

货币宽松的同时，财政扩张更加重要

——从美国 2 万亿财政刺激谈起

引言：3月末美国政府推出 2 万亿美元经济刺激计划，规模远大于 2009 年 ARRA 法案。我们认为，危机初期，货币政策更为重要，提供流动性以稳定金融体系；危机后和经济复苏阶段，财政政策的扩张可能更为重要。从 2008 年金融危机的应对经验来看，美国相对欧元区、日本复苏更为稳健，得益于财政与货币的积极配合。对我国而言，当前阶段，货币宽松的同时，财政政策的扩张更为重要。

一、美国政府推出 2 万亿美元经济刺激计划，规模远大于 2009 年 ARRA 法案

- 3 月末美国政府推出了 2 万亿美元经济刺激计划《冠状病毒援助，救济和经济安全法》（CARES 法案），相当于 2019 年美国 GDP 的 9.3%。与此相对比的是，2009 年 2 月《美国复苏与再投资法案》（ARRA）为 8310 亿美元，相当于 2008 年美国 GDP 的 5.6%，此次刺激规模远大于 2009 年 ARRA 法案。
- 该财政刺激法案重点侧重于支持个人、家庭部门和企业，以帮助应对疫情造成的经济停滞、失业攀升和收入下降等问题。主要集中在七个方面：个人（5600 亿美元）、大型企业（5000 亿美元）、小型企业（3770 亿美元）、州和地方政府（3398 亿美元）、公共卫生（1535 亿美元）、公共安全（260 亿美元）、教育及其他（437 亿美元）。
- 疫情对经济造成严重负面冲击，这是美国迅速推出以上刺激政策的经济背景。往前看，为应对疫情对经济的冲击，美国可能再度推出新的财政刺激计划，可能包括支持医务人员、公共交通、能源行业的政策，以及面向中低收入人群减税等。

二、2008 年金融危机后，美国复苏相对更稳健，得益于财政与货币的积极配合

- 危机后全球经济复苏缓慢，主要经济体中，美国复苏相对更稳健，日本、欧元区经济复苏相对较弱。金融危机后美国复苏相对更稳健，源于财政与货币的积极配合；欧元区、日本的问题在于财政政策受限下，只能依赖货币政策的央行，其他如欧央行、日本央行货币宽松则不断加码。回顾历史我们可以得到这样一个结论：危机初期，货币政策更为重要，提供流动性以稳定金融体系；危机后和经济复苏阶段，财政政策的扩张可能更为重要。

三、对我国而言，当前阶段货币宽松的同时，财政政策的扩张更为重要

- 危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性，稳定金融体系，中期则着眼于降成本，且“量”的宽松非常明显。往前看，预计今年再降准 1-2 次，MLF、LPR 也将有所下调，存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。
- 虽然当前全球经济走弱是因为疫情这一外生冲击，但是基本结论是比较类似的，即危机初期，货币政策更为重要，危机后和经济复苏阶段，财政政策的扩张可能更为重要。前期财政政策重点集中于增加支出、贴息等方式支持抗疫情、纾困；随着国内疫情逐渐消退，财政政策将由前期救助转向第二阶段内需反补外需的经济刺激。我们预计今年一般财政预算赤字率可能在 4%-5% 之间，新增地方政府专项债 3.50 万亿元左右，特别国债可能超过 1 万亿元，PSL 净增 6000 亿元以上，国开债等政策性金融债也将加大发行力度。

风险提示：国内外疫情发展存在不确定性；财政扩张下政府债务攀升的问题；美联储货币宽松力度边际收紧等问题。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

内容目录

引言	3
一、美国政府推出 2 万亿美元经济刺激计划，规模远大于 2009 年 ARRA 法案	3
二、2008 年金融危机后，美国复苏相对更稳健，得益于财政与货币的积极配合	7
(1) 金融危机后美国复苏相对更稳健，得益于财政与货币的积极配合	8
(2) 欧元区财政政策受限，货币政策“独木难支”，复苏明显偏弱	10
(3) 日本财政政策空间相对有限，货币政策大幅宽松，复苏同样偏弱	11
三、对我国而言，当前阶段货币宽松的同时，财政政策的扩张更为重要	13

