中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2021 年 3 月 9 日　　2021 年第 14 期（总第 337 期）

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

疫情以来美国财政刺激计划的政策效果与潜在风险*

2020 年，新冠肺炎疫情暴发，美国以“纾困”为首要理念，推出空前的财政刺激政策，在防控疫情、稳定社会方面发挥了积极作用。周期性预算平衡的传统方针被彻底放弃，美国财政政策框架发生调整。但是，财政政策过度扩张，也会带来不容忽视的风险，值得高度关注。

作　者：赵雪情　中国银行研究院
电　话：010 - 6659 4065

签发人：陈卫东
审稿人：钟　红
联系人：叶银丹
电　话：010 - 6659 6874

*　对外公开
**　全辖传阅
***　内参材料

疫情以来美国财政刺激计划的政策效果与潜在风险

2020 年，新冠肺炎疫情暴发，美国以“纾困”为首要理念，推出空前的财政刺激政策，在防控疫情、稳定社会方面发挥了积极作用。周期性预算平衡的传统方针被彻底放弃，美国财政政策框架发生调整。但是，财政政策过度扩张，也会带来不容忽视的风险，值得高度关注。

一、疫情以来美国推出空前的财政刺激政策

2020 年以来，新冠肺炎疫情席卷全球，深度影响政治、经济、社会各领域。面对百年罕有的负面冲击，为了托底经济损失、保障社会稳定，美国推出了数轮财政刺激与救助计划，并呈现以下三个特征。

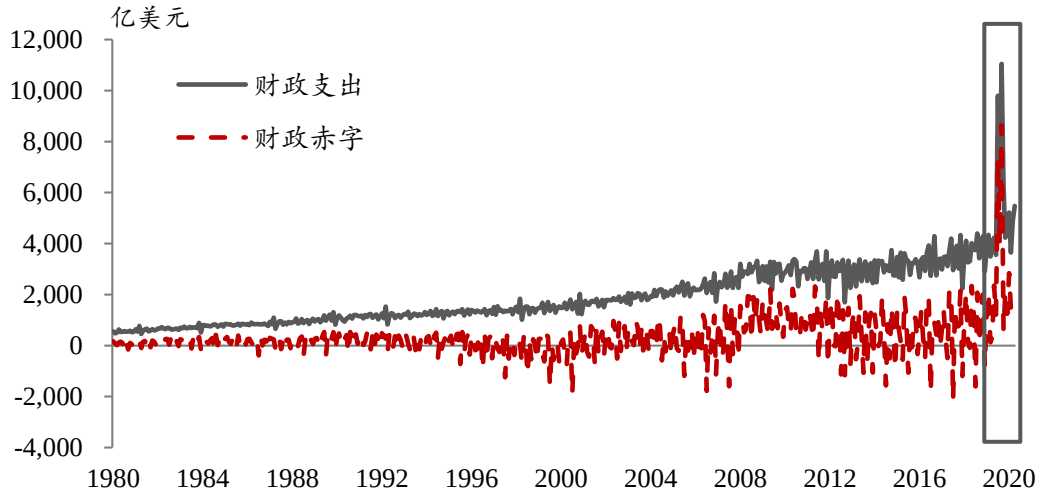
第一，财政扩张规模与速度空前。疫情暴发至今，美国共推出五轮财政刺激法案，总金额达 3.8 万亿美元（表 1）。从支出规模和速度来看，2020 年 3 月以来美国财政支出飙升，月均支出规模达 5637.5 亿美元，为 2019 年的 1.5 倍，创历史新高（图 1）。疫情冲击下，经济衰退致使财政收支“此消彼长”，美国财政赤字大幅攀升。2020 年，美国财政赤字达 3.35 万亿元，创历史最高纪录，为 2019 年的逾三倍，约占美国 GDP 的 15%。根据美国财政部数据，预计 2021 财年第一财季美国财政赤字将再度增加 61%至 5729 亿美元，创季度最高水平。

