

耶伦若成为美国财政部长意味着什么？

引言：在拜登确认当选美国总统后，正式提名耶伦担任下任美国财政部长。鉴于财政部长在外交和税收政策上承担着重要的角色，她的上台不仅对美国产生较大影响，对全球的影响也不可忽视。通过深入分析她担任美联储主席时对货币政策的态度，我们对其可能会施展的财政政策做出判断，并延伸至对资本市场的影响进行分析。

一、耶伦将经历从“美联储主席”到“财政部长”的身份转变。耶伦若接手财政部，和当年她接手美联储所在的经济背景有着异曲同工之处。**相同之处：**经济均处于快速下行阶段后的反弹期。**不同之处之一：对于提振经济的侧重点将有所不同。**2014年耶伦接棒伯南克成为美联储主席时，面临的最大的挑战是如何领导美联储渐进式回归货币政策正常化，同时却不伤及美国经济增长动力。当前，耶伦接手财政部，未来的财政政策发力的侧重点是和货币政策打好配合，从财政的角度处理不断扩大的债务与经济增长之间的平衡。**不同之处之二：前任为现任铺的路不同。**伯南克在卸任前其实已经为耶伦打好了一定的基础。相比当前，现任财长姆努钦受共和党党内压力，将刺激法案中未使用完部分转走，为后续耶伦任职留下了障碍。

二、“总量”到“结构”的转变：从耶伦对货币政策的指引看未来财政政策指引。首先，耶伦在原来的凯恩斯模型上加上了“工作满足感”和“空链”等微观因素，解释了当代美国劳动力市场的特征，这意味着比起整体失业率，耶伦更注重结构性失业问题，可能会颁布一些针对结构性失业的法案，使得劳动力市场复苏较均衡。**其次，**耶伦的“鸽派”特征，表明她对通胀的容忍度也更高，预计耶伦后续会将经济的安全重启作为第一考虑要素。一方面将向州和地方政府增加更多的资金，另一方面会针对中小企业出台薪酬保护项目。**第三，**未来耶伦可能会通过提高不同部门内的货币流通增速来对金融市场货币总量做出“挤出效应”。或许是通过财政贴息，将资金引流到企业部门，也或许是通过提高富人进行高税收来增加政府收入的同时来补贴穷人，提高居民和政府部门的货币流通增速。

三、未来美国主要经济部门默契度有所提高。回顾历史，耶伦在卸任美联储主席前加速加息，帮助鲍威尔在未来能够有足够的政策空间来对冲特朗普提倡的减税和放松金融部门的监管，为后续鲍威尔任职打下了基础，这也意味着未来两位会加强财政政策和货币政策的紧密协作。耶伦和拜登之间对主要政策抱有相同的态度。从外交政策上，耶伦对中美贸易的态度上比拜登可能更为缓和，不会反对拜登对华采取有条件的取消关税，以拜登为主决策。从监管来看，当前宽货币宽监管的背景下，资本抗风险能力更弱，风险资产滋生的泡沫可控程度减弱，预计耶伦上台后会支持拜登加强金融监管，且支持对科技公司加强反垄断调查。从税收来看，拜登主张通过加大中产阶级以上和大企业税收来对财政支出产生抵扣，不仅减缓了财政赤字的压力，也保障了社会的平等，符合耶伦对劳动力市场的诉求。

四、短期来看，市场风险偏好有望回升，通胀预期回升对美股的掣肘有限。虽然扩张性的财政政策可能会引发市场担忧通胀抬头，短期通胀预期有所回升，但若货币和财政配合的较好的话，通胀依然会保持相对稳定。人民币预计对美元仍然保持强势，美元汇率在加息和缩表之前都难以有较大的起色。美债长端收益率回升确定，但是短期通胀预期回升对美股的掣肘有限，美股未来的驱动因素取决于货币政策的调整。

风险提示：

1. 疫情二次爆发对全球经济影响的不确定性上行；2. 政府应对措施不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；3. 货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言:	3
一、耶伦将经历从“美联储主席”到“财政部长”的身份转变	3
二、“总量”到“结构”的转变:从耶伦对货币政策的指引看未来财政政策指引	8
三、未来美国主要政府部门默契度有所提高	10
四、短期来看,市场风险偏好有望回升,通胀预期回升对美股的掣肘有限	15

