

REDUX
主题报告
美联储货币政策回顾与展望 2020-2024
投资要点

- ◆ 美联储决策框架经历了长达半个世纪的演化升级，至 2020 年已经基本形成较为成熟的经济周期变化和冲击应对模式。新冠大流行爆发后，美联储的货币政策大致可分成四个阶段，当前处于第三阶段后期，第四阶段的宽松程度很可能低于市场预期。
- ◆ **大流行冲击不确定性骤增，过度宽松+赤字货币化刺激需求。**大流行引爆巨大不确定性，美联储迅速决策零利率+无限量 QE。美联储在 2020 年 3 月迅速决定实施非传统量化宽松，包括三个方面：一、将利率速降至零下限；二、重启购买国债、MBS 的新一轮 QE 计划并称购买规模“不设定总体上限”，甚至在 MBS 的购债范围中增加了商业抵押贷款支持证券（CMBS），在央行直接购买具有信用违约风险的债券的道路上走的比 2009 年-2014 年的 QE 更远；三、将 2008 年推出的一系列贷款和回购类流动性支持工具全部恢复使用，并推出包括 PPPLF、PMCCF、SMCCF 等的一些新的流动性投放工具，令本轮量化宽松的广度、深度、速度都远远超出了前一轮。扩表速度过快，凸显基于当下经济表现的决策模式的盲目性。激进购买 MBS、长端利率创历史低位，房地产泡沫化程度有所加深。
- ◆ **需求过热供给恢复受抑制，通胀出现上升趋势。**美联储较为激进的“财政赤字货币化”操作迅速通过财政补贴和居民转移收入的渠道拉动居民收入在经济受到冲击的时期出现异常高增，商品消费需求迅速走向过热。巨额补贴期间，美国居民就业意愿受到一定压制，2021 年工业生产恢复较为缓慢，过热的需求未能对本土生产形成有效拉动，需求缺口的迅速扩大令美国核心通胀开始大幅上行，但在疫情的后续扰动下，美联储在整个 2021 年都保持了零利率+QE 的宽松政策立场，纵容了美国通胀的一轮比较明显的上行。
- ◆ **供需持续偏热，薪资通胀螺旋成型，鹰派美联储更加坚定。**美国当前仍处于前期过度补贴导致的超额储蓄的逐步消化期，居民收入和消费购买力仍然强劲。加之美国政府日益明显的“脱钩断链”产业政策倾向，令其工业生产从 2022 年以来持续超出市场预期。供给能力的加快恢复映射为旺盛的劳动力需求，加之巨额补贴计划结束后居民薪资预期被抬高，同时近四十年最大幅度的一轮核心通胀上行过程令居民格外担忧自身购买力的损失，共同催生并不断强化当前的“薪资通胀螺旋”。本轮 QE 期间美国居民购房加杠杆的速度与 2001-2006 年的房地产泡沫化时期相比明显更为克制，而且在长端利率开始上行以来的两年间，美国房地产市场销量降温较快，从而对商业银行带来的资产质量潜在损失风险整体可控。基于前期过度刺激导致需求过热、逆全球化政策对短期生产和就业的拉动作用、薪资通胀螺旋的持续存在等三项因素，预计 2023、2024 年美国实际 GDP 同比增长 2.3%、1.8%，美国经济陷入衰退概率较低。美国失业率可能维持在 4% 低位或更低水平更长时间，核心通胀可能直至 24Q4 或才可向下接近美联储最新预测路径。我们仍然预计美联储将于 11 月 FOMC 会议再度加息 25BP，首次降息预计不早于 2024 年下半年启动，预计降息路径会相对平缓。预计 2024 年中之前美元指数中枢将达到 105.5 左右。可能持续对我国货币政策的边际宽松、以及人民币汇率带来一定的约束和压力。
- ◆ **风险提示：**美联储加息、货币紧缩超市场预期风险，人民币汇率贬值预期较强风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

相关报告

- 中秋国庆假期国内外宏观综述-美元、油价、消费、地产与预期 2023.10.8
- 人民银行货币政策委员会三季度例会点评-持续用力逆周期，校正背离稳汇率 2023.9.27
- 工业企业利润点评（2023.8）-油价上涨等因素暂时性推动利润大幅改善 2023.9.27
- 华金宏观·双循环周报（第 27 期）-美联储“不战而胜”，“强美元”如何应对？ 2023.9.24
- 经济数据点评（2023.8）暨双循环周报·第 26 期-内外主线交织，经济接近筑底 2023.9.15



内容目录

一、大流行冲击不确定性骤增，过度宽松+赤字货币化刺激需求	3
1. 大流行引爆巨大不确定性，美联储迅速决策零利率+无限量 QE	3
2. 扩表速度过快，凸显基于当下经济表现的决策模式的盲目性	5
3. 激进购买 MBS、长端利率创历史低位，房地产泡沫化程度加深	8
二、需求过热供给恢复受抑制，通胀出现上升趋势	9
1. 激进的“财政赤字货币化”令美国居民收入、需求迅速走向过热	9
2. 巨额补贴也令 2021 年美国工业生产恢复较慢，通胀压力骤升	10
三、供需持续偏热，薪资通胀螺旋成型，鹰派美联储更加坚定	11
1. 疫情缓和超额储蓄逐步消化，美国消费需求仍然偏热	11
2. 美国强化逆全球化政策导向，先进制造业短期向美本土回流加快	12
3. 劳动力市场持续紧张，薪资通胀螺旋与供需循环偏热相互印证	13
4. 居民加杠杆速度尚属克制，房地产市场风险总体可控	14
5. 美国经济稳定增长、通胀黏性预期强化，坚定了美联储鹰派决心	15

图表目录

图 1: 大流行冲击令美国服务消费急剧收缩 (%)	4
图 2: 同时失业率飙升、劳动参与率陡降	4
图 3: 大流行后美联储激进扩表，25 个月内资产规模增加 4.6 万亿美元，增量超过原总资产规模 (USD bn)	6
图 4: 鲍威尔指出，70 年代的实时自然失业率估测是明显低估的	7
图 5: 美联储的新一轮 QE 令美国商业银行超储率再度大幅反弹，货币信用传导效率再度受损	8
图 6: 美国房地产市场一度出现阶段性泡沫	8
图 7: 美国长端国债收益率和抵押贷款利率	9
图 8: 流动性泛滥推升 2020 年下半年到 2021 年上半年美股估值	9
图 9: 前一轮 QE 过程中财政赤字货币化率最高为 33.6%	10
图 10: 本轮 QE 直至 2022 年 5 月财政赤字货币化率仍高达 50.8%	10
图 11: 巨额财政补贴通过转移收入对美国居民可支配收入形成强劲的推升效应	10
图 12: 主要经济体制造业生产同比 (%) 美国 2021 年恢复较慢	11
图 13: 美国核心 PCEPI 同比及贡献结构 (%)	11
图 14: 美国居民超额储蓄在 2021 年底达到顶峰后缓慢下降，在收入高增的支持下 2023 年消耗速度放缓	12
图 15: 美国零售增速近几个月迎来反弹	12
图 16: 美国 2023 年以来工业生产好于预期，特别是计算机电子为代表的先进制造业	13
图 17: 美国劳动参与率近两年加速提升，但劳动力市场持续紧张	14
图 18: 美国平均时薪同比高于疫情前，并向通胀形成传导	14
图 19: 美国宏观杠杆率及结构 (%)：居民加杠杆较为克制	14
图 20: 美国平均时薪同比高于疫情前，并向通胀形成传导	14
图 21: 美联储总资产规模及结构 (USD bn)	15
图 22: 美国实际 GDP 同比及预测 (%)	16
图 23: 美国核心 CPI 同比及预测 (%)	16
表 1: 大流行初期美联储重启和创设的一系列流动性支持工具	5

美联储决策框架经历了长达半个世纪的演化升级，至 2020 年已经基本形成较为成熟的经济周期变化和冲击应对模式。1970 年代布雷顿森林体系瓦解和两次石油危机带来的全球长期“滞胀”令美联储意识到高通胀环境下必须实施极为严厉的货币紧缩。1980 年代美联储强化了对“先发制人”提前紧缩遏制通胀上行迹象的重要性的认识，广场协议对美国国际收支平衡的成效甚微，美联储开始初步感知美元具有全球铸币税地位的特殊逻辑。1990 年代美联储正式放弃了原“三元长期目标”中的国际收支平衡目标，变数量型调控为价格型调控，适应了技术进步浪潮所带来的高增长、低通胀环境，货币政策基本立场由偏紧转为偏松。进入新世纪，通胀持续低位令美联储一度通过过度宽松的方式纵容了房地产市场的“非理性繁荣”，2007-2008 年的次贷危机-全球金融危机爆发后，美联储又不得不采取了包括零利率政策、直接购买 MBS 和超大规模购买长期国债（QE）在内的非传统货币政策，成功避免了金融体系的崩溃，但此后也为重建货币信用传导机制付出了长达 6 年的艰苦努力。