图表目录

图表 1: CARES 法案财政刺激主要集中在七个方面	3
图表 2: CARES 法案财政刺激主要内容	4
图表 3: 纽约联储每周经济指数降至历史低位 (%)	5
图表 4: 当周初次申请失业金人数升至历史高位	5
图表 5: ECRI 领先指数增速降至历史低位	6
图表 6: 持续领取失业金人数与失业率	6
图表 7: WEI 与实际 GDP 同比	7
图表 8: 2008 年金融危机后，美国经济复苏相对更稳健 (%)	7
图表 9: 应对金融危机过程中，美国政府杠杆率大幅攀升 (%)	9
图表 10: 应对金融危机过程中，美国政府赤字率大幅攀升	9
图表 11: 金融危机后欧元区政府杠杆率抬升，但更多源于被动上升 (%) ...	11
图表 12: 金融危机后，日本政府杠杆率升至 200% 高位 (%)	12

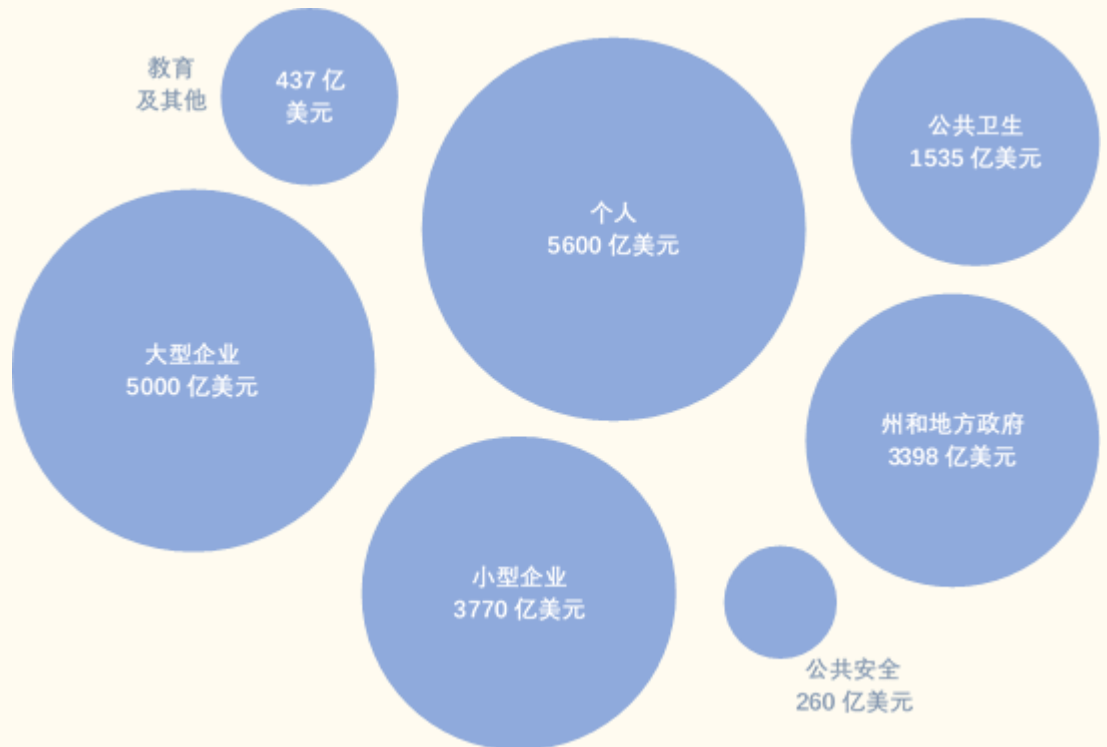
引言

3月末美国政府推出2万亿美元经济刺激计划，规模远大于2009年ARRA法案。我们认为，危机初期，货币政策更为重要，提供流动性以稳定金融体系；危机后和经济复苏阶段，财政政策的扩张可能更为重要。从2008年金融危机的应对经验来看，美国相对欧元区、日本复苏更为稳健，得益于财政与货币的积极配合。对我国而言，当前阶段，货币宽松的同时，财政政策的扩张更为重要。

