



美联储非常规降息点评——

预料之外的预期之内

本期摘要

事件回顾：“非常规降息”有先例

北京时间 2020 年 3 月 3 日 23 时，美联储突然提前宣布下调联邦基金利率目标区间 50 个基点至 1.00-1.25%，同时将超额准备金率（IOER）下调 50 个基点至 1.1%。本次降息开启了美联储 2020 年的降息序幕，也是自去年以来的第四次降息操作。

本次降息为 2008 年金融危机之后的首次提前于美联储议息会议上进行的“非常规紧急降息”操作。回顾历史，紧急降息虽然在美国并不常见，但也有过先例。如果加上这一次，从 1994 年以来美联储历史上共发生过 9 次“非常规紧急调息”事件，其中 8 次为降息，1 次为加息。从以往紧急降息的情况来看，原因多为遇到较为重大的风险。

一探究竟：预料之外而又符合预期的“非常规降息”

一方面，降息结果和降息幅度符合预期。主要原因是美国经济差强人意，加上新冠肺炎兴风作浪，并且大选临近时间敏感。

另一方面，从降息时间来说，由于在议息会议之前，所以给人以出乎意料之感。

静观其变：“非常规降息”效果如何

以史为鉴，前 7 次的“非常规降息”对于当时的降息周期都起到了一定的作用，“紧急降息”配合降息周期使用均达到了不错的效果。

此次的紧急降息是美联储针对经济和资本市场可能进一步受到新冠疫情的冲击预期所做出的提前操作。从正面影响来看，降息向市场传递了货币宽松的信号，不但意味着美联储转向宽松，也意味着全球主要央行一致转向宽松，这将通过预期和信心对经济活动产生部分积极作用。因此，此次降息或有助于提振市场对全球第一大经济体经济稳定增长，不受巨大冲击的信心，加之最近全球多个央行也采取降息措施，整体上也可能有助于全球市场信心的恢复，有利于资产价格的稳定和金融风险的平抑。

另一方面，由于导致本次降息的原因是因为传染病引发的疫情，风险源并不容易受人“控制”，而且风险可能尚未真正暴露，加之经济活动在短期对利率的下降可能并不敏感，这意味着降息的短期效果可能会打折扣。

以我为主：我的利率我做主

中国货币政策调控一项是遵从“以我为主”的宗旨，从目前情况来看，前期央行针对疫情影响，在流动性供给和利率水平降低等方面出台了不少政策措施，当前要做的是让政策落实到位并观察政策效果如何。对于央行来说，下一步可继续保持流动性合理充裕，通过政策利率的引导作用，让整体的市场利率继续下行，来降低企业的融资成本。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

宏观策略：

研究员：

刘宾

0755-83212741

liubin@citicfs.com

从业资格号：F0231268

投资咨询号：Z0000038

联系人：

罗奂劼

021-60823979

luohuanjie@citicfs.com

从业资格号：F3016675

一、事件回顾：“非常规降息”有先例

北京时间 2020 年 3 月 3 日 23 时，美联储突然提前宣布下调联邦基金利率目标区间 50 个基点至 1.00-1.25%，同时将超额准备金率（IOER）下调 50 个基点至 1.1%。本次降息开启了美联储 2020 年的降息序幕，也是自去年以来的第四次降息操作。

非常值得一提的是，本次降息为 2008 年金融危机之后的首次提前于美联储议息会议上进行的“非常规紧急降息”操作。回顾历史，紧急降息虽然在美国并不常见，但也有过先例。如果加上这一次，从 1994 年以来美联储历史上共发生过 9 次“非常规紧急调息”事件，其中 8 次为降息，1 次为加息。从以往紧急降息的情况来看，原因多为遇到较为重大的风险。

