

疫情二次扩散下的财政货币政策

证券研究报告

2020 年 07 月 28 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告: 权益分歧加大, 债市预期修复-7 月第 5 周资产配置报告》
2020-07-27
- 2 《宏观报告: 热局难散-7 月第 4 周资产配置报告》 2020-07-21
- 3 《宏观报告: 经济复苏的特征、亮点、风险和若干问题》 2020-07-18

美国第二波疫情已经开始拖累经济复苏势头, 包括餐厅预订、酒店入住和空中旅行在内的活动复苏明显停滞, 居民消费信心指数和纽约联储经济指数再度回落。

目前来看, 财政方面主要的危机在于对居民部门的各项重要补贴将相继到期, 财政部仍有较宽松的额度配合美联储对企业的信贷支持, 这一点在美联储的信用政策工具使用额度方面也得到了印证。美联储的缩表并非主动收缩流动性, 而是流动性宽裕下回购和货币互换项目到期后的不续作, 由于美联储仍在维持购买美债和 MBS, 回购和货币互换项目完全到期后, 资产负债表将继续扩张。

一般而言, 居民的消费依赖传统收入的预期, 企业利润相对来说领先居民工资性收入, 预计企业利润同比将在今年 3 季度拐头向上, 对应居民工资性收入同比在今年底方触底。另一方面, 我们的领先指标也暗示居民的资本性收入在未来两个季度将下滑。因此国会是否通过新一轮财政刺激, 特别是失业补助金的力度对下半年的消费至关重要。

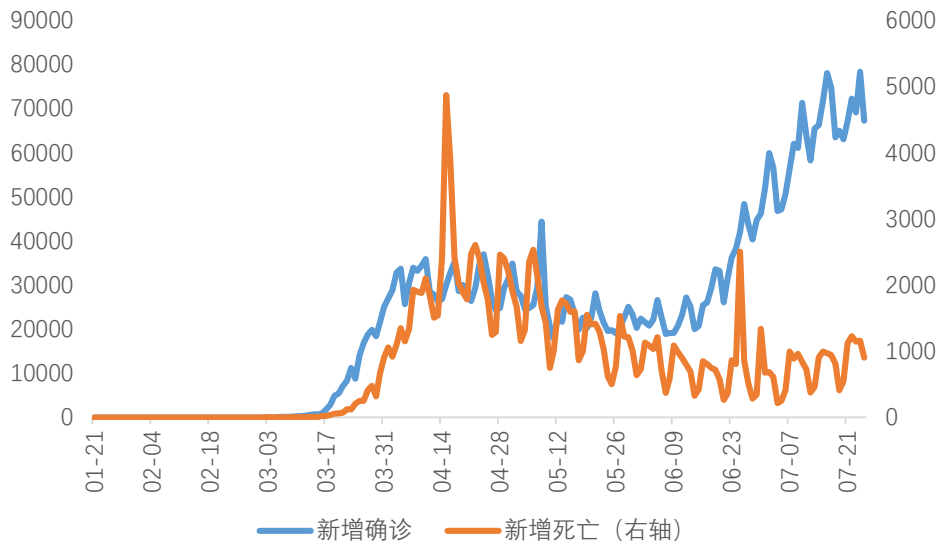
风险提示: 美国疫情二次扩散风险, 美国财政刺激不及预期, 美国货币宽松不及预期, 贸易冲突超预期



一、疫情复发对美国经济复苏的影响

据约翰霍普金斯大学的数据，截至北京时间 7 月 26 日，美国新冠肺炎累计确诊病例达 4315709 例，累计死亡病例达 149398 例。自 7 月 8 日开始，每日新增均在 60000 人以上。

