

# 警惕美联储降息背后的信用风险

规划研究部 党力

3月3日，继中国、澳大利亚央行相继货币宽松后，美联储宣布降息 50bp，超出市场预期。这是次贷危机以来美联储最大的降息幅度，并因为不在规定的 FOMO 会议时间，被认为是应对疫情冲击导致资本市场动荡的紧急降息。

但追溯来看，此次降息是 2019 年美联储宽松货币政策的延续。疫情率先冲击中国经济，后续在全世界范围扩散，通过产业链传导至美国，影响了市场对美国经济的基本面向好的预期，很可能加快了此次美联储宽松的节奏。从世界范围来看，疫情的拐点还未到来，仍将继续扩散，可能会继续影响世界各国经济基本面，不排除各国未来有继续降息的可能。

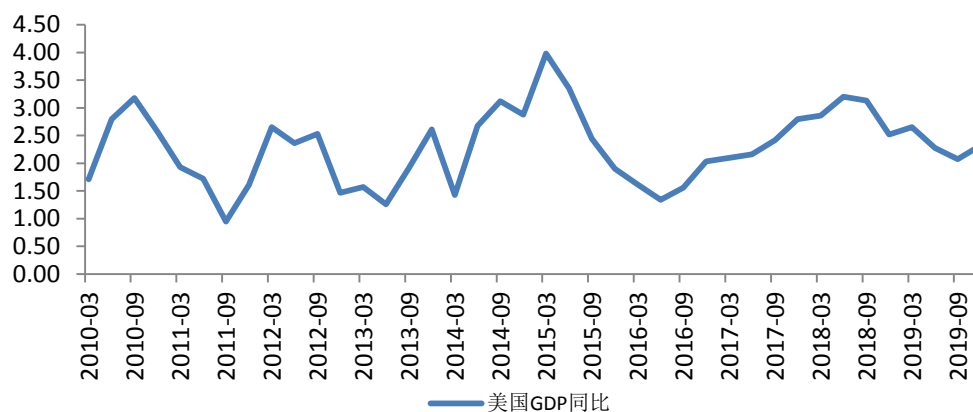
但考虑到美元作为全球储备货币的地位，负利率的可能性比较低。我们认为现阶段美债收益率跌至 0.8% 已经反映了较多的悲观预期和全球避险资金的需求，未来即使进一步降息，美债收益率大幅下降的空间有限。

## 一、此次降息是 2019 年美联储宽松货币政策的延续

2019 年，全球制造业景气度受贸易因素影响大幅下滑，美

国经济却在消费的支撑下虽有韧性，劳动力市场保持强劲，失业率维持在 4% 以下，但 GDP 增速仍出现了一定程度的放缓，逼近 2017 年以来的增速下限 2%（图 1）。美联储出于对不确定性的担忧而转向宽松，不仅降息三次，还重启扩表。经济基本面不差，货币环境又相对宽松，美股继续高歌猛进，屡创新高。

图 1: 美国 GDP 实际 增速



但尽管如此，美国经济已经展现出一定的疲态，具体表现为以下几个方面：

一是消费扩张的速度已经放缓。一方面，2019 年 10 月以来美国非农空缺职位数下降，表明企业招工意愿下降，劳动力需求可能接近饱和；另一方面，每周工资增速出现放缓迹象，实际收入增速将会下滑，削弱对消费的支撑。

二是非地产投资下行压力加大。美联储的褐皮书显示，2019 年 5 月特朗普“掀桌”后，美国企业面对的不确定性显著提升，表明中美贸易关系已从单纯的关税扩散至更广的范围。与此同时，

美国 CEO 展望指数和中小企业乐观指数下滑，表明企业主对未来的信心偏弱。银行工商贷款的标准变得更加严格，表明银行的放贷意愿下降，不利于投资（图 2）。

图 2：非地产投资对美国经济的拉动



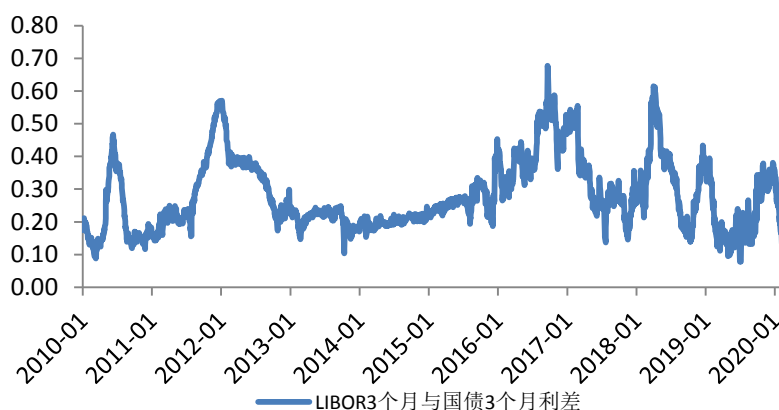
三是地产投资企稳回暖，但反弹力度不大。2019 年美国房贷利率下行，支撑房地产销售回暖。三季度，地产投资环比增速 6 个季度以来首次转正，同比增速转为上行。预计 2020 年地产投资或继续改善，但受制于就业和实际收入放缓，反弹的幅度也不会太大。

四是财政刺激作用减弱。前期减税对企业利润的正面作用不断减弱。特朗普受制于中期选举失利，恐怕很难再推出新的财政刺激。这意味着 2020 年美国财政支出或难有超预期的表现，对经济增长的贡献将边际下降。

五是美联储持续的缩表，银行准备金不足，短端三方回购利率一度大幅波动，不利于金融市场的稳定。代表货币市场流动性

压力的指标出现多次的跳升（图 3）。

图 3: 美国货币市场不稳定



因此，2019 年开始美联储连续降息，结束缩表，开始扩表，联储的货币政策从紧缩转变为宽松（图 4）。此次美联储降息依然是在美国经济基本面趋弱和货币市场流动性一直存在趋紧风险的大背景之下，是美联储 2019 年宽松货币政策的延续。但疫情冲击确实影响到对美国经济增长前景的预期，全球金融市场波动加大（图 5），导致美联储宽松货币政策节奏加快，超出了市场的预期。正如美联储主席所讲，美国经济仍有韧性，降息主要是为应对全球疫情带来的不确定性。

图 4: 美联储资产规模和联邦基准利率

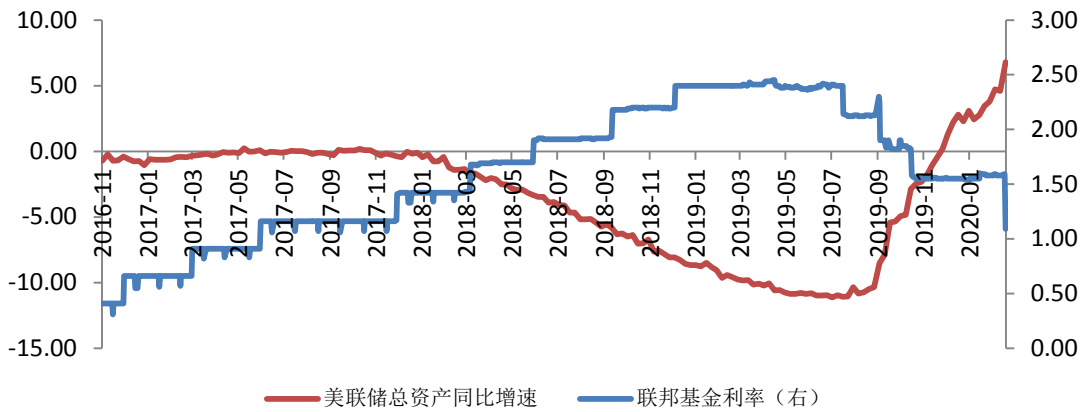
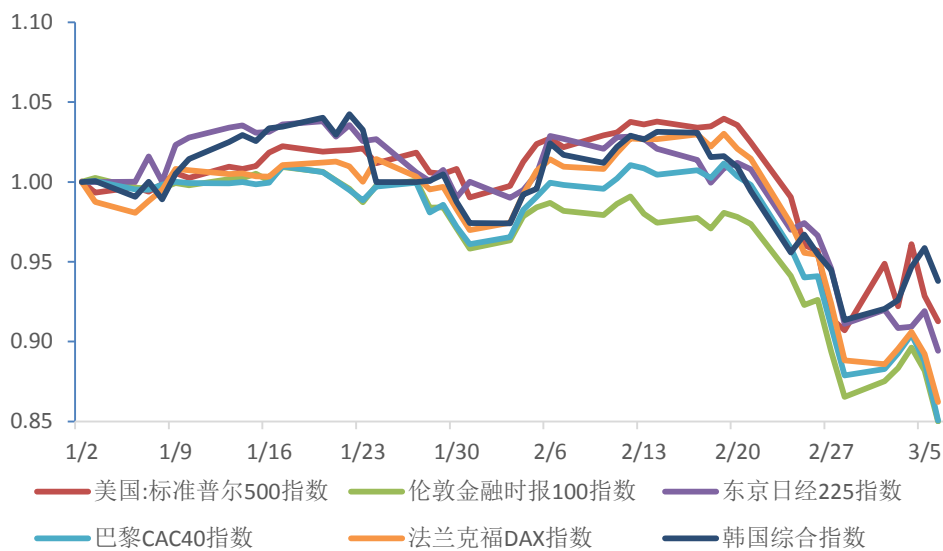


图 5: 疫情前后全球股票市场走势



## 二、降息更重要的是应对可能存在的信用风险

尽管此次降息是美联储宽松货币政策的进一步延续，但最近美国经济的恶化，使得 2019 年一些不突出的信用风险因素很可能成为困扰 2020 年美国经济的重点。具体来看就是美国企业债务和杠杆贷款的信用风险。

图 6：美国高收益债利差



过去十年，全球低利率环境导致美国企业杠杆率大幅提升，公司企业债务占 GDP 的比重达到 46%，为历史最高水平。而且此次杠杆率的上升不是均匀的，出现了明显的分叉，重资产行业普遍去杠杆，轻资产行业不断加杠杆。次贷危机后，以采掘和金属加工为代表的重资产行业负债率不断下降，而以计算机和电子为代表的轻资产行业负债率日益上升。其中，计算机设备、电子元件、通信设备业扩张较快，其有息负债占总资产比例从危机时的不到 20% 上升至当前的 30%、甚至 40%。过去十年，受益于欧央行、日本央行持续的宽松，以及 2015 年以来新兴市场国家增长危机，国际套息交易 (Carry Trade) 支撑大量资金流入美国，压低了美国企业债的收益率和信用利差。在债务利息水平低的时候，企业债务问题会被掩盖，但一旦经济基本面遭受打击，过高

