

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王丰 宏观研究助理  
邮箱: wangfeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 美国经济通览——货币与财政篇

2022年04月14日

### 摘要:

- 美联储历史上是财政部的附属机构，后来转变为管理利率的独立部门，货币政策从基于泰勒规则，转变为锚定“就业和通胀”双重目标，主要管理短端利率。长端利率受基本面、通胀预期、风险溢价（三因素模型）和供需主导。美国收益率曲线形态倒挂，可能预示此后经济会出现衰退。基于曲线斜率建立模型，假设曲线斜率放缓则经济衰退概率增加，在过去 50 年间，当衰退概率超过 80%，美国经济皆陷入衰退。总结历史 6 轮加息规律，不排除本次美联储长时间多次大幅度加息后，美国经济严重下滑，政策不得已转向宽松。
- 美联储新货币政策框架（就业第一，通胀第二）和过去几十年美国通胀中枢下移，导致美联储本次对通胀反应迟缓。持续的高通胀使其大概率会进行“史诗级”加息。利率期货显示市场预计 2022 年仍可能加息 9 个 25BP 至年末联邦基金目标利率达[2.5%,2.75%]区间，5 月起大概率每月缩减 600 亿国债和 350 亿 MBS，何时停止取决于银行准备金的需求。缩减资产负债表，可以缓解美债收益率曲线倒挂的形态。
- 美国具备完善的利率体系工具，通过“量和价”对市场调节。美联储向金融机构提供贷款便利工具和存款便利工具，使得隔夜逆回购(ON RRP)利率和超额准备金率(IORB)形成了利率走廊的下限和上限，SRF 对上限进行补充。美联储向市场提供流动性的方式：第一种是单纯提供流动性支持；第二种是 QE，QE 分为金融类 QE（例如购买 MBS 和国债）和财政类 QE。单独的货币政策不足以应对危机，MMT 理论支持的与财政配合的货币政策(MP3)有效地帮助了美国应对本次疫情危机，一定程度上改善了货币政策 1 和 2(MP1 和 MP2)可能带来的社会贫富加剧。
- 美国的财政框架体系中，需要重点了解(1)两党的政治立场和代表的阶级利益，(2)法案在两会的通过方式：预算调节程序或冗长议事，(3)债务上限与财政预算。在此基础上，便就能够理解 3.5 亿的预算法案，为何选择预算协调程序，为何被大幅削减才得以艰难通过，为何 TGA 账户资金会减少，进而导致商业银行超额准备金和货币市场逆回购增加。“美联储资产-逆回购”，更能够衡量美联储向市场投放的流动性。TGA 账户资金释放，会导致银行超储增长，无论对股、对债，还是大宗商品，都会带来利好。
- 风险因素：数据的统计口径不同而存在偏差，财政和货币行为背景复杂，由于篇幅有限未能展开并充分讨论。

## 目录

一、美国的货币政策框架.....	3
1.1 美联储的职能和框架的转变.....	4
1.2 美联储维护金融稳定性的职能.....	6
1.3 美联储对收益率曲线形态的控制.....	6
1.4 如何判断美联储的货币政策.....	8
二、美国的利率体系.....	9
2.1 美国的利率体系.....	9
2.2 美联储利率走廊的演变.....	11
2.3 如何观测美元的流动性.....	13
三、美国历史上货币政策的梳理.....	15
3.1 美联储如何向市场提供流动性.....	15
3.2 美联储 QE 的演变.....	15
3.3 MMT 理论主张的财政与货币政策配合.....	16
3.4 美联储历史上几轮加息梳理.....	17
3.5 本轮美联储可能进行史诗级加息.....	18
四、美国两党执政下的财政政策.....	19
4.1 两党的政治立场.....	19
4.2 美国财政框架体系.....	21
4.3 债务上限和财政预算.....	22
五、美国财政政策如何与货币政策打配合.....	23
5.1 美联储的资产负债表.....	23
5.2 如何理解美联储的 TGA 账户.....	24
5.3 对美债利率的影响.....	25
风险因素.....	26

