

忘了点阵图，美国相当长时间都不会加息

证券研究报告

2021年07月13日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《历史最快的复苏，可能也是最快结束的复苏》 2021-07-03
- 2 《猪肉何时见底？》 2021-06-28
- 3 《对话郭胜北：美元流动性盛宴结束了吗？》 2021-06-22

经济基础不支持，政治背景也不允许美国退出宽松。生产效率受疫情反复的影响无法恢复到完全正常，在失去政策支持的情况下疫情后的经济增速将比疫情前下一个台阶。中小企业债务和贫富差距问题持续加重，抑制企业投资和居民消费的长期增长潜力。美国已经进入财政货币化状态，退出宽松的政治阻力正在增加。

当前美国流动性绝对宽松的大环境不变，只是相对宽松的程度会略有变化。Taper 预期下，今年 8-9 月可能是二阶导拐点，但是加息仍然遥遥无期。实际上，当经济遇到增长和信用风险，在路径依赖下，联储不得不保持宽松。

风险提示：美国货币政策超预期紧缩，美国财政政策超预期紧缩，美国通胀超预期

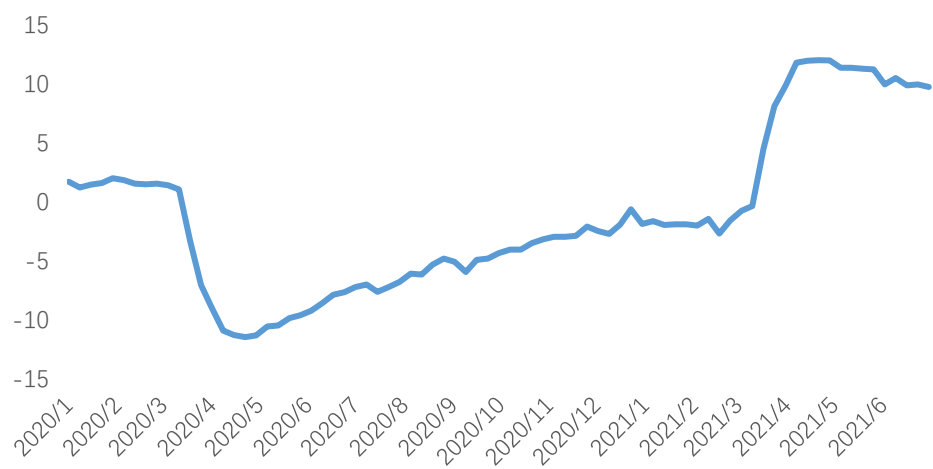
美国本轮超常规宽松怎么退出？我们的看法是无法退出，相当长时间都会维持零利率。

有三个原因：

第一个原因是经济基础不支持退出宽松。这次快速复苏结束后，一些老问题又暴露在新形势下。

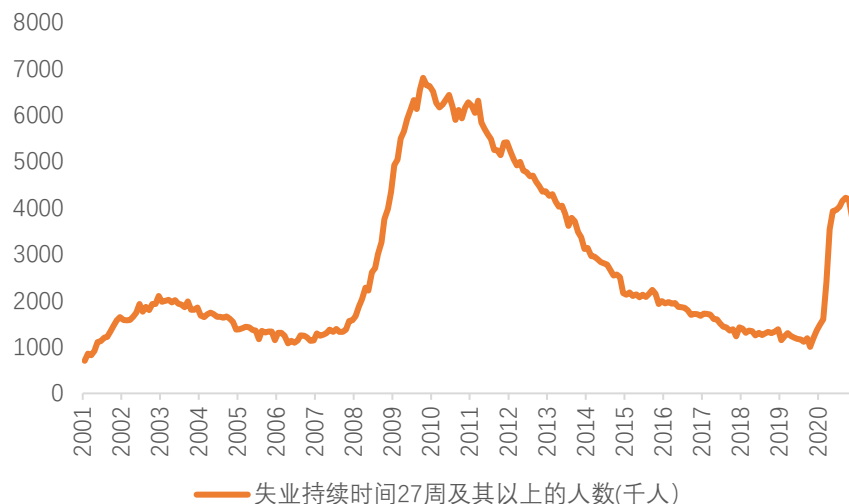
新形势是生产效率受疫情反复的影响无法恢复到完全正常，在失去政策支持的情况下疫情后的经济增速将比疫情前下一个台阶。过去一年美国经济已经对刺激产生依赖。随着一系列疫情期间的特殊政策陆续到期，比如薪酬保护计划、联邦失业救济金、房贷违约延期等，停止吃药后的“戒断反应”随之而来。过去几个月的美国经济数据已经出现了需求回落、生产放缓的迹象，历史最快的复苏可能正在演变成历史最快结束的复苏（详见《历史最快的复苏，可能也是最快结束的复苏》）。

