

环环相扣：美联储 Taper VS 美国财政发力？

摘要

- 美联储货币政策：前车之鉴与今日境况。**2008年金融危机后，美联储退出QE的节奏重点参考经济以及劳动力市场复苏的情况，正式开始之前经过较长时间的深思熟虑。综合来看，在大衰退时期，美联储采取了一系列非常规政策，导致其资产负债表规模激增，后来美联储借助超额准备金利率 IOER 以及隔夜逆回购利率 ON RRP 来将联邦基金利率调整到目标区间。通过对比，2021年与2013年有很多相似点，首先就业情况都处于明显好转中，但2013年和2021年美国劳动力市场的恢复基础都不牢固，且两次美联储都认为通胀是暂时性因素导致；其次，从政策本身来看，两次危机美联储都施行了大规模的非常规货币政策措施，所以在考虑货币政策正常化时，美联储都希望可以平滑、稳定的过渡。但与之之前不同的是，本次危机是外因导致，且事情更加突然；本次采用非常规的政策力度较之前更大，但从利率来看，本次的政策空间不如之前的大；再次，美国现在面临更加复杂的全球环境。
- 美国财政政策：拜登之意与未来走势。**拜登的重建更美好计划包含三个部分：美国救援计划、美国就业计划（AJP）、美国家庭计划（AFP），目前最受关注的是后两项，预计将在2021年四季度开始发力。从拜登计划设计可以看出有三个关键词：美国优先、就业以及均衡。拜登的基建计划并不是“原创”，奥巴马整个总统任期都在强调美国基础设施的明显失灵是国家经济衰退的核心原因和症状，拜登此次推出的大规模基建及计划与当初奥巴马的提议如出一辙。将本次大规模的财政政策与2008年后的财政政策对比，拜登的计划更加激进，在货币政策空间有限的情况下，预计后续财政政策的发力明显，在考虑不同支出带来的不同财政乘数的情况下，AJP和AFP将使美国GDP水平在2022-2024年期间累计增加5.3%，但之后的效果将逐渐减弱。
- 疫情后，政策之间的互相配合。**从美国政策来看，美联储和联邦政府的政策互相配合，在疫情时两者协调一致且规模较大，在疫情后两者进度不一。货币政策和财政政策双管齐下，未来依靠财政发力的趋势明显。从过程上看，货币政策通过前瞻性指导，产生更高的财政乘数，同时使用非常规政策工具降低国债收益率从而降低了政府借贷成本，创造出更大的财政空间。到货币政策逐渐走向正常化后，财政政策开始落地，重点提升劳动力市场景气度。
- 对全球经济及资本市场影响的研判。**与2013年相比，现在的新兴市场拥有更高的外汇储备充足率，资产负债表的状况比之前更好；同时，本次美联储与市场沟通的更加频繁，预期管理更加充分；此外，当下很多新兴市场以及其他发达市场国家提早开始收紧政策。所以我们认为，即使美联储开始Taper，对于其他国家的影响相对可控。对于资产来说，美联储以及后续的财政政策将较直接影响债券市场，收紧预期的增加将在短期推高短端美债利率的走势，中长端利率下降的空间较小。预计Taper对短期股市影响有限，财政政策将刺激需求，叠加企业税率提高，中期或将加大美国股市的震荡。
- 风险提示：**经济复苏不及预期，国际关系变化。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：王润梦
电话：010-58251904
邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

- 国有资本优化布局，海外收紧伺机而动 (2021-08-27)
- 消费未来的“新风景”——疫情后的消费路径与趋势分析 (2021-08-23)
- 补水型操作成常态，联储缩债或加快 (2021-08-20)
- 短期多重冲击，经济前景如何？——7月经济数据点评 (2021-08-17)
- 两个“钱袋子”轮番发力，拜登基建计划达成 (2021-08-13)
- 社融、贷款皆回落，后市如何？——7月社融数据点评 (2021-08-11)
- 短期“转换”不改中期“趋势”——7月通胀数据点评 (2021-08-09)
- 回落，压力与韧性同在——7月贸易数据点评 (2021-08-07)
- 金融支持“专精特新”再加力，多国外发布收紧信号 (2021-08-06)
- 前瞻数据中的压力在哪里？——7月PMI数据点评 (2021-07-31)

