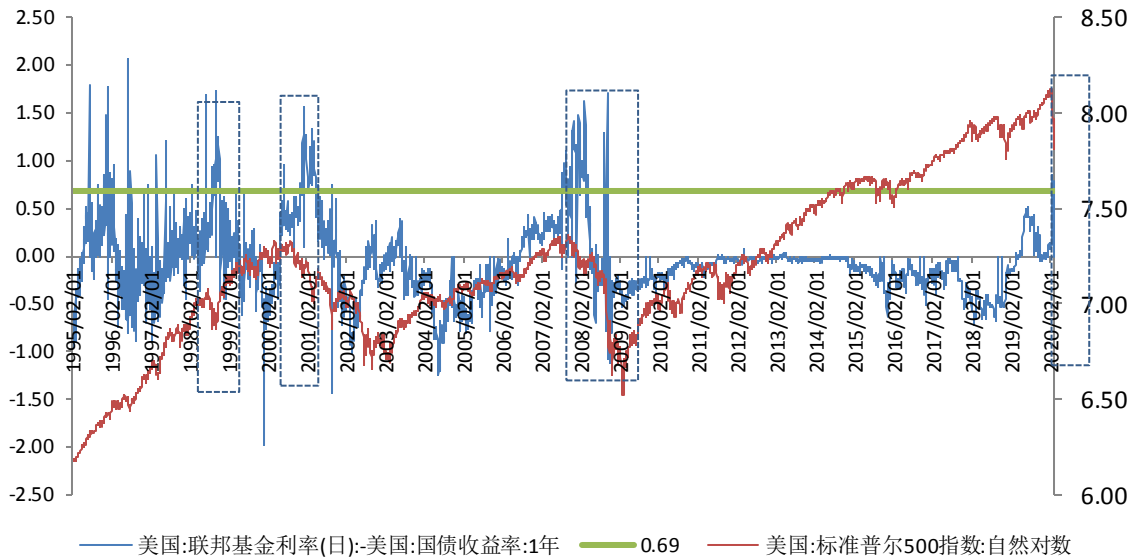
**降息至 0 是为了将 QE 的效果发挥充分。**由于当前新冠疫情已经明显影响到了经济活动的活跃度，受影响的企业营收将受到显著冲击，若无充分的长期资金支持，将会引发杠杆效应。坦率讲，近一年以来美联储对市场的前瞻性指引并不成功，因此降息后市场的短期反馈总体为负。

**降准是为了支持实体经济和防止中小银行倒闭。**降准之前，法定准备金要求对不同的机构分别为 10% 和 3%。虽然美国商业银行体系中超额准备金充裕，但绝大部分的超额准备金分布在大银行中，中小存款机构的超额准备金量非常少。此次降准能够立刻缓解中小银行的流动性问题，防止银行间因可能的资金流动不畅带来的银行体系波动。

## 2. 当前流动性问题扩散至国债市场。

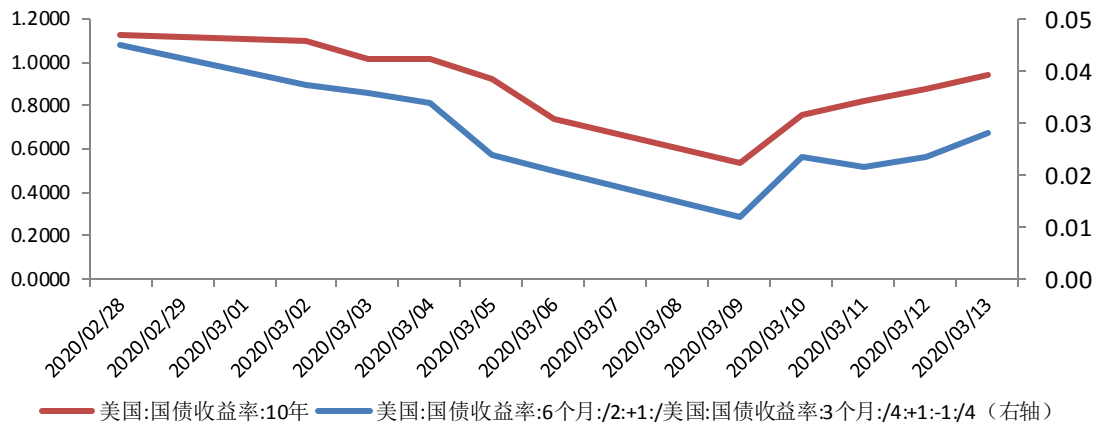
国债市场作为最基础的无风险资产市场，它的定价关系到其他资产定价。近几日，我们跟踪的两个短期指标均出现了异常，表明流动性已波及高质量债市。1 年期国债和 FFR 利差在突破 60bp 后没有缓解，甚至一度上扬至 86bp；3 个月的国债隐含利率在近日出现向上的波动。这表明流动性问题已经扩散至国债市场，是 QE 迫切性的表现。此外，高质量公司债利率也受到波及，穆迪 Baa 的平均利率已快速上扬至去年 8 月份股市震荡时期的高点水平，表明部分投资者为了流动性已经开始抛售高质量资产。

