



拜登财政刺激闯关，美债收益率震荡上行



【财新网】(专栏作家 高瑞东) 美国时间 9 月 23 日, 美国参议院多数党领袖舒默表示, 白宫和国会就支出法案的框架计划达成一致。截至北京时间 9 月 24 日 14 点, 十年美债收益率升至 1.43%。

市场: 美元指数跌 0.4%, 黄金跌 1.4%; 标准普尔指数涨 1.21%, 道指涨 1.48%, 纳指涨 1.04%。CBOE 波动率指数 (VIX) 跌 6.8%, 市场 risk on 情绪升温, 避险资产如美债、美元、黄金跌, 风险资产涨。

拜登 3.5 万亿财政刺激计划离通关又进一步, 显著提振市场信心, 实际利率走高, 带动美债收益率上行, 叠加美联储 Taper 节奏加快、债务上限大概率在 10 月得以上调, 我们维持美债收益率震荡上行的判断。

美元方面, 美元指数的核心驱动逻辑已经转换为美欧货币宽松程度的相对强弱。6 月以来, 美联储扩表速度已经开始慢于欧洲央行, 叠加美联储缩减购债节奏预计也将明显快于欧洲央行, 因而, 预计美元指数也将维持震荡上行走势。

3.5 万亿财政刺激政策离通关又进一步, 美债收益率延续上行走势

我们在 9 月初就看美债收益率上行, 原因有三。第一, 拜登 3.5 万亿财政刺激计划助推市场对美国的经济预期, 实际收益率上行带动美债收益率。第二, 虽然两党仍在激烈讨论债务上限问题, 但最终美国经济利益永远凌驾于党派利益之上, 上调债务上限或延长债务上限暂停期是必选项。向前看, 美国财政部将继续得以发债, 提升国债供给, 美债收益率面临上

行压力。第三，美国货币环境趋紧大局已定，支撑美债收益率走高。

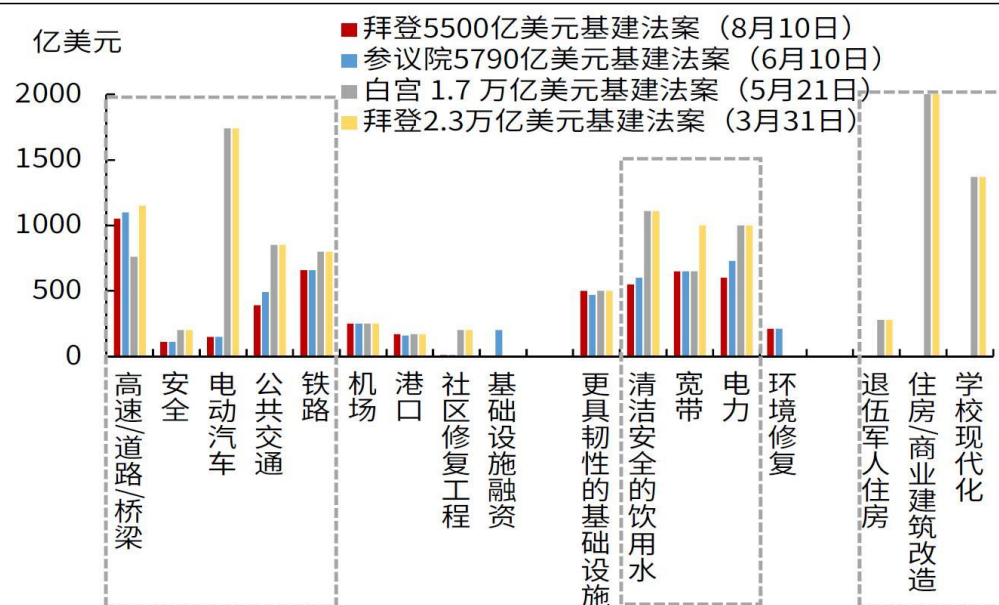
现阶段，拜登的 3.5 万亿财政刺激法案已经在众议院投票通过，白宫和国会就支出法案的框架计划已经达成一致。若拜登 5500 亿美元基建法案及 3.5 万亿法案成功获准通过，总规模 4 万亿美元，总时长 10 年，年均投资额约 3500-4600 亿美元，于 2022 年可以落地开始实施。

我们预计，在 0.65 倍财政乘数下，可大致拉动 2022 年 GDP 增长 1.24 个百分点。因此，现阶段，财政刺激法案离最后通关又进一步，显著提振市场信心，推升实际利率，带动 10 年美债收益率大幅上行 13bps 至 1.43%，其中实际利率上行 8bps。

