

财政冗余释放可能导致扩表逐渐不及预期

——美联储1月议息会议传递的信息

报告导读/核心观点

我们继续强调美联储 TAPER（宽松速率缩减）时间点可能超预期提前，核心因素为财政淤积释放。美联储 Q2 可能迎来宽松拐点，下半年或逐步停止扩表并开展扭曲操作。

□ 1月议息会议利率及数量宽松政策符合预期

利率区间方面，维持基准利率 0%-0.25% 区间以及超额准备金利率（IOER）0.1% 不变，符合预期。购债规模方面，明确继续以每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS 的速度扩表直至就业目标和物价稳定双重目标出现实质性改善，符合预期。

□ 会后声明对于宽松节奏的表述预留回旋余地

鲍威尔从两方面陈述宽松节奏：一是将保持当前宽松速度直至就业和物价目标出现实质性改善，又指出实现实质性改善可能仍需时间。二是指出前瞻指引会根据经济复苏进程保持高度灵活性。虽然鲍威尔表述偏鸽派，但仍为政策节奏调整留有弹性空间。对前瞻指引灵活性的强调仍说明，伴随疫苗注射和美国逼近群体免疫目标，前瞻指引和政策节奏可能变化。虽然短期内宽松持续，但我们认为 Q2 或是疫苗实质影响经济（群体免疫）的变盘点，宽松力度可能同步进行调整。

□ Taper 时间点可能超市场预期提前，核心因素为财政淤积释放

对于美联储 Taper（宽松速率缩减）预期，我们认为不能通过历史的既有进程简单判断，当前美国货币环境与 2013 年存在较大区别，核心差异便是当前的财政淤积。美联储 2020 年共计扩表 3.2 万亿，同期基础货币增量仅 1.3 万亿，大量流动性遭遇“财政截胡”。疫情前财政存款规模从未超 4500 亿美元，但 2020 年 12 月财政存款规模攀升至 1.6 万亿美元。正常情况财政部会在账户中留存一个月的支出需要，当前财政存款畸高属于“非正常”现象。主要源于两项原因：一是部分新冠财政救助工具的投放不畅，2020 年批准通过的新冠救助法案规模共计 3.99 万亿美元，截至当下实际使用金额共计 2.67 万亿美元，部分已发债募集资金、但投放规模不及预期的工具可能导致财政冗余。二是部分特殊借贷工具的补贴资金尚未拨付到位，如 PPP 等。该部分财政冗余大概率将在 2021 年拨付到位，财政存款规模可能向正常规模回归，财政淤积释放将进一步带来 1.2 万亿美金的增量基础货币。换言之，即便美联储在 2021 年“零扩表”，财政淤积资金的支出也可能带来 1.2 万亿美元的基础货币增量，这一规模与 2020 年美联储无限量量化宽松背景下带来的基础货币增量几近相当，美联储持续 QE 必要性明显下降。TAPER 时间可能超市场预期提前。

□ Q2 或迎来宽松拐点，下半年或逐步停止扩表并开展扭曲操作

我们对美联储全年货币政策判断为：Q1 继续维持当前速度开展扩表，Q2 可能迎来宽松速率的拐点，下半年起可能逐步停止扩表并通过扭曲操作重点控制长端收益率。Q1 疫苗注射覆盖比例不足且拜登可能在 Q1 追加财政刺激，美联储仍有必要给予适当的流动性支持；Q2 美国逐步向群体免疫目标迈进，可能酌情择时启动 Taper 前瞻指引或在 3 或 4 月的会议中便出现调整。Q3 起美国可能基本实现群体免疫目标，美联储可能择机停止本轮 QE。停止 QE 后，美联储可能通过扭曲操作的方式（买入长债并卖出等量短债）重点对长端收益率进行控制。宽松周期长于预期的风险可能源自于疫苗注射的进度或效果不及预期。

