

宏观研究/专题研究

2020年04月17日

**张继强** 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

**芦哲** 执业证书编号：S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

**刘天天** 执业证书编号：S0570518050003  
研究员 010-56793946  
liutiantian@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：美元的近况与未来》2020.04
- 2《宏观：背水一战，美国万亿刺激计划落地》2020.03
- 3《宏观：疫情冲击明显，政策刺激如约而至》2020.03

# 以美德之鉴，纾企业之困

## 海外企业救助措施启示录

### 核心观点

受疫情影响停工停产，大量企业进入“休克状态”。不同于传统经济周期，优质企业同样面临生存问题，救助是为了“留得青山在”，并维护经济未来复苏的微观基础。为解决疫情下的企业生存难题，美国、德国祭出一揽子企业纾困计划，主要特点体现在：第一，疫情期间经济刺激计划频繁，纾困金额大；第二，货币和财政政策相辅相成，不同阶段“差别式”发力；第三，美德的中小企业政策金融制度框架已较为完善，重点扶持中小企业；其四，为大型企业撑起“保护伞”。美德方案为我国的企业纾困措施带来一定启示。当然，国情和企业困境不同，不能照搬，疫情防控是根本。

### 美国：纾困在企业，落脚在居民

疫情封锁下美国大量企业出现停摆，现金流承压。美国救市“三部曲”拯救企业于水火之中，根本目的在于避免企业破产与失业浪潮，防止经济陷入恶性循环。主要特点体现在：第一，货币政策循序渐进，针对重点逐步下沉。政策目标从纾解流动性危机，转移至向中小企业提供信贷支持，最后触及信用市场避免向债务风险演化。第二阶段财政政策定向纾困，避免现金流断裂与需求坍塌。政策从整体漫灌转向精准发力，瞄准受疫情冲击最严重的中小企业与居民部门对症下药。第三，美国地方政府与商会采取一系列企业援助措施，美国企业巨头也对中小企业伸出援助之手。

### 德国：多方协同发力，为企业持续“输血”

疫情封锁下德国企业面临经营危机，隔离停产措施叠加融资环境恶化，引发资金断流。德国自3月12日至4月7日启动三轮纾困操作，形成欧央行、欧盟、德国多层次协调发力救助模式。第一阶段欧央行率先出手，以3万亿欧元定向流动性注入和今年底超1万亿欧元紧急资产购买承诺为经济提供流动性，宽松企业融资环境。第二阶段德国自身财政发力，推出7500亿欧元计划为企业提供“保护伞”，从降成本、现金补贴、融资支持三方面帮助企业渡过难关，保障经济反弹的微观基础。第三阶段欧盟出手5400亿欧元抗疫救助，以贷款和担保等形式为企业纾困，意在“财政货币双管齐下”。

### 美德企业纾困对中国的启示

疫情冲击下，政府帮扶企业给社会和宏观经济带来正外部性。通过美德与中国企业援助政策对比，我们认为相关援助还可从以下四方面加以改进：一是适当扩大对受疫情影响企业的直接援助。二是向企业发放就业补助，如德国推出的短时工津贴，既节省企业开支，缓解薪酬支付对企业的流动性挤压，又能避免需求萎缩。三是鼓励地方商会、大企业与中小企业互帮互助。四是在中长期完善中小企业政策金融制度框架。当前我国更多依赖传统商业银行落实金融扶持，效果不及预期。反观美德较为完善的中小企业政策金融机构应对危机时可有针对性的迅速采取帮扶，解燃眉之急。

### 投资启示

我们认为，如下一些投资启示值得关注：第一，基本面弱化加融资改善意味着大型平台、龙头企业更受益，信用评级间利差扩大；第二，美国2万亿刺激计划当中，被救助企业也将遭遇股票回购限制等制约，过往股票回购推动股价的逻辑被颠覆；第三，美国直升机撒钱式救助可能带来经济滞胀风险，也有可能削弱美元的长期价值；第四，板块上，必需消费品好于可选消费品，内需好于外需，资本、技术密集行业好于体验式、人力密集行业，产业链条越长的公司越脆弱，但疫情带来危机之时、政策救助过程中也是寻找错杀的良机。

