

类别

宏观专题报告

日期

2020 年 7 月 28 日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

高级研究员：何卓乔（宏观）

020-38909340

hezq@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕（国债）

021-60635739

huangwx@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬（外汇/股指）

021-60635731

dongb@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：陈浩（量化）

021-60635726

chenhao@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3048622



新冠疫情与金融危机对宏观经济 冲击的比较分析之二-美中欧经济 政策差异性

近期研究报告

《宏观专题-新冠疫情与金融危机对宏观经济冲击的比较分析之一：负面冲击与社会经济背景的差异性》2020.6.21

《宏观专题-欧美新冠疫情进入平台期，发展中国家存隐患》2020.4.17

《宏观专题-中国新冠疫情防控进入常态化管理阶段》2020.2.23

《宏观专题-中美第一阶段贸易协议的历史意义及其对经济影响分析》2020.1.31

《宏观专题-新冠肺炎疫情发展及其对经济市场影响》2020.1.31

观点摘要

- 面对新冠疫情冲击，美中欧三大经济体的应对政策措施体现出较大差异性，而且与各自应对 2007/09 年金融危机的政策组合也有所不同。我们在本专题报告中从宏观经济背景、社会经济结构、地缘政治风险和新冠疫情发展等四方面分析美中欧应对新冠疫情政策措施的横向及纵向差异性。
- 美国应对新冠疫情的措施体现出快且狠的特点，无论是出台财政货币政策的速度还是规模都比应对 2007/09 年金融危机有了大幅度的提高。除了新冠疫情对美国社会经济的巨大冲击外主要有三点原因：1、今年是美国总统大选之年，国共两党均欲通过大规模刺激政策来讨好选民；2、新冠疫情发展的不确定很高，国共两党都不愿意承担万一救助力度不够被选民痛骂的后果，因此倾向于宁滥勿缺；3、美国总统特朗普持续对美联储和鲍威尔施加宽松压力，美联储主席鲍威尔的脆弱性格已经在 2019 年中体现无遗，今年遇上新冠疫情更有借口去顺从特朗普。美国的宏观杠杆率和央行资产负债表规模快速上升，必将影响到美国金融系统性风险和经济长期潜在增速；这也说明了不论 2020 年总统大选之后哪个党派候选人上台，美国政府都有继续推进全球政经体系重组、降低贸易赤字的潜在压力。
- 无论是相对应对 2007/09 年金融危机还是相对其他国家应对 2020 年新冠疫情，中国政府应对 2020 年新冠疫情的经济政策均可谓保守克制。其原因主要有三点，其一是中国宏观杠杆率已经远高于其他相近发展水平的国家并接近欧美发达国家的水平，中国政府当局从 2017 年起已经有意识改变经济增长结构、化解金融系统性风险；其二是美国特朗普政府上台后中美经济贸易、地缘政治关系全面恶化，中国经济发展的外部环境发生了很大变化，在这种情况下中国在化解金融系统性风险、增强经济稳健性的同时还必须保持适当的经济政策空间；其三是中国实施严格彻底隔离的防疫措施，使得新冠疫情更快得到平息，便于后续复工复产复学进程的顺利开展；而且由于中国率先从新冠疫情冲击中复苏，在后期新冠疫情国际扩散的时候，中国抗疫物资出口和部分疫情严重国家的出口订单转移到中国，这也为中国节约使用经济政策空间提供了客观条件。
- 欧元区作为一个致力于政经一体化的发达国家联合体，其在遭遇危机时的政策协调是我们分析欧元区经济政策的主要视角；因为作为单一国家的集合和联邦制国家之间的过渡形态，欧元区趋于融合还是解体的走势至关重要。一直以来欧盟委员会都对其利用危机和不利事件推动欧洲一体化的能力感到自豪，但这种自负情绪也使得使欧盟委员会坚信坏消息就是好消息，因为唯一的解决方案是提高欧洲一体化程度；因此在处理危机事件时欧盟反应速度通常较为缓慢，其一是国家联合体内协调效率不如单一国家，其二是危机充分暴露更有利于权力集中。但由于新冠疫情是外部冲击，而并不是因为欧盟内部结构性问题而产生的内部冲击，因此在欧盟应对新冠疫情的政策措施中并没有明显体现促进欧盟一体化的精神，这与欧盟应对金融危机和欧债危机的政策措施有明显区别。