的企业债务导致信用风险增大，加剧企业偿债风险。反映在资本市场上，在疫情扩散至美国后，尽管美联储降息 50bp，美国高收益企业债利差依然大幅攀升（图 6）。

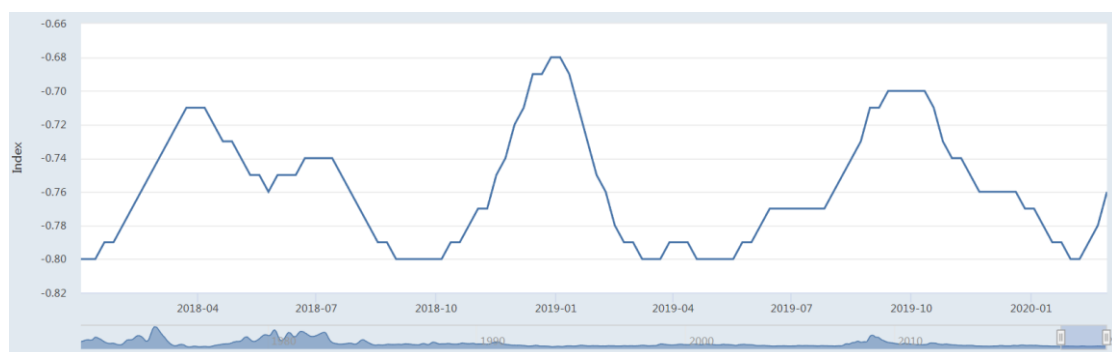
另一个是杠杆贷款的规模不断攀升，成为信用风险爆发的另一个来源。杠杆贷款，一般指的是企业用于兼并收购而进行的贷款融资，一些并购基金也常用杠杆贷款进行资本运作。但杠杆贷款的一个问题在于，其贷款的门槛和条款往往比一般的商业贷款更低，因此风险更大。2011 年以来，美国杠杆贷款金额不断上升，2019 年一季度增长至 12000 亿美元以上。其中，低门槛贷款（Covenant-Lite）的比例从不到 10% 大幅上升至 80%，杠杆贷款的平均质量不断下降。而杠杆贷款恰恰是与次贷危机的罪魁祸首 CDO 相似的贷款抵押凭证（Collateral Loan Obligation, CLO）的底层资产。次贷危机后，CLO 的规模持续扩大，存量规模已从 2009 年的 3000 亿上升至 2018 年的 6000 多亿美元。从运作机制上看，CLO 与 CDO 完全一样，只是 CDO 的底层资产是给家庭部门的住房抵押贷款，而 CLO 的底层资产是给企业部门的杠杆贷款。

从持有人分类上，对冲基金持有的低资质 CLO 资产比重较高，高于次贷危机前其持有的 CDO 的比重。在 AAA 级以下的产品中，资产管理公司占比 44%，保险公司占比 30%。而在风

险最大的股权式产品中，资产管理公司占比也高达 33%，结构型信贷基金占比 27%，对冲基金占比 22%。从规模来看，CLO 底层资产杠杆贷款的规模与当年的 MBS 底层资产放贷规模相当，根据 BIS 的估算，当前杠杆贷款（CLO 的底层资产）规模大约在 1.2-2 万亿美元。从资产质量来看，80% 的杠杆贷款是低门槛贷款，而次贷危机前 50% 的贷款没有相关的借贷文件。

好在 CLO 的杠杆水平低于 CDO，让美国杠杆贷款市场信用风险显得不那么突出。但持有机构以非银为主又让其面临更大的风险。受金融危机的影响，银行业受到的监管政策趋严，以对冲基金和保险公司为代表的资产管理公司成为持有 CLO 的主体，他们对于货币市场流动性的依赖比较高。金融机构的脆弱性会加大 CLO 市场的信用风险。因此，虽然此次疫情还没有在美国扩散，市场风险规避的行为也会导致美国金融条件的大幅紧缩。近期，美国股市的暴跌，金融条件指数大幅上升都表明信用风险爆发概率的上升（图 7）。

图 7：美国芝加哥金融条件指数





因此，此次美联储紧急降息，可能不仅仅是简单的保护资本市场，防止美股暴跌，更重要是维护好美国企业的流动性，避免信用风险的爆发。经历过次贷危机后，央行作为最后贷款人的机制下，短期的流动性风险基本上能够得到很好的应对，但应对信用风险导致的实体部门资产负债表的恶化，货币政策发挥作用有限。此次美联储降息、扩表，向市场释放流动性，也可以视为防止美国企业因疫情冲击、杠杆率过高引发信用风险的预防措施。

### **三、疫情加剧了全球经济的不确定性，未来依然存在继续降息的可能**

2020年，美国经济由于资本市场估值过高、总统大选摇摆不定和经济增长有所趋缓等因素叠加，本身面临很强的不确定性。疫情的爆发进一步放大了经济的不确定性，加剧了资本市场的波动，通过冲击全球产业链，影响到美国实体经济的增长。消费电子、航空等行业依赖全球生产链的公司纷纷下调2020年增长预期。而经济基本面的恶化，反过来又会引发信用风险和资本市场暴跌，三者互相影响。因此，我们认为未来美联储仍存在降息的可能，而且在降息空间越来越小时，更应该关注美联储扩表的影响。

一是疫情发展仍然面临不确定性。如果疫情的拐点尚未到来，那么美联储就一直会存在降息的可能。而且，疫情持续的时间越

长，美国爆发信用风险的概率就越高，那么降息的空间就会更大。尽管在3月3日，美联储主席表态，降息更多的是考虑到了疫情影响的不确定性，美国经济依然有韧性。但从中国疫情前后发展的态势来看，美国疫情扩散才刚刚开始，很可能会继续恶化。而且从过去二十年的经验来看，每次降息50 bp后都还会有更多的降息。一旦新冠疫情在美国超预期扩散，或是金融风险增加，美联储或将采取更为宽松的货币政策。

二是全球央行持续宽松，美元指数高位。在美联储宣布降息前，G7国家财政部长和央行行长共同发表声明，表示已为抗击疫情做好准备，暗示将携手应对当前的困难。市场普遍认为这是一次央行联手的干预（coordinated easing），因此对其他央行的宽松预期也有所上升。而且从目前来看，中国、日本、欧洲等国都出现了较大程度的降息行为，不排除后续还会有更多的财政政策措施。另一个深层次的原因是逆全球化趋势已经开启，贸易保护主义倾向抬头，在美元指数处于高位的情况下，美联储很可能也会依靠降息，通过弱化美元，来增强美国参与国际竞争的能力。

三是信用风险和流动性风险仍有爆发可能。美国经济增速趋缓的拐点已经出现，在失业率维持低位、财政发力空间缩小、企业债务较高的背景下，信用风险爆发的可能依然存在，美联储货币政策易松难紧。另一方面，因次贷危机后银行监管收紧的原因，

金融市场流动性风险爆发概率提升，3月3日降息后，美联储还通过回购市场向交易商注入了大量的流动性，未来不排除仍有可能面临较大的流动性风险，支撑美联储货币政策宽松。

#### 四、降息对资本市场的影响

2020年，全球资本市场的核心是波动率放大。其中既有全球地缘政治、基本面向下和美国大选的因素，也有新型冠状病毒的推波助澜。美联储货币政策的宽松毫无疑问有助于平息资本市场的波动，降低疫情对全球经济的影响，进而影响到全球资本市场。

对美国来讲，美元是全球储备货币，而黄金是天然的超主权储备货币。从债券角度来看，黄金可以看作是零利息的超主权国债。因此，我们认为美国长端国债很难像欧元区和日本那样跌破0利率下限。而且，此次市场已经预期美联储还有两次降息的可能，0.8%的十年期国债利率已经蕴含了市场的预期。从通胀预期的角度来看，美国通胀预期也出现大幅下滑，5年损益平衡通胀（Break-even Inflation）已经跌至1%左右水平。因此，我们认为现阶段美债收益率跌至0.8%已经反映了较多的悲观预期和全球避险资金的需求，在美债不可能负利率的约束下，未来即使进一步降息，美债收益率大幅下降的空间有限。

对新兴市场国家而言，美联储宽松会释放流动性，引导美元

走弱，将加大资本向新兴市场流动，增强新兴市场的吸引力。具体到中国来看，中美利差进一步扩大，打开债券下行的空间。在复工仍未进入正常状态下，不排除中国仍有继续降息、降准的可能。股票市场很可能因为疫情拐点已经出现，在货币政策宽松的背景下预期向好。