图1：FFR与1年期国债利差没有缓解



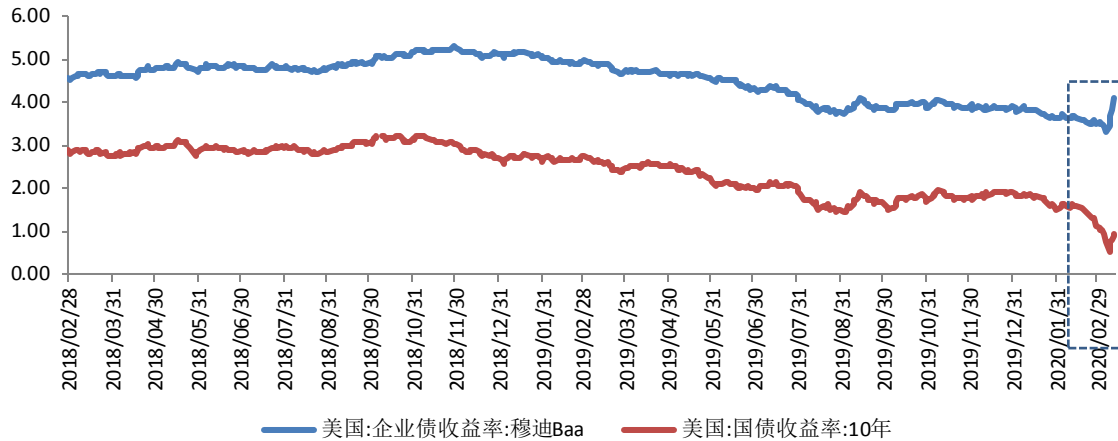
资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：3个月国债隐含利率跟随10年期国债出现波动



资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：投资级别债市受到影响



资料来源：wind, 东兴证券研究所

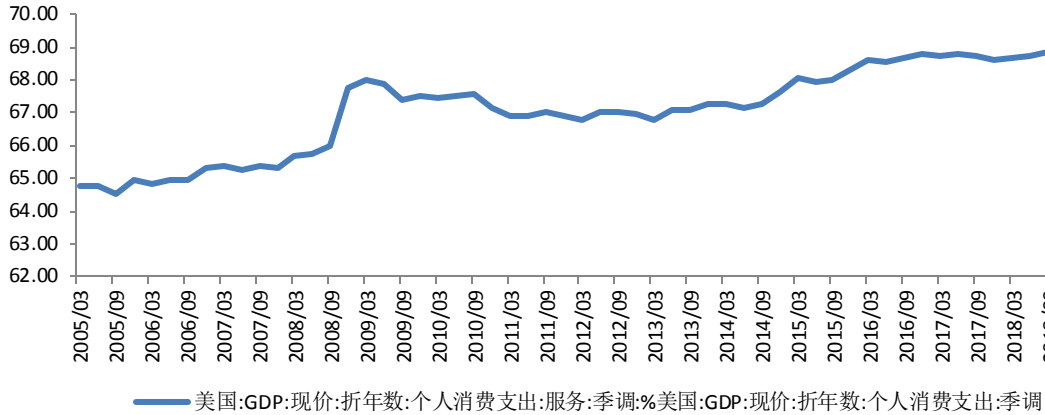
### 3. 货币政策、疫情扩散与未来经济走势。

由于欧洲疫情的急剧变化，本次疫情对发达国家的经济活动影响已十分明确。疫情对经济的影响完全取决于政府的应对。与猪流感不同，新冠病毒的传染性较为罕见，大基数下医疗短缺而引起重症的死亡率可以很高。考虑到美国当前的杠杆水平处于历史高位，大面积停工停产的可能性较低。但3月以来，美国的经济活动已经开始受到疫情的影响。近日，纽约、洛杉矶已经关闭餐饮等服务业。综合来看，我们倾向于认为本次新冠疫情会降低3~4月美国国内的经济活动。

**实体经济：服务业受到冲击。**由于服务类消费占总消费接近69%，美国消费的季度同比主要跟随服务消费。近半年以来的亮眼的新增就业数据也主要来自医疗、教育和休闲娱乐等服务行业。由于疫情的扩散与集会类活动相关，服务业将受到不同程度的影响，首当其冲的为航空、旅游酒店以及餐饮娱乐等。从目前航空业的应对来看，已有公司采取以下措施：减少航班；无薪假期；暂停股票回购；延迟资本开支。叠加能源价格的暴跌，石油公司资本开支的复苏延缓，美国固定投资在2季度将显著降低。