目 录

1 美联储货币政策：历史之鉴与今日境况	1
1.1 大危机后的 Taper 循序渐进	1
1.2 当前与 2013 年时的相似与不同.....	2
2 美国财政政策：拜登之意与未来走势	4
2.1 拜登计划的最初意图.....	4
2.2 美国两项财政计划的逐渐发力	5
3 疫情后，政策之间的互相配合	6
4 对全球经济及资本市场影响的研判	7

疫情之初，各国频出政策，我们在《美联储的“蓄水池”在哪里？》中，梳理过疫情之后美联储的政策以及给不同部门带来的影响。如今政策变化的时点将至，无论是受高通胀所扰、提前启动紧缩政策的国家，还是紧盯美联储货币政策动态、蓄势待发的国家，全球流动性收紧可能在不远的将来全面开启。时值杰克逊霍尔全球央行年会刚刚闭幕，美联储的政策走向更加清晰，本篇专题详解美联储货币政策，并结合美国财政政策，通过与2008年金融危机后的政策对比，分析货币政策与财政政策如何相互配合，及其对资本市场的影响。

1 美联储货币政策：历史之鉴与今日境况

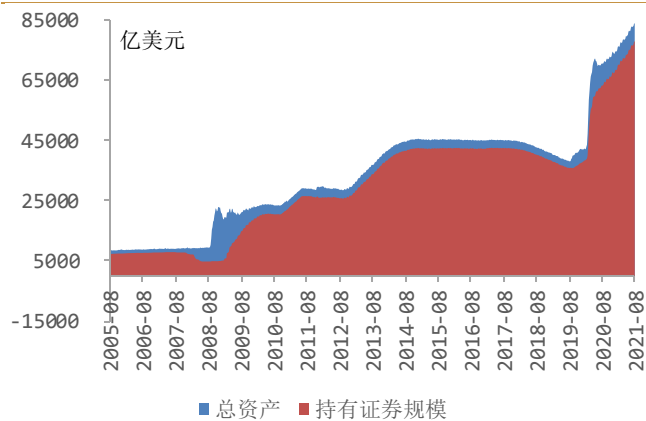
美联储的一举一动牵动着全球市场的心，作为预期管理的高手，美联储大量放水后逐渐收紧不是个新鲜事，次贷危机爆发后，美联储实行了三轮QE，梳理之前美联储逐渐退出宽松的措施对于现在也有着较高的参考意义。

1.1 大危机后的 Taper 循序渐进

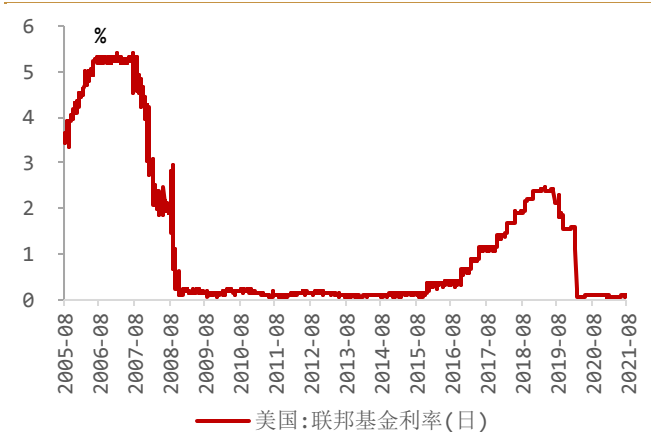
2008年金融危机后，美联储退出QE的节奏重点参考美国经济以及劳动力市场复苏的情况，正式开始之前经过较长时间的深思熟虑。为应对金融系统可能崩溃的问题，美联储早在2007年中就出台了一系列政策，在短期融资市场方面，2007年8月市场出现动荡时，美联储的最初行动包括大规模的公开市场操作、对贴现率、贴现窗口借款和证券借贷程序的调整；货币政策方面，联邦公开市场委员会（FOMC）分别在2007年9月和10月将联邦基金利率目标下调了50和25个基点，并在12月及次年1月再次下调。但这些措施不足以抵御金融系统的崩溃，2008年下半年，金融市场动荡加剧，信贷条件进一步收紧，资产价值下滑，且劳动力市场状况恶化明显，与此同时能源等大宗商品价格大幅下跌，美元汇率上升。美联储分别在2008年11月、2010年11月和2012年9月施行了三次量化宽松政策，一直持续到2013年下半年，这其中的政策工具包括购买MBS及机构债券等非常规政策工具，财政部推出定期资产支持证券贷款工具（TALF）等。2013年下半年，随着经济复苏的加强，劳动力市场进一步改善，Taper逐渐纳入讨论，首次提出是在2013年5月份时任美联储主席的伯南克讲话时。虽然从经济指标看，2013年就有所好转，但美联储仍然强调了宽松的货币政策，并加强了联邦基金利率的前瞻指引，以支持朝着就业最大化和价格稳定的方向取得进一步进展。美联储最为关注就业和通胀两方面指标，自2013年6月份以来，美国就业人数以每月约17.5万人的平均速度增长，失业率从6月份的7.5%下降到2014年1月份的6.6%；通胀保持在较低水平，PCE价格指数年增长率显著低于2%的长期目标；经济增速也有所回升，消费、企业投资、出口等均出现了增长。