风险提示：过早复工带来的疫情反弹风险，加剧企业经营危机；政策刺激不足或效果不及预期，经济下行压力加大；国情和企业困境不同，不能照搬。

## 正文目录

以美德之鉴，纾企业之困 .....	3
美国：纾困在企业，落脚在居民 .....	4
疫情封锁下美国企业面临破产危机 .....	4
第一阶段：货币先行，纾困措施不解渴 .....	5
第二阶段：货币+财政先后出重拳，流动性危机现缓和 .....	5
美联储：无限量 QE 发力，流动性风险缓释 .....	6
财政部：史上最大刺激计划落地，救企业是“重头戏” .....	7
第三阶段：财政货币化，重心是定向纾困 .....	8
薪资保护计划（PPP）：救助小型企业与居民“一箭双雕” .....	8
2.3 万亿美元贷款计划：联储从“市场监管者”到“市场接管者” .....	9
美国之鉴：由漫灌到精准，由政府到民间 .....	11
德国：多方协同发力，向企业持续“输血” .....	12
疫情封锁下德国企业面临经营危机 .....	12
第一阶段：欧央行率先出手，提供流动性支持 .....	12
第二阶段：德国打破财政纪律，推出 7500 亿欧元为企业提供“保护伞” .....	13
第三阶段：欧盟 5400 亿欧元计划落地，但更多仍倚赖各国自身财政发力 .....	15
德国之鉴：意在保障经济反弹的微观基础 .....	15
美德企业纾困措施对中国的启示 .....	16
风险提示 .....	17

## 以美德之鉴，纾企业之困

随着疫情在全球范围内爆发，多国经济集体“休克”，大量企业面临生存问题。美国、德国等发达国家一手严抓防疫，一手祭出一揽子“企业纾困”计划，意在避免企业破产潮触发次生风险，防止经济陷入恶性循环。美德两国的企业纾困措施主要体现了以下特点：

**其一、疫情期间经济刺激计划出台频繁，纾困金额大。**3月3日至4月9日，美国紧锣密鼓地启动了三轮纾困计划。从第一阶段的7500亿美元的量化宽松，到第二阶段的无限量QE与2万亿美元的财政刺激计划，再到第三阶段的薪资保护计划与2.3万亿美元贷款计划，药量只增不减。德国自3月12日至4月7日同样启动了三轮纾困计划，欧央行、欧盟、德国三层次协调发力。从欧央行实施的3万亿欧元的长期再融资操作，到德国自身推出的7500亿欧元的经济援助计划，再到欧盟的5400亿欧元抗疫救助计划，多措并举。

**其二、货币和财政政策相辅相成，不同阶段“差别式”发力，避免流动性危机后的债务危机。**美国由货币政策先行解决流动性危机，待流动性危机有所缓和后，货币财政齐发力应对疫情对基本面的冲击，最后聚焦企业与居民部门全力纾困，防止流动性危机卷土重来。财政政策也在各种税收抵免、贷款优惠不遗余力，帮助企业缓解现金流压力，以免债务危机的出现。德国同样货币政策先行，欧央行通过长期再融资操作与资产购买计划，确保流动性注入薄弱环节。随着欧洲疫情大规模爆发，仅货币协调并不足够，故欧盟启动财政政策加大对中小企业与居民的支持，并依托德国自身财政发力，扶持大企业并救助重点行业的中小企业。

**其三、美德的中小企业政策金融制度框架已较为完善，重点扶持中小企业。**美国通过薪资保护计划（PPP），避免小型企业因现金流断裂而裁员，通过给予薪资补贴的方式向居民部门注入资金，一箭双雕。德国对中小企业的援助体现在多方发力，欧央行通过TLTRO银行提供达3万亿欧元的流动性支持中小企业，欧洲投资银行（EIB）提供2000亿欧元中小企业贷款担保，德国内阁通过7500亿欧元经济援助计划，为重要行业领域的中小企业“输血”。

**其四、为大型企业撑起“保护伞”，但同时设置约束条件。**美国注资5000亿美元救助陷入困境、关乎国家安全的大型企业，同时设定一系列前提条件进行约束，例如限制回购条款要求贷款不得用于公司股票回购和资本分配；“反肥猫”条款规定贷款必须偿还，并要求企业在贷款还清1年后设定工资上限。德国也提供6000亿欧元的经济稳定基金，帮助大型企业应对流动性瓶颈。同时大型企业在紧急情况下将被收归国有，在疫情结束后可回归私有化。