一、美国政府推出2万亿美元经济刺激计划，规模远大于2009年ARRA法案

3月末，美国政府推出了2万亿美元经济刺激计划《冠状病毒援助，救济和经济安全法》(CARES法案)，相当于2019年美国GDP的9.3%。与此相对比的是，2009年2月《美国复苏与再投资法案》(ARRA)为8310亿美元，相当于2008年美国GDP的5.6%，此次刺激规模远大于2009年ARRA法案。此次财政刺激重点侧重于支持个人、家庭部门和企业，以帮助应对疫情造成的经济停滞、失业攀升和收入下降等问题。主要集中在七个方面：个人(5600亿美元)、大型企业(5000亿美元)、小型企业(3770亿美元)、州和地方政府(3398亿美元)、公共卫生(1535亿美元)、公共安全(260亿美元)、教育及其他(437亿美元)。具体来看：个人方面规模最大，包括现金补助3,000亿美元，以及额外失业金2600亿美元；大型企业方面，约580亿美元用于航空公司，以及为国家安全至关重要的企业提供170亿美元资金；小型企业方面，提供100亿美元补贴，以及为小企业管理局提供3500亿美元，支持小型企业贷款；州和地方政府方面，2740亿美元用于特定的COVID-19相关工作，其中包括1500亿美元的直接援助，支持资金短缺的州和地方政府(详见图表2)。

图表 1: CARES 法案财政刺激主要集中在七个方面



来源：美国国会，公开信息整理，国金证券研究所

图表 2: CARES 法案财政刺激主要内容

对象	金额 (亿美元)	主要内容
个人	5600	现金补助 3,000 亿美元。收入低于 75,000 美元的个人可以一次性获得 1,200 美元现金补贴；每个孩子家庭将获得 500 美元； 额外失业金 2600 亿美元，具体根据申请失业人数有所变化。
大型企业	5000	约 580 亿美元用于航空公司，用于支付员工工资、薪酬和福利。其中，客运航空 250 亿美元，货运航空 40 亿美元，航空承包商 30 亿美元； 为国家安全至关重要的企业提供 170 亿美元资金； 其他部分用于支持美联储货币工具，以支持对企业、州和地方政府的贷款，为金融体系提供流动性。
小型企业	3770	为小型企业提供 100 亿美元补贴，其中每个企业不超过 10,000 美元； 为小企业管理局提供 3500 亿美元，以为每个企业提供不超过 1000 万美元的贷款； 现有贷款的减免：已经使用 SBA 贷款的小型企业提供 170 亿美元用于支付六个月的还款。
州和地方政府	3398	2740 亿美元用于特定的 COVID-19 相关工作，其中包括 1500 亿美元的直接援助，支持资金短缺的州和地方政府； 其他还包括 50 亿美元的社区发展补贴，130 亿美元的 K-12 教育，140 亿美元的高等教育和 53 亿美元的儿童和家庭计划，包括对儿童保育中心的即时援助。
公共卫生及健康	1538	为应对冠状病毒的医院提供 1000 亿美元； 为社区卫生中心提供 13.2 亿美元额外资金； 用于诊断、治疗和疫苗的资金为 110 亿美元； 疾病控制和预防中心，43 亿美元； 退伍军人医疗保健，200 亿美元； 国家战略储备提供 160 亿美元，以增加医疗设备，包括呼吸机和口罩等。
教育	437	包括对学生贷款的减免，以及勤工俭学基金支持。
公共安全	260	儿童营养，为学生提供食品，88 亿美元； 补充营养援助计划，155 亿美元； 食品赈济，4.5 亿美元。

