

总量研究

拜登财政刺激闯关，美债收益率突破 1.4%

——美联储观察系列三

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

为何上半年制造业投资没有反弹？
(2021-08-17)

经济压力超预期，基建亟待反弹
(2021-08-16)

基建反弹在即，资产如何布局——光大总量之光会议纪要？(2021-08-15)

下半年基建投资将迎来持续反弹
(2021-08-15)

通胀挑战延续，7月美国CPI同比再超预期
(2021-08-13)

5500亿及3.5万亿拜登刺激法案，将提升美国增长预期？(2021-08-12)

美国最想减免哪些产品的对华关税？
(2021-08-05)

财政开始平滑发力，基建投资如何演绎？
(2021-08-04)

经济复苏放缓，社融增速筑底 - 2021年7月经济数据预测

德尔塔三次闯关，这次有何不同？——光大宏观周报 (2021-08-01)

制造业扩张放缓，宏观政策发力在即——2021年7月PMI数据点评(2021-08-01)

财政平滑，货币放松，护航二十大——20210730政治局会议点评
(2021-07-31)

要点

事件：

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。10年美债收益率大幅上行13bps，收盘1.44%。

市场：9月23日，10年美债收益率大幅上行13bps，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。

核心观点：

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。

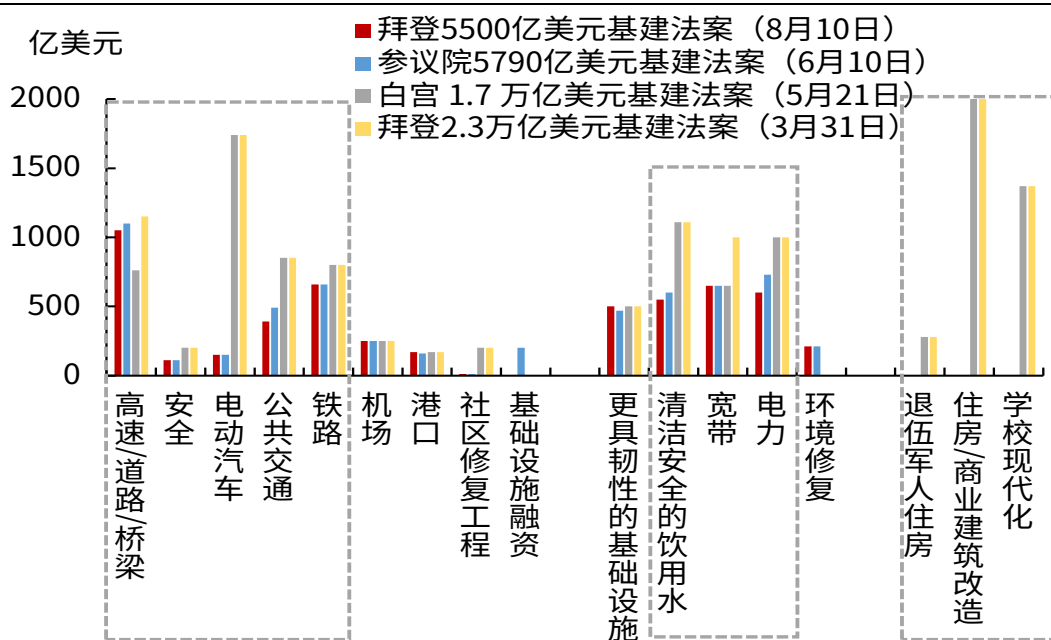
现阶段，拜登的3.5万亿财政刺激法案已经在众议院投票通过，白宫和国会就支出法案的框架计划已经达成一致。若拜登5500亿美元基建法案及3.5万亿法案成功获准通过，总规模4万亿美元，总时长10年，年均投资额约3500-4600亿美元，于2022年可以落地开始实施。

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，我们在2021年9月2日发布的《美债交易逻辑已悄然变化——美联储观察系列二》报告中提到，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。

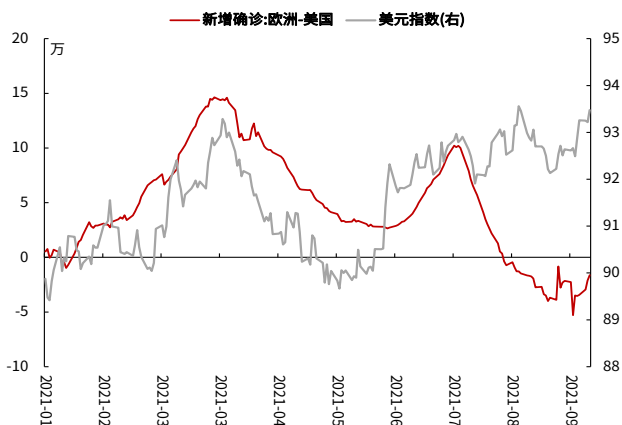
美元指数的核心矛盾已由经济强弱的对比, 切换至货币宽松程度强弱的对比。由于美元指数衡量的是美元相对一揽子货币的相对强弱, 因而, 美元走势的强弱, 实际上取决于美国相对全球主要经济体的相对强弱。尤其是, 美国经济基本面和货币环境相对欧洲的强弱。

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，随着美国和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。

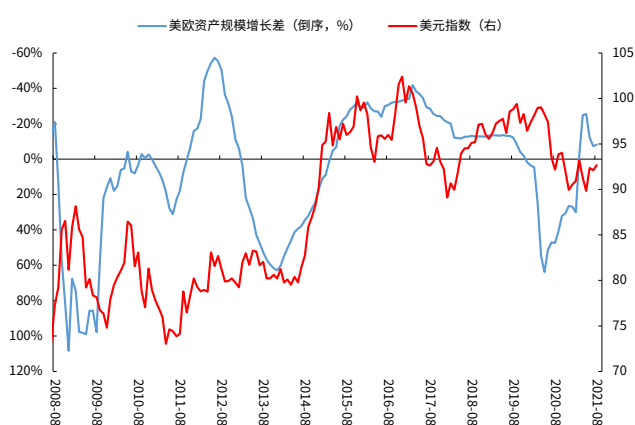
展望来看，一方面，美欧央行扩表速度已经发生逆转，美联储缩表节奏大概率明显快于欧洲央行，预计接下来美国的货币宽松程度整体要弱于欧洲。另一方面，在美国财政刺激对中期经济预期的带动下，美国中期经济走势预计要好于欧洲的整体表现。因而，美元指数在趋势上将会维持上行走势。

图 2：8 月之前欧洲新增确诊仍远高于美国



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止至 2021 年 9 月 22 日

图 3：美欧央行资产负债表增速差驱动美元指数上行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止至 2021 年 8 月

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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_26974