美国、德国在本轮公共卫生紧急事件中的企业纾困力度史无前例，具备共性的同时也有各自的差异。但毋庸置疑的是，美德方案为疫情之下各国寻求企业纾困措施提供了实践基础，本文通过对美德企业纾困的政策梳理来进一步探讨中国的救助启示。

## 美国：纾困在企业，落脚在居民

### 疫情封锁下美国企业面临破产危机

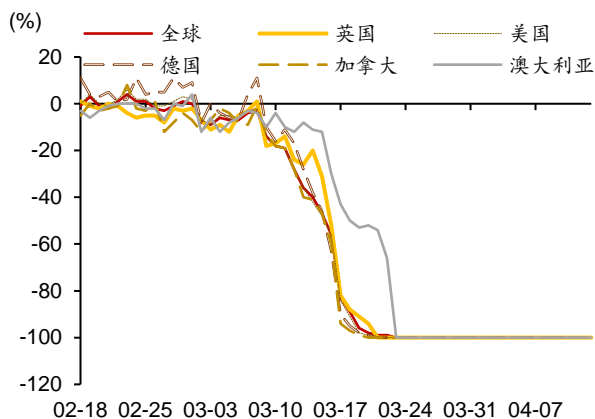
在海外疫情蔓延的第三阶段，美国迅速超过意大利、中国，成为全球新冠肺炎“新震中”。4月10日以来，美国疫情出现见顶趋稳迹象，但已对经济造成实质性的影响。截至北京时间4月16日，美国新冠肺炎确诊病例已累计超67万例，其中累计确诊1万例以上的州有14个，占全美确诊总数的83%。50个州全部沦陷，纽约州累计确诊总数超过中国。

新冠肺炎疫情的迅速蔓延使美国经济陷入全面停滞。疫情对美国企业的冲击可以分为两个层次：一是因劳动力居家隔离和州政府的停工限产导致大量企业停摆；二是疫情引发股市下滑，企业资产负债表大幅缩水，股权价值收缩导致银行要求实体企业追加贷款保证金，企业因资金链问题而承压。大量企业或因08年金融危机以来累积的高杠杆风险出现现金流断裂，面临债务违约甚至破产。已有百年银行第一州银行、阿拉斯加州最大航空公司RavnAir Group、太空探索技术公司OneWeb等相继申请破产，疫情叠加油价暴跌也使页岩油巨头Whiting Petrole成为第一家破产的能源企业。

首先，疫情直接冲击消费和服务业。服务业具有较强的人口聚集性和流动性，在政府居家令和商户关门令的影响下，餐饮、旅游、娱乐、交通、批发零售业等首当其冲。航空方面，美国3月航空客运量同比暴跌90%，3月20日，达美航空致信员工，若没能获得国会救助，将在4月份裁员60%，且4-5月削减公司福利50%。餐饮方面，在疫情严重的州，餐厅就餐人数已连续多日下滑100%。3月26日，美国大型连锁餐馆Cheesecake Factory公开表示旗下近300个分店无法按时支付4月份租金。

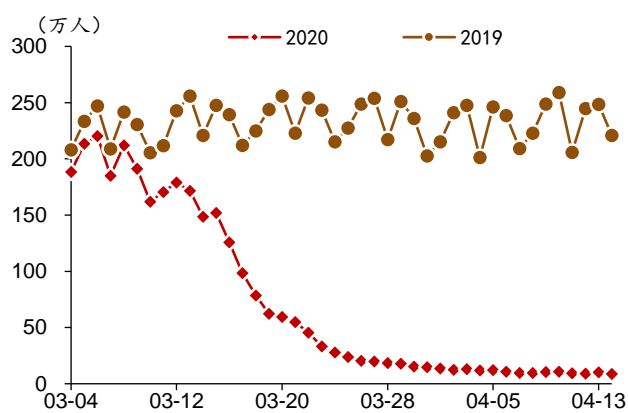
其次，服务业中的中小企业受冲击最大，主要表现在销量萎缩和供应链遭疫情冻结。中小企业是美国经济的核心。根据美国小企业管理局2015年的最新数据显示，美国中小企业占据企业数量的99.9%，雇佣了47.5%的就业人口，提供了超过65%的新增就业岗位，对美国GDP的贡献超过50%。自由职业者和个体经营者数量就高达5700万。但是，中小企业相比大企业更加脆弱，主要原因在于08年金融危机以来，美国企业利用低利率环境的便利大量发债，并利用所融资金进行股票回购，带来了高杠杆的风险，而企业部门加杠杆的主力就是中小企业。新冠疫情蔓延会对中小企业特别是依赖人口流动和社交的企业带来重大伤害，一旦流动性出现萎缩，加上人力成本较高等，中小企业现金流更易断裂，或将掀起破产潮和失业潮，引导美国经济滑向衰退。对此，美联储和财政部出台了一系列的企业纾困措施。

