



美联储1季度降息预期兑现，扩表或延长

——美联储降息50BP点评

2020年3月4日

宏观经济 事件点评

分析师	王宇鹏 电话：010-66554151 邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070003
分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱： kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001

事件：

3月3日美联储提前降息50BP，联邦基金利率降至1%~1.25%。

主要观点：

美联储：1季度降息预期兑现，2季度降息在路上，扩表可能延长。 短期货币市场之前显示当前需要2次降息（50bp），昨天已兑现。受全球疫情以及美国经济自身的季节性特征，上半年经济出现疲软的概率增加，2季度有可能会有第三次25bp的降息，同时扩表可能会有所延长。

美十债：下限区间0.9%~1.1%，上限区间1.6%~1.75%。 能源和铜价格大跌使得通胀上升预期短期内中断，美十债利率下跌一方面是对通胀预期的扭转一方面是对降息预期的表达。我们认为在极端情况下，美十债的下限区间在0.9%~1.1%，这是基于制造业PMI短期下降至46、3次降息以及核心CPI回落至2%的情景假设。根据美十债的特点，当降息预期兑现，则十债利率会有所回升，相应的上限区间在1.6%~1.75%。

流动性：当前金融市场流动性处于较为脆弱的阶段。 股市震荡来自于非经济层面的外部冲击，而非金融市场的流动性。但近三日股市的剧烈波动已部分引发了市场流动性问题。表现为降息前最后一日1年期国债与FFR利差走阔至69bp，以及黄金价格的下跌。由于美联储仍在扩表，短期流动性失控的概率不大。我们跟踪的3个月国债隐含利率也并未出现波动。随着美联储宽松维稳预期增强，短期内流动性可维持，但处于脆弱阶段。

美股：突如其来的疫情将延长年中的中性震荡时间，建议关注疫情的尾部风险。 我们跟踪的两个短期指标，1年期国债利率与FFR利差以及3个月国债隐含利率，前者已出现了异常。短端利差在35bp以上一般表明资本市场短期内较为敏感脆弱，而目前该利差已处于69bp，为2009年以来首次。

疫情对经济的影响完全取决于政府的应对。 综合来看，我们倾向于认为本次新冠疫情会略降低3~4月美国国内的经济活动，暂时不看显著降低。

实体经济：3月经济数据将开始受到影响。 由于疫情的扩散与集会类活动相关，服务业可能会受到一定影响。从时间节点来看，2月消费和就业数据应该不会受到疫情影响，3月数据可能有所反应但幅度不会太大。从宏观上说家庭部门的收入和负债水均处于较好的位置，消费在短期内深幅下降概率不大。由于能源价格的暴跌，石油公司资本开支的复苏有可能延缓，我们之前预期的投资对GDP的拉动作用在上半年将显著减弱。

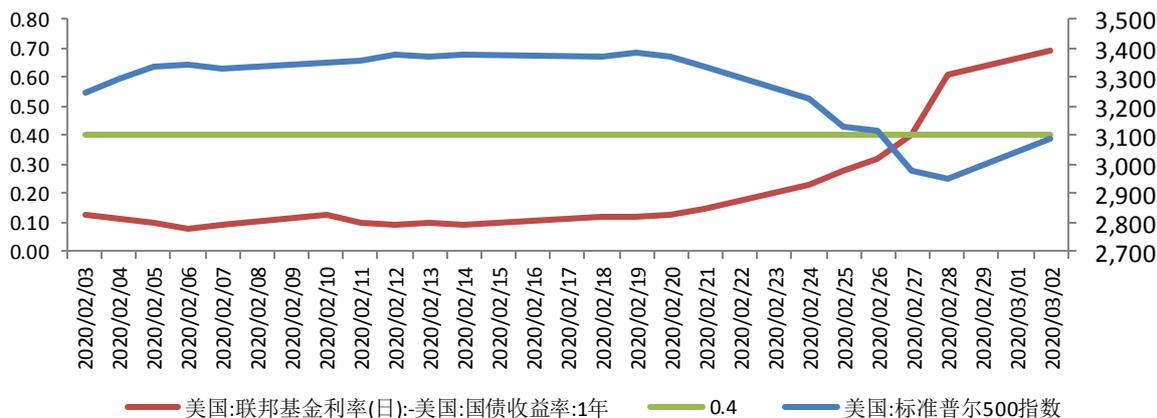
需要指出的是，疫情的客观演变增加了预判的难度。 疫情若能在短期内得到有效控制或发现不会显著影响经济活动，则经济和市场的反弹将会是较为迅速的。若相反，极端情况下，考虑到当前企业杠杆率与2007年相差无几，经济活动频率的长期下降可能会诱发企业部门的杠杆效应。但当前投资级别公司债利率水平仅为2007年金融危机爆发前的一半，所引发的效应会弱于2007年。

风险提示： 海外疫情超预期。

1. 降息与资本市场

美联储：1季度降息预期已兑现，2季度降息在路上，扩表可能延长。 短期货币市场显示当前需要2次降息（50bp）。2月26日，FFR和1年期国债利差扩大至32bp；3月2日，该利差迅速走阔至69bp。该利差扩大虽然部分代表了近日由股市波动带来的流动性问题，但考虑到美联储仍在进行扩表，它更多反映了市场降息预期。受全球疫情以及美国经济自身的季节性特征，上半年经济出现疲软的概率增加，2季度有可能会有第三次25bp的降息，同时扩表可能会有所延长。

图1：2月26日后股市波动引发流动性问题

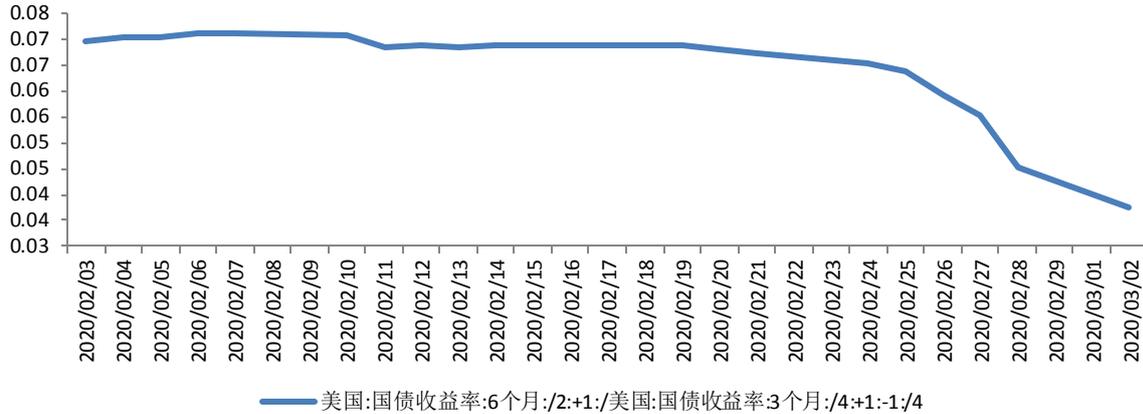


资料来源：wind，东兴证券研究所

美十债：下限区间 0.9%~1.1%，上限区间 1.6%~1.75%。 能源和铜价格大跌使得通胀上升预期短期内中断，美十债利率下跌一方面是对通胀预期的扭转一方面是对降息预期的表达。我们认为在极端情况下，美十债的下限区间在 0.9%~1.1%，这是基于制造业 PMI 短期下降至 46、3 次降息以及核心 CPI 回落至 2% 的情景假设。根据美十债的特点，当降息预期兑现，则十债利率会有所回升，相应的上限区间在 1.6%~1.75%（由于通胀预期打断，降息预期抬升，上限区间比年初展望降低了 40bp）。