来源：美国国会，公开信息整理，国金证券研究所整理

此外，美联储迅速降息至零，资产负债表大幅扩张，货币政策非常宽松。美联储在迅速降息至零的同时，启动 QE，并且重启了商业票据融资工具（CPFF）和一级交易商信贷工具（PDCF）、货币市场共同基金流动性工具（MMLF）和定期资产支持证券贷款工具（TALF）；设立一级市场公司信贷工具（PMCCF）和二级市场公司信贷工具（SMCCF），临时回购协议工具（FIMA），支持薪资保护计划工具（PPPF）。此外，与九家央行建立了临时美元流动性互换协议。美联储资产负债表规模也大幅扩张，由 2019 年末 4.17 万亿美元扩张至 6.08 万亿美元。

疫情对经济造成严重负面冲击，这是美国迅速推出以上刺激政策的经济背景。疫情影响下，美国各州和地方政府发布了严格的社交隔离或居家要求，经济活动顿时陷入停滞，正在对经济造成严重负面影响。从高频数据来看，纽约联储每周经济指数（WEI）同比降至-8.9%，3 月最后两周共有 1017 万人初次申请失业金，4 月第一周初次申请失业人数继续保持 660 万人高位，ECRI 领先指标也降至-37%的水平，为 1968 年以来最低水平。3 月美国失业率由此前 3.5%升至

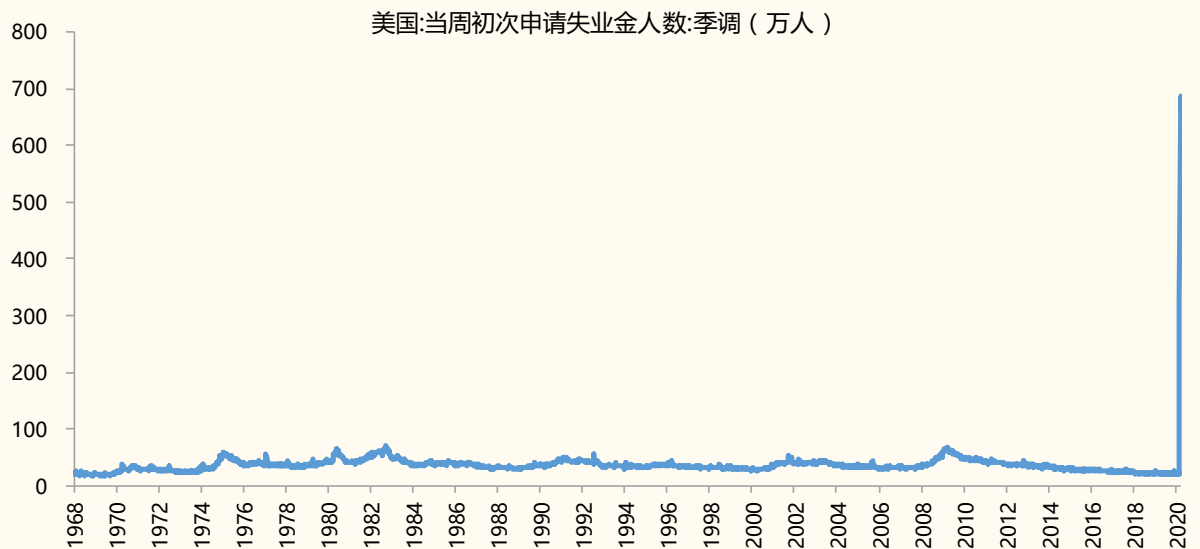
4.4%。我们根据持续领取失业金人数和失业率，以及 WEI 与实际 GDP 之间的关系，估算得到，如果 Q2 持续领取失业金人数上升至 1200 万人，那么 Q2 失业率将上升至 28% 左右；如果 Q2 WEI 同比均值降至 -13%，那么 Q2 实际 GDP 同比将降至 -16% 左右。可以看到，疫情正在对经济造成严重负面冲击，这是美国迅速推出以上刺激政策的经济背景。往前看，为应对疫情对经济的冲击，美国可能再度推出新的财政刺激计划，可能包括支持医务人员、公共交通、能源行业的政策，以及面向中低收入人群减税等。

图表 3: 纽约联储每周经济指数降至历史低位 (%)