□ TAPER 对股票的冲击可能大于债券，美元可能阶段走强

美联储宽松预期改变对股票的冲击可能大于债券。债券方面，受益于扭曲操作，国债受政策调整的冲击可能小于股票市场。上半年经济复苏预期叠加拜登加码财政刺激的增量美债供给将加速推升国债收益率上行；下半年经济修复斜率走平叠加美联储扭曲操作，国债收益率上行可能放缓并趋于震荡。Q2 末 10 年国债收益率可能逼近年内高点，可能为 1.5%-1.6%。股票方面，纳指可能受流动性环境变化影响受明显冲击；道琼斯指数受益于经济复苏预期可能是美国股票中相对更优的选择。美元方面，欧美央行货币政策背离将在短期内为美元提供支撑作用。

风险提示：美国财政刺激力度超预期；疫苗注射进度不及预期导致宽松周期延长；

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

1《前瞻指引超预期加强，欧英“鸽声”

中美联储按兵不动》

2020.11.06

2《登基本确认胜选的影响几何？》

2020.11.25

3《美联储短期“鸽声”持续，2021Q2

或是宽松变盘点》2020.12.17

报告撰写人：李超

正文目录

1. 1月议息会议利率及数量宽松政策符合预期	3
1.1. 1月议息决议结果维持利率区间和购债规模不变，符合预期	3
1.2. 照例在1月审查其货币政策长期框架，与2020年8月版本一致	3
1.3. 会后声明对于宽松节奏的表述预留回旋余地	3
2. TAPER可能超市场预期提前，核心因素为财政淤积释放	4
2.1. 2020年的财政淤积极大影响了美联储的流动性投放效率	4
2.2. 财政淤积的支出可能在2021年贡献1.2万亿美元的基础货币增量	6
2.3. Q2或迎来宽松拐点，下半年或逐步停止扩表并开展扭曲操作	6
2.4. 2020年美联储并未兑现购债承诺，外资未来可能加力购买美国国债	7
3. TAPER对股票的冲击可能大于债券，美元可能阶段走强	8
风险提示	9

图表目录

图 1: 美联储扩表与财政存款增量对比 (亿美元)	5
图 2: 联邦政府月度财政支出规模 (亿美元)	5
图 3: 美国新冠疫苗分配框架	7
图 4: 美国近年期限利差走势 (%)	7
图 5: 美联储持有债券的剩余期限结构 (%)	7
图 6: 国债收益率变化小幅领先外资增持美国债规模的变化	8
图 7: 美国10年期国债收益率在2013年阶段性大幅上行 (%)	8
表 1: 美联储2021年1月与2020年12月议息会议声明对比	4
表 2: 美国疫情应对法案的使用情况 (十亿美元)	5
表 3: 美国疫情紧急贷款工具的使用情况 (十亿美元)	5
表 4: 2020年7月-2021年1月间美联储购债目标的兑现度 (百万美元)	7

1.1 月议息会议利率及数量宽松政策符合预期

1.1.1 月议息决议结果维持利率区间和购债规模不变，符合预期

利率区间方面，美联储维持基准利率为 0%-0.25% 区间，同时保持超额准备金利率（IOER）0.1% 不变，完全符合预期。购债规模方面，美联储将以当前速度继续增持美国国债及 MBS。纽约联储近期公布资产购买计划，1 月 15 日至 2 月 11 日继续增持约 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS，整体速度约每月 1200 亿美元，完全符合预期。同时，继续明确购债速度将会维持当前水平直至就业目标和物价稳定双重目标出现实质性改善。

相较 2020 年 12 月声明，主要有两项区别：一是声明中首次提及疫苗，认为经济复苏路径将在极大程度上取决于疫苗注射进程，代表美联储认为疫苗是 2021 年经济的核心变量，在未来决策过程中会对疫苗的注射进度更加重视。二是认为近期经济复苏的步伐有所放缓，并首次提及需注意部分受疫情冲击的重点行业，提示了局部范围内存在的行业风险，可能包含旅游和娱乐业等。