面对新冠疫情冲击，美中欧三大经济体的应对政策措施体现出较大差异性，而且与各自应对 2007/09 年金融危机的政策组合也有所不同。我们在本专题报告中从宏观经济背景、社会经济结构、地缘政治风险和新冠疫情发展等四方面分析美中欧应对新冠疫情政策措施的横向及纵向差异性，在下一专题报告中我们将分析在新冠疫情发展和政策措施影响下宏观经济和金融市场走势的回顾和展望。

一、美国：快且狠

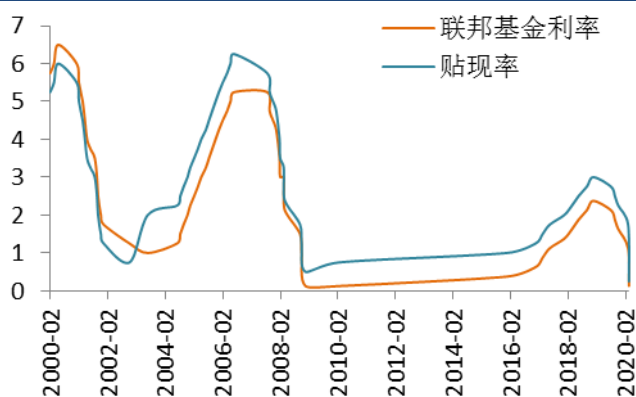
1.1 2007/09 年金融危机

2007/09 年金融危机根源在于：1997 年东亚金融风暴和 2000 年美国科网泡沫破灭之后，美联储等全球央行大幅降低政策利率应对经济衰退；而 2001 年至 2008 年美国时任总统布什力推居者有其屋计划，为低收入人群购房住房提供大量财政补贴。适宜的货币金融环境加上政府部门的推波助澜，使得美国出现房地产投资热潮，住房抵押贷款乱象也随之增加，次级贷款占比持续上升，并且针对住房抵押贷款的金融衍生品市场由于监管政策的放松也爆发式增长；而 2002 年中国加入世界贸易组织之后，全球经济迎来一轮高速发展期，中国加速工业化使得主要工业原料供需失衡价格不断攀升，通胀压力迫使美联储等全球央行收紧货币政策，并最终刺破房地产价格泡沫。2006 年下半年开始美国房价持续下跌，住房抵押贷款抵押品价值缩水导致贷款违约率上升次级贷款风险暴露，相关金融衍生品被大规模抛售使得金融机构资产价值大幅缩水，随后若干大型住房抵押贷款机构和投资银行的破产引发大规模信贷紧缩，次贷危机升级为金融危机，失业率上升经济陷入衰退。由于美国在全球分工体系中的主要消费国地位，美国经济衰退自然通过产业链扩散到全球，引发全球经济危机，特别是作为美国进口商品主要来源地区的中国。

作为 2007/09 年金融危机的核心地区，美国政府当局出台了一系列应对措施，主要包括救助金融机构、改革金融监管体系、宽松货币政策、积极财政政策等四个方面。由于美国次贷危机之所以演化成经济危机就是因为金融机构破产导致信贷紧缩，因此救助金融机构是美国应对 2007/09 年金融危机的核心举措，主要措施包括美国财政部和美联储联手救助房利美和房地美并最终由联邦住房金融局牵头接管两房、通过受损资产处置计划(TARP)购买 7000 亿美元金融机构受损资产、通过新创设流动性工具向金融机构提供中短期贷款等。金融危机前房贷市场乱象与金融监管不足直接相关，因此改革金融监管体系是美国降低金融系统性风险的重要举措，主要措施是 2010 年通过的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》，包括成立金融稳定监管委员会、设立新的消费者金融保护局、将场外衍生品