图表1: Open table 全球线下预定人数骤降



资料来源: Open table, 华泰证券研究所

图表2: 美国航空客运量急剧下降



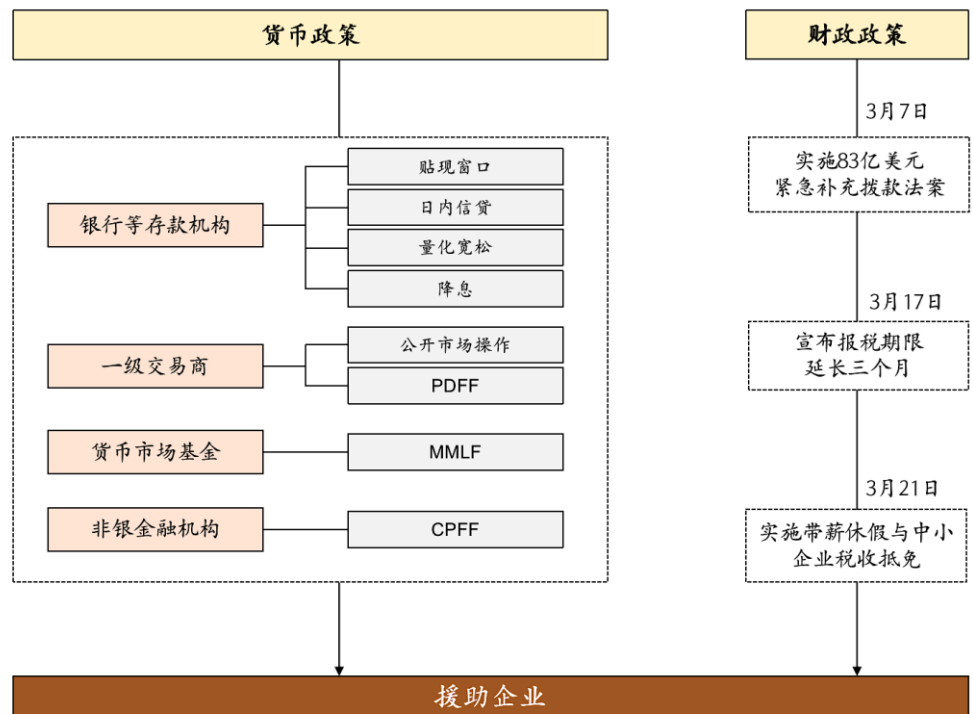
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

### 第一阶段：货币先行，纾困措施不解渴

3月3日至23日为救市的第一阶段，其特点为货币政策先行发力，财政政策“蜻蜓点水”。货币政策先行发力，重点聚焦流动性危机。3月3日起，美联储开启了从紧急降息50BP到宣布7000亿美元QE，再到陆续重启2008年期间流动性工具的宽松历程。然而最初的一揽子政策并未迅速显效，为进一步解决市场流动性问题，美联储重启商业票据融资机制（CPFF），一级交易商信贷工具（PDCF）以及货币市场投资基金便利（MMIFF）等货币政策工具，分别为非银金融机构、一级交易商、货币市场基金增加信贷投放。在这一阶段，缓解流动性风险是货币政策的优先事项，仅是大范围的进行流动性释放，企业纾困措施不具备针对性。

