

若无纾困，美国企业或熬不到夏天

—— 疫情宏观分析系列之二十一

宏观深度

分析师

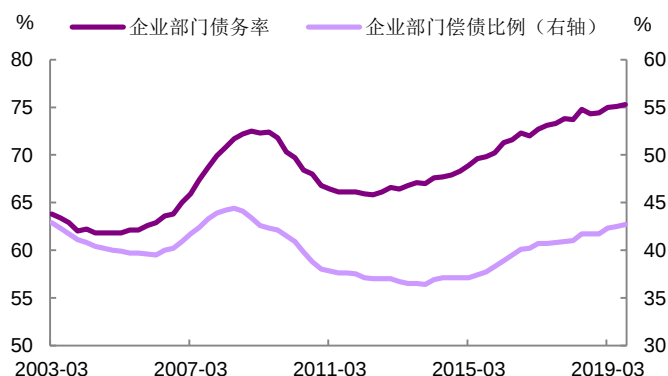
张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebcn.com

- ◆ 新冠疫情在美国蔓延，美国经济逐渐陷入停摆状态。在此情况下，美国企业能存活多久？财政救助能否帮助企业度过难关？
- ◆ 极端情况下，我们假设美国经济完全停摆（shutdown），非金融企业只能依靠现有的现金和金融资产支付刚性支出（工资、债务、租金）。计算表明，这种情况下企业的平均存活期限为 2.8 个月。分行业看，受疫情影响较大的零售业企业（包括食品饮料、服装、一般零售店）最为脆弱，平均存活 1.8 个月，原因之一是其租金支出占比高；批发业企业平均存活 2 个月；制造业企业平均存活 4.3 个月，生命力相对最强。企业为了生存会选择裁员，假设裁员 30%，平均存活期限将从 2.8 个月提高至 3.8 个月。这里计算是平均期限，对中小企业来说，其生命力将低于平均水平。
- ◆ 美国政府的纾困贷款能将企业的平均存活期提高至 4.1 个月。此前美国政府通过了 2 万亿美元财政救助法案（CARES），其中 8500 亿美元用于支持企业部门，力度较大。分行业看，假设贷款按照比例发放，那么零售、批发和制造业企业的平均存活期将分别提高至 2.5 个月、3 个月和 4.9 个月。纾困贷款能帮助企业延长“生命”，但最关键的因素还是疫情的演变。基于上述假设，如果美国疫情到四月下旬还未出现拐点，那么零售业企业将承受较大的现金流压力。但如果拐点出现，那么将有更多企业能活下去。
- ◆ 家庭方面，美国政府提供的失业救助非常大方，补贴后的失业金与平均工资基本相当，能够帮助失业者度过难关。美国家庭部门杠杆率相对较低，还本付息压力不大。此次 CARES 法案为每名失业者每周增加 600 美元补助，再加上原有的失业金，使得每周平均失业金最多可达 1100 美元，高于非农行业 1030 美元的平均周薪。总体上，居民部门面临的现金流压力将小于企业。
- ◆ 这次美国财政救助力度较大，其目的主要在于纾困，而不是刺激经济。与次贷危机时的救助相比，侧重点也明显不同。次贷危机时的救助主要用于拯救金融部门，但这次疫情主要冲击实体经济，政府的救助也更倾向于对企业和居民的纾困，而不是大幅刺激经济增长。当然，也不排除后续美国政府会进一步采取财政刺激。如果疫情过后美国经济持续低迷，失业严重，政府也可能加大“宽财政”的力度。除美国外，其他发达国家也出台了积极的财政措施，基本也是以纾困为主。预计后续其他国家也会推出类似的纾困措施。