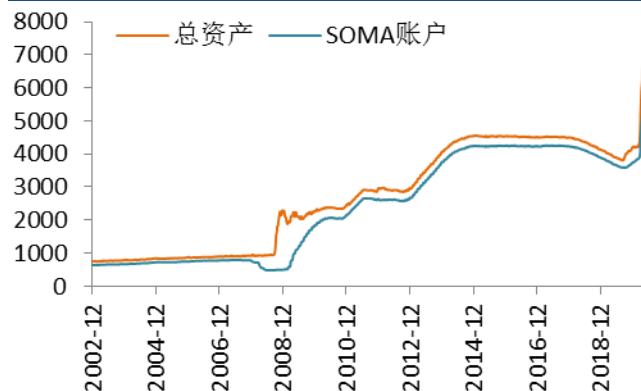
纳入监管体系、限制银行自营交易和衍生品交易、设立新的破产清算机制以及赋予美联储更多监管职责等。

图1：美国联邦基金利率和贴现率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：美联储SOMA账户和总资产

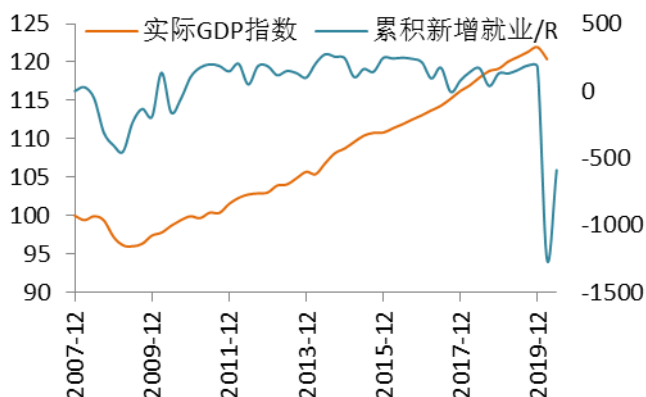


数据来源：Wind，建信期货研发中心

在货币政策方面，美联储通过创设 TAF、PDCF 和 TALF 等多项流动性工具化解金融市场流动性危机，与主要国家的中央银行建立货币互换安排缓解国际市场流动性压力，把联邦基金利率目标由 5.25% 大幅下调至近零水平并提供政策指引，在 6 年内实施总规模高达 3.66 万亿美元的量化宽松和扭转操作以压低长期利率。在财政政策和产业政策方面，2008 年布什政府出台 1680 亿美元减税方案，2009 年奥巴马政府出台 7870 亿美元的美国复苏和再投资法案，这两个政策主要通过减税和增加公共支出来促进消费和拉动就业；2009 年奥巴马政府提出“制造业复兴计划”，2014 年美国国会通过《美国振兴制造业和创新法案》，意图依托其在新一代通信技术、新材料、生物技术等通用技术领域长期积累的技术优势，加快促进人工智能、数字制造、绿色制造等先进制造技术的突破和应用，推动全球工业生产体系朝着有利于美国技术和资源禀赋优势的方向转变。

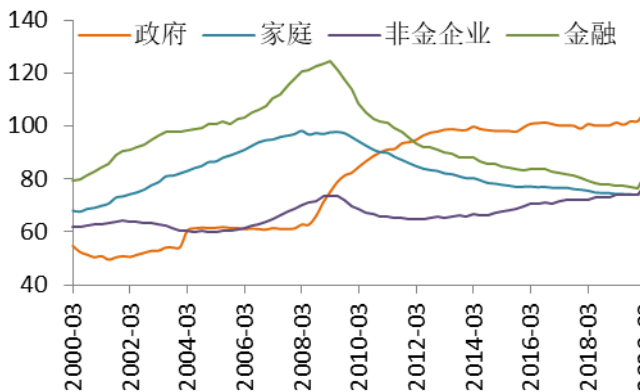
美国政府当局应对 2007/09 年金融危机的措施总体而言较为恰当，美国金融机构和居民部门稳健去杠杆，金融监管体系有所加强，页岩油革命取得突破，2010 年 10 月就业人数回到 2007 年底水平，2011 年二季度实际 GDP 回到 2007 年底水平。与此同时美国出现新一轮资产价格泡沫，从 2008 年底到 2019 年底，美国 CPI 指数和雇员薪资分别累积上涨 22.2% 和 29.3%，美国标普/CS 房价指数累积上涨 45.3%，美国标普 500 指数累积上涨 257.7%，而且美国政府部门杠杆率从 2008 年底的 71.2% 上升到 2019 年底的 101.9%。此外 2015 年至 2018 年期间美联储实施货币政策正常化，联邦基金利率目标区间由 [0, 0.25%] 上升至 [2.25%, 2.5%]，总缩表规模达到 6500 亿美元；但到 2018 年底美联储政策利率水平仍远低于 2007 年水平，而美联储总资产与美国名义 GDP 之比也远高于 2007 年水平（20%VS6.4%）。