图表目录

图表 1: 耶伦刚接手美联储的时候经济情况和目前相似	3
图表 2: 如何退出量化宽松是耶伦当时面对的主要问题(百万美元)	4
图表 3: 2010-2014 年薪资增幅未见明显起色	5
图表 4: 在 2010-2013 年美国家庭收入同比仍然处于负值	5
图表 5: 08 年金融危机集合疫情对金融经济冲击的路径不同	6
图表 6: 伯南克在 2013 年通过前瞻性指引使表示货币政策进入收紧的过渡期	7
图表 7: 美国失业人数中在进入劳动力市场回落但长久性失业人数仍上行	8
图表 8: 美部分州和政府面临赤字问题	9
图表 9: 耶伦在近期对财政政策表述整理	9
图表 10: 长期财政刺激对 GDP 的修复更有利	11
图表 11: 美部分州和政府面临赤字问题	12
图表 12: 总统上台对财政的政策	12
图表 13: 美国总统为民主党时财政赤字情况呈回落趋势,美国总统为共和党时财政赤字上行趋势	14
图表 14: 参议院现在共和党占优	15
图表 15: 货币和财政能够互相对通胀形成抑制	16
图表 16: 中美利差在高位震荡	17
图表 17: 美国企业税后利润同比和进出口同比相关性较高	18

引言：

在拜登确认当选美国总统后，正式提名耶伦担任下任美国财政部长。鉴于财政部长在外交和税收政策上承担着重要的角色，她的上台不仅对美国经济产生较大影响，对全球的影响也不可忽视。通过深入分析她担任美联储主席时对货币政策的态度，我们对其可能会施展的财政政策做出判断，并延伸至对资本市场的影响进行分析。

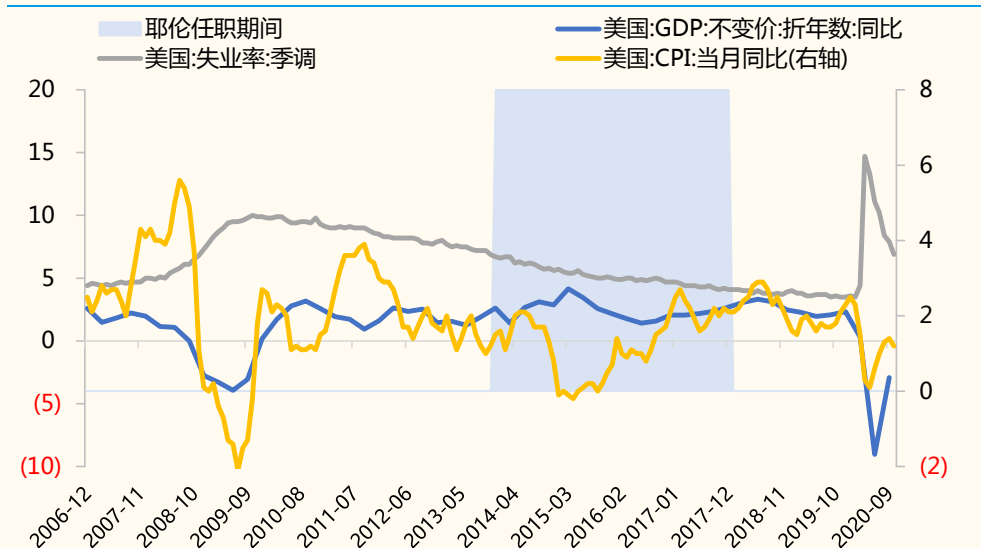
一、耶伦将经历从“美联储主席”到“财政部长”的身份转变

从历史上来看，耶伦若接手财政部，和当年她接手美联储所在的经济背景有着异曲同工之处。美国时间 11 月 30 日，美国民主党总统候选人拜登提名前美联储主席珍妮特·耶伦为下届美国政府的财政部部长。而在 7 年前同一个时间，奥巴马正式提名耶伦担任美联储主席，成为了美联储百年历史上的首位女性联储主席。

相同之处：经济均处于快速下行阶段后的反弹期

耶伦接手的都是经过冲击后，低增长、低通胀和高失业的经济。具体来看，08 年次贷危机后，传统的货币政策和金融理论已经无法有效地应对经济下滑的趋势，当时的美联储主席伯南克抛弃了格林斯潘时代的泰勒规则，采取大规模量化宽松刺激等手段，来刺激经济增长。但后续的问题主要集中在供给大于需求、通缩风险加剧，在短端利率已经接近零的前提下，美联储只能通过购买中长期美国国债和联邦机构的相关抵押债券推动长端利率下行。当时，耶伦接手的美国正处于经济衰退后的 3 年多，2013 年 3 季度美国不变价 GDP 同比增速为 1.92%，失业率仍然处于一个较高的位置（为 7.2%），与此同时通胀维持在 1%-1.2% 之间徘徊，远不及通胀目标。对标当前美国经济，疫情爆发后，地域性封锁和社交限制直接导致经济停滞。鲍威尔直接下调联邦基金利率至零利率超低水平，还推出无限量化宽松，重启次贷危机时的救市工具 CPFF 和 MMLF 等，拉动经济回升。当前数据显示，美国 3 季度不变价 GDP 同比增速-2.91%，较前值的-9.03% 出现明显好转，失业率为 6.9%，而通胀也在 1.2% 左右。