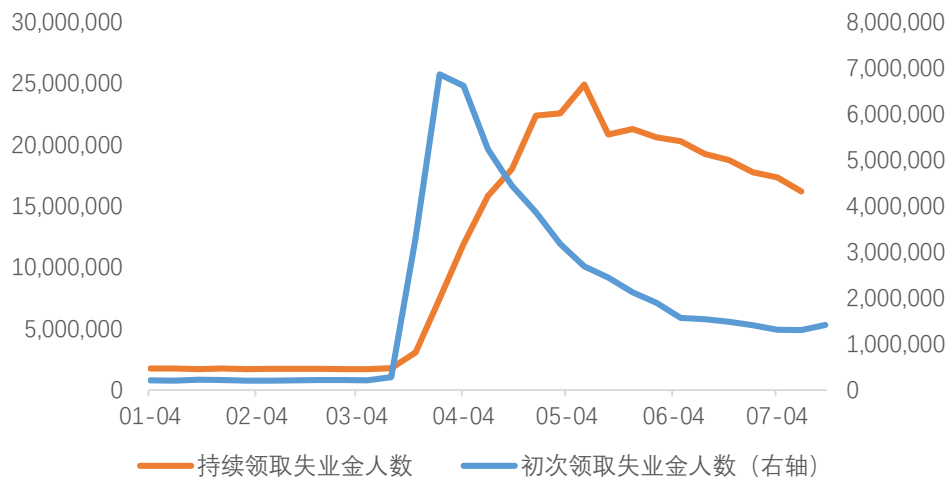
图 1：美国新增确诊创新高，死亡率下降，重新大封锁的可能性较低（单位：人）



资料来源：WIND，天风证券研究所

尽管新冠疫情确诊人数的上升并没有带来死亡人数的明显上升，但美国疫情复发已经开始拖累经济复苏势头，包括佛罗里达、加利福尼亚以及德克萨斯在内的 21 个的州已经宣布暂停推进重新开放，这部分州人口约占美国总人口一半。

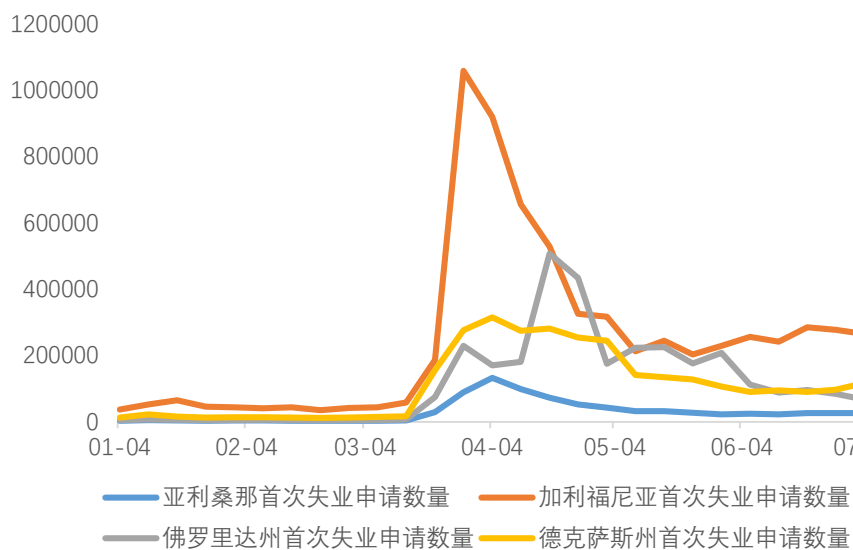
图 2：持续申领失业金人数下行放缓，初次申领失业金人数反弹（单位：人）



资料来源：FRED，天风证券研究所

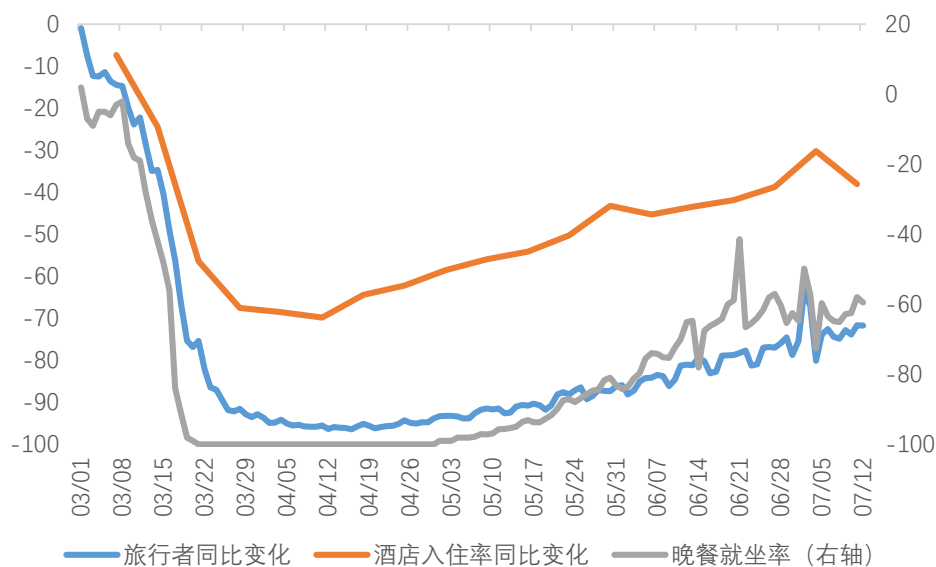
7 月 18 日的首次申领失业金人数已经开始反弹，部分疫情严重的州如加利福尼亚州失业人数还在增加。目前持续领取失业金的人数仍然超过 1600 万人，约占总劳动力人口的 10%。6 月中旬之后，包括餐厅就座率、酒店入住率和航空旅行人数在内的经济活动指标显示复苏出现明显停滞，居民消费信心指数和纽约联储经济指数（WEI）再度回落。