新冠疫情全球大流行爆发之后，美联储的货币政策大致可分成四个阶段，当前处于第三阶段的后期，第四阶段的宽松程度很可能低于市场预期。第一阶段是 2020 年疫情大流行爆发之后所采取的非传统量化宽松阶段；第二阶段是 2021 年的通胀上行趋势显露、美联储延迟收缩阶段；第三阶段是从 2022 年开始的加息、缩表但薪资通胀螺旋有所强化的阶段；第四阶段是在未来见到通胀逐步下行的稳定趋势后的宽松阶段。三、四阶段很大程度上是对于一、二阶段的过度宽松操作的修正，而同时因美国经济相对强劲，非美发达经济体普遍衰退，当前美联储所处的紧缩阶段末端、以及 2024 年下半年可能启动的新一轮降息周期的前期，美元指数都可能更长时间维持在较高水平，令包括我国在内的各类非美经济体长期面临紧缩性的外溢效应影响，对我国未来一段时间经济政策的组合提出了新的挑战。本报告着重分析当前到 2024 年美联储货币政策的可能方向，其背景和原因需回溯至 2020 年，本报告对判断美债收益率、美元指数的方向和国内外经济金融市场流动性，理解当前到 2024 年我国宏观经济的外部环境、货币财政政策的潜在外部约束和最优内外均衡组合具有直接的现实参考价值。

一、大流行冲击不确定性骤增，过度宽松+赤字货币化刺激需求

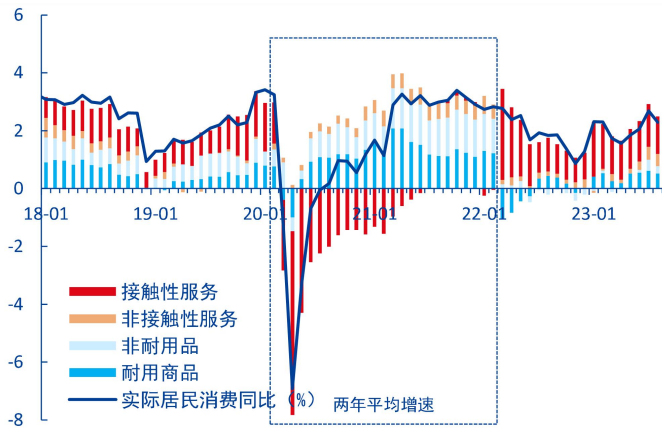
当前市场对美联储未来货币政策走向的巨大分歧主要源于对美国当前偏高的经济增长和通胀水平可持续性的预期不同，而当前美国经济结构和高通胀的复杂性，很大程度上是由新冠疫情大流行初期美联储的货币政策操作属性所导致的。

1. 大流行引爆巨大不确定性，美联储迅速决策零利率+无限量 QE

2020 年 2 月新冠疫情呈全球大流行态势，公共卫生事件冲击令全球经济供需两侧迅速积累巨大的不确定性，美联储已无法确切评估短期冲击幅度和长期影响，经济金融崩溃风险出现，非传统力度的货币政策宽松重启势在必行。新冠疫情的全球大流行，是二战结束之后的全球化时代首次出现公共卫生事件的迅速传播和巨大冲击，冲击模式极为罕见，冲击爆发速度极快，主要体现在两大方面：其一，接触性服务消费需求因人员聚集的巨大疾病传播风险、以及不同程度的防控措施要求而迅速断崖式下滑并同步拖累相关行业就业；其二，制造业生产也因为需要工人在一定的密闭空间内共同参与完成而受到疫情的抑制性影响。回溯来看，大流行初期生产端受冲击

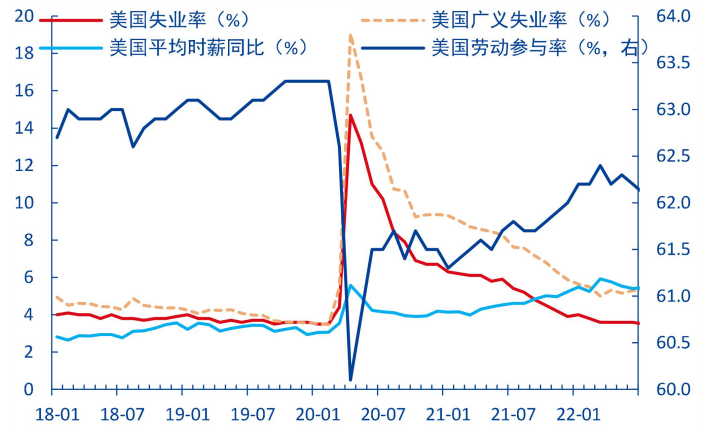
程度大于需求端，本不应对需求端实施过度刺激，但在当时的环境下，对于疫情冲击的持续时长并无任何经验可以参考，可以理解作为需求政策决策方的美联储更关注在短期熨平需求，以及避免金融体系崩塌导致疫情冲击的衍生性经济危机的迫切性，从当时美联储的视角来看，实施新一轮非传统货币宽松是势在必行的。2020年4月美国实际居民消费支出（PCE）两年平均增速剧降至-6.9%，其中服务消费的拖累即高达-5.4个百分点。当月失业率飙升至14.7%，单月上行高达10.3个百分点，劳动参与率单月下滑2.5个百分点至60.1%。

图 1：大流行冲击令美国服务消费急剧收缩（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：同时失业率飙升、劳动参与率陡降



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：20.3-22.2 平均时薪为两年平均增速

美联储在2020年3月迅速决定实施非传统量化宽松，包括三个方面：一、将利率速降至零下限；二、重启购买国债、MBS的新一轮QE计划并称购买规模“不设定总体上限”，甚至在MBS的购债范围中增加了商业抵押贷款支持证券（CMBS），在央行直接购买具有信用违约风险的债券的道路上走的比2009年-2014年的QE更远；三、将2008年推出的一系列贷款和回购类流动性支持工具全部恢复使用，并推出包括PPPLF、PMCCF、SMCCF等的一些新的流动性投放工具，令本轮量化宽松的广度、深度、速度都远远超出了前一轮。美联储在2020年3月迅速改变了货币政策正常化阶段的操作模式，重新进入新一轮非传统货币宽松政策阶段，主要采取了四类操作：**1）迅速降息至零。**美联储在2020年3月3日降息50BP，下调联邦基金利率目标区间至1.0%-1.25%；此后在3月16日再度降息100BP至0-0.25%的联邦基金利率目标零下限，两次操作仅相隔不到两周，自此利率工具再度用至枯竭。**2）重启包括国债、MBS在内的新一轮QE扩表计划。**美联储3月23日宣布重启大规模新增资产购买计划，称将以“需要的规模”购买国债、机构MBS，并且将机构商业抵押贷款支持证券（CMBS）也纳入本轮MBS购买计划。当周开始，纽约联储交易室开始以每日750亿美元国债、500亿美元MBS的超大规模上限执行新的QE计划。**3）建立对海外多个央行的临时性美元互换通道，向全球央行提供流动性。**对澳大利亚联储、巴西央行、丹麦央行、韩国央行、墨西哥央行、挪威央行等9家央行设立临时性的美元流动性安排（互换通道），对每家央行分别以600亿美元或300亿美元为上限，提供不少于6个月的美元互换资金。**4）对商业银行、海外央行、甚至实体企业直接提供贷款、回购、互换等非传统类别的流动性支持。**