图表 1：耶伦刚接手美联储的时候经济情况和目前相似

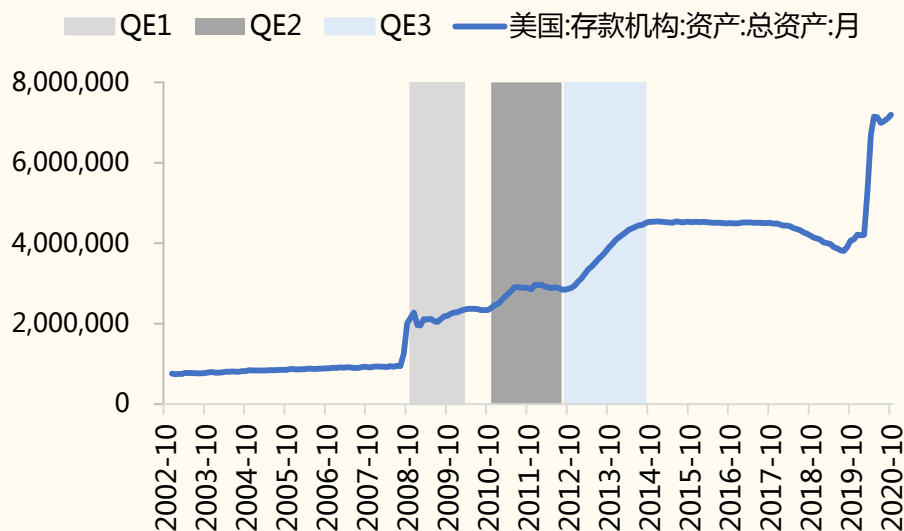


来源：Wind，国金证券研究所

不同之处 1：对于提振经济的侧重点将有所不同

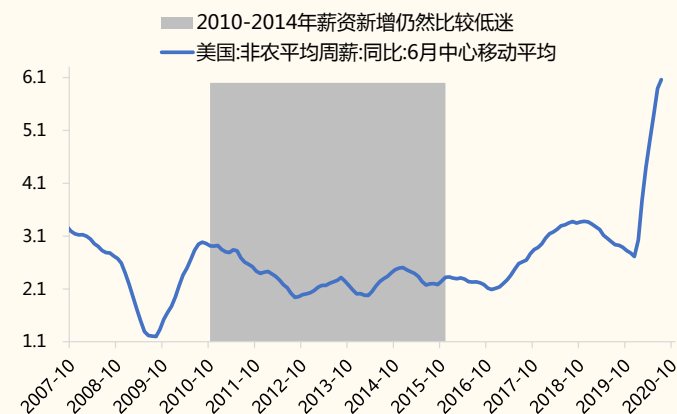
2014 年，耶伦接棒伯南克成为美联储主席时面临的最大的挑战，是如何领导美联储渐进式回归货币政策正常化，同时却不伤及美国经济增长动力。当时，随着伯南克开启的缩表之旅后，市场对加息的预期开始有所升温，但耶伦后续成功地说服市场，缩表只是为了把“极度宽松的货币政策”转化为“正常宽松的货币政策”。她在 2014 年 3 月出席的全国跨机构社区再投资会议上强调美联储高度宽松的货币政策是适当的，且仍然需要这些措施来刺激经济活动和创造就业机会。首先，耶伦认为美联储保持低利率有利于重振房地产市场，帮助企业降低建设、扩张和雇佣成本；由于经济和劳动力市场依然疲软，通胀率远低于美联储的长期目标 2%，在国会赋予美联储的两个目标中，她不认为稳定物价和最大限度地实施可持续就业相冲突。其次，面对周期性失业问题，耶伦认为美联储的货币政策还有继续帮助工人的空间。第一个证据是虽然 700 万人处于兼职工作状态，但却更希望获得一份全职工作，表明劳动条件比失业率所显示的并不匹配；第二个证据表示失业率下降并没有像过去经济复苏一样有助于提高工人的工资。因此，耶伦表示即使在失业率较低、但劳动力市场和资本未能完全有效利用的背景下，稳定的货币政策可以改善劳动力市场整体环境，她的表态为后续市场的复苏打下了强心剂。

图表 2：如何退出量化宽松是耶伦当时面对的主要问题（百万美元）



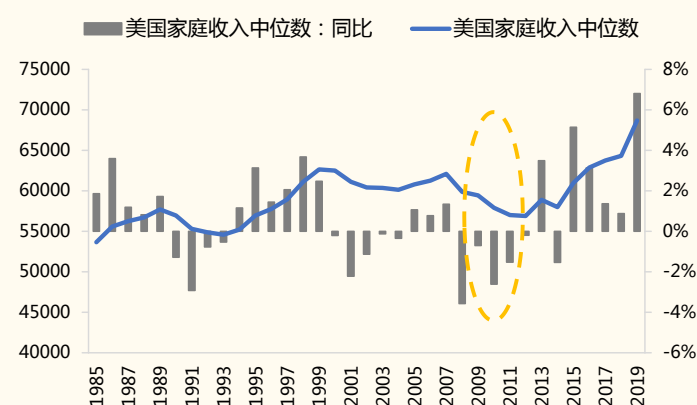
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2010-2014 年薪资增幅未见明显起色



来源：Wind，国金证券研究所

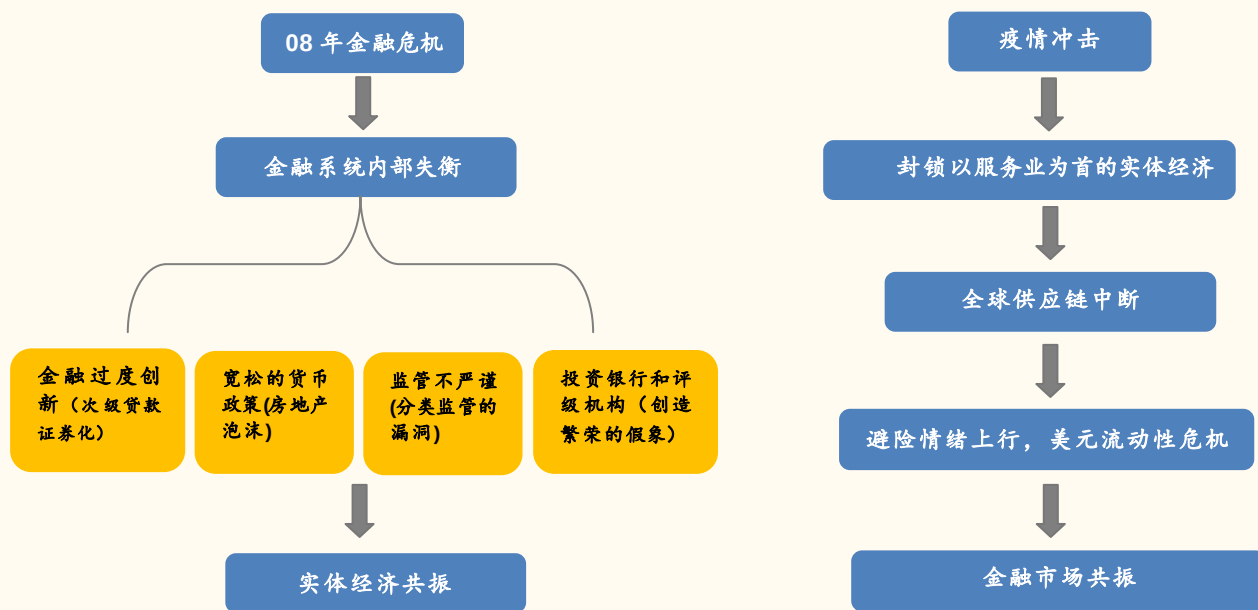
图表 4：在 2010-2013 年美国家庭收入同比仍然处于负值



来源：Wind，国金证券研究所

若耶伦接手财政部，那么使用财政政策工具的针对性和 08 年将有所不同，另外需要从财政的角度为美联储提供更好的支持。目前来看，货币政策工具的弹药已经相对捉襟见肘，那么能够帮助经济企稳回升的重担就落到了财政政策肩上，但当前所需的财政刺激方向和 08 年有所不同，且资产负债表在这十几年进一步扩大，财政和货币需要更加注重其扩张带来的系统性风险。首先，当前对经济的冲击和次贷危机时候不同，当时是由于金融衍生品的创新叠加宽松的金融监管，违约率的暴增导致银行坏账率大幅攀升，直接破坏金融内部体系，所以后续财政政策的刺激方案主要通过减税、增加公共投资和直接购买来扩大总需求。但疫情下的经济衰退，主要是