



美联储与股市不得不说的故事

降息能够救美股吗？

从过去三十多年的历史看，资本市场动荡不一定会招致美联储的直接干预。本次美股七连跌尚不足以触发美联储的政策响应。3月3日美联储紧急降息是为了应对新冠疫情对经济造成的不确定性所采取的“保险性”降息。如果受疫情影响，全球经济减速、公司盈利下降，将进一步凸显美股估值过高的风险。

- 泰德利差是国际上衡量金融市场风险的重要指标。当资产价格大跌，泰德利差上升较快时，意味着市场流动性趋紧，市场风险上升。此时，央行货币政策或有必要采取行动。1987年股灾开启了美联储流动性救市的先河。
- 在IT泡沫破裂以及次贷危机爆发之后，美联储分别自2001年和2007年开启了两轮降息周期。这两轮降息周期均遭遇美股暴跌，但从泰德利差来看，美股暴跌并未触发市场恐慌。美联储降息并非直接针对股市，而是为了稳经济的需要。
- 2020年2月底美股出现了七连跌，市场恐慌情绪有所上升，但泰德利差显示市场流动性依然比较充裕，同时美国经济基本面依然强劲，因此美联储无论是从提供流动性的角度还是从稳经济的角度，都不存在出手救市的紧迫性。实际上，3月2日，美股三大股指在降息预期下自行出现了5%左右的大幅反弹。
- 3月3日，美联储宣布将基准利率下调50个基点。此次紧急降息并不是为了拯救处于历史高位的股市，而是为了应对新冠疫情发展对美国经济造成的不确定性所采取的“保险性”降息。在疫情同时影响经济活动的供给和需求的情况下，美联储货币政策效用有限，很有可能陷入流动性陷阱，并最终走向负利率。如果受疫情影响，美国经济减速并陷入衰退，则如同2007年次贷危机演变成2008年金融海啸一样，现在的降息只是股市向下调整的中继而非牛市的继续。

相关研究报告

《美联储危机交易的背后》 20200304
《3月海外宏观动态点评》 20200304
《A股市场月报》 20200303

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

*刘立品为本报告重要贡献者



2020年2月20日至28日，以道琼斯工业平均指数为代表的美股连续七天下跌，累计跌去13.4%。市场开始期待美联储降息救市。美国总统特朗普也一再敦促美联储迅速采取行动。美国东部时间3月3日早十点，美联储在联邦公开市场委员会（FOMC）3月17-18日例会之前紧急宣布将联邦基金利率的目标区间下调50个基点。这次美联储降息和美股七连跌有关系吗？紧急降息之后，特朗普敦促美联储应该进一步宽松，鲍威尔也明确表示要以降息来应对疫情扩散。那么，美联储降息能够救美股吗？

美联储与资产价格波动的恩怨情仇

关于央行是否需要资产价格波动做出反应，是一个老生常谈的话题。2008年金融危机前，大都不主张干预资本市场。如在1999年杰克逊霍尔（Jackson Hole）央行年会上，时任普林斯顿大学教授的伯南克在提交的报告中指出，央行不需要对资产价格波动做出反应，而应将政策重点放在防控通胀上。2002年10月，他进一步表示，货币政策工具应该被用来维持物价稳定和充分就业，金融稳定目标应通过监管手段以及央行“最后贷款人”功能来实现。央行尤其不应该针对资产价格中可能存在的泡沫加息，因为，一来泡沫无法准确地识别，二来小幅加息未必能挤掉泡沫，而大幅加息则有明显的副作用。在2002年杰克逊霍尔年会上，时任美联储主席的格林斯潘指出，试图通过渐进式的收紧货币政策来低风险、低成本地抑制资产价格泡沫无异于缘木求鱼。

格林斯潘、伯南克等在一系列杰克逊霍尔研讨会上的论述代表了危机前的主流货币政策主张，即对资产价格波动“善意忽视”的所谓“杰克逊霍尔共识”。根据这一共识，除非资产价格变化影响未来通胀走势，否则央行无需对资产价格波动做出反应。即使资产价格中存在泡沫，央行也完全有能力在泡沫破灭后将损失控制在最低程度。