另一方面，美国债务上限暂停期已于 7 月 31 日结束，虽然目前美国两党仍就债务上限的问题进行激烈的谈判，但若因两党分歧而造成美国政府技术性违约则会严重影响经济。

因此，我们判断，对于共和党而言，债务上限问题只是他们与民主党谈判的抓手，在美国经济利益面前，两党会就各自党派利益做出一定妥协，最终在财政余额消耗殆尽之前达成共识。届时，财政部将继续得以发债，增加国债供给，抬高短期利率，其影响或将传导至长端利率。

图 1: 美国 5500 亿美元基建计划与历次基建计划投向对比



资料来源: 白宫, 参议院, 光大证券研究所

表 1: 3.5 万亿美元预算决议的支出项目

委员会	支出规模	支出项目
财政	18000 亿美元	带薪家庭假和病假; 扩大医疗保险, 增加牙科、视力和听力福利, 并可能降低享有医保的年龄; 解决医疗从业者短缺问题; 儿童税收抵免延期; 老年人和残疾人的长期护理; 清洁能源、制造业和运输税收优惠; 工人激励和工人支持; 健康公平 (孕产妇, 行为和种族正义健康投资); 住房奖励。
卫生、教育、劳工和养老金	7260 亿美元	普及三、四岁的学前教育; 为工薪家庭提供新的儿童保育福利; 免费社区大学; 投资 HBCUs (黑人学院)、MSIs (少数民族服务机构)、his (西班牙裔服务机构)、TCUs (部落学院和大学) 和 ANNHIs (阿拉斯加土著和夏威夷土著服务机构); 增加佩尔奖学金; 学校基础设施、助学金和教育投资; 投资初级保健; 预防大流行病。
银行、住房、城市事务	3320 亿美元	住房项目, 包括首付优惠、租赁援助和社区投资。
能源和自然资源	1980 亿美元	清洁电力; 为家庭提供御寒和电气化补贴; 提供国内清洁能源制造和汽车供应链技术融资; 联邦政府采购节能材料。
农业、营养、林业	1350 亿美元	减少碳排放和防止野火的保护、干旱和林业项目; 建立新的清洁电力支付计划; 清洁能源投资; 农业气候研究; 资助民间气候组织; 儿童营养和债务减免。
司法	1070 亿美元	合格移民的合法永久身份和边境安全。
商业、科学和技术	830 亿美元	发展科技和交通运输; 提高海岸地区应对极端天气的恢复力; 为国家科学基金会提供资金。
环境与公共事务	670 亿美元	太阳能和气候友好型技术发展; 改善水资源清洁和供应环境; 应对极端天气的研究; 投资节能建筑和绿色材料。
国土安全和政府事务	370 亿美元	联邦车队和建筑的电气化; 提高网络安全基础设施; 边境管理投资; 投资绿色材料和应对极端天气的恢复力。
小企业、创业	250 亿美元	小企业获得信贷、投资和市场。
印第安事务	205 亿美元	土著居民的健康、教育、住房、能源和气候项目和设施。
退伍军人事务	180 亿美元	升级退伍军人事务部的设施。

资料来源: 参议院, 光大证券研究所

美国货币政策趋紧速度将快于欧洲, 美元指数将维持上行走势。

美元指数的核心矛盾已由经济强弱的对比，切换至货币宽松程度强弱的对比。由于美元指数衡量的是美元相对一揽子货币的相对强弱，因而，美元走势的强弱，实际上取决于美国相对全球主要经济体的相对强弱。尤其是，美国经济基本面和货币环境相对欧洲的强弱。

从今年以来的数据来看，7月中旬之前，影响美元指数走势的核心矛盾，在于美国和欧洲经济预期的相对强弱，而疫情走势又是经济基本面的主导矛盾。因而，我们可以看到，7月中旬之前，美元指数基本跟随欧洲与美国的新增确诊之差上下波动。

但7月中旬之后，随着美国 and 欧洲对于缩减购债的讨论日益增多，货币宽松程度的相对强弱逐渐取代疫情的影响，日渐成为影响美元指数的核心矛盾。因而，我们可以看到，7月中旬之后，美国疫情恶化程度明显高于欧洲，但由于欧洲央行的扩表速度于6月超过美联储，且市场对美联储缩减购债的节奏预期强于欧洲央行，美元指数总体呈现震荡向上的走势，而不是跟随疫情恶化程度下行。

展望来看，一方面，美欧央行扩表速度已经发生逆转，美联储缩表节

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_26970

