

美股大跌，美联储会降息吗？

——对美联储货币政策的展望

宏观简报

疫情扩散超预期，美股大跌，美联储将如何应对？短期来看，美联储将为市场提供足够的流动性，防止恐慌情绪蔓延。美联储本就已经在做回购和扩表，如有必要可适度延长回购窗口的时间（此前预期到 4 月结束）。中期来看，疫情增加全球和美国经济下行压力，可能需要货币政策对冲。由于疫情发展不确定性较强，我们考虑三种情形：如果疫情没有在美国大规模蔓延，2020 年美国 GDP 增速或从 2% 降至 1.5%，可能对应美联储降息 1 次；如果在美国蔓延，但没有很严重，GDP 增速或降至 1%，对应美联储降息 3 次；如果在美国蔓延且演变为严重的流行性疾病，美国经济或陷入衰退，美联储或将利率降至零，并重启 QE。

分析师

张文朗（执业证书编号：S0930516100002）

021-52523808

zhangwenlang@ebcn.com

刘政宁（执业证书编号：S0930519060003）

021-52523806

liuzn@ebcn.com

2月下旬全球股市大跌，10年期美债利率跌至1.15%，创历史新低。市场隐含的美联储降息概率大幅上升。那么，美联储会如期降息么？

对美联储而言，当前主要面对两个问题：一是资产价格调整带来的短期的金融冲击。过去一周股市和商品恐慌式下跌，连避险资产黄金都不能幸免，反映出市场流动性在趋紧。一个可观测的指标是美国金融条件指数，截至2月28日，彭博美国金融条件指数已显著下行（下行代表收紧）（图1）。

图1：彭博美国金融条件指数显著下行



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所。数据截至2020年2月28日

应对金融冲击的关键在于防止流动性过度收缩。幸运的是，美股下跌前美联储就已经在扩表，数量工具已经在使用。2019年10月起，美联储以每月600亿美元的速度购买短期限国债，同时进行隔夜、7天、14天等回购操作，储备金规模持续上升。恐慌式下跌发生后，预计美联储或将延长回购的时间（此前预期到4月结束），也可能视情况而扩大回购规模的上限，以避免恐慌情绪进一步蔓延。

第二个问题是，疫情增加全球和美国经济下行压力，中期来看可能需要政策对冲。此次疫情在全球传播速度快、范围广，当前韩国、日本、意大利伊朗病例数增长较快，其他欧元区国家也没能幸免。这些国家均已采取较为严格的防控措施，且这些措施还在不断升级，对全球经济的短期影响或比预期更大，对美国的外溢效应也会比较大。

另一方面，美股暴跌后美国居民财富缩水，消费支出将受到抑制。更何况2019年下半年以来美国非农工资增速本就在下降，预计消费将面临较大压力。股市下跌也会降低企业资本开支意愿，抑制投资。如果疫情在美国蔓延，还将带来更大影响。

此外还要考虑美国企业债务风险。我们在此前报告《美国2020：要收益，更要防风险》中指出，当前美国BBB级企业债规模已升至3万亿美元，杠杆贷款突破1万亿美元，基于杠杆贷款的CLO市场也存在隐忧。如果经济超预期下行，企业偿债压力上升，信用市场的风险也会增加。

由于疫情的发展有较大不确定性，我们考虑以下三种情形：

情形一：疫情没有在美国大规模蔓延，在中国蔓延至一季度末、全球其他地区至二季度末（天气转暖后病毒传播性或下降）。简单估算表明，2020年美国GDP增速预期或将由2%下降至1.5%（方法见附录）。

情形二：美国发生轻型的全国性新冠肺炎疫情，传播参数类似于1957年、1968年大流感。基于美国国会预算办公室（CBO）的估算，这一程度的流感或降低美国GDP约1个百分点，对应2020年GDP增速1%。表1总结了CBO估算的相关参数¹。