表 1: 大流行初期美联储重启和创设的一系列流动性支持工具

类别	非传统流动性支持工具名称	操作细节	创设时间
对商业银行提供更广泛的流动性支持	一级交易商信贷工具 (Primary Dealer Credit Facility)	美联储通过 PDCF 提供期限最长为 90 天的隔夜和定期资金向一级交易商提供的信贷。	2020.03
向货币基金、资产证券化市场提供流动性支持	货币市场共同基金流动性便利 (Money Market Mutual Fund Liquidity Facility)	向持有优质资产的金融机构提供贷款, 并以此向企业和个人提供信贷的能力。	2020.03
	商业票据融资便利 (Commercial Paper Funding Facility)	美联储通过 CPFF 向美国商业票据发行人提供贷款	2020.03
	定期资产支持证券贷款便利 (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)	美联储向特定资产支持证券 (ABS) 的持有人 (包括个人和法人) 发放贷款, 这些 ABS 的抵押物包括学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业贷款, 后扩大至商业 MBS、私人住宅 MBS 等其他更为广泛的领域。	2020.03
向实体经济提供流动性支持	薪资保障计划流动性便利 (Paycheck Protection Program Liquidity Facility)	提供贷款给小微企业来维系它们的正常经营	2020.04
	一级市场企业信贷便利 (Primary Market Corporate Credit Facility)	美联储融出资金给企业等, 且贷款的前六个月企业可申请推迟支付利息和本金。美联储建立了一个特殊目的工具 (SPV), PMCCF 通过它可以发放贷款和购买债券。	2020.03
	二级市场企业信贷便利 (Secondary Market Corporate Credit Facility)	SMCCF 通过在二级市场购买由投资级美国公司 (或截至 2020 年 3 月 22 日为投资级的某些美国公司) 发行的公司债券, 以及在美国上市的交易所交易基金, 联通美国公司债券市场。	2020.04
	市政流动性便利 (Municipal Liquidity Facility)	美联储直接购买最多 5000 亿美元由州、郡、城市政府发行的短期地方政府债券, 以支持州和地方政府更好地应对流动性压力, 以持续向家庭和企业部门提供服务。	2020.04
	实体经济贷款计划 (Main Street Lending Program)	美联储通过波士顿联储银行设立 SPV, 通过购入合格贷款人向企业投放的贷款中的一部分, 支持向中小企业或非盈利机构提供贷款融资。	2020.04
向外国央行和国际货币当局提供美元流动性支持	中央银行流动性互换 (Central Bank Liquidity Swaps)	美国与主要发达经济体的央行 (英格兰银行、欧洲中央银行、瑞士国家银行、日本银行等) 设立美元流动性互换来提供美元流动性。	2020.03
	外国和国际货币当局回购便利 (Foreign and International Monetary Authorities Repo Facility)	美联储为外国和国际货币当局设立了回购协议工具 (FIMA Repo Facility)。通过为 FIMA 账户持有人创建临时美元流动性的后备来源, 该工具可以帮助解决全球美元融资市场的压力, 否则这些压力可能会影响美国的金融市场状况。	2020.03

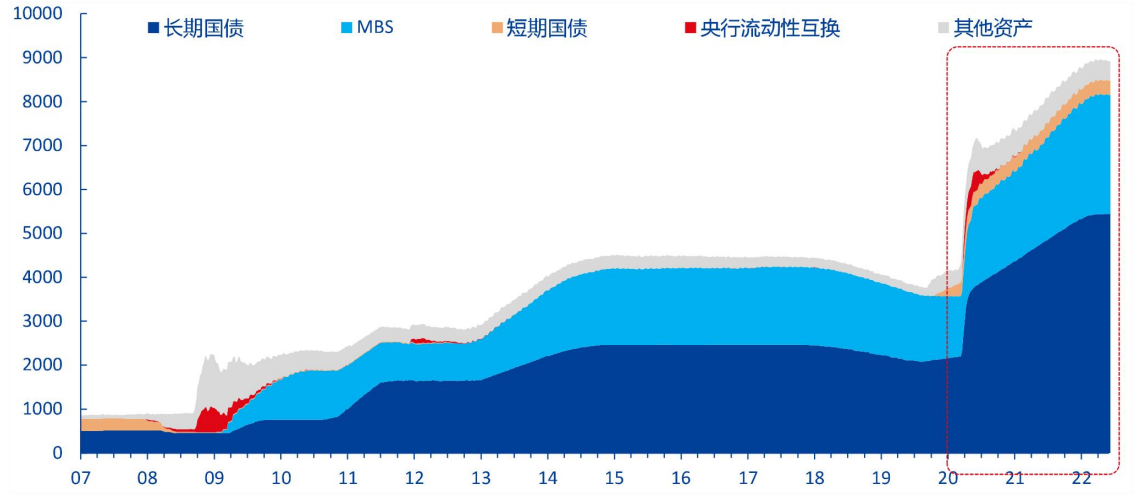
资料来源: Federal Reserve, 华金证券研究所

2. 扩表速度过快, 凸显基于当下经济表现的决策模式的盲目性

自 2020 年 3 月初开始的短短 3 个月内, 美联储资产规模从 4.2 万亿美元飙升至 7.2 万亿美元, 国债和 MBS 等长期流动性投放占新增规模的 70%。美联储本轮扩表速度较 2008 年全球金融危机之后的初始 QE 时期明显更加迅速, 自 3 月初美联储开始反应, 至 6 月初的短短三个月内, 美联储即扩表高达 3 万亿美元, 资产负债表规模急速扩张 68.9%。国债和 MBS 等长期流动性投放是本轮加速扩表期的主力工具, 分别占到新增资产规模的 55.8% 和 15.9%, 两项长期基础货币投放工具占合计新增规模的 70% 以上。而除 QE 以外的其他流动性投放工具合计仅占这一时期新增规模的约 28%, 且在 6 月初峰值之后, 这些短期流动性投放工具的存量开始有所缩减, 美联储扩表开始进一步向国债和 MBS 两大工具集中。至峰值的 2022 年 4 月 13 日当周数据, 美联储资产规模在 25 个月内急速扩张 4.65 万亿美元, 达到 8.97 万亿美元, 增量已经超过 2020

年3月初的存量规模。在疫情后的增量规模中，长期美债、MBS占比分别高达69.5%和29.4%；而其他暂时性流动性投放工具中，多数已经停止使用，仍在使用的少量工具余额仅占新增资产的1.0%。

图3：大流行后美联储激进扩表，25个月内资产规模增加4.6万亿美元，增量超过原总资产规模（USD bn）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

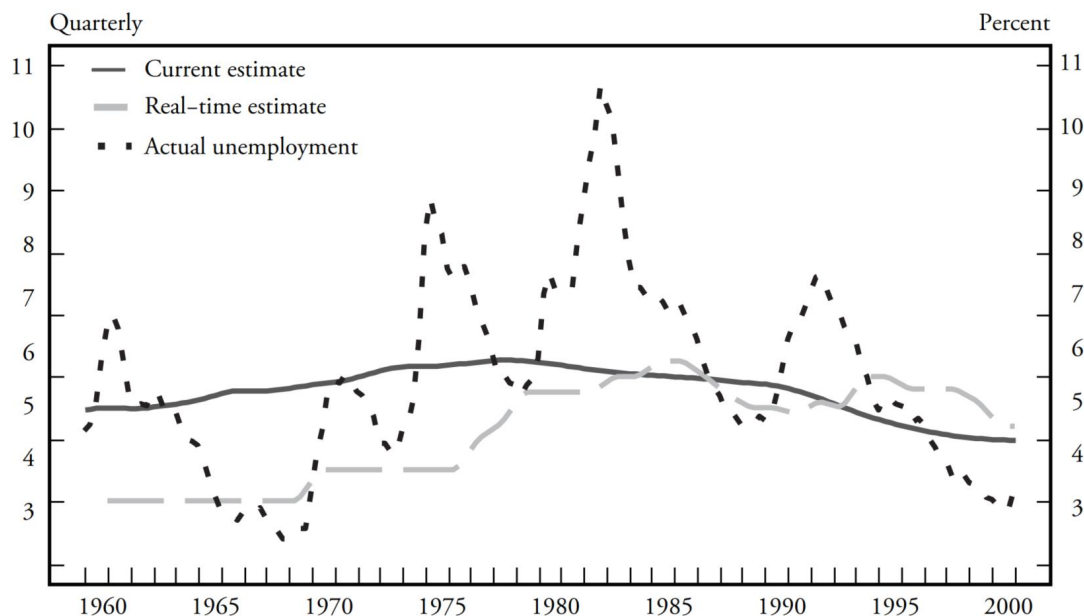
较2008年全球金融危机之后六年的操作更加激进的新一轮量化宽松（QE）措施，在有效稳定美国金融体系和经济各部门信心的同时，也呈现出明显的总量过度、结构失衡特征，凸显出鲍威尔上任后提出的基于当下经济表现（而非对未来的预测）进行决策的货币政策决策模式的滞后性和盲目性。站在当前时点，回溯2020年3月-5月美联储的一轮组合拳QE应对方式，首先不得不说表现出了非常坚决的稳定市场流动性的决心，也可以说是主要发达经济体中应对速度最快、应对力度最强的央行，这一点确实给美国实体经济和金融市场提供了相当充足的流动性充裕的信心。但另一方面也应该看到，美联储当时的操作也有比较明显的总量过度、结构失衡的缺陷，这些缺陷正在导致美国货币政策向实体经济需求的传导能力进一步受到半永久性的损害，同时金融市场和资产市场泡沫化程度也进一步加剧，金融市场与实体经济的矛盾有所凸显，为未来美国更长时间内的货币政策正常化过程提出了新的挑战。而这一切的风险的根源可能早于2018年现任美联储主席鲍威尔上任之初即已埋下。我们从鲍威尔任上的第一次Jackson Hole年会上对美联储决策框架的动摇说起。

