

美联储为何还会继续降息，新一轮危机发生概率大吗

——肺炎疫情影响评估（七）

宏观深度

伍超明宏观团队

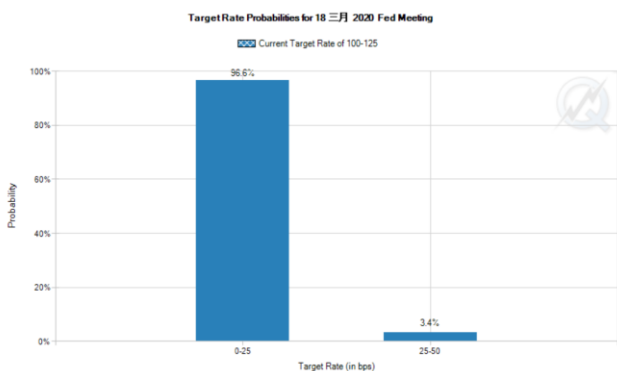
伍超明（财信国际经济研究院副院长，财信证券首席经济学家）胡文艳，李沫，陈然

面对新冠肺炎疫情的冲击，3月3日美联储降低基准利率50个基点，提前于3月18日议息会议前采取行动，联邦目标基金利率降至1.0-1.25%。对于未来利率走势，市场还预期美联储将继续大幅降息。根据3月12日芝加哥商业交易所（CME）美联储观察工具，市场预期美联储在3月会议上将利率降至0.0-0.25%的概率为96.6%，降至0.25-0.50%的概率为3.4%，这意味着市场预期3月份美联储将继续100%降息25个基点，降息100个基点的概率达到9成以上（见图1-2）。

为什么市场预期美联储还将继续大幅降息，全球新一轮降息潮能挽救全球经济逆向转强吗，全球经济和货币政策出了什么问题，疫情蔓延是否会引发新一轮危机。

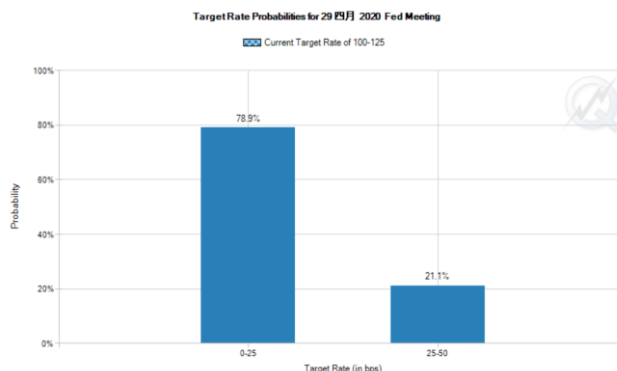
本文将探讨三个问题：一是新冠肺炎疫情公共卫生事件对经济的影响与金融危机相同吗；二是美联储在3月议息会议之前采取非常规大幅降息措施，但市场还预期将继续大幅降息至零利率，其背后的主要担忧或决定因素是什么；三是大幅降息能管多大用，全球主要央行被迫将危机时期的应对政策常态化，其深层次原因是什么，海外是否会发生新一轮金融危机。

图 1：3月美联储降息概率



资料来源：CME，财信研究院

图 2：4月美联储降息概率



资料来源：CME，财信研究院

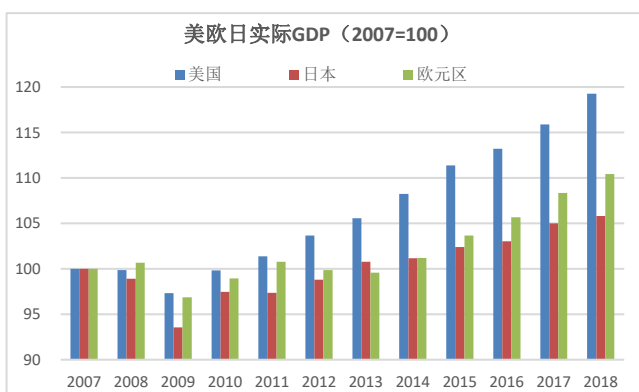
一、新冠肺炎疫情与金融危机对经济影响性质有异：前者使供给端休克性暂停，影响短暂且大，后者使需求急剧下降，影响长久且深远

与新冠肺炎疫情对经济的影响相比，金融危机的破坏性更为人们所知。在人类经济

史上，历次金融或经济危机对经济的影响，都要经过数年时间经济体系才能逐步恢复到危机前水平，如离现在最近的 2008 年全球金融危机，美、日、欧实际 GDP 规模分别经过 3、5、6 年才稳定地恢复到危机前水平（见图 3）。