图 3：疫情反弹严重州首次失业申请人数（单位：人）



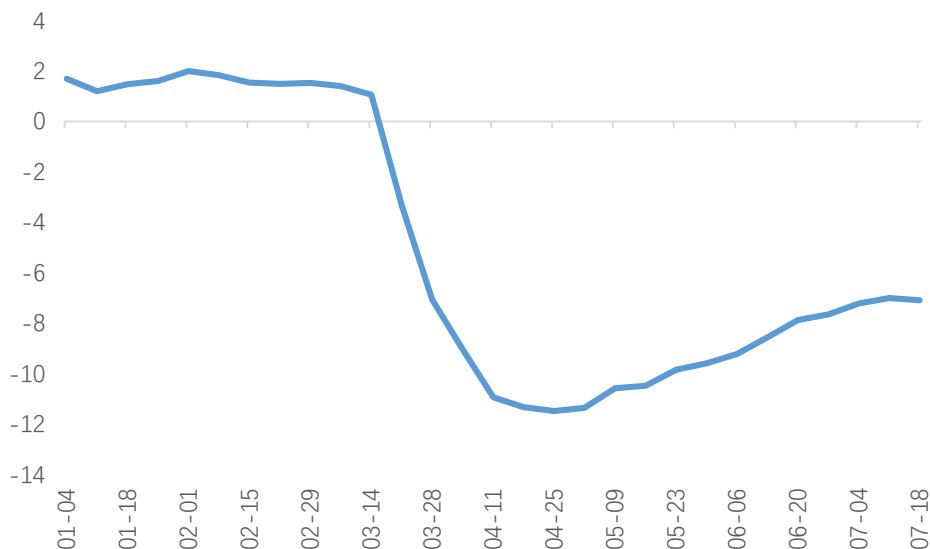
资料来源：FRED，天风证券研究所

图 4：美国晚餐就餐率，旅行人数、酒店入住率变化(%)



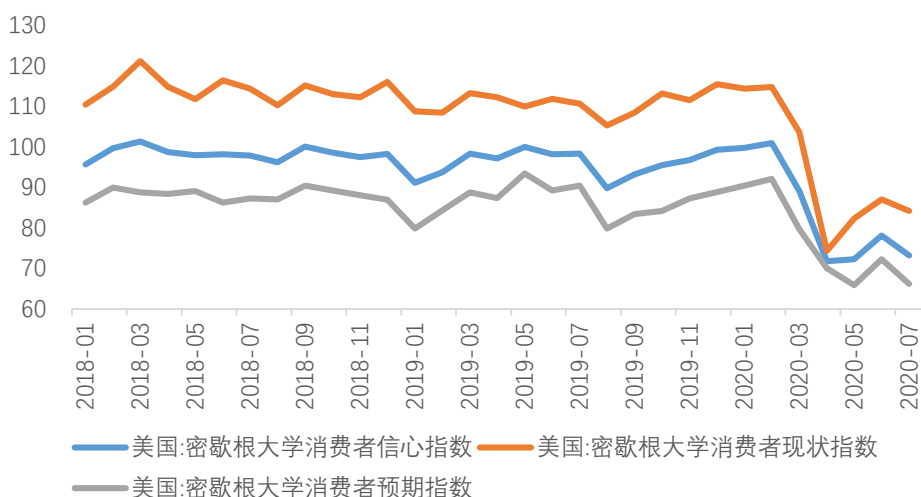
资料来源：OpenTable · STR · TSA，天风证券研究所

图 5：WEI 再度走弱（%）



资料来源：NY FED，天风证券研究所

图 6：预期指数和信心指数恢复较弱



资料来源：WIND，天风证券研究所

疫情加重的情况下，美国财政和货币政策的持续性和力度可能成为左右美国经济和美股的关键。

二、美国财政政策的已有规模和花钱进度

美国政府已经通过大规模的财政救助计划对在疫情期间受到严重冲击的家庭和中小企业进行纾困，具体而言共通过了四项主要立法：3月6日通过《冠状病毒准备和响应补充拨款法案》（第一阶段），为美国的公共卫生支出提供了83亿美元援助；3月10日通过《家庭冠状病毒应对法案》第2阶段；3月27日通过《冠状病毒援助、救济和经济安全（CARES）法案》（第三阶段），提供了2.2万亿美元救助计划。4月23日通过4840亿美元的《新冠病毒救济法案》（第四阶段），其中3100亿美元用于薪资保护计划（PPP）。

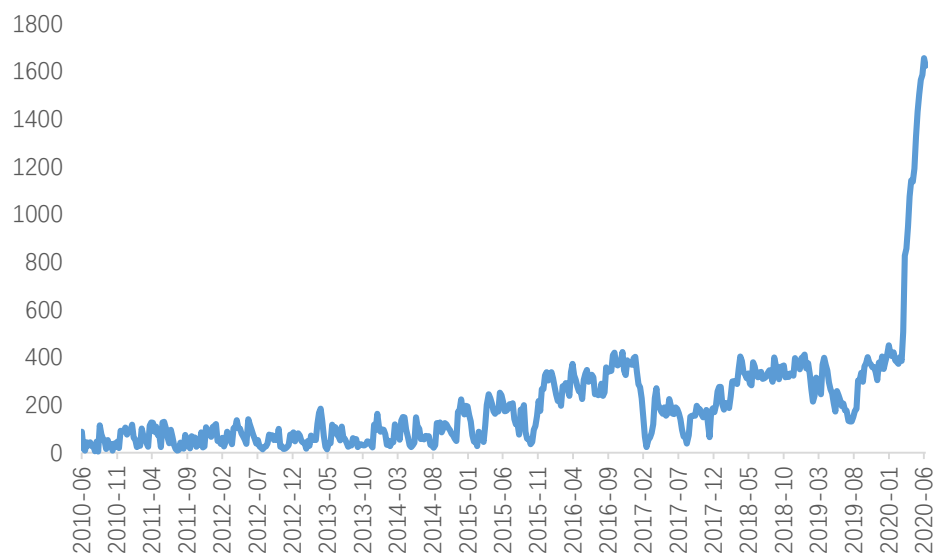
表 1：美国 CARES 法案和新冠病毒救济法案

类型	规模 (亿美元) 占GDP%	内容
小型企业 贷款/工资	6590 3.40%	向小型公司提供贷款，主要用于支付员工工资，抵押利息，租金，公用设备开支
对受影响 行业的救	460 0.20%	包括为客运航空公司提供250亿美元，为货运航空公司提供40亿美元，以及对维护国家安全起到重要作用的企业提供170亿美元
公司和市 政救助	4540 2.20%	向美国财政部的外汇稳定基金 (ESF) 提供4540亿美元 (占GDP的2.2%)，可以用来支持美联储的信贷额度。
现金发放	2900 1.40%	为个人提供1200美元的可退还税收减
失业保险	2500 1.20%	39周的失业保险 (而不是标准的26周)
企业和个 人的税收	4000 2%	推迟个税和营业税 允许企业结转最多五年的净经营亏损
对州政府 财政援助	1500 0.70%	按人口比例分配，每个州至少12.5亿美元
联邦支出	4500 1.60%	医疗相关2300亿美元资金，以及用于其他联邦计划的2200亿美元

资料来源：美国国会，美国财政部，天风证券研究所

其中第三阶段的《CARES 法案》和第四阶段的《新冠病毒救济法案》资金总规模高达 2.68 万亿美元，但财政部支票账户上却在 3 个月内多出 1.2 万亿美元，说明过去几个月各项财政补贴和贷款项目仅花费约 1.5 万亿美元。

