

只靠美联储降息，阻止不了美国经济衰退

——评美联储紧急降息 50BP

宏观专题报告

2020年3月4日

报告摘要：

美联储于北京时间3月3日晚11点宣布降息50BP，鲍威尔承认经济前景发生实质性变化。

- **美联储紧急降息，超出预期，又属意料之内。**

美联储紧急降息有先例，上一次非常规降息发生在2018年10月8日雷曼倒闭后，也是紧急降息50BP。如今，疫情已开始在全球蔓延，美国前瞻数据大幅恶化，美联储降息事出有因。

- **只靠美联储降息，阻止不了美国经济衰退。**

货币政策主要是针对需求侧进行调控，因而美联储降息对疫情导致的供给侧收缩无能为力。而且即便美联储降息，在疫情持续发酵情况下，需求侧仍可能继续恶化。

- **下一步，美联储量化宽松（QE）和美国财政刺激可能超预期。**

这次紧急降息并未改善国债收益率曲线，市场对经济担忧的情绪仍在强化，美联储可能继续降息，甚至推出新一轮QE。美国新一轮财政刺激也有可能推出。但美国是否具备足够高的决策力和执行力？我们拭目以待。

- **继续看好2020年全年黄金价格的表现。**

新冠疫情对于全球主要经济体而言，都是一次大考，美欧日的内在经济问题在疫情面前暴露，新一轮全球宽松浪潮呼啸而至，持续利好黄金。黄金价格可能已经走在追逐上一轮峰值的路上。

- **风险提示：**

全球经济进一步恶化，全球疫情蔓延超预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

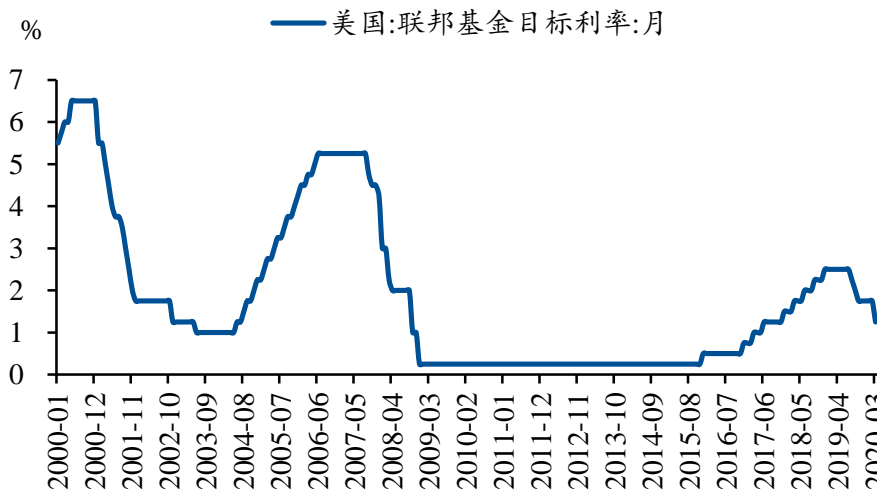
电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

事件:北京时间3月3日晚11点,美联储将基准利率下调50BP,将超额准备金率(IOER)下调50BP至1.1%。随后,美联储主席鲍威尔于12点召开记者招待会。在降息消息公布后,美股指数跳升后迅速回落,10年期国债收益率跌破1%创造历史,美元指数大幅下降,黄金价格跳升。

图 1: 3月美联储紧急降息 50BP

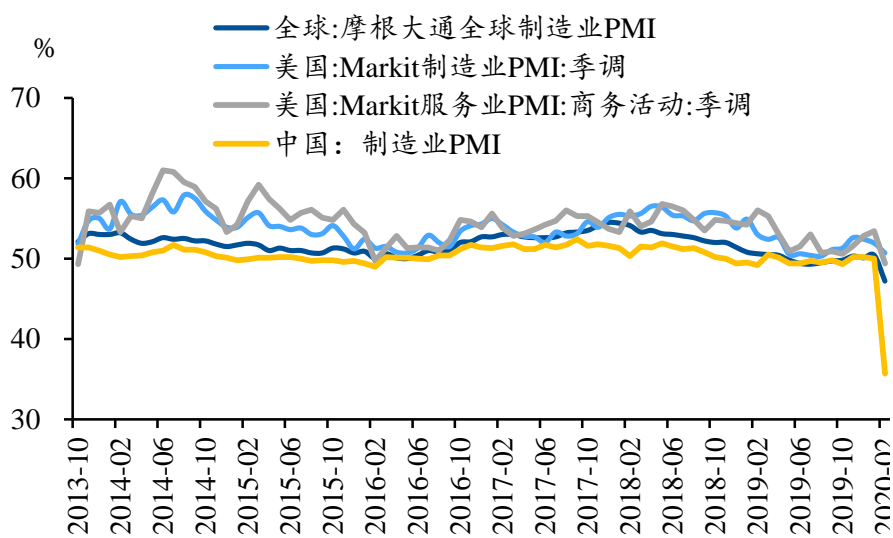


资料来源: Wind, 民生证券研究院

正文:

美联储紧急降息, 超出预期, 又属意料之内。最近一次的非常规降息发生在2018年10月8日雷曼倒闭后, 美联储下调联邦基准利率50BP至1.5%。因而, 紧急降息的契机是美联储预见经济下行风险较大, 试图通过降息减缓经济受到的伤害。这一次紧急降息的超预期之处在于两点: (1) 距离上一次紧急降息长达11年; (2) 美联储一直强调经济数据依赖性, 其中经济数据优先于金融数据。但是, 疫情全球蔓延趋势和前瞻数据大幅恶化符合触发要求: 世界卫生组织(WHO)总干事谭德赛表示目前全球疫情形势严峻, 呼吁所有国家将遏制Covid-19作为头等大事; 美国2月iMarkit两大PMI均低于预期, 服务业PMI甚至跌入不景气区间(图2)。

图 2：2 月 PMI 出现断崖式下降

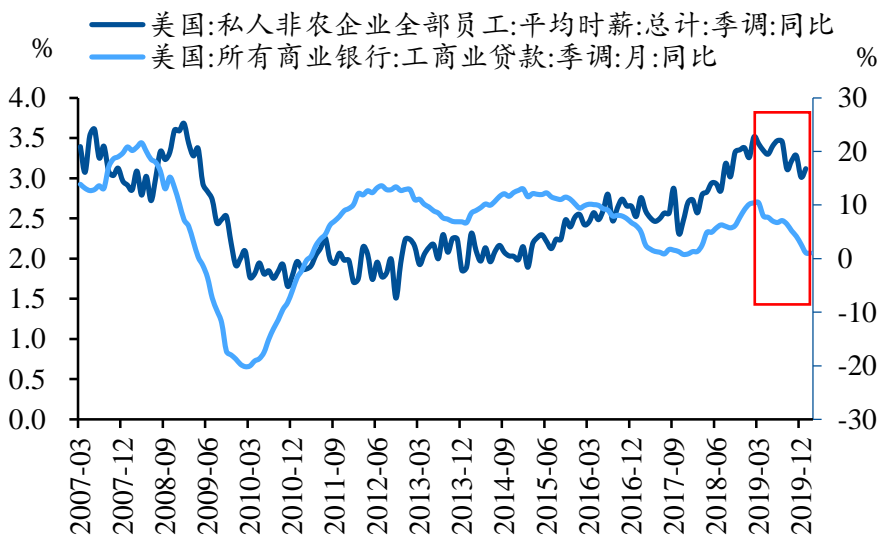


资料来源：Wind，民生证券研究院

疫情同时冲击经济需求侧和供给侧，仅靠货币宽松应对是远远不够的。全球疫情蔓延既会导致消费、投资等需求大幅收缩，也会导致供应链断裂和生产活动下降，对需求侧和供给侧同时造成冲击。货币政策主要是针对需求侧进行调控，因而美联储降息对供给侧收缩无能为力。而且即便美联储降息，在疫情持续发酵情况下，美国经济需求侧仍可能继续恶化：（1）美股近期暴跌，财富效应作用下，居民消费需求可能下降；（2）疫情仍有蔓延趋势，尚未见顶，美国政府可能会实施一定程度的社交隔离政策和校园关闭。如果中小学停课，父母可能得选择短暂离职去照顾孩子，导致薪资下降和消费下降。以往，美联储降息能提振市场信心，但是，这次可能不一样，市场担忧美联储掌握的信息可能是雷曼兄弟倒闭级别的，市场信心反而进一步走向恐慌。

我们重申：2020 年美国经济进入衰退是大概率事件。从去年下半年起，我们最早判断 2020 年是全球经济的多事之秋，美国经济有衰退风险，观点一以贯之，从未改变。近期在《近期数据分化背后，美国经济没那么好》中我们提出，新冠疫情对美国经济也有影响，且实际影响可能比市场预期更高。现在，鲍威尔承认经济前景发生实质性变化是此次降息的主要原因，符合我们之前的判断。考虑到货币政策具有滞后性，且无法改善经济供给侧，仅靠美联储降息无法阻止美国经济衰退（图 3）。受疫情影响，美国 PMI 和企业盈利均有可能大幅下降，进而波及到劳动力市场和居民消费，如果美国不能迅速出台和实施大规模财政刺激计划，美国经济将不可避免地进入衰退。