过去十年，美国企业呈现“高负债、多现金”的特征。次贷危机后，全球无风险利率持续下行，美国企业融资成本下降，债务增长较快。债务增加也导致企业还本付息压力加大，根据国际清算银行（BIS）的数据，美国非金融企业偿债比率（Debt-to-service ratio）由2014年的36%上升至2019年第三季度的43%，接近次贷危机前的高点（图1）。但与此同时，这些企业的现金储备也增长较快，其活期储蓄及现金资产占总负债的比例从次贷危机前的不到2%上升至2019年四季度的4%（图2）。

图1：美国企业部门宏观杠杆率上升，偿债压力加大



资料来源：BIS，光大证券研究所，数据截至2019年三季度

图2：但美国企业的现金资产比例也在增加



资料来源：美联储，光大证券研究所，数据截至2019年四季度

随着新冠疫情在美国蔓延，美国政府的抗疫措施不断升级，经济也逐渐陷入停摆状态。在此情况下，美国企业能存活多久？美国政府的财政救助能否帮助企业 and 居民度过难关？

美国企业能活多久？

极端情况下，假设美国经济完全停滞，非金融企业平均能够存活2.8个月（图3）。我们假设经济完全停滞（shutdown），企业不再进行生产活动，只能依靠现有的现金和可变现的金融资产支付刚性支出。这里的刚性支出包括工资、债务和租金支出。

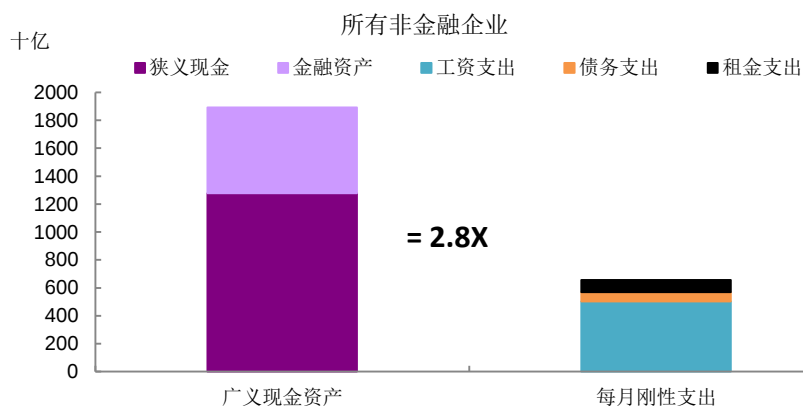
我们使用自上而下（top down）的方法进行计算，具体地，用美国非农私人非金融部门的就业人数和平均周薪计算企业所需支付的工资，这部分每月大概有5000亿美元（这里我们不考虑奖金和福利）；用BIS的非金融企业偿债比率推算企业每月的债务支出，包括利息和偿还本金的支出，这部分每月大概有680亿美元。

租金方面，根据地产信托投资协会（NAREIT）的数据，截至2018年底美国商业地产的总价值约为1.6万亿美元，我们剔除商业公寓部分，再假设每年租金回报率为8%，以此推出每月租金支出为870亿美元。三大刚性支付加总，每月约为6600亿美元。

现金方面，我们使用企业的存款和现金总额（狭义现金），加上折价后的可交易金融资产，得到广义现金。金融资产包括货币基金、商业票据等，

我们假设变卖这些资产的折价率为 70%。计算显示，截至 2019 年四季度，企业持有的广义现金规模约为 1.9 万亿美元，是每月刚性支出的 2.8 倍。也就是说，假设企业没有任何经营性收入，依靠广义现金储备平均能够支付 2.8 个月的刚性支出。