疫情发生前一年半，鲍威尔在Jackson Hole年会的公开演讲中称，货币决策不应依赖对潜在产出的测算，暗示与经济预测所具有的巨大事后不准确性相比，当下的经济表现可能包含更多对于美联储决策有用的信息。由此，美联储逐步放弃潜在产出路径之“锚”，转而采用同步、甚至滞后的“综合分析”方法来进行实时决策，令美联储货币政策操作可能具有更大的主观性，政策失当导致经济和通胀偏离长期中枢的风险大幅提升。当时美国经济正处于全球金融危机之后长达近10年的温和恢复期末端（当然“末端”是事后的观察），美联储面临低通胀、低失业率、不高的经济增速共存的局面，鲍威尔在题为《经济波动中的货币政策》的演讲中提出当时市场对货币政策的立场有明显的分歧，一些分析认为从失业率角度认为美联储紧缩过慢可能导致经济过热，另一派观点则认为从低通胀角度来看，美联储可能加息已经过快经济可能受到抑制。为了弥合两大针锋相对的观点，鲍威尔提出“实时潜在产出预测非常不准确”的判断，并以70年代的“滞胀”时期为例，指出当时估算的自然失业率过低，导致美联储一度执着于推动自然失业率下

降，而采取了错误的、过度宽松的货币政策。在此基础上，鲍威尔提出自然失业率的估测是“非常不确定的”，提出美联储在决策时应观察更多经济指标的变化，以综合性地判断美国劳动力市场的松弛程度，而应降低对潜在产出、自然失业率等估算指标的依赖。

图 4：鲍威尔指出，70 年代的实时自然失业率估测是明显低估的

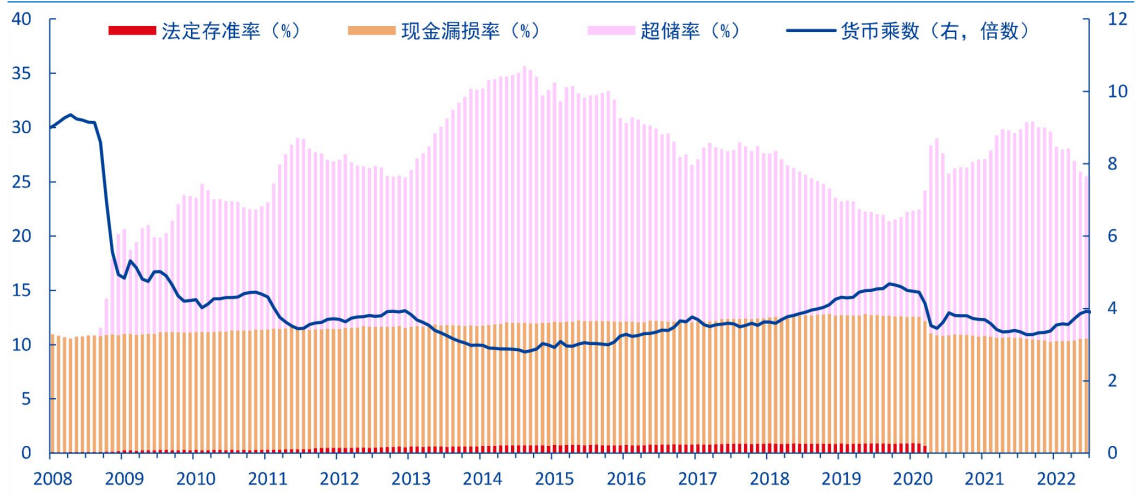
Current and Real-Time Assessments of the Natural Rate of Unemployment and the Unemployment Rate



资料来源：Federal Reserve, 华金证券研究所

受此“决策框架漂移”的影响，在疫情冲击美国经济之初，美联储事实上放弃了对短期产出缺口的测算，直接采取无限量 QE 政策，事后来看总量流动性投放明显过度。美联储自 2020 年 3 月初即开始迅速反应进行降息，三周后即决定实施超大规模 QE，但在 2020 年 3 月的 FOMC 会议上，美联储罕见地没有提供经济预测数据，当然在当时的决策框架下其实进行预测也并没有很大的必要性，但从事后的情况来看，美联储在大流行形成之后一年多时间里持续大幅低估了经济增速，也就是大幅高估了疫情对美国经济的冲击程度，由此导致的流动性总量投放过度，令美国商业银行超储率再度飙升，上一轮缩表刚刚稍加巩固的货币—信用调控能力再一次被“大水漫灌”所损伤。2020 年 5 月美国商业银行超储率即从 3 个月前的 9.9% 升至 18.1%，上行幅度高达 8.2 个百分点，此后又在 2021 年 9 月达到 20.0% 的阶段峰值，几乎重回 2008 年全球金融危机之后连续六年扩表时的高峰水平。我们在前期报告《RECALIBRATE——美联储货币政策与利率（下）：1998-2019》（2023.10.9）中对美联储数量型工具调控的困难进行了更为详细的分析，可资参考。

图 5: 美联储的新一轮 QE 令美国商业银行超储率再度大幅反弹, 货币信用传导效率再度受损

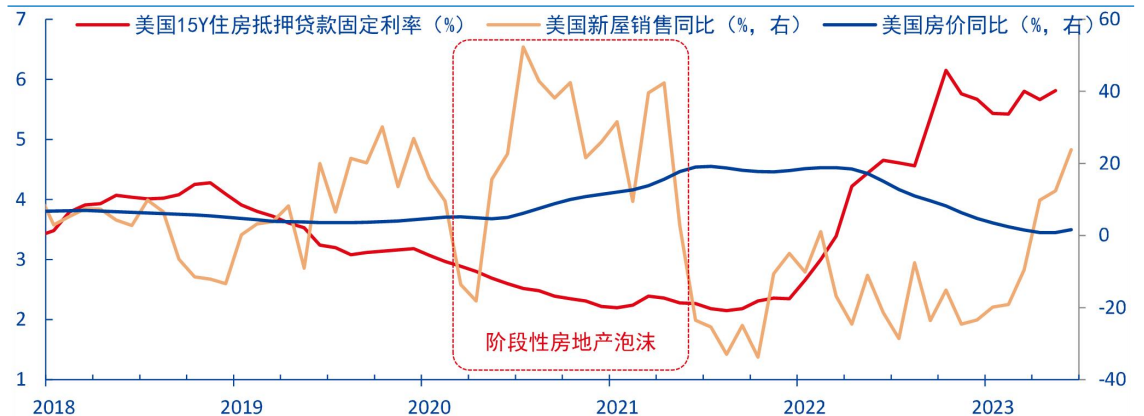


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

3. 激进购买 MBS、长端利率创历史低位, 房地产泡沫化程度加深

本轮 QE 操作在房地产市场并未暴露系统性风险、金融体系并未遭受潜在资本损失和流动性枯竭风险的情况下, 激进地实施了超出前一轮 QE 的 MBS 购买计划, 流动性泛滥一定程度上抬升了美国房地产市场泡沫化的程度, 并无助于实体经济信用需求的有效扩张。这一操作模式凸显美联储决策之“锚”的淡化所带来的被动模仿上一轮 QE 扩张结构的痕迹, 但当时住房抵押贷款违约率大幅提升, 直接威胁美国商业银行体系资本充足率, 可能引发金融体系和实体经济的坍塌螺旋, 因而美联储才不得已直接购买具有信用债属性的 MBS 类资产, 并且限定在机构 MBS 的范围内, 以此帮助美国商业银行“清洗”资产负债表。而本轮经济冲击源于疫情, 全球各国包括美国的房地产市场均表现良好, 并未出现房价暴跌、抵押贷款相关资产违约率上升、商业银行资本金损失的坍塌循环, 甚至多数国家居民在宽松的货币环境下进一步偏好于配置地产, 纷纷带动地产产业链走强。在此背景下, 美联储仍按购买国债约一半的速度增持 MBS, 并无迫切必要性, 反而给美国房地产市场额外带来一针“强心剂”, 此种操作埋下了 2023 年 3 月美国银行业局部动荡的种子, 很大程度上也成为当前全球市场对美国房地产市场和经济前景展望分歧加大的原因。