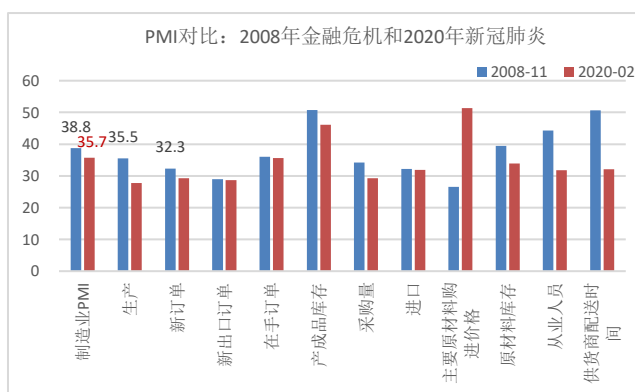
与金融危机不同，新冠肺炎疫情对经济的影响是短暂的，但其对经济的短期冲击力可能要大于金融危机。如 2003 年发生在我国、与这次新冠肺炎疫情有些类似的 SARS 疫情，对经济的冲击主要集中在二季度，随后便出现快速反弹，时间影响短暂。这次新冠肺炎疫情对我国经济的影响，时间上应该也是暂时性的，但对经济的影响程度，从已公布的数据如制造业采购经理人指数（PMI）指标看，其对制造业的影响已超过 2008 年金融危机，今年 2 月 PMI 为 35.7%，低于 2008 年 11 月份 38.8% 的最低值（见图 4）。当前海外其他国家的疫情还在发展，资本市场已经出现大幅调整，预计反映实体经济状况的景气数据，在随后几个月中不排除创出新低的可能。

图 3：金融危机对经济增长的影响将延续数年



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：新冠肺炎疫情的短期影响超过危机时期



资料来源：WIND，财信研究院

为何新冠肺炎疫情的影响期限短但破坏性大，其中原因在于疫情防控使国内和全球供应链暂时性冻结，经济活动进入“暂停”或“休克”状态，对经济的影响是全方位的，生产和收入急剧下挫，进而影响到需求。解决之道重点在于疫情防控，只要疫情得到快速有效控制，经济就会出现快速反弹。此时货币政策是一把钝刀，对疫情无效，但对需求下降能起到对冲作用。

金融危机的直接影响不是生产供给出现问题，而是流动性快速枯竭、信用急剧收缩，导致需求快速下降，但全社会经济活动不会进入“休克”状态，只是增速降低而已，因此其对经济的影响是长久和深远的。解决之道在于调整经济结构，提高劳动生产率，货币政策可以起到刺激短期需求的目的，为经济结构调整赢取时间。总体看，疫情的影响主要在供应链供给端，金融危机的冲击则在需求端，性质有异。

二、美联储降息的主要原因：消费支出面临快速缩减和预防金融风险扩散

在美国 GDP 的构成中，2019 年底个人消费支出约占 70%（见图 5），如果再加上政

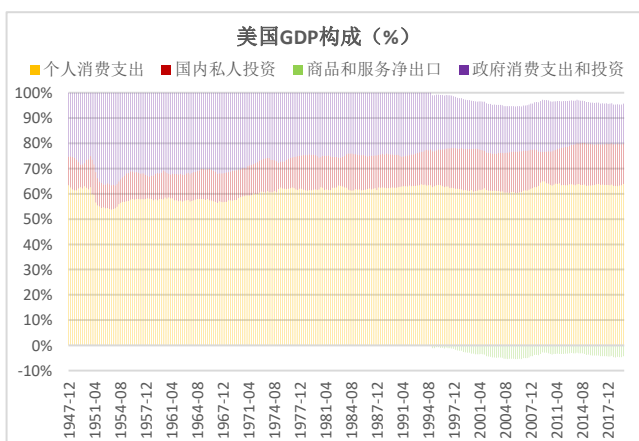
府消费在内，消费支出对经济增长的贡献会更大。因此，消费支出对美国经济具有决定性影响。

受新冠肺炎疫情防控影响，美国消费将面临两方面的叠加冲击，即需求的休克性缩减和资产价格大幅下跌导致财富效应弱化。一是消费品需求和供给将同时快速收缩，对消费冲击明显。迫于疫情防控的需要，居民消费活动减少，需求下降；同时在消费品供给端，企业生产活动也会受到限制，供给减少，加上交通物流受阻，将进一步抑制消费需求增长。二是资产价格大幅调整居民财富缩水，将抑制消费需求的增加。受疫情在美国和全球扩散影响，投资者避险情绪快速提高，导致美元指数和美国主要股指大幅调整，如2月中旬以来道琼斯工业指数跌幅达到20%左右。由于股票是美国家庭的主要配置资产，因此股价调整将必然影响到居民的消费能力，进而抑制消费增长。

降息防范金融风险扩散的需要。自2008年美国次贷危机发生后，美国主要股指持续上涨，如道琼斯工业指数从2009年3月的6547点，一路上涨到今年2月份的29551点，不到11年时间涨幅达351%，同期标普500和纳斯达克涨幅更是达401%和674%；市盈率也大致翻倍。与股票价格大幅上涨不同的是，2019年美国名义和实际GDP规模只比2009年分别增长了48.3%和25.4%（见图6）。美国股市上涨过快，面临较大的调整压力，疫情的发生和扩散，只是起到了导火索的作用。股市短期内的大幅快速调整，如果不进行适当干预，容易引起杠杆资金出逃产生踩踏事件，造成流动性短缺进而影响到债市、汇市等其他资产价格，逼迫金融机构快速调整资产负债表，一系列的连锁反应会使局部点状风险扩散成整体系统性风险，引发金融危机。

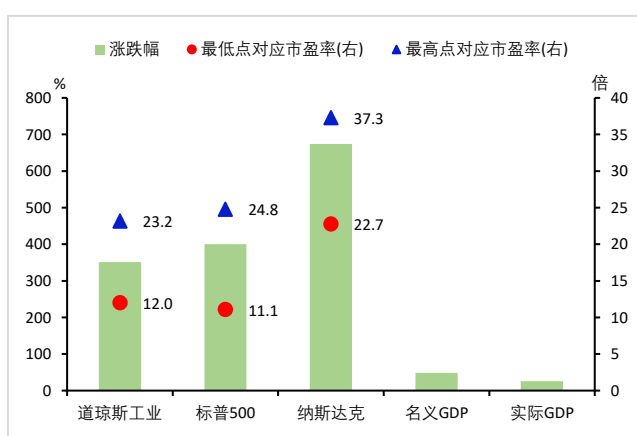
因此，美联储采取了非常规降息，市场也预期其随后还将继续大幅降息，都与上述两方面因素有关。不难预见，美国疫情在短期内还将持续，其对实体经济的影响将大概率在二季度逐步体现出来，美联储在3月份继续降息变得很难避免。

图5：美国个人消费支出占比达近七成



资料来源：WIND，财信研究院

图6：美国股票价格涨幅远高于经济增幅



资料来源：WIND，财信研究院

三、美联储降息并不能解决根本问题，全球经济问题出在结构性改革迟滞，危机政策常态化易滋生新一轮金融危机

（一）包括美联储在内的全球主要央行将危机政策常态化，但金融风险却在增加

尽管美联储继续降息很难避免，但美联储货币政策空间日渐逼仄，到“零利率”只有区区 1 个百分点的空间，应对下一轮金融危机的政策空间十分有限，再次祭出“量化宽松”的概率在增加。与美联储类似，全球其他央行也在采取宽松措施，如 3 月 11 日英国央行下调基准利率至 0.25%，欧元区和日本央行虽然没有采取降息措施，但均表示要采取适当措施应对疫情冲击，后期降息、购买国债提供流动性等措施大概率不可避免。

全球新一轮宽松政策正在路上，金融危机时期的应对政策，再次常态化。2008 年全球金融危机爆发以来，为应对经济下行压力，美、欧、日央行纷纷执行“不同配方但相同味道”的宽松货币政策。如美联储率先开启降息通道，2007 年 9 月至 2008 年 12 月将目标利率分 10 次快速降至零附近并搭配三轮量化宽松，欧、日央行一路将目标利率降至零以下并组合使用大规模的量化宽松政策。在上述政策的刺激下，2008 至 2018 年期间，美、欧、日货币供应量 M2 的年均增速分别达到 5.8%、3.8% 和 3.2%，较同期名义 GDP 年均增速高出 2.5、1.8 和 2.6 个百分点，同时各国 10 年期国债收益率也持续震荡下行。

宽松刺激政策的推出，本是为了应对经济短期冲击，待经济复苏稳定后，就应择机退出，这是以往政策松紧周期变化的正常演绎路径。因此，近十年来，各主要经济体也曾几度尝试退出量宽政策，但囿于经济下行压力，很快又不得不重回宽松路径。如 2010-2011 年欧央行提高贷款利率 50BP，但 2011 年四季度又重启降息；2015 年美联储进入加息周期，缩减量宽规模，欧日央行虽未跟随加息，但边际收紧货币政策。货币政策收紧引发全球金融市场动荡，全球经济下行压力再次加大，2018 年欧日央行退出量宽时间一再推后，美联储加息政策戛然而止，降息预期迎面而来。2019 年上半年至今，全球出现两轮“降息潮”，第一轮是 2019 年 8-10 月，有 40 多次降息，现在正处于第二轮，截止 3 月 11 日，年初以来已有 20 多次降息。

危机政策的常态化，不但没有降低金融风险，反而提高金融体系的脆弱性。如美欧日等主要经济体的宏观杠杆率，从 2008 年至 2019 年三季度分别提高了 21.6、46.7 和 73.0 个百分点，债务负担不减反增。

（二）实体经济结构调整迟滞，虚拟经济和实体经济失衡是全球危机政策常态化的深层次原因

危机政策的常态化，究其根源，很大程度上源于实体经济劳动生产率下降，经济结构调整缓慢，应对危机政策刺激虚拟经济发展，导致实体经济与虚拟经济失衡，加上货币政策目标长期只盯住实体经济而执行“通货膨胀目标制”，导致虚拟经济在宽松货币政策刺激下不断膨胀，分流和挤占社会货币信贷资源，不利于实体经济复苏和结构调整升级，反而加大金融风险。

为刺激实体经济增长和实现通胀目标，同时不刺破高企的资产价格对实体经济的负面冲击，迫使央行货币政策长期执行低利率和宽流动性的危机应对模式。在这种情况下，

一旦启动货币政策正常化程序，利率的提高和流动性的收缩，实体经济增长动能就会下降，资产价格将会大幅下跌，对实体经济的负面冲击显现，再次倒逼央行恢复到危机应对模式，最终危机政策无法正常退出，逐步变成常态化

（三）全球危机政策常态化的后果：或滋生新一轮危机

危机政策的常态化，新增货币信贷资金必然会流入虚拟经济领域，一方面购买现存资产，尤其是房地产，导致现存资产贷款尤其是房地产贷款在全部银行信贷中的比重提高，房地产在居民财富中的重要性上升；另一方面导致新增的货币信贷资金并未用于为新资本投资提供资金，不利于生产效率的提高。在上述机制作用下，资产价格提高，虚拟经济规模扩大，抵押品价值提高，产生更多的货币信贷需求，银行也愿意提供更多的信贷资金，同时金融结构之间的交易也会增加，结果导致实体经济和金融机构的债务负担加重，杠杆率继续提高。

在实体经济领域，由于社会资金分流进入虚拟经济，宽松货币环境下并没有出现过多货币追逐过少实物商品的现象，通胀水平依然处于低位，低劳动生产率下的经济增长，也没有出现过热迹象。因此，通胀目标制下的货币政策将继续保持其连续性和稳定性。这种政策的执行效果，必然会导致经济结构的失衡：一方面是虚拟经济的膨胀速度明显快于实体经济规模，两个经济系统失衡加剧，实体投资效率和金融中介效率下降，社会生产效率降低；另一方面是实体经济和金融机构债务负担加重，杠杆率提高，金融风险加大。

没有实体经济支撑下的虚拟经济膨胀，最终会导致资产价格大幅下降，抵押品价值降低，信贷需求萎缩，流动性枯竭，资产价格继续降低的负反馈循环。实体经济中居民财富大幅缩水而无法偿还债务、企业利润降低甚至亏损而导致破产，最终实体经济增长陷入衰退和通货紧缩。因此，危机政策的常态化，往往孕育着下一轮危机的种子。

这次新冠肺炎疫情的冲击，虽然是短暂的，但如果疫情防控措施有效性差，拖延时间过长，其对经济金融体系的冲击不容小视。一般而言，疫情冲击会经历如下传导路径：疫情发生到扩散，资本市场大幅调整，央行采取宽松措施，疫情防控采取严厉措施，疫情逐渐稳定，经济增长预期还转，资产价格反弹提高，经济增长动能逐渐恢复。疫情蔓延中如果应对不利，将导致实体经济增长变差和资产价格调整之间形成负反馈循环。晶

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_6546

