

宏观研究/专题研究

2020年03月26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：疫情冲击明显，政策刺激如约而至》
2020.03

2《宏观：蝗灾会加大国内通胀上行风险吗？》
2020.02

3《宏观：新型冠状病毒疫情对经济影响全分析》
2020.02

背水一战，美国万亿刺激计划落地

核心观点

疫情冲击严重，美联储和财政部拳脚全开化危机。美国经济基本面遭受了以下三方面的冲击：一是居民部门，多州发布“禁足令”开启休克疗法，叠加居民储蓄不高，消费意愿的低迷势必拖累经济；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。历经多轮磋商，2万亿美元经济刺激计划终于获得参议院通过。我们认为，刺激计划重在定向纾困，通过直接“撒钱”提供补贴、扩充失业保险、支持小企业支付薪资等方式防止“需求坍塌”。财政刺激力度超过08年，但是财政所剩空间也极其有限，此番可谓背水一战。

经济刺激计划定向纾困并防止“需求坍塌”

目前经济刺激计划已通过参议院，按照救助部门可将该计划大致拆分为三类，分别是企业及州和地方政府、个人和家庭部门、医疗部门。方案整体更加偏向于为个人和家庭部门纾困，方式包括直接“撒钱”提供补贴、扩充失业保险、支持小企业支付薪资等，意在防止“需求坍塌”，避免经济陷入恶性循环，维护消费者信心稳定。此外方案中两党争论最激烈部分是关于5000亿美元的贷款援助计划，其中航空业的贷款援助略低于预期，但对于航空企业维持资金正常流转和避免破产至关重要，而对于小企业的救助略高于预期，旨在为其提供流动性支持避免失业潮，有利于生产经营的较快恢复。

财政刺激力超过2008年，关注点在转移

从总量上来看，此次2万亿美元经济刺激计划超过2008年金融危机时期的1680亿退税计划以及7000亿金融稳定计划。但是，大规模的经济刺激也将加重财政负担，进一步压缩未来的财政空间。若此次经济刺激不能达到预期目标，后续财政政策将更难“力挽狂澜”，所以基本面状况关键在此一举。我们认为，当前流动性危机有所缓解，后期关注的焦点将逐渐转向美国经济预期的博弈，V型反弹还是长期停滞？关键看以下三点：第一、防控工作能否有效遏制住疫情的蔓延；第二、美国两党能否快速落实政策措施，比如居民现金发放；第三、居民的收入与就业能否得到切实保障。

流动性冲击后美元走弱的可能大增，人民币资产的吸引力在提升

我们认为，流动性冲击之后美元走弱的风险大增，美元真实的购买力将在进一步削弱。一方面，美联储在“激进式”放松，大幅度扩表。另外一方面，新的刺激计划将直接给个人和家庭发放现金，相当于是“直升机撒钱”。尽管美国货币财政的政策刺激短期内有助于缓解流动性危机，但是美国也在日本化的道路上越走越远，药量加倍但并未解决病根。美元资产的吸引力可能会有所下降，美元指数或在风险过后迎来长周期向下拐点，人民币资产的吸引力在上升。

美国强刺激下，中国的政策选择？

我们面临的问题与美国完全不同，政策选择也将同工异曲。其一、短期稳增长，中期尽快恢复常态，长期保持高质量发展；其二、吸取09年的经验教训，通过基建等对冲外需下滑压力，但国内政策空间大不如前，同时凭一己之力撬动全球总需求的必要性降低；其三、流动性冲击需要货币政策，而刺激需求更多需要财政政策发力。财政政策亟待发力，旧基建稳增长和就业，新基建谋发展，加大地方政府转移支付力度，积极向中小企业纾困。货币政策保持流动性合理充裕、继续降低融资成本、配合财政政策，避免中小企业融资条件恶化，推进政策性金融等类财政政策。

风险提示：新冠疫情的全球扩散范围和时间超出预期；各国逆周期政策应对不及预期。

2 万亿美元经济刺激计划获得参议院通过

疫情导致美国乃至全球金融体系动荡，美联储拳脚全开化解流动性冲击。美国经济基本面遭受了较大冲击，主要体现在以下三个方面：一是居民部门，自 3 月 13 日宣布“国家紧急状态后”，多州发布“禁足令”开启休克疗法，居民预期收入减少，叠加美国居民储蓄不高，消费意愿的低迷势必拖累经济；二是实体企业部门，受疫情影响停工停产面临资金链断裂和大幅亏损；三是金融部门，美股十天遭遇四次熔断，股市的大幅波动催生流动性冲击，经济基本面承受巨大压力。

经过多次磋商，北京时间 3 月 25 日，美国两党就一项 2 万亿美元的经济刺激方案达成协议。3 月 26 日参议院通过该刺激计划，接下来仍需众议院表决并再交由特朗普签署。美国众议院多数党领袖表示众议院将在当地时间 3 月 27 日上午 9 点审议这一刺激计划，并且由于疫情影响预计将以远程方式进行表决。

经济刺激计划定向纾困并防止“需求坍塌”

目前该经济刺激计划的文本已由参议院正式发布，我们将刺激方案按照具体的救助部门大致拆分为三类：

第一类是企业、州和地方政府，相关举措包括设立 3770 亿美元的小型企业基金、5000 亿美元贷款和贷款担保救助企业、城市和州以及 1500 亿美元援助州和地方政府。

第二类是个人和家庭部门，包括直接支付现金给每位成人 1200 美元、每个孩子 500 美元，这一直接救助规模约为 5000 亿美元，此外还有对退伍军人的医疗保健救助 200 亿美元和 2500 亿美元的失业保险救助。

第三类是医疗部门，包括 1170 亿美元医院和军人卫生保健投入。

图表1：美国 2 万亿经济刺激方案（单位：亿美元）

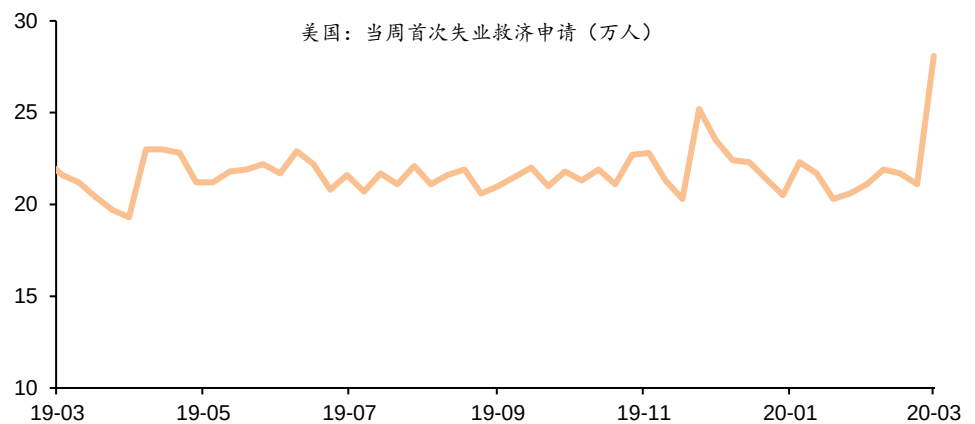
美国财政刺激计划		
救助部门	金额	对应措施
企业、州和地方政府	3770	设立小型企业基金，以缓解裁员和支持薪资的状况
	5000	提供美元贷款和贷款担保用于救助受冲击最严重的行业、州和市政当局（250 亿美元客运航空贷款、40 亿美元货运航空贷款、170 亿美元国家安全行业援助）
	1500	援助州和地方政府
	/	仍保留员工的公司可获得税收抵免，抵免额度不超过危机期间所付工资的 50%，适用于被迫停业或总收入较上一年下降 50% 的企业；推迟纳税、增加利息费用的可扣除性以及允许对合格的房地产改善项目进行费用支出等方式提供其他税收减免
个人和家庭部门	2500	现金支付，已婚夫妇最高 2400 美元，每个孩子最高 500 美元（但对于收入超过 7.5 万美元的个人和收入超过 15 万美元的夫妇的援助将逐步取消。）
	2500	扩充失业保险，可能会在一个州给受益人的基础上每周增加 600 美元，最多四个月，在国家福利结束后仍然失业的人可以得到额外的 13 周的帮助
	/	拥有联邦贷款的学生可以暂停还款到 10 月；接受助学金的学生若因冠状病毒而不得不退学，将不会受到惩罚
	/	食物援助计划，帮助低收入家庭避免搬迁的计划和改善农村地区互联网借入的计划将得到推动
医疗部门	1300	医院救助：治疗冠状病毒的医院将从医疗保险中获得更高的补偿；医院可以要求保险加快支付；作为先前减赤协议一部分的全面医疗保险削减计划将暂时停止；国防部额外资金包括部署国民警卫队的资金将用于生产所需医疗用品以抗击冠状病毒；将放宽使用和支付远程医疗服务的规则
	1170	向医院和退伍军人的卫生保健投入

资料来源：美国参议院，华泰证券研究所

通过进一步对分项进行加总，我们可以看到该刺激方案整体更加偏向于对个人和家庭部门的救助。主要方式如下：第一，直接为居民提供补贴，向年收入不到 7.5 万美元的居民一次性发放 1200 美元。第二，扩充失业保险。第三，设立基金以帮助小企业支付员工薪资、缓裁员。我们认为，这一安排符合美国经济增长动力主要构成的逻辑，也与市场预期较为一致。美国 GDP 中 70% 占比是消费，而新冠疫情在美国爆发后的隔离措施势必会抑制消费，此外美股大幅波动冲击居民资产负债表，导致消费者财富缩水、预期收入减少、消费意愿降低。美国政府通过直接向居民“撒钱”的方式增加个人和家庭收入，能在一定程度上防止“需求坍塌”，提振消费者信心。但是，受限于应对疫情的物理隔离，需求的收缩在所难免，该举措对于消费的提振效果或相对有限。

疫情冲击可能使得美国失业率快速上行，因此失业保险的推出对于维护经济稳定乃至社会稳定都至关重要。受疫情扩散影响，企业复工复产受阻甚至面临生存压力。部分受疫情冲击较大的行业已开始涌现“裁员潮”，美国登记失业人口也在逐渐升高。3 月 17 日，姆努钦警告，如果不及时采取行动，新冠疫情可能将美国失业率推高至 20%，并且对经济造成持续伤害。3 月 23 日，联储官员布拉德预测第二季度美国失业率可能达到 30%。缓解失业问题仍是美国目前的当务之急。总体来看，针对个人和家庭部门种种刺激举措的推出都意在防止“需求坍塌”，避免经济陷入恶性循环，短期内维护消费者信心稳定，但从长期来看，提振消费的根本还是在于疫情防控取得成效，避免收入断流。

图表2：截至 3 月 14 日，美国当周首次失业救济申请较上周增加 7 万至 28.1 万人



资料来源：Wind，华泰证券研究所

该刺激方案中两党争论最激烈的部分是和 5000 亿美元贷款和贷款担保计划有关。以佩洛西为首的民主党认为白宫先前提出的救助计划对公司的援助优先于对美国工人的援助，因此在 3 月 22 日与 23 日的程序性表决当中均被否决。当前 5000 亿美元的计划中有 4250 亿美元应用于企业、城市和州，另外的 500 亿美元应用于客运航空公司，80 亿美元应用于货运航空公司，170 亿美元用于对国家安全至关重要的公司。其中对航空业 580 亿美元的救助略低于之前 610 亿美元的预期，这主要是由于民主党反对将更多的援助给予大企业而忽视个人和家庭。这也体现了本次财政刺激计划落地过程中的困难性。

疫情冲击带来的出入境管制和隔离措施使得航空业受损严重，面临较大的流动性压力。以波音为例，其已采取冻结招聘、限制加班出差等方式保留现金，同时股价加速坠落，自高点最大跌幅已超 70%，叠加其上游供应商受疫情影响的零件停供和下游航线停飞，航空产业岌岌可危。因此该项援助对于航空业维持疫情期间资金链的正常流转、避免企业破产至关重要。此外，对小企业的救助高于之前预期，从 3500 亿美元增加至 3770 亿美元，该援助主要用于缓解小企业的流动性风险、为小企业支付薪资提供支持。同时也有助于疫情得到控制后企业能够较快恢复正常经营生产，经济也较快反弹，恢复正常。