经济“休克”尚处于初期，财政政策“蜻蜓点水”。3月初，由于美国当局对疫情认知不足，尚未进行严格的疫情防控措施，企业停工停产现象并不普遍。与此相对应，大规模财政政策需要过会等审批，在总统授权内仅为3月7日特朗普签署的83亿美元紧急补充拨款法案，包括为小企业管理局提供额外2000万美元的灾难贷款项目行政费，要求其受疫情影响的小型企业提供500亿美元的低息贷款等。随着疫情在美国快速扩散，3月13日，特朗普宣布国家进入紧急状态。3月17日，财政部将2020年的报税截止日期从4月15日推迟3个月，并于3月21日宣布实施与冠状病毒相关的带薪休假和中小企业税收减免计划。我们认为，这一阶段财政政策对中小企业的纾困规模相对较小，更多停留在政策引导层面，缺乏面向企业的直接补助措施。

图表3：第一阶段货币政策先行发力，财政政策“蜻蜓点水”



资料来源：Federal Reserve，华泰证券研究所

### 第二阶段：货币+财政先后出重拳，流动性危机现缓和

3月23日至3月31日为美国救市的第二阶段，货币与财政政策先后“重拳出击”。货币政策“大放水”全力纾解流动性危机，财政政策“直升机撒钱”对冲疫情对基本面的负面影响。此次救助规模史无前例，开始逐步化解流动性危机的根源问题——企业现金流断裂冲击基本面，蝴蝶效应引发股市抛售。

### 美联储：无限量QE发力，流动性风险缓释

第一阶段中美联储的一揽子措施短期内并未改善市场的恐慌情绪，疫情的扩散与油价的暴跌持续冲击着全球经济基本面，资产价格下跌与抛售的恶性循环还在持续。3月23日起，美联储开启新一轮“货币大放水”，进一步缓解流动性危机并为经济“兜底”。

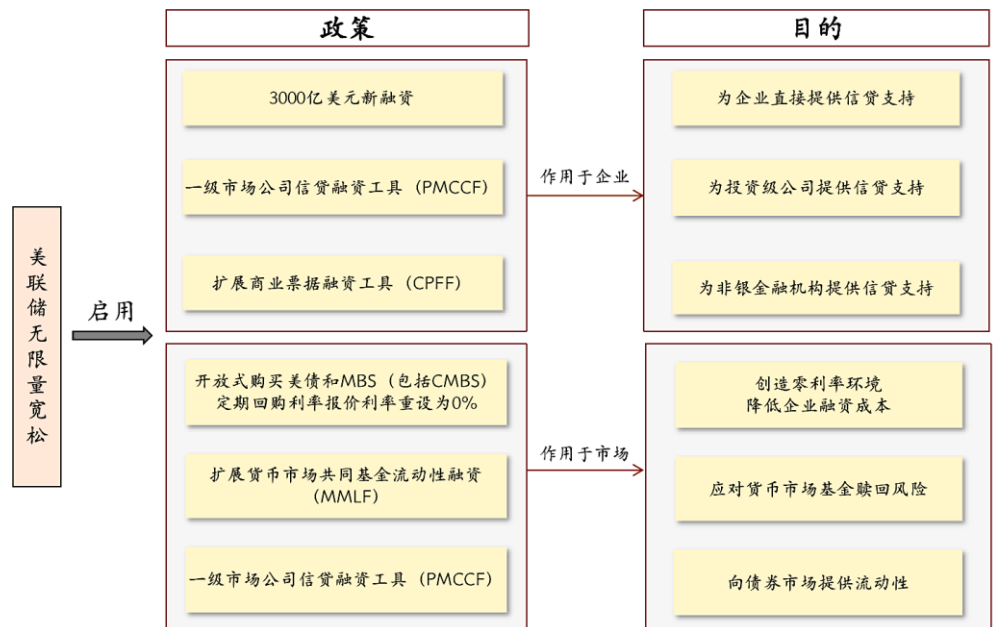
**其一，美联储宣布开启无限量QE，意在解决流动性危机。**开放式资产购买是历史首次也是较为直接的纾困政策，包括无限量购买美债、机构抵押贷款（MBS）和机构商业抵押贷款支持证券（CMBS）。

**其二，提供企业融资支持并启动TALF，意在支持信贷流向企业与家庭。**一方面，美联储提供总计3000亿美元新融资支持企业，同时财政部使用外汇稳定基金（ESF）向这些信贷工具提供300亿美元的股本，为企业与家庭提供信用背书。另一方面，美联储启动定期资产支持证券贷款工具TALF，通过汽车贷款、学生贷款等方式向个人提供最多1000亿美元贷款。

**其三，建立SMCFF与PMCCFF工具，意在缓解市场恐慌。**PMCCFF用于在一级市场发行新债，向投资级公司提供流动性。最值得关注的为二级市场公司信贷便利（SMCFF）工具，可以直接购买高等级信用债，开始接近流动性问题的核心——高收益债市场和股市抛压。

在无限宽松支持下，流动性风险逐步缓释。资产间正相关性变弱，不再无差别闷杀。3个月Libor-Ois息差隔夜开始震荡下行，美联储资产负债表规模迅速膨胀。无限量QE开启前的资产负债表规模为4.71万亿美元（3月18日当周）。而截至4月16日，美联储资产负债表规模达到6.42万亿美元，较无限量QE前升幅接近36%。

图表4： 第二阶段，货币政策宽松加码为企业提供流动性支持



资料来源：Federal Reserve，华泰证券研究所

**财政部：史上最大刺激计划落地，救企业是“重头戏”**

随着流动性危机逐渐纾解，经济下行、油价继续颓势，债务危机隐忧仍存，财政政策开始发力，欲救经济于水火之中，并力图避免债务危机。而新冠疫情继续发酵，美国演变为全球疫情“新震中”。在这一阶段，美国经济基本面开始遭受三方面的冲击。一是居民部门，多州于3月20日起发布“禁足令”开启休克疗法，叠加居民储蓄不高，消费意愿的低迷逐步拖累经济；二是企业部门，受疫情影响停工停产，大量行业进入“休克状态”；三是金融部门，资产缩水的财富效应施压实体经济。在此背景下，市场对于经济衰退的恐慌情绪急剧升温，实施经济刺激政策的呼声也愈发高涨。

历经多轮磋商，3月27日，美国2万亿美元财政政策落地，成为美国历史上规模最大的刺激计划。该计划重在定向纾困，通过直接向居民“撒钱”、扩充失业保险、支持小企业支付薪资等方式防止“需求坍塌”，并通过向企业大量“输血”避免大规模破产与违约。主要内容有以下几点：

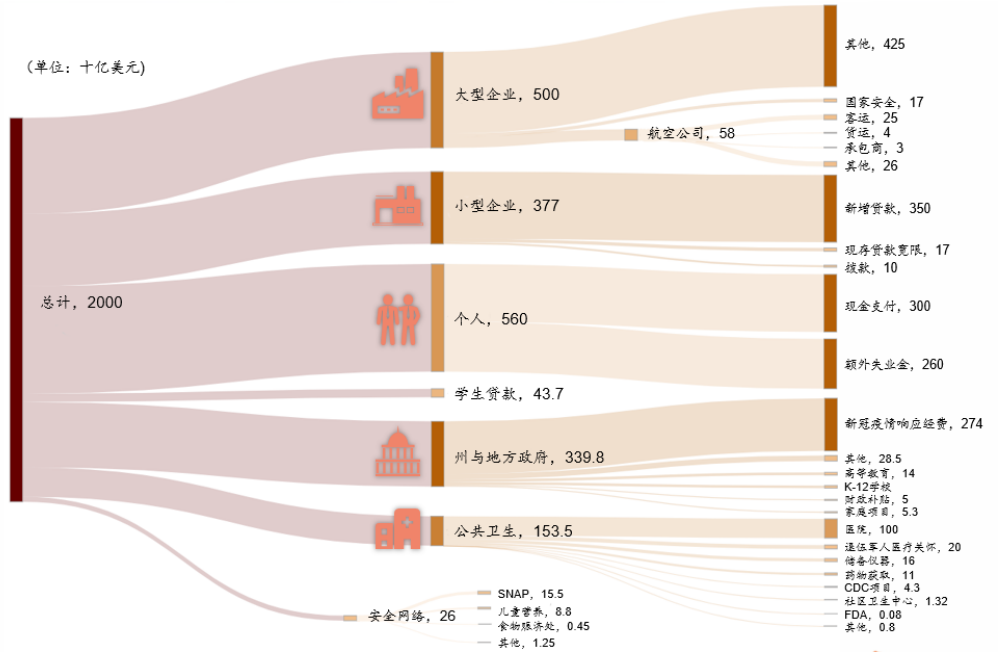
**第一，为大型企业输血，救助受疫情冲击最严重的行业。**法案通过贷款、担保等形式向陷入困境、关乎美国国家安全的大企业（如航空公司、货运公司等）提供460亿美元财政援助，剩下4540亿美元用于为美联储做外汇稳定基金（ESF）担保和其他投资。同时，法案也为大企业设定了一系列前定条件，其中值得关注的条款有二。其一为“反肥猫”条款：贷款必须偿还，而非政府购买企业。且还清贷款后1年内，企业必须设定所有员工工资的上限，以防止企业挥霍救助资金。其二为限制回购条款：贷款不得用于公司股票回购和资本分配，股票回购推动股价的“正反馈”正在削弱。

