

美国可能还会出台哪些救市政策？

——海外危机跟踪（20200324）

宏观数据预测

2020年03月24日

报告摘要：

● 货币政策：美联储四处救火，可能不得不购买企业债

美联储再次扮演救火队长的角色，一切可用手段均已实施。但是，流动性紧张问题四处蔓延，企业信贷危机仍在爆发，7000亿美元的QE规模一周内已经消耗近半，继续加码恐怕难以避免。下一步，美联储急需国会和财政部帮助修复市场信心。

● 财政政策：赤字规模或从1.2万亿美元上调至2万亿美元

美国政府在危机时向来慷慨，国会两党已将赤字问题抛之脑后。失业问题及其补助是国会头等大事，两党在企业救助方面仍有争执。即便美联储和财政部联手稳定企业债务，企业无疑倾向于直接注资或购买股份。毕竟，危机始于高杠杆，继续贷款无疑雪上加霜。大而不能倒的企业可能会以裁员威胁政府。

风险提示：疫情超预期，全球经济下行超预期，刺激政策不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

一、货币政策：美联储四处救火，可能不得不购买企业债

美联储降息加 QE, 阻止不了美国经济衰退。美联储分别于 3 月 3 日和 3 月 16 日降息 50bp 和 100bp, 联邦基准利率重回金融危机时的零区间。在第二次降息时, 美联储宣布此前的扩表计划正式转型为传统 QE, 即购买长端资产, 并且加入新一轮 7000 亿美元资产购买计划。需要注意的是, 此次购买计划包含了 2000 亿美元的抵押支持债券 (MBS)。这一轮债务危机主要来自企业部门, 而非居民部门。但是因为流动性问题蔓延至整个金融市场, 10 年期抵押支持债券的利差从 2 月 21 日开始迅速上升, 至 3 月 23 日达到 75.5bp, 升幅超过金融危机时期 (图 1)。如此下去恐将刺破美国另一个潜在泡沫——商业地产。自从宣布实施至上周五, 美联储已经花掉近一半的 QE 额度 (2720 亿国债和 680 亿抵押支持债券)。但是, 市场流动性紧张的问题仍未解决。目前来看, QE 规模上限可能会大幅提高, 甚至可能会加入无限期实施的前瞻指引和收益率曲线锚定。

图 1: 流动性紧张导致抵押支持债券被大量抛售, 房贷市场恐受波及

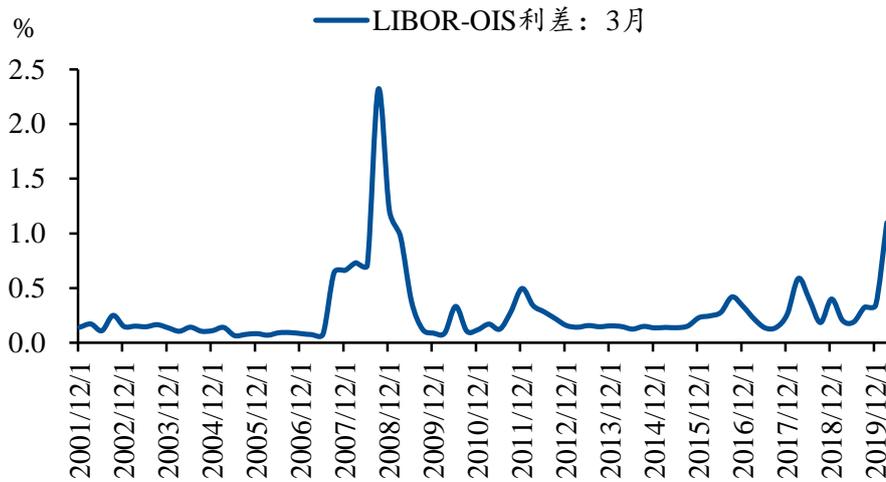


资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

注: 利差为 MBS 收益率-同期限国债收益率

财政部与美联储联手重启商业票据融资便利 (CPFF)。在宣布 QE 时, 鲍威尔在新闻发布会上就鼓励银行使用贴现窗口, 预料到银行信贷可能会延续收紧的趋势。截至 3 月 20 日, LIBOR-OIS 三个月利差已经连续 11 天上升, 速度接近 08 年金融危机水平, 说明银行对非银机构能否支撑到疫情结束仍持怀疑态度 (图 2)。对于银行的“冷眼旁观”, 美联储终于坐不住了, 在 3 月 17 日重启商业票据融资便利 (CPFF): 通过建立特殊目的实体 (SPE) 绕过银行直接向企业放贷, 缓解企业现金流压力。但是, 由于疫情存在较大不确定性, 3 个月商业票据的利率仍处于高位。