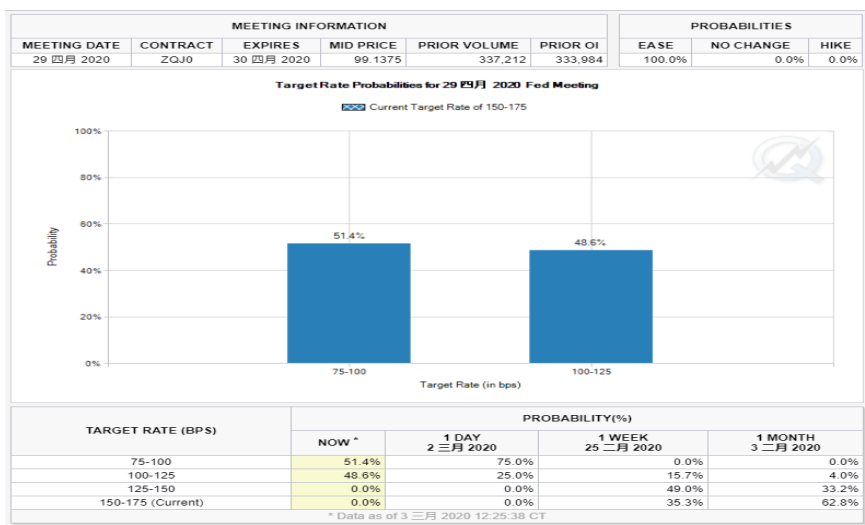
图 3：时薪增速和企业贷款均处于下降趋势



资料来源：Wind，民生证券研究院

货币政策仍有空间，美联储量化宽松（QE）可能超预期。紧急降息并未使得国债收益率曲线正常化，仍然趋于扁平，反映市场对经济担忧的情绪仍在强化。美联储官员多次强调不支持负利率。从日本和德国的上市银行股价走势可以看出，负利率对银行系统的影响是非常负面的。但是，此次降息之后，美联储仅剩 100BP 的降息空间，我们在《QE 的回顾、演变与未来——暨 2020 年美联储货币政策展望》提到，美联储既可以在 QE 规模上有所突破，也可以在 QE 形式上选择收益率曲线锚定。借鉴日本的经验，后者的效果更加显著。至于退出机制，美联储可以在经济恢复后逐渐提高锚定收益率至 QE 无效化。总之，宽松周期远未停止。根据 CME FedWatch 显示，4 月以前再降 25BP 的概率仍超五成（图 4）。

图 4：市场认为紧急降息 50BP 仍不足以应对经济下行风险



资料来源：CME，民生证券研究院

财政配合“直升机撒钱”，新一轮财政刺激正在路上。低利率环境有益于财政政策实施。特朗普已经迫不及待地宣布推进中产阶级减税政策。即便难以在民主党控制的众议院通过，美国还有两党均有兴趣的基建计划。在经济加速下行时，美国政府或许可以找到“直升机撒钱”的手段。至于债务货币化，美联储的资产负债表规模仍旧低于日本央行和欧洲央行，鲍威尔多次表态财政政策应该在下次衰退中加大力度，美国是否具备足够高的决策力和执行力？我们拭目以待。

继续看好 2020 年全年黄金价格的表现。新冠疫情对于全球主要经济体而言，都是一次大考，美欧日的内在经济问题在疫情面前暴露，新一轮全球宽松浪潮呼啸而至，持续利好黄金。虽然美国通胀低迷持续已久，市场普遍认为美国存在通缩风险，而且衰退期间通胀率可能会大幅走低，导致实际利率难以下降，但按照我们在《黄金牛：从疫情对全球经济的影响谈起》中的推演，即便有通缩风险，短期内名义利率下降速度更快，仍可以推动实际利率继续下行。在经历 2012 年至 2013 年熊市后，黄金价格曾经两次试图突破阻力位置，终于在 2019 年实现突破，我们预计黄金价格可能已经走在追逐上一轮峰值的路上。

未来一个阶段，中国经济的相对优势凸显。尽管疫情对各个国家经济都冲击很大，但对中美影响却有所不同。这是全球金融危机之后中国经济的第一次出清，是美国经济的第二次出清，这次中国经济出清更快。疫情改变了全球经济的节奏，中国最早受到疫情冲击，也将最早摆脱疫情影响，展望未来，中国经济的相对优势凸显。为促进经济尽快修复，我们预计中国货币政策也将继续宽松。2.21 政治局会议提出稳健的货币政策要更加灵活适度，相比 2019Q4 货币政策执行报告的表述，中央增加了“更加”两个字，结合这次没有提“保持宏观杠杆率基本稳定”，毫无疑问，货币政策边际宽松的力度要继续加大。全球宽松浪潮下，中国央行继续降息降准可能也为时不远了。

风险提示

全球经济进一步恶化，全球疫情蔓延超预期。

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_6822