## 表目录

表 1: 美国历史上 QE 政策的演变.....	16
表 2: 美国历史上几轮加息的背景梳理和 10 年期国债变动幅度.....	17
表 3: 民主党和共和党观点和政策对比.....	20
表 4: 美国 2022 年 3 月 31 日美联储的资产负债表主要栏目.....	23

## 图目录

图 1: 美国的经济周期和货币周期.....	3
图 2: 美联储的政策目标和五项职能.....	4
图 3: 美国联邦基金目标利率锚定失业率和通货膨胀.....	5
图 4: 美国长期和短期国债的利差.....	6
图 5: 利用收益率曲线斜率预测经济衰退的概率.....	7
图 6: 美国 10 年期国债和 3 年期国债的利差与经济衰退的关联.....	7
图 7: FedWatch Tool 显示 5 月美联储大概率加息 50BP.....	9
图 8: FedWatch Tool 显示 2022 年大概率仍会增加 9 个 25BP 至[2.5%,2.75%]区间范围.....	9
图 9: 美联储的货币政策传导机制.....	10
图 10: 我国的利率体系框架.....	10
图 11: 美联储的利率工具体系.....	11
图 12: 美国利率走廊的上下限.....	13
图 13: Libor-OIS 差值越大, 资金融资成本越高.....	14
图 14: 中国和美国的 10 年期国债的利差在收缩.....	14
图 15: 近期美国 3 年期国债的收益率上升幅度高于 10 年期国债.....	14
图 16: 美国货币政策的演变.....	17
图 17: 美国历史上的几轮加息期及美债收益率上行幅度.....	18
图 18: 美联储资产负债表变化.....	19
图 19: 预算协调程序下草案被确立成法案的过程.....	21
图 20: 美国的联邦债务法定上限和年末联邦债务法定限额.....	22
图 21: 美联储资产端扣除逆回购更能衡量美联储投放市场的流动性.....	23
图 22: 美联储账户的资金变动.....	24
图 23: 2021 年美国国债市场的发行情况.....	25

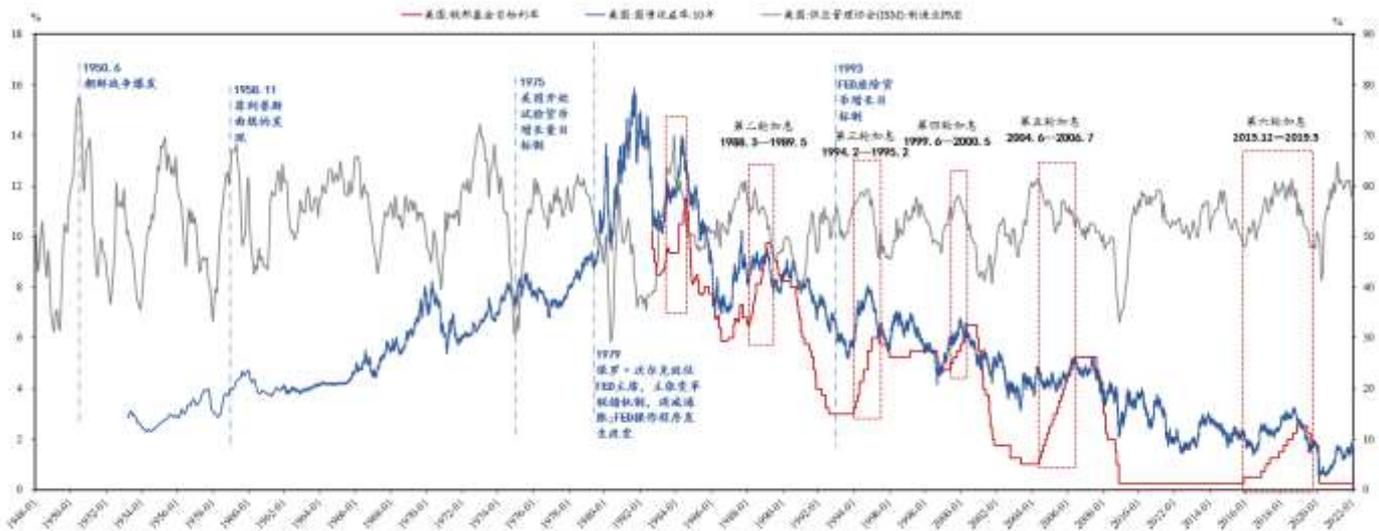
## 一、美国的货币政策框架

美元是全球最大的储蓄货币，主导了全球的贸易结算、跨境信贷供给以及外汇储备，垄断了跨境资本流动和安全资产供给，可以说美联储是全球的中央银行。其货币政策也关系到世界上大部分国家，掣肘了诸多新兴市场国家央行的行为逻辑：美联储加息会增加美国经济本身的系统性风险，同时对新兴国家金融市场和汇率有着不同程度的冲击，曾一度引发过新兴市场国家不同形式的金融或债务危机。例如 1983 年-1984 年美联储加息，作为外部导火索引发了拉美主权债务危机；1994 年-1995 年的收紧也引发了后来的东南亚金融危机；2000 年前的加息，催化了美国内部股市中的互联网泡沫的破裂。

因此，美联储的货币政策和美元流动性的变化，对全球范围内的经济运行和资产配置及研判上，都具有重要意义。而美国的庞大家庭消费，也支撑着全球总需求（关系着我国出口）。非美国国家，尤其是新兴市场国家的外部需求，也严重依赖于美国家庭消费。

本文，我们首先探讨美联储的职能和货币政策框架，了解其利率体系及在金融危机时如何发挥作用，梳理历史几轮量化宽松和收紧时期对经济的影响。随后，我们讨论美国两党统治下的财政政策，以及财政与货币政策如何打配合，如何影响到市场的流动性以及通胀，以及资产价格的表现。

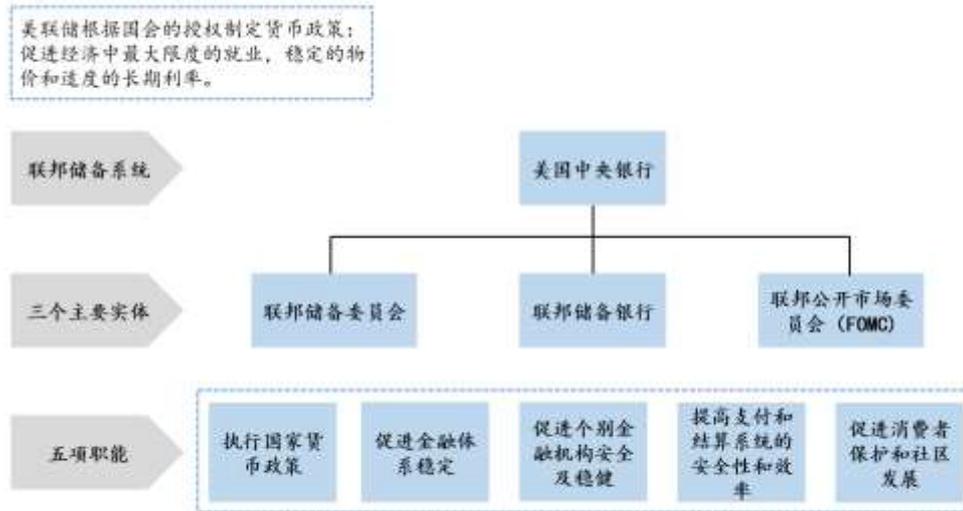
图 1：美国的经济周期和货币周期



资料来源：万得，信达证券研发中心；注：（1）制造业 PMI 以 50% 为界限，代表经济扩张与收缩，领先于 GDP，我们用此数据来方便划分经济周期。（2）为了方便表述，把实行货币政策正常化（Monetary Policy Normalization）中，抬高利率的时期，通俗为加息期。

## 1.1 美联储的职能和框架的转变

图 2：美联储的政策目标和五项职能



资料来源: 信达证券研发中心

为什么我们总强调美联储的独立性？

美联储历史上是财政部的“附属部门”，后来逐步转变成管理利率的“独立部门”。美联储的“独立性”，指的是其政策应该独立于政治因素，具备更长期的经济增长目标和格局。政治家往往出于政绩方面的考虑，出台短视的政策造成政策随政治周期变动。美联储应有所不同。美联储在二战期间，本质上是财政部的附属部门，后来逐渐管理利率，形成了以管理总量为主的体系，尤其是从格林斯潘时期开始。市场上有质疑到美联储的独立性，是存在历史原因的。

格林斯潘（1987 年就任美联储主席）开始，美联储的核心理念基于“泰勒规则”。泰勒规则基本就是在通胀和增长之间进行调整，后来逐步演变“就业和通胀”双重指标。美联储通过调高或降低利率来影响通胀的水平，调节经济周期。其目标是管理短期利率，主要以联邦基金利率为主，短端的利率向长端传导。短端利率主要受流动性和政策影响，长端利率受基本面、通胀和风险溢价（三因素模型）主导，同时受财政部发债和美联储及市场购债等行为（供给需求）调节。

2020 年 8 月，时任美联储主席鲍威尔，宣布施行“货币政策新框架”，重新评价了失业与通货膨胀之间的关系，提高了通胀的容忍度，警惕疫情后就业不足的问题，侧重经济修复，将就业放在第一位，通胀放在第二位。新框架的背后，是美国长期的低利率环境，其政策转变根本原因是菲利普斯曲线逐渐失灵（强劲的劳动力市场并不必然引发高通胀，两者相关性越来越低）和全球长期持续的低通胀。新货币政策框架下，弱化物价调控、提高通胀容忍度，也直接导致了本次美联储对于通胀反应迟缓。

为什么美国过去三四十年，美国通胀中枢是下移的？

美国通胀中枢下移，主要是由宏观背景、人口和产业等结构性因素的调整推动的：

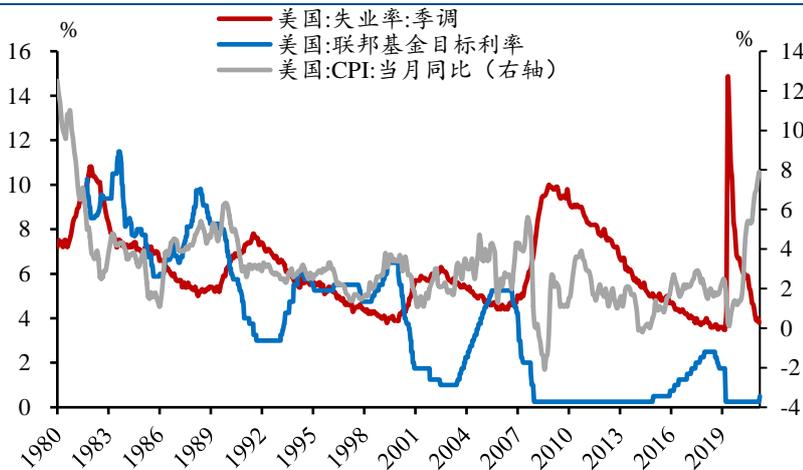
**第一，科技进步和贸易全球化导致成本降低。**全球价值链的发展与技术进步因素使单位生产成本不断减小，推动产品和服务价格下降。美国大量进口廉价商品，抑制了本国的通胀水平。**二是本世纪人口老龄化和贫富差距拉大等问题。**人口老龄化降低了消费和投资，造成总需求不足，给通胀带来了下行压力。占美国总人口 82%为中产阶级（边际消费倾向要远远高于富有家庭），持续扩大的贫富分化抑制了整体居民部门消费率，造成了美国通胀预期持续偏低。**第三，有大量拥有坏账或者不盈利的公司，也压低了通胀。**

本次长时间高通胀的现象是疫情带来的，不同于以往：第一，后疫情时代美国劳动者工作态度的改变，劳动参与率大幅下降，企业招工难，导致劳动力市场工资价格螺旋上升；第二，疫情封锁和地缘性冲突，导致全球供应链阻断和供给缺口，全球都面临着生产成本抬升的通胀压力，即便从国外进口，也难以缓解美国国内通胀的高企；第三，俄罗斯乌克兰地缘性冲突的制裁，加剧了世界范围原油供给的缺口，导致大宗商品价格高涨，助推了通胀的持续性。

为什么美联储在 2021 年，对于通胀的反应如此迟缓？

本质上是 2020 年 8 月新的货币政策框架（就业第一，通胀第二），和过去几十年低利率的环境，导致了本次美联储对于通胀的应对十分迟缓，致使当下美联储落入了，不得不依靠紧急鹰派加息，来部分抑制或缓解持续飙升的通胀水平。新的货币政策实行通胀目标制：“适度容忍通胀率超过 2%”，“强劲的劳动力市场并不必然引发高通胀，无需对失业率下行做出超前反应，对控制物价的优先级相对弱化，更加重视就业”。适度温和的通胀，有利于经济的复苏，可以压低实际利率（名义利率-通胀=实际利率，相当一段时间内，美国的实际利率基本为负数），更大程度上刺激经济增长。但新的货币政策框架，也都成为了前期美联储面对通胀，加息行动迟缓的罪魁祸首。

图 3：美国联邦基金目标利率锚定失业率和通货膨胀



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 1.2 美联储维护金融稳定性的职能

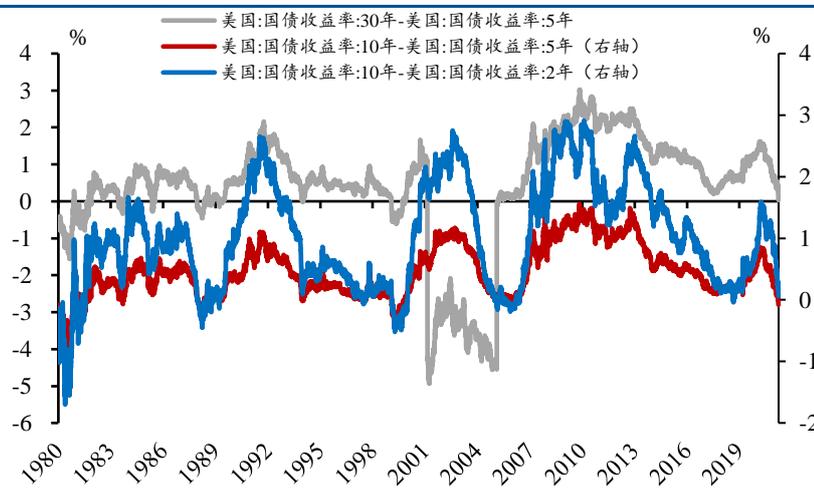
除了就业和通胀，美联储也身具维护金融的稳定性（换言之，维护金融资产价格不要大幅波动，见图 2）的职责。美国的财富效应非常巨大，如果股市大幅下跌，会导致居民资产严重缩水，严重情形下会影响居民的消费能力（个人消费占到美国 GDP 的 70%）和投资增速（占到 GDP 的 18%），拖累经济增长。

此外，美国金融资产价格大幅下跌，也会导致大量海外资金抛售美元资产，严重情形下美元挂钩的资产大规模崩盘，并波及新兴市场。

## 1.3 美联储对收益率曲线形态的控制

当下市场十分担心美国收益率曲线倒挂的问题，当下美国 5 年期国债收益率对 10 年期国债收益率，皆出现倒挂。曲线倒挂，可以成为预示美国经济衰退的领先指标。

图 4：美国长期和短期国债的利差



资料来源：万得，信达证券研发中心

为何曲线倒挂，能预示美国的经济衰退？

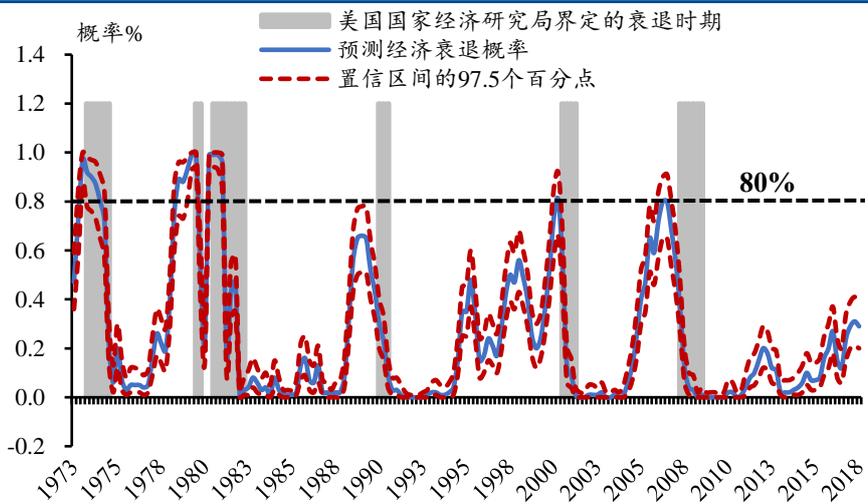
**原理：**收益率曲线倒挂能预示美国经济增长放缓，是由于美国的经济结构中：消费（占到 GDP70%）和投资（占到 GDP18%）加起来占到了整体经济极大的比重，在这样的经济结构下，收益率曲线的形态，对暗示经济的走势就十分有效。收益率曲线的长端，直接关系到企业融资扩张的成本。长端的贷款融资利率下降，说明企业的融资活动不甚积极，对于生产扩张的长期项目资金，企业并不愿意出比较高的利率。当市场不看好未来经济时，就会判断未来的借贷成本会降低。而短端基准利率抬升则相应存贷款利率上升，不仅投资受抑制，居民也可能把更多的钱放置银行作为存款。

从上段所述的原理上来讲，如果收益率曲线长时间出现倒挂，就可能会影响到美国的国民经济产出，而致使此后经济可能出现衰退（GDP 增速放缓），但这并不能说明曲线倒挂就一定会出现衰退（倒挂的利率也可能是交易端或其他原因造成）。只是美国的经济结构形态，决定了其倒挂的利率形态，有可能预示经济增长下滑或严重放缓。美国经济最终是否会衰退，仍然应该结合美国的消费同比增速、非农就业、工业增加值等指标

观察和综合界定。

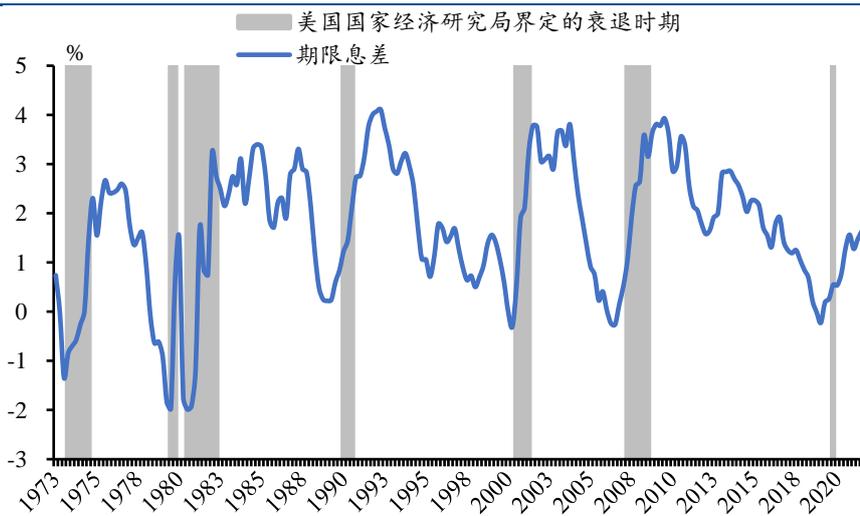
对于收益率曲线倒挂，美联储的官网中也曾公布研究文章 *Predicting Recession Probabilities Using the Slope of the Yield Curve*。该文章建立模型，将年内某个时间点的经济衰退概率，与收益率曲线的斜率联系起来。随着收益率曲线更加平坦（斜率越低），衰退的概率增加（见图 5），在过去 50 年间，当概率增加到一定程度（突破 80%），也迎来了美国经济的危机。调查还表明，过去几年收益率曲线趋平的部分原因，可能是 GDP 增速在较长的时间维度里，逐渐放缓（国债长端利率，锚定经济的自然增长率，GDP 增速放缓会导致长端利率中枢降低，因此曲线也比以往更加平坦化）。这与我们上文，对于收益率曲线形态和美国经济增速的关系原理解释，如出一辙。

图 5：利用收益率曲线斜率预测经济衰退的概率



资料来源：Peter Johansson and Andrew Meldrum，美联储官网，NBER；注释：灰色阴影区域是美国国家经济研究局（NBER）界定的衰退时期。

图 6：美国 10 年期国债和 3 年期国债的利差与经济衰退的关联



资料来源：WIND, NBER；注释：期限息差是美国 10 年期国债减去 3 个月国债的收益率。图中数据为利差的季度平均值。灰色阴影区域是美国国家经济研究局（NBER）界定的衰退时期。

美国如何干预收益率的形态？

(1) 缩表可以缓解收益率曲线倒挂。2022年美东时间4月6日周三公布的会议纪要显示，FOMC做好准备，最早在将要到来的5月FOMC会后启动缩表。每个月最多的缩表规模合计950亿美元(预计600亿美债和350亿MBS)。这一规模几乎是2017到2019年缩减资产负债表时的两倍(考虑到当下资产负债表规模也是此前近两倍)。缩减资产负债表，即美联储通过在二级市场上抛售手上拥有的债券或到期不续，从市场上回收流动性。这一行为会提高美债长端利率，削弱了因加息导致的收益率曲线倒挂的问题。

(2) 美国曾进行过收益率曲线管理。我们一般了解到的收益率曲线管理，就是一旦利率达到某个位置，比如1.75%，就开始买入美国10年期国债，使得利率稳定在1.75%，但是这种方式会导致货币总量的上升，使得通胀加剧，也可能会带来货币贬值问题。所以，美国一直都非常谨慎使用这种模式，以免货币超发和美元贬值。还有一种方式是发行短债，由短端利率抬升而引导长端利率上涨。

(3) 扭曲操作(Operation Twist)。本质是在QE量不改变的情况下，卖出短债，买入长端，压低长端利率。同时，也使得美联储背负债务的期限拉长。卖短债，买长债，可以在不增加央行资产负债表的规模的情况下，减缓曲线收益率曲线不断陡峭化的趋势。但是此方法，不适用于在当下收益率曲线接近倒挂的情况。

#### 1.4 如何判断美联储的货币政策

我们在预判美联储货币政策时，可以从基本面的角度，根据通胀和就业数据做预判。例如我们曾在深度《高通胀、低失业和挡不住的美联储加息》论证了通胀的持续性（仍然会持续至少6-9个月的时间），来预判美联储不得不鹰派加息。

还有常用的几种较为直接的方法：

(1) FOMC的利率前瞻指引。美联储的货币政策采取预期管理制度，非常注重前瞻指引，希望精确的锚定预期，从而预防市场中可能发生的意外，这与我国央行思路完全不同。但值得注意的是，点阵图是由当下美联储的主要议员，根据经济情况对未来做出的预测。因此，实际的加息或者降息操作，依旧需要根据未来的宏观经济状况而定(Data Dependent)，点阵图本身并不具备实际的操作性。

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\\_40422](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40422)