流动性：股市波动后期带动了资本市场流动性的小幅波动。 当前股市的震荡来自于非经济层面的外部冲击，而非金融市场的流动性。但近三日股市的剧烈波动已部分引发了市场流动性问题。表现为 1 年期国债与 FFR 利差走阔至 69bp，以及黄金价格的下跌。由于美联储仍在扩表，短期流动性失控的概率不大。我们跟踪的 3 个月国债隐含利率也并未出现波动。随着美联储宽松维稳预期增强，短期内流动性可维持，但仍处于脆弱阶段。

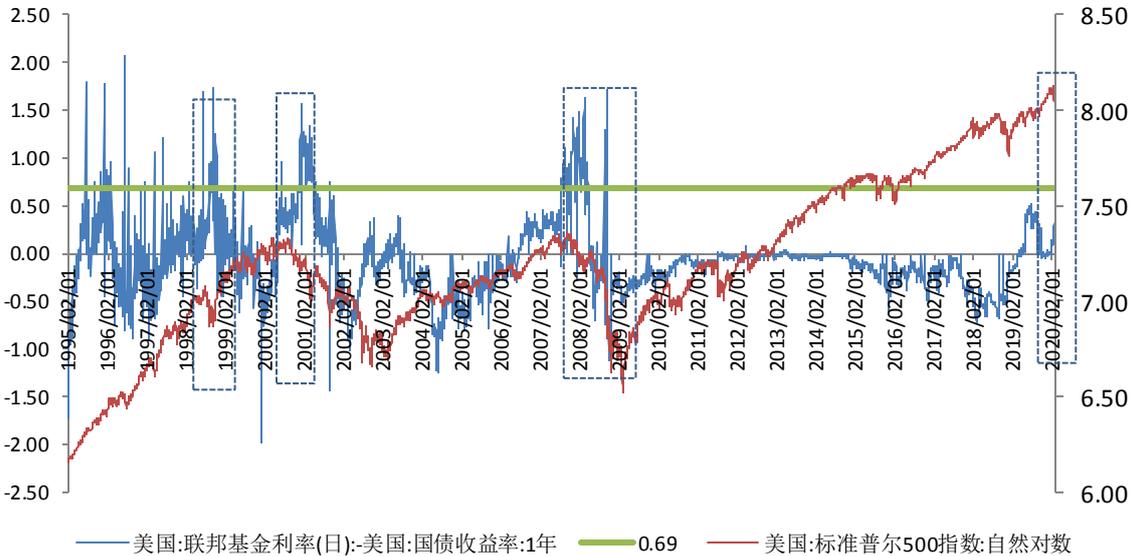
图2：3个月国债隐含利率未出现提高



资料来源：wind，东兴证券研究所

美股：突如其来的疫情将延长年中的中性震荡时间，建议关注疫情的尾部风险。我们跟踪的两个短期指标，1年期国债利率与 FFR 利差以及 3 个月国债隐含利率，已有前者出现了异常。短端利差在 35bp 以上一般表明资本市场短期内较为敏感脆弱，而目前该利差已经处于 69bp，为 2009 年以来首次。因此虽然隐含利率未发生波动，但我们认为资本市场在短期内已经处于值得关注风险的时间段。

图3：短端利差走阔至 69bp 为十年来首次



资料来源：wind，东兴证券研究所

我们注意到本轮股市暴跌尾部垃圾债利率有所抬升，表明若股市进一步下跌将诱发垃圾债市场的波动，进而对实体经济融资产生负面影响。考虑到当前美国实体经济杠杆处于历史高位，美国企业/公司债利率处于史上最低，宽松的货币政策能带动的债券利率下降空间相当有限。我们认为疫情如果加重，将可能在 2 季度诱发潜在的杠杆效应。彼时债市的波动有可能带动股市的波动，如果此情景实现，则带动的股市波动将会加大。我们再次强调，此情景的实现依赖于发达国家疫情发展的客观情况，与货币政策应对无关。