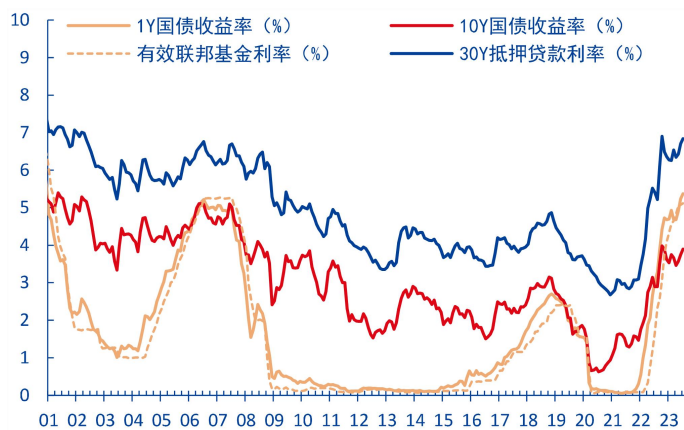
图 6: 美国房地产市场一度出现阶段性泡沫



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

过快的国债和 MBS 购买令美国国债和长期抵押贷款利率短时间内大幅下行，创出近几十年来新低，一方面按揭贷款利率的大幅下行直接推升房地产市场的阶段性泡沫，另一方面长期国债利率的大幅下行令股票、债券等金融市场估值迅速抬升，金融市场也迅速走向泡沫化，远超过上一轮 QE 峰值。由于美联储扩表过于激进，并且在房地产市场没有爆发系统性风险的情况下“预防性”大举购买 MBS，长端国债和抵押贷款利率都受到了非常强的抑制效应，10Y 美国国债收益率在 2020 年 7 月迅速下行至 0.6% 的历史低位，较 2019 年底和 2018 年底分别低 1.3、2.2 个百分点，实际利率降至进入深度负利率区间，过剩流动性流向金融市场，推升美股市盈率在脱离经济基本面的基础上持续走高，纳斯达克综合指数市盈率在 2020 年底超 80 倍，标普 500 市盈率也在 2021 年 4 月达到了 42 倍的历史峰值，而上一轮 QE 时期两大股指市盈率峰值分别为 26 倍和 67 倍左右，均低于本轮峰值。30 年抵押贷款利率受国债和 MBS 利率的直接下拉作用而同步大幅下滑，2020 年 12 月美国 30 年抵押贷款利率降至 2.7% 的历史低位，比 2019 年底、2018 年底分别低 1 个百分点和 2 个百分点，比上一次地产泡沫时期低点要低 2.6 个百分点。极低的按揭贷款利率水平，和银行间流动性过剩带来的贷款可得性的提升，对 2020 年下半年到 2021 年上半年美国房地产市场出现的一轮阶段性的小幅的泡沫化起到了推波助澜的作用。

图 7：美国长端国债收益率和抵押贷款利率



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 8：流动性泛滥推升 2020 年下半年到 2021 年上半年美股估值



资料来源：Wind，华金证券研究所

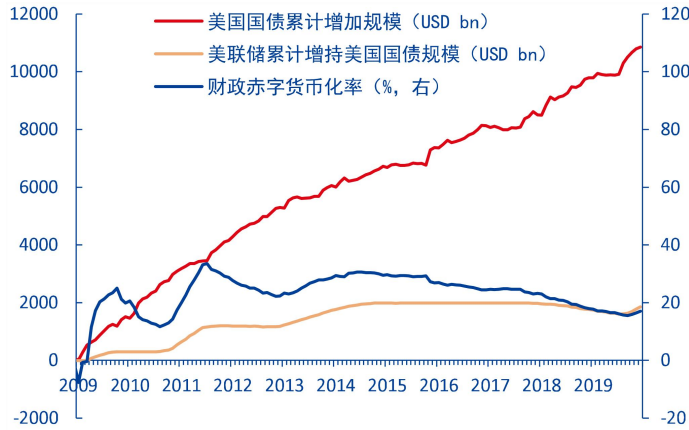
二、需求过热供给恢复受抑制，通胀出现上升趋势

1. 激进的“财政赤字货币化”令美国居民收入、需求迅速走向过热

为应对疫情大流行对美国经济造成的巨大冲击，2020 年-2021 年美国联邦政府连续通过多部财政刺激法案，罕见地以直接对居民提供支票补贴和额外失业金补贴为主，美联储以迅速的大规模增持国债进行了直接的融资支持，财政赤字货币化率远超前一轮 QE 时期。美国政府在 2020 年 3 月、4 月相继通过《新冠病毒援助、救济和经济保障法案（CARES ACT）》、《薪资保障计划和医疗强化法案（PPHCE ACT）》，2021 年又接连通过了“9000 亿美元刺激计划”和《美国救助计划法案（American Rescue Plan Act of 2021）》等，罕见地以天量财政赤字直接对居民部门提供巨额补贴。为此，美国财政部大量发行国债进行融资，美联储则以极快的扩表和增持国债的速度以“财政赤字货币化”的方式直接为财政部提供融资。自 2020 年 3 月新一轮 QE

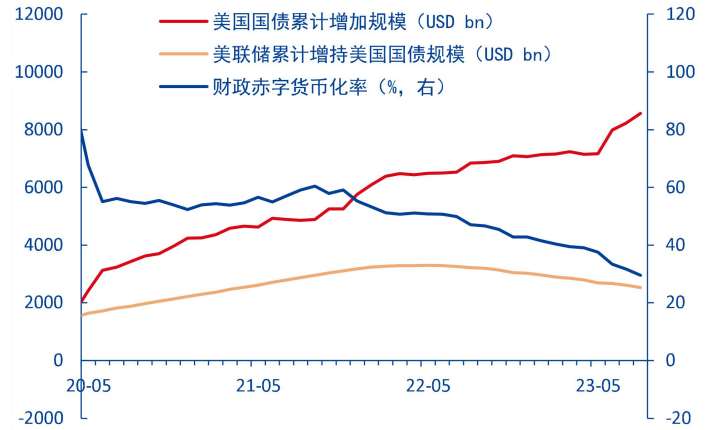
开始至 2022 年 5 月峰值，美联储累计增持了近 3.3 万亿美元国债，占同期国债累计新发行规模的 50.8%（财政赤字货币化率=美联储累计增持美国国债规模/美国国债累计增加规模），远大于 2008 年 11 月启动的前一轮 QE 时期峰值 33.6%（2011 年 7 月）的占比。

图 9：前一轮 QE 过程中财政赤字货币化率最高为 33.6%



资料来源：CEIC，华金证券研究所

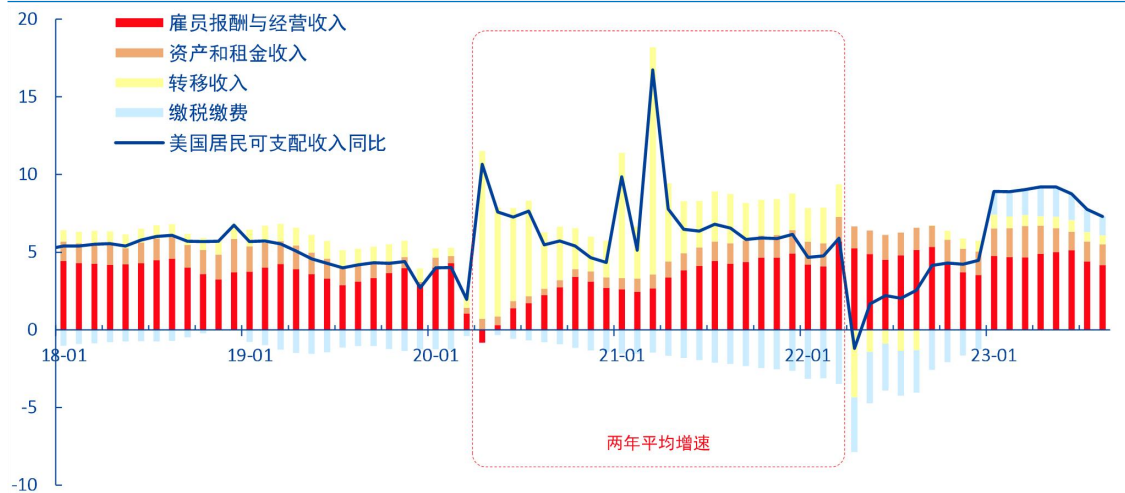
图 10：本轮 QE 直至 2022 年 5 月财政赤字货币化率仍高达 50.8%



