

# 美聯儲的“防疫”響應

## — 2020年3月3日美聯儲降息點評

新冠疫情衝擊下，全球資本市場劇烈震盪，美聯儲重啟降息，終結了去年10月末以來的“凍息”立場。3月3日美聯儲決定緊急降息50個基點：

- **降息背景：市場政治雙重壓力。**2月下旬以來，新冠疫情在全球加速擴散，海外確診案例急速攀升，美國的疫情發展也存在較大不確定性。疫情或將使全球GDP增速進一步放緩至次貸危機以來最低。全球股市遭受顯著衝擊，市值蒸發超7萬億美元，10年期美債收益率亦降至10年來的最低水平。2月28日，鮑威爾發佈正式聲明表示，美聯儲高度重視疫情影響並會相應地調整政策，可視為對此次降息的“預期管理”。此外，由於美國大選結果與經濟金融市場表現息息相關，特朗普也多次喊話美聯儲，明確要求更快更大幅度的降息。
- **降息特徵：“大幅”且“提前”。**50bp降息幅度為次貸危機以來最大，但仍符合市場和我們此前的預期。首先，近幾年美聯儲對於股票市場的大幅下跌十分敏感，使得此前市場對降息已有充分預期，常規的降息幅度（25bp）難以充分提振投資者信心。其次，受悲觀預期影響美債長端收益不斷下降，收益率曲線再次倒掛，25bp的降息幅度難以修復收益率曲線的倒掛形態。降息幅度加大、時點提前，但市場響應卻並不積極。此次降落在3月17-18日的常規會議之前，但如此急速地降息反而加劇了市場對疫情衝擊下經濟前景的擔憂。從資產價格的反應上看，美股短暫抽升便重回下跌，資金繼續流向美債黃金避險，十年期美債收益率跌穿1%，再創歷史新低，均表明此次降息難以逆轉市場的悲觀情緒。
- **海外貨幣政策展望：全球“寬鬆潮”可期。**總體上看，此次降息是美聯儲為穩定市場所採取的“預防式”降息。目前美國經濟基本面依然穩健，雖製造業有所走弱，但就業增長穩定，消費者信心處於高位，預計疫情對一季GDP的實際影響有限。但新冠疫情給美國的經濟前景帶來了極大的不確定性，其負面影響很可能在二季度開始顯現。展望2020年全年，美國或難以對新冠病毒“免疫”。基準情景下，GDP增速將下降0.2pct至1.6%。此次降息後聯邦基金利率降至1.00-1.25%，考慮到美聯儲大概率將於3月或4月再度降息25bp，一季後美國政策利率距離“零下限”將不到100bp。美聯儲未來的貨幣政策的關鍵點仍在於疫情發展：若疫情進一步惡化，美聯儲或重啟量化寬鬆。美聯儲降息將引領全球新一輪“寬鬆潮”，3月3日，澳洲聯儲降息25bp至0.5%，創歷史新低；馬來西亞也將隔夜政策利率從2.75%下調至2.50%。歐日央行或將加大擴表力度。
- **中國貨幣政策展望：MLF降息概率進一步上升。**全球“寬鬆潮”進一步打開國內貨幣政策的空間，但未來的操作仍將“以我為主”。截至3月3日，中美利差已走闊至173bp，遠高於80-100bp的“舒適區間”且處於歷史高位。海內外政策邏輯主要的差別在於疫情的發展不同。目前國內疫情持續向好，政策開始進一步向復工復產傾斜。一系列宏觀政策組合的成效正逐漸顯現，信貸投放平穩增加，資金面保持合理充裕。有鑑於此，今日中國央行並未立即跟隨“降息”。前瞻地看，美聯儲此次降息使得3月MLF降息的概率進一步上升。各期限政策利率或將同步下調，但如果疫情不再進一步惡化，3月降息幅度仍可能在5-10bp區間，顯著低於美聯儲的降息幅度。3月3日，央行會同財政部、銀保監會召開金融支持疫情防控和經濟社會發展座談會，提出“穩健的貨幣政策更加注重靈活適度，保持流動性合理充裕，完善宏觀審慎評估體系，釋放LPR改革潛力”。這一會議的精神有望在近期得到實施。存款基準利率也有望下調，但大概率將低於貸款利率下降幅度。“珍惜正常的貨幣政策空間”將使得中國資產的吸引力進一步提升。未來貨幣政策仍將呈現顯著的結構性特徵，“精準滴灌”疫情防控相關企業和中小微企業，包括定向降准、再貸款、再貼現、MPA等，引導資金流向製造業、基建、新消費、民營小微企業。針對中小銀行定向降准的概率上升，從而為其服務中小微企業提供更多流動性支持。此外，關注近期普惠金融定向降准考核落地帶來的增量資金。

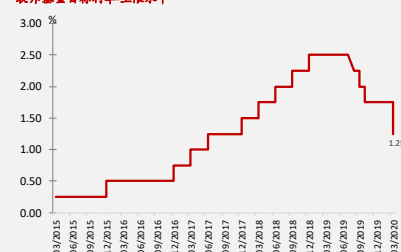
### 譚卓，博士

電話：(86) 755 8316 7787  
郵件：zhuotan@cmbchina.com

### 成亞曼，博士

電話：(852) 3900 0868  
郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

聯邦基金目標利率-上限水平



資料來源：美聯儲，招銀國際證券

### 相關報告

1. Central Bank Watch – Fed is now ready to cut more quickly and aggressively – 3 Mar 2020
2. 疫情打斷復蘇勢頭，政策調節加碼前置 — 2020年2月宏觀經濟月報 (2020年3月2日)
3. Global Economy – Virus spread beyond China dents global risk appetite – 25 Feb 2020
4. 新冠病毒防疫的公共經濟學分析 (2020年2月24日)

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。