

## 联储“甩锅式”降息，意在何为？

### ——对美联储再次降息的点评

宏观简报

3月15日，美联储紧急宣布一系列货币宽松政策，包括降低政策利率、鼓励再贷款、扩大资产购买规模、启动货币互换等。美联储未等到周四的议息会议，而是在周一亚洲市场开盘前宣布政策，反映了情势的紧急。从政策内容来看，美联储希望尽快缓解流动性紧缩，帮助实体经济应对疫情冲击。尽管上周美联储刚刚提高回购额度，但银行体系未能及时为市场提供流动性。过去十年金融监管加强，很多银行（尤其是投行）的价格发现功能被大大削弱，他们已无力充当市场的“稳定器”。往前看，美联储将“亲自上阵”，视情况而加大宽松力度，比如扩大购买资产的范围。与2008年相比，美联储仍有一些政策工具尚未使用，未来还有空间，但美联储需加强与市场的沟通，避免使自身成为市场波动的来源。中期来看，货币政策无法阻止疫情扩散，要想稳定市场预期，还需靠各国出台更有力的“抗疫”和经济救助措施。

#### 分析师

张文朗（执业证书编号：S0930516100002）

021-52523808

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

刘政宁（执业证书编号：S0930519060003）

021-52523806

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

美国时间 3 月 15 日，美联储紧急宣布一系列货币宽松政策。对此我们点评如下：

**此次宣布的政策主要有七个方面：**

- (1) 将联邦基金利率从此前的 1~1.25% 下调至 0~0.25% 区间；
- (2) 降低再贷款窗口利率至 0.25%，鼓励银行通过再贷款工具缓解流动性压力；
- (3) 鼓励银行充分利用美联储提供的回购窗口，为市场提供流动性；
- (4) 鼓励银行使用资本和流动性缓冲帮助实体经济；
- (5) 降低所有银行的存款准备金至零；
- (6) 扩大资产购买规模，未来数月购买 5000 亿美元国债，2000 亿美元房屋抵押证券；
- (7) 与加拿大、欧元区、日本、瑞士央行进行货币互换。这些央行将每周为各自市场提供美元流动性。

**此次政策调整的力度超出市场预期。**美联储一次降息 100 bp 的情况非常罕见，过去二十多年从未发生。同时推出的其他政策力度较大，比如鼓励再贷款、扩大资产购买规模和范围等，这些都超出市场预期。时间点上，美联储并未等到周四的议息会议，而是在周一亚洲市场开盘前宣布相关政策，也反映了事态的紧急。

**从政策内容来看，美联储主要希望解决两个问题：流动性紧缩和实体经济的困境。**

**上述政策中，第 2、3、5、7 项是针对流动性。**尽管美联储于上周四紧急推出了 5000 亿美元的回购额度，但一级交易商认购并不积极，第一笔只成交 780 亿美元。但另一方面，美股、油价、美债、黄金同步共振下跌，主要货币兑美元互换基点大幅下降，Libor-OIS 利差显著走阔，均反映出市场流动性紧缺。这表明流动性传导机制出了问题，美联储必须尽快修复，防止引发流动性危机。

**第 1、4、6 项是针对实体经济。**美联储在政策声明中表示，新冠疫情将给经济前景带来下行风险，我们之前也提到，一些行业（如能源、航空、批发零售、餐饮住宿）将会受到较大冲击，资金流面临断裂风险。对此，降息和扩大资产购买规模有助于降低利率水平，帮助降低实体经济融资成本，而鼓励银行使用资本缓冲也能为实体经济提供更多信贷支持。

**流动性之困，金融监管之殇。**美联储采取如此大力度的政策，一个原因在于银行体系没能及时为市场提供流动性支持。过去十年美联储扩表、商业银行缩表，金融严监管越来越严，很多银行、尤其是投行的价格发现和做市功能被大大削弱。当流动性收紧时，这些银行首先保护自己的资产负债表，另外受限于金融监管和持续退化的业务能力，他们也无力再充当市场的“稳定器”。相反，过去十年很多对冲基金充当了“中间人”的角色，但这些机

构无法直接从美联储那里获得资金，在流动性收缩时他们也自身难保。其结果是，银行资金充足，对冲基金等非银机构资金紧缺，货币政策传导不畅。从这个角度看，流动性的困局部分是金融监管所致。

**往前看，美联储货币政策仍有空间，但控制疫情还需靠公共卫生政策。**

当前美联储已经看到了流动性的问题，后续大概率将“亲自上阵”，视情况而扩大资产购买范围和规模，针对特定的行业提供救助。与 2008 年相比，美联储仍有许多政策工具尚未使用，比如向银行和货币基金提供定向流动性、购买商业票据、向资产抵押证券持有者提供贷款等（表 1）。

可以说，美联储的政策工具还是比较充足的，对此市场无需过度担心。但美联储需加强与市场的沟通，避免使自身成为市场波动的来源。另外，中期来看，货币政策无法阻止疫情扩散，要想稳定市场预期，还需靠各国出台更有力的“抗疫”和经济救助措施，降低投资者的恐慌情绪，帮助居民和企业渡过难关。

**表 1：次贷危机期间，美联储使用过的货币政策工具（部分）**

货币政策工具	具体内容
Money Market Investor Funding Facility (货币市场投资者融资工具)	2008 年 10 月 21 日，美联储宣布创设 MMIFF，帮助货币市场投资者购买相应资产。合格资产包括美元存款凭证和期限在 90 天以内的由高级别金融机构发行的商业票据。2009 年 1 月 7 日，美联储对 MMIFF 进行两处修改，一是扩展参与者的范围，二是降低所购买资产的最低回报要求。2009 年 10 月 30 日，MMIFF 结束。
ABCP MMMF Liquidity Facility (商业抵押票据-货币基金流动性工具)	美联储为美国存款机构和银行控股公司提供资金，以资助他们在特定条件下从货币市场共同基金购买高质量资产支持商业票据。该计划旨在向持有此类票据的货币基金提供流动性，使其能满足投资者的赎回要求。这一操作从 2008 年 9 月 22 日开始运营，并于 2010 年 2 月 1 日关闭。
Commercial Paper Funding Facility (商业票据融资工具)	次贷危机期间，投资者购买较长期票据资产的意愿大幅降低，商业票据市场缺乏流动性。由于大部分票据的发行者为金融机构，票据流动性紧缩使其融资压力增加。在 CPFF 计划中，美联储成立特殊机构，向它们注资，以购买商业票据。该计划于 2008 年 10 月 27 日开始，于 2010 年 2 月 1 日结束。
Primary Dealer Credit Facility (一级交易商信贷工具)	此工具是向一级交易商提供融资支持。一级交易商可以直接向美联储申请隔夜拆借贷款，以用于购买相关资产和拯救濒临倒闭的公司。该计划于 2008 年 3 月 16 日推出，2010 年 2 月 1 日结束。
Term Asset-Backed Securities Loan Facility (期限抵押证券信贷工具)	主要用于支持资产证券化市场上的汽车贷款、学生贷款、信用卡贷款、设备贷款、浮动计划贷款、保费融资贷款、住宅按揭贷款或商业按揭贷款。拥有这些抵押品的机构可向美联储申请贷款，以缓解资金压力。贷款期限一般是 3 年，最长到 5 年。该计划于 2008 年 11 月 25 日创设，2009 年 3 月 3 日正式推出，2009 年不断扩大合格抵押品范围，2010 年 6 月 30 日结束，最后一笔于 2014 年 10 月全额偿还。

资料来源：美联储，光大证券研究所整理

## 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見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\\_6477](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6477)