图表3： 经济救助计划的推出一波三折

日期	计划轮次	发起人	主要内容	结果
3月6日	第一轮	国会	签署紧急支出法案。 紧急拨款 83 亿主要用于疫情防控与医疗救助。	通过
3月17日	第二轮	特朗普	签署病毒救助法案。 包括提供免费病毒检测、支持病假津贴和带薪事假，以及支撑数百万美国人的失业保险，扩大食品补助等。	通过
3月17日	第二轮	特朗普	提出万亿刺激计划。 1) 为饱受冲击而面临破产的航空公司提供 500 亿美元。同时为小型企业提供 2500 亿美元贷款；2) 考虑直接向每位民众发放 1000 美元支票；3) 批准总共 3000 亿美元的延期纳税等。	仅提出，未通过
3月22日	第三轮	共和党	提出超 1.8 万亿刺激计划。 包括 1) 提供 3000 亿“小企业保留贷款”以支持小企业两周的现金流来支付员工工资。同时向航空公司和其他行业提供 2080 亿美元贷款；2) 一个四口之家预计将直接获得约 3000 美元的援助；3) 因疫情而下岗的人可获得“增强型失业保险”；4) 与美联储合作的重要一揽子计划”，最多可动用 4 万亿美元来帮助企业。	3月22日表 决未通过； 3月33日表 决未通过。
3月23日	第三轮	民主党	提出 2.5 万亿刺激计划。 包括 1) 迫使银行暂缓收取住房按揭和汽车贷款以及信用卡账单。2) 责令美联储向贷款服务机构提供流动性，以使借款人在最长 360 天的宽限期内无需支付按揭，公租房租户将可暂时免缴房租。3) 学生贷款可获得 10000 美元的豁免。	仅提出，未通过
3月26日	第三轮	国会	针对 2 万亿刺激计划达成一致协议。 包括 1) 5000 亿美元公司贷款计划；2) 3670 亿美元小企业援助计划；3) 1300 亿美元医院补助；4) 2000 亿美元用于交通医疗等补贴；5) 向收入不到 7.5 万美元居民发放 1200 美元支票；6) 大量增加失业保险等。	参议院通过，仍待众议院通过再交由总统签署

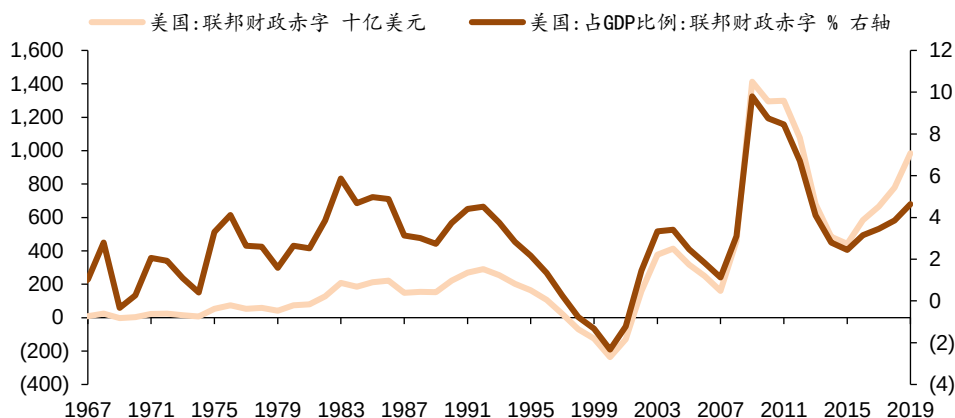
资料来源：美国参议院，华泰证券研究所

财政刺激力度超过 2008 年，关注点在转移

从总量上来看，这次 2 万亿美元的紧急救助计划超过 2008 年金融危机时期的 1680 亿退税计划以及 7000 亿金融稳定计划。2008 年 2 月，总统布什签署了总额约为 1680 亿美元的法案，通过大幅退税刺激消费和投资，刺激经济增长，以避免经济衰退。法案主要内容包括：年收入在 7.5 万美元以下的纳税人将得到 600 美元的一次性退税；以家庭为单位进行纳税的，如果家庭年收入不超过 15 万美元，每个家庭将得到 1200 美元的退税；有儿童的家庭每个儿童将得到 300 美元的额外退税。此外，年收入超过 7.5 万美元的纳税人或年收入超过 15 万美元的家庭，也将获得部分退税。同时，大量中小企业还可获得总额为 500 亿美元的税收优惠。2008 年美国政府通过了《2008 年紧急经济稳定法案》设立了总额 7000 亿美元的救助计划，用于购买金融机构的不良资产。当前疫情对经济的冲击并不亚于 2008 年的金融危机，但是从总量上看此次刺激力度“空前”。

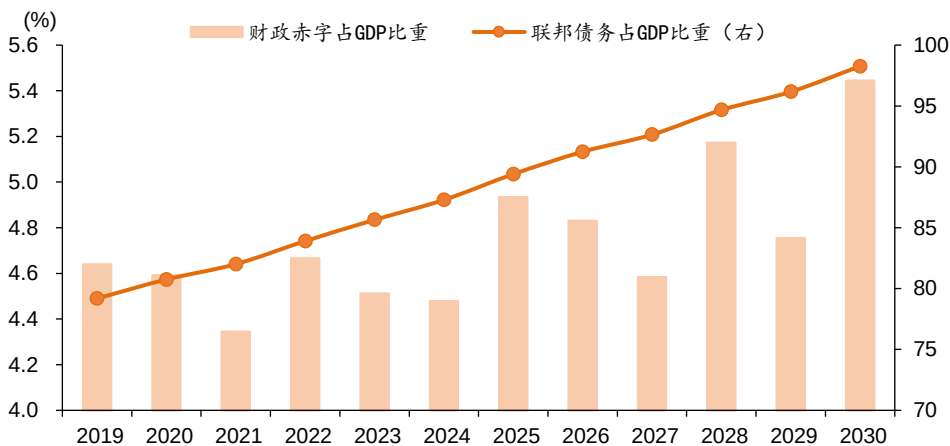
我们认为，财政刺激能否“扭转乾坤”关键在此一举，后续财政空间较为有限。本次经济刺激力度之大，约占美国GDP的10%，超过2008年金融危机时的救助水平，可谓前所未有。但是，大规模的经济刺激也导致美国大幅增加财政支出加重赤字，进一步压降未来的财政政策空间。此前美国经济扩张期财政赤字仍然不断上升，这在一定程度上提前透支了美国的财政政策空间。2019年美国财政赤字升至9844.1亿美元，占GDP比例为4.64%，为金融危机以来的阶段性高点。1月28日在美国疫情爆发前，国会预算办公室预测，联邦预算赤字2020年为1.0万亿美元，在2021年至2030年之间平均为1.3万亿美元，预计赤字率将从2020年的4.6%增长至2030年的5.4%。除了在第二次世界大战前后，历史上统计的赤字率没有连续五年超过4.0%。而此次2万亿美元的刺激计划，将导致美国财政收支压力明显加大，我们认为，若此次经济刺激不能达到预期目标，后续财政政策将更难“力挽狂澜”，未来基本面状况关键在此一举。

图表4：2019年美国财政赤字升至9844.1亿美元，占GDP比例为4.64%，为金融危机以来的阶段性高点



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：1月28日美国国会预算办公室财政赤字和联邦债务预测



资料来源：Congressional Budget Office，华泰证券研究所

我们认为，当前流动性危机有所缓解，后期关注的焦点将逐渐转向美国经济预期的博弈，V型反弹还是长期停滞？具体来讲，关键看以下几点：第一、防控工作能否切实有效遏制住疫情的蔓延。如果欧美疫情拐点没有明确出现，那么企业与居民的担忧情绪仍然无法修复，复工复产也较难快速推进。第二、美国两党能否快速落实政策措施，对于稳定市场信心至关重要。作为此次万亿刺激计划的核心条款，特朗普希望在不到两周时间内把应对疫情的现金补贴发放到美国人手上，但这一目标能否如期达成仍要画上问号。第三、美国是消费立国，居民的收入与就业能否得到保障会直接影响经济复苏的弹性。因此，美国对于居民与企业的救助仍需持续发力，以降低失业人口与企业违约风险。

市场的影响与中国的选择

美国时间 3 月 24 日，国会接近达成史无前例的经济刺激法案，推动风险偏好急剧升温。道琼斯指数单日上漲 11.4%，升幅为 1933 年以来最大。标普 500 指数上漲 9.4%，创下 2008 年 10 月以来最大单日涨幅。3 月 25 日市场涨幅趋缓，标普 500 指数和道琼斯指数单日分别上漲 1.2% 和 2.4%，尾盘出现回落。债券这一边，在参议院就计划达成协议后，美债收益率曲线趋于陡峭，3 个月的短端收益率出现负值。我们认为，市场已经充分反映刺激计划的利好。另外，在美国 2 万亿刺激计划中提出，“任何接受政府贷款的公司都将被禁止在获得额外一年援助的同时回购股票”。因此，信用债遭遇重挫，企业盈利下降，加上上述要求，股票回购推动股价的“反馈”正在削弱。

美国前财长约翰·康纳利曾有一句名言：“我们的货币，你们的问题”。我们认为，美元作为全球货币，美国出口受到冲击，贸易逆差的扩大导致流动性冲击之后美元走弱的风险大增。美元真实的购买力也在进一步削弱。一方面，美联储在“激进式”放松，大幅度扩表。另外一方面，新的刺激计划将直接给个人和家庭发放现金，相当于是“直升机撒钱”。尽管美国货币财政的政策刺激短期内有助于缓解流动性危机，但是美国也在日本化的道路上越走越远，药量加倍但并未解决病根。美元资产的吸引力可能会有所下降，美元指数或在风险过后迎来长周期向下拐点，人民币资产的吸引力在上升。

美国经济各部门进一步加杠杆的空间在收窄，拉动全球经济增长的引擎在削弱。目前来看，财政提前透支导致美国政府在逐步耗尽加杠杆的空间。金融部门累积的高杠杆也导致资本市场在面临此次全球疫情冲击时容易爆发流动性风险。企业部门加杠杆催生垃圾债违约风险，目前美国垃圾债的信用利差已升至 2008 年以来的最高点。居民部门是吸取次贷危机时的经验，避免高负债的累积。所以最终的结果是美国资本回报率以及全要素生产率的下落，全球经济增长中枢在下移。

中国面临的机遇与挑战。在全球疫情蔓延的大背景下，中国的强行政动员能力、完整的产业链优势以及政策空间充足等优点得到充分表现。当前全球化面临更大挑战，产业链缩短、逆全球化趋势可能正在加速，外需将成为二季度最大的风险点。对中国而言，一方面是面临产业链转移问题，但是在国内疫情受控、海外疫情扩散的情况下，这方面的影响在弱化。另外一方面亟需补齐半导体等短板、挖掘内需空间，新基建带来的发展空间值得期待。

中国的政策选择？我们面临的问题与美国完全不同，政策选择也将同工异曲。其一、短期稳增长，中期尽快恢复常态，长期保持高质量发展；其二、吸取 09 年的经验教训，通过基建等对冲外需下滑压力，但国内政策空间大不如前，同时凭一己之力撬动全球总需求的必要性降低；其三、流动性冲击需要货币政策，而刺激需求更多需要财政政策发力。财政政策亟待发力，旧基建稳增长和就业，新基建谋发展，加大地方政府转移支付力度，积极向中小企业纾困。货币政策保持流动性合理充裕、继续降低融资成本、配合财政政策，避免中小企业融资条件恶化，推进政策性金融等类财政政策。

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_6268