图 2：信用风险和流动性紧张短期难缓和



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

注：Libor/OIS 息差主要反映的是全球银行体系的信贷压力，息差扩大被视为银行间拆借的意愿下滑。

美国企业债券市场和杠杆贷款仍是巨大风险隐患。美国企业债务规模已经创下历史新高，尤其是 BBB 债券和杠杆贷款。从 2009 年至今，BBB 债券累计规模已超 3 万亿美元。一旦受疫情影响遭遇大规模评级下调，许多养老金、保险公司和共同基金将可能因投资要求不得不大量抛售所持 BBB 债券，加剧市场下行风险。另外，2019 年已知的杠杆贷款规模已经超 1 万亿美元，考虑到影子银行系统内的未知规模和担保贷款凭证（CLO）的乘数效应，企业债务市场必须得靠政府和美联储联合纾困。由于国会和政府的政策仍在谈判，杠杆贷款持有人并不清楚谁会最终被救助，恐慌情绪已然蔓延，3 月份的标普杠杆贷款价格指数跌幅接近金融危机水平（图 3）。

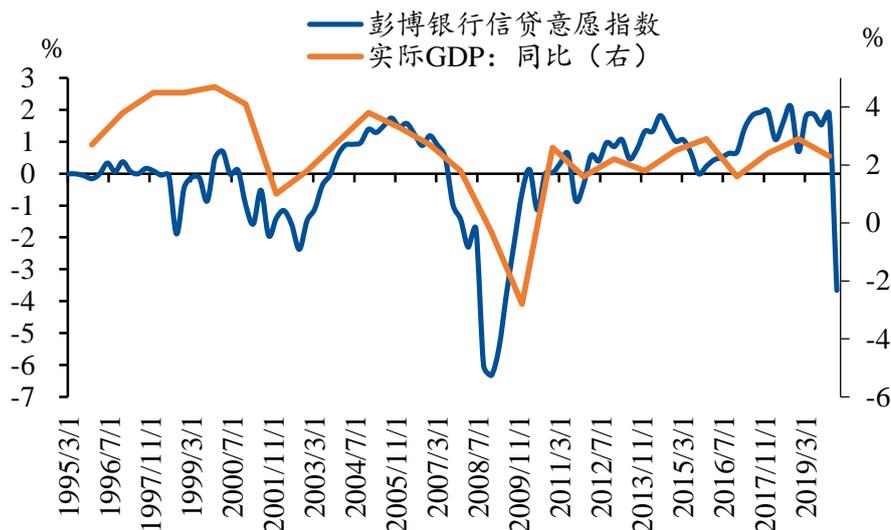
图 3：杠杆贷款价格在 3 月份断崖式下跌，市场参与者在争先恐后地逃离



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

美联储需要国会批准才能介入企业债券市场，一季度开始美国经济将自由落体式下降。前美联储主席伯南克和耶伦已经在呼吁美联储要购买企业债券。因为美联储难以从微观层面定向购买企业债券，道德风险的存在导致国会并未授予美联储购买企业资产的权利。我们认为在紧急状态下，任何手段都不应被排除在外。既然美联储已经开始购买市政债券，直接为地方政府抗疫融资，美联储最终将屈服于现实，配合财政部降低企业债务风险。但是，目前来看，美国经济增速恐难以避免地大幅下降（图4）。