2008年危机后，在央行如何应对资产价格波动的问题上，形成了事后清理和逆风干预两大主张。总的来说，美联储和英格兰银行仍然坚持危机前的观点，而国际清算银行（BIS）和欧洲央行（ECB）则强烈呼吁对主流货币政策思路进行修正。前者因为怀疑逆风干预的可操作性和有效性而继续倡导事后清理策略，后者则因为事后清理的道德风险问题和巨额救助成本转而支持逆风干预策略。

2010年1月，时任美联储主席的伯南克在美国经济学联合年会上指出，美联储的低利率政策并非全球金融危机前美国房地产泡沫的主要原因，美联储也不应该针对房地产泡沫加息。美联储的失误之处不在于货币政策，而在于未对非传统抵押贷款市场进行严格监管。

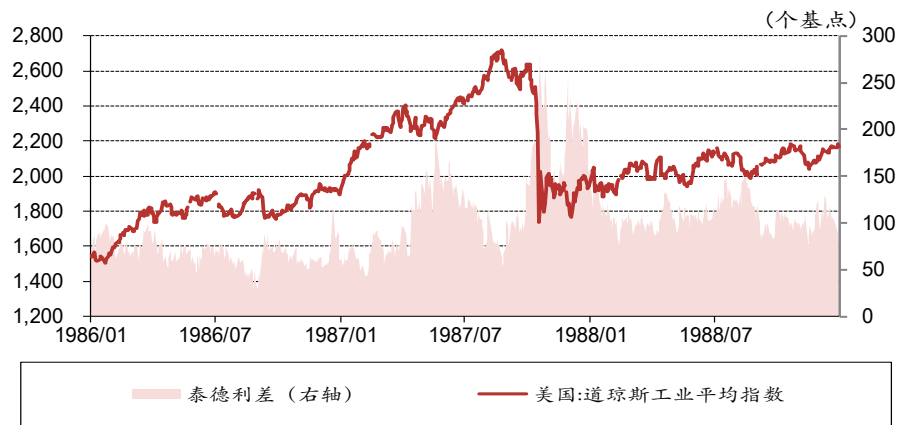
现任主席鲍威尔在这个问题上可能走得更远。2018年2月27日，他上任首秀被问到美联储需要关注什么风险时坦言：“从广泛角度看金融稳定性，目前确实有些资产价格很高，美联储必须对金融失衡和通胀上行保持警惕。”同年11月，他在纽约经济俱乐部介绍美联储监测金融稳定的基本框架时开宗明义地指出，没有金融稳定就没有宏观经济稳定，而且系统性风险往往在繁荣时期萌芽。因此，在危机发生后，政策制定者不再依赖即时的政策反应，而是在一个在经济繁荣时期预先提出解决方案的框架中不断监测脆弱性，并要求企业对于金融压力提前规划。这个框架包括三个部分：一是增强金融体系的强度和弹性；二是制定并应用广泛的框架持续监测金融稳定性；三是尽可能透明地解释新方法，以便公众及其在国会的代表能够提供监督并让美联储对这项工作负责。

由此可见，美联储已将金融稳定纳入其政策目标。但实践中，美联储对于金融稳定的职责仍以监测为主。对于资产价格波动，美联储仍沿袭以前的做法，即不是运用货币政策工具事前逆风干预，而是通过央行“最后贷款人”角色事后清理金融动荡造成的破坏。而央行“最后贷款人”角色通常在两种情形下发挥作用：一种情形是当资产价格大幅波动，造成市场流动性骤然收紧时，央行为市场提供流动性，维护市场正常运行；另一种情形是当资产价格暴涨或暴跌，影响通胀、增长和就业时，央行通过货币政策操作做出响应。

成功化解1987年股灾是格林斯潘的成名作

1987年10月19日（史称“黑色星期一”），美国道琼斯工业平均指数一天暴跌22.6%（见图表1）。此次股灾冲击波蔓延至全球。

图表 1. 1987 年股灾前后的美股走势与泰德利差



资料来源: 美联储, 万得, 中银证券

注: 泰德利差=3 个月期 Libor 美元利率-3 个月期美国国债收益率

股灾的第二天早上, 美国许多银行停止对专业经纪商和交易员提供信用资金, 而专业经纪商已没有足够现金向交易所支付保证金。一旦专业经纪商倒闭, 纽约股票交易所将会缺乏保证金清算交割正常进行的资金来源, 美股继续暴跌在所难免。