资料来源：CEIC，华金证券研究所

美联储较为激进的“财政赤字货币化”操作迅速通过财政补贴和居民转移收入的渠道拉动居民收入在经济受到冲击的时期出现异常高增，商品消费需求迅速走向过热。大规模财政补贴使得美国居民收入在经济遭遇冲击的同时异常高增，居民购买力得到较好地保持和促进；而从消费支出的结构来看，疫情非对称地冲击服务消费，从而令美国居民商品消费需求反常超强增长，商品消费需求大于供给的缺口骤然走阔，对消费品 CPI 形成推升效果。

图 11：巨额财政补贴通过转移收入对美国居民可支配收入形成强劲的推升效应



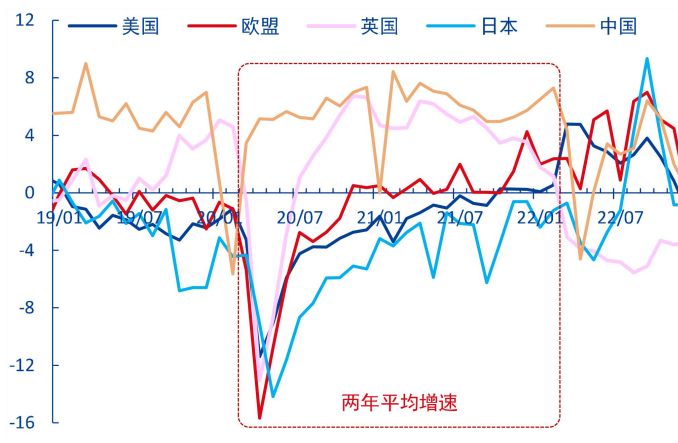
资料来源：CEIC，华金证券研究所

2. 巨额补贴也令 2021 年美国工业生产恢复较慢，通胀压力骤升

巨额补贴期间，美国居民就业意愿受到一定压制，2021 年工业生产恢复较为缓慢，过热的需求未能对本土生产形成有效拉动，需求缺口的迅速扩大令美国核心通胀开始大幅上行，但在疫情的后续扰动下，美联储在整个 2021 年都保持了零利率+QE 的宽松政策立场，纵容了美国通

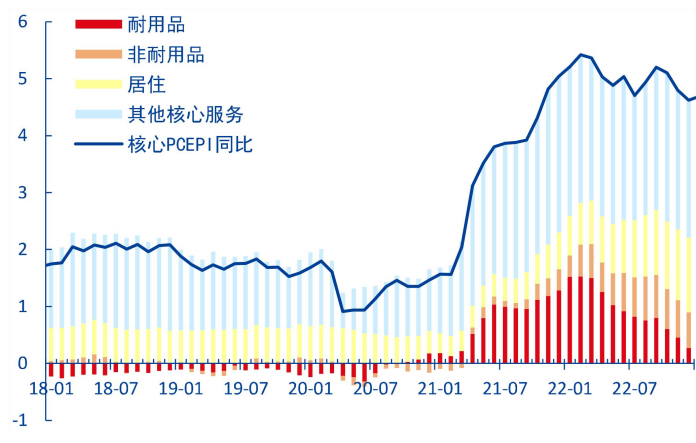
胀的一轮比较明显的上行。除通过推动居民收入和商品消费过热拉动需求的效应之外，在供给侧来看，天量的财政补贴，特别是针对失业人群直接给予额外的失业金补助，以至于超出正常薪资水平的程度，实际上也导致美国居民就业意愿在疫情后的大幅下降，导致 2021 年前三个季度（补贴计划持续期间）美国工业生产和劳动力市场恢复相对需求侧明显偏慢。走向过热的商品消费需求 and 恢复缓慢的工业生产同时出现，令美国自 2020 年下半年 2022 年初核心商品 PCEPI 同比大幅飙升，推动核心 PCEPI 同比从 2020 年 6 月的 0.9% 一路飙升至 2022 年 2 月的 5.4%，远超美联储 2% 的长期通胀目标。但即便如此，考虑到疫情冲击经济仍存在一定的不确定性，美联储在 2021 年均保持了零利率+QE 的量化宽松立场，进一步对高通胀形成了推波助澜的效果。

图 12: 主要经济体制造业生产同比 (%) 美国 2021 年恢复较慢



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 美国核心 PCEPI 同比及贡献结构 (%)



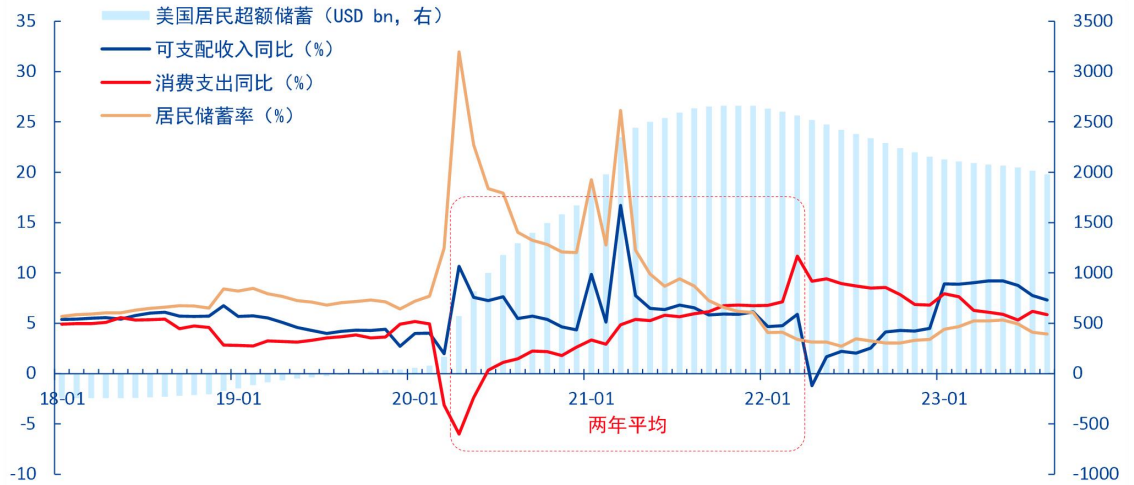
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

三、供需持续偏热，薪资通胀螺旋成型，鹰派美联储更加坚定

1. 疫情缓和超额储蓄逐步消化，美国消费需求仍然偏热

美国当前仍处于前期过度补贴导致的超额储蓄的逐步消化期，加之薪资增速维持高位，居民收入和消费购买力仍然强劲。与持续性的减税相比，阶段性财政补贴带来的居民收入的增加会以更大的比例转化为超额储蓄留待日后逐步消化，而用于当期消费增加的比例实际上并不高。我们测算结果显示，美国居民部门超额储蓄一度在 2021 年 11-12 月达到 2.66 万亿美元峰值，2022 年月均减少 423 亿美元，2023 年前 8 个月消耗速度进一步放缓至月均 220 亿美元，至 2023 年 8 月末仍高达 1.98 万亿美元。今年以来的超额储蓄放缓趋势很大程度上与居民收入增速维持高位的时长明显超出市场预期相关。这意味着美国居民购买力在相当长时间内都会高于收入水平和疫情前趋势水平。

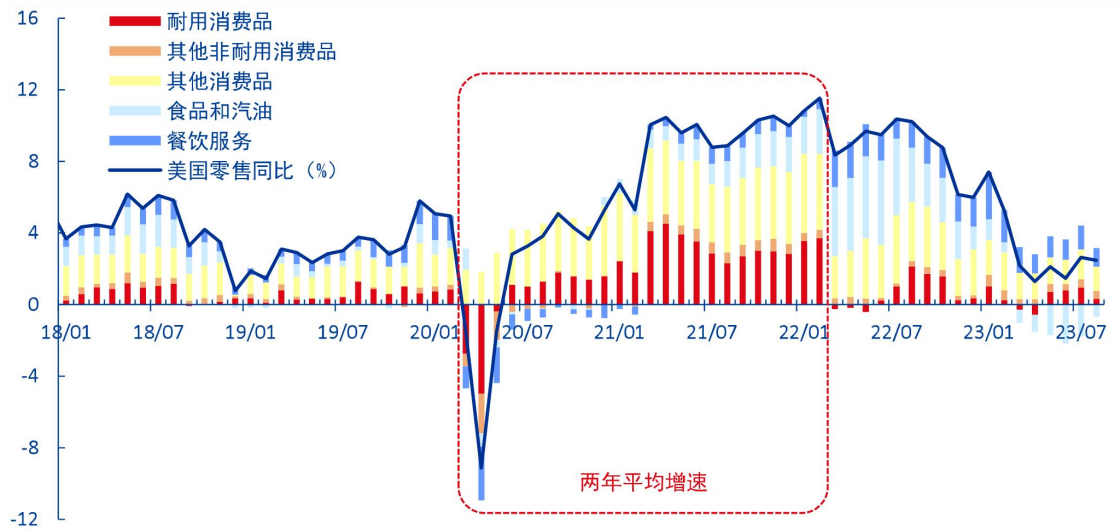
图 14: 美国居民超额储蓄在 2021 年底达到顶峰后缓慢下降, 在收入高增的支持下 2023 年消耗速度放缓