图 3：假设经济停摆，非金融企业平均存活 2.8 个月

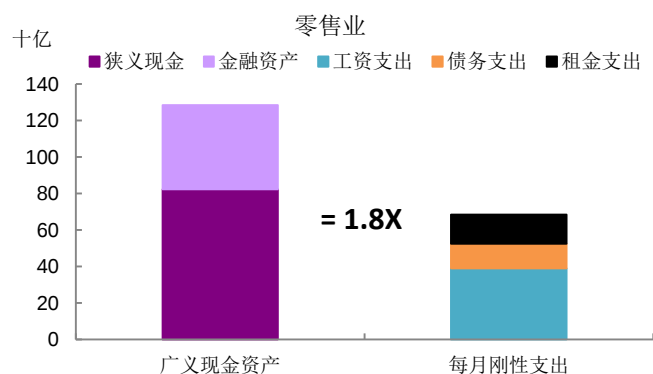


资料来源：Wind，美联储，美国商务部，光大证券研究所估算

分行业看，零售业企业平均存活 1.8 个月，最为脆弱；批发业企业平均存活 2 个月；制造业企业平均存活 4.3 个月（图 4-6）。我们使用美国商务部普查局的季度财务调查数据（QFR）计算各行业的广义现金储备和债务支出。广义现金包括存款、现金和折价后的金融资产，债务包括利息支出和债务到期带来的还本压力。工资和租金方面，我们继续使用非农就业和工资数据，以及 NAREIT 的租金数据。

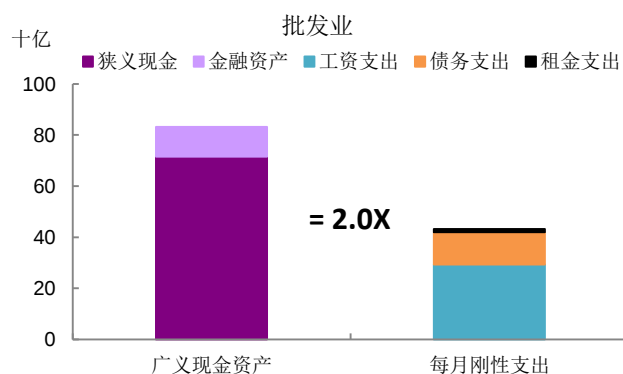
零售业相对脆弱的一个原因是其租金支出占比高。零售业企业往往需要在城市中心或人流密集的地方营业，这些地方租金不菲，大大增加了企业的开销。我们的计算显示，零售业租金占刚性支出的比例为 24%，远高于批发业和制造业（图 7）。而且租金支出刚性比较强，出租人和承租人之间协商成本较高，很难灵活调整，这对零售业企业来说是非常不利的。

图 4：零售业企业平均存活 1.8 个月



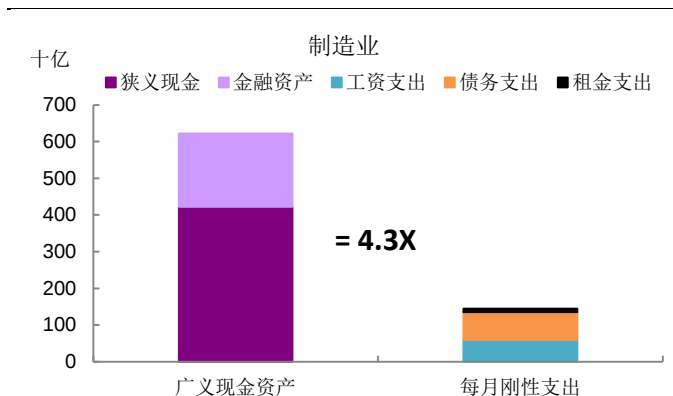
资料来源：Wind，美联储，美国商务部，光大证券研究所估算。
注：金融资产为折价后的价值