表 1：美联储“非常规调息”一览

时间	调息幅度	美联储委员会申明	调息原因
1994 年 4 月 18 日	+25 基点	略微增加对储备头寸的压力，预计该行动将与短期货币市场利率小幅上涨有关	控制通胀
1998 年 10 月 15 日	-25 基点	放贷机构越来越谨慎，金融市场总体状况也不稳定，这可能会抑制未来的总需求。在这种背景下，进一步放松货币政策的立场被认为是必要的，以维持经济增长的背景下遏制通货膨胀。	亚洲金融危机和俄罗斯发生主权债务违约导致市场因担忧情绪出现剧烈波动以及长期资本管理公司崩溃导致信贷紧缩威胁浮现
2001 年 1 月 3 日	-50 基点	降息行动是在销售和和生产进一步疲软的情况下采取的，也是在消费者信心下降、金融市场某些部门的情况紧张以及能源价格高企削弱家庭和企业购买力的情况下采取的	2000 年科技股和互联网泡沫破灭后产生的风险在可预见的将来可能造成经济的疲软
2001 年 4 月 18 日	-50 基点	资本投资在持续走软，当前和预期盈利能力的持续下降，加之商业前景的不确定性上升，将抑制未来的资本支出。这种潜在的限制，再加上早些时候股市财富缩水对消费的可能影响，以及海外增长放缓的风险，可能会让经济活动的步伐“慢得让人无法接受”	经济走弱风险加剧
2001 年 9 月 17 日	-50 基点	将继续根据需要向金融市场提供异常大量的流动性，直到市场功能恢复正常。即使在上周的悲剧事件之前，就业、生产和商业支出仍然疲弱，而上周的事件有可能进一步抑制支出	911 恐怖袭击后，让消费者更容易获得资金，以帮助避免经济衰退
2007 年 8 月 17 日	贴现利率下调 50 基点	提供流动性，以促进金融市场的有序运行	次贷危机扰乱金融市场
2008 年 1 月 22 日	-75 基点	考虑到经济前景的减弱和增长下行风险的增加。虽然短期融资市场的压力有所缓解，但更广泛的金融市场状况继续恶化，一些企业和家庭的信贷进一步收紧。此外，即将发布的信息显示，住房市场收缩加剧，劳动力市场也出现了一些疲软。经济增长仍存在明显的下行风险	美国衰退迹象加剧导致股市暴跌

2008 年 10 月 8 日	-50 基点	本次会议是美联储与世界其他几家央行协调召开的，加拿大、英国、欧洲、瑞典、瑞士等国家和地区的中央银行同步宣布降低政策利率。几家央行发表了联合声明，表示最近金融危机的加剧加大了经济增长的下行风险，因此有必要对全球货币环境进行一定程度的放松。美联储表示，最近几个月美国经济活动的步伐明显放缓。此外，金融市场动荡的加剧可能会进一步抑制支出。通胀一直居高不下。根据这些证据美联储采取了降息行动。	雷曼兄弟倒闭动摇了金融市场，并加剧了人们对衰退的担忧
2020 年 3 月 3 日	-50 基点	美国经济基本面仍然强劲，但新冠病毒对经济活动构成不断发展的风险	新冠病毒引发的经济风险逐渐升级

资料来源：中信期货研究部根据公开市场信息整理

二、一探究竟：预料之外而又符合预期的“非常规降息”

本次降息从时间点与形式来说是预料之外的，但从降息原因、最终的降息决定和降息幅度来说却又是在预期之内的。

1、符合预期

(1) 美国经济差强人意

1) 2 月制造业 PMI 创半年以来最低

2 月份美国 ISM 制造业 PMI 指数为 50.1，虽然连续扩张 2 个月，但低于预期 50.5 和前值 50.9，并创 2019 年 8 月以来的新低。从分项指标来看，除了就业，供应商交付和订单库存外，全部出现下滑。其中进口分项指数不仅以最大记录的降幅进入萎缩区间，并且指数为 2009 年以来的最低，而出口订单增速放缓；同时，新订单指数与产出指数的下滑则反映出当前美国制造业面临供需双弱的局面。

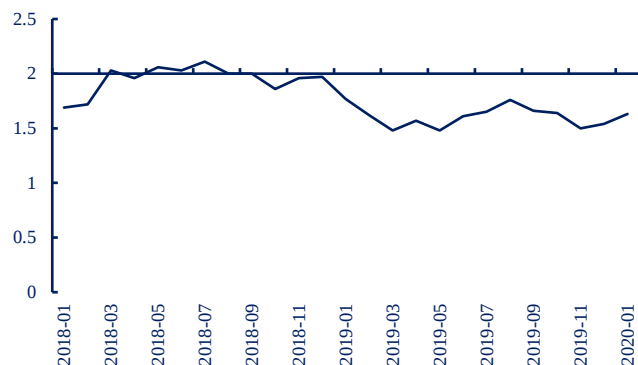
2) 核心通胀仍旧表现疲软

2020 年 1 月美国核心 PCE 通胀同比增长 1.63%，虽较上月温和上升，但仍维持在较低水平，且并未达到美联储 2% 的政策目标。收入方面，美国非农企业平均周薪同比增速正处于趋势性向下的阶段，对于核心 PCE 上行的有所拖累；投资方面，2019 年美国投资增速下行，难以通过提振总需求的方式拉动通胀增长；消费方面，消费数据边际向好，但当前的美国消费情况或并不足以支撑通胀水平达到 2% 的通胀目标。总体上看，美国核心通胀仍旧表现疲软。