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

强劲购买力的驱动下, 美国居民消费增速在货币紧缩阶段仍下行极为缓慢, 降温过程并非不可逆的。美国零售同比增速从 4 月 1.3% 的低点已经反弹至 8 月的 2.5%, 而且是在 2022 年三年的极高基数基础上实现的, 远好于年初时候市场预期美国零售同比可能下半年转负的路径, 很大程度上凸显了当前美国居民购买力较强、消费需求过热的程度。从结构上来看, 不仅近几个月油价企稳有所回升令食品和汽油跌幅收窄, 其他非耐用消费品、包含汽车的耐用消费品、以及餐饮幅度消费的贡献都较 4 月低点普遍出现了改善。考虑到当前消费需求持续处于过热区间主要由居民超额储蓄和收入高增两大利率不敏感因素所驱动, 需求侧的持续过热正在不断强化美联储坚持鹰派立场的决心。

图 15: 美国零售增速近几个月迎来反弹



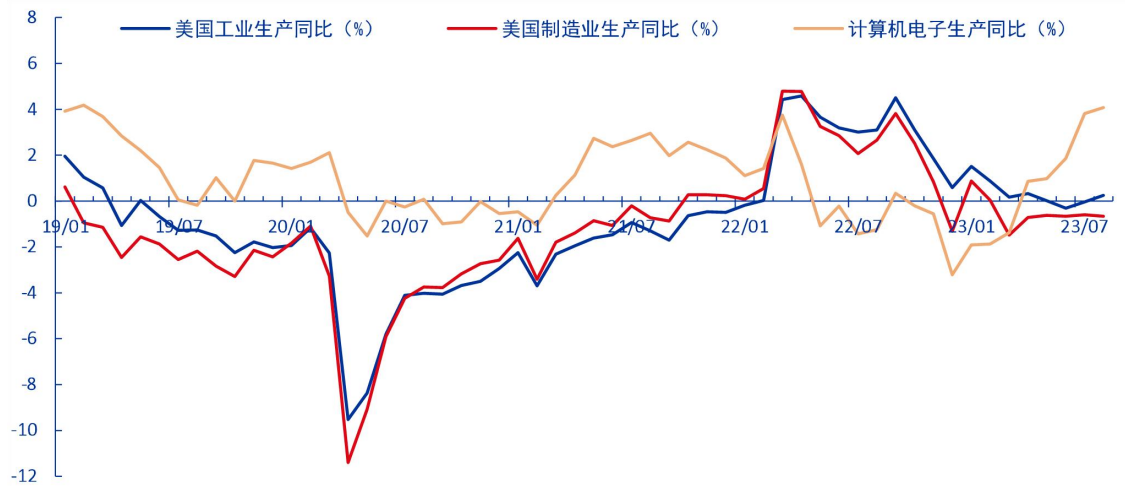
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

2. 美国强化逆全球化政策导向, 先进制造业短期向美本土回流加快

从生产端来看, 处于过热区间的消费需求的持续拉动, 加之美国政府日益明显的“脱钩断链”产业政策倾向, 令美国工业生产从 2022 年以来持续超出市场预期并延续至今。需求的过热

在大流行尚未结束时首先导致了需求缺口的扩大和通胀的飙升，而在 2022 年初全球大流行明显缓和时就开始对美国的工业生产形成直接的强劲拉动作用，从 2022 年至今，拜登政府在产业政策方面进一步强化了其拉拢经济盟友对华实施包括半导体电子集成电路等在内的美国当前具有全球领先地位的先进产业链的“脱钩断链”政策，加之俄乌军事冲突持续一年半之后尚无平息时间表，美国本土先进制造业生产今年以来的表现也持续好于 PMI 和市场预期。工业生产对美经济的企稳甚至改善起到了重要的支撑作用。

图 16: 美国 2023 年以来工业生产好于预期，特别是计算机电子为代表的先进制造业

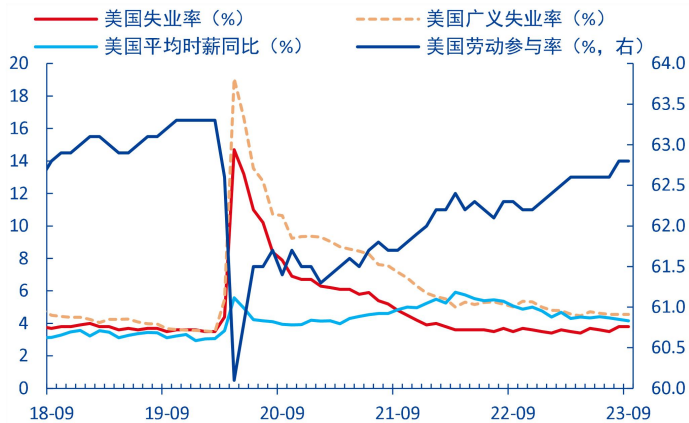


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

3. 劳动力市场持续紧张，薪资通胀螺旋与供需循环偏热相互印证

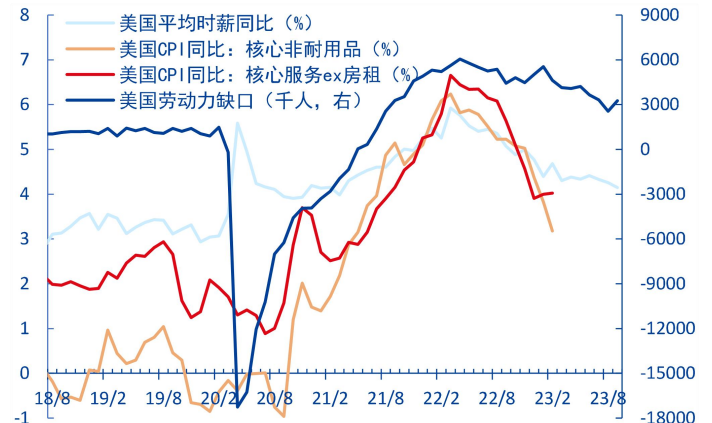
商品和服务供给能力的加快恢复映射为旺盛的劳动力需求，加之巨额补贴计划结束后居民薪资预期被抬高，同时近四十年最大幅度的一轮核心通胀上行过程令居民格外担忧自身购买力的损失，共同催生并不断强化当前的“薪资通胀螺旋”。进入 2023 年，全球疫情明显缓和，服务消费全球共振式复苏，加之美国商品消费需求持续过热、以及美国政府奉行的“逆全球化”战略对美国先进制造业生产的短期拉动作用，即便 21Q4 以来劳动力供给加速恢复，美国当前劳动力缺口仍较疫情前显著扩大，劳动力市场持续紧张。由于补贴计划结束后居民薪资预期被抬高，加之近 40 年最高的核心通胀水平令居民格外担忧自身购买力的损失，劳动力市场的供不应求局面导致的薪资高增被进一步放大，共同催生并不断强化当前的“薪资通胀螺旋”。21Q4 以来，美国出现劳动参与率抬升、失业率下降、薪资增速维持高位的罕见组合，充分显示出“薪资通胀螺旋”和实体经济供需循环偏热之间的相互印证关系。

