

美联储宣布启动无限量 QE 国内货币政策将保持既定节奏

3月23日，美联储宣布，为应对新冠病毒大流行对经济造成的严重破坏，以及促进金融体系稳定，决定采取一系列新的行动，包括无上限的量化宽松（QE），将公司和市政债券纳入其资产购买范围，向企业、消费者提供3000亿美元新信贷，建立新的政策工具支持中小企业信贷融资等。

具体解读如下：

一、应对美元流动性紧张，缓解疫情对经济、特别是对中小企业的潜在严重破坏作用，是此次美联储政策升级背后的主要原因。3月15日，美联储已宣布降息至零水准，重启大规模QE计划；时隔短短8天，美联储即宣布启动无限量QE。我们认为，其中一个重要驱动因素是这段时间美元流动性出现了明显收紧态势：美元指数从3月16日至20日急升4.5%，创三年新高；表征金融市场流动性紧张状况的TED利差（3月期欧洲美元Libor利率与3月期美国国债收益率之差）则从65个基点扩大到115个基点，达到2008年全球金融危机以来最高水平。近期资本市场剧烈下跌，避险情绪升温，各类市场主体都在寻求美元头寸。为避免市场流动性紧张态势继续升温，危及整个金融体系运行，美联储决定推出无限量QE，旨在为市场提供有保障的流动性支持，安抚市场情绪。

此次政策升级的另一个原因在于，美联储预测疫情将在短期内给美国经济造成剧烈冲击，并决定对中小企业和消费者提供更多信贷支持。近日，圣路易斯联邦储备银行行长詹姆斯·布拉德（James Bullard）预测，由于公共卫生危机而实施的防控措施，美国第二季度的失业率可能达到30%，其GDP将前所未有的降低50%；而包括高盛、摩根大通、摩根斯坦利和桥水基金等在内的众多主流市场机构也预测，第二季度美国经济萎缩幅度将在20%至30%之间。在这样的前景下，作为维系就业的中坚力量，中小企业运营将面临艰难局面。为此，美联储决定建立和强化一系列货币政策工具，加大对这些市场主体的信贷支持。

二、当前美国疫情正处于爆发阶段，美联储政策效果还需要进一步观察，但出现全面金融危机的可能性不大。近日美国单日新增病例已接近万例，截至23日累计病例也已突破4万。医学专家普遍判断，美国疫情仍处爆发阶段，短期内难现明显缓解。我们认为，这是主导当前资本市场走势的首要因素，也意味着美联储政策升级难以对市场波动起到立竿见影

的作用——毕竟货币政策不能直接杀灭病毒。不过，美联储近期的一系列政策举动也预示美元流动性紧张局势不会失控，全面爆发金融危机的可能性不大。一方面，无限量 QE 以及美联储的政策表态有望遏制市场的羊群效应，短期内美元指数和 TED 利差继续大幅走高的风险可控。另一方面，金融危机往往意味着市场大幅下跌、大面积违约和大机构倒闭。就当前阶段而言，主要受此前资产价格高估影响，欧美股市普遍已出现 30% 左右的大幅下跌，但未来是否会出现大面积债券违约和大机构倒闭仍需谨慎判断：首先，尽管页岩油等行业的垃圾债违约风险上升，但当前美国金融体系中不存在类似次贷那样规模有毒资产及相关金融衍生品；另外数据显示，2008 年美国金融机构负债占 GDP 的比重为 120%，而当前这一指标已降至 80% 左右，且包括投行在内的美国商业银行对股票市场的风险暴露相对较低。因此，尽管近期美股跌幅巨大，但银行体系的稳健性尚未受到明显侵蚀，出现类似雷曼那样的大行倒闭的可能性不大。

就美联储政策对实体经济的影响而言，我们判断这些政策恐难改变上半年美国出现技术性衰退的局面，但疫情冲击对经济的影响不大可能持续很长时间。美国经济由消费主导，3 月以来的防疫措施升级将导致美国一季度 GDP 出现环比负增长，当前市场普遍预计二季度的经济下滑将更为剧烈——连续两个季度 GDP 出现环比负增长即可认定为技术性衰退。在此期间，美联储出台的政策、特别是对中小企业的定向支持措施将在一定程度上缓解就业市场受到的冲击烈度，为抗击疫情赢得时间，但不会从根本上扭转经济衰退局面。不过，考虑到中国及韩国的疫情走势，若美国疫情在二季度后期得到基本控制，则三季度经济将会出现反弹。鉴于本次经济衰退并非源自内生性的资源错配，因此短期性的外生冲击一旦消退，受到抑制的消费、投资及贸易活动将较快恢复，宏观经济由此陷入持续衰退的风险不大。

三、美联储政策升级不会改变国内货币政策既定节奏。3 月 16 日，国内普惠金融定向降准及对股份制银行额外降准落地，释放资金 5500 亿元；3 月 20 日，LPR 报价保持不变，而此前政策性的 MLF 利率也保持不变。以上政策措施表明，尽管已公布的 1-2 月宏观数据显示，疫情对我国年初经济运行已形成较为强烈的冲击，但央行仍致力于保持灵活适度的货币政策力度和节奏。我们判断，近期美联储政策升级会显著扩大我国货币政策灵活调整空间，但接下来央行仍会保持边际宽松的政策节奏，跟进美联储实施大幅宽松的可能性很小。一方面，当前中美疫情周期不同步，国内疫情已进入稳定控制阶段，主要风险来自境外输入，而美国仍处疫情暴发期，未来持续时间难以准确判断；另一方面，当前国内正在推进复工复产进程，疫情对一季度乃至上半年经济的实际影响还需具体评估，加之控通胀、防风险仍在央

行政策议程中占有重要位置，因此未来一段时间央行将大概率保持渐进宽松方向，政策重点是一方面确保市场流动性处于较为充裕状态，同时通过各类定向工具强化对小微企业等经济薄弱环节的精准滴灌。另一方面，未来央行将结合年度经济运行态势及经济社会发展目标，灵活调整货币政策宽松节奏。我们判断，年内 MLF 利率还有 30 个基点的下调空间，这将引导 LPR 报价持续下行，并推动企业贷款利率更大幅度下调；年内全面降准仍有望再实施 2-3 次，共下调 1.0 至 1.5 个百分点左右。此外，下半年伴随物价涨幅明显回落，央行也有可能小幅下调 1 年期存款基准利率 0.25 个百分点，用以激励银行切实降低企业融资成本。考虑到未来全球疫情走势及对我国宏观经济的影响还存在较大不确定性，下一步央行货币政策灵活性、针对性会明显增强，在坚守不搞大水漫灌底线的同时，逆周期调节力度趋于加大。

东方金诚首席宏观分析师 王青

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。