



德邦证券
Topsperity Securities

2021年8月26日

证券研究报告 | 宏观中期报告

放水的“姿势”、收水的“架势” 与资产的走势

芦哲

德邦证券研究所

首席宏观经济学家

资格编号：S0120521070001



目录

CONTENTS

- 01 全球：“疫”己之力重塑货币与财政体系
- 02 中国：增长困局下弥足珍贵的政策空间
- 03 资产：“宽松-紧缩”新周期下的配置策略



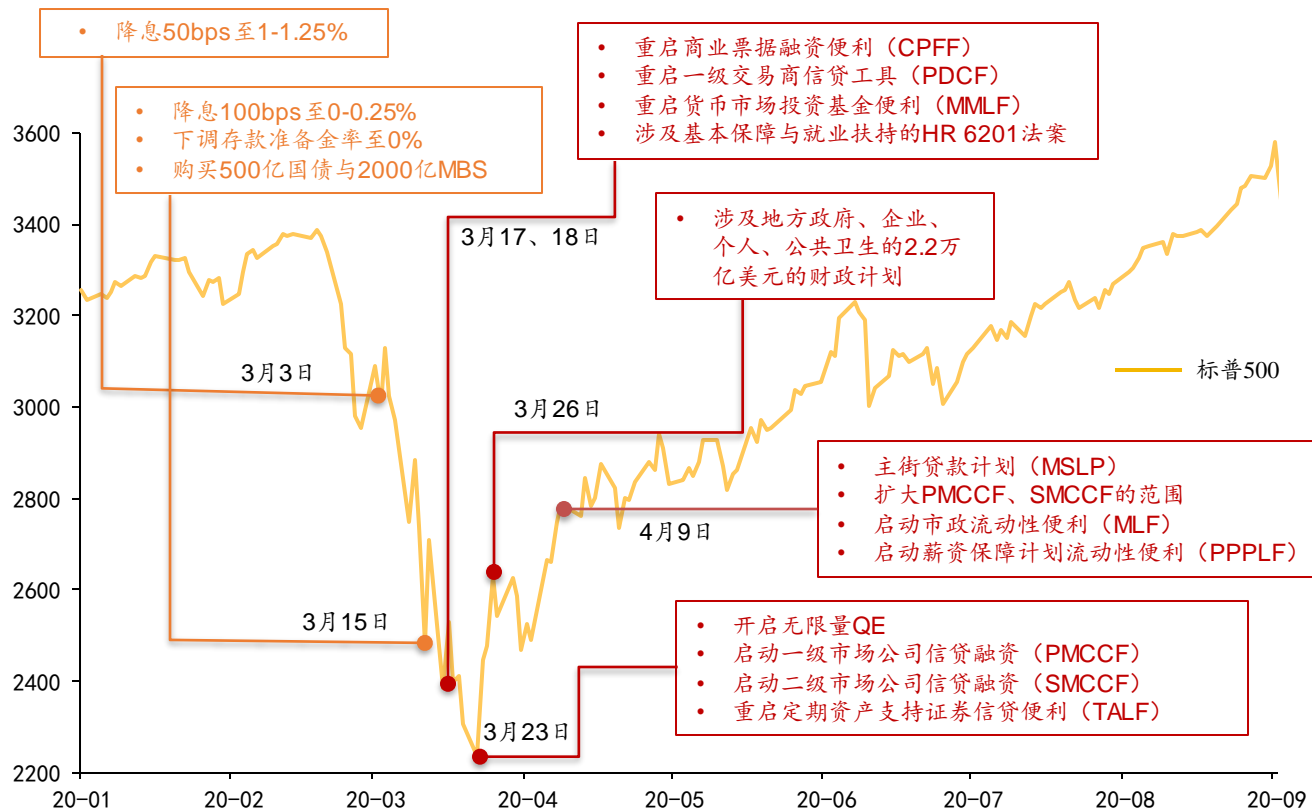
01

全球：“疫”已之力重塑 货币与财政体系

- 危局之下，是货币还是财政救了美国？
- 逼仄的低增长困局压迫出现代货币理论
- 经济修复深化，美联储TAPER在即
- 近4.5万亿支出计划有待在新财年落地

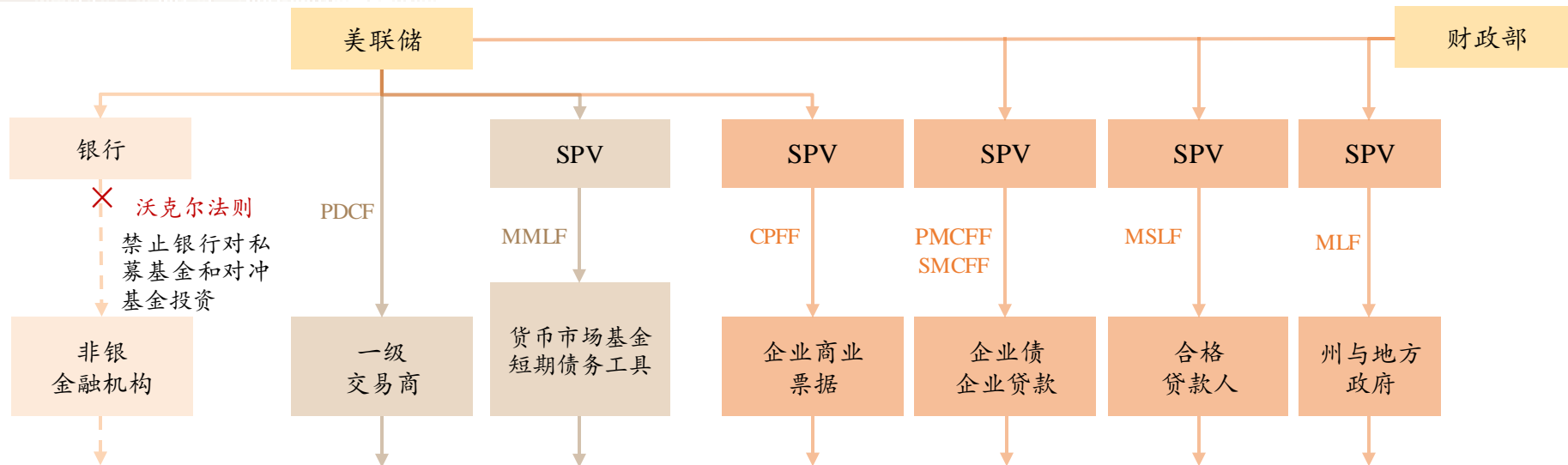
危局之下，是货币还是财政救了美国？

- 美联储在疫情初期已经 All-in，降息至零、降准至零、无限QE，一把打完手上所有的牌。
- 但经济晴雨表标普500仍然不断以熔断回敬美联储的行动。
- **变局**发生在定向宽松货币政策支持与大规模财政政策的启动。
- 美联储的一系列字母表工具对非银金融机构（NBFI）与实体部门的定向流动性支持，配套财政部大规模的对实体企业、个人与市政的扶持方案，实现了对经济的精准救助。
- 作为刺激政策效果最直接的体现，标普500指数以V型走势开启**变局**，于3月23日触底反弹。
- 传统宽松政策的失灵与新型定向政策的显灵，意味着这亦是美国货币体系的**大变局**。





新型财政/货币政策的本质是疏通流动性的梗阻



在市场信用收缩与机构风险偏好下降的情况下，美联储提供给银行的大量流动性没有传导至非银机构，市场出现流动性断层。结果是银行流动性泛滥，但非银机构流动性困难。

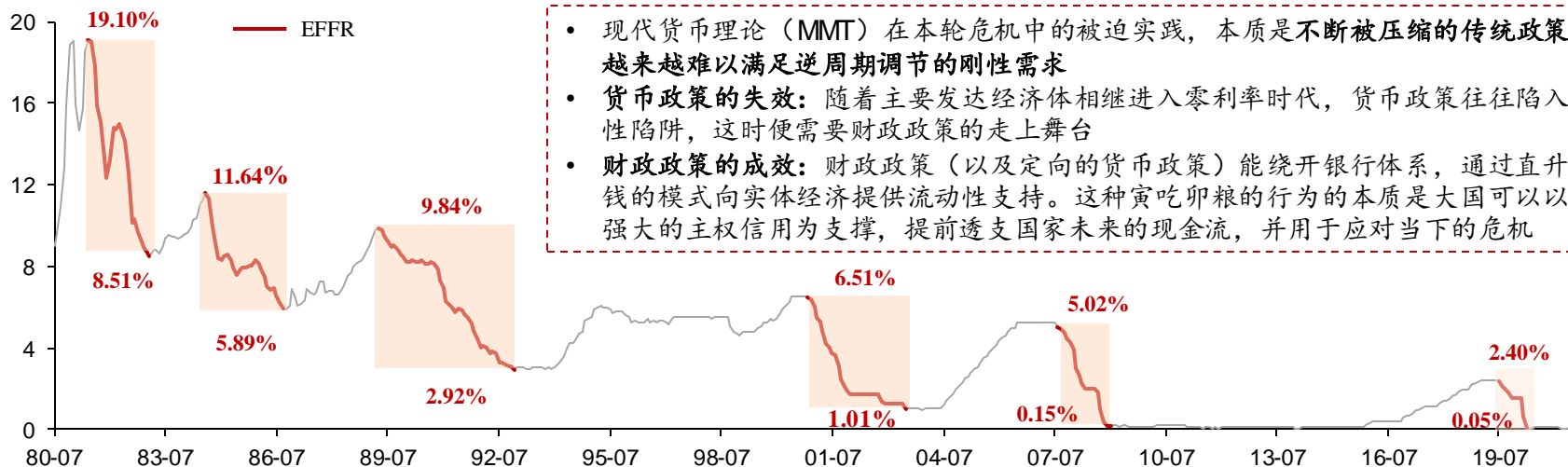
PDCF与MMLF绕道银行，直接由美联储向一级交易商与货币市场提供流动性支持。PDCF允许一级交易商通过合格抵押物获得美联储贷款，MMLF通过向SPV发放抵押贷款来对MMF融资。