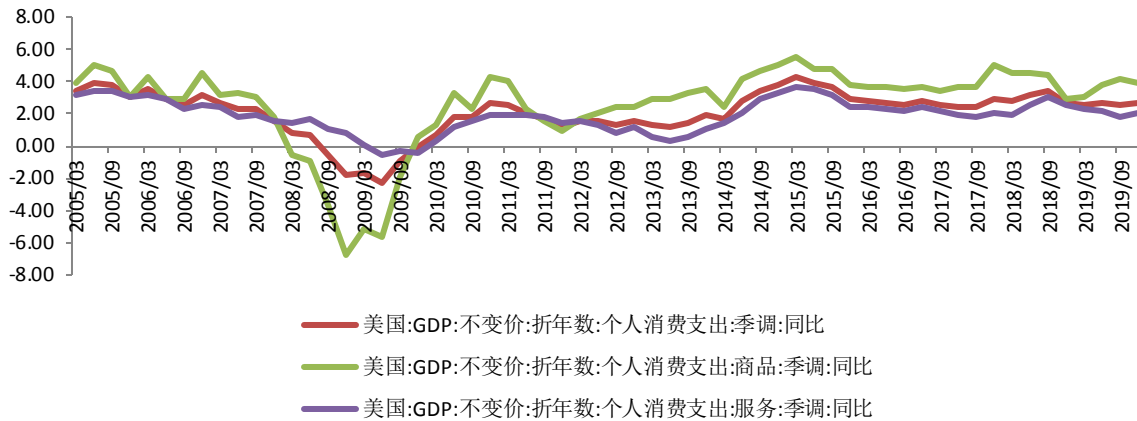
失业人员增加将不可避免。美国就业中70%来自服务业。虽然联邦政府将支付中小企业中14天隔离员工的工资，但并未阻止中小企业裁员。而中小企业债务也处于历史高位，由于缺乏足够的融资渠道，中小企业将不可避免受到一定的冲击。

图4：美国消费中服务类消费占比高



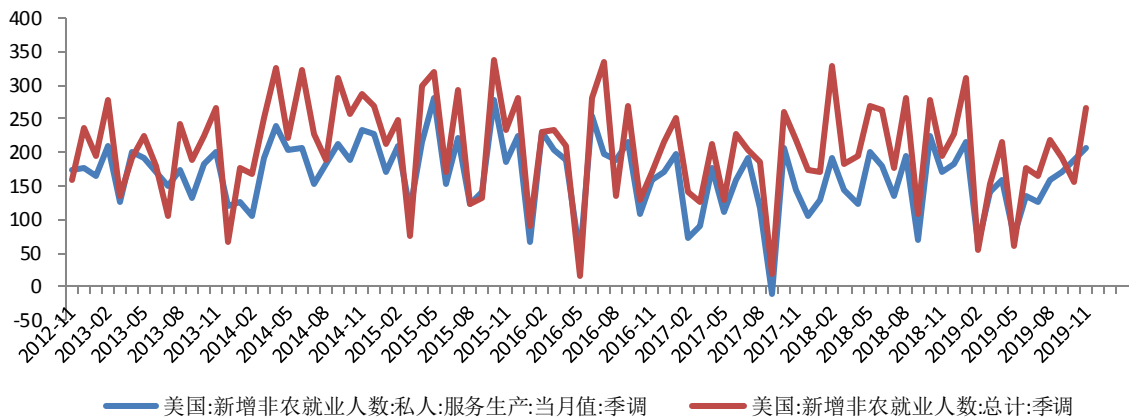
资料来源：wind, 东兴证券研究所

**图5：消费同比基本跟随服务类的同比波动**



资料来源：wind, 东兴证券研究所

**图6：美国新增就业主要来自服务业**



资料来源：wind, 东兴证券研究所

**美股：突如其来的疫情将延长年中的中性震荡时间，建议关注疫情的尾部风险。**疫情的客观演变增加了预判的难度。极端情况下，考虑到当前企业杠杆率与2007年相差无几，经济活动频率的长期下降可能会诱发企

业部门的杠杆效应。考虑到当前美国实体经济杠杆处于历史高位，美国企业/公司债利率处于史上最低，宽松的货币政策能带动的债券利率下降空间相当有限。我们认为疫情如果加重，将可能诱发潜在的杠杆效应。彼时债市的波动有可能带动股市的波动，如果此情景实现，则带动的股市波动将会加大。我们再次强调，此情景的实现依赖于发达国家疫情发展的客观情况，与货币政策应对无关。

时间节点上，考虑到欧洲疫情的现状，全球 6 月之前疫情结束几乎不太可能。3 月底是主要发达国家疫情明朗化的观测节点，2 季度则是市场关注实体经济下滑带来上市公司盈利的风险。

## 4. 风险提示

海外疫情超预期。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观深度报告	海外疫情拉长美股年中震荡窗口---美联储降级预期抬升，扩表或延长	2020-03-03
宏观普通报告	疫情之后会有强刺激吗——对 2020 年中国宏观政策的研判和展望	2020-03-02
宏观深度报告	东兴宏观：疫情下物价拐点推迟，长期趋势不变——新冠疫情对物价指数影响的分析	2020-02-29
宏观普通报告	复工“冲锋号”吹响，宏观政策“扩张”在即——习近平总书记在统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议上的讲话学习体会	2020-02-24

资料来源：东兴证券研究所

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\\_6458](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6458)