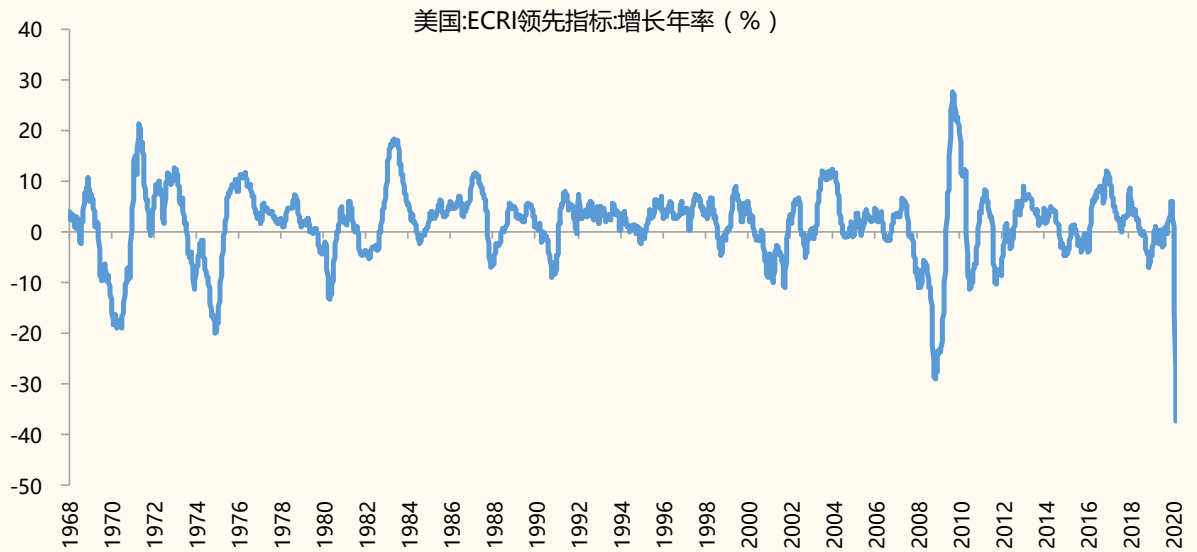
来源: NY FED, 国金证券研究所

图表 4: 当周初次申请失业金人数升至历史高位



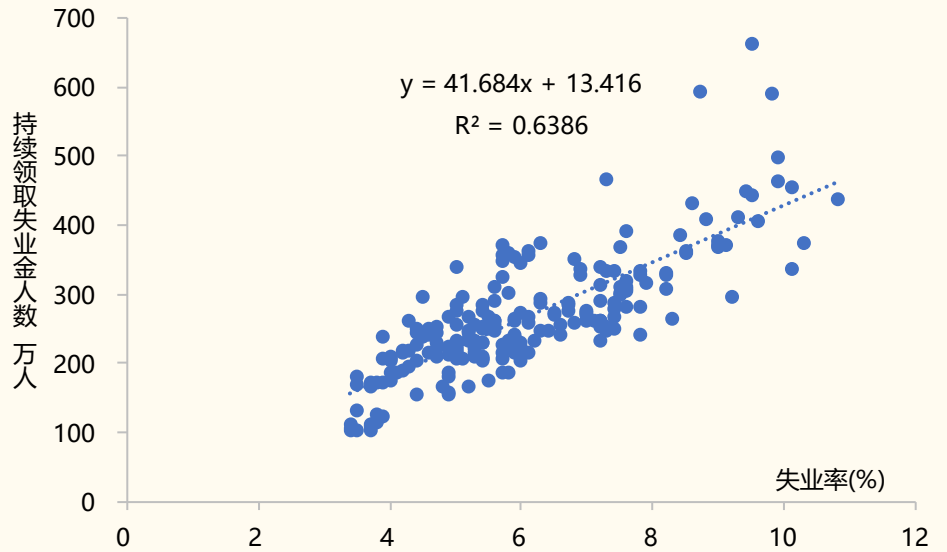
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: ECRI 领先指数增速降至历史低位



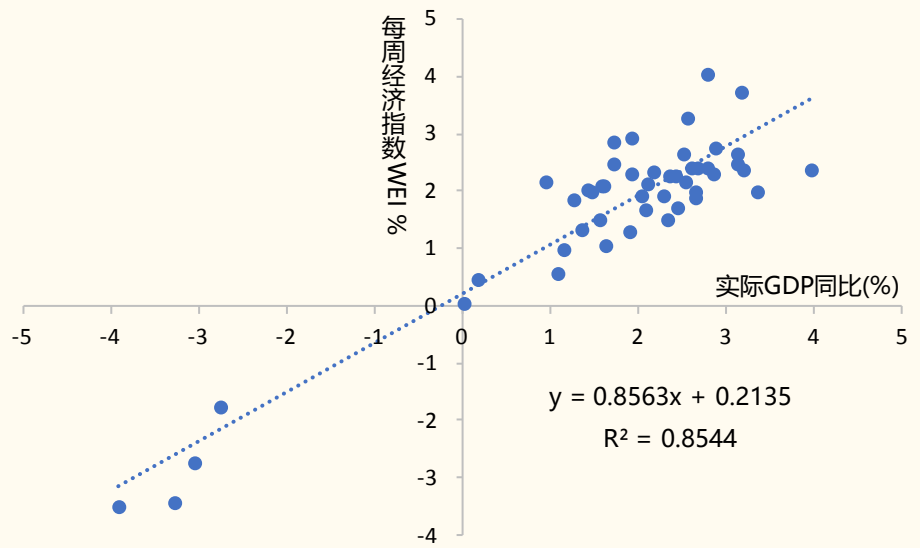
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 持续领取失业金人数与失业率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: WEI 与实际 GDP 同比

