

纾困加码，美联储“幕后”变“台前”

—— 对美联储 2.3 万亿纾困政策的点评

宏观简报

- ◆ **美联储背书垃圾债，几近“买下一切”。**美联储于 4 月 9 日宣布了最多可达 2.3 万亿美元的纾困贷款，包括推出 PPPLF、MSLP、MLF 等工具支持中小企业，将原有的 PMCCF 和 SMCCF 的购买范围扩大至垃圾债，将 TALF 担保品范围扩大至杠杆贷款和商业地产抵押证券。
- ◆ **美联储从“幕后”走向“前台”，信用风险有所缓解。**这轮救助政策主要针对企业部门，有助于降低企业现金流压力。美联储公布政策后，信用利差有所收窄。美联储的做法也使其从“最终贷款人”转变为“最先贷款人”。疫情过后美联储将如何退出宽松，将是市场关注和讨论的话题。

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

美联储于4月9日宣布，将为实体经济额外提供最多2.3万亿美元的纾困贷款，财政部将为这些贷款提供担保或本金。具体措施包括：

设立薪资保护计划融资便利 (PPPLF)：这一工具旨在为小企业提供融资，总金额约3500亿美元。美联储将鼓励商业银行为小企业提供贷款（这些企业有美国小企业局的担保），美联储再为这些银行提供相应资金，并以上述贷款作为抵押品。这些贷款将被用于支付员工工资，确保企业把工人保留在岗位上，从而降低失业。

设立大众借贷计划 (MSLP)：该工具将向中小企业提供6000亿美元资金。美联储将鼓励商业银行向雇员少于1万人或收入低于25亿美元的资质较好的公司提供贷款，这些银行将保留5%的贷款，并将剩余的95%出售给美联储。接受贷款支持的公司必须做出承诺，会努力留住工人，并且接受股票回购和派发股息的限制。MSLP与PPPLF互不冲突，企业可以同时申请两类救助。

扩大一级和二级市场企业信用工具 (PMCCF 和 SMCCF) 范围，将涵盖部分被降级的债券。在此前的计划中，PMCCF和SMCCF用于从符合条件的企业手中购买债券，但债券的评级必须在BBB-/Baa3以上。这一次美联储将评级下沉到BB-/Ba3，但前提是在2020年3月22日之前，这些债券的评级是在BBB-/Baa3以上。也就是说，3月22日之后被降级的债券也将成为美联储救助的对象。另外SMCCF可直接购买含有垃圾债的ETF。

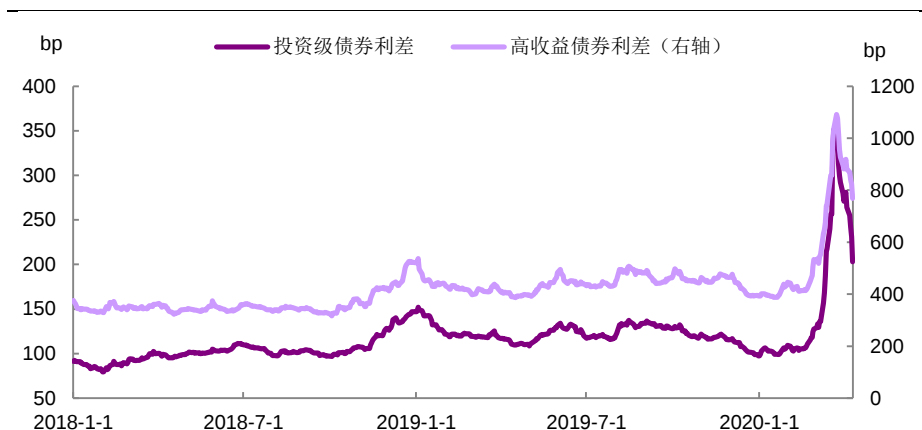
扩大资产抵押证券融资工具 (TALF) 范围，合格抵押品将包括杠杆贷款和商业地产抵押证券。在此前的计划中，企业可通过提供合格担保品从美联储融资，这一次美联储将杠杆贷款和商业地产抵押证券 (CMBS) 也纳入合格担保品，进一步拓宽了“宽信用”的渠道。上述PMCCF、SMCCF、TALF提供的总金额可达8500亿美元。

设立市政流动性工具 (MLF)：该工具将向各州和市提供高达5000亿美元的资金，这些钱将用于购买美国各州（包括哥伦比亚特区）、人口不低于200万的县、以及人口不低于100万的城市发行的票据。合格的州级发行人可以将所得款项用于支持其他县市。美联储还将继续密切监视市政债券一级市场和二级市场的状况，并将评估是否需要向州和地方政府提供更多的信贷和流动性支持。

对于上述政策，我们点评如下：

首先，本轮纾困政策主要针对企业部门，有助于降低企业现金流压力。我们在此前报告《若无纾困，美国企业或熬不到夏天》中指出，当前美国最大的风险点是企业。经济停摆后，一些企业面临较大现金流压力，如果没有及时纾困，他们将很难熬到夏天。好消息是，现在美联储推出了新的工具，而且力度较大，这将有助于企业活下去。美联储公布政策后，美国企业债利差下降，投资级和高收益债利差分别较前4月8日下降30和60bps(图1)。加上美联储此前的纾困政策，信用风险已得到一定缓解。

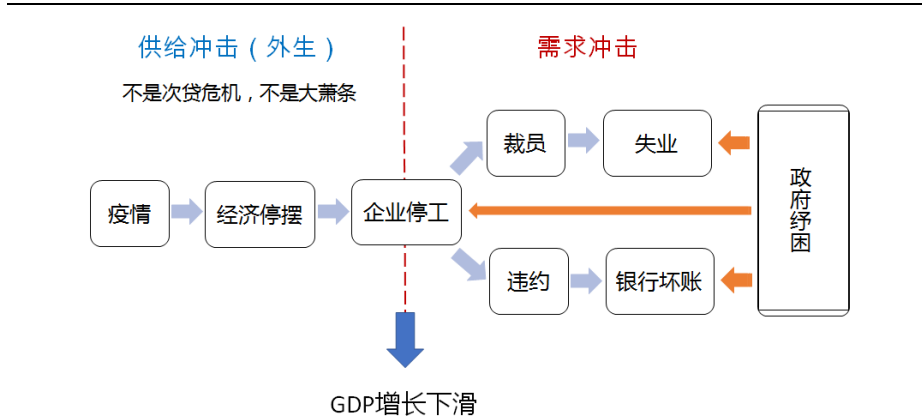
图 1：投资级和高收益债利差有所下降



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截至 4 月 9 日

其次，从纾困的角度看，只有保住企业，才能保证疫情过后经济能够顺利复苏。与以往经济衰退不同，这次疫情的冲击是外生的、供给侧的冲击。疫情导致经济停摆，企业停工。企业为了活下去不得不裁员，带来失业，增加需求下行压力。另一方面，部分企业违约或倒闭，增加银行坏账，冲击金融系统（图 2）。因此，政府纾困的关键在于保全企业，只有企业稳，居民和金融部门才能稳，后续的经济复苏才能有更加坚实的基础。

图 2：疫情影响经济的传导渠道



资料来源：光大证券研究所

第三，美联储几乎买下一切，其角色已从“最终贷款人”变为“最先贷款人”。在传统金融体系下，信贷传导的渠道是：中央银行——商业银行——企业和居民。美联储作为央行，扮演的是最终贷款人的角色。但新冠疫情导致经济停摆，带来极大不确定性，也将金融机构带入了一个完全未知的领域。再加上资产价格的大幅波动，此时正常的信贷投放已难以进行，金融市场的资源配置功能也可能处在失灵的边缘。为保证经济和金融市场平稳运转，美联储不得不转变为最先贷款人，直接为私人部门提供纾困资金。

中期来看，美联储的这些做法也会引发一些担忧。比如，市场会质疑美联储的独立性，也会担心由此引发的道德风险，毕竟那些表现更差的企业会更愿意去申请救助。另一方面，市场也会担心疫情过后美联储将如何退出。从历史经验来看，央行退出宽松的过程往往不平坦，也经常容易引发资产价格大幅波动。对此，投资者也需进一步跟踪与关注。

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_5907