图 17: 美国劳动参与率近两年加速提升, 但劳动力市场持续紧张



资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 20.3-22.2 平均时薪为两年平均增速

图 18: 美国平均时薪同比高于疫情前, 并向通胀形成传导

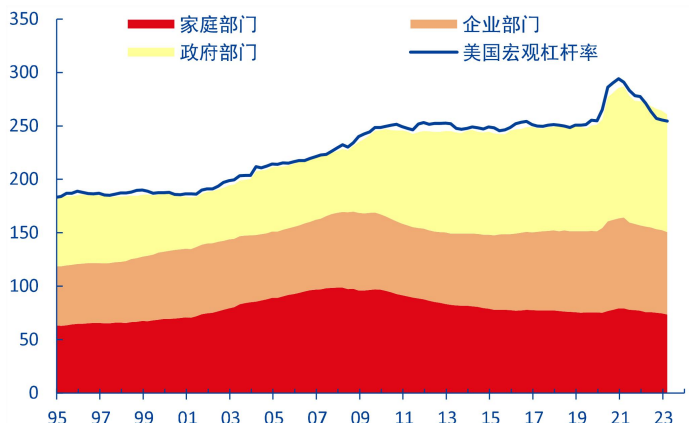


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

4. 居民加杠杆速度尚属克制, 房地产市场风险总体可控

本轮 QE 期间美国居民购房加杠杆的速度与 2001-2006 年的房地产泡沫化时期相比明显更为克制, 而且在长端利率开始上行以来的两年间, 美国房地产市场销量降温较快, 从而对商业银行带来的资产质量潜在损失风险整体可控。21 世纪初美国的房地产市场“非理性繁荣”阶段, 次级抵押贷款和 MBS 的风靡令美国居民陷入狂热的投机热潮之中, 美国居民部门宏观杠杆率从 2001 年到 2006 年间迅速提升达 26.1 个百分点至 96.9%, 当时在 15 年抵押贷款利率高达 4%-6% 的背景下, 新屋销售规模远大于 2020 年以来的历年水平, 为房地产市场泡沫破灭和次贷危机-全球金融危机埋下重大隐患。而本轮 QE 过程中, 美国居民对于购房的热情尽管也一度明显升温, 但持续时间较短, 自 2020 年下半年开始新屋销售量就开始明显下滑, 而居民部门宏观杠杆率更是仅在 20Q2-21Q1 期间小幅抬升 4.1 个百分点, 此后连续回落, 至 23Q1 已经降至 73.6%, 比 19Q4 还低 2 个百分点。

图 19: 美国宏观杠杆率及结构 (%) : 居民加杠杆较为克制



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 美国平均时薪同比高于疫情前, 并向通胀形成传导

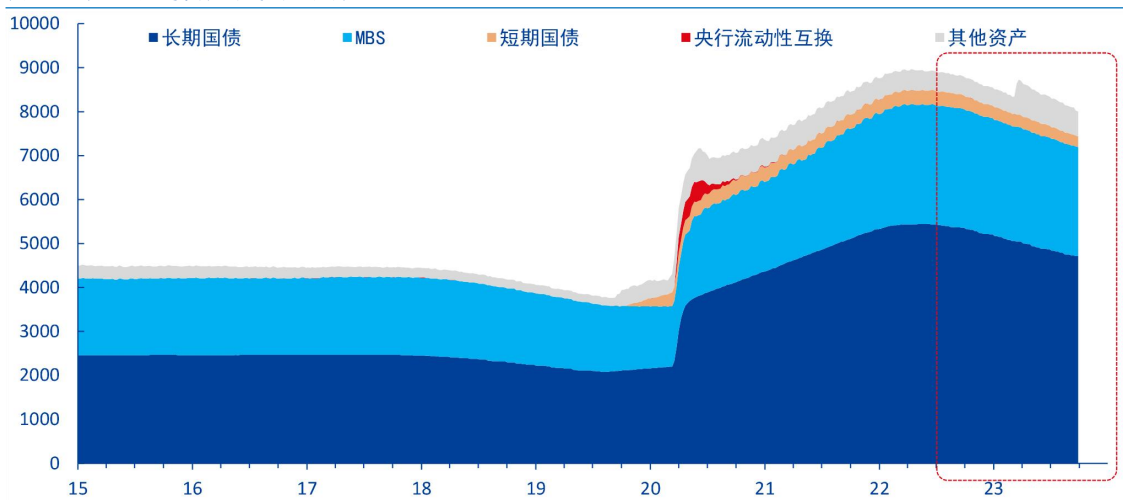


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

美国长端利率的迅速抬升一度令部分资产端过度集中投向债券的商业银行在 2023 年 3 月遭遇危机, 但在房地产市场风险可控、美债长端利率上行斜率放缓的背景下, 银行业流动性风险控制在了局部, 避免了大范围的蔓延。美国银行业动荡昭示了疫情前期美联储过度涉足以财政赤

数字货币为核心的“现代货币理论（MMT）”所导致的美国银行业利率风险困境。由于疫情大流行初期，美联储迅速实施“无限量QE+零利率”，美国银行间市场流动性迅速走向过剩，部分银行业金融机构不得不大量超配国债、MBS等流动性较好的债权类资产，资产端对货币紧缩的敏感度大幅提升。3月几家美国中型银行遭遇挤兑，美联储创设“银行定期融资计划（BTFP）”提供流动性支持。在房地产市场风险可控、美债利率上行斜率放缓的背景下，这一轮美国银行业的流动性风险被控制在局部，没有对2022年中开始的美联储缩表形成实质性的影响，对美联储的加息路径形成了小幅的推迟扰动，但总体上美联储本轮加息路径的上限已经重新回到了由经济增长和就业市场紧张程度、以及核心通胀所共同决定的经典模式当中。

图 21：美联储总资产规模及结构（USD bn）



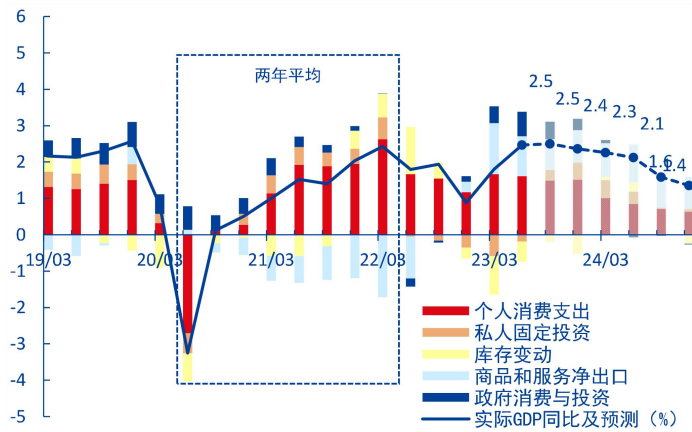
资料来源：CEIC，华金证券研究所

5. 美国经济稳定增长、通胀黏性预期强化，坚定了美联储鹰派决心

基于前期过度刺激导致需求过热、逆全球化政策对短期生产和就业的拉动作用、薪资通胀螺旋的持续存在等三项因素，预计2023、2024年美国实际GDP同比增长2.3%、1.8%，美国经济陷入衰退概率较低。美国失业率可能维持在4%低位或更低水平更长时间，核心通胀可能直至24Q4或才可向下接近美联储最新预测路径。

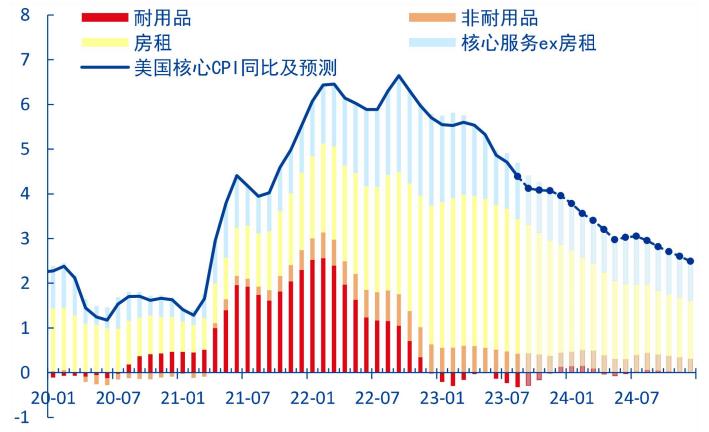
我们仍然预计美联储将于11月FOMC会议再度加息25BP以维持当前CPI的下行趋势，且在相当长的一段时间内维持高利率政策以逐步压降通胀；首次降息预计不早于2024年下半年启动，预计降息路径会相对平缓。预计年底前10Y美债收益率和10Y TIPS利率波动区间分别为4.5%-4.8%、2.3%-2.5%，预计2024年中之前美元指数中枢将达到105.5左右。美联储2024年上半年之前的货币政策强硬鹰派立场可能持续对我国货币政策的边际宽松、以及人民币汇率带来一定的约束和压力，对此应有充分的心理准备。

图 22: 美国实际 GDP 同比及预测 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 美国核心 CPI 同比及预测 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

风险提示: 美联储加息、货币紧缩超市场预期风险, 人民币汇率贬值预期较强风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn