

美国大放水，钱究竟流向了何处？

宏观专题报告

2021年2月4日

报告摘要：

● 拜登提出了1.9万亿元的财政刺激计划

作为拜登“两步走”战略中的第一步，此次计划在原有基础上延长并补充了失业救济、提高了个人救济金额、新增了对州和地方政府的拨款，整体上可以作为对上一轮财政刺激的完善和补充；第二步计划将在基础设施和制造业、创新、研发和清洁能源方面进行历史性的大规模投资。总体来看，拜登的第一步计划集中于疫情救济，第二步计划着眼于经济复苏、气候变化和种族平等。

● 通过费雪方程式推敲货币放水没有引发通胀的背后原因

一方面伴随着美国社会失业率的升高和居民收入的降低，导致了美国内外需求不足；另外除了M2的增加，货币流通速度也是导致物价增长的重要因素之一，在美国多轮宽松下，货币并没有传导到居民消费上，而是到了股市和楼市里。

● 重温1985年的“广场协议”和2008年金融危机，体会美国如何运用汇率手段和量化宽松来化解和转移危机

1985年美国同日本、德、法、英四国签订广场协议，诱导美元对主要货币的汇率有序地贬值，从而实现影响资本流动，改善赤字的效果，在稳定了通胀水平的同时也提高了自身出口竞争力。反观日本却由于流动性过剩，导致了严重的资产泡沫；2008年金融危机以后美国启动量化宽松释放大量流动性，过剩的资金流入中国等新兴市场，造成了输入性通胀。

● 我们认为美国政府后续会实行宽松的财政政策，并兼顾美元汇率的稳定

前美联储主席耶伦在上周的听证会发表观点称“考虑到债务水平会增加，但在利率处于低位的情况下，最明智的做法就是推出一项大规模刺激计划”，她还提到“美元汇率应该由市场来决定，不会寻求弱势美元来获得相对优势”。结合拜登的“两步走”计划和疫情因素，美国大概率将在维护美元稳定性的同时加码财政刺激。

● 风险提示：

全球疫情传播持续恶化；疫苗产量不及预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

目录

1 拜登 1.9 万亿美元大放水	3
2 通胀指标选择	4
3 从费雪方程式解读通胀	5
3.1 消费需求疲软	5
3.2 货币流动速度下降	8
4 经典案例回顾	8
4.1 1985 年“广场协议”	9
4.2 2008 年金融危机后美国开启量化宽松	10
4.3 小结	12
5 美国后续政策展望	12
风险提示:	13
插图目录	14

1 拜登 1.9 万亿美元大放水

2020 年是全球各经济体货币大放水的一年。2020 年 3 月 23 日，美联储宣布实施开放式的资产购买计划，开启无限量化的宽松。2021 年 1 月 14 日，美国总统拜登更是提出了规模高达 1.9 万亿元的财政刺激计划，这个名为“美国救济计划”的法案主要围绕“疫情救助”展开，拜登希望给美国家庭和企业提供额外的财政支持，直到新冠疫苗在美国普及。整个计划以稳定经济、恢复发展为核心目的，那么这个 1.9 万亿的“美国救济计划”主要花在哪些地方？从具体内容来看，主要包括：

1. 向大部分符合条件的美国公民每人直接发放 1400 美元，连同特朗普在去年 12 月公布的 600 美元一起，发放到每个美国公民手上的救济总金额将达到 2000 美元。
2. 将最低工资从每小时 7.25 美元提高到 15 美元；
3. 将失业救济金从每周 300 美元提高到 400 美元、期限延长至 9 月底；将未付房租或房贷面临驱逐、丧失抵押品赎回权的暂停期延长至 9 月底；
4. 给州和地方政府 3500 亿美元补助，给幼儿园、中小学以及大学 1700 亿美元补助；
5. 拨款 500 亿美元将用于新冠病毒检测，200 亿美元用于全国新冠疫苗接种。

表 1: 1.9 万亿财政刺激法案的详细内容

类别	详细内容	规模
医疗卫生	新冠病毒检测	投资 500 亿美元
	国家疫苗接种方案	投资 200 亿美元
居民/小型企业援助	联邦最低工资标准	提高到 15 美元/小时
	个人补贴	提高 1400 美元至 2000 美元/每人
	额外失业援助	从 300 美元/周提高到 400 美元/周，并将期限延长至 9 月底
	小型企业援助	提供 150 亿美元援助小企业主，对部分州提供 350 亿美元的投资
	带薪休假	恢复带薪病假至 9 月底，同时扩展该福利至更多人
	饮食援助	将增长 15% 的食品券福利期限延长至 9 月底
	儿童税收抵免	将儿童税收抵免增加至 3000 美元/人，其中 6 岁以下孩子 3600 美元
	健康保费补贴	增加《平价医疗法案》，并提供精神健康方面的服务
	住房援助	对低收入家庭提供 250 亿美元的租金援助
		将 1 月底到期的租客驱逐延长至 9 月底
机构拨款	州政府和地方政府	提供 3500 亿美元的援助
	K12 学校和高等教育机构	提供 1700 亿美元的援助
	受灾严重的公共交通机构	提供 200 亿美元的援助
合计		1.9 万亿美元

资料来源：CNN，民生证券研究院

与上一轮 9000 亿美元财政刺激相比，这份计划在原有基础上延长并补充了失业救济、提高了个人救济金额、新增了对州和地方政府的拨款，因此整体上可以作为对上一轮财政刺激的完善。需要注意的是这项总规模为 1.9 万亿美元的财政刺激计划仅仅是拜登的“救援和复苏计划”中的第一步，第二步——“重建更好未来”复苏计划将在基础设施和制造业、创新、研发和清洁能源方面进行历史性的投资。总体来看，拜登的第一步计划集中于疫情救济，第二步计划着眼于经济复苏、气候变化和种族平等。

美国接二连三的货币放水往往会引发普通民众对于通胀的恐慌。然而事实真的如此吗？美国通胀预期的抬升真的会直接影响本国通胀走势吗？我们发现自 2020 年 1 月以来，由 10 年期美债收益率与美国十年期通胀保值国债（TIPS）之差代表的通胀预期均值约为 1.5%，而核心 PCE 均值则为 1.4%，两者并非完全吻合。纵观历史，美国通胀预期与实际的通胀走势均

存在一定程度的差异。换言之，美国的货币放水并没有完全反应在其通货膨胀上。那么问题来了，钱到底去哪儿了？本文将进行深入的分析解答。

图 1：美国通胀预期与核心 PCE 之间存在一定差异



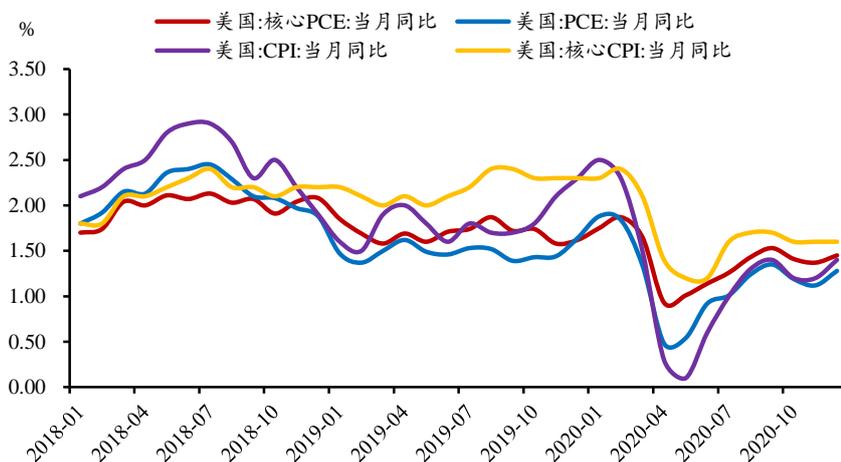
资料来源：Wind，民生证券研究院

2 通胀指标选择

美联储衡量市场通胀水平的两个主要参考指标分别为 PCE 指数和 CPI 指数，两者在指标的构建方面有所差异。CPI 指数所选用的权重分配来自于对家庭的居民消费调查，篮子的组成成分相对固定，每两年更新一次；PCE 指数所选用的权重分配来自于对商业的家庭调查，篮子的组成成分每季度更新一次。CPI 指数统计的是消费者直接购买的商品和服务，而 PCE 指数额外多增了政府以及雇主为消费者间接购买的商品和服务，因此 PCE 指数相较于 CPI 指数具有更多的分类和更广的统计范围。在具体的权重分配方面，PCE 指数在住宅和交通两个方面分配的权重相对较低，而在医疗方面则给予了更大的权重，PCE 指数和 CPI 指数在权重方面的不同也使得两种指数最终的统计结果存在权重效应。

由于 PCE 指数和 CPI 指数在编制的过程中存在较多差异，因此造成 CPI 指数所反映的通胀水平一般会大于 PCE 指数。相较于 CPI 指数，PCE 指数能够更好的反映商品的替代效应，使其在衡量通胀水平上具有更优的特性，美联储也从 2000 年开始以 PCE 指数来对标美国通胀水平。

图 2：PCE 指数与 CPI 指数对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 从费雪方程式解读通胀

什么是通货膨胀？通货膨胀实际上就是市场上的货币发行量超过了流动中所需要的金属货币量，从而使得物价水平出现了普遍而持续的上涨，纸币贬值，从而最终导致货币购买力下降。从市场经济的角度来看，决定通胀的核心因素是市场供需关系。只有当实体经济需求的扩张大于供给的扩张，价格才会上涨，通胀才会出现。

在著名的费雪方程式： $MV=PQ$ 中，M 为货币供应量，V 为货币流通速度，P 为物价，Q 为交易的商品总量。我们可以发现，M2 的增加，并不一定会带来物价的上涨。货币流通速度也是导致物价增长的重要因素之一，只有当货币流动速度也保持在较快水平，超宽松的货币供应量才会导致物价的大幅上涨。但是需特别注意：货币放水引发通胀是假定费雪方程式右边的交易商品总量是由增量的 GDP 组成的。但是当前，货币还可以用于虚拟经济交易，例如资本市场等。并且目前虚拟经济的规模是远大于实体经济的。明确了通胀的定义之后，我们认为货币放水没有引发通胀的背后存在着两大原因：内外需求不足以及货币流动速度下降。

3.1 消费需求疲软

决定居民消费的首要因素是居民收入，而居民收入又与国家经济增长情况直接相关。受到新冠疫情的影响，美国国内 GDP 自 2020 年 2 季度以来一直处于同比负增长状态，其中 3 季度和 4 季度 GDP 同比分别为 -2.85% 和 -2.46%。

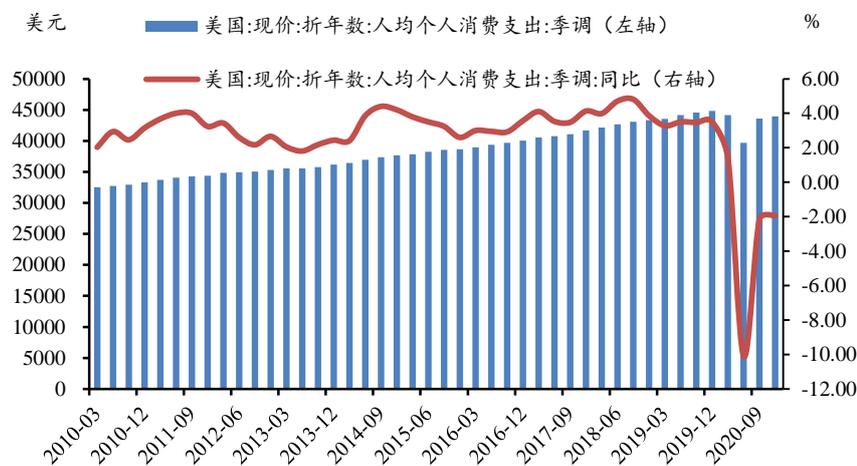
图 3：美国 GDP 同比增速自 2020 年 2 季度以来一直处于负数



资料来源：Wind，民生证券研究院

从消费视角来看，2020 年美国宏观经济的急转直下压抑了居民短期的消费意愿。公开数据显示，自 2020 年 1 季度以来，美国居民人均个人消费支出出现历史性的走弱，其中 2 季度和 3 季度消费支出同比分别为 -10.1% 和 -2.15%。

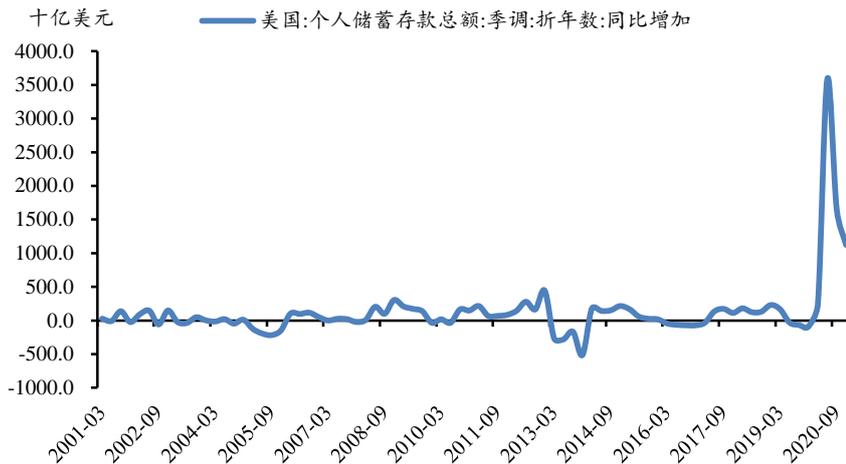
图 4：美国居民人均消费支出走弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

伴随着美国社会失业率的升高和居民收入的降低，出于风险偏好的角度考虑，居民避险情绪又会带动预防性储蓄的急剧走高，居民存款获得了大幅上升。观察数据发现，美国居民储蓄存款同比增值在 2020 年二季度达到 3.6 万亿元，而在此后的 3 季度和 4 季度也继续保持着高于 1 万亿的同比增长。创历史新高居民存款也从侧面证明了居民消费意愿的降低。

图 5：美国居民储蓄存款同比增速明显



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从另一方面来看,自2020年3月以来,密歇根大学消费者信心指数均值仅为77.9,也明显低于历史同期。直观地显示了居民边际消费的弱化趋势。而这也正是美国核心PCE指数不及通胀预期的核心原因。

图6: 美国消费者信心指数明显低于历史同期,居民消费意愿不强



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从PPI来看,自从2020年2月份以来,美国PPI一直处于同比负增长,截止2020年10月,PPI同比依旧下降1.5%。背后原因主要是由于疫情导致的国际经济整体萎靡。

图7: 美国PPI保持同比负增长

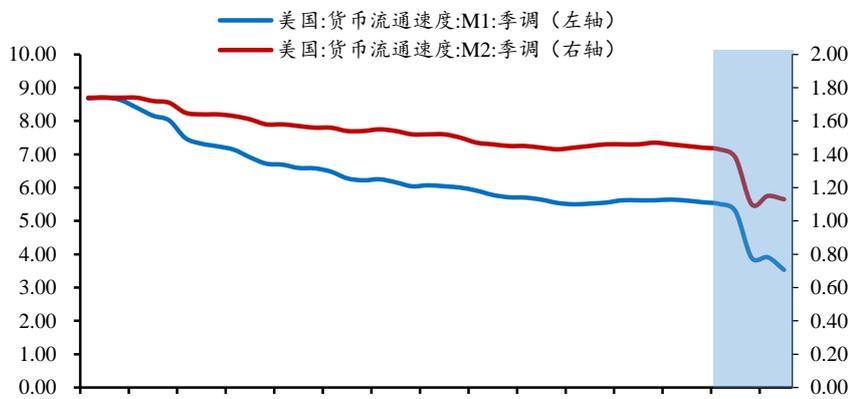


资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.2 货币流动速度下降

通过观察费雪方程式,我们可以发现等式左边是由货币供应量和货币流通速度共同组成的。回顾2008年美国次贷危机,美联储大多数时间都保持宽松的货币政策,然而这种流动性并没有直接反应到本国通胀上,其主要原因就是货币流通速度降低。换言之,在美国多轮宽松下,货币并没有传导到居民消费上,而是到了股市和楼市里,由此引发的美国贫富差距拉大进一步抑制居民消费的意愿。

图8: 在宽松的货币政策下,美国货币流通速度依然降低



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_18224