情形三：美国发生严重的全国性新冠肺炎疫情，参数类似于1918年大流感，或降低美国GDP约4个百分点，对应2020年GDP增速-2%，也就是经济陷入衰退。

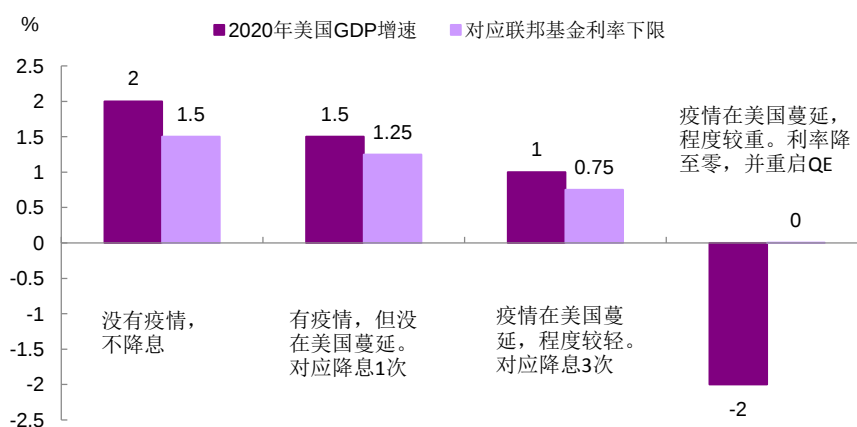
表1：美国国会预算办公室估算时使用的参数

	轻型的全国性流感	严重的全国性流感
历史比照	类似于1957年、1968年大流感	类似于1918年大流感
各行业劳动者的感染率	非农：25% 农业：5%	非农：30% 农业：10%
死亡率	0.1%	2.5%
被感染者停工的时间	非农：6天 农业：2天	非农：3周 农业：1周
需求受到影响的行业	影响较大的行业：娱乐、住宿、餐饮 影响较小的行业：零售 受益的行业：医疗	受影响行业与轻型流感一样，但影响程度更大
降低GDP	-1个百分点	-4个百分点

资料来源：美国国会预算办公室（2005）

我们预计，第一种情形下，美联储或降息1次，对应联邦基金利率下限为1.25%；第二种情形下，美联储或降息3次，对应联邦基金利率下限为0.75%；第三种情形下，美联储或将利率下限降至零，同时不排除重启量化宽松（图2）。

图2：不同情形下，美国2020年GDP增速与对应联邦基金利率



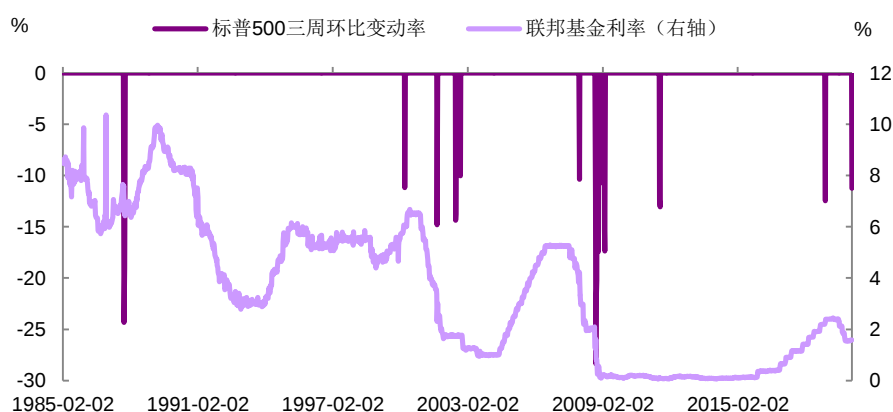
资料来源：美国国会预算办公室，光大证券研究所估算

¹"A Potential Influenza Pandemic: Possible Macroeconomic Effects and Policy Issues", United States Congressional Budget Office, December 2005

从历史规律来看，美股急速下跌后美联储大都会降息，不过次贷危机后也有例外。我们考察了1985年以来美股在三周内急跌10%以上的情形，分别是1987年美股“黑色星期一”、2000年互联网泡沫破灭、2008年次贷危机、2012年欧债危机、2018年底美股大跌、以及此次大跌（图3）。

我们发现，次贷危机前的大跌后美联储均采取了降息，但次贷危机后却没有。一种可能是危机后美联储更多通过数量型工具、而不是降息应对危机。比如2018年底美股大跌，美联储并未降息，而是暗示将提前结束缩表。当然，那一次美国经济也未受到较大冲击。

图3：历史上，美股在三周内急跌前后的联邦基金利率走势

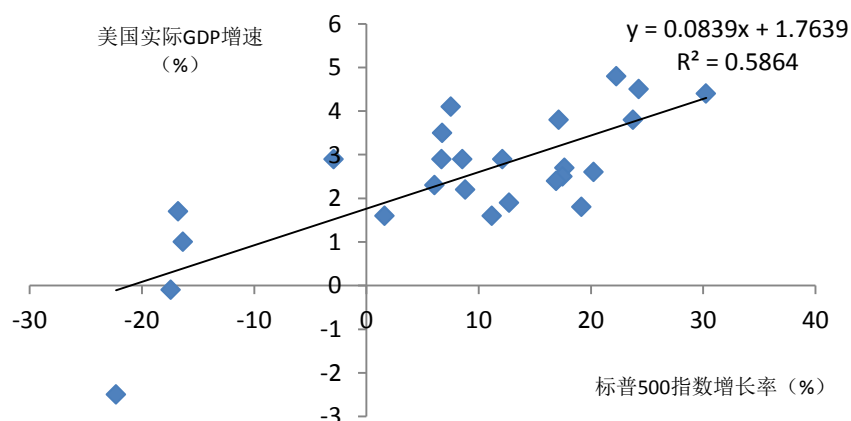


资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至2020年2月28日

附录

在第一种情形下，我们使用两种方法进行简单估算，然后取两者平均。第一种方法是使用标普500指数隐含的GDP增速。我们假设2020年标普500指数均值较去年下降5%，基于1995-2019年数据回归的结果，这一增速对应全年GDP增长1.3%（图4）。

图4：标普500指数与美国GDP增速

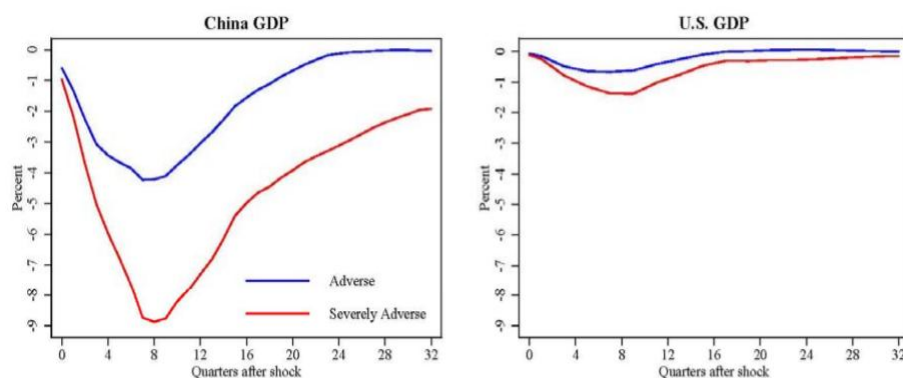


资料来源：Wind，光大证券研究所

第二种方法是从中国经济增长对美国的外溢效应角度。根据美联储（2019）的研究，如果中国 GDP 因为外生冲击下滑 4%，或导致美国 GDP 下滑 1%²（图 5）。由于美国与中国的直接联系没有新兴市场与中国那样紧密，这一影响将主要通过金融渠道传导，比如全球信用利差走阔，股市恐慌，避险情绪导致美元升值等。

但从目前中国疫情的演变情况来看，2020 年中国 GDP 增长可能不低于 5.5%，对美国 GDP 的影响也比较小。但还需考虑日本、韩国、意大利等国经济增速也会因疫情下降，从而拖累美国。综合来看，这一方法得到的美国 GDP 增速为 1.7%。

图 5：中国经济对美国的外溢效应的反应函数



资料来源：美联储（2019）

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_6848