1.2. 照例在 1 月审查其货币政策长期框架，与 2020 年 8 月版本一致

FOMC 委员会照例在 1 月议息会议中审查其货币政策长期框架，整体与 2020 年 8 月调整货币政策框架（调向平均通胀目标制）后发布的声明一致。重点如下：

一是 FOMC 委员会将尽可能清晰地向公众解释其货币政策决定，这有助于家庭和企业进行决策，减少经济和金融的不确定性，提高货币政策的有效性。

二是委员会调整货币政策立场的主要手段是通过改变联邦基金利率的目标区间。联邦基金利率相较过去更频繁地受到其有效下限的约束。委员会随时准备利用各种工具来实现其就业和稳定物价的目标。

三是强调 2% 的通胀目标锚定的是 PCE 的年度同比变化（而非核心 PCE，我们已在此前报告《美联储宽松“助力”特朗普大选——美联储如何调整其货币政策框架？》中强调这一点，美联储的法定通胀目标并非对应核心 PCE）。美联储将通过平均通胀制实现政策目标。

1.3. 会后声明对于宽松节奏的表述预留回旋余地

在本月议息会议前，市场普遍希望在鲍威尔的会后声明中获得关于量化宽松节奏的更多信息。在今日发布的会后声明中，鲍威尔主要从两个方面对量化宽松的节奏进行陈述：

一是强调将保持当前 1200 亿美元的债券增持速度直至就业和物价稳定的双重目标出现实质性改善，但又指出当前的经济状况距离政策目标仍有较大距离，实现实质性改善可能仍需一些时间。二是指出美联储的决策是结果导向的，前瞻指引会根据经济复苏的进程保持高度灵活性。

整体来看，我们认为虽然鲍威尔当前的表述偏向鸽派，但仍然为未来政策节奏的调整留有弹性空间。其对前瞻指引灵活性的强调仍然说明，伴随疫苗的注射和美国向群体免疫目标的逼近，前瞻指引和实际政策节奏可能出现变化。结合鲍威尔的会后声明，我们认为虽然短期内宽松仍将持续，但 Q2 将是疫苗对经济产生实质性影响的关键变盘点，伴随美国逐渐向群体免疫目标逼近，宽松力度可能同步进行调整。

从资产表现来看，鲍威尔的声明可能小幅不及此前市场预期，但并未产生明显偏离。股票方面，道指及纳指均在美联储会议声明发布后小幅下行，但我们预计昨夜美股下行更多是由于期权和股票市场管理力度加强预期以及自身潜在的技术性调整压力所致（美国证监会在周三发表声明“正在与其他监管机构合作，评估形势并审查金

融机构和其他市场参与者的活动”)。美债和美元的反应则稍显平淡，美债收益率小幅下行 2BP 至 1.01%，美元指数小幅上行 0.07% 至 90.65%。

表 1：美联储 2021 年 1 月与 2020 年 12 月议息会议声明对比

	1 月会议	12 月会议
利率	0-0.25%	0-0.25%
QE	继续以每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS 的速度扩表，直至就业目标和物价稳定双重目标出现实质性改善。	继续以每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS 的速度扩表，直至就业目标和物价稳定双重目标出现实质性改善。
金融	整体金融环境是合宜的	整体金融环境是合宜的
经济	最近几个月的经济和就业复苏变得温和， 部分受疫情重点冲击的行业尤为脆弱 。未来的经济路径将极大程度取决于疫情的发展路径 和疫苗进展 。当下的公共卫生危机将在短期内继续影响经济活动、就业和通货膨胀，并对 经济前景 构成相当大的风险。	经济和就业持续复苏但显著低于年初水平。未来的经济路径将极大程度取决于疫情的发展路径。当下的公共卫生危机将在短期内继续影响经济活动、就业和通货膨胀，并对中期经济前景构成相当大的风险。
通胀	疲软的需求和此前下跌的油价抑制通胀。	疲软的需求和此前下跌的油价抑制通胀。

资料来源：美联储，浙商证券研究所

2. TAPER 可能超市场预期提前，核心因素为财政淤积释放

对于美联储的 Taper（宽松速率缩减）预期，我们认为不能通过历史的既有进程简单判断美联储 2021 年的货币政策决策，当前美国的货币环境与 2013 年存在较大区别，其中最核心的差异便是当前天量的财政淤积。

2.1. 2020 年的财政淤积极大影响了美联储的流动性投放效率

美联储自 2020 年 3 月启动量化宽松至 2020 年末，共计扩表规模 3.2 万亿美元，然而扩表带来的基础货币增量仅 1.3 万亿美元，流动性投放效率较低的原因主要是扩表规模中有大量流动性遭遇“财政截胡”。

新冠疫情以前，美国财政存款规模从未超过 4500 亿美元，但 2020 年 12 月财政存款规模攀升至 1.6 万亿美元以上。同期，美国财政存款增量达到 1.2 万亿美元，增量规模与基础货币几乎相等。

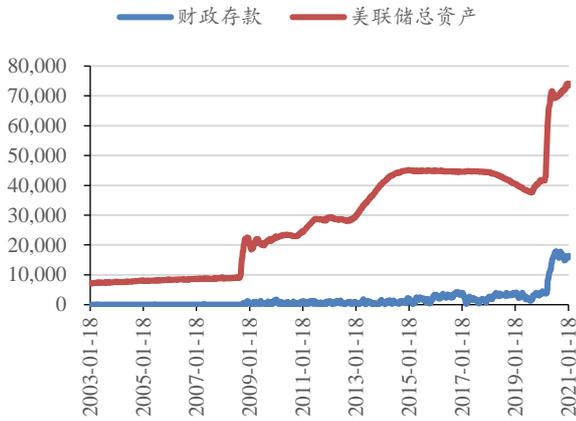
从联邦政府收支数据观测，最近十年（2020 年除外）联邦政府月度支出规模稳定位于 3000-4000 亿美元之间。换言之，正常情况下财政部均会在账户中留存一个月的支出需要，当前畸高的财政存款规模属于“非正常”现象。我们认为 2020 年以来财政存款的异常高增主要源于两项原因

一是部分新冠财政救助工具的投放不畅，美国国会在 2020 年批准通过的新冠救助法案规模共计 3.99 万亿美元，截至当下实际使用金额共计 2.67 万亿美元，剩余 1.32 万亿美元未使用。部分已发债募集资金、但投放规模不及预期的工具可能导致财政冗余。

二是部分特殊借贷工具的补贴资金尚未拨付到位。例如薪酬保护计划（PPP）在出台至今共计投放规模约 5480 亿美元，根据该工具的整体要求，如果借款企业将借

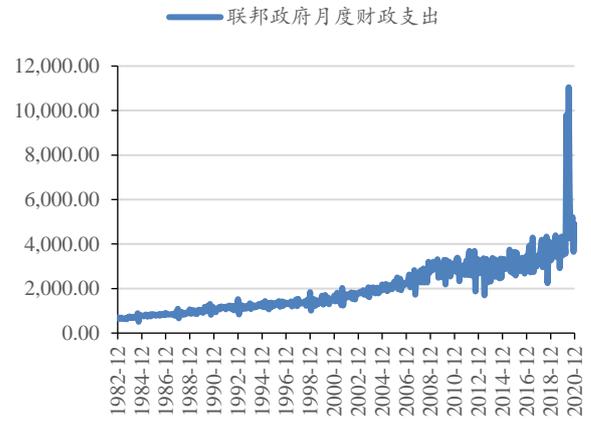
款金额的 60% 用于发放员工工资，则该笔贷款可免除还款义务。鉴于贷款主要通过银行开展，后续财政可能进一步向银行拨付部分资金用于抵付免除还款义务后的资金缺口。

图 1：美联储扩表与财政存款增量对比（亿美元）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：联邦政府月度财政支出规模（亿美元）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

表 2：美国疫情应对法案的使用情况（十亿美元）

疫情应对措施	已批准的额度	已使用金额	对赤字的影响	剩余额度
法案总计	3990	2670	3400	1320
贷款项目	1360	853	974	507
收入支持	702	482	673	220
医疗拨款	472	233	463	239
直接支付	458	406	458	52
税收政策	392	334	245	58
州和地方政府资助	360	222	360	138
其他拨款	240	136	224	104

资料来源：Covid Money Tracker, 浙商证券研究所

表 3：美国疫情紧急贷款工具的使用情况（十亿美元）

疫情应对措施	已批准的额度	已使用金额	对赤字的影响
贷款项目总计	1360	853	974
薪酬保护计划	828	548	810
赈灾贷款	366	194	50.0
航空业资助	69.2	48.7	40.1
赈灾贷款预支	40.0	20.0	40.0
对美联储贷款工具的支持	25.0	25.0	0
对破产关闭部门的资助	15.0		15.0
美国邮政贷款	10.0	10.0	10.0
小企业管理局	9.58	6.08	9.58
对国家安全重要企业的资助	0.736	0.736	0.0368

资料来源：Covid Money Tracker, 浙商证券研究所

2.2. 财政淤积的支出可能在 2021 年贡献 1.2 万亿美元的基础货币增量

我们认为该部分财政冗余大概率将在 2021 年拨付到位，不会在美联储账上持续淤积。一是《CARES》法案和《Response & Relief》法案下淤积的多数工具已在 12 月 31 日陆续到期，拜登新一轮 9000 亿美元的《2021 年合并拨款法案》已通过国会立法与 2021 财年的整体预算案共同落地，伴随国会的立法审批，淤积资金可能拨付用于新一轮救援工具和常规财政支出的给付。二是部分特殊借贷工具的补贴资金也将进一步拨付到位。在此情况下，美联储账户中的财政存款规模可能向正常规模回归，如果存款规模在 2021 年回归至疫情前水平，则财政淤积释放将进一步带来 1.2 万亿美金的增量基础货币。

换言之，即便美联储在 2021 年“零扩表”，财政淤积资金的支出也可能带来 1.2 万亿美元的基础货币增量，这一规模与 2020 年美联储无限量宽松背景下带来的基础货币增量几近相当。在此情况下，美联储持续量化宽松的必要性将明显下降。TAPER 开展的时间可能超市场预期提前。

2.3. Q2 或迎来宽松拐点，下半年或逐步停止扩表并开展扭曲操作

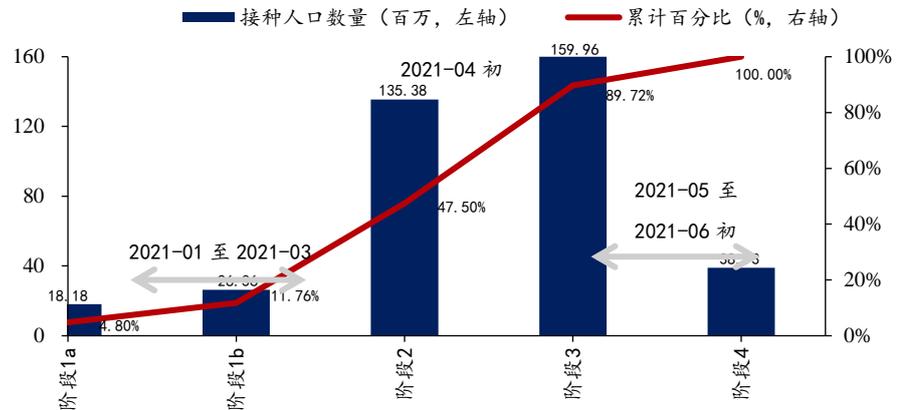
在此情况下，我们对于美联储全年货币政策的判断为：Q1 继续维持当前每月 1200 亿美元的速度开展扩表，Q2 可能迎来宽松速率的拐点，下半年起可能逐步停止扩表并通过扭曲操作重点控制长端收益率（与我们此前的判断维持一致，具体可参考我们前期报告《拜登基本确认胜选的影响几何？》以及《前瞻指引超预期加强，欧英“鸽声”中美联储按兵不动》）。

从疫苗注射的进度看，美国当前计划在 Q1 实现对国内人口 20% 的疫苗注射覆盖比率，Q2 实现对国内人口约 80% 的注射覆盖率。在此情况下，Q1 注射覆盖比例不足且拜登可能在 Q1 进一步追加财政刺激，Q1 美联储仍有必要给予适当的流动性支持，当前扩表力度可能延续。Q2 起美国逐步向群体免疫目标迈进，美联储可能酌情寻找合适的时机启动 Taper，前瞻指引也可能在 3 月或 4 月的议息会议中便出现调整。Q3 起美国可能基本实现群体免疫目标，美国经济也将回归常态化运行轨道，美联储可能择机停止本轮 QE。

