



美联储全面兜底实体经济核心债务

——美联储无上限QE点评

2020年3月24日

宏观经济 事件点评

分析师	王宇鹏 电话：010-66554151 邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070003
分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001

事件：

3月23日美联储无限QE；直接介入一、二级债市。

主要观点：

美联储的主要措施如下：

QE： 不设上限；资产购买包括国债、MBS，新纳入CMBS（商业抵押贷款MBS）。

新设 PMCCF（一级市场公司信用便利） 投资级别公司新发债券或新增贷款

便利：SMCCF（二级市场公司信用便利） 存量投资级别公司债、债市ETF购买

TALF（定期ABS贷款便利） 底层资产为家庭部门债务（车贷、信用卡贷、学生贷款）、
SBA担保的企业贷款等

扩展 MMLF（货币基金流动性便利） 纳入市政浮动利率债券、银行存单

便利：CPFF（商业票据融资便利） 纳入高质量、免税商业票据

待办：MSBLP（大众企业借贷计划） 向中小企业贷款，与SBA配合

其中新设的三项便利分别提供1000亿融资，分别设立特别中介机构（special purpose vehicle），财政部从外汇平准基金中向各SPV注入100亿美元股权投资。三项便利暂定2020年9月20日停止新增融资便利。此外，纽约分行交易柜台提供隔夜逆回购利率为0。

美联储明确疫情对经济的影响。美联储公告中提及本次疫情对美国及全球造成极大伤害（tremendous hardship），必须采取激进措施（aggressive efforts）以达到两个目标，一是减少对工作和收入的损失，二是促进疫情减轻后的迅速恢复（swift recovery）。美联储在公告中采用感情强烈的词语甚为罕见。

QE或保证国债市场的正常流动性。美联储在公告中称将提供支持市场正常运转以及有效传递货币政策所需的国债和MBS（CMBS）额度，取消了之前对国债5000亿和MBS债2000亿的上限，并且将商业抵押贷款证券纳入扩表范围。该项政策或可保证整个金融定价体系中最基础的国债市场的正常运转，防止再次出现前期国债市场的流动性波动；亦可缓解外国资金流出美债市场造成的冲击。从美联储取消上限的决定意味着其对疫情造成的极端影响的预估是没有上限的。

美联储直接介入一、二级公司债市，从银行的最后贷款人发展为大公司的最后贷款人。新设的3项便利共涉及3000亿新融资，其中三分之一的资金用于一级市场公司债便利（PMCCF），直接面对具有投资级别公司债发行资质的公司而非资本市场交易者。PMCCF具有美联储政策影子银行的功能，它绕过银行体系，直接面对实体经济中的公司个体，具有美式“精准滴灌”的意味。每家具有资质的公司可以通过发行债券也可以通过贷款从该便利融资。根据公司评级资质，债券或贷款总额不能超过过往1年中存量债务110%-140%不等。美联储在半年之内不收取利息，半年后可视情况再次延期。在利息延期期间，贷款方不能分发红利或回购。

投资级别公司债市场流动性或暂时缓解。另有三分之一资金用于二级市场公司债便利（SMCCF），购买二级市场投资级别公司债或者公司债ETF，以增强高质量债市的流动性。我们在上周降息100BP的点评中提示了关注债市风险。甚至在购买商业票据措施出台后，投资级别公司债利率仍不降反升。从利率的波动来看，仅仅国债市场的流动性得到了缓解，美十债利率回落至100BP以内，但投资级别公司债市场没有看到缓解的迹象。美联储介入二级市场或可压制投资级别债券利率的再度走高。

最后三分之一的资金用于重新启用的 TALF，购买无追索权的、以家庭部门消费债务以及小企业债务为底层资产的 ABS，以置换银行资产负债表中资产端的违约压力，促进银行向家庭和小企业进一步放贷。所有便利于半年后（2020 年 9 月 20 日）停止购买。

增强地方政府债券流动性。美联储扩大了上次短端债券市场购买的范围，将地方政府债券和银行存单纳入货币市场流动性便利（MMLF），相关高质量免税的商业票据纳入商业票据基金便利（CPFF）。

增强中小企业贷款能力。分为 TALF 以及即将与小企业管理当局（SBA）合作的大众企业贷款项目以支持合格的中小企业贷款，同样具有政策影子银行的功能。

美联储政策无法抵消疫情，全面兜底美国核心债务。美联储的政策可理解为避免实体经济中核心部分少受到疫情下经济活动冻结的冲击，保证疫情结束后经济重启的有生力量。从涉及的债务种类来看，美联储全面兜底了美国的核心债务，从投资级别公司债务到家庭部门债务（房贷、车贷、信用卡贷和学生贷款）均为实体经济各部门最主要的债务项目。由于美联储的投资不能出现亏损，其融资便利的提供集中于高质量债务，垃圾级别的债务只能通过间接货币宽松得到极少的缓解。

美联储的前瞻指引基本失效。在史无前例的宽松政策出台前，美联储并未与市场进行充分的沟通，前瞻指引基本失效。在没有市场前瞻指引的前提下，美联储政策本次政策的行为传递的信号较为负面，从当日资本市场的表现来看，除了黄金非常坚定的上涨外，其他资产的定价出现了一定程度的紊乱。

以服务业为主体的经济衰退不可避免，失业人员增加不可避免。疫情期间所需救助至少在 3 万亿，期待联邦政府的财政救助计划。美国服务类消费占总消费接近 69%，就业也主要来自服务业。医疗、教育和休闲娱乐等服务行业贡献了近半年来亮眼的新增就业数据。虽然联邦政府将支付中小企业 14 天隔离员工的工资，但并未阻止中小企业裁员。美国劳动收入占 GDP 比重在 50~60% 之间，如果按照政府预期的 20% 以上的失业率来测算，所需的失业补助或对企业工资补助约为 1 万亿规模上下。中小企业债务也处于历史高位，由于缺乏足够的融资渠道，中小企业将不可避免受到冲击。对企业债务或股权注资的救助也应至少在万亿规模以上才可避免大量企业因营收骤然收缩带来的企业杠杆的流动性枯竭。需要指出的是，疫情的客观演变增加了预判的难度。考虑到当前企业杠杆率与 2007 年相差无几，经济活动频率的长期下降在极端情况下将会诱发企业部门的杠杆效应。

全球化宽松重启，美元、黄金强势或并存，维持股市震荡的观点。考虑到欧洲疫情的现状，以及疫情在非洲、南美洲国家的蔓延趋势，美元强势或将与黄金强势持续至疫情结束。股市方面，3 月底是主要发达国家疫情明朗化的观测节点，2 季度则是市场关注实体经济下滑带来的上市公司经营风险。

风险提示：海外疫情超预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观深度报告	海外疫情拉长美股年中震荡窗口---美联储降级预期抬升，扩表或延长	2020-03-03
宏观普通报告	疫情之后会有强刺激吗——对 2020 年中国宏观政策的研判和展望	2020-03-02
宏观深度报告	东兴宏观：疫情下物价拐点推迟，长期趋势不变——新冠疫情对物价指数影响的分析	2020-02-29
宏观普通报告	复工“冲锋号”吹响，宏观政策“扩张”在即——习近平总书记在统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议上的讲话学习体会	2020-02-24

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：王宇鹏

中科院博士，东兴证券首席宏观分析师，曾就职于国家发改委经济研究所和中信证券研究部，曾获国家发改委研究课题一等奖，在《国际金融研究》、《统计研究》、《经济评论》、《中国人口科学》等国内核心学术期刊发表学术文章数十篇，具有 8 年中国宏观经济和资产配置研究经验。

分析师简介

分析师：康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

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_6312