**第二，不遗余力援助小型企业。**法案通过薪酬保护计划（PPP）为因疫情而遭受严重打击的小型企业提供3490亿美元贷款担保。PPP贷款由商业银行发行，美联储还将该项目贷款从银行资本金剔除，意在减轻银行融资和信贷压力，缓解表内风险。与大、中型企业不同，小企业多为小额贷款并且无需担保，用于支付薪酬费用、抵押贷款利息、水电费及房租费用的部分贷款可直接减免，为小企业无偿打开“绿色通道”。

**第三，通过“直升机撒钱”的方式直接向家庭或个人支付现金。**年收入总计不超过15万美元的美国夫妇可获得2400美元，或者年收入在7.5万美元以下的个人可获得直接现金补贴1200美元，美国儿童还可每人额外获得500美元，我们预计约有75%的美国民众可享受该补贴。本次法案给予家庭、个人的现金补贴总金额高达5600亿美元（约占GDP的2.9%），远超2001年互联网泡沫破灭（GDP的0.4%）和2008年金融危机（GDP的1.3%）的现金补贴规模。

**第四，扩大失业救济，减轻企业现金流压力。**疫情爆发以来，企业减薪与裁员现象愈发严重，美国失业压力与日俱增。3月13日当周至4月3日当周，美国首次申领失业金人数一共激增1675.6万人。该法案通过建立临时失业援助计划，帮助自雇人员、独立承包商等原本没有资格领取失业救济金，向其额外支付每周600美元，最多为期四个月，同时也为各州提供更多的补助金用于失业救济。美国政府使用联邦预算代替企业支付员工工资，旨在减轻企业现金流与偿债压力，避免出现大规模破产与失业问题损害长期经济基本面。

图表5：3月27日，美国实施史无前例的2万亿刺激计划



资料来源：Whitehouse，华泰证券研究所

我们认为，此次2万亿救助计划首次将企业与居民部门的纾困摆在首位，瞄准金融市场信用冲击和受疫情冲击最严重的中小企业与居民部门对症下药，规模空前且更具针对性。具体而言，其一，纾困规模史无前例。美国投入“天量”流动性，一方面为缓解市场对于经济衰退的恐慌情绪，纾解流动性危机。另一方面为美国经济“兜底”，防止经济陷入更深层次的债务违约风险。其二，从整体漫灌转向精准发力。此次计划主要针对于受困企业与居民，避免因“失血”导致大规模破产与失业。疫情及石油价格战导致企业现金流断裂冲击经济基本面，进而引发蝴蝶效应演绎为整个市场的流动性危机。因此解决企业现金流问题为纾困的核心，只要企业能够在危机中存活下来，美国仍然具备经济反弹的能力。

### 第三阶段：财政货币化，重心是定向纾困

4月1日至今为美国救市的第三阶段，政策焦点从解决流动性危机转移至企业部门纾困，全力对冲经济的负面影响。由于流动性风险暂时告一段落，这一阶段的政策重心主要放在救济企业与居民。一方面通过薪资保护计划（PPP）直接救助企业，同时“一箭双雕”解决居民失业问题。另一方开启2.3万亿美元贷款计划，多形式纾困企业、居民与政府部门。

#### 薪资保护计划（PPP）：救助小型企业与居民“一箭双雕”

其他不可见PPP系PPP救助计划进行期由美国经济部长... 但非经济数据上美国经

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\\_5752](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5752)