表 1：2020 年美国实施的财政救济法案

法案名称	发布时间	涉及金额
《冠状病毒准备和响应补充拨款法》	3 月 6 日	83 亿美元
《家庭首次冠状病毒应对法》	3 月 18 日	1920 亿美元
《冠状病毒援助，救济和经济安全法案》	3 月 27 日	2.2 万亿美元
《薪资保护计划和医疗保健增强法案》	4 月 24 日	4840 亿美元
《新冠疫情救济法案》	12 月 27 日	9000 亿美元

资料来源：作者根据整理

图 1：美国联邦政府财政支出与财政赤字



注：财政赤字负值表示盈余

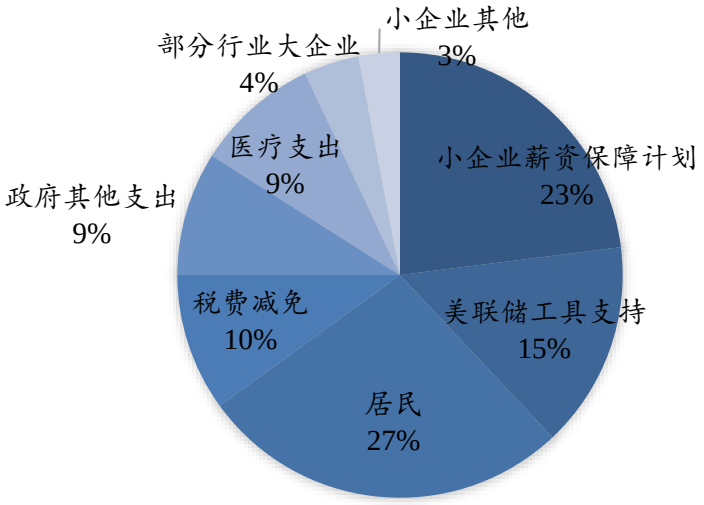
资料来源：美国财政部

第二，财政救助范围全面扩张。随着疫情演进与经济社会形势变化，美国财政刺激政策的侧重点有所不同，财政救助范围不断扩大。2020 年 3 月，新冠肺炎疫情在美国本土暴发并快速蔓延，第一轮政策措施聚焦于疫情的紧急情况处理，主要用于支持医疗卫生部门抗疫，包括疫苗开发、疫情治疗和诊断、疾病检测和提供灾难贷款。随着疫情对于生产生活的负面效应发酵，第二轮救助计划立足家庭部门，用于弥补疫情为居民个人带来的经济损失，包括提供带薪休假、税收抵免、食品援助、失业救济等。疫情带来全方位冲击，将美国经济拖入深度衰退。在此背景下，美国第三轮财政救助计划更加全面地对居民、企业和地方政府提供资金支持，救助与刺激形式也更加直接，包括 PPP 项目、直接发放现金、为企业提供贷款等。在全面支持政策的基础上，第四轮救助计划有针对性地对于受疫情冲击严重的小企业提供支持。2020 年末，经两党反复博弈，第五轮救助法案得以通过，主要为居民和企业提供纾困与刺激支持，覆盖多个领域。

从目前已基本实施完成的前四轮财政救助计划来看（图 2），首先，美国财政救助的最主要对象仍是居民个人，从带薪休假到资金补助，都致力于纾困与需求端刺激；其次，美国财政刺激更加关注小企业，并借助于美联储政策工具，解决信贷与流动性

问题；再者，增加医疗支出，直接应对疫情。近期，美国总统拜登提出第六轮财政刺激计划，金额达 1.9 万亿美元，除了救助与拨款以外，还在基础设施、制造业、环保等领域进行大规模投资，强调“重建更好未来”。美国财政刺激计划开始从防疫与救助向刺激经济修复转向。