美联储通过设立SPV或向财政部设立的SPV贷款，直接向实体经济提供流动性支持。CPFF、PMCFE、SMCFE模式下，SPV将持有的企业贷款/商票/债券抵押给美联储换取贷款，MSLF、MLF模式类似于为财政政策加杠杆，进而加强对实体的支持。

“低增长困局”逼出来了现代货币理论MMT

- 大缓和时代以来共有六轮货币政策“宽松-紧缩”小周期：
- **宽松**：应对眼下危机的迫切性使得每轮小周期降息阶段的斜率都非常陡峭（相对于加息，降息时间持续更短、幅度更大）。
- **紧缩**：紧缩银根的本质是增厚应对下次危机的安全垫，也是让政策利率回归到与经济相匹配的合理水平。
- **演绎**：表面看，货币政策向长期中性利率回归的加息阶段总能被新的危机打乱，迫使央行开启新的降息，导致政策利率中枢不断走低。实质上，这是在技术红利耗尽使得全要素生产率走弱的背景下，经济增速对货币政策的依赖加重的体现。

大缓和时代以来共有六轮货币政策“宽松-紧缩”小周期

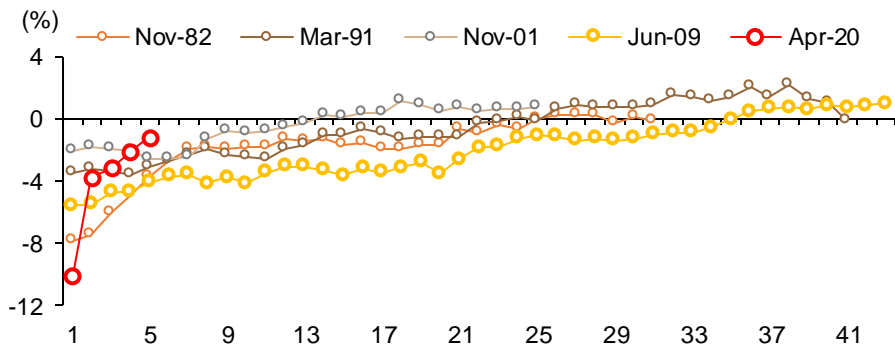


- 现代货币理论（MMT）在本轮危机中的被迫实践，本质是**不断被压缩的传统政策空间越来越难以满足逆周期调节的刚性需求**
- **货币政策的失效**：随着主要发达经济体相继进入零利率时代，货币政策往往陷入流动性陷阱，这时便需要财政政策的走上舞台
- **财政政策的成效**：财政政策（以及定向的货币政策）能绕开银行体系，通过直升机撒钱的模式向实体经济提供流动性支持。这种寅吃卯粮的行为的本质是大国可以以自身强大的主权信用为支撑，提前透支国家未来的现金流，并用于应对当下的危机

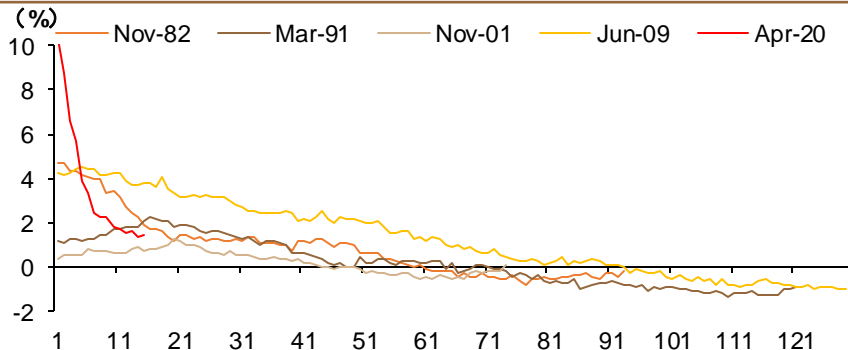
狂欢之后，回归常态，美联储缩减QE在即

- 总量：**以产出缺口为衡量，当前经济修复程度已超过上轮taper水平，足够支撑taper进程，当前静待四季度的FOMC声明将经济前景的风险从“仍存”改为“消退”。
- 通胀：**以PCE同比增速为衡量，当前暂时高企的通胀明显走在了货币政策的前面，早已满足taper的触发条件。
- 劳务市场：**劳务市场的结构失衡、就业意愿问题仍是掣肘货币政策路劲的关键，随着9月6日失业补助的到期，更多非劳动力将重回劳务市场，预计三、四季度劳务市场将加速复苏，进而达成推进taper的最为关键触发条件。

近几轮周期产出缺口收敛路径比较

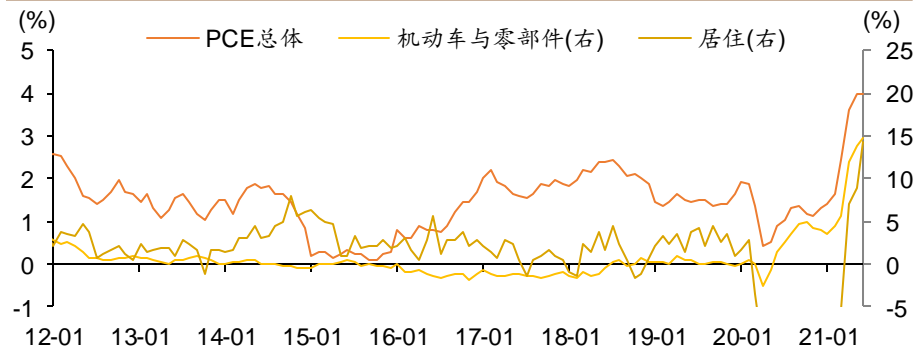


近几轮周期失业率缺口比较



资料来源：Wind，德邦研究所

PCE同比增速（总体vs机动车与零部件vs居住）



资料来源：Wind，德邦研究所

何去何从，基于不同情形假设下的Taper路径

- 乐观情形（当前）：**疫情影响减弱，劳务市场强劲复苏。9月FOMC声明将开始“讨论taper”，11月FOMC会议将上调前景展望，并官宣于12月开启taper。
- 基准情形下：**变异毒株阻碍经济与就业修复。12月FOMC声明上调前景展望，明年1月FOMC会议开始“讨论taper”，3月FOMC会议进一步上调前景展望，并官宣于4月开启taper。
- 悲观情形下：**变异毒株对经济与就业的影响持续，12月FOMC声明将开始讨论taper。

不同情境假设下本轮taper开启路径的推演

| 时间 | 经济与就业的展望 | | | FOMC声明中的taper信号 | | | 资产购买 (\$bn/月) | | | | | |
|--------|----------|----|----|-----------------|----------|----------|---------------|-----|----|-----|----|-----|
| | 乐观 | 基准 | 悲观 | 乐观 | 基准 | 悲观 | 乐观 | | 基准 | | 悲观 | |
| | | | | | | | 国债 | MBS | 国债 | MBS | 国债 | MBS |
| 9月21日 | → | ↓ | ↓↓ | 讨论 | 讨论何时开始讨论 | 讨论何时开始讨论 | 80 | 40 | 80 | 40 | 80 | 40 |
| 11月2日 | ↑ | ↓ | ↓↓ | 官宣 | | | 80 | 40 | 80 | 40 | 80 | 40 |
| 12月14日 | ↑ | → | ↓↓ | 讨论 | 讨论 | 讨论何时开始讨论 | 70 | 35 | 80 | 40 | 80 | 40 |
| 1月25日 | ↑ | → | ↓ | | | | 官宣 | 60 | 30 | 80 | 40 | 80 |
| 3月15日 | ↑ | ↑ | ↓ | 实施 | 实施 | 实施 | 50 | 25 | 80 | 40 | 80 | 40 |
| 5月3日 | ↑ | ↑ | → | | | | 40 | 20 | 70 | 35 | 80 | 40 |
| 6月14日 | ↑ | ↑ | → | | | | 讨论 | 30 | 15 | 60 | 30 | 80 |

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_25935