停止 QE 后，美联储可能通过扭曲操作的方式（买入长债并卖出等量短债）重点对长端收益率进行控制。当前美联储具备开展扭曲操作的条件：一是相较疫情前，当前美国期限利差明显走阔，有小幅收窄的余地，可以为扭曲操作提供政策空间；目前 10 年期与 2 年期国债期限利差为 80BP，疫情前为 27BP。二是目前美联储手中有短债可供抛售，以国债为例，当前美联储持有国债规模共计 4.74 万亿美元，其中剩余期限在 5 年期以上的约 8261 亿美元、剩余期限在 10 年以上的供给 1.07 万亿美元，剩余期限在 5 年以下的约 2.85 万亿美元（占比约 60%）。虽然剩余期限不等于债券实际期限，但我们据此预测美联储持有的债券中可能仍有较为足量的短债。在耶伦发声可能增发 50 年期美债后，财政部未来发行债券的平均久期可能延长，美联储控制长短收益率可以合理控制政府的债务成本。

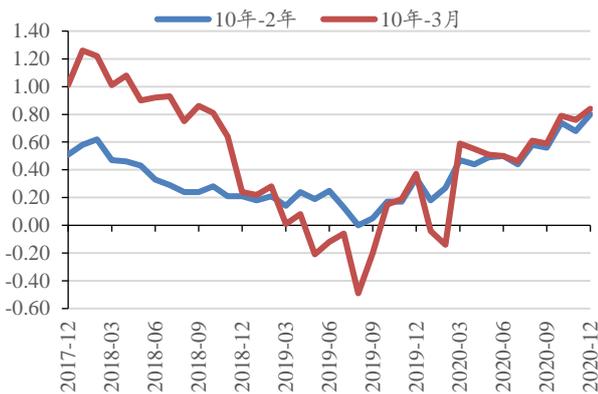
宽松周期长于预期的风险可能源自于疫苗注射的进度或效果不及预期。根据 1 月 25 日统计数据，美国当前国内疫苗注射的人口覆盖比率已达到 6.87%。拜登也于近日将美国疫苗每日注射的数量目标由 100 万剂提至 150 万剂，如果按照这一进度推进美国可能于 6 月底达成超过 60% 的注射目标，实际也可基本实现群体免疫目标。但如果注射进度严重不及预期，可能使得美联储的宽松周期被动延长。

图 3：美国新冠疫苗分配框架



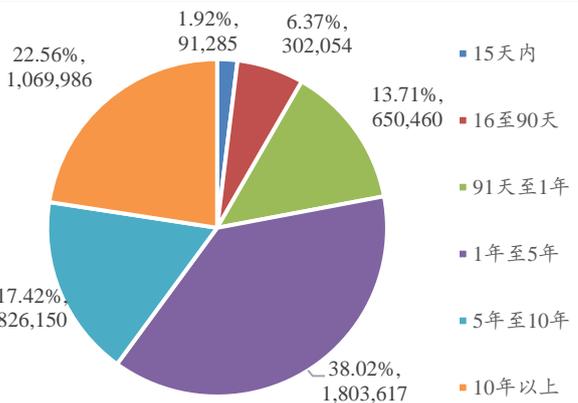
资料来源：National Association of Medicine, 浙商证券研究所

图 4：美国近年期限利差走势 (%)



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 5：美联储持有债券的剩余期限结构 (%)



资料来源：美联储, 浙商证券研究所

2.4. 2020 年美联储并未兑现购债承诺，外资未来可能加力购买美国国债

实际来看，自 2020 年 7 月开始，美联储在议息会议中均承诺每月至少按照 1200 亿美元的债券增持规模，但多数月份的实际购债力度均未兑现承诺目标，7、8、11 月的总购债力度仅在 70% 附近。换言之，美联储在开展 Taper 后的初期可能实际购债规模与

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_18416



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn