

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

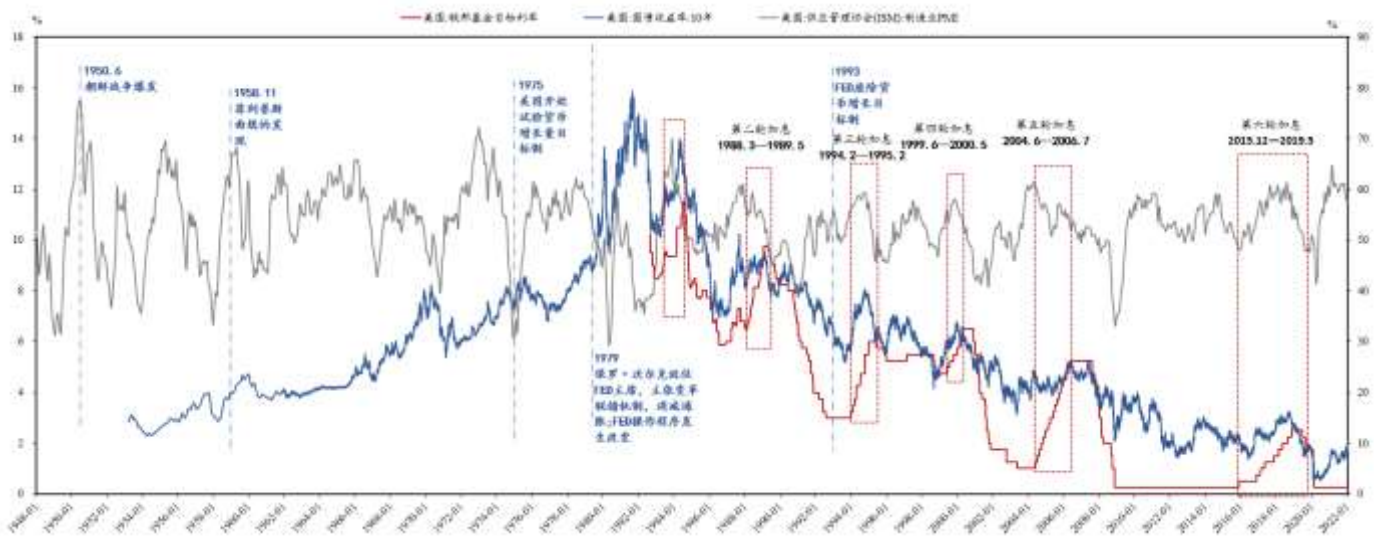
一、美国的货币政策框架

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了世界上大部分国家，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。

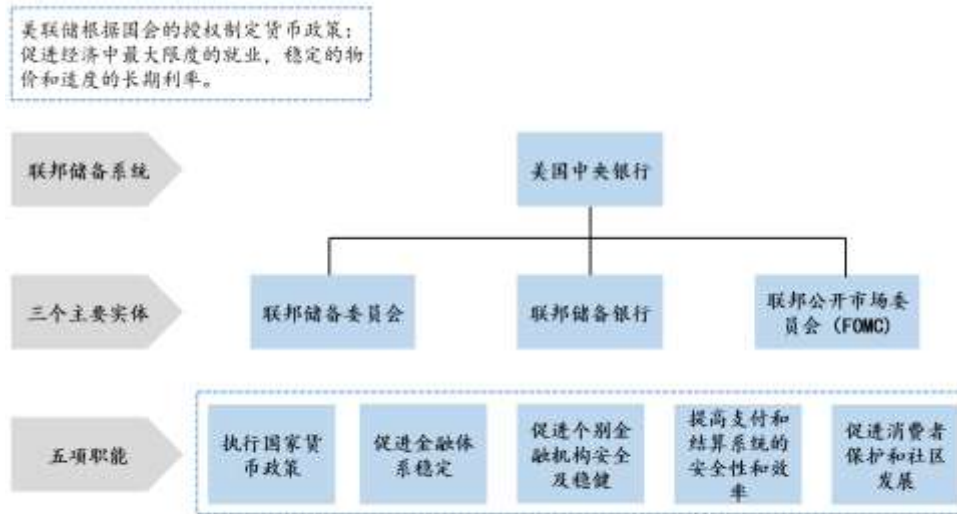
图 1：美国的经济周期和货币周期



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：

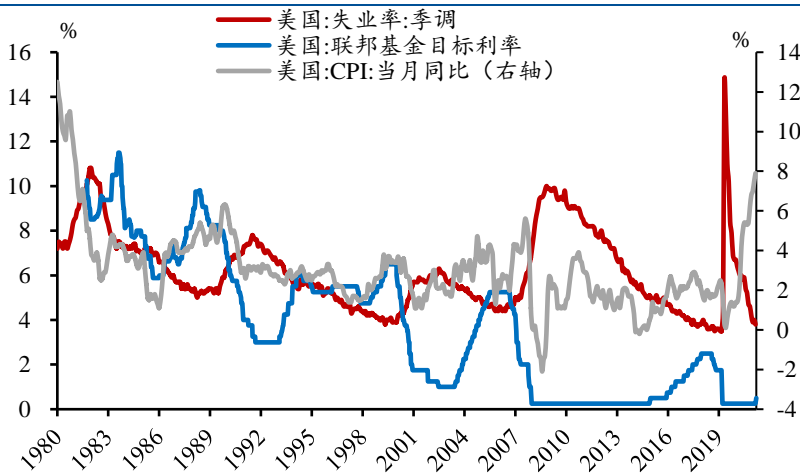
第一，科技进步和贸易全球化导致成本降低。全球价值链的发展与技术进步因素使单位生产成本不断减小，推动产品和服务价格下降。美国大量进口廉价商品，抑制了本国的通胀水平。**二是本世纪人口老龄化和贫富差距拉大等问题。**人口老龄化降低了消费和投资，造成总需求不足，给通胀带来了下行压力。占美国总人口 82%为中产阶级（边际消费倾向要远远高于富有家庭），持续扩大的贫富分化抑制了整体居民部门消费率，造成了美国通胀预期持续偏低。**第三，有大量拥有坏账或者不盈利的公司，也压低了通胀。**

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

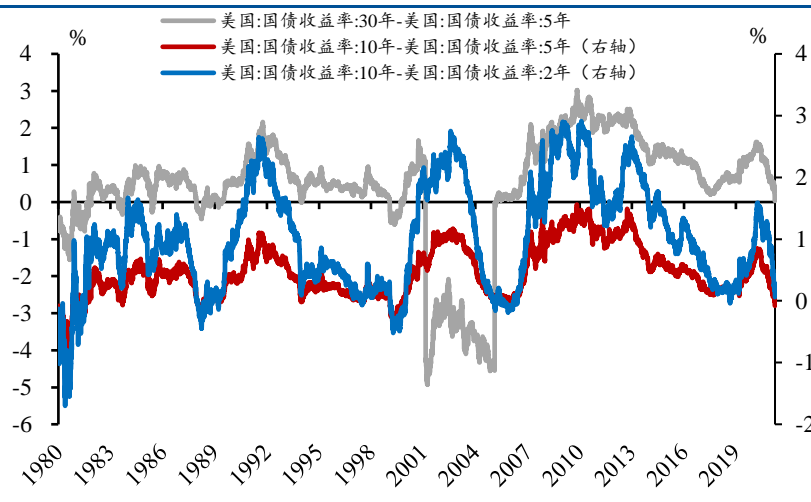
除了就业和通胀，美联储也身具维护金融的稳定性（换言之，维护金融资产价格不要大幅波动，见图 2）的职责。美国的财富效应非常巨大，如果股市大幅下跌，会导致居民资产严重缩水，严重情形下会影响居民的消费能力（个人消费占到美国 GDP 的 70%）和投资增速（占到 GDP 的 18%），拖累经济增长。

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？

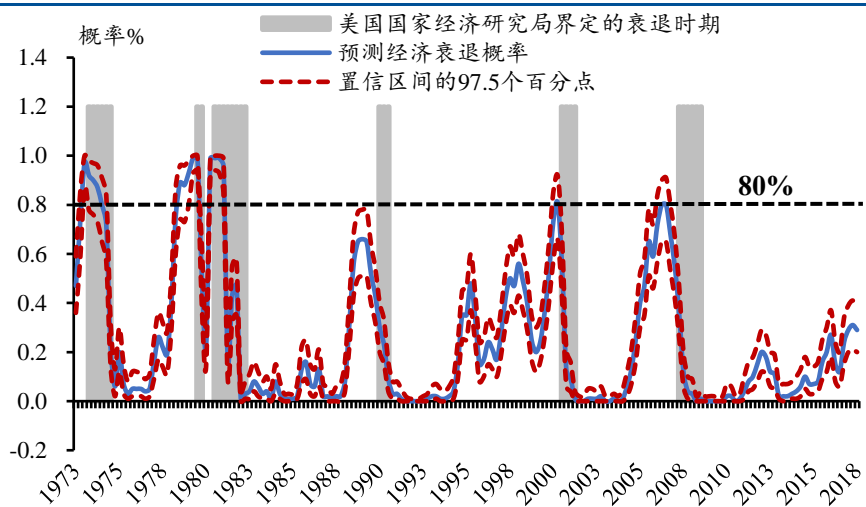
原理：收益率曲线倒挂能预示美国经济增长放缓，是由于美国的经济结构中：消费（占到 GDP70%）和投资（占到 GDP18%）加起来占到了整体经济极大的比重，在这样的经济结构下，收益率曲线的形态，对暗示经济的走势就十分有效。收益率曲线的长端，直接关系到企业融资扩张的成本。长端的贷款融资利率下降，说明企业的融资活动不甚积极，对于生产扩张的长期项目资金，企业并不愿意出比较高的利率。当市场不看好未来经济时，就会判断未来的借贷成本会降低。而短端基准利率抬升则相应存贷款利率上升，不仅投资受抑制，居民也可能把更多的钱放置银行作为存款。

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。

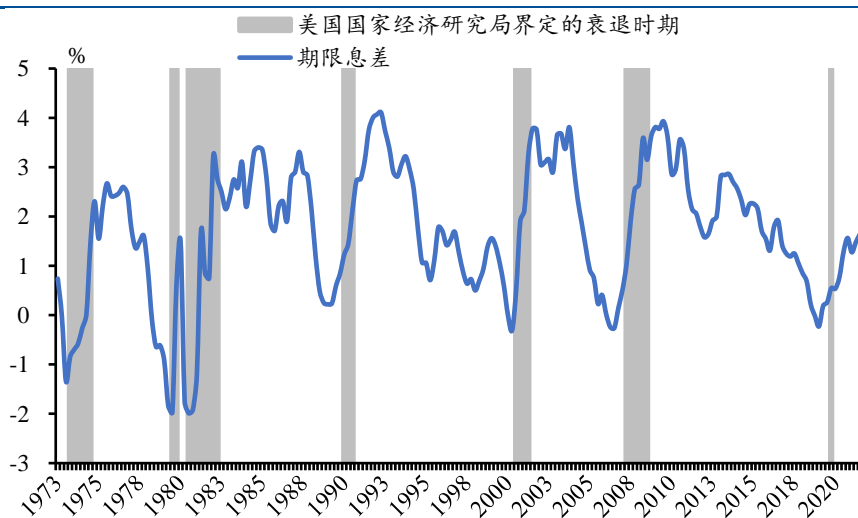
对于收益率曲线倒挂，美联储的官网中也曾公布研究文章 *Predicting Recession Probabilities Using the Slope of the Yield Curve*。该文章建立模型，将年内某个时间点的经济衰退概率，与收益率曲线的斜率联系起来。随着收益率曲线更加平坦（斜率越低），衰退的概率增加（见图 5），在过去 50 年间，当概率增加到一定程度（突破 80%），也迎来了美国经济的危机。调查还表明，过去几年收益率曲线趋平的部分原因，可能是 GDP 增速在较长的时间维度里，逐渐放缓（国债长端利率，锚定经济的自然增长率，GDP 增速放缓会导致长端利率中枢降低，因此曲线也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

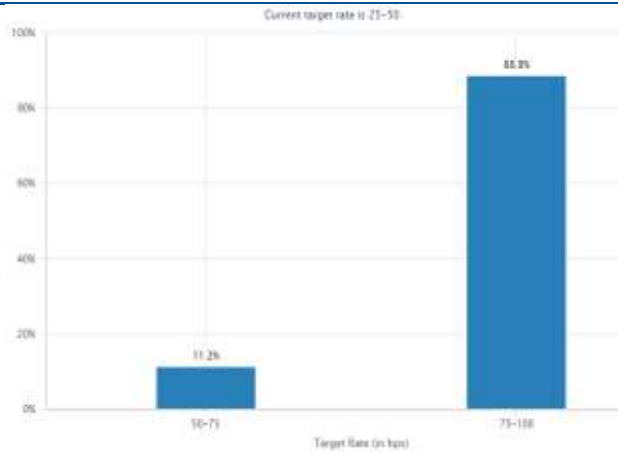
1.4 如何判断美联储的货币政策

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。

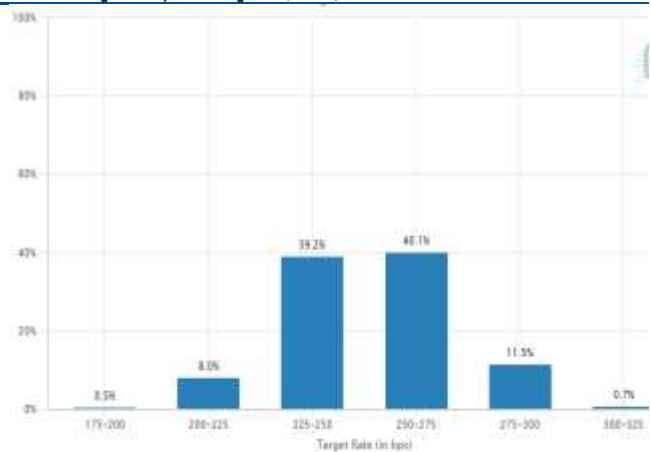
还有常用的几种较为直接的方法：

(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。

(2) 参看芝加哥期货交易所CME显示的联邦基金利率的期货价格。FedWatch Tool针对利率期货价格，计算出了不同时间FOMC会议加息幅度的概率。芝加哥期货交易所显示的联邦基金利率期货的价格，非常灵敏地反映出了全市场对于美联储各次会议加息的概率。当下，FedWatch Tool显示2022年美联储仍会加息9个25BP至年末联邦基金目标利率[2.5%,2.75%]区间范围，其中5月、6月和7月加息50BP的概率都在50%以上。原本在以往，美联储普遍只在季度末的FOMC会有上加息，且每次基本只增加25BP。但是本次鲍威尔先是表明每次议息会议都可能加息，其次表明加息的幅度可能不止25BP(即可能一次加息50BP)，且在5月的FOMC会议上提前讨论缩表，更为鹰派。

图 7：FedWatch Tool 显示 5 月美联储大概率加息 50BP


资料来源: CME, 信达证券研发中心; 注释: 截至 2022 年 4 月 14 日

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


资料来源: CME, 信达证券研发中心; 注释: 截至 2022 年 4 月 14 日

(3) 参考各州美联储官员的口风和态度。FOMC 会议对于利率的决议，是由美联储的主要官员共同讨论和投票决定出来的，因此观察各州联储官员对于货币政策的态度和口风，以及美联储主席的发言和观点，对于做出预判具有直接指导意义。

二、美国的利率体系

2.1 美国的利率体系

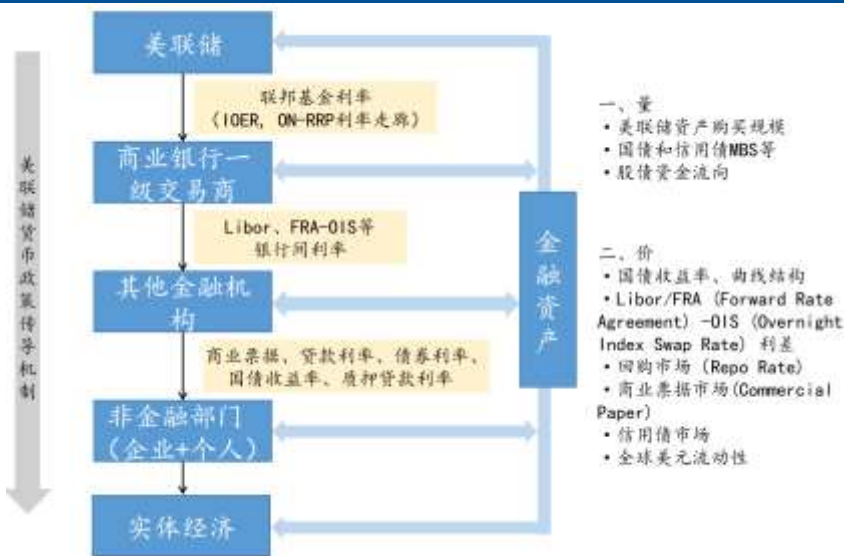
美联储如何在最短的时间内，防护金融体系不受危机的影响？

美联储与其他全球央行一样，基本的职责是“最后贷款人”。美联储在疫情后，为了支持实体经济包括在信用债市场，直接自己下场购买债券包括 MBS，并且推出了多项流动性便利来维护金融系统的流动性充裕和稳定。健全的利率体系，对于维护美国金融系统稳定性，和此后美国经济的快速恢复，皆起到了关键作用。

相比于 2008 年次级贷款违约引发的危机(美国金融体系内部出现问题)，本次疫情后美联储的种种举措，从外部对美国的金融系统及时提供防护，成功地帮助了美国经济得以快速修复。而每一项政策工具所针对的部门，以及带来的影响是完全不同的。从根本上看，美联储都是承担最后贷款人的角色来稳定信心，预防整个金融市场失控或是出现挤兑，避免了金融市场内部出现问题而造成螺旋式的影响，产生更大的危机。

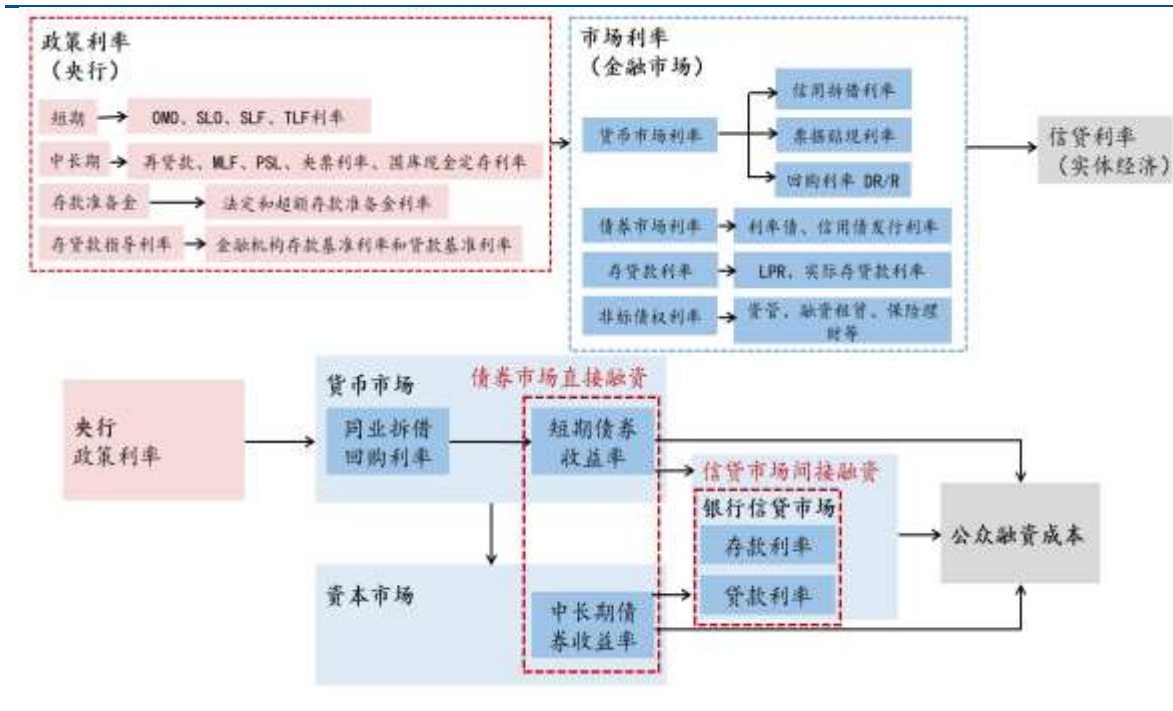
当下，美联储货币政策工具大致可以分为三类：

(1) 首先是传统工具：公开市场操作 (OMOs)、贴现窗口和贴现利率、法定准备金率、法定/超额准备金利率；(2) 其次是创新便利工具：商业银行超储管理工具——隔夜逆回购协议便利 (ON RRP)、定期存款便利 (TDF)；金融市场流动性支持便利——一级交易商融资便利 (PDCF)、货币/共同基金融资便利 (MMLF)、商业票据融资便利 (CPFF)；实体经济信用支持便利——一级市场公司信用便利 (PMCCF)、二级市场公司信用便利 (SMCCF)、定期资产支持证券贷款便利 (TALF) 等；(3) 最后是离岸美元流动性支持工具：央行流动性互换 (Central Bank Liquidity Swaps)、海外与国际货币机构回购便利 (FIMA Repo Facility)。我们在图 9 和 10 进行了较为详细的归纳。

图 9：美联储的货币政策传导机制


资料来源: 信达证券研发中心

货币政策工具, 可以从“价格和量”的角度划分, 例如加息属于“价格型”工具, 缩量属于“数量型”工具。美联储提高短期的政策利率, 或调整利率走廊的顶和底, 都是通过“价格”方面来控制流动性, 而缩减资产负债表等政策, 是从“量”的角度从金融市场回收资金, 这与我国的利率工具体系也有相类似之处。我国的货币管理工具也分为“价格和量”, 但具体的工具和作用有所区别。

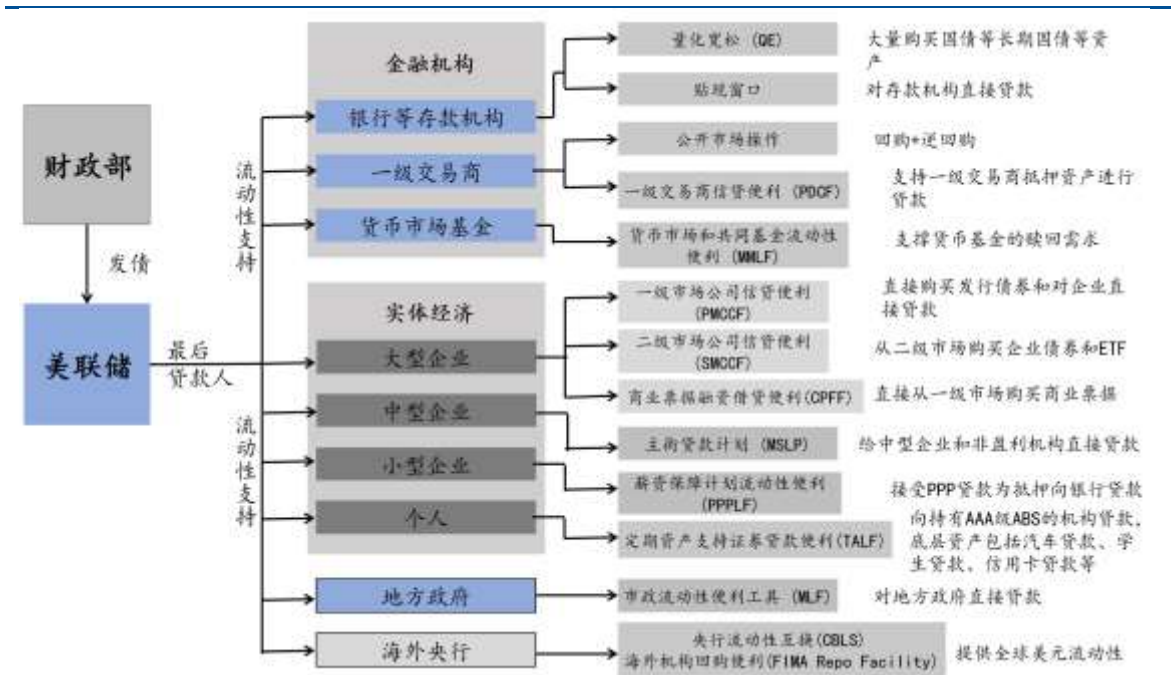
图 10：我国的利率体系框架


资料来源: 信达证券研发中心

为了维护国债市场的平稳运行方面，美联储通过系统公开账户（SOMA）持有国债和机构抵押贷款支持证券、使用准备金购买国债（“准备金管理式”购买），并保持其在金融资产定价中的关键作用；在企业流动性维护方面，美联储重新启动商业票据融资便利工具（CPFF），用来购买企业在商业票据市场发行的短期债务，直接面向企业扮演“最终贷款人”；推出一级市场公司信贷便利（PMCCF）和二级市场公司信贷便利（SMCCF），直接买入投资级企业债以缓解流动性紧张；为了加大救助美国各州和城市的力度，美联储也设立市政流动性工具（MLF）为美国市政债券市场提供流动性支持。

在 2021 年 7 月美联储创新性提出两种“常设回购工具”——SRF 和 FIMARF(面向全球的外国投资者，为应对离岸市场美元流动性危机)，一级交易商可以随时从美联储获得流动性，同时，也作为利率走廊的有效补充，对利率走廊的上限进行协助管理。此前，美联储向一级交易商提供流动性支持，主要包括公开市场操作（OMO）、一级交易商借贷便利（PDCF）和定期证券借贷便利（TSLF），但因为都不是常设工具，对美联储提供的流动性支持有限。而常设回购工具的出台，作为补充流动性工具，可以有效地减少美元流动性短缺的问题。

图 11：美联储的利率工具体系



资料来源：信达证券研发中心；注释：PPP 为美国的薪酬保障计划

2.2 美联储利率走廊的演变

联邦资金利率(Fed Funds Rate, FFR)是最重要的短期利率，是指存款机构在联邦资金市场(Fed Funds Market)上进行的隔夜无抵押拆借的加权平均利率，锚定联邦基金目标利率。美联储设定利率区间（俗称的利率走廊），并维持联邦基金利率在区间内运行。当通胀高企时，美联储通过提高联邦资金利率来抑制通胀，反之，降息来释放流动性。

利率走廊(Interest Rate Corridor)是指中央银行通过向金融机构提供贷款便利工具和存款便利工具所形成的利率区间。2008 年次贷危机前, 贴现利率 (Discount Rate) 是利率走廊的上限, 存款准备金利率是利率走廊的下限 (次贷危机之后, 上下限发生了转变)。美联储通过公开市场操作 (Open Market Operations) 调整准备金供应, 使得市场上的平均利率水平低于向商业银行的贷款利率 (贴现利率), 并高于商业银行将资金放置在央行可以拿到的利率水平。当联邦基金有效利率 (EFFR, 即存款金融机构的拆解利率) 高于下限时, 金融机构才会有动力将资金拆出, 而不是把钱放在美联储账上赚取准备金利息; 同样, 当 EFFR 高于作为上限的 Discount Rate, 需要融资的金融机构会直接向美联储申请窗口贴现, 而不是向其他金融机构进行隔夜拆借。这与我国央行的利率走廊设定的思路是类似的。

当美联储想提高联邦资金利率时, 通过逆回购协议回收流动性 (注意与我国央行操作的称谓有所不同, 我国央行的逆回购为释放流动性), 反之, 通过回购协议释放流动性。实际上, 贴现窗口由于具有污名效应(stigma effect, 银行不愿意从贴现窗口借钱, 以免被市场解读为经营出现困难), 很少在金融危机外的时期被使用; 且银行的存款准备金在美联储不产生实际的利息, 所以在相当一段时间利率下限几乎为 0%。

次贷危机之后, 隔夜逆回购(ON RRP)利率成为利率走廊的下限, 而超额准备金率(IORB)成为了利率走廊的上限。

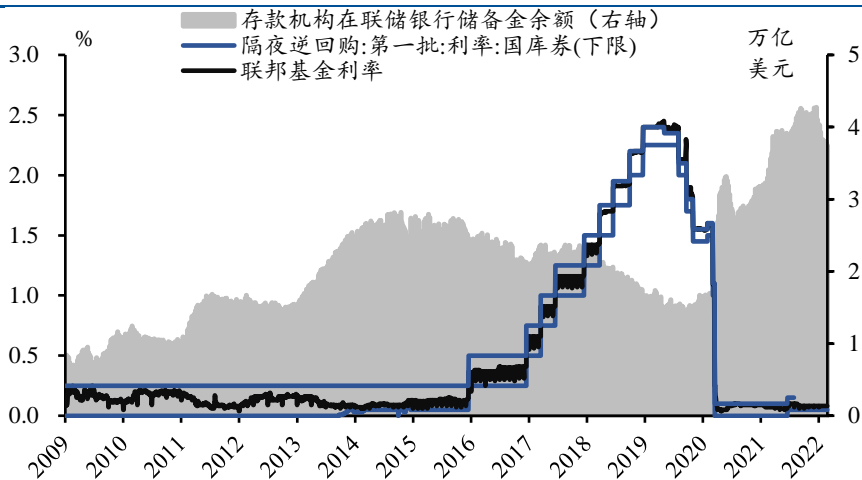
ON RRP 成为下限的原理: 美联储于 2013 年推出隔夜逆回购协议 (ON RRP), 并将其利率作为利率走廊的新下限。ON RRP 是货币市场基金回笼流动性的工具, 目的是为了短期内迅速吸收那些来自于银行体系之外的超额流动性。ON RRP 向各类金融机构开放, 货币市场基金、联邦住房贷款银行等机构可以通过回购交易, 将过剩的储备金, 存在美联储账户上并获得利息 (ON RRP 利率所中标的利息水平)。如果 EFFR 低于 ON RRP 利率, 那么金融机构则会通过隔夜逆回购方式向美联储获得利息, 如果 ON RRP 利率低于 EFFR 时, 金融机构则有动力将资金拆出。因此, 低于这个利率, 各金融机构就不愿意借钱了。ON RRP 就成为下限。

IORB 成为上限的原理: 危机后的多轮 QE 使银行持有大量超额准备金。而非银机构 (包括联邦住宅贷款银行 (FHLBs) 等政府支持机构等), 由于没有在美国联储开设准备金账户, 无法获得超额准备金 (IOER) 的利息收益, 非银机构只能以低于超额准备金利率 (IOER) 将资金拆借给银行, 银行给这些非银机构相应的利息, 同时再以 IOER 规定的利率将资金存入准备金账户进行套利, 赚取差价。因此, 联邦资金利率就实际运行在 IOER 利率下方, 准备金余额利率 IOER 就形成了银行的利率上限。

此外, 2021 年 7 月美联储新增了常备回购便利工具 (SRF), 作为货币市场的后备 (backstop) 工具, 作为利率上限的补充, 尤其在发生美元流动性危机的时候, 利用 SRF 减少利率上行的压力。SRF 是帮助 FOMC 控制短期利率的有效工具。当流动性不够充裕时, 它的使用量可能会增加, 提供后备支撑以平息流动性短缺的压力, 支持货币政策的有效实施和市场的平稳运行。例如, 2019 年 9 月“回购波澜”和 2020 年 3 月疫情爆

发，美联储开启回购操作（使用 SRF），向银行体系提供准备金应对回购压力，可以维持央行对联邦基金利率的控制。

图 12：美国利率走廊的上下限

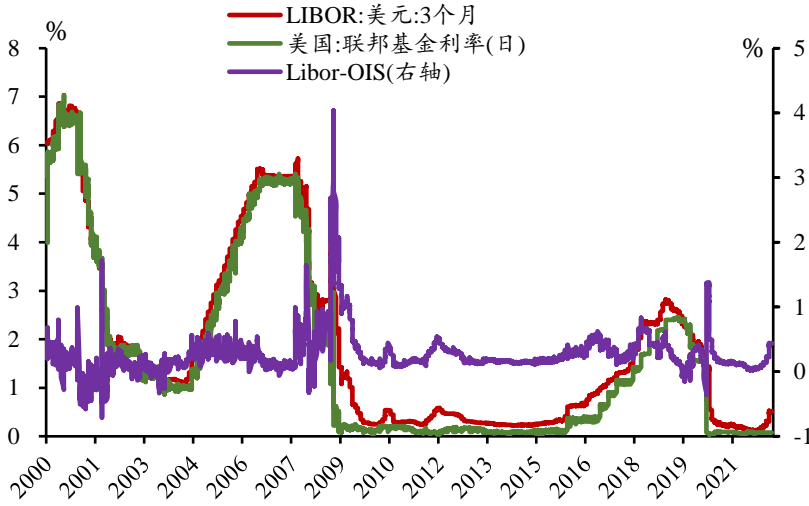


资料来源：万得，信达证券研发中心

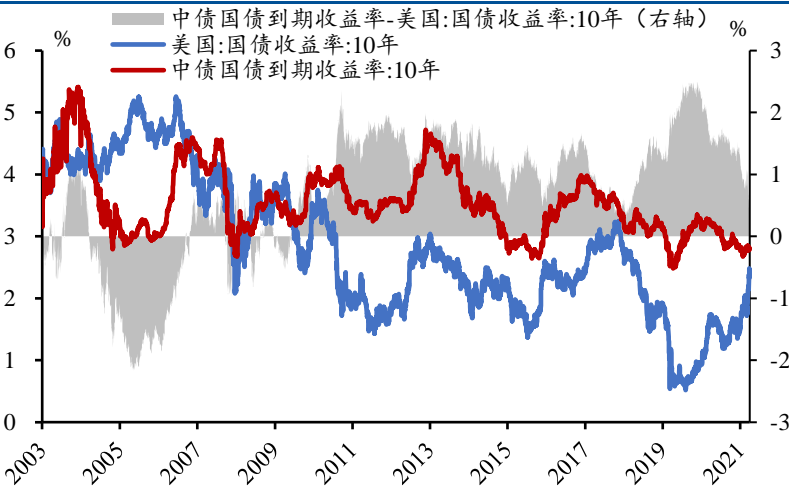
2.3 如何观测美元的流动性

我们用“远期利率协议 FRA-OIS 的差值（或者 LIBOR-OIS Spread）”来衡量美元的流动性，差值越大，融资成本越高，美元流动性越紧张。远期利率协议 FRA 参考的是 3 个月期伦敦同业拆借利率(Libor)，是国际金融市场中大多数浮动利率的基础；OIS(Overnight Index Swap)参考的是有效联邦基金利率的掉期利率。FRA-OIS 息差主要反映了全球银行体系的信贷压力。当市场对短期同业拆借利率(Libor)上涨的预期非常高，就会显示出融资市场资金短缺。

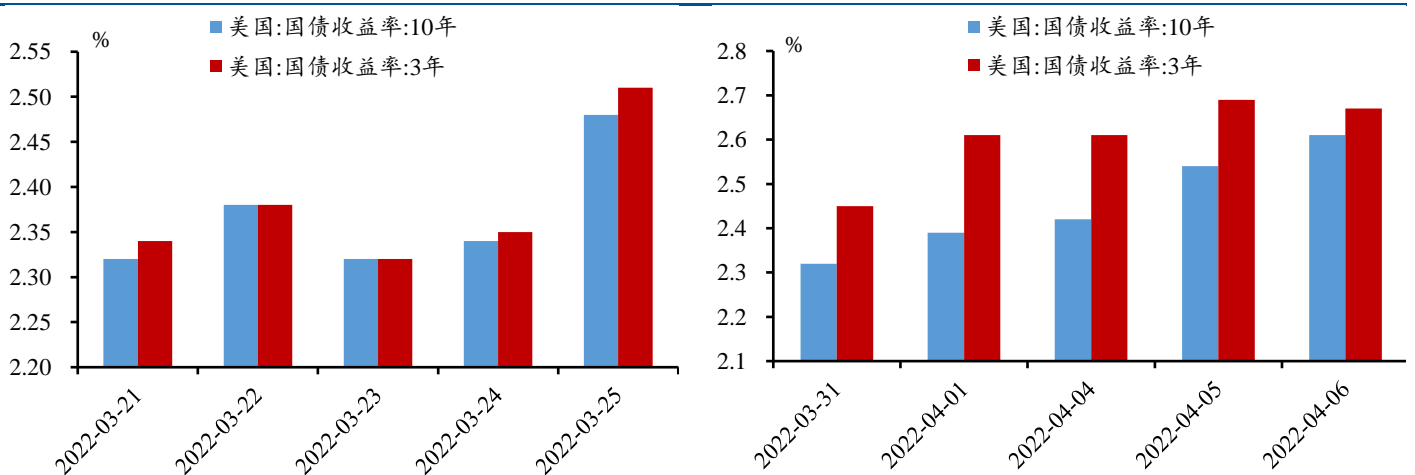
LIBOR-OIS Spread 可以用来衡量美元的流动性，背后的原理与国际货币互换和外汇互换有关。比如日本投资美国的资产，一般不会冒着利率风险，而是通过外汇掉期换到美元以后，投资美国的债券，赚取短期国债之间的利差以外的价差，比如美国 6 月期国债和长期国债之间的差价。因此，一个小国的银行，理论上是可以直接拆借美元，来购买任何国家的风险资产。如果美国的金融体系出现问题，例如大规模的资产价格下跌，就会导致避险情绪上升以及美元荒。例如，2020 年 3 月出现疫情所引发的全球流动性危机，金融体系强烈地需要赎回美元，无论是疫情导致的流动性的要求，还是体系收缩所带来的要求，都会导致底层美元迅速升值。

图 13: Libor-OIS 差值越大, 资金融资成本越高


资料来源: WIND,CME, 信达证券研发中心

图 14: 中国和美国的 10 年期国债的利差在收缩


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、美国历史上货币政策的梳理

3.1 美联储如何向市场提供流动性

美联储向市场提供流动性的方式有几种：

第一种方式，是单纯提供流动性的支持。大部分美联储设立的货币政策工具，都是用于流动性的支持。在严重缺乏流动性的时候，金融机构的各类资产（即便是风险高、流动性差的资产），只要能够成功抵押给央行，就可以从央行那里得到准备金，获得流动性（危机时刻）。当危机解除了之后，央行可能会缩减之前扩张的资产负债表，对金融资产价格产生影响，但不会对实体经济产生太大影响。美联储曾经在 2019 年 7-8 月份，出现过短暂的缩表，收回金融市场的流动性。

第二种方式，是 QE。但 QE 有两类，一类是标准的金融类 QE，就是 2008 年的买 MBS、国债的过程，没有伴随很多的财政刺激。这类 QE 对金融市场的影响巨大，它使得风险溢价下跌，使得利率曲线改变，流动性扩张。对整个金融结构，尤其对金融资产，会产生巨大的带动。

另一类是财政类 QE，即美联储实施量化宽松的同时，还叠加财政投放。例如企业得到政府补贴，可以跟政府申请资金用于支付薪酬和租金，使得原本可能要被解雇的员工可以继续工作，例如政府发放的大量失业救济金。财政类 QE 和金融类 QE 有本质的区别，本轮疫情后 QE 是财政和货币配合的操作，也是本轮与以往政策的核心区别。

3.2 美联储 QE 的演变

美联储前副主席在 2019 年 10 月发布研究报告 *《Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination》*，其中有两结论，**第一，单独的货币政策已经无法应对下一次危机（利率空间有限，随着全球利率下跌至零或者更低，政策空间几乎已经用尽）；第二，独立的财政政策也不行。结论就是下次政策一定是财政和货币配合的政策，通过货币融资的财政机制来实现协调，即财政部发债，美联储购买债券，这也是当下美国政府所使用的货币和财政框架。**文章也特地提到，**首先货币政策要“直达”，即跳过对利率通道的调整，直接采用降息的方式。**所以本次疫情之后，美联储降息降到零，立刻启动无限量 QE，这个措施是有严格的理论支持。美联储面对本次疫情突发，把财政救助方案做得非常到位。

但是文章也提出了担忧：如果没有一个明确的框架，财政政策和货币政策之间的界限可能被模糊，**导致严重的财政赤字和不受限制，这将会威胁到美国政府的信誉。**

表 1：美国历史上 QE 政策的演变

时间阶段	2008.12-2010.2(QE1)	2010.11-2011.6 (QE2)	2011.9-2012.12 (OT)	2012.9-2012.12 (QE3)	2012.12-2014.10 (QE4, OT)
具体操作	·总共买入 1.75 万亿债务，其中 1.25 万亿 MBS，2000 亿机构债务，3000 亿国债	·仅仅买入 6000 亿国债	·购买长期国债同时卖出短期国债，规模为 6670 亿(OT)	·买入 1430 亿 MBS	·买入 7900 亿国债和 6800 亿 MBS(先前实施的扭曲操作在 2012.12 到期后，继续购买 MBS 外，增加购买长期国债)

资料来源: 信达证券研发中心

3.3 MMT 理论主张的财政与货币政策配合

财政政策必须与货币政策联系起来，才能在下一次经济衰退中提供足够刺激的观点，也与 MMT 理论相类似。MMT 理论提出通过改变财政政策盈余和赤字，来严格控制通货膨胀，将产生的政府债务货币化。这一方式也解决了利率接近 0% 的问题。Bridgewater Associates 桥水基金的总裁雷伊·达里奥，也针对 MMT 理论发表过文章《It's Time to Look More Carefully at "Monetary Policy 3 (MP3)" and "Modern Monetary Policy(MMT)"》，他认为财政政策分为税收和支出，货币政策分为利率调节、量化宽松或紧缩。货币政策 1（仅仅基于调整利率）在大多数情况下，利率调整的空间有限；而货币政策 2（基于量化宽松）的刺激有限，不能有效地促进货币和信贷增长（即宽松难以直接转化为消费能力），不能有效地让大多数人提高他们的生产力和财富；所以货币政策 3（基于财政和货币政策配合的货币政策）也就孕育而生。

货币政策 1 和 2 基于降息和量化宽松，都有导致贫富分化的嫌疑。放水对高收入者的帮助大于对低收入者的帮助（因为它们有助于推高资产价格，帮助那些已经拥有大量资产的人），而这些杠杆并没有将资金用于教育、基础设施和研发等良好投资上。但是**财政和货币政策配合（货币政策 3），有利于财富的再分配和实际经济刺激，这与 MMT 的主要观点相类似。**本次疫情后政府的大量补贴，对贫富差距的改善和美国消费确实提供了有效支持。

MMT 理论本身也存在利率的缺陷，在学术界也引起争议。支持者认为财政政策和货币政策共同作用，才能保证在下次经济衰退中提供足够的刺激，无须担心“赤字规模”过大，财政赤字可以由非政府部门的盈余缓解。而 MMT 的反对者认为，当经济体接近充分就业，政府赤字支出会推高利率并挤出私人投资，同时，长期赤字会削弱美元信用。但无论如何，**财政和货币政策有效配合的理念，都帮助了美国在此次危机后，以最快的速度修复经济，使美国的货币政策变得更加优化。**

图 16: 美国货币政策的演变


资料来源: Ray Dalio: *It's Time to Look More Carefully at MP3 and MMT*, 信达证券研发中心整理

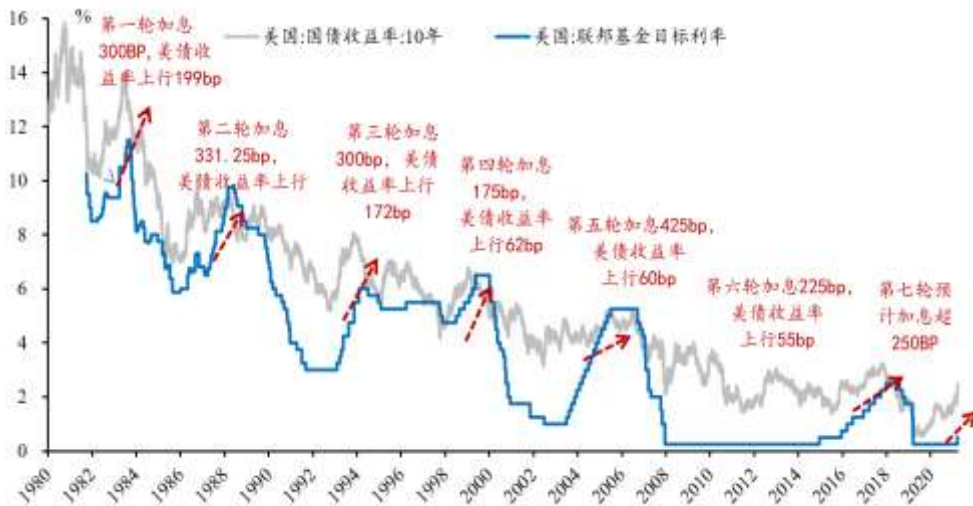
3.4 美联储历史上几轮加息梳理

我们总结了美联储历史上 6 段货币紧缩时期以及背后的原因, 发现美联储持续收紧, 与美国国内系统性的金融危机, 或是其他新兴市场国家的危机都有着一定的关联性。由于危机的发生, 导致随后美国不得不紧急进入新一轮宽松。本次, 美联储面对高通胀不得不鹰派加息, 不排除在严重情形下, 在美国长时间连续多次大幅度加息之后, 经济面临严重下滑的问题, 美联储货币政策也有可能由鹰派转向鸽派。

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

开启时间	结束时间	加息周期	加息次数	利率变化	加息原因	10Y 美债收益率变化
1983 年 3 月 31 日	1984 年 8 月 9 日	1 年半	11 次	8.5%-11.5%	里根政府主张减税辅助经济的苏醒, 复苏后通胀走高至 13.5%, 靠近超级通胀	+199bp (10.62%-12.61%)
1988 年 3 月 30 日	1989 年 5 月 17 日	1 年两个月	16 次	6.5%-9.8125%	1987 年“股灾”导致美联储紧急降息救市后通胀增高, 美联储加息应对, 此轮收缩使经济增速放缓, 随后的油价上涨和 1990 年 8 月份的第一次海湾战争等不确定性因素, 严重影响了经济活动, 政策转向宽松	+32bp (8.57%-8.80%)
1994 年 2 月 4 日	1995 年 2 月 1 日	1 年	7 次	3.00%-6.0%	通胀恐慌, 10 年期国债收益率飙升 8%, 美联储将利率从 3% 提高至 6%, 使通胀得到控制, 债券收益率大幅下降。此次加息也被认为是导致今后 97 年发作亚洲金融危机的因素之一	+172bp (5.94%-7.66%)
1999 年 6 月 30 日	2000 年 5 月 16 日	11 个月	6 次	4.75%-6.5%	美联储下调利率 75 个基点以应对亚洲金融危机后, 互联网等经济泡沫导致经济过热, 美联储收紧钱币, 经济再次陷入衰退, 911 事件也更令经济和股市雪上加霜, 美联储随即转向, 次年大幅降息	+62bp (5.81%-6.43%)
2004 年 6 月 30 日	2006 年 6 月 29 日	2 年	17 次	1.00%-5.25%	大幅降息激发了美国的房地产泡沫, 2003 年下半年经济强劲苏醒, 需求快速上升拉动通胀, 2004 年美联储收紧政策, 直至次贷危急引发全球金融危机, 美联储才再次降息至靠近零的水平	+60bp (4.62%-5.22%)
2015 年 12 月 17 日	2018 年 12 月 20 日	3 年	9 次	[0-0.25%] 上升至 [2.25%-2.5%]	利率不停升高, 对经济尤其是投资形成了较为显著的抑制, 美联储随即实施货币政策正常化, 提高利率水平	+55bp (2.24%-2.79%)

资料来源: 美联储官网, 信达证券研发中心

图 17：美国历史上的几轮加息期及美债收益率上行幅度


资料来源：万得，信达证券研发中心

3.5 本轮美联储可能进行史诗级加息

我们认为本次高通胀会持续相当一段时间，美联储大概率会进行一轮“史诗级”的加息。当下 FedWatch Tool 显示，2022 年美联储仍可能加息 9 个 25BP 至年末联邦基金目标利率达 [2.5%, 2.75%] 区间范围，其中 5 月、6 月和 7 月加息 50BP 的概率都在 50% 以上。从历史情况看，美联储普遍只在季度末的 FOMC 会议上加息，且每次只增加 25BP。但是本轮加息，鲍威尔先是表明每次议息会议都可能加息，之后又再次暗示，每次加息的幅度可能突破以往 25BP，即可能一次加息 50BP，将在 5 月的提前缩表，极为鹰派。

鲍威尔在 3 月听证会上，致敬了保罗·沃尔克，称他是伟大的经济学家。沃尔克曾在 1981 年进行了史诗级别的加息，将联邦基金利率提高到 20%，抑制了当时美国两位数的通胀，收紧了货币政策，但同时也导致了美国经济的衰退。当下，美国的通胀水平回到了沃尔克时期，因此不排除鲍威尔也会效仿沃尔克，进行“史诗级”的加息。鉴于我们对历史上几轮加息和降息背景的梳理，如果后续美国金融体系出现系统性风险，由加息导致经济大幅放缓，货币政策也可能转为宽松。

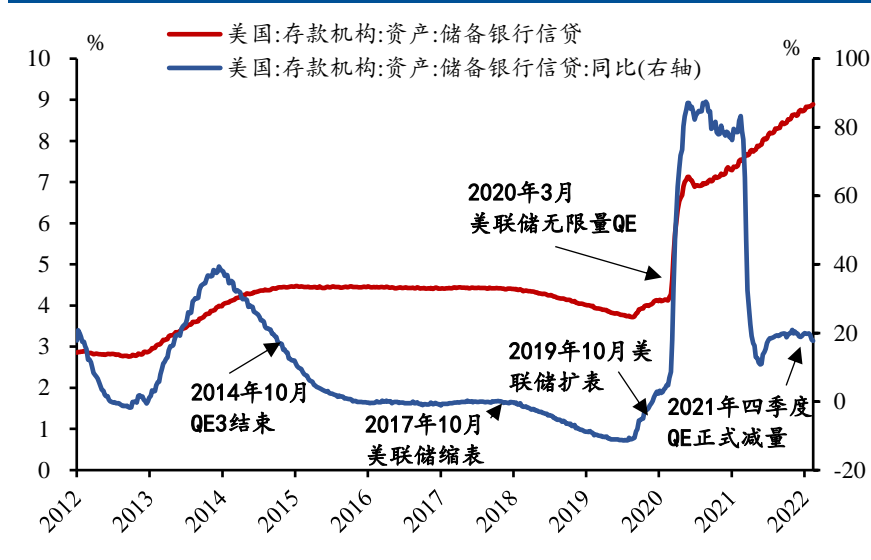
缩表：美联储公开市场操作账户（SOMA）的管理人洛根（Lorie Logan）表示本次缩减资产负债表的体量大概是上次 **的两倍**（本次可能是每月 600 亿国债和 350 亿 MBS，共计 950 亿，上一轮 2017 年 10 月缩表的峰值为每月总共 500 亿债券）。近期，美联储执行副主席、公开市场操作账户的管理者（负责货币政策实施）洛根发表了重要演讲，系统地阐述了自己对缩表的考量，他的主要观点是：

1. 当前资产负债表规模，是上轮缩表前的两倍，几乎可以肯定这次将以更快的速度缩表。
2. 主动抛售不太可能，大概率还是采取“设定到期赎回上限”的方法，使缩表的过程更加可预测。
3. 何时停止缩表，取决于整个银行体系对“准备金”的需求程度，取决于监管要求和银行自身的流动性管理，因此存在高度差异化和不确定性，需要密切关注货币市场的情况。本次应保证充足的准备金水平，至少应该不低于 2019 年引发回购波澜的

水平(2019年9月由于回购波瀾,导致了货币市场短暂的美元荒)。

FOMC 致力于维持充足的准备金,以确保管理准备金余额利率(IORB)和隔夜逆回购工具利率(ONRRP),对联邦基金利率实现控制。如果隔夜市场的压力意外出现,委员会去年新建的常备回购便利工具(SRF)也可以使用。这些工具,我们在上文对利率走廊的介绍中有过探讨。

图 18: 美联储资产负债表变化



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

四、美国两党执政下的财政政策

4.1 两党的政治立场

上文我们介绍的美国货币政策是美联储根据经济状况“独立”做出的决定,但是美国的财政政策,是基于美国两个党派的执政理念和思路,经由两院讨论通过的。因此我们在研究财政政策之前,需要先了解一下美国两个党派的政治主张:

(1)政治主张和支持的阶级利益有所不同: 民主党倾向于推行新经济政策和具有改革性的社会政策,并认为政府应在减贫和社会救助等问题上发挥作用。拜登政府前所未有的大规模财政刺激计划,更高规模的财政支出(对富人征收更多的赋税,在增加政府支出的资金来源的同时,改善贫富差距,支持中产阶级和贫困人群),彰显出了民主党政府在社会救助方面的贡献和作用。拜登支持的绿色能源和新能源汽车(基建法案中部分资金将会用来支持新能源充电桩等设备的建设),体现了民主党整体更具改革性的社会政策。相比之下,共和党强调私人企业和个人决策对于促进经济繁荣的重要性,支持自由市场政策、经济自由主义、限制政府规模和政府管制(政府支出不比民主党执政期间)。这些思想也展现在了特朗普执政期间,政府对经济发展和金融市场发展给予更多自由,降低企业的税负(降低向富人征税,支持自由化的市场经济发展),美国股市也受益于特朗普政府减税的支持。

正是上述两党对立的观念，才导致 2021 年拜登的财政预算法案，经历了长时间的讨论和修改，最终才艰难通过。并且由于受到共和党执政理念的掣肘，最终法案预算也大打折扣。本身，这份 3.5 万亿美元预算支出法案，相当一部分是用来支持“社会福利和人力资本”，旨在支持美国低收入人群和美国的中产阶级(Middle Class Families)，包括家庭、气候、医疗保健、基础设施和就业。然而，由于共和党的反对（共和党在政治立场中更偏保守），最终财政预算仅仅保留了传统基建的部分，删除了民主党提出的大部分新能源领域（民主党的社会政策更偏改革性）的基建投资，导致了基建方案支出全线缩水。

民主党提出的预算法案最终被大幅削减：一方面，是由于共和党限制政府支出和管制的思想。民主党为了法案通过，对此进行了妥协；另一方面，**预算法案被通过的部分有利于共和党派利益，因此仅该部分被顺利通过。**这部分集中在基建和基础设施，且共和党主导的州在受益范围之内。通过这部分预算，会对共和党带来好处。但是，对于此外投资于绿色和新能源的部分的预算，被大量砍掉。法案在 2021 年两党内部不断地被争议和修改，被迫大幅削减后才最终通过。

(2) 代表阶层不同：民主党是“左派”“自由派”，代表中产阶层和贫民阶层，因此拜登推行的政策都是支持中产阶级以及贫困人士。共和党是“右派”“保守派”，代表资产阶级和社会保守势力，因此特朗普更多向富人减税，支持传统基建内容，而对拜登政府在新能源和绿色建设方面的财政计划，持反对意见。

表 3：民主党和共和党观点和政策对比

	民主党	共和党
代表阶层	中产阶层、贫民阶层	资产阶级、社会保守势力
政策导向	1. 推进新型经济政策和具有改革性的社会政策； 2. 认为政府在减贫和社会救助等问题上发挥作用，增加税收和社会福利； 3. 重视推行人权和社会平等的价值观。	1. 强调私人企业和个人决策对于促进经济繁荣的重要性； 2. 支持自由市场政策、经济自由主义、限制政府规模和政府管制，主张降低税收和社会福利，减少公共开支； 3. 美国国家主义，更加强调美国利益，常常推行单边主义政策。
代表人物	拜登	特朗普
典型的观点和政策对比	拜登倡导可持续发展，实施清洁投资计划， 新建商业建筑，实现零碳排放目标； 承诺会重新加入《巴黎气候协定》。	不承认全球气候问题。 2019 年在其主导下美国退出《巴黎气候协定》。
	给富人和企业加税，提倡基层社会保障。 个人所得税的最高税率从 37% 调回 39.6%； 年收入超 40 万美元群体征收 12.4% 的社会保障工资税，由雇主和雇员共同承担； 企业所得税从 21% 上调到 28%； 对利润超过 1 亿美元企业征收替代性最低税率等。	减税，给富人和企业减税。 或将资本利得税最高税率从 20% 降至 15%； 延长工资税递延期限； 给予将业务从中国转回美国的企业一定的税收优惠等。
	加强金融监管，抑制金融业投机行为。 民主党将致力于扭转美国经济过度金融化趋势，确保华尔街投资者缴纳他们应该缴纳的税款，来遏制华尔街的投机行为。	放松金融监管，提倡自由资本市场。 一直主张废除“大萧条”以来最严厉的金融改革法案《多德-弗兰克法案》。

资料来源：万得，信达证券研发中心；注释：政策源于两位总统竞选时的政治主张，此后实施过程中可能被修改，内容依据具体实施情况而定

4.2 美国财政框架体系

从财政政策上看，美国财政框架体系主要涉及财政预算和债务上限。法案在党内的讨论和通过一般有几种方式：

1.冗长议事(filibuster)下的超级多数(60票以上)通过。根据美国参议院的章程，参议员可以通过冗长发言(几小时甚至几天)等方式阻碍一项提案得到表决，而参议院100个席位中必须有60名议员提出制止，才能终结阻挠冗长议事。因此，冗长议事的目的是，通常是要把一项立法拖死。

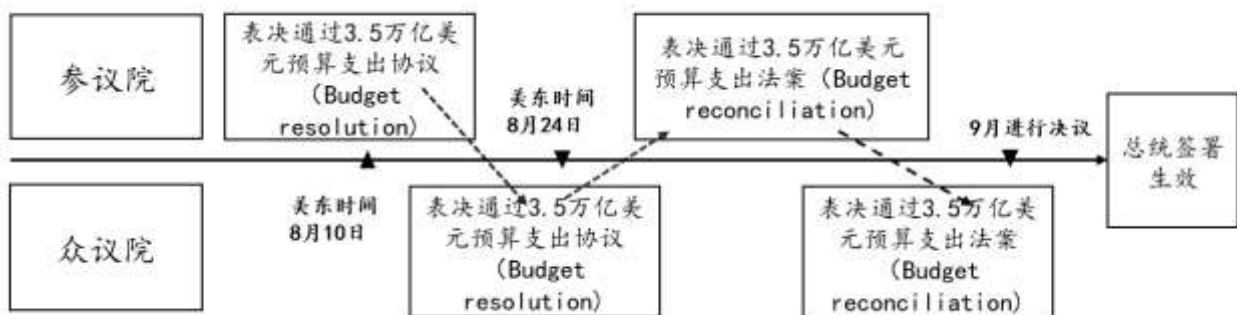
2.预算协调程序(reconciliation)下的简单多数(50票以上)通过。

预算协调程序的诞生，正是意识到了国会程序的复杂，因此设置了一个相对快速的机制。预算协调程序下，运作的法案可以绕开参议院的冗长议事(filibuster)和无限修正案机制，直接用简单多数的方式通过参议院，并进入众议院审核。因此预算协调程序(reconciliation)，逐渐成为了两党规避参院60票超多数通过(方法1)，来通过法案的一个“走后门方式”。它最大的作用在于可以让参议院在20小时之内强制结束辩论，并进行投票来解决，从而解决冗长议事的问题，成为国会立法更为简便的方式。

本次2021年美国3.5万亿美金的预算支出法案正是在预算协调程序下通过的。在民主党在参议院席位并不占优势的情况下，民主党希望动用预算协调程序以简单多数方式通过，缩短法案通过所需要的时间，可以绕开参议院的冗长议事(filibuster)和无限修正案机制造成的拖延法案通过时间的问题。优势是这一程序可以在两党分裂的情况下完全绕开其中一个党派，直接执行，缺点是这一程序一年只可以使用一次(美国的财年是从每年的10月1日到第二年的9月30日)，而且支出的领域和金额受到限制。

预算协调程序下，草案被确立成法案的过程如下：两院预算委员会先进行第一阶段的讨论，按照预算协调指引达成初步的“预算支出协议”，交由参议院和众议院审核。预算支出协议随后会进行扩充修订，成为预算支出草案，该草案将再次依次经由参议院和众议院审核，审核通过后，交由总统签署生效正式成为法案。

图 19：预算协调程序下草案被确立成法案的过程



资料来源：万得，信达证券研发中心；注释：预算法案的决议时间为2021年

4.3 债务上限和财政预算

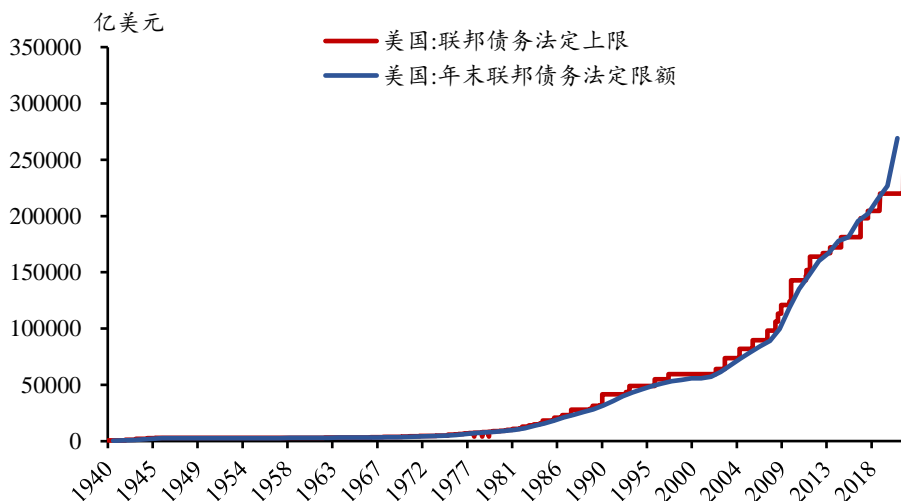
“债务上限”与“财政预算”两个体制，来共同管理美国的债务。财政预算是用来解决“未来的问题”，债务上限主要针对解决“过去的问题”。所谓债务上限（Debt Limit 或 Debt Ceiling），是美国政府联邦债务法定限额，可以理解为美国财政部的“最大可透支额度”。

财政预算要解决“未来的问题”。美国政府财年度是从每年的10月1日到第二年的9月30日。在新的财年到来之前，国会将对政府提交来的预算方案讨论，然后给政府拨款；或者无法通过预算方案时，则达成临时性的支出法案为政府提供资金。如果前两种情况都无法达成一致，就会导致所谓的美国政府停摆事件（即部分非职能部门暂时性关闭）。财政预算未达成一致，仅仅可能会导致政府关门，而债务上限问题若不能得到及时解决，意味着债务违约，可能会动摇美国政府的信誉，后果更为严重。

二战结束至今，美国债务上限已上调百次。同时，“暂停上限”也成为解决债务上限问题的新思路。债务上限机制于1917年通过的《第二自由债权法案》（the Second Liberty Bond Act）确定，在此后的百年中一直得到沿用。2013年2月时任总统奥巴马签署了《无预算，无工资法案》（No Budget, No Pay）法案，在美国历史上首次提出暂停债务上限的概念。该方式使美国政府不再直接设定债务上限，而是设置暂停期，并允许财政部继续发债而不受债务上限限制。但发行量被限定在“偿还现存义务”范围内。暂停期过后，债务上限重置为原有“债务上限+暂停期内新增债务”。

受到本次疫情的影响，美国政府债务持续增加。美国面临债务上限到期后，难以新增债务的问题，发债供应受到影响。部分美联储手中的债券到期不续，也导致了美国财政部TGA账户资金大幅度释放，对美债和美元都有影响。

图 20：美国的联邦债务法定上限和年末联邦债务法定限额



资料来源：万得，信达证券研发中心

五、美国财政政策如何与货币政策打配合

5.1 美联储的资产负债表

“美联储资产-逆回购”，更能够衡量美联储投放市场的流动性。美联储通过逆回购收回市场上的流动性。美联储在购买债券扩张资产后，经过金融机构转手，部分资金又通过逆回购存回了美联储的账上，类似一个短暂缩表的效果，因此扣除逆回购的资产（美联储资产-逆回购），更能够从整体上来衡量美联储投放市场的流动性。

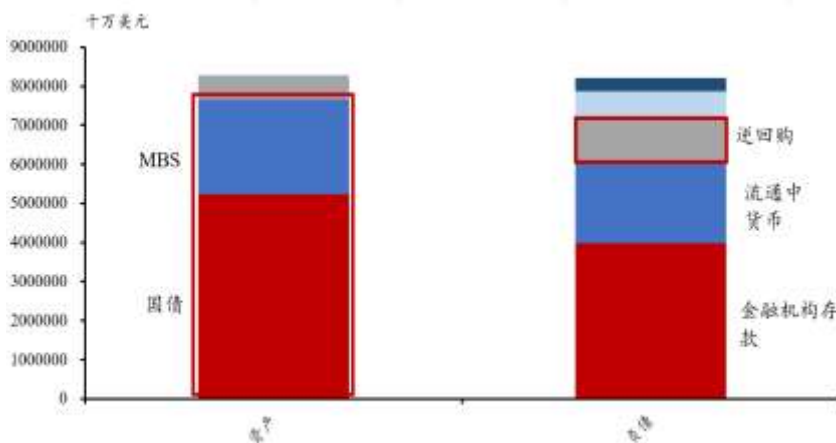
整体资产负债表体量的扩张，等同于向市场上投放流动性。从资产配置的风格上看，金融周期板块的回落、大宗商品价格的回落、以及数字货币价格的飙升（高度依赖美元的流动性）都与资产负债端的变化有关。资产端扣掉逆回购后，更能够体现美联储投放市场的流动性的变化。

表 4：美国 2022 年 3 月 31 日美联储的资产负债表主要栏目

美联储资产负债表的构成(US\$m) 截至 2022 年 3 月 31 日			
资产		负债	
国债	5,760,030	联邦银行储备金	3,773,466
MBS	2,715,250	流通中货币	2,268,291
公众，联储银行和金融机构的硬币和纸币	50,995	逆回购	2,040,783
其他联邦储备资产	36,779	金融机构存款	835,300
主要金融机构的净组合持仓	28,866	（财政部一般存款 TGA）	556,791
机构债务	24,032	其他负债和资本	46,478
外币计价资产	19,680	信贷便利工具	21,258
黄金储备	11,041		
特别提款权证券帐户	5,200		
联邦政府债务	2,347		

资料来源：美联储官网，信达证券研发中心整理；注释：主要金融机构的净组合持仓（Net Portfolio Holdings of Main Street Facilities LLC），刻画的是用来保证小型和中型企业贷款流动性的一个特殊目的机构（SPV）的资产情况。

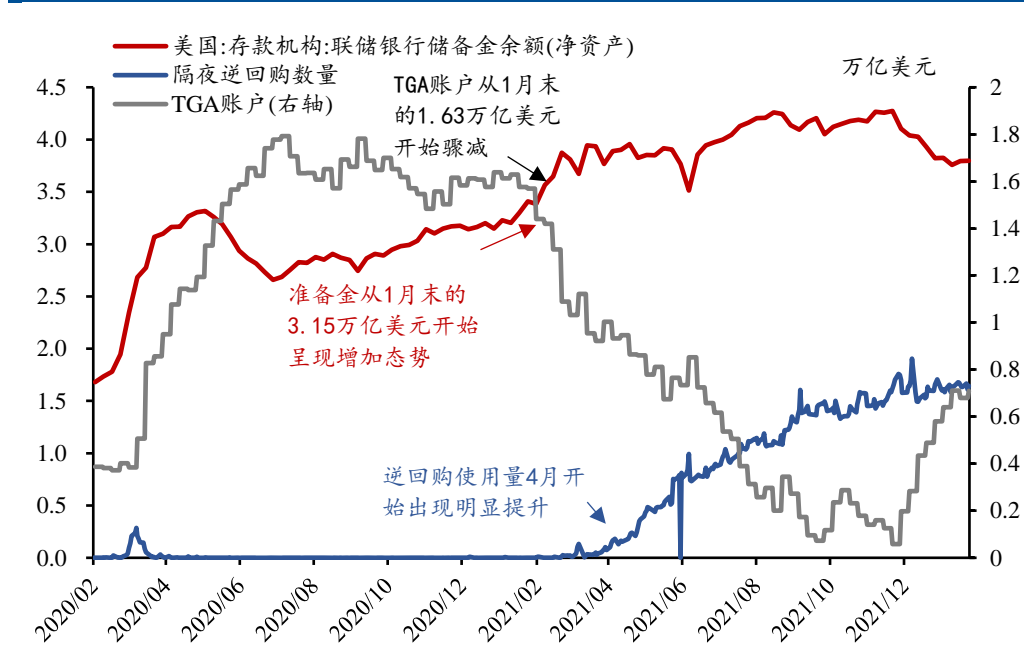
图 21: 美联储资产端扣除逆回购更能衡量美联储投放市场的流动性



资料来源：美联储官网，信达证券研发中心整理

“逆回购量”主要用来承接市场上多余的流动性，我们可以通过观察美联储资产负债表各项的相对变动，来窥探出美联储控制市场流动性的行为。举例来讲，回顾 2021 年逆回购规模在 4 月份开始逐渐走高，主要是承接市场过剩的流动性(直接源头是 3 月下旬新一轮 1.9 万亿美元财政刺激相关的补贴发放，TGA 账户资金减少)，同期，美国商业银行准备金余额也出现快速增长。5 月后准备金余额趋于稳定，逆回购规模快速增长，承接了大量 TGA 账户释放的流动性。

图 22：美联储账户的资金变动



资料来源：万得，信达证券研发中心

5.2 如何理解美联储的 TGA 账户

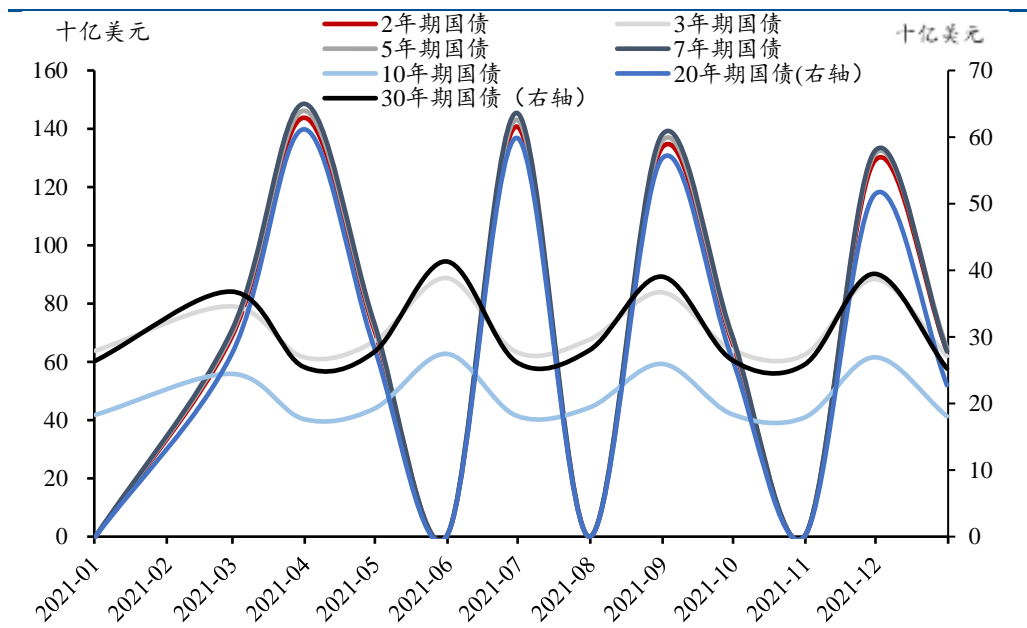
TGA 账户资金释放，会导致银行超储增长，增加市场的流动性。TGA 是财政部存款账户，本质就是财政部在美联储存放的钱。假设财政部发了 5000 亿的债，美联储买了 5000 亿的债，美联储的资产端，便增加了 5000 亿国债，负债端便增加了 5000 亿 TGA 的量。虽然表中增加了 5000 亿，但是这 5000 亿并没有进入市场，对实体经济的影响是很低的。只有 TGA 账户的资金释放，才可能对金融市场的流动性有所影响，对大宗商品和股票债券市场造成影响，才真正关系到市场的流动性。在 TGA 释放的过程中，如果财政没有同时投放，这就代表短债到期不续了。因此，影响 TGA 账户有两个方面的因素：

(1) 政府转移支付。政府向个人发放支票进行转移支付，居民持票向商业银行汇兑，而商业银行再次持票向美联储进行汇兑。此过程中，美联储资产负债表的变动均体现在负债端，表现为财政部在美联储的 TGA 账户减计，而相应商业银行的美联储的超额准备金账户增记。**(2) 国债到期不续。**当商业银行持有国债到期后，财政部以 TGA 账户向商业银行进行还本付息，在此期间，美联储资产负债表同样表现为 TGA 账户减计，而相应商业银行的美联储的超额准备金账户增记。**TGA 账户与商业银行超额准备金此消彼长。**

5.3 对美债利率的影响

传统的美债三因素拆分模型，在实际交易过程中并非时时灵验。美国债券市场的供需关系和风险溢价对利率的影响，可能比通胀预期更为重要。在2021年初，美国通胀飙升，市场当时极度看空美债，认为利率会高涨（经济预期抬升且通胀预期升高），反而4-5月美债利率一路下降，很大因素是来自债券供需关系和市场的流动性变化，此时再从三因素模型考虑，就不能很好地解释这一现象。一个是TGA账户释放资金：美国财政存款急速地、大规模的释放，无论对股、对债，还是对大宗商品，都带来了全面的流动性利好；第二个原因来自同期美债的发债结构和QE的购买结构调整，短债发行放量，10年期国债发行量缩减，压低了10年期债券利率。

图 23：2021 年美国国债市场的发行情况



资料来源: SIFMA, 信达证券研发中心

参考文献：

[1] Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination, By Elga Bartsch, Jean Boivin, Stanley Fischer, and Philipp Hildebrand, BlackRock Investment Institute

https://www.suerf.org/docx/f_77ae1a5da3b68dc65a9d1648242a29a7_8209_suerf.pdf

[2] Predicting Recession Probabilities Using the Slope of the Yield Curve, Peter Johansson (Federal Reserve Bank of New York) and Andrew Meldrum;

<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/predicting-recession-probabilities-using-the-slope-of-the-yield-curve-20180301.htm>

[3] It's Time to Look More Carefully at "Monetary Policy 3 (MP3)" and "Modern Monetary Theory (MMT)", Ray Dalio;

<https://finance.yahoo.com/news/ray-dalio-commentary-time-look-210319353.html>

[4] Federal Reserve Asset Purchases: The Pandemic Response and Considerations Ahead; Lorie K. Logan, Executive Vice

President; <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2022/log220302#footnote20>

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。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

王丰，信达证券宏观研究助理。美国西北大学金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于中美经济研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。