图 1：跟踪美国实际 GDP 的 WEEKLY ECONOMIC INDEX 已在 4 月底触顶



资料来源：NY FED，天风证券研究所

图 2：劳动力市场还远没有恢复正常：长期（27 周以上）失业居高不下

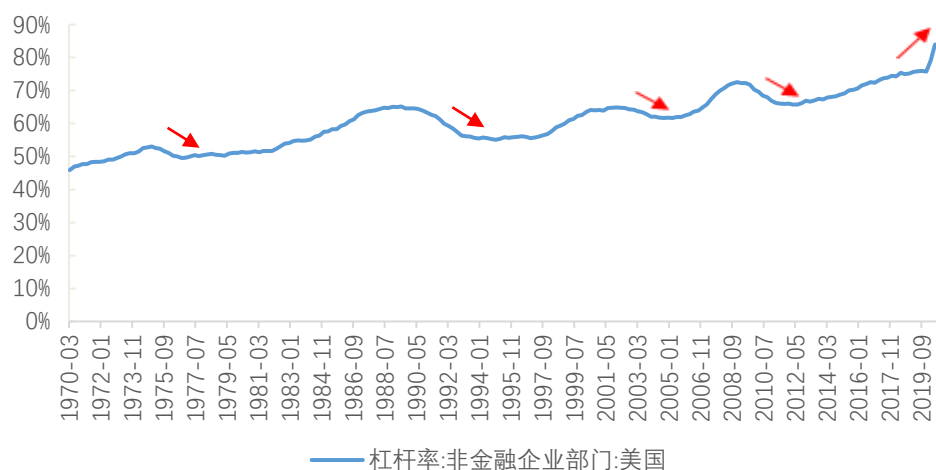


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

老问题是中小企业债务和贫富差距问题持续加重，抑制企业投资和居民消费的长期增长潜力。企业部门特别是中小企业债务是一个老问题。我们在 2020 年初的报告《本轮美国经济衰退的风险在哪里》中曾指出，美国企业的违约风险正在累积。2019 年末，非金融企业债务比 GDP 达到 75.8%，超过了科网泡沫和金融危机时的水平。

疫情期间美联储通过降息和 QE 压低长端利率，使得高杠杆企业有了更多的生存空间，投资级信用债和高收益债的利息成本分别降至 2.26% 和 5%，创历史新低。前者的发行量达到 2.37 万亿美元，后者则达到 7700 亿美元，分别是历史前高（2019 年）的 2.33 和 1.7 倍。非金融企业杠杆率进一步上升至 84.6%。