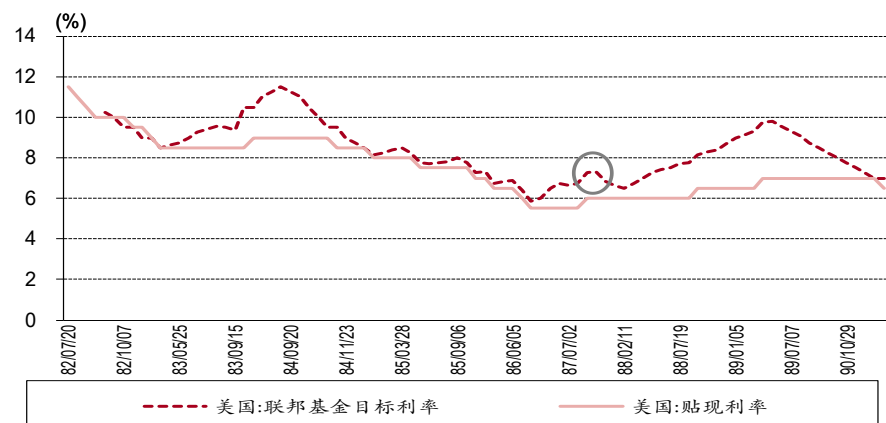
泰德利差 (TED Spread) 是一个衡量金融市场风险的重要指标。所谓泰德利差, 是指 3 个月伦敦银行间市场利率与 3 个月美国国债利率之差。当泰德利差上行时, 显示市场风险扩大, 流动性趋紧, 银行借贷成本提高, 进而推高企业的借贷成本, 代表信用状况紧缩。因此, 可以从泰德利差的变化来观察市场流动性或信用状况。

1987 年美国股灾当天, 泰德利差从上周的日均 180 个基点跳升至 264 个基点, 次日进一步升至 283 个基点 (见图表 1), 显示金融市场恐慌情绪蔓延, 市场流动性趋紧。

股灾对于刚接任美联储主席两个月的格林斯潘是一次挑战。为此, 他于 10 月 20 日一早对外发表声明称: “作为国家的央行, 美联储有责任提供流动性来支持经济和金融体系, 今天我重申将保证金融体系的流动性。”这句话暗示美联储会支持银行为股票交易商继续发放贷款。这大大舒缓了市场紧张情绪。20 和 21 日, 美股连续反弹, 累计达 16.6%。

美联储成功化解了这次股灾, 格林斯潘一战成名。但需要指出的是, 当时美联储只是开放了贴现窗口, 为市场提供流动性保证, 没有采取降息的措施。美联储下调联邦基金利率 50 个基点是在 11 月 4 日 (股灾过后) (见图表 2)。化解 1987 年股灾, 开启了美联储流动性救市之先例, 这符合前述央行出手的第一种情形。

图表 2. 美联储联邦基金目标利率和贴现利率



资料来源: 美联储, 万得, 中银证券

注: 横轴为联邦公开市场委员会 (FOMC) 宣布联邦基金目标利率调整的日期。

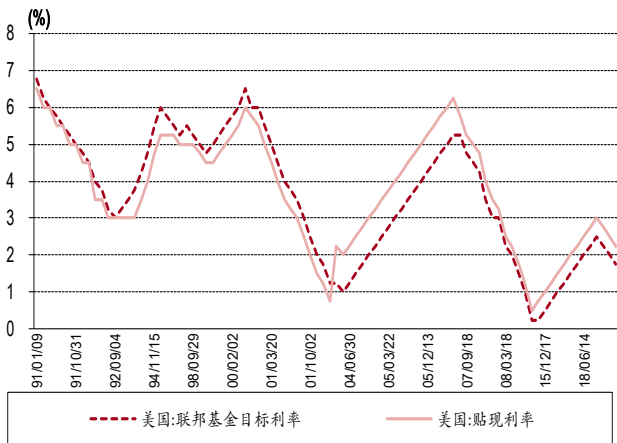
新世纪的两轮降息周期并非为了救股市

这两轮降息周期分别为 2001 年 1 月 3 日至 2003 年 6 月 25 日，联邦基金利率从 6.50% 降至 1.00%、贴现利率从 6.00% 降至 2.00%，以及 2007 年 8 月 17 日至 2008 年 12 月 16 日，联邦基金利率从 5.25% 降至 0.25%、贴现利率从 6.25% 降至 0.50%（见图表 3）。这两轮降息周期均遭遇美股暴跌，分别是 2000 年美国 IT 泡沫破灭和 2008 年全球金融海啸。但美联储降息主要是为了救经济，而非为了救股市。