美联储开始缩减购债规模后，并没有立即收紧其货币政策。美联储决定从2014年1月开始Taper，以每月750亿美元的速度增持长期证券，而不是之前的每月850亿美元。在2014年1月的议息会议上，因为FOMC看到了经济状况和前景的持续改善，将资产购买的速度在之前的基数上每月再额外减少100亿美元，至650亿美元。2014年上半年，劳动力市场的整体状况继续改善，6月就业人数平均增加约23万人，失业率降至6.1%，较2009年峰值低近4个百分点。尽管有这些改善，但当时的劳动力参与率、招聘和辞职率等指标都表明，劳动力市场仍存在严重疲软。基于此，美联储在2014年前四次会议上，都将联邦基金利率的目标区间保持在0-0.25%不变，并继续增持长期证券（在逐渐减少）。继FOMC在2014年7月和9月的会议上进一步大幅削减资产购买步

第三轮量化宽松正式结束。在 2015 年 1 月下旬会议上，FOMC 认为前景与 2014 年 12 月时大致相似，通过适当的宽松货币政策，经济活动将以温和的速度扩张。2015 年 12 月，美联储提高联邦基金利率 25 个基点至 0.25-0.5%，美联储加息幅度不大，对于资本市场的影响较温和。综合来看，在大衰退时期，美联储采取了一系列非常规政策，导致其资产负债表规模激增，后来美联储借助超额准备金利率 IOER 以及隔夜逆回购利率 ON RRP 来将联邦基金利率调整到目标区间。

图 1：美联储资产负债表规模


数据来源：Wind、西南证券整理

图 2：美国联邦基金利率走势


数据来源：Wind、西南证券整理

1.2 当前与 2013 年时的相似与不同

近期关于 Taper 的讨论渐起，综合来看与 2013 年有很多相似点。当地时间 8 月 27 日，杰克逊霍尔全球央行年会召开，主题为“不平衡经济下的宏观经济政策”，美联储主席鲍威尔以“新冠疫情时期的货币政策为题”发表讲话，重申通胀走高只是暂时性因素影响，并警告了 Delta 毒株对于经济的负面影响。他与大多数美联储官员都支持缩减购债规模并不直接暗示未来的加息时间，鲍威尔自身依然持偏鸽派的观点。从目前美联储官员的表态看，大多数官员支持年内开始 Taper，根据当前美国经济状况，从通胀和就业角度看，年内美联储开始缩减购债规模的概率较大。目前情形与 2013 年对比，有两点相似之处：

(1) 从美联储参考的主要指标来看，就业情况都处于明显好转中，并且 2013 年和 2021 年美国劳动力市场的恢复基础都不牢固，当前美联储主要官员认为通胀高企仅为暂时性因素导致，2013 年时美联储同样认为当时的通胀较低也是由于暂时性的能源价格较低所导致的

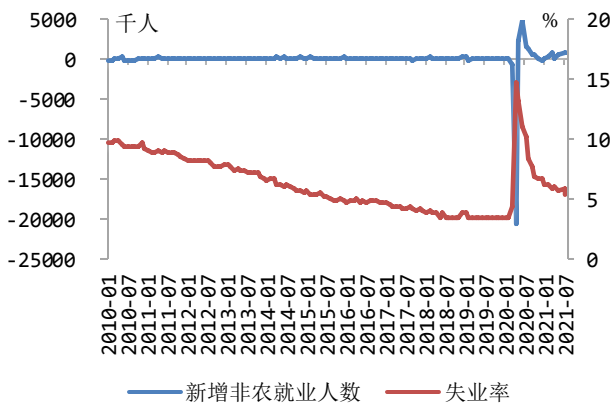
(2) 从政策本身来看，两次危机美联储都施行了大规模的非常规货币政策措施（本次的措施也在一定程度上参考了金融危机时的政策），也都导致了美联储资产负债表的大规模攀升，所以在考虑货币政策正常化时，美联储都希望可以平滑、稳定的过渡。

但与 2013 年相比有三方面的明显不同：

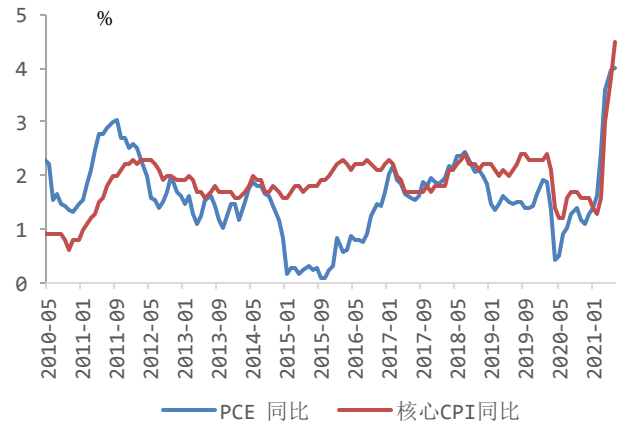
首先，本次危机是外因导致，且更加突然，虽然 2008 年危机爆发后，市场同样经历了大震荡，但那之前，房地产市场的不稳定、金融系统的风险点已有端倪，美联储也采取了一系列措施。

其次，本次采用非常规的政策力度较之前更大，购债规模为每月 1200 亿美元（包括 800 亿美元的美国中长期国债和 400 亿美元的 MBS），但从利率来看，本次的政策空间不如之前的大。2017 年 9 月，联邦基金利率为 5.25%，而 2019 年 2 月，此利率为 2.40%，2020 年 3 月的经济衰退前利率比 2008 年经济衰退前的利率低 3.75 个百分点。

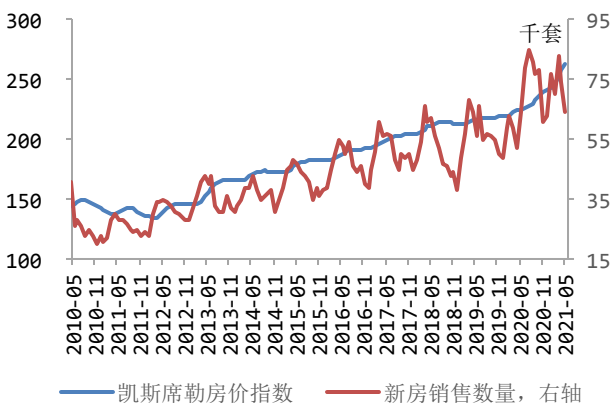
再次，美国现在面临更加复杂的全球环境，08 年金融危机时，美国的进出口发展较好势头给了经济助力，但当下全球都在同比复苏中，且国家间关系更加复杂。

图 3：近期美国就业市场持续回暖


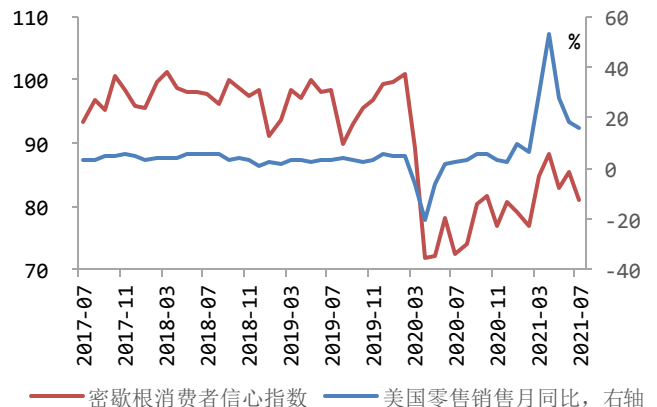
数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：美国通胀仍处于高位


数据来源：Wind、西南证券整理

图 5：美国房价指数持续攀高


数据来源：Wind、西南证券整理

图 6：美国消费市场仍在复苏中


数据来源：Wind、西南证券整理

2 美国财政政策：拜登之意与未来走势

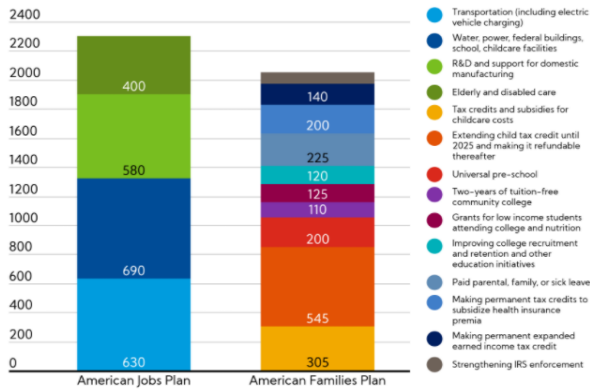
拜登的重建更美好计划包含三个部分，首先是针对疫情的 1.9 万亿美国救援计划，已于 2021 年 3 月通过，其次是以重建美国基建和就业机会的美国就业计划 (AJP)，第三是用于投资儿童保育和教育相关的美国家庭计划 (AFP)，目前最受关注的是后两项，预计将在 2021 年四季度开始发力。

2.1 拜登计划的最初意图

拜登的三大计划逐步实施，就业计划和家庭计划双管齐下。当地时间 3 月 31 日，美国总统拜登在他当初总统竞选演讲的第一站匹兹堡发表基建计划宣言，并公布超过 2.3 万亿美元的“美国就业计划”，但随后遭遇共和党反对。为尽早达成共识，拜登政府不断让步，5 月 21 日缩减至 1.8 亿美元，随后在 6 月缩减至 5790 亿美元，6 月 24 日拜登与参议院两党小组达成共识，新增 5500 亿美元用于基建计划，当地时间 8 月 10 日上午，参议院批准了 1 万亿美元新支出，涉及 5500 亿美元新增基建支出，相较于最初的 2.3 万亿美元，删减了护理服务、制造业投资、住房医院投资以及绝大部分绿色基建；当地时间 8 月 24 日，众议院投票通过了基建法案，同时通过了 3.5 万亿美元的预算草案（家庭计划的大部分条款被纳入其中）。从白宫 3 月公布的拜登最初的基建计划细则看，该计划主要有六大方面。首先，道路交通方面，修复高速公路，重建桥梁，升级港口，机场和运输系统；第二，城市基础设施方面，改善饮用水系统、电网和高速宽带；第三，房屋方面，建造、保护和改造 200 多万幢住宅和商业建筑；第四，创造就业方面，为护理人员，尤其是当中的有色女性，创造就业机会和提高工资和福利；第五，重振制造业方面，保障美国供应链的安全，增加研发投入，完善培训体系，提升美国在芯片、生物技术和能源领域的优势；第六，保障就业方面，创造更高质量的工作岗位，明确鼓励美国国内企业及在美制造商品和材料。当时，除了美国就业计划，拜登还公布了一项“美国制造”税收计划来配合。目前通过的基建计划中，拨款重点分为四大领域：家庭、气候、医疗保健、基础设施和就业。

从拜登计划设计可以看出有三个关键词：美国优先、就业以及均衡。首先是美国优先，这个关键词体现在就业、振兴制造业等多个方面，包括鼓励制造业回流、鼓励创造美国国内企业工作机会、给国内企业更多的援助，给意图在海外避税的公司更多税收压力；其次是就业，一方面虽然美国当前经济增长预期较强，但失业率仍高于疫情前水平，2021 年 7 月美国失业率为 5.4%，就业结构性问题仍然存在；另一方面，基建计划本身也是为了创造更多的就业岗位，尤其是扩充中产阶级规模；再次是均衡，体现在地域、种群及收入水平上的多方面均衡。地域上，目前美国高增长、高工资的行业，有一半集中在 41 个县 (County) 中，地域之间的发展很不平衡；种群和收入水平上，有色人种和低收入人群更有可能生活在最容易受到洪水和其他气候变化相关天气事件影响的地区，拜登基建计划强调有色人种，尤其是给予从事护理业的有色女性予以支持。据统计，飓风“哈维”过后，黑人和西班牙裔居民报告在没有恢复支持的情况下遭受收入冲击的可能性是白人的两倍。拜登的基建计划并不是“原创”，2011 年 8 月，时任总统奥巴马为行政部门领导们发布了一份备忘录，开头就指出，美国的竞争优势必须确保有快速、可靠的方式来运送人员、货物、能源和信息。投资于国家的基础设施会带来即时和长期的经济利益，在就业增长必须成为重中之重的时候，有针对性的基础设施投资可以成为创造就业和经济增长的引擎。奥巴马整个总统任期都在强调这个问题，经常指出美国基础设施的明显失灵是国家经济衰退的核心原因和症状，拜登此次推出的大规模基建及计划与当初奥巴马的提议如出一辙。

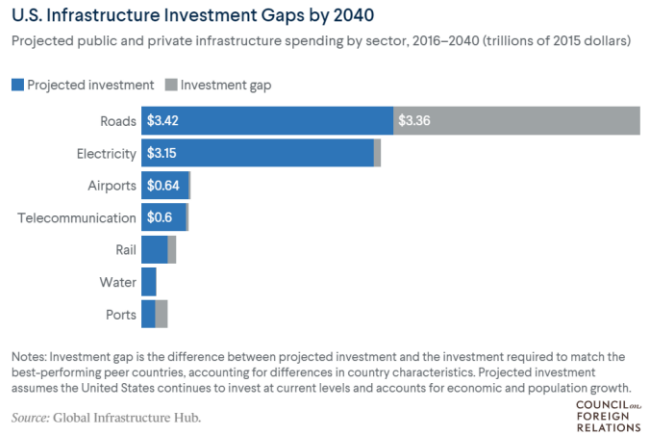
图 7：美国就业计划和家庭计划的主要领域投资额



Source: White House Fact Sheets.

数据来源：白宫、IMF，西南证券整理

图 8：美国基建缺口



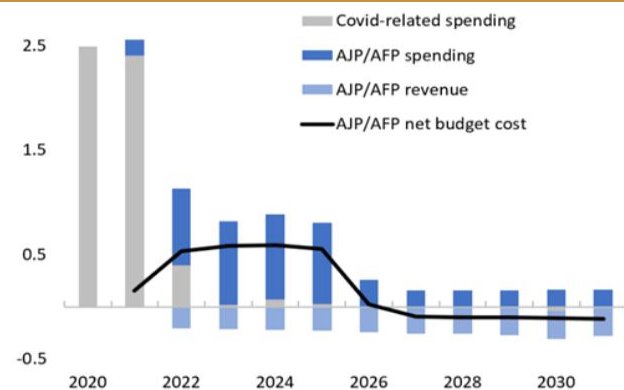
Source: Global Infrastructure Hub.

数据来源：Global Infrastructure Hub、西南证券整理

2.2 美国两项财政计划的逐渐发力

通过将本次大规模的财政政策与 2008 年后的财政政策对比，拜登的计划更加激进，在货币政策空间有限的情况下，财政政策的发力明显。2008 年，美国国会通过了 1520 亿美元的经济刺激法案，2009 年通过了 7870 亿美元的美国复苏与再投资法案，主要涉及退税以及商业投资等支出，且重点推出对于汽车行业的支持政策。而本次拜登的计划从规模上和覆盖范围上都更大，在之前多轮的纾困政策的基础上，更多的是对全行业尤其是制造业的支持。从过程来看，拜登的美国家庭计划和美国就业计划推进并不一帆风顺，但从目前的进度来看，两党对于扩大支出有一定共识，争议主要在资金来源以及规模上。9 月，美国失业救济金即将到期，将对居民消费产生负面影响，但即将推出的新一轮美国财政支出方案可能会短期刺激美国需求，利好就业市场。且根据上文的分析，美联储 Taper 大概率在今年年内执行，拜登的两项计划将对货币政策形成补充。未来，AJP 和 AFP 将约增加 4 万亿美元支出（约占 2021 年 GDP 的 17.4%），支出的部分资金将通过对企业利润和高收入家庭征税来获得。根据 IMF 的估计，随着未来几年美国财政支出的增加，在考虑不同支出带来的不同财政乘数的情况下，AJP 和 AFP 将使美国 GDP 水平在 2022-2024 年期间累计增加 5.3%，但之后的效果将逐渐减弱。

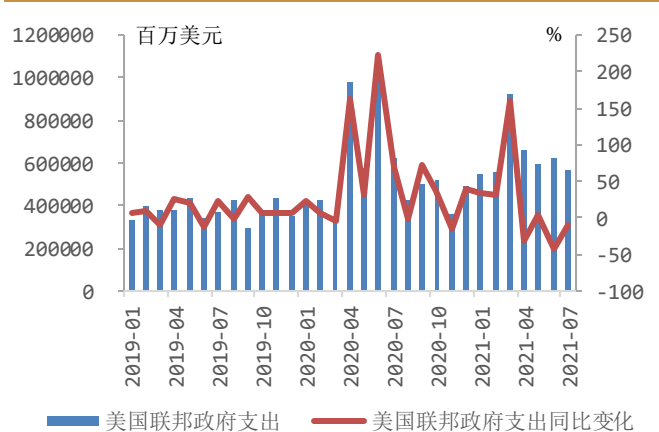
图 9：美国就业计划和家庭计划将分布在多年



Sources: Congressional Budget Office and IMF staff estimations.

数据来源：IMF，西南证券整理

图 10：美国联邦政府支出规模维持高位



数据来源：Wind，西南证券整理

3 疫情后，政策之间的互相配合

从美国政策来看，美联储和联邦政府的政策互相配合，在疫情时两者协调一致且规模较大，在疫情后两者进度不一。金融危机后十年（2009年年中到2020年3月），美联储资产负债表扩张明显，通胀一直处于低位，美联储的政策较温和，利率处于较低水平，欧元区和日本也是如此，这降低了货币政策引导预期的能力也降低了其政策空间；发达经济体的通胀和就业之间的联系减弱（菲利普斯曲线变平）；其次，发达经济体对于锚定通胀预期看得比确保通胀的目标之下更重要；再次，在货币政策空间有限的情况下，财政政策在很大程度上承担了经济稳定的重担，尤其是在欧元区，为应对债务危机，实施宽松的财政政策，刺激经济的发展。在长期的政策扩张后，经济的供给约束受到挑战，发达经济体陷入需求不足、通胀疲软、低利率的阶段，这也就使得财政政策的重要性进一步提升。到疫情爆发时，市场普遍担心发达市场货币政策空间的问题，但从落地政策来看，非常规的增加购债起了主要的作用，且各国央行与政府都有不同程度的合作，美国、欧元区和日本都陆续出台大规模的货币和财政政策，合力刺激经济在短期内走出衰退。从美国看，随着时间的推移，机构间合作以及货币政策和财政政策提供的能力不断下降，这也就意味着进一步刺激不足，可能会减缓复苏的速度，出于此担心，美联储维持较宽松的货币政策，以及较大的购债规模。

从货币政策和财政政策的配合来看，两者双管齐下，未来依靠财政发力的趋势明显。从过程上看，货币政策通过前瞻性指导，也就是声明在通胀持续上升之前不会提高政策利率，从而产生更高的财政乘数；同时使用非常规政策工具降低国债收益率从而降低了政府借贷成本，创造出更大的财政空间。到货币政策逐渐走向正常化后，新的财政政策开始落地实施，拜登的美国就业计划和美国家庭计划都旨在刺激总需求，并重点提升劳动力市场的景气，可能进一步利好美国的经济复苏。从美联储资产负债表的负债端可以发现，美国财政部一般账户（TGA）从2021年3月新一轮1.9万亿美元的财政刺激的发放以及7月底债务上限重新生效而持续下降，另一方面，4月底以来，美联储逆回购操作规模逐渐扩大，其增加幅度远超同期财政部TGA账户的下降幅度，财政部库存现金也维持在较低水平，从2020年3月的峰值3.28亿美元降至2021年8月的0.43亿美元。6月，美联储将隔夜逆回购协议的利率上调了5个基点至0.05%，将超额准备金利率上调5个基点至0.15%，逆回购操作的增加也使得流动性回流到美联储，美联储货币政策正常化进程正在推进。如果Taper从11月开始，以每月减少购买100亿美元的国债和每月50亿美元MBS的速度，Taper将在大约7个月（2022年5月）左右完成，新一轮财政计划将逐渐发力。

图 11：美联储购买 MBS 以及利差情况

Federal Reserve Agency MBS Purchases, MBS Current Coupon and Current Coupon OAS Spreads
Dollars (billions) Basis points

图 12：美国财政部一般账户及现金都处于较低位置

20000 7 7 2021 400

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_26027