图 3：企业部门债务占 GDP 比例在疫情期间再创新高

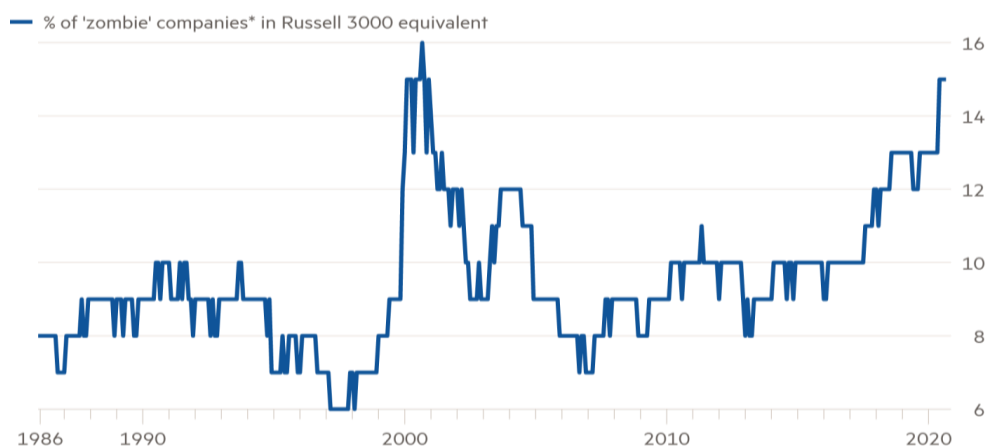


资料来源：WIND, 天风证券研究所

将“至少三年时间以上利润不足以支付利息”作为僵尸企业的定义，美国上市公司的僵尸企业比例达到 15%，接近 2000 年的水平，而当时 10 年期美债利率是 6% 左右，企业利息负担远高于当前。由于僵尸企业的生产效率短期很难明显提升，利率回升到一定程度必然会戳破美国企业债的历史级泡沫。

图 4：美国僵尸企业占比接近 2000 年高峰

Number of US 'zombie' companies nears 2000 peak



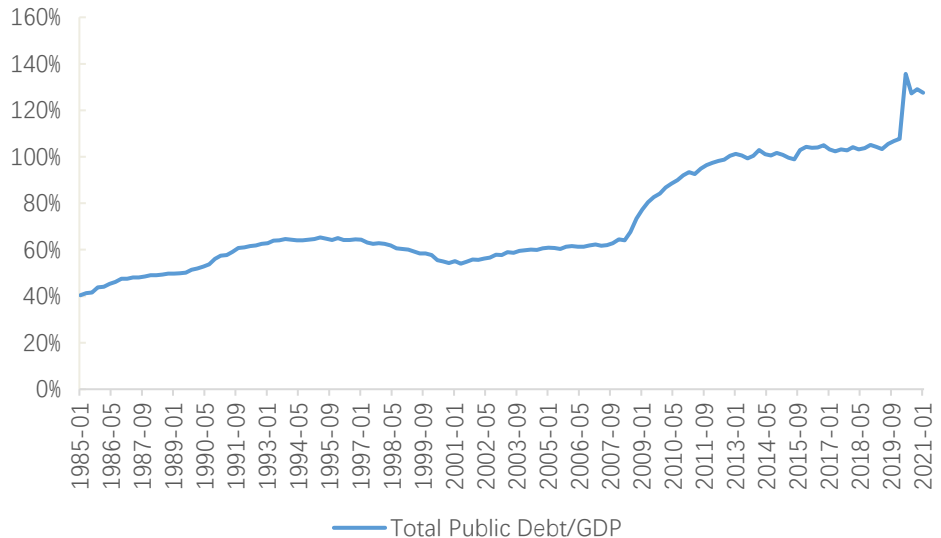
*Companies where profits are less than the interest paid on their debts for at least 3 years / Data based on the Leuthold 3000 Universe (Russell 3000 equivalent)
Source: The Leuthold Group
© FT

资料来源：FT, 天风证券研究所

第二个原因是政治背景不允许退出宽松。美国已经进入财政货币化，退出宽松的政治阻力正在增加。

为应对新冠疫情，美国实施了财政货币双宽松。2020年，美国政府先后出台多轮财政支持政策，包括3万亿 CARES 计划、第二轮9000亿纾困计划，2020年末美国政府债务余额达到27.7万亿美元。在不到一年时间内，美联储资产负债表从3.8万亿美元扩张到7.3万亿美元，几乎扩张了一倍，M2同比增速从疫情前的6.7%上升至2021年2月的25.7%。发达经济体央行普遍以财政刺激主导并配合大规模资产购买特别是国债购买作为应对疫情冲击的重要政策，已具备现代货币理论的基本特征。

