

美联储超常规货币政策操作及影响分析

3 月 15 日，美联储宣布紧急大幅降息 1 个百分点，同时推出新一轮高达 7000 亿美元的量化宽松计划，这是继 3 月 3 日降息 0.5 个百分点之后，美国本月第二次降息。3 月 23 日，美联储宣布将继续购买美国国债和抵押贷款支持证券以支撑美国经济，并且不设额度上限，就此正式开启了开放式量化宽松模式。3 月 25 日，美国白宫和参议院就应对新冠疫情经济刺激法案达成协议，涉及规模达 2 万亿美元。在美国一系列宽松刺激政策带动下，各国央行纷纷跟进出台宽松政策，导致全球债务规模扩张、各国货币政策空间收窄，尽管短期内降低了全球金融危机的风险，但也为未来通胀埋下祸根。

一、美联储紧急降息出乎市场预料

(一) 美联储月内两次降息应对危机，引领全球降息潮。3 月 3 日，美联储为应对疫情对经济金融的影响，宣布紧急降息 50 个基点。随后，英国、加拿大、澳大利亚、马来西亚等国家也分别下调

利率，全球迎来降息潮。然而降息并没有起到预期效果，美国股市从9日开始四次触发熔断机制。3月15日，美联储提前召开会议，再次宣布紧急降息，将联邦基金利率目标区间下调1个百分点，即100个基点到0-0.25%，并宣称本次降息将有助于支持美国经济、稳定就业市场、维持通胀目标。与降息政策相配合，美联储还宣布了7000亿美元大规模量化宽松计划，包括几个月内回购至少5000亿美元国债，增持至少2000亿美元抵押担保证券。但现实是，一方面降息的实际收效确实较为微弱；另一方面日本等发达国家已经几乎没有降息空间，如何平衡短期政策与长期政策，为疫情过后的经济恢复预留政策空间也是需要慎重考虑的问题。

（二）特朗普多次施加压力，是美联储紧急降息的重要原因。

特朗普自上台以来，多次公开批评美联储动作迟缓。3月9日美股第一次熔断之后，特朗普连发两条推特向美联储施压，认为鲍威尔领导的美联储“可悲又行动迟缓”“加息太快，降息太慢”，应该进一步降息。特朗普急着施压美联储，主要有两方面考虑。一是今年是大选年，为选情考虑，必然会持续敲打美联储。特朗普执政以来，一直将股指连续上涨视为执政业绩的重要表现之一。他曾计算出自其上任以来，美股共84次创出新高。不断敦促降息，目的是通过向市场注入更多流动性保持股市上升势头。二是美国财政政策缺乏回旋余地，特朗普不得不寄希望于美联储的货币政策。2019自然年美国联邦政府财政赤字超过1万亿美元，达到2012年以来的最高水平。为抗击疫情，未来可能会进一步扩大。

（三）美联储过度关注金融市场，可能造成政策失去弹性和操

作空间。从目前公布的数据来看，美国经济基本面尚好，政府急于出手救市，主要是担心金融市场崩溃引发连锁反应。但现实中，现有政策工具不一定能达到预期目的，而且严重缺乏根据。从数据来看，近期美国经济基本面良好。3月11日晚，美方公布2月末季调居民消费价格指数（CPI）为2.3%，预期2.2%，CPI表现与市场预期基本一致。美国CPI数据公布后，10年期国债收益率未出现明显波动。美国劳工部3月6日发布数据显示，美国2月非农部门新增就业岗位27.3万个，失业率3.5%，过去三个月非农部门平均新增24.3万个就业岗位，高于2019年全年17.8万个的月均增加值。薪资方面，美国2月平均时薪较上月增加9美分，达28.52美元，同比上涨3.0%。美国2月宏观数据良好，美联储并没有如此大力度救市的必要，尽管就业数据调查时点在美国疫情蔓延之前，但是近期美联储连续两次大力度降息仍然缺乏充分依据。

2008年全球金融危机后，美联储货币政策加强关注股票市场，此次大幅下降前“资金推动型”牛市顶部已现。2008年全球金融危机期间，美联储救市迟缓，贻误战机，使次贷危机发展成全球性金融危机，饱受舆论诟病。吸取当年教训，美联储2008年以来更加关注金融市场，试图将危机扼杀在萌芽状态。2008年以来的美股牛市，缺乏可靠的、强有力的实体经济支撑，可以称为一次“资金推动型”牛市。目前，全球经济整体下行，美国新冠疫情持续蔓延，美联储货币政策对股票市场的支撑能力已显不足，投资者信心受到打击，“资金推动型”牛市顶部已经显现。在此背景下，过度宽松的货币政策将不利于疫情过后美国的经济恢复。

疫情爆发之后，美国经济深层次问题凸显，释放流动性对美国经济已经失效。近年来，美国经济复苏明显，虽然力度不大，但持续时间很长，有可能推动全球经济步入新周期。这次疫情却意外使得美国经济不得不面对冲击。未来如果疫情得不到控制，美国难得的经济增长势头可能会被打断，释放的流动性如果进入不到实体经济，还可能由此陷入流动性陷阱。因此，拯救经济的根本还在于是否能够防控住疫情。从一系列消息可以看出，美国民众对政府的防疫工作抱有疑虑，认为政府没有出台有效的防控措施。

二、美联储降息操作外溢效应明显

美联储强势降息形成很大的政策示范效应。短期而言，各国防止本币升值，纷纷跟随美国出台宽松货币政策；中长期而言，降息的实际影响将逐渐显现，未来世界经济的恢复和发展并不乐观。

（一）美国降息与量化宽松形成很强的示范效应。美国降息后，其他国家如果不跟随，可能会造成本国利率高于国际平均利率，推高本币汇率，因此很多国家被降息潮裹挟不得不降。例如日本，虽然已经没有降息余地，但是仍然选择跟随美国采取量化宽松政策。

（二）降息的实际影响将逐渐显现。美国是全球最大经济体和金融最发达的国家，美国两次紧急大幅降息的外溢效应会非常大，最终将影响包括中国在内的世界各国。从宏观经济来看，美欧日等发达经济体货币政策操作空间几乎用尽，面对当前增长乏力和疫情冲击的现实，未来世界经济走势并不乐观。从金融市场来看，低利率极大压缩了债券市场未来的盈利空间，全球股票市场近期经历了史上罕见的大幅波动，未来金融市场不稳定性依然存在。从汇率方

面看，美元走势存在正反两个作用力，近期受美元流动性不足和避险需求影响，美元大幅升值，未来随着美联储宽松货币政策效果逐步显现，美元可能出现明显贬值。美元大幅波动，会给国际贸易投资以及各国经济增长带来负面影响。

三、政策建议

密切关注全球金融市场变动，防范外部冲击。疫情是当前全球金融市场动荡的诱因，资金推动下的估值过高和杠杆操作是美国等国家金融市场动荡的主要原因，对当前全球金融市场的严峻程度不可低估。现阶段，要实施稳健的金融政策，更加注重防控金融风险。我国股市估值偏低，前期又开展了金融去杠杆，因此自身金融体系相对健康。当前，要将防范金融风险的重点调整到跨境资金大规模流动和汇率大幅波动上来，外汇管理局应做好特殊情况下的资本账户管理应急预案，金融部门要做好流动性储备。同时，参考 2008 年全球金融危机的情形，将稳外资、稳外贸提到更加重要的位置，重点做好预案，应对外资为输血母公司而出现的被动撤资，应对外贸可能出现的外部需求不足。

（战略研究部 李浩东，经济研究部 孙晓涛）