IT 泡沫破灭与美联储应对

上世纪末美国出现高科技泡沫，纳斯达克综合指数 2000 年 3 月初涨到了 5,000 多点，较 1998 年 10 月初低点上涨了 2.55 倍。之后开始震荡下跌，到 2002 年 10 月初跌去近 80%（见图表 4）。

图表 3. 美联储联邦基金目标利率和贴现利率



资料来源: 美联储, 万得, 中银证券

注: 横轴为联邦公开市场委员会 (FOMC) 宣布联邦基金目标利率调整的日期。

图表 4. 2000 年 IT 泡沫破灭前后美股走势与泰德利差



资料来源: 美联储, 万得, 中银证券

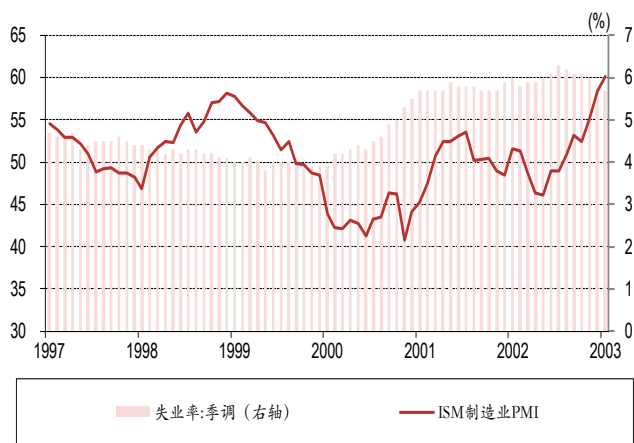
起初，美联储并未立即采取降息行动。2000 年 4 月 10 日至 14 日，纳指五连跌，累计跌 25.3%；5 月 8 日至 10 日又三连跌，累计跌 11.3%。截至 5 月 10 日，纳指已较前期高点下跌 33.0%（见图表 4）。美联储不仅没有降息，反而延续了之前的加息周期，于 3 月 21 日和 5 月 16 日两次提高联邦基金利率和贴现利率，每次各 50 个基点（见图表 3）。

之所以美联储对这两次暴跌均未做出响应，可以从货币市场利率走向找到线索。从泰德利差看，4 月 10 日至 14 日平均为 46 个基点，略高于上周日均 41 个基点；5 月 8 日至 10 日平均为 56 个基点，略低于上周日均 66 个基点的水平（见图表 4）。可见，股指暴跌并未触发市场恐慌，属于正常的估值调整。

直到 2001 年 1 月 3 日，美联储在 FOMC 例会之外紧急下调联邦基金率 50 个基点、贴现利率 25 个基点，开启了新一轮的降息周期（见图表 3）。此时，纳指较前期高点已跌去 60% 多。

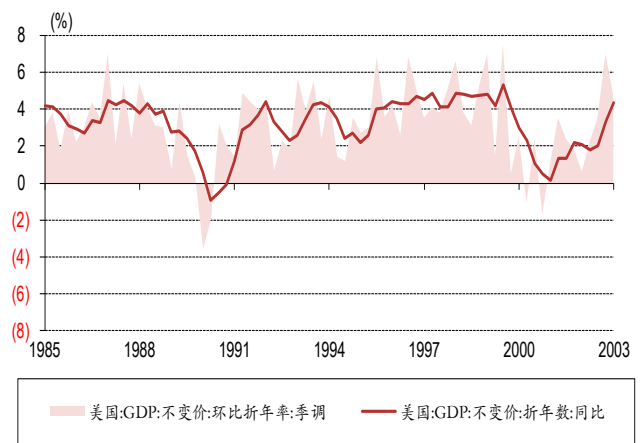
这次降息的重要背景是，股市暴跌的负财富效应已殃及经济，这符合前述央行出手的第二种情形。2000 年最后 3 个月，美国 CPI 持续环比负增长；2001 年初起，失业率从 4% 以下持续攀升，2003 年 6 月最高达到了 6.3%；2000 年 8 月起，美国 ISM 制造业 PMI 指数已持续跌至荣枯线以下（见图表 5）；2000 年第四季度，美国经济环比季调折年率增长 2.5%，但同比仅增长 3.0%，为过去 18 个季度以来最低，2001 年第一季度更是环比负增长 1.1%，为过去 40 个季度以来首次（见图表 6）。美联储在 1 月 3 日的利率声明中表示：“这些行动是在销售和生产进一步走弱、消费者信心下降、部分金融市场紧缩、能源价格高企削弱家庭和企业购买力的背景下采取的。”