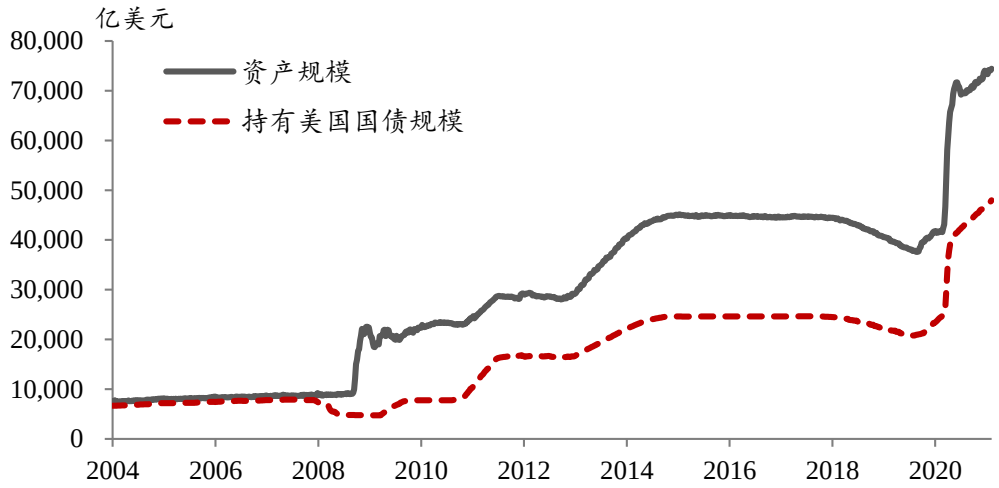
图 2：美国前四轮财政刺激计划资金投向



资料来源：美国国会，中国银行研究院

第三，财政与货币政策空前捆绑。疫情冲击下，财政压力急剧攀升，依赖货币政策协助支撑。美联储不仅为居民、企业、金融机构重启或创设了大量工具，还推出了市政流动性便利（MLF），直接为地方政府提供流动性支持。同时，美联储无限量释放流动性，扩大资产购买规模，吸纳大量政府债务。截至 2021 年 2 月，美联储资产负债表扩张超过 7.4 万亿美元，其中持有国债金额近 4.8 万亿美元（图 3）。疫情暴发以来（2020 年 3 月至 2021 年 1 月），美国国债累计发行 3.65 万亿美元，美联储增持规模约占国债发行总额的 62.7%。美国财政政策扩张在很大程度上依赖于货币政策，二者捆绑程度远超历史上任何非战争时期。

图 3：美联储资产以及持有美国国债总额



资料来源：美联储

二、非常时期，需要非常的财政政策

疫情暴发以来，美国大力扩张财政政策，发挥了不可忽视的作用。

第一，增加投入，抗击疫情。疫情是百困之首，“纾困”的首要任务是疫情防控。2020 年 3 月以来，新冠肺炎疫情在美国本土迅速蔓延，确诊病例数居全球首位。居民理念分歧、地方检测手段滞后、医疗设备短缺、治疗费用昂贵等因素，加剧美国疫情防控困境。在此背景下，美国政府通过数轮财政救助计划，拨款超过 5000 亿美元直接用于医疗支持与疫情防控，包括医院补贴、疫苗研发、地方防疫支持等，并将新冠肺炎治疗纳入医保范围内。

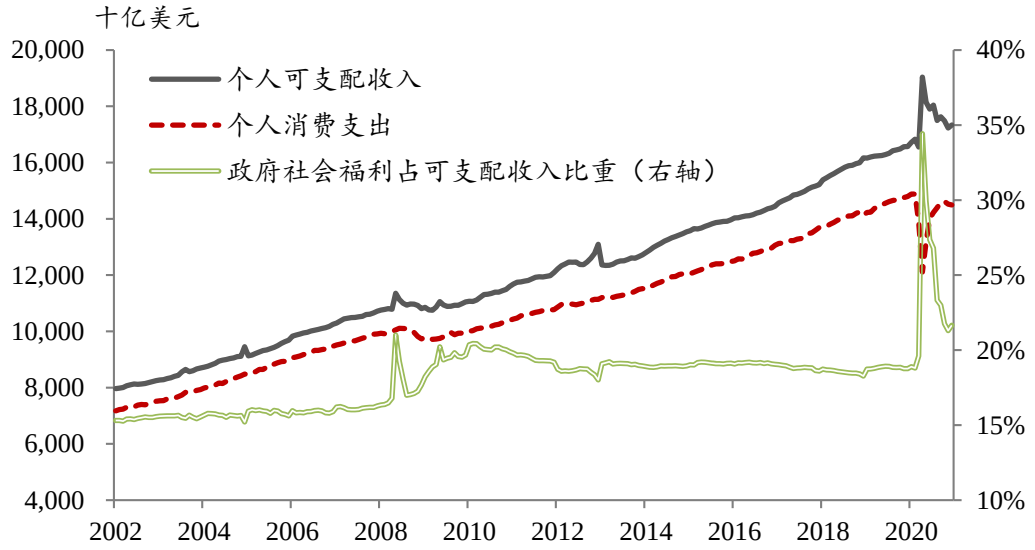
拜登对疫情防控的立场更加明确，财政支持力度进一步上升。2021 年 1 月实施的第五轮财政救助计划提出，将 1600 亿美元用于全国疫苗计划和其他防疫工作；拜登最新提出的 1.9 万亿美元纾困计划，一方面，将降低《平价医疗法案》等保险门槛，加强对低收入参保者、失业者的医疗保险补贴和医疗补助；另一方面，将在疫苗接种、接触感染者追踪、公共卫生等领域大规模增加投资，对于美国抗击疫情与社会稳定具有积极价值。

第二，保障民生，提振消费。在超低利率环境下，货币政策扩张的边际效用下降，

更为有效的是采取扩张性的财政政策。从需求端来看，财政扩张有助于增加居民可支配收入，提振消费支出，进而支撑经济恢复增长。

疫情暴发后，美国居民消费增长跌入负值区间，2020 年第二季度一度萎缩超过 30%。在经济衰退、失业增加的背景下，美国数轮财政法案通过带薪休假、失业救济、消费补助、减税支持乃至派发现金等方式，直接托底居民收入与个人消费。2020 年 4 月至 12 月，美国个人可支配收入月均增速达 8.6%，4 月增速更高达 17.2%（图 4）。其中，政府福利转移支付收入占可支配收入的比重从疫情前的 18%大幅上升至 25%左右，约占个人可支配收入增量的 97.2%。第五轮财政刺激计划下，2021 年年初美国居民每人可获得 600 美元财政刺激支票，推动 1 月零售销售环比增加 5.3%，同比增长 7.4%，创 2011 年 9 月以来最高水平。数据表明，消费约占美国 GDP 的七成比重。美国扩张性财政政策迅速推动个人可支配收入超过疫情前水平，进而拉动个人消费走出深度衰退，对于美国经济反弹具有极大的促进作用。

图 4：美国个人可支配收入和消费支出



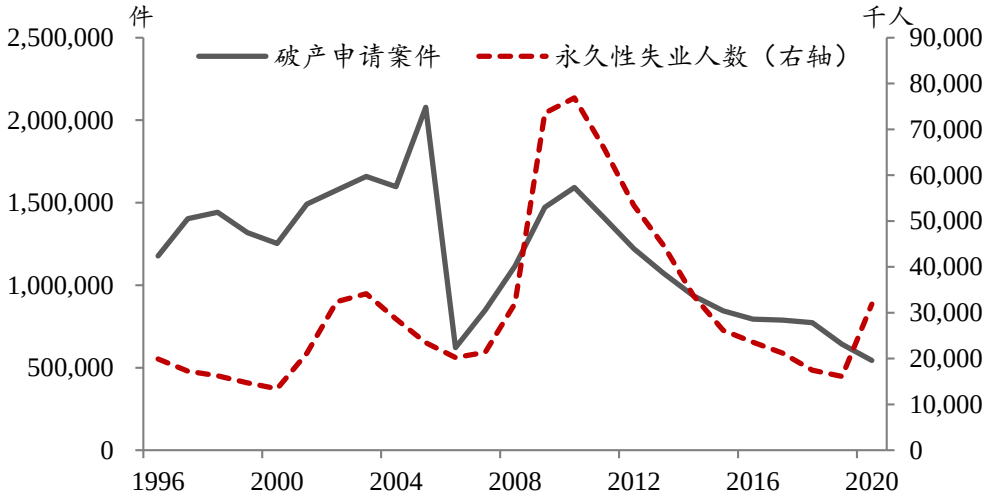
注：数据为季调折年数

资料来源：美国经济分析局

第三，维持企业运营，支持生产与就业修复。美国在租金、薪资、减税、贷款等方面加大对企业部门财政支持，特别针对中小企业、客运航空等受疫情冲击严重的行

业企业，提供必要的流动性。在前五轮财政法案中，企业部门可获得相关财政援助和贷款规模超过 1.2 万亿美元。这一方面有助于减轻企业运营压力，支持企业部门度过难关；另一方面也可以避免大面积裁员，部分化解失业问题。从图 5 可以看出，在经济深度衰退的背景下，2020 年美国破产申请案件数量总体处于较低水平，永久性失业人数有所抬头，但远低于 2009 年金融危机时期。

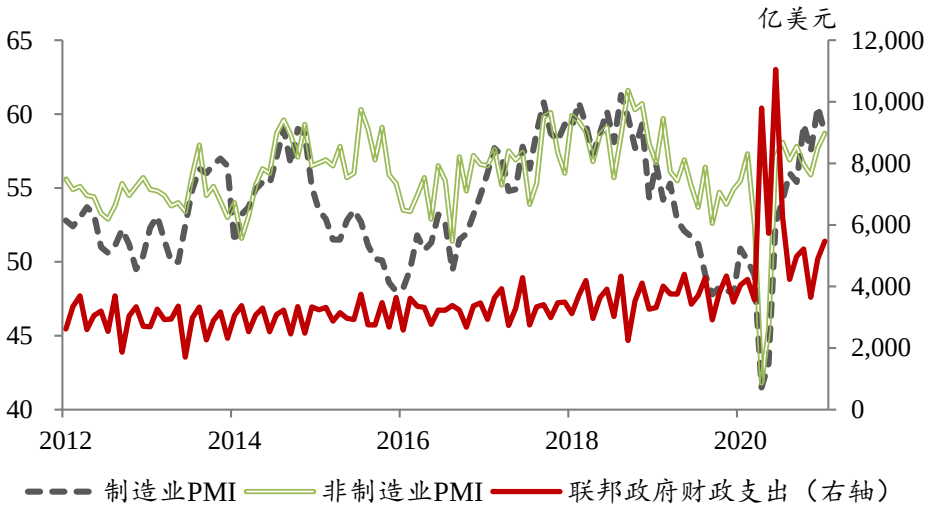
图 5：美国批产申请案件和失业人数



资料来源：美国法院行政管理局，美国劳工部

扩张性财政政策直接作用于经济供求两端，在新增确诊病例依然攀升的情况下，2020 年 12 月制造业 PMI 指数、非制造业 PMI 指数分别为 60.7 和 57.2，较 4 月低点回升了 19.2 和 15.4（图 6）。在空前的财政支持下，美国经济短期内快速反弹。

图 6：美国财政支出与经济景气指标



资料来源：Wind

三、前景展望及潜在风险

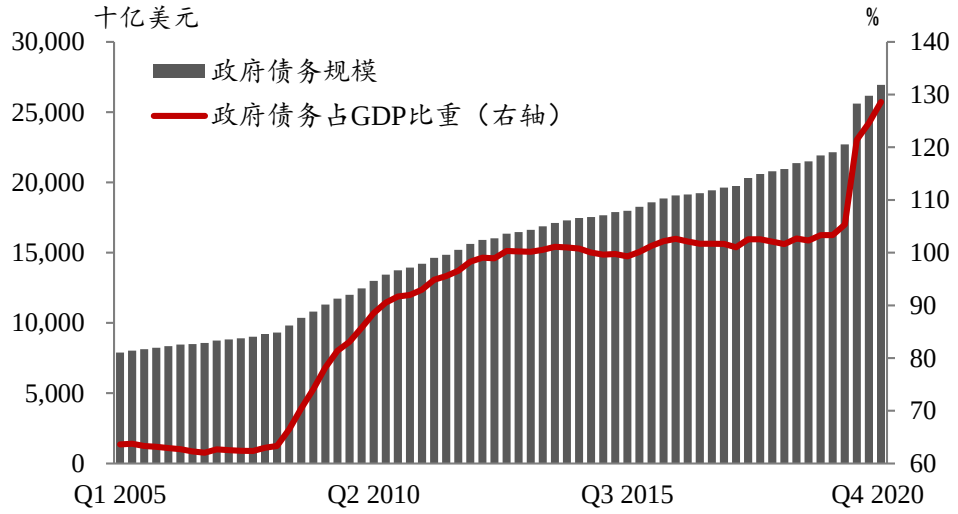
未来一段时期，美国财政政策仍将维持扩张基调。回顾 2020 年，在疫情冲击下，美国经济反弹很大程度上依赖于空前的财政刺激政策。步入 2021 年，美国疫情拐点尚未到来，疫苗接种进程不及预期，经济复苏步伐放缓，内生增长动能疲弱。特别是，财政刺激即将到期，第五轮救助法案的政策效果也将在第一季度逐渐递减，居民收入可能面临断崖式下跌，中小企业可能迎来破产浪潮。在此背景下，总统拜登提出 1.9 万亿美元财政刺激计划，并于 2021 年 2 月底获得众议院通过，新任财政部长耶伦也力挺大规模财政刺激，表示“做得少的代价要比做太多的代价高得多”。可以预见，2021 年美国财政政策仍将维持扩张基调，为经济复苏与社会稳定提供支持。

空前的财政刺激带来颠覆式改变，美国财政政策框架发生调整。2020 年以来，美国以及其他主要经济体推行规模空前的财政扩张政策。在疫情冲击的危机时刻，周期性预算平衡的传统方针被彻底放弃，宏观经济政策步入财政主导、货币配合的时代。在这一政策组合下，财政政策目标在于支撑经济增长和金融稳定，短期内抗击疫情、应对衰退，中长期内支持需求与供给恢复，这需要更大规模的举债和公共投资。由此，财政可持续性的评估模式不得不随之转变。实际利率水平划时代下降，并将长期持续，

为财政政策扩张提供了更大的空间，以债务占 GDP 比重作为赤字可持续的衡量标准不再适宜。Jason Furman & Lawrence Summers[1]等学者建议，从流量视角重新审视，以实际利息支出占 GDP 的比重作为衡量指标，并计算得出未来十年美国政府债务可持续性的边界为 2%。未来十年，只要美国实际利息支出占 GDP 的比重控制在 2%以内，就不会出现债务螺旋上升与债务危机。然而，空前的财政刺激面临不容忽视的风险。

第一，美国财政赤字的可持续性依然面临挑战。国际金融协会（IIF）统计显示，截至 2020 年第四季度，美国政府债务规模近 27 万亿美元，占 GDP 比重达 128.6%，为有统计以来最高水平。预计 2021 财年，在不增加其他可能支出的情形下，美国预算赤字将达 2.3 万亿美元。即使美国财政部表示部分支出可以通过增税抵消，但不可否认政府债务还将继续攀升。

图 7：美国政府债务变化



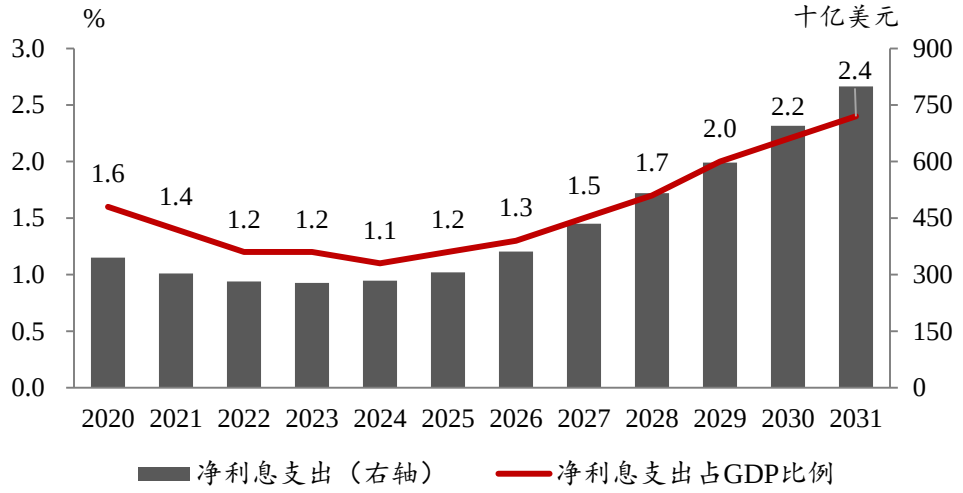
资料来源：IIF，中国银行研究院

根据美国国会预算办公室（CBO）最新预测，美国政府净利息支出占 GDP 的比重将经历一个先降后升的过程，预计 2031 年该比例将达 2.4%。实际利息净支出能否“如愿”控制在 2%，取决于五个因素：一是财政政策效率，二是经济增长形势，三是通胀水平，四是政策走向，五是美元国际地位。这五方面因素相互作用，一旦形势逆转，

[1] Jason Furman and Lawrence Summers, A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates, 2020

通胀持续抬升，美元地位削弱，实际利息成本失去控制，美国政府债务压力将会激增。**短期内，美国出现财政危机与主权违约的可能性极低，但从长期来看赤字与债务无休止膨胀终会达到“临界点”**。特别是考虑固有的长期结构性问题，美国经济增长趋势性放缓，医疗、社会保障等支出趋势性增加，财政压力将进一步加剧。根据 CBO 长期预算展望，2051 年美国政府债务利息成本占 GDP 的比例将进一步攀升至 7%，未来三十年美国政府债务的固有轨迹难以持续。

图 8：美国政府债务净利息支出变化



资料来源：CBO，中国银行研究院

第二，美国财政政策过度扩张将带来挤压效应。2021 年以来，美国财政刺激计划规模将达 2.8 万亿美元，约占实际 GDP 规模的 14.7%，远高于未来两年产出缺口总和 7.6%[2]。CBO 估计 2021 年美国需要通过财政刺激填补的产出缺口约为 6000 亿美元。如果美国财政乘数为 0.4 至 2.5（表 2），2021 年财政刺激规模仅需要 0.24 至 1.5 万亿美元，明显低于现有刺激计划水平。

非常时期内，财政扩张是应对疫情、托底经济社会发展的主要政策工具，但财政政策过度扩张，将从三个维度带来挤压效应。**一是**财政政策过度扩张，将挤压私人部门资源与投资规模，在缺乏市场约束的情形下支出效率受损，危害长期经济前景。**二**

[2] OCED 预测 2021 年和 2022 年美国产出缺口为-4.6%和-3.0%

是当期财政政策过度扩张，将挤压未来政策空间，过高的财政赤字与债务规模，在未来刺激经济与应对危机时，将变得束手束脚。**三是**美国财政政策过度扩张，将对其他国家造成一定程度的挤压效应。财政政策与流动性投放、利率水平、美元走势以及资本流动形势密切相关。美国财政过度扩张，将促使美元贬值，对欧元区等发达经济体在出口增长与经济恢复方面形成竞争挤压。同时，由于系统性缺陷，新兴市场也将受到波及，1982 年拉美债务危机、2013 年缩减恐慌仍历历在目。疫情以来，美国开启新一轮财政货币宽松浪潮，新兴市场也将再度经历一轮美元、债务、国际资本流动的周期性震荡。

表 2：美国财政支出乘数估算

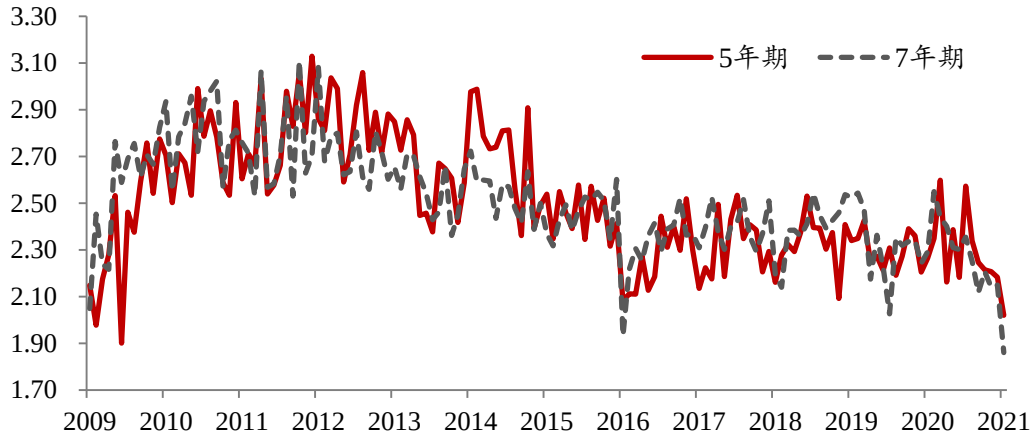
	CEA 估算	CBO 估算均值
公共投资	1.5	1.5
地方救助	1.1	1.1
转移支付	1.5	1.25
退休一次性支付	0.4	0.6
个人税收减免	0.8	0.9

资料来源：美国经济顾问委员会（CEA）

第三，财政政策与金融市场的波动联系更加紧密。在疫情冲击下，财政政策大规模扩张，不仅直接影响生产生活各部门与经济增长前景，也会促使货币政策跟进，压低利率，投放流动性，对金融市场的影响更加显著。2020 年 3 月 23 日美联储在股市开盘前即宣布无限量购债，但由于 2 万亿财政刺激计划在参议院投票遇阻，道琼斯工业指数和标普 500 指数跌幅继续扩大至 3.0%和 2.9%；3 月 24 日股市开盘前，美国众议院议长佩洛西表示非常乐观地认为 2 万亿财政刺激协议将在几小时内达成，标普 500 指数当日上涨 9.4%，创 2008 年 10 月份以来最大单日涨幅，道琼斯指数上涨 11.4%，创 1933 年以来最大单日涨幅。同时，财政政策直接影响国债供给与基础利率。美国国债是全球最重要的安全资产之一，国债收益率是全球基础性利率。近期，美国长端国债收益率快速抬升，10 年期美债收益率一度突破 1.6%，创一年来新高。除通胀预期等宏观因素以外，美国空前的财政刺激与债务扩张，致使美债市场供过于求。2 月最后

一周，美国 5 年期和 7 年期国债拍卖竞拍倍数分别为 2.02 和 1.86，降至历史低位（图 9）。美国财政政策在供给端影响基础性利率，致使近期国际金融市场波动加剧。此外，部分财政刺激资金直接流入美国股市。根据德银近期散户调查显示，受访者计划将 37%的财政刺激现金直接投入股市。最新一轮 1.9 万亿美元财政刺激计划中，直接刺激现金规模约为 4650 亿美元，这意味着约有 1700 亿美元流入股票市场。

图 9：美国国债竞拍倍数



资料来源：美国财政部

总之，当前美国经济复苏仍面临挑战，金融市场处于估值高位，乐观情绪的持续严重依赖扩张的财政政策支撑。未来，一旦财政扩张与政府债务不可持续，美国经济金融体系将面临重大调整与震荡，进而波及全球范围。如何抵御风险，以时间换空间，实现政策软着陆与经济实质性复苏，需要深度研究与科学平衡。