

美联储的“防疫”响应

— 2020年3月3日美联储降息点评

新冠疫情冲击下，全球资本市场剧烈震荡，美联储重启降息，终结了去年10月末以来的“冻息”立场。3月3日美联储决定紧急降息50个基点：

- 降息背景：市场政治双重压力。**2月下旬以来，新冠疫情在全球加速扩散，海外确诊病例急速攀升，美国的疫情发展也存在较大不确定性。疫情或将使全球GDP增速进一步放缓至次贷危机以来最低。全球股市遭受显著冲击，市值蒸发超7万亿美元，10年期美债收益率亦降至10年来的最低水平。2月28日，鲍威尔发布正式声明表示，美联储高度重视疫情影响并会相应地调整政策，可视作为对此次降息的“预期管理”。此外，由于美国大选结果与经济金融市场表现息息相关，特朗普也多次喊话美联储，明确要求更快更大幅度的降息。
- 降息特征：“大幅”且“提前”。**50bp降息幅度为次贷危机以来最大，但仍符合市场和我们的预期。首先，近几年美联储对于股票市场的大幅下跌十分敏感，使得此前市场对降息已有充分预期，常规的降息幅度（25bp）难以充分提振投资者信心。其次，受悲观预期影响美债长端收益不断下降，收益率曲线再次倒挂，25bp的降息幅度难以修复收益率曲线的倒挂形态。降息幅度加大、时点提前，但市场响应却并不积极。此次降息在3月17-18日的常规会议之前，但如此急速地降息反而加剧了市场对疫情冲击下经济前景的担忧。从资产价格的反应上看，美股短暂抽升便重回下跌，资金继续流向美债黄金避险，十年期美债收益率跌穿1%，再创历史新低，均表明此次降息难以逆转市场的悲观情绪。
- 海外货币政策展望：全球“宽松潮”可期。**总体上看，此次降息是美联储为稳定市场所采取的“预防式”降息。目前美国经济基本面依然稳健，虽制造业有所走弱，但就业增长稳定，消费者信心处于高位，预计疫情对一季度GDP的实际影响有限。但新冠疫情给美国的经济前景带来了极大的不确定性，其负面影响很可能在二季度开始显现。展望2020年全年，美国或难以对新冠病毒“免疫”。基准情景下，GDP增速将下降0.2pct至1.6%。此次降息后联邦基金利率降至1.00-1.25%，考虑到美联储大概率将于3月或4月再度降息25bp，一季度后美国政策利率距离“零下限”将不到100bp。美联储未来的货币政策的关键点仍在于疫情发展：若疫情进一步恶化，美联储或重启量化宽松。美联储降息将引领全球新一轮“宽松潮”，3月3日，澳洲联储降息25bp至0.5%，创历史新低；马来西亚也将隔夜政策利率从2.75%下调至2.50%。欧日央行或将加大扩表力度。
- 中国货币政策展望：MLF降息概率进一步上升。**全球“宽松潮”进一步打开国内货币政策的空間，但未来的操作仍将“以我为主”。截至3月3日，中美利差已走阔至173bp，远高于80-100bp的“舒适区间”且处于历史高位。海内外政策逻辑主要的差别在于疫情的发展不同。目前国内疫情持续向好，政策开始进一步向复工复产倾斜。一系列宏观政策组合的成效正逐渐显现，信贷投放平稳增加，资金面保持合理充裕。有鉴于此，今日中国央行并未立即跟随“降息”。前瞻地看，美联储此次降息使得3月MLF降息的概率进一步上升。各期限政策利率或将同步下调，但如果疫情不再进一步恶化，3月降息幅度仍可能在5-10bp区间，显著低于美联储的降息幅度。3月3日，央行会同财政部、银保监会召开金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会，提出“稳健的货币政策更加注重灵活适度，保持流动性合理充裕，完善宏观审慎评估体系，释放LPR改革潜力”。这一会议的精神有望在近期得到实施。存款基准利率也有望下调，但大概率将低于贷款利率下降幅度。“珍惜正常的货币政策空间”将使得中国资产的吸引力进一步提升。未来货币政策仍将呈现显著的结构特征，“精准滴灌”疫情防控相关企业和中小微企业，包括定向降准、再贷款、再贴现、MPA等，引导资金流向制造业、基建、新消费、民营小微企业。针对中小银行定向降准的概率上升，从而为其服务中小微企业提供更多流动性支持。此外，关注近期普惠金融定向降准考核落地带来的增量资金。

谭卓，博士

电话：(86) 755 8316 7787

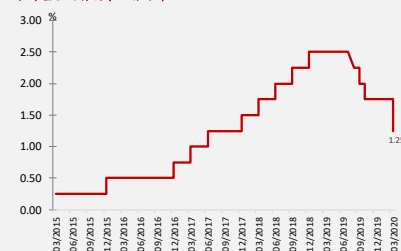
邮件：zhuotan@cmbchina.com

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

联邦基金目标利率-上限水平



资料来源：美联储，招银国际证券

相关报告

- Central Bank Watch – Fed is now ready to cut more quickly and aggressively – 3 Mar 2020
- 疫情打断复苏势头，政策调节加码前置 — 2020年2月宏观经济月报 (2020年3月2日)
- Global Economy – Virus spread beyond China dents global risk appetite – 25 Feb 2020
- 新冠病毒防疫的公共经济学分析 (2020年2月24日)

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入：股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
 持有：股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
 卖出：股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
 未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
 同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
 落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。