图表 5. 2000 年 IT 泡沫破灭前后美国经济景气与就业情况



资料来源：美国劳工部，美国供应管理协会 (ISM)，万得，中银证券

图表 6. 2000 年 IT 泡沫破灭前后美国经济走势



资料来源：美国经济分析局，万得，中银证券

此后，美国遭遇了 2001 年“9.11”恐怖袭击。为对冲此事件造成的经济冲击，美联储进一步大幅降息。9 月 17 日，美联储在例会之外紧急下调联邦基金利率和贴现利率各 50 个基点，并承诺向市场提供“大量的流动性”。到 2003 年 6 月 25 日，将联邦基金利率降至 1.00%。这轮降息周期持续到 2004 年 6 月 30 日首次上调联邦基金利率和贴现利率各 25 个基点。紧接着的这轮加息周期持续到 2006 年 6 月 29 日，联邦基金利率加至 5.25%，贴现利率加至 6.25%（见图表 3）。

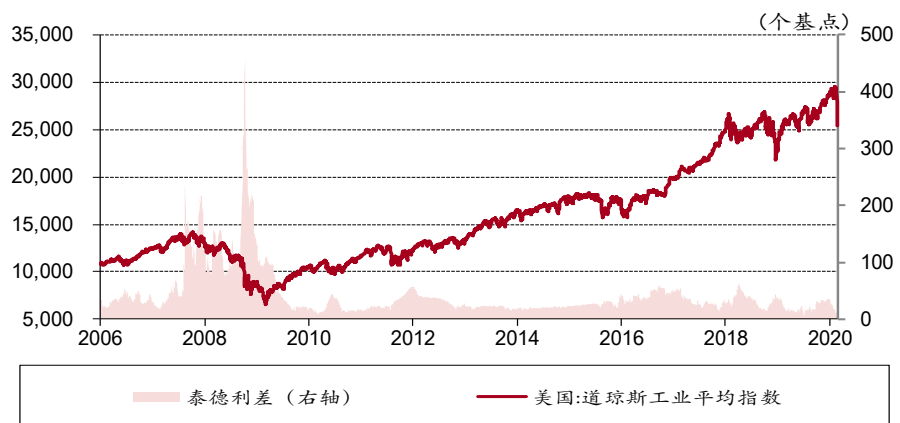
前期持续三年半时间的降息周期催生了美国的房地产泡沫，而之后两年的连续加息又逐渐刺破了这个泡沫，引爆了 2007 年美国次贷危机，并逐渐演变成 2008 年国际金融危机。

全球金融海啸与美联储货币

这次，美联储主要不是应对股市暴跌酿成的后果，而是要清理房地产泡沫破裂造成的灾害，这也属于央行对资产价格波动出手的第二种情形。

2007 年 4 月新世纪公司宣布破产，揭开了美国次贷危机的序幕。8 月初，美国住房抵押贷款公司申请破产保护，贝尔斯登旗下两家基金公司倒闭，次贷危机进一步蔓延。8 月 17 日，美联储重新开启降息窗口，在例会之外紧急下调贴现利率 50 个基点。其实，2007 年 4 月初至 9 月中旬间，美股并未调整，道指还涨了 11%（见图表 7）。这是美联储针对房地产泡沫破灭后，次贷危机形成的经济冲击而采取的措施。美联储在声明中表示：“美联储正在提供流动性，以促进金融市场的有序运行”。

图表 7. 2008 年全球金融海啸前后美股走势与泰德利差



资料来源：美联储，万得，中银证券

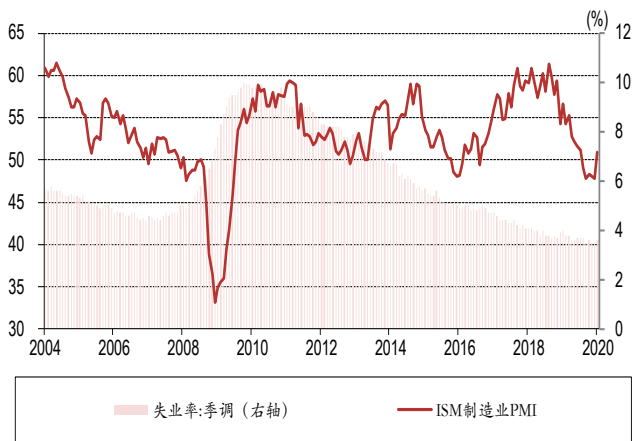
进入2008年后，形势急转直下。1月15日至22日道指四连跌，累计下跌6.3%。1月22日（FOMC例会之外）和1月30日（例会期间），美联储一个月内两次连续降息，累计下调联邦基金利率和贴现利率各125（见图表3）。其实，当时美股跌幅并不大，市场流动性也较为平稳，1月15日至22日，泰德利差平均为98个基点，低于1月7日至14日平均115个基点（见图表7）。然而，房地产泡沫破灭导致的次贷危机，对美国经济的负面影响已开始显现。2007年12月起，美国失业率升至5%以上（见图表8）。2008年第一季度，美国经济环比折年率季调负增长2.3%，为2001年第四季度以来首次；同比增长1.15%，为2002年第一季度以来最低（见图表9）。美联储在1月22日的声明中表示：“鉴于经济前景疲软和增长下行风险增加，他们采取了行动。”

2008年9月14日（周日），雷曼公司申请破产保护，美国次贷危机演变成全球金融海啸。由于当时市场上各种消息满天飞，美股时涨时跌，9月15日至30日道指仅下跌了5.0%。接着，10月1日至10日，美股八连跌，道指、纳指和标普500均跌了20%以上。其间，泰德利差平均为381个基点，高出9月15日至30日平均261个基点的水平较多，显示市场流动性趋紧（见图表7）。10月8日，美联储再次紧急降息，下调联邦基金利率和贴现利率各50个基点。FOMC在声明中说：“委员会是在有证据表明经济活动减弱、通胀压力下降的情况下采取这一行动的。”

11月28日，美联储启动了第一轮量化宽松（QE）货币政策；12月16日，将联邦基金利率降至0.25%的历史低点，贴现利率降至0.50%（见图表3）。2010年11月3日和2012年9月13日，还分别启动了第二轮和第三轮QE。

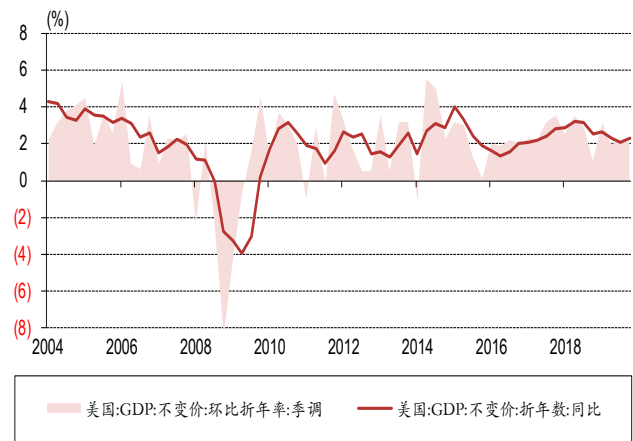
而美股自2009年初起触底回升，开启了长达10多年的这轮牛市，泰德利差也迅速从三位数回落到两位数的水平（见图表7）。2010年和2012年的两轮量化宽松显然是为了进一步巩固经济复苏的成果，而非救股市。美国失业率自2009年10月达到10%以后见顶回落，2016年1月起低于5%，2018年5月起更是降到了4%以下（见图表8）。