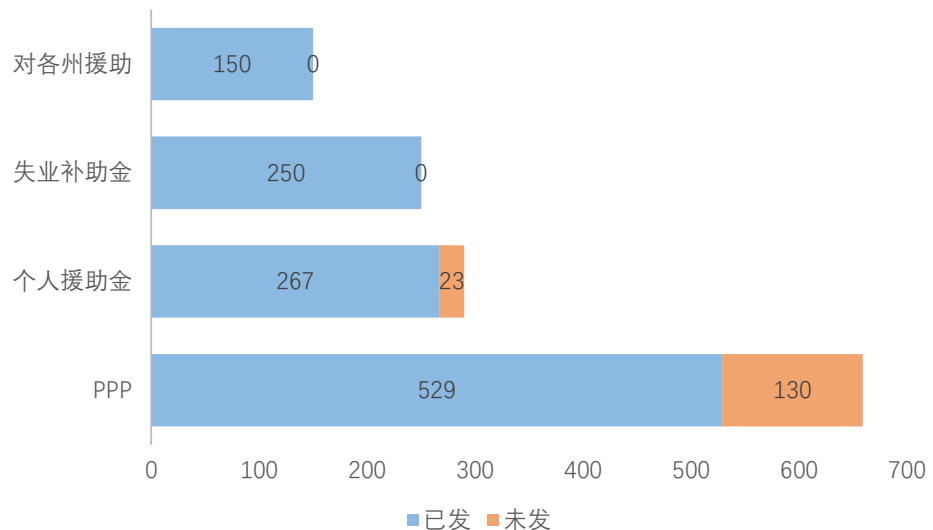
图 7：财政部支票账户余额（十亿美元）



资料来源：FRED，天风证券研究所

具体来看，钱主要派发给了居民部门。其中，总计 2500 亿美元的额外失业救济金（每周 600 美元）将于 7 月 31 日到期，实际已派发完毕（大部分州最后一次派发为 7 月 25 日，纽约州为 7 月 26 日）；总计 2900 亿美元的个人救助金（1200 美元一次性）大部分在 4 月中下旬发放的，目前也基本发放完毕；薪酬保护计划（PPP）于 4 月底开始发放，尚未发放完毕，申请截止日期已经从 6 月 30 日延长到 8 月 8 日。

图 8：部分财政刺激项目的派发情况（十亿美元）



资料来源：美国财政部，FOX，Washington Post，天风证券研究所

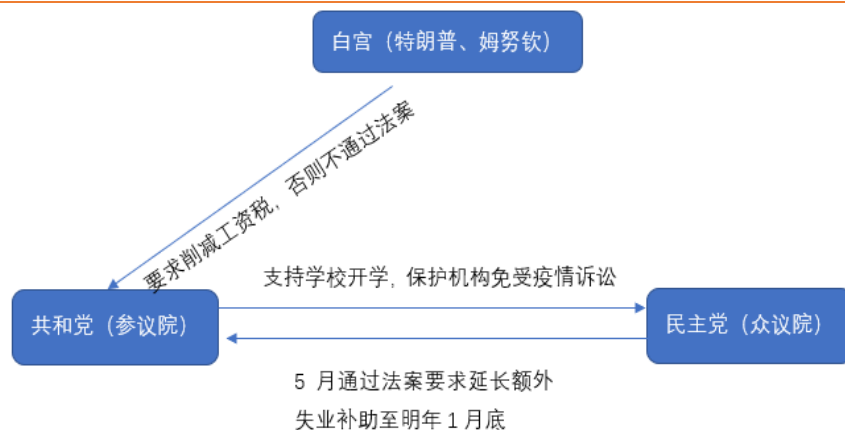
三、新一轮财政刺激计划所面临的问题和结论

在疫情反弹和复苏停滞的背景下，市场的积极情绪建立在新一轮财政救助计划一定推出的假设之上。就新一轮财政刺激而言，不管是共和党、民主党还是共和党内部，对于财政刺激的形式和规模分歧较大，目前计划尚未成型。

在规模上，众议院已在 5 月份通过一项总计 3 万亿美元的法案，但共和党和白宫方面认为新一轮财政刺激计划规模可能只有 1 万亿美元。众议院提议将额外联邦失业补助金发放期限延长到 2021 年 1 月，但参议院和白宫认为财政压力太大，且补助金过高会让居民丧失重新工作的动力，共和党提议将额外失业补助金下调至每周 100 美元或 70% 的周工资水平，法案一直未能通过。

在具体措施方面，除了额外失业补助金的分歧外，参议院希望 1050 亿美元资金用于支持学校安全开学，并为企业和慈善机构提供“责任盾牌”，以保护机构免受疫情相关诉讼的伤害，但民主党坚决反对这项提议。白宫方面则主张降低工资税，但遭到两党的反对。

图 9：当前各主体对财政刺激规模和方式的分歧



资料来源：CNBC，天风证券研究所

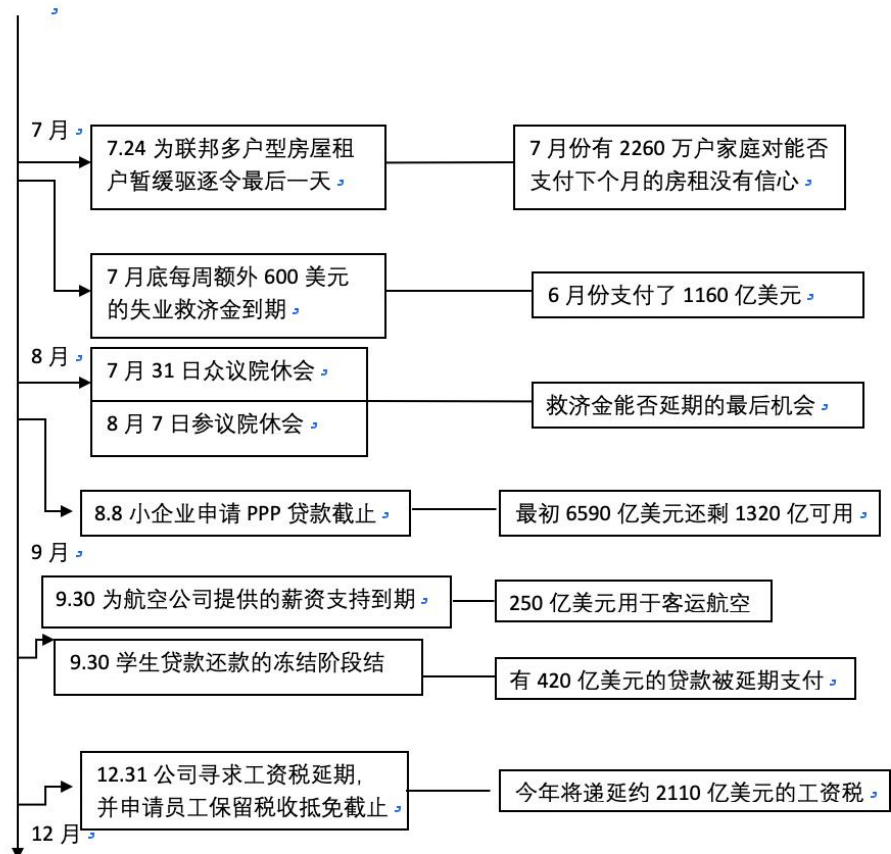
除了规模和具体措施上的分歧以外，新一轮刺激法案还面临时间约束。每周 600 美元的额外失业救济金将在 7 月底到期，7 月 31 日之后众议院将休会到 9 月（尽管众议院议长南希·佩洛西提议延长休假期直到通过法案），参议院从 8 月 7 日开始休会。根据美国立法程序，本

院投票通过的议案如果提交另一院审核时有修改意见，那么修改后的议案将提交回原议院再次审议并投票，两院投票都通过之后，提交总统签字生效。这意味着国会两院可能只有十天左右时间需要完成所有对方案的讨论和投票流程，如果中间涉及到来回反复修改和投票表决，那时间就更加捉襟见肘。

众议院议长南希·佩洛西和姆努钦表示希望在 7 月底之前通过救助法案，但众议院共和党领袖凯文·麦卡锡表示，新法案可能要到 8 月第一周才会达成协议，届时额外的失业救济金已经到期而且众议院已经休会。

虽然两党对新一轮财政刺激计划存在一些分歧，在立法过程中会继续讨价还价，但在新冠疫情加重的背景下，我们认为最终大概率会达成协议，预计规模为 1 万亿美元，相比之前四个阶段明显缩减。

图 10：未来几个月的财政支持计划节点

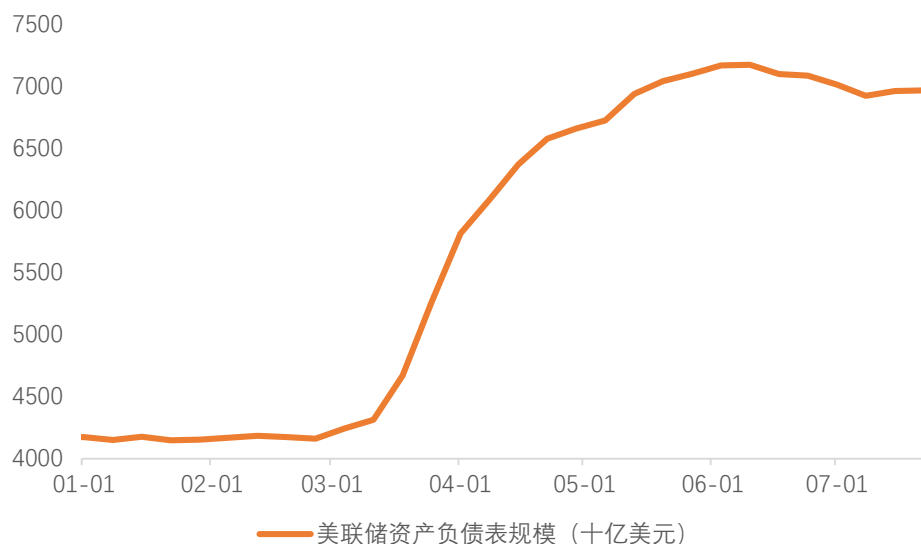


资料来源：美国财政部、Census Bureau, Fed, SBA, JCT, 天风证券研究所

四、货币政策-美联储资产负债表走向何方

6 月中旬之后，美联储资产负债表的规模出现收缩，从最高 71690 亿美元下降了约 2480 亿美元，直到最近两周，资产负债表规模重回扩张。在财政货币化已经成为现实的背景下，美联储资产负债表的规模总会跟随财政部的需求，因此美联储的缩表只是暂时的，我们预计未来资产负债表的规模会继续上升。

图 11：美联储资产负债表规模（十亿美元）



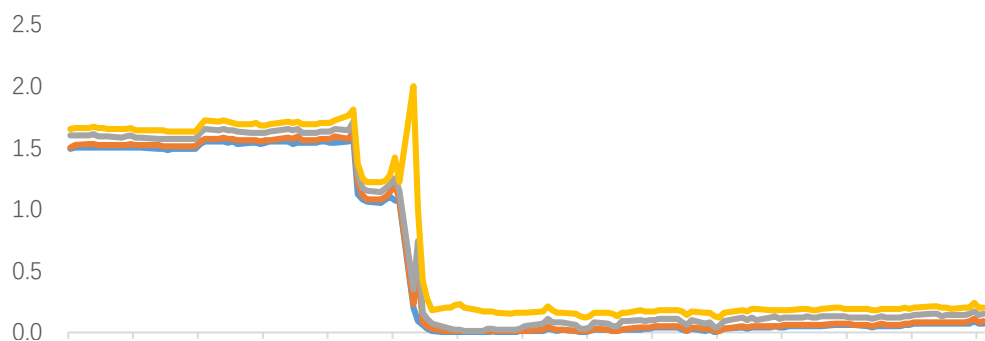
资料来源：FRED，天风证券研究所

推动美联储资产负债表边际变化的因素主要是回购、外汇互换、信用工具和资产购买。这三个部分

（1）规模已经收缩但未来保持不变的措施

从具体科目来看，减少的主要是美联储与海外央行的美元互换、隔夜回购操作量归零，表明之前的美元流动性问题已经得到解决。在联储释放大量流动性后，SOFR 利率分层情况基本消失，美联储在 6 月 16 日抬高了回购利率的报价，对于市场参与者来说，在联储之外可以找到更好的回购交易对手，联储的回购交易变得不再那么有吸引力。

图 12：SOFR 利率分层情况基本消失



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_3647