图 5：批发业企业平均存活 2.0 个月



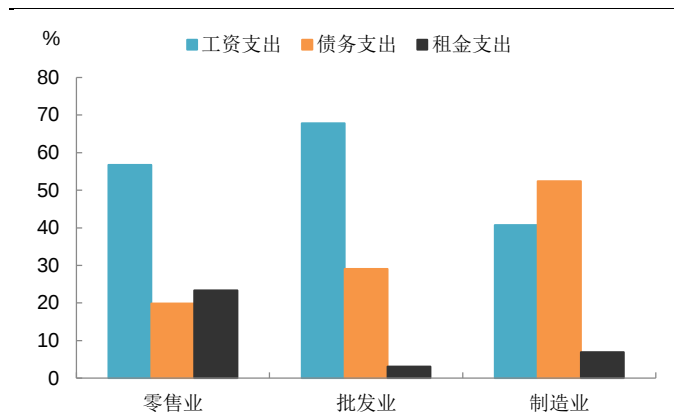
资料来源：Wind，美联储，美国商务部，光大证券研究所估算。
注：金融资产为折价后的价值

图 6：制造业企业平均存活 4.3 个月



资料来源：Wind，美联储，美国商务部，光大证券研究所估算。
注：金融资产为折价后的价值

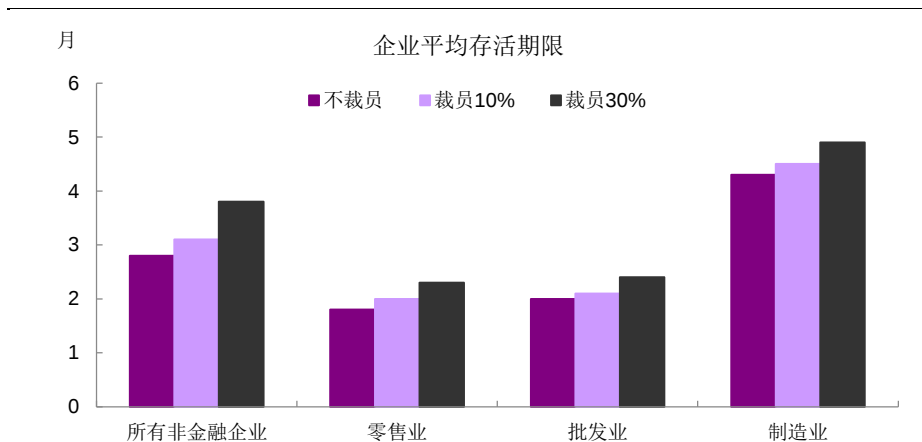
图 7：各行业工资、债务、租金支出占刚性支出比例



资料来源：Wind，美联储，美国商务部，光大证券研究所估算

为了活下去，企业会选择裁员，假设非金融企业裁员 30%，其平均存活期限能从 2.8 个月提高至 3.8 个月（图 8）。在以上讨论的三大刚性支出中，工资支出相对灵活，在面临生存困境时，企业往往通过裁员来降低成本。我们的计算显示，如果企业裁员 10%，非金融企业的平均存活期限将从 2.8 个月提高至 3.1 个月；如果裁员 30%，平均存活期限将提高至 3.8 个月。

图 8：企业可通过裁员延长存活期限

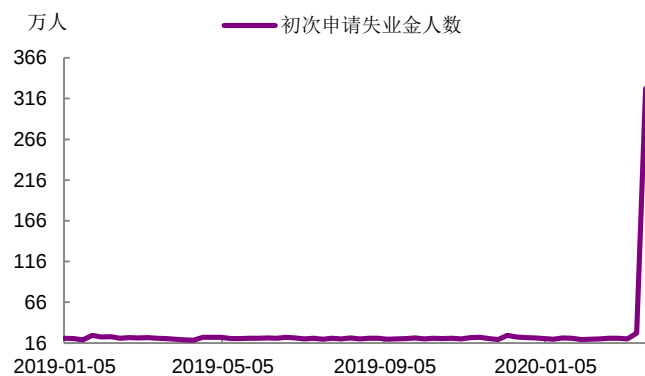


资料来源：Wind，美联储，美国商务部，光大证券研究所估算

分行业看，零售和批发业企业裁员的边际作用相对更大。计算显示，零售和批发业工资占刚性支出的比例分别为 57% 和 68%，如果裁员 30%，零售业企业的平均存活期将从 1.8 个月提高至 2.3 个月；批发业企业将从 2 个月提高至 2.4 个月；制造业企业将从 4.3 个月提高至 4.9 个月。

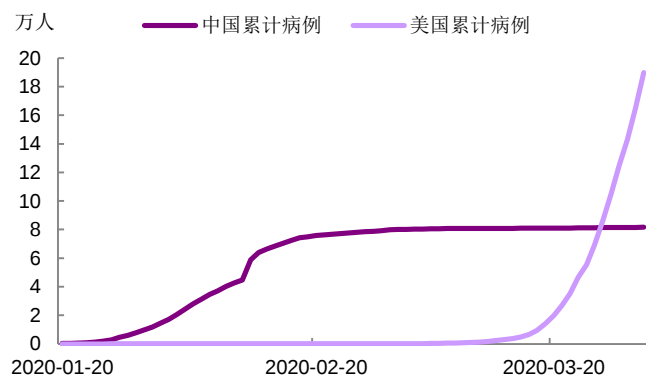
面对预期需求大幅下降，大部分美国企业会选择裁员。3 月第三周公布的首次申请失业金人数大幅飙升至 328 万人，远高于次贷危机后最高峰时的水平（图 9）。随着美国疫情持续发酵，确诊病例数不断上升，预计未来失业人数还将继续增加（图 10）。

图 9：初次申请失业金人数大幅增加



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2020 年 3 月 23 日

图 10：美国新冠肺炎确诊病例数持续上升



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2020 年 4 月 1 日

政府救助作用几何？

为应对企业和家庭面临的困境，美国政府推出了总额约为 2 万亿美元财政救助法案。这些法案名为《新冠病毒救助和经济保障法案》（Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security，简称 CARES），由参、众两院于 3 月 28 日投票通过，并已由特朗普签署。该法案包含多项针对企业和居民的纾困措施：

(1) 为企业提供贷款。 3500 亿美元用于援助中小企业，5,000 亿美元用于救助公司企业，包括对航空公司和邮轮公司的援助。预计客运和货运航空公司可获得 320 亿美元。

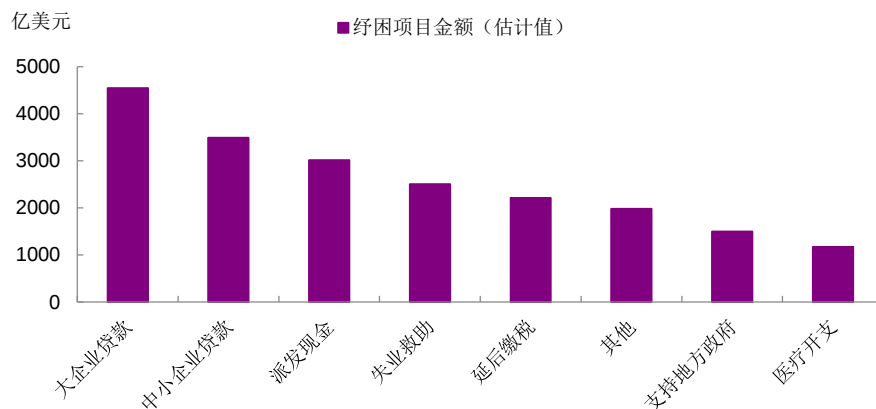
(2) 一次性发放现金。 年收入低于 7.5 万美元的公民将获得 1200 美元的支票；年收入低于 15 万美元的夫妇将获得 2400 美元，每名儿童再增加 500 美元。年收入高于 7.5 万美元的公民获得的金额将有所减少，年收入高于 9.9 万美元的公民将不会获得支票。这一项目预计支出 3000 亿美元。

(3) 增加失业救助金支出。 每个失业者获得的救济金每周增加 600 美元，持续四个月。这一项目预计支出 2500 亿美元。

(4) 增加医疗开支，支持地方政府。 向医疗体系提供 1200 亿美元，向州和地方政府提供 1500 亿美元用于抗击疫情。延后缴纳的税收总额约 2200 亿美元，其他开支 2000 亿美元。

从资金用途来看，针对企业部门的帮扶力度最大，总计 8500 亿美元，占救助法案总开支的 40%，救助方式主要为纾困贷款（图 11）。其次是针对家庭部门的转移支付，包括派发现金、增加失业救助金额度等，总计 5500 亿美元，占比 25%。剩余资金用于延迟缴税、医疗开支、支持地方政府、以及其他开支。

图 11：美国 CARES 法案的资金用途

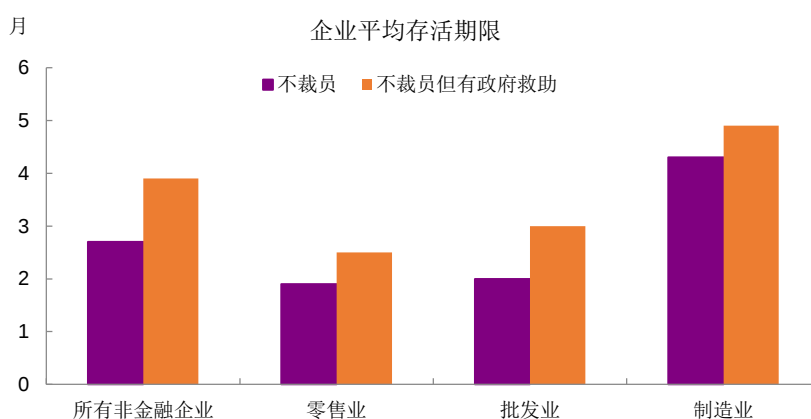


资料来源：美国国会，光大证券研究所

计算表明，CARES 法案为企业提供的贷款有助于增厚现金流，或能将企业的平均存活期限从 2.8 个月提高至 4.1 个月（图 12）。在 8500 亿美元的贷款中，用于救助航空业的资金为 320 亿，我们将这部分的排除掉。假设剩下的 8200 亿全部提供给非金融企业，那么在不裁员的情形下，企业现金储备与每月刚性支出的比例将被提高至 4.1 倍。分行业看，假设贷款按各行业的增加值比例发放，那么零售、批发、制造业企业的平均存活期限将分别被提高至 2.4 个月、3 个月和 4.9 个月。

纾困贷款能帮助企业尽可能地活下去，但最终决定企业能否存活的关键因素还是疫情的演变。基于上述计算，如果美国疫情在四月下旬前还未出现拐点，那么零售业企业将承受较大的现金流压力。但如果拐点出现，那么将会有更多的企业活下去。

图 12：政府对企业的纾困贷款或能帮助企业活下去



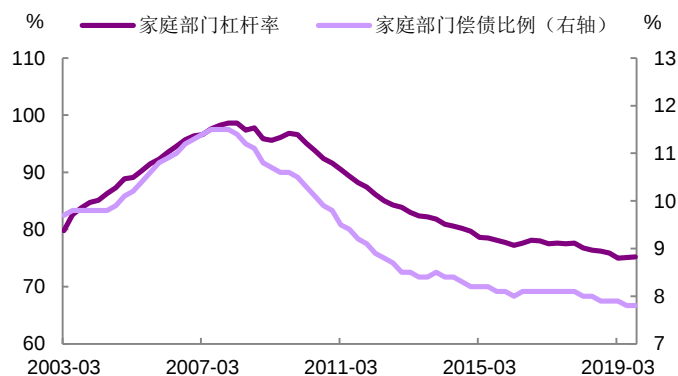
资料来源：Wind，美联储，美国商务部，光大证券研究所估算

企业裁员会给家庭部门带来多大的压力呢？过去十年，美国家庭部门一直在去杠杆，总体上还本付息压力不大（图 13）。与此同时，居民活期存款及现金资产增长较快，占家庭总负债的比例从次贷危机前的不到 2% 上升至

2019 年底的 7.6%（图 14）。可以说，当前美国家庭部门的资产负债表比次贷危机前健康很多。

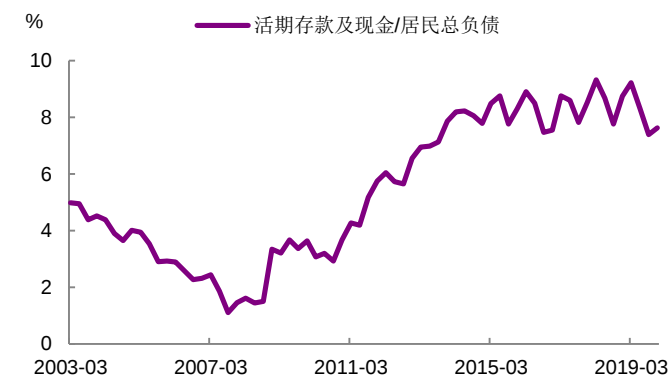
但从结构上看，过去几年一些低收入者的杠杆率在持续增加（图 15）。另外这次受疫情冲击较大的零售餐饮、酒店休闲等行业，其平均工资相对较低，劳动者一旦失去工作，或将面临一定的生存压力（图 16）。

图 13：美国家庭部门宏观杠杆率不高，偿债压力不大



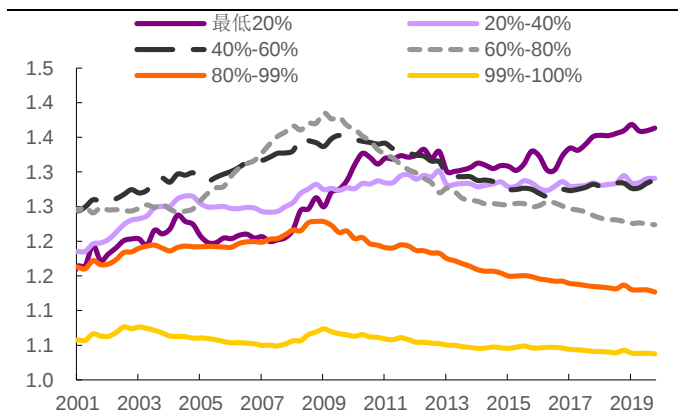
资料来源：BIS，光大证券研究所。注：宏观杠杆率为家庭部门总负债/GDP。数据截至 2019 年三季度

图 14：美国家庭现金储备增长较快



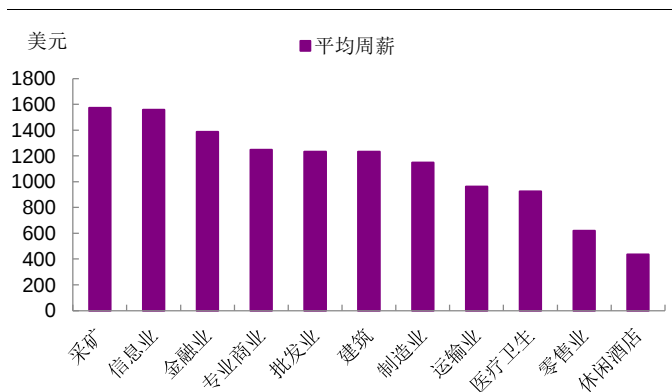
资料来源：美联储，光大证券研究所。数据截至 2019 年四季度

图 15：美国各收入分布人群的微观杠杆率



资料来源：BIS，光大证券研究所。注：宏观杠杆率为家庭部门总负债/GDP。数据截至 2019 年三季度

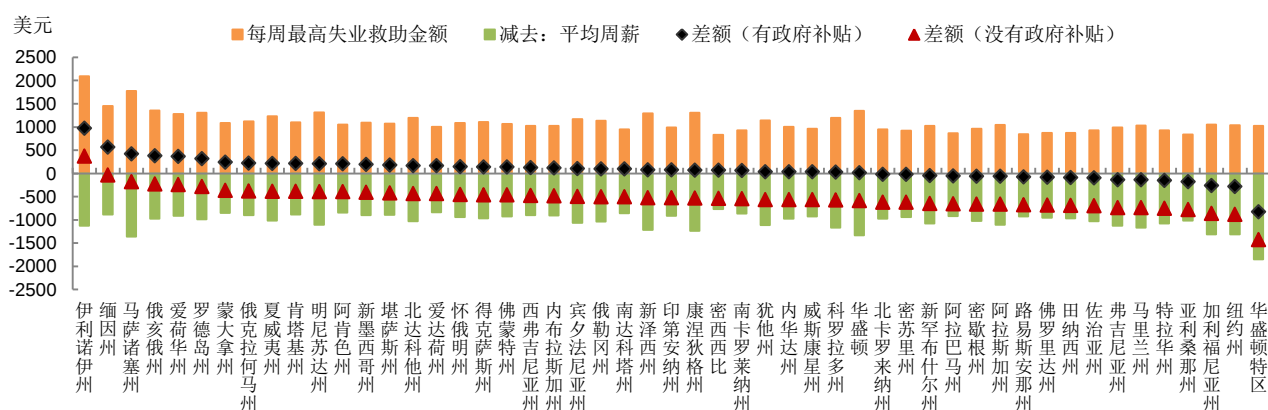
图 16：受疫情冲击较大的零售、酒店休闲工资较低



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据为 2020 年 2 月

CARES 法案对失业者的补助可谓非常大方，我们的计算表明，补贴后的平均失业金与非农行业平均工资基本相当。在美国，失业者可以向州政府申请救助金，但每个州的标准不一样。这次 CARES 法案为每名失业者每周再增加 600 美元失业金，持续四个月。我们将每个州原有的最高失业金加上这次的补贴，再与各州的平均工资做对比，我们发现补贴后的失业金与各州的平均工资基本相当（图 17）。从全国来看，补贴后平均失业金为每周 1100 美元，高于当前非农行业 1030 美元的平均周薪。也就是说，对低收入者而言，补贴后的失业金可能还会高于工资收入。**在财政补贴的保障下，失业者即便没有工作也不至于过的太差。总的来看，居民部门面临的现金流压力或将小于企业。**

图 17：美国各州的失业救助金（补贴前 VS. 补贴后）



资料来源：FileUnemployment.org, Wind, 光大证券研究所计算

另外，此前美国国会还通过了两部抗疫救助法案，它们对居民部门的支持力度也都大于企业。《应对新冠疫情准备和拨款法案》的支出总额约为 83 亿美元，措施包括帮助州和地方政府防控疫情；支持新冠病毒的治疗和疫苗等研究；加强医疗防护物资的供应；支持海外疫情防控。《应对新冠疫情家庭优先法案》的支出总额约为 2000 亿美元，措施包括要求企业为员工提供带薪病假和照顾家人的病假；为美国公民提供免费病毒检测；为弱势群体提供额外的营养支持。

“宽财政”主要是“纾困”

这次美国财政救助金额虽然较大，但与次贷危机时相比，侧重点明显不同。次贷危机时的救助主要用于拯救金融部门，之后的财政法案更倾向于促进就业，刺激经济增长。但这次新冠疫情主要冲击实体经济，政府的救助措施也更倾向于短期纾困。

2008 年 9 月雷曼兄弟倒闭，美国国会很快推出《经济稳定紧急法案》，总额高达 7000 亿美元（后来削减至 4700 亿美元），其中包括著名的“不良资产救助计划”（TARP）。由于次贷危机是由金融机构资产负债表崩溃而引

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_6096