图4：银行贷款意愿指数预示一季度GDP增速将大幅下降

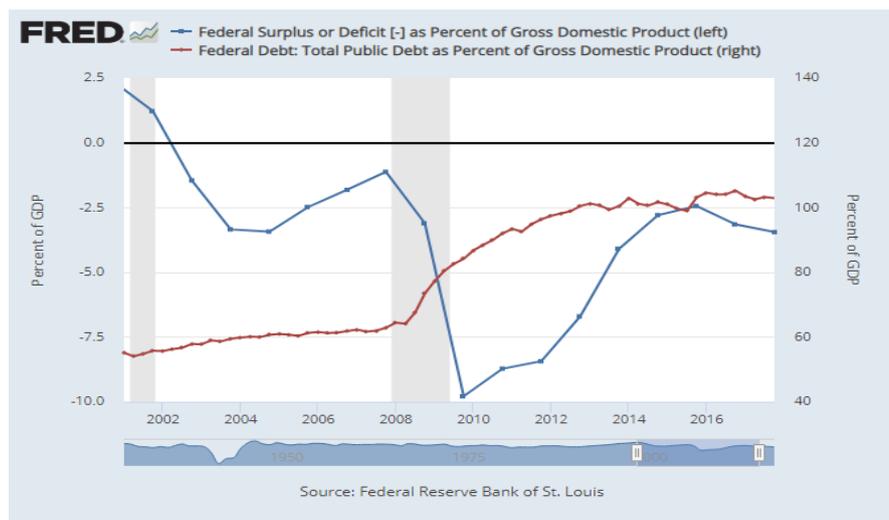


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

二、财政政策：赤字规模或从1.2万亿美元上调至2万亿美元

美国财政支出基本上会创下新纪录。上一轮危机中，美国联邦债务在GDP中的占比从2008年的62%上升至2013年的100%，2010年的财政赤字接近GDP的10%，这些数字离不开美联储将利率降至零区间，为财政政策节省成本（图5）。这一次几乎是可预见的经济衰退，而且第二季度的GDP增速可能会创下历史新低。美联储已经提前将利率降到零了，民主党和共和党均表示财政赤字不是问题。目前来看，第三轮的抗疫和稳定经济政策已经达到2万亿美元，占2019年美国GDP的10%，只够美国坚持到夏天。如果疫情拖到三季度（后续补助计划），加上未来的复兴刺激计划，美国的天量财政赤字可能会影响其主权信用。毕竟2008年后，不少国家购买黄金抛售美元资产的原因正是如此。

图 5：美国政府在危机时期向来大幅上调财政赤字率

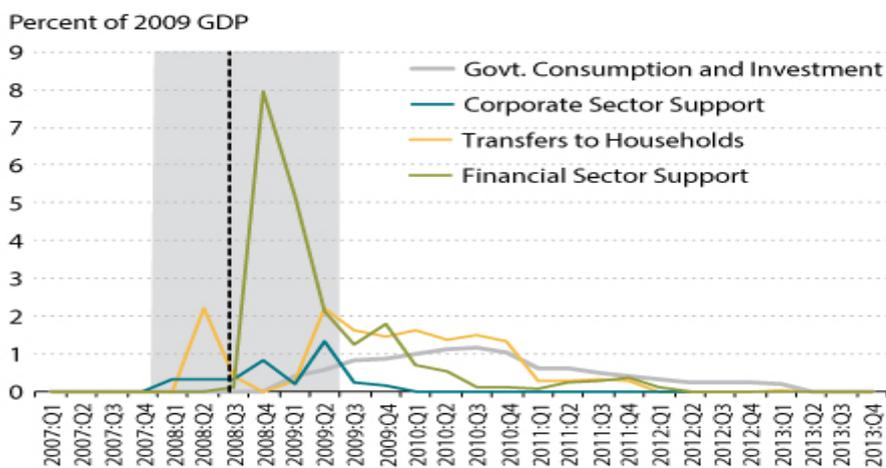


资料来源：Fed，民生证券研究院

国会两党认同面向居民发放现金和加强失业补助，企业救助存争议。2万亿美元中的7500亿美元将分两轮发给中低收入家庭：成人为1200美元和儿童500美元。收入超过75000美元的人将暂时不会收到支票。另外，2万亿美元包含了延长失业金领取期限。但是，两党的争执在于如何救助企业。民主党想对企业救助资金的使用做出更多限制，例如加强员工薪资福利，限制高层收入和禁止回购等等。共和党则认为限制太多会迫使部分企业宁愿选择裁员和倒闭。对比2008年金融危机，这次的财政支出将是全方面的提升支出，居民、企业甚至是金融机构都将受益（图6）。

图 6：2008 年主要是救助金融部门，但是复兴计划是全方面的

Discretionary Spending in the Great Recession



资料来源：Fed，民生证券研究院

财政部权力可能被过分放大，企业更倾向于政府直接注资。民主党暂时难以妥协的另一个原因就是2万亿美元的救助资金基本上有财政部管控，而白宫的控制权仍在共和党手上。财政部希望效仿商业票据融资便利模式：首先建立一个特殊目的机构（SPV），由财

政部出资 5000 亿美元左右作为保证金，然后美联储贷款将基金规模放大至 4 万亿美元，最终向美国企业部门输血。既然知道会被救助，企业必然会倾向于政府直接注资或购买股票。对于高杠杆的企业来说，继续贷款无疑是在债务上的雪上加霜。如果政府成为股东，企业不仅可以降低杠杆率，还能大幅提升信用评级。至于政府会不会直接注资，美国企业可能会以裁员来“威胁”政府和国会，尤其是大而不能倒的行业巨头。

风险提示

疫情超预期，全球经济下行超预期，刺激政策不及预期。

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_6318