图3：美国实际GDP指数和累积新增就业



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：美国部门杠杆率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

1.2 2020 年新冠疫情

新冠疫情影响社会经济的主要途径包括：1、阻隔新冠病毒传播要求强有力的隔离措施，社会经济活动特别是服务业被迫全部或部分关停，短期经济供给能力下降；2、公司企业现金流恶化被迫裁员以自救，失业率上升居民消费能力下降，总体经济在更低水平达到平衡；3、经济增长前景恶化，企业和居民偿债能力受损引发信贷紧缩，风险偏好下降带来金融市场剧烈波动，投资者大幅抛售流动性资产引发美元流动性风险；4、新冠疫情激发对全球化利弊和跨境产业链安全的思考，地缘政治风险上升。因此2020年新冠疫情与2007/09年金融危机对社会经济的影响有三点差异性：1、2020年新冠疫情首先影响社会供给能力，进而通过公司现金流状况影响到社会总需求和金融系统，危机传播途径是从实体经济到虚拟经济；2007/09年金融危机首先影响金融机构资产质量和现金流状况，金融机构倒闭破产引发信贷紧缩，进而影响到社会总需求，危机传播途径是从虚拟经济到实体经济，且社会供给能力并未明显受损；2、由于社会供给能力并未明显受损，逆周期调节政策可以逐步化解2007/09年金融危机；但除非新冠疫苗研发成功，否则社会供给能力难以全面恢复；3、2007/09年金融危机爆发后，各国政府短期内还是愿意联手应对危机；而由于2020年新冠疫情引发对全球化利弊和产业链安全的思考，各国之间更多的是相互指责，地缘政治风险上升，全球分工体系受损，全球长期潜在经济增长能力下降。

因此在2020年新冠疫情的应对措施上各国趋于一致。首先是以大量财政救助支撑社会总需求，避免社会经济在更低水平上达到平衡，其副作用是通胀压力与资产价格泡沫；其次是以宽松货币政策化解信贷紧缩风险并稳定金融市场，其副作用是金融系统规模、金融系统性风险和宏观杠杆率快速上升；其三是财政支持防疫措施和新冠疫苗研发，以求早日平息新冠疫情。

在财政政策方面，美国首先是在3月初本土新冠疫情刚爆发不久的时候，就通过了83亿美元的《冠状病毒防范和响应补充拨款法案》和1920亿美元的《家庭第一部冠状病毒应对法案》，这些法案所提供的资金主要用于：1、新冠病毒测试，各州医疗补助资金，新冠疫苗、治疗药物和诊断药物的开发；2、员工带薪紧急病假、带薪紧急家庭假，帮助企业减免税收，暂缓学生贷款还本付息。3月底美国国会通过史上规模最大的经济援助：总额约2.3万亿美元的《冠状病毒援助、救济和经济安全法》，该法案主要包括：1、2930亿美元用于向个人提供一次性退税；2、2680亿美元用于扩大失业救济金；3、250亿美元为最弱势群体提供食品安全网；4、5100亿美元，通过提供贷款，担保和支持美联储13（3）计划来防止公司破产；5、3490亿美元可豁免的小企业管理局贷款和担保，以帮助留住工人的小企业；6、1000亿美元用于医院，7、1500亿美元用于向州和地方政府转移；8、499亿美元用于国际援助（包括IMF的《新借款安排》的280亿特别提款权）。4月下旬美国通过价值4830亿美元的《薪资保护计划和医疗保健增强法》，其中3210亿美元额外的小企业管理局贷款和担保，以帮助留住工人的小企业；620亿美元用于小型企业管理局，以提供赠款和贷款帮助小型企业；750亿美元用于医院；（iv）250亿美元用于扩大病毒测试。由于美国爆发了程度更为严重的二次疫情，目前国共两党正在讨论新增价值1万亿美元的新冠疫情救助计划。如果此计划得以通过，那么美国应对2020年新冠疫情的财政政策规模将达到39853亿美元，约占2019年美国名义GDP的18.6%，超过应对2007/09年金融危机的财政政策规模（总额8000亿美元，约占2008年美国名义GDP的5.4%）