图 5：美债存量国债/美国 GDP 疫情期间飙升



资料来源：Fred,天风证券研究所

2021年拜登上任后的100天内，总共推出了6万亿美元的财政刺激计划，类似于当年罗斯福的新政和约翰逊的伟大社会，无疑是一次凯恩斯主义的回归。尽管抓住了美国社会问题的症结，但这一届民主党政府缺乏罗斯福和约翰逊时代的压倒性优势，拜登希望通过加税缩窄潜在财政赤字的想法面临共和党的完全反对和民主党的内部分歧，雄心勃勃的基建投资和福利社会还需要长期低息发债融资的支持。

表 1：拜登 vs 约翰逊（1964）vs 罗斯福（1933）的选票得票率，参众两院控制的席位

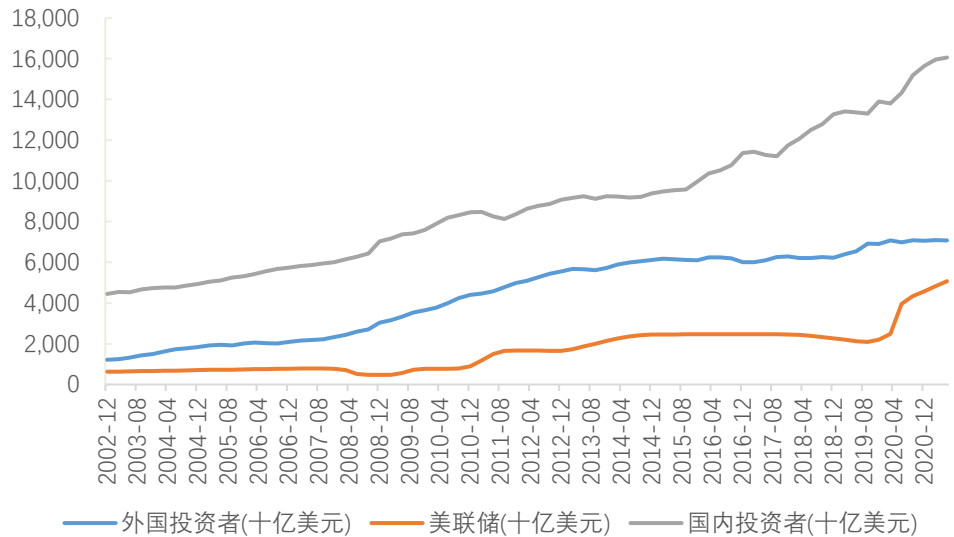
	拜登（2020）	约翰逊（1968）	罗斯福（1932）
全国普选票得票率	51.3%	61.3%	57.4%
参议院席位	民主党 50 共和党 50	民主党 68 共和党 32	民主党 58 共和党 36
众议院席位	民主党 222 共和党 211	民主党 295 共和党 140	民主党 311 共和党 117

资料来源：270toWin, United states house of Representative, 天风证券研究所

长期低息发债需要有买家承接，然而海外投资者对美债的承接力正在持续下降。一方面，页岩油崛起令美国成为石油净出口国，贸易冲突加剧导致美国贸易赤字下降，经常项目下

的美元流出减少，海外主权基金对美元资产的配置能力和动力下降。另一方面，持续的财政货币化将削弱美元的货币信用，美债对于海外投资者的吸引力也在下降。结果是外国投资者持有美国国债比例从 2015 年的 34% 下滑至 2021 年的 25%，而美联储持有美债比例从 2015 年的 13.6% 上升到 2021 年的 18%，已经成为新发美债的最大买家。从广义政府部门的角度，就是将政府的债务转化为央行的债务，美国最终走向了财政货币化的道路。

图 6：疫情后美债新发主要靠美联储和国内投资者增持，海外投资者小幅减持



资料来源：WIND,天风证券研究所

大规模的经济刺激计划，巨量的政府债务和外国央行购买美国国债意愿的下降，意味着美国可能在现代货币理论的实践上越走越远。从 2007 至 2020 年，美国政府的债务扩大了三倍（9 万亿到 27 万亿），然而利息支出仅上升了 21%（4300 亿到 5227 亿），核心原因是美债利率的不断走低。不管是退出扩表还是加息势必将加大政府部门利息负担，在财政主导的背景下，美联储不得不放慢货币政策正常化步伐。

图 7：美国存量国债的利息比 GDP（对应利率水平）



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_21853