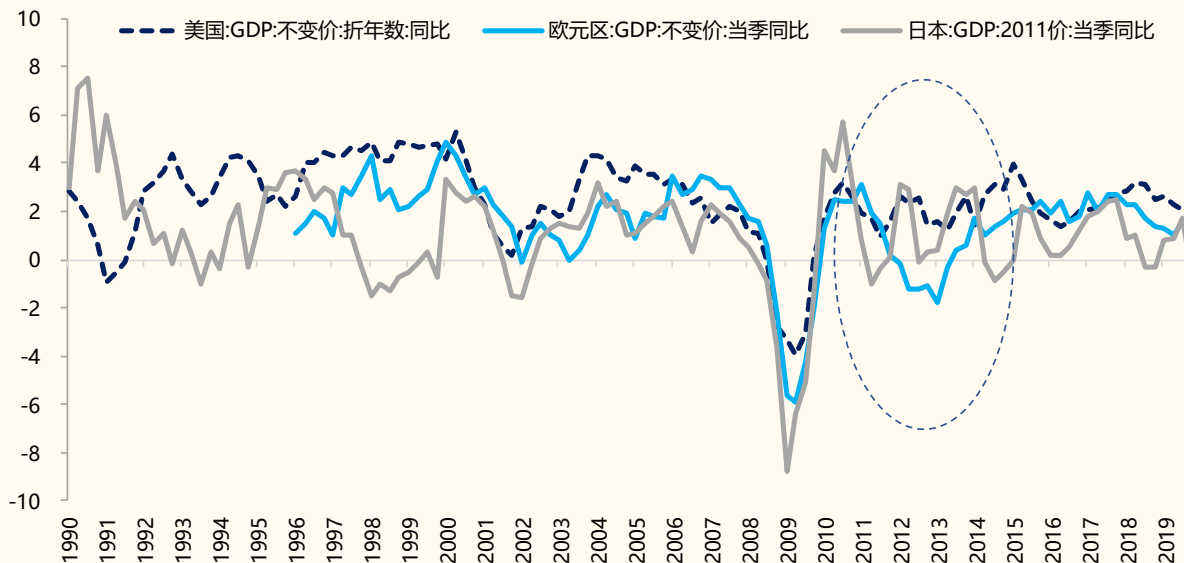


来源: NY FED, Wind, 国金证券研究所

二、2008 年金融危机后，美国复苏相对更稳健，得益于财政与货币的积极配合

2008 年金融危机对全球经济造成严重负面冲击，08-09 年，全球经济增速由 3.0% 大幅降至 0.01%。危机后，全球经济复苏缓慢，在主要经济体中，美国复苏相对更稳健，2011-2018 年美国实际 GDP 增速均值为 2.2%，日本、欧元区经济复苏相对较弱，这一时期均值分别为 1.0%、1.3%，且 2012-2013 年欧元区经济还经历了二次衰退；美联储也是主要货币当局中唯一成功退出货币宽松的央行，其他如欧央行、日本央行货币宽松则不断加码。金融危机后美国复苏相对更稳，源于财政与货币的积极配合；欧元区、日本的问题在于财政政策受限下，只能依赖货币政策，经济复苏明显偏弱。回顾历史我们可以得到这样一个结论：危机初期，货币政策更为重要，提供流动性以稳定金融体系；危机后和经济复苏阶段，财政政策的扩张可能更为重要。

图表 8: 2008 年金融危机后，美国经济复苏相对更稳健 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

(1) 金融危机后美国复苏相对更稳健，得益于财政与货币的积极配合

2008 年金融危机源于此前房地产市场的大幅下跌，进而导致以房地产为标的衍生品大规模违约，冲击金融体系，再扩散到实体经济。美国房价的顶部是在 2006 年创造的，此后房价开始逐步下跌。起初房地产市场的调整是相对比较缓慢的，并没有引起重视，大部分人认为房地产市场调整将是暂时的，并不会对经济造成严重的负面影响。随着房价进一步下降，房地产贷款违约率明显上升，进而影响了以房贷为基础资产的相应衍生品价格。2008 年上半年美国实际 GDP 平均增长 1.1%，增速有所放缓，主要是受到住宅投资的拖累。2008 年下半年，随着雷曼兄弟的倒闭，问题从房地产市场快速蔓延至了金融市场，进而蔓延至全球经济。2008 年第三季度，美国 GDP 开始明显下行，四季度当季同比下降至-2.8%，陷入衰退。为应对危机，美国一方面推出了财政刺激计划，另一方面美联储迅速降息且大幅扩表，危机后美国复苏相对更稳健，得益于财政与货币的积极配合

危机后，美国迅速推出一系列财政刺激计划。2008 年 7 月日布什政府实施的《住房和经济复苏法案》，授权美国财政部动用不超过 4000 亿美元财政资金购买房利美和房地美的优先股及为其发行的公司债券提供担保；2008 年 10 月布什政府实施的《紧急经济稳定法案》，授权美国财政部动用不超过 7000 亿美元财政资金主要用于购买银行和非银行金融机构的问题资产，对金融机构进行救助；2009 年 2 月奥巴马政府推出《美国复苏与再投资法案》（ARRA）。这一计划最初估计为 7870 亿美元，随后在执行过程中增加至 8310 亿美元，相当于 2008 年美国 GDP 的 5.6%，规模远低于今年 CARES 法案。与 CARES 法案相类似，ARRA 也重点用于支持个人、家庭和企业，其中 2880 亿美元用于税收减免（个人税收减免 2370 亿美元，企业税收减免 510 亿美元）；此外包括公共医疗（1551 亿美元）、教育（1000 亿美元），其他还包括住房市场支持，运输、环境保护、能源等基础设施方面。此后又陆续推出《雇佣激励以恢复就业法案》、《税收减免法案》等财政刺激。

在一系列积极财政政策作用下，美国政府杠杆率明显提升，对冲了私人部门去杠杆，是美国领先其他发达国家开启复苏进程的重要原因。金融危机发生后，私人部门开始了被动去杠杆的进程，私人部门去杠杆的重点是降低债务量，居民部门、非金融企业部门杠杆率持续下降，联邦政府则迅速加杠杆，以平衡私人部门被动去杠杆对经济增长的大幅冲击。政府加杠杆有效帮助了私人部门减轻债务压力，防止了大幅的资产负债表衰退，美国在经历 2008 年深度衰退以后，

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_5797



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn