

3月18日美联储还会再次降息吗？

引言：3月3日美联储紧急降息50bp，为1998年以来第七次紧急降息。考虑到当前美国经济依然面临严重不确定性，且疫情冲击尚未在经济数据中得到体现。我们认为，此次紧急降息后，3月18日美联储FOMC常规会议将再度降息，以应对疫情对经济和市场的负面冲击。对于我国来说，全球央行宽松下，我国降息空间打开，但幅度有限，国内金融资产吸引力将明显提升。

一、从历史上来看，美联储紧急降息通常不是一次性操作

- **关于美联储紧急降息操作，我们首先需要简单了解一下美联储的货币政策决策机制。**在美联储中，联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee, FOMC）职责为制定公开市场操作的决策，确定联邦基金利率水平，每年举行8次会议，大概每六个星期举行一次会议。
- **回顾历史可以看到，美联储紧急降息均发生在严重负面事件冲击以后，且不是一次性操作。**紧急降息后，美债收益率走低，风险溢价虽有所回落，但依然处于相对较高位置、这是紧急降息后，相邻常规会议会再度降息，也就是加码宽松的重要原因。

二、当前美国经济不确定性仍高，预计3月18日将降息25bp

- **紧急降息后，当前美国经济依然面临严重不确定性。**3月3日紧急降息以后，美债收益率进一步走低，持续创历史新低，但美股依然偏弱，且风险溢价并没有回落，依然保持在高位，美国经济政策不确定指数也大幅攀升。这与美联储此前六次紧急降息情况类似，即美债收益率走低，风险溢价维持高位，负面冲击并没有得到很好缓释。
- **疫情冲击尚未在美国经济数据中得到体现。**考虑到美国疫情发展相对中国晚近一个月，当前美国经济数据尚没有明显受到疫情冲击影响，但未来一两个月将受到严重冲击，这也是美联储将再度降息的原因之一。考虑到当前较低的联邦基金利率水平，除降息外，美联储还可能通过购买短期国债、正回购等方式向市场提供流动性。

三、我国降息空间打开，但幅度有限，国内金融资产吸引力将明显提升

- **首先，我国货币政策降息空间打开，但幅度有限，货币政策还需更多关注“量”的调控。**从主要央行来看，当前美国政策利率为1.0-1.25%，日本央行为-0.1%，欧央行为-0.5%，相比较而言，我国1年期MLF利率为3.15%，货币政策明显更具有空间。从经济基本面来看，当前我国处于疫情相对后期阶段，人民币汇率不具有大幅贬值的基础，货币政策可以更好地聚焦内部均衡，我国降息空间打开，但受内部房地产泡沫等因素制约，幅度有限。从“价”的角度来看，在下调MLF利率的同时，还将逐步引导LPR利率调降，以引导实体经济融资成本的降低。此外，还需要更多关注货币政策“量”的变化，预计今年再降准2-3次，“量”的另一个重点在于准财政工具PSL。
- **其次，国内金融资产吸引力将明显提升。**一方面，我国的疫情已经基本得到控制，对宏观经济的冲击也在逐渐削弱；另一方面，从政策空间来看，无论是货币还是财政，均相对更有空间。因此，逆周期政策引导下市场风险偏好也将得到明显提振，国内金融资产吸引力将得到提升。

风险提示：国内外疫情发展存在不确定性；美联储超预期转向加息，全球资本流动发生逆转等。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

引言

3月3日美联储紧急降息 50bp，为 1998 年以来第七次紧急降息。考虑到当前美国经济依然面临严重不确定性，且疫情冲击尚未在经济数据中得到体现。我们认为，此次紧急降息后，3月18日美联储 FOMC 常规会议将再度降息，以应对疫情对经济和市场的负面冲击。对于我国来说，全球央行宽松下，我国降息空间打开，但幅度有限，国内金融资产吸引力将明显提升。

一、从历史上来看，美联储紧急降息通常不是一次性操作

3月3日美联储紧急降息 50bp，将基准利率降至 1.00-1.25%，为 1998 年以来第七次紧急降息。

关于美联储紧急降息操作，我们首先需要简单了解一下美联储的货币政策决策机制。美国联邦储备体系由以下几个部分构成：联邦储备银行（Federal Reserve Banks）、联邦储备委员会（Board of Governors of the Federal Reserve System）、联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee, FOMC），即为通常在新闻中所提到的 FOMC。联邦公开市场委员会每年举行 8 次会议，大概每六一个星期举行一次会议，主要职责是制定关于公开市场操作的决策，确定联邦基金利率水平。该委员会由联邦储备委员会的 7 名成员、纽约联邦储备银行行长和 4 名联邦储备银行行长组成。联邦公开市场委员会确定公开市场操作决策后，由纽约联邦储备银行的交易室完成公开市场操作。按照美联储 FOMC 会议安排，今年 1 月 29 日后，下次会议在 3 月 18 日，因此，此前 3 月 3 日的降息属于紧急会议（unscheduled）。

回顾历史我们可以看到，美联储紧急降息均发生在严重负面事件冲击以后，且不是一次性操作，在紧急降息以后的第一次常规 FOMC 会议上，会再次降息。具体来看：（1）1998 年 10 月 15 日，受俄罗斯债务危机影响，美联储紧急降息 25bp，此后在 11 月 17 日常规会议中，再次降息 25bp 至 4.75%；（2）2001 年 1 月 3 日，受互联网泡沫破灭影响，美联储紧急降息 50bp，此后在 1 月 31 日常规会议中，再次降息 50bp 至 5.50%，两次降息仅相隔 28 天；（3）2001 年 4 月 18 日的紧急降息也源于互联网泡沫破灭的冲击，降息 50bp，此后在 5 月 15 日常规会议上再度降息 50bp 至 4.0%；（4）2001 年 9 月 17 日，为应对 911 事件，美联储紧急降息 50bp，此后在 10 月 2 日的常规会议中再次降息 50bp 至 2.50%；（5）2008 年 1 月 22 日，受次贷危机冲击影响，美联储紧急降息 75bp，此后在 1 月 30 日的常规会议中再度降息 50bp 至 3.0%，两次降息仅相隔 8 天；（6）2008 年 10 月 8 日，此前受次贷危机影响雷曼兄弟破产倒闭，美联储紧急降息 50bp。此后在 10 月 29 日常规会议中再度降息 50bp 至 1.0%。回顾历史我们可以发现，受负面事件冲击影响，紧急降息前美股通常都是大跌的，美债收益率下行，但风险溢价均持续走高（以美国高收益债利差或 VIX 指数来衡量）；紧急降息后，美债收益率走低，风险溢价虽有所回落，但依然处于相对较高位置，这是紧急降息后，相邻常规会议会再度降息，也就是再度加码宽松的重要原因。

图表 1: 1998 年以来，在紧急降息以后的第一次常规 FOMC 会议上，均再次降息

会议性质	时间	事件	降息幅度	降息后联邦基金利率
紧急会议	1998.10.15	俄罗斯债务危机	-25bp	5.00%
常规会议	1998.11.17	俄罗斯债务危机	-25bp	4.75%
紧急会议	2001.1.3	互联网泡沫	-50bp	6.00%
常规会议	2001.1.31	互联网泡沫	-50bp	5.50%
紧急会议	2001.4.18	互联网泡沫	-50bp	4.50%
常规会议	2001.5.15	互联网泡沫	-50bp	4.00%
紧急会议	2001.9.17	911事件	-50bp	3.00%
常规会议	2001.10.2	911事件	-50bp	2.50%
紧急会议	2008.1.22	次贷危机	-75bp	3.50%
常规会议	2008.1.30	次贷危机	-50bp	3.00%
紧急会议	2008.10.8	次贷危机	-50bp	1.50%
常规会议	2008.10.29	次贷危机	-50bp	1.00%

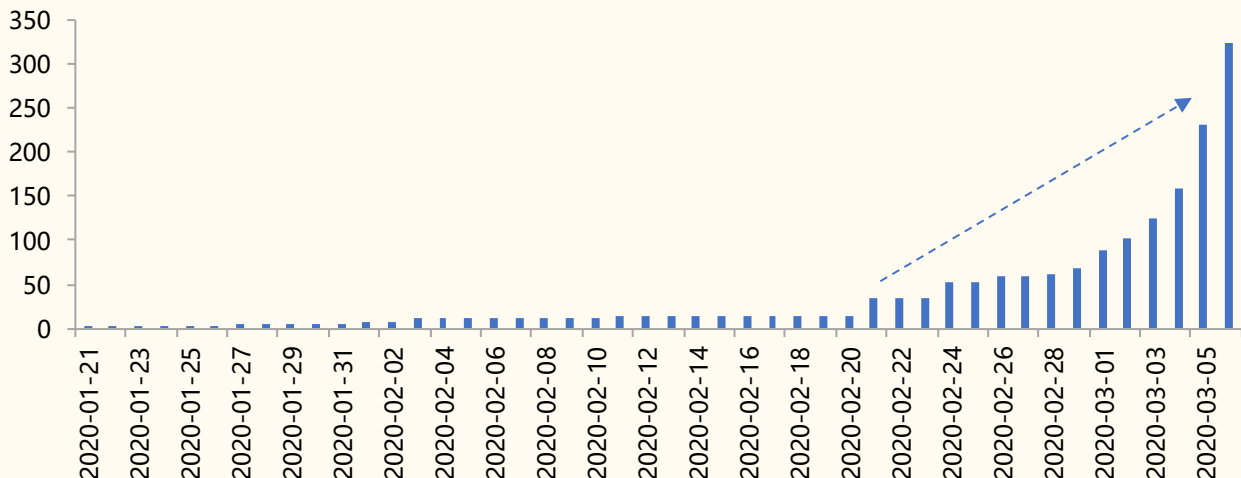
来源：FED，国金证券研究所

二、当前美国经济不确定性仍高，预计 3 月 18 日将降息 25bp

紧急降息后，当前美国经济依然面临严重不确定性。以 2 月 21 日为分界点，前后两个时期美国疫情、美股及美元资产表现出现了差异明显。20 号以前，疫情影响下，从花旗经济意外指数来看，欧元区是大幅走弱的，此时美国相对较好，避险情绪推动下，资金大量流入美国，美元指数大幅的上升。2 月 21 日以来，美国新冠疫情确诊病例开始大幅增加，美股也由此前的上涨转为下跌。21 日至紧急降息前一日，标普 500 指数下跌 10%，10 年美债收益下降 45bp 至 1.1%，高收益债信用利差由 3.66 升至 4.97%，美元指数由 99.3 降至 97.6。2 月 28 日，美联储主席鲍威尔表示“美联储正密切关注事态发展及其对经济前景的影响，将采取适当的行动来支持经济”，市场对于美联储降息的预期也急剧升温。这是美联储 3 月 3 日紧急降息的背景。但降息以后，美债收益率进一步走低，持续创历史新低，但美股依然偏弱，且风险溢价并没有回落，依然保持在高位，截至 3 月 6 日，美国高收益债利差为 5.1%，VIX 指数为 41.9，美元指数则进一步走弱至 96.1，美国经济政策不确定指数则大幅上升至 570，显示了美国经济依然存在比较严重的 uncertainty。市场对于美联储进一步降息概率明显升温，这与美联储此前六次紧急降息情况类似，即紧急降息后，美债收益率走低，风险溢价维持高位，负面冲击并没有得到很好缓释。因此，我们认为，3 月 3 日紧急会议降息以后，3 月 18 日美联储将再度降息 25bp，宽松加码以应对疫情对经济和市场的负面冲击。

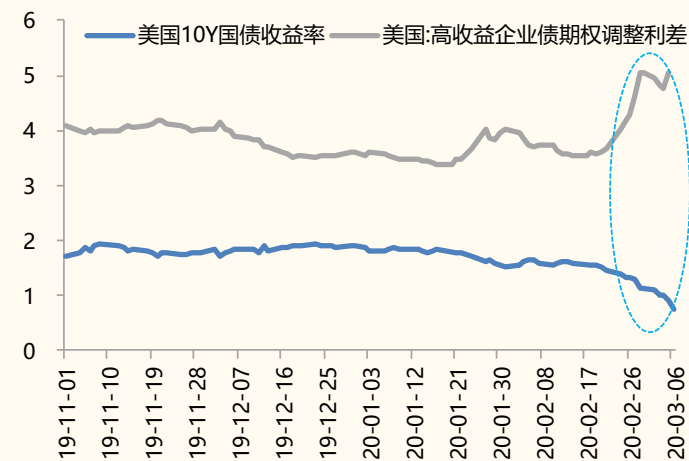
图表 2: 2 月 21 日以来美国确诊人数大幅增加

美国:新冠肺炎确诊病例累计值(例)



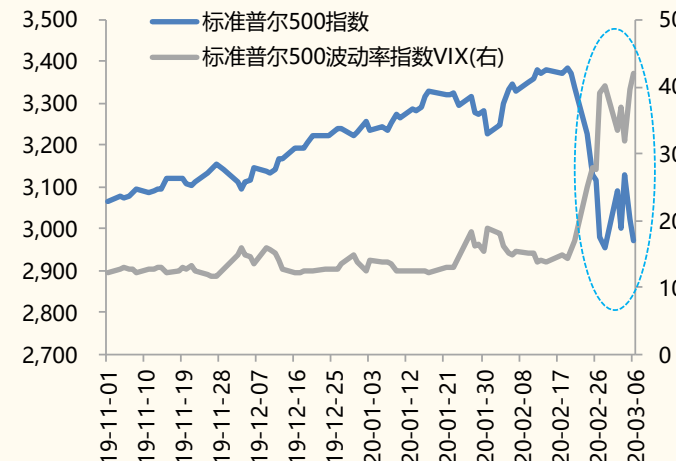
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 2020 年 3 月 3 日紧急降息后国债与利差 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 2020 年 3 月 3 日紧急降息后美股与 VIX

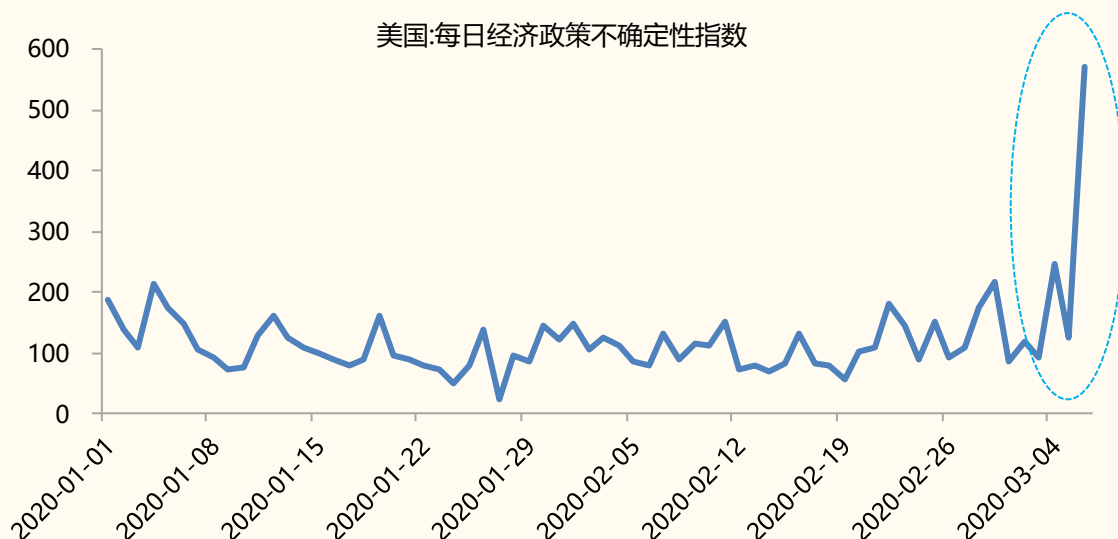


来源: Wind, 国金证券研究所

考虑到美国疫情发展相对中国晚近一个月,当前美国经济数据尚没有收到疫情冲击影响,但未来一两个月将受到严重冲击,这也是美联储将再度降息的原因之一。2 月末以来,美国新冠疫情逐步开始严重,但从经济数据来看,并没有得到明显体现。调查数据方面,2 月美国制造业 PMI 为 50.1,相对前值下降 0.8 个百分点,非制造业 PMI 为 57.3,相对前值上升 1.8 个百分点,但 Makit 服务业 PMI 明显回落至 49.4,相对前值下降 4 个百分点。就业数据方面,美国 2 月新增非农就业 27.3 万人,好于市场预期,失业率回落至 3.5%,时薪增速同比 3%,相对保持稳定。考虑到就业数据本身存在一定的滞后性,疫情冲击并没有体现在 2 月经济数据当中。这一点我们可以与中国 1 月份的数据做对比,疫情在国内 1 月中旬开始逐步升温,但是 1 月经济数据并没有受到太多的影响,比如信贷社融数据依然是非常好,1 月 PMI 也相对稳定。但 2 月数据就明显出现了下滑,体现在 PMI 降至历史低位,特别是非制造业 PMI 首次跌破 50 降至 29.6,为历史最低值。表明区域化严控疫情影响下,对于非制造业,包括服务业和建

筑业的影响是很严重的。此外，其他高频数据反映的情况也是相对比较一致的，包括高炉开工率的下降，电厂耗煤的下降，钢铁库存的被动积累的多方面问题。当前来看，美国的情况可能与我国也相类似，当前美国疫情的情况实际上相当于我国 2 月，也就是美国现在正处于疫情爆发时期。考虑到中美两国国情与政治制度的差异，美国难以实现我国这样的区域化网格管理。因此，对于服务业的冲击可能相对我们国家没有那么明显，更多的冲击可能还是集中于制造业，主要受全球产业链、以及其他国家，特别是中国需求放缓的影响。需要考虑的另外一个问题在于，美国，以及海外其他国家这样的防控手段下，疫情持续的时间可能会相对更长，中美两国在疫情发展方面存在一定错位，美国经济依然面临严重不确定性。因此，我们认为，虽然当前美国经济数据尚没有受到疫情冲击影响，但未来一两个月将受到严重冲击，这也是美联储需要在 3 月 18 日 FOMC 会议上再度降息的原因。考虑到当前较低的联邦基金利率水平，除降息外，美联储还可能通过购买短期国债、正回购等方式向市场提供流动性。

图表 5：美国经济政策不确定指数大幅上升



来源：Wind，国金证券研究所

三、我国降息空间打开，但幅度有限，国内金融资产吸引力将明显提升

全球央行宽松下，我国货币政策降息空间打开，但幅度有限，国内金融资产

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_6720