图表8. 全球金融海啸前后美国经济景气与就业情况



资料来源：美国劳工部，美国供应管理协会（ISM），万得，中银证券

图表9. 全球金融海啸前后美国经济走势

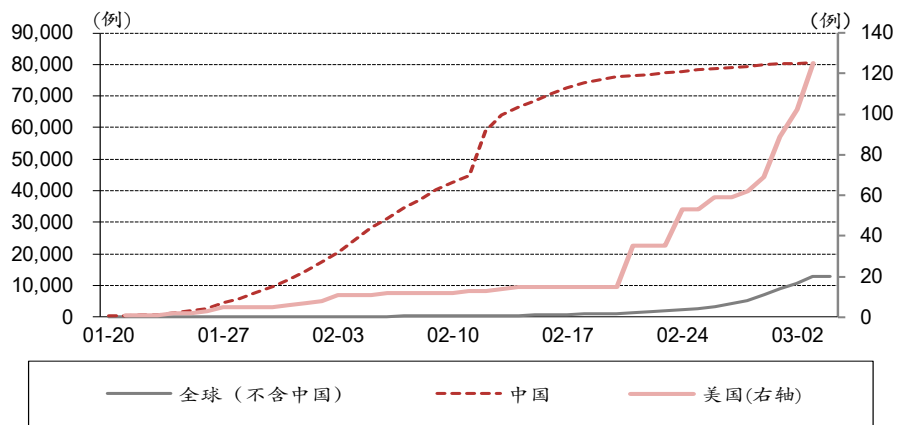


资料来源：美国经济分析局，万得，中银证券

本次美股七连跌尚不足以触发美联储的政策响应

进入2020年，在贸易局势缓和、美国经济强劲的背景下，新年伊始美股连创新高。但好景不长，1月底新冠肺炎疫情开始爆发。起初疫情主要在中国境内发生，但2月中下旬以后逐渐在全球范围内加速蔓延。2月21日起，美国的新冠肺炎感染也呈上升之势（见图表10）。

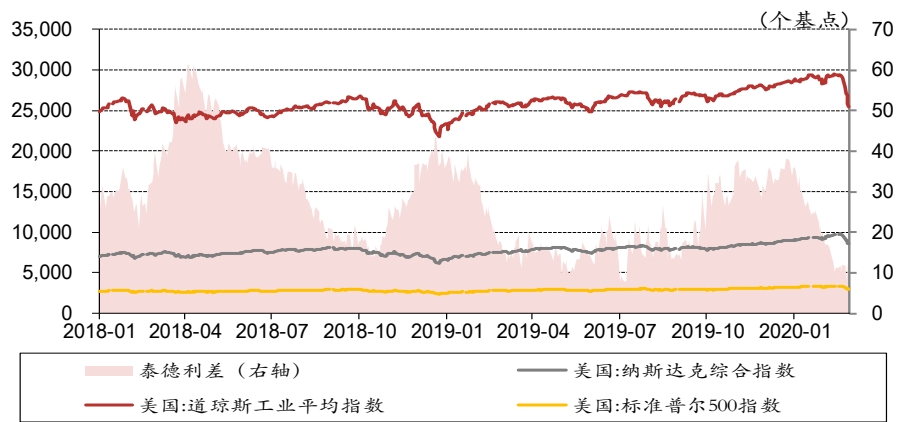
图表 10. 2019 新冠病毒肺炎累计确诊病例



资料来源: 万得, 中银证券

受此影响, 2月20日至28日, 美国道指和标普500七连跌, 纳指六连跌(28日收平微涨), 一举抹去了年初以来的涨幅(见图表11)。这让市场期待美联储马上救市。高盛在3月3日直接给出预测, 美联储有可能在3月份FOMC例会之前紧急降息50个基点, 第二季度再降50个基点。特立独行的美国总统特朗普偏好以股市涨跌作为衡量政绩的标杆, 此前更是一直在抨击美联储在疫情面前反应太慢、行动迟缓。那么, 美联储货币政策会考虑股市波动吗? 这要从鲍威尔领导下的美联储行事作风中寻找答案了。

图表 11. 2018 年以来美股走势与泰德利差



资料来源: 美联储, 万得, 中银证券

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_6795



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>