在货币政策方面，除了在2019年下半年为了应对中美贸易纷争而实施的三次降息和应对美元流动性紧张的停止缩表并重新有机扩表外，美联储在3月初和3月中分别降息50BP和100BP，联邦基金利率目标区间重新回到[0, 0.25%]，3月23日美联储宣布实施无限量QE-根据评估结果购买必要数量的国债和MBS。美联储还推出了支持信贷流动的若干工具，这些工具包括：1、商业票据融资工具CPFF，便利公司和市政发行人发行商业票据；2、一级交易商信贷工具PDCF，为美联储的24家一级交易商提供融资；3、货币市场共同基金流动性基金MMLF，向存托机构提供贷款以从优质货币市场基金购买资产；4、一级市场公司信贷工具PMCCF，用于从公司购买新债券和贷款；5、二级市场公司信贷工具SMCCF，为未偿还公司债券提供流动性；6、定期资产支持证券贷款工具TALF，以发行由学生贷款，汽车贷款，信用卡贷款，小企业管理局担保的贷款和某些其他资产支持的资产支持证券；7、薪资保障计划流动资金PPPLF，根据小企业管理局的薪资保护计划（PPP）向发放贷款的金融机构提供流动性，该计划直接激励小企业保留员工不裁员；8、大街贷款计划MSLP，为中小企业购买新的或扩大的贷款。从3月初到7月22日，

美联储 SOMA 账户和总资产规模约增加 2.36 万亿美元，短短 4 个月内的资产负债表扩张已经达到 2009 年至 2014 年总扩张量的 64%，而美联储资产负债表规模与美国 2019 年名义 GDP 的比值也上升至 32.7%。

我们可以看出美国应对新冠疫情的措施体现出快且狠的特点，无论是出台财政货币政策的速度还是规模都比应对 2007/09 年金融危机有了大幅度的提高。除了新冠疫情对美国社会经济的巨大冲击外主要有三点原因：1、今年是美国总统大选之年，国共两党均欲通过大规模刺激政策来讨好选民；2、新冠疫情发展的不确定很高，国共两党都不愿意承担万一救助力度不够被选民痛骂的后果，因此倾向于宁滥勿缺；3、美国总统特朗普持续对美联储和鲍威尔施加宽松压力，美联储主席鲍威尔的脆弱性格已经在 2019 年中体现无遗，今年遇上新冠疫情更有借口去顺从特朗普。然而其后果也是非常明显的，美国的宏观杠杆率和央行资产负债表规模快速上升，必将影响到美国金融系统性风险和经济长期潜在增速；如果美国贸易赤字状况没有改善，那么美元汇率将承受长期贬值压力。当然这个分析也说明不论 2020 年总统大选之后哪个党派候选人上台，美国政府都有继续推进全球政经体系重组的潜在压力，因此美元汇率的走势也变得更为复杂。

二、中国：保守克制

2.1 2007/09 年金融危机

2007/09 年金融危机根源在于美国的房地产价格泡沫引发次贷危机，再通过信贷紧缩扩展为金融危机，最后通过全球分工体系演化成全球经济危机。由于当时中国经济外贸依存度超过 60%，因此海外需求的下降直接导致中国经济衰退和失业率上升；从 2007 年二季度到 2009 年一季度，中国实际 GDP 增速从 15% 回落至 6.4%。当年中国的应对措施是以内需的提振弥补外需的失却，而由于当时中国的经济增长模式还是投资驱动，并且投资驱动型经济模式对于化解就业压力也比需求拉动型模式更有效。因此中国应对 2007/09 年金融危机的经济政策主要

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_3661