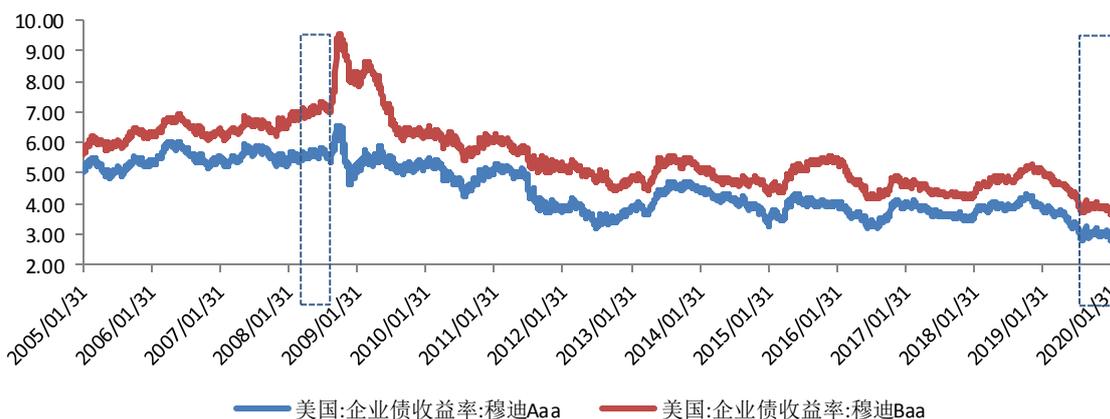
2. 疫情扩散对未来经济走势的影响。

疫情对经济的影响完全取决于政府的应对。猪流感时期由于美国采取了被动接受的方式，并未减少经济活动，因此资本市场和经济基本面几乎没有被波及。本次疫情对经济的影响取决新冠病毒的特性以及是否会影响正常的经济活动。与猪流感不同，新冠病毒的传染性较为罕见，大基数下医疗短缺而引起重症的死亡率可以很高。考虑到美国当前的杠杆水平处于历史高位，人均医疗资源在发达国家中处于较低水平，大面积停工停产的可能性较低。目前，美国的经济活动尚未受到疫情的影响。综合来看，我们倾向于认为本次新冠疫情会略降低3~4月美国国内的经济活动，但暂时不会显著降低。

实体经济：3月经济数据将开始受到影响。由于服务类消费占总消费接近69%，美国消费的季度同比主要跟随服务消费。近半年以来的亮眼的新增就业数据也主要来自医疗、教育和休闲娱乐等服务行业。由于疫情的扩散与集会类活动相关，服务业可能会受到一定影响。从时间节点来看，2月消费和就业数据应该不会受到疫情影响，3月数据可能有所反应但幅度不会太大。从宏观上说家庭部门的收入和负债水均处于较好的位置，消费在短期内深幅下降概率不大。而投资的波动较为受到企业设备投资影响，由于能源价格的暴跌，石油公司资本开支的复苏有可能延缓，我们之前预期的投资对GDP的拉动作用在上半年将显著减弱。

需要指出的是，疫情的客观演变增加了预判的难度。疫情若能在短期内得到有效控制或发现不会显著影响经济活动，则经济和市场的反弹将会是较为迅速的。若相反，极端情况下，考虑到当前企业杠杆率与2007年相差无几，经济活动频率的长期下降可能会诱发企业部门的杠杆效应。但当前投资级别公司债利率水平仅为2007年金融危机爆发前的一半，所引发的效应会弱于2007年。

图4：当前利率水平是07年高点的一半



资料来源：wind, 东兴证券研究所

3. 风险提示

海外疫情超预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观深度报告	海外疫情拉长美股年中震荡窗口---美联储降级预期抬升，扩表或延长	2020-03-03
宏观普通报告	疫情之后会有强刺激吗——对2020年中国宏观政策的研判和展望	2020-03-02
宏观深度报告	东兴宏观：疫情下物价拐点推迟，长期趋势不变——新冠疫情对物价指数影响的分析	2020-02-29
宏观普通报告	复工“冲锋号”吹响，宏观政策“扩张”在即——习近平总书记在统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议上的讲话学习体会	2020-02-24

资料来源：东兴证券研究所

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_6816