3) 非农就业好于失业率

2020 年 1 月，美国失业率为 3.6%，不及预期和前值的 3.5%；新增非农就业人口 22.5 万人，好于预期 16 万人和前值 14.5 万人；就业参与率为 63.4%，略高于预期和前值的 63.2%。非农就业情况较好，但失业率有所上升。当月非农数据的增长主要由建筑业和服务业所贡献，但同时新增制造业就业人数继续下降。美国就业市场总体保持平稳。

图1: 1月美国核心PCE 单位: %



资料来源: Wind, 中信期货研究部

图2: 2月美国制造业PMI 单位: %

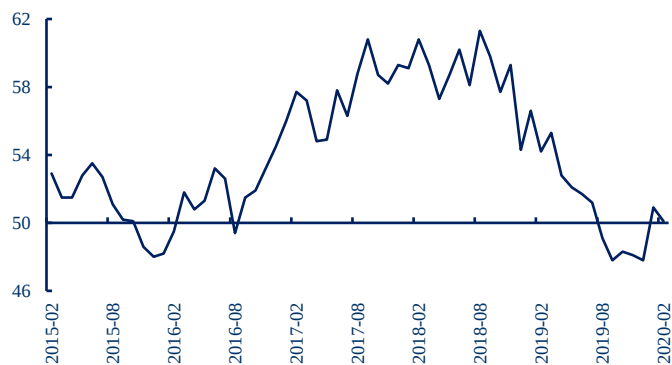
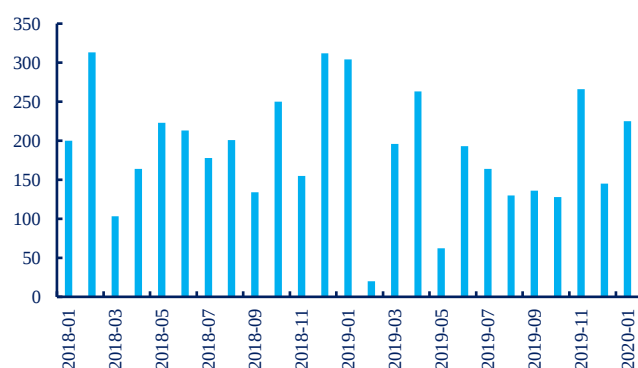
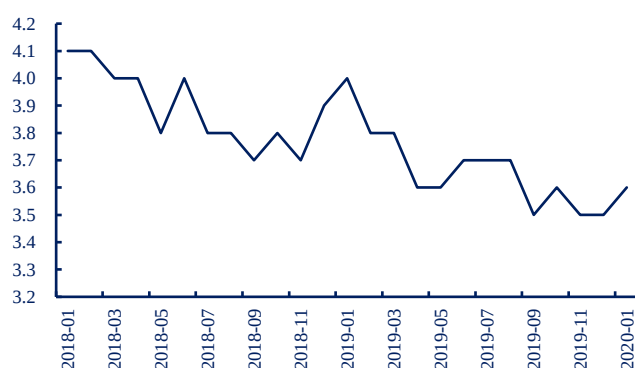


图3: 1月美国非农就业 单位: 千人



资料来源: Wind, 中信期货研究部

图4: 1月美国失业率 单位: %



(2) 新冠疫情兴风作浪

1) 全球范围发酵, 美国或被低估

新型冠状病毒引发的肺炎疫情成为了 2020 年最大的“黑天鹅”事件。就在中国国内疫情得到明显控制和改善不久, 新冠肺炎再次升级和发酵, 接连在世界多个国家和地区暴发和蔓延。截至北京时间 3 月 4 日, 中国以外已有 74 个国家共出现累计确诊病例 12621 例。其中韩国、意大利、伊朗最为严重, 累计确诊病例均超过 2000 例。美国的确诊人数为 122 例, 位列第 8。不过, 美国国内严格的确诊条件和昂贵的检测费用极有可能导致确诊人数被低估。

2) 疫情影响全球经济和金融市场

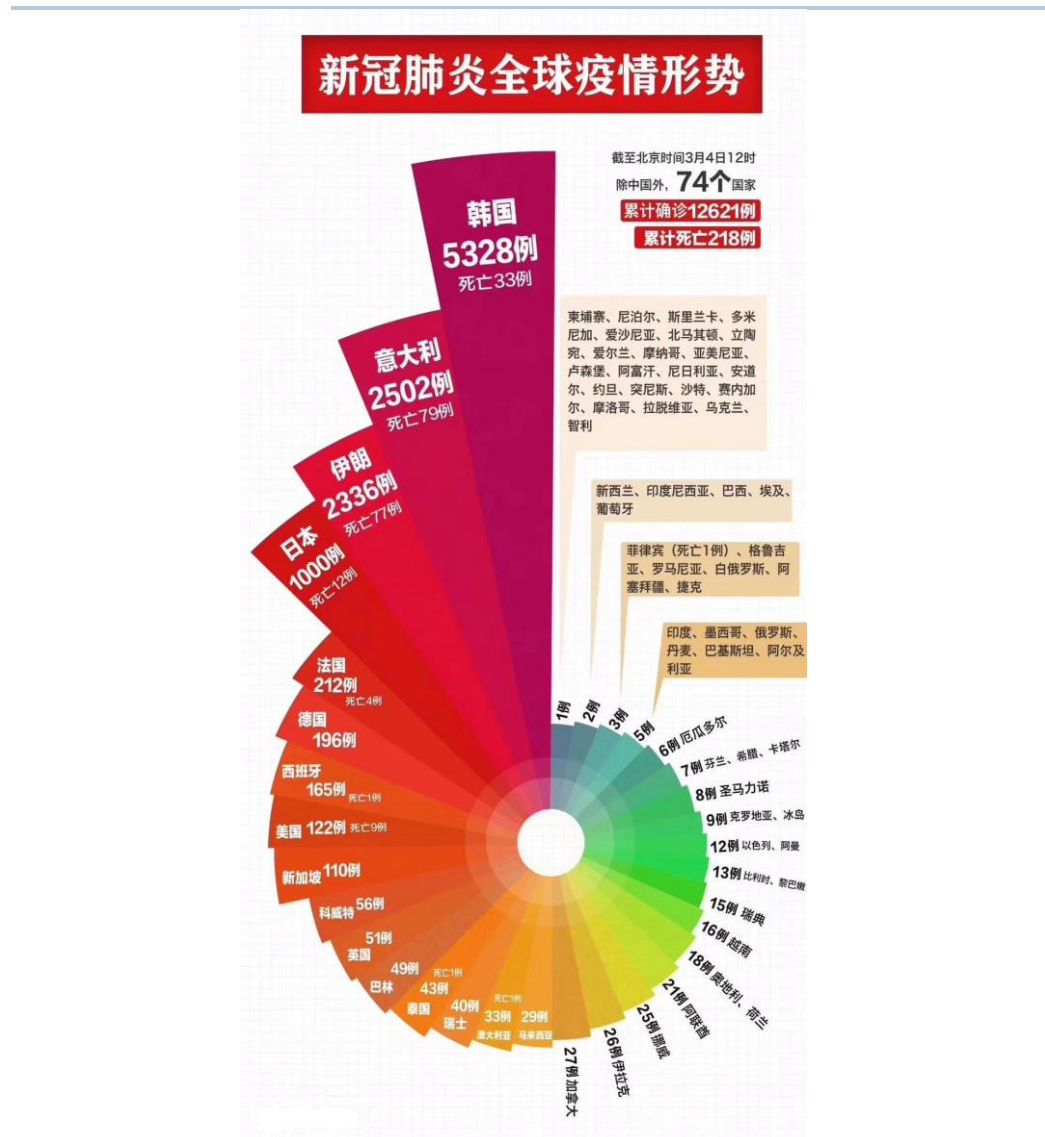
目前来看, 此次疫情对于全球经济和金融市场的冲击已远超 2003 年的“非典”以及 2009 年的 H1N1 流感病毒。以中国为例, 由于疫情导致全国大面积停工停产, 使得 2 月制造业 PMI 仅为 35.7, 创下了有记录以来的最低。而当疫情在全球多地进一步发酵之后, 恐慌情绪也随之蔓延。疫情在全球发酵的第一周, 全球金融资本市场哀鸿遍地, 全球主要的股市和商品市场连续多天出现暴跌。

3) 美国国内经济和金融市场受到冲击

从美国国内来看, 不久之前还在连连创新高的美国股市受到严重波及; 美国 10 年期国债收益率不断刷新历史新低, 一度达到 1.06% 的水平; 美元连连贬值; 而国际黄金价格也一度接近 1700 美元/盎司的阶段高位。

对于美国来说，其经济的第一动力是消费，美国家庭资产的第一权重是权益类资产，两者通过财富效应和消费信心耦合。一旦美股创纪录的历史长牛结束且短时期出现暴跌，将会重创消费者信心，拖累美国经济进入衰退。并且，对于杠杆高企的企业部门和依赖回购的美股牛市而言，稳定向好的金融条件异常重要。新冠疫情的蔓延导致恐慌情绪的飙升从而冲击到金融市场，显然是个不好的消息。而美联储对于股市波动和金融条件恶化的忍耐历来都是比较低的。

图5：中美贸易关系的三条不同路径



资料来源：人民日报，中信期货研究部

(3) 大选临近时期敏感

2020 年是美国的大选年。经济的稳定无论对于寻求连任的特朗普还是对于民主党的竞争对手来说都是第一要务。一旦因为新冠疫情使得原本就差强人意的美国经济进一步进入衰退很有可能将美国政治经济推向动荡时期，这不仅是美国总统和政府，更是美国人民不愿看到的。而对于秉持政治中立，只关心经济的美联储来说，在这样敏感而重要的时刻，稳定美股进而稳定美国经济，实则是另一种意义上的政治中立。

综合以上三点来看，在距离三月份议息会议仅两周左右的时间，美联储突然采取行动，且委员意见高度一致，反映出当前新冠疫情带来的风险紧急且严重，而从降息的幅度来看，本次采取 50BP 的利率区间下调，也与之之前多数紧急降息情况一致。因

此，从紧急降息的决定和降息幅度来说是基本符合市场预期的。

2、预料之外

之所以说预料之外，主要是指行动时间方面。因为此次降息距离三月议息会议仅差两周，并且在市场对于议息会议做出降息决定，降多少幅度都做好较为充足准备的时候发生的，有些措手不及的感觉。不过好在市场上的大部分都已经做好了准备，现在无非是把准备提前了而已。

三、静观其变：“非常规降息”效果如何

1、“非常规降息”配合降息周期使用效果明显

从历史上来看，前 7 次的“非常规降息”对于当时的降息周期都起到了一定的作用，“紧急降息”配合降息周期使用均达到了不错的效果。

(1) 加息周期：1995 年 2 月到 1998 年 11 月

利率的持续稳步上调使得 1995 年上半年美国经济增长明显放慢并保持稳定增长状态。为防止经济滑坡，美联储重启降息。次年，由于美元汇率不断走强、消费者购买耐用消费品的支出出现停滞以及旺盛的资金需求，使得联邦储备委员会再次动用利率杠杆调节经济运行，下调联邦基金目标利率。

随后，美联储在 1997-1998 年间继续维持当时的利率水平，并在 1998 年 10 月 15 日第三次下调利率。主要是由于在这段时间里国际金融市场爆发的亚洲金融危机以及俄罗斯发生主权债务违约导致市场因担忧情绪出现剧烈波动，同时为了防止国内的通货膨胀。最终，市场在三次降息后很快实现反弹。

(2) 加息周期：2001 年 1 月到 2003 年 6 月

2001 年美国利率政策面临的最大问题就是美国经济进一步探底并显现衰退迹象。随后的国际市场石油涨价和“911”恐怖事件的发生，使得美国经济雪上加霜，“软着陆”的希望彻底破灭。连续的经济下滑和突发性的恐怖行动，使美国经济面临经济发展失速的状态，在 2001-2003 年间，连续进行了总共 13 次的降息行动，并最终使联邦基金利率探底到 1% 的低水平，并将这一利率水平维持了一年时间。这一极为宽松的货币政策为美国经济摆脱衰退转入稳定复苏发挥了重要的作用。值得一提的是，在 2001 年 1 月 3 日美联储“非常规降息”之后，被认为是继续保持美国经济长期强劲增长而发出的一个“强有力的信号”。而在“911”之后的那一次“紧急降息”则稍显力度不够，因此在半个月之后的议息会议上，美联储再次降息 50 个基点。

(3) 加息周期：2007 年 9 月到 2008 年 7 月

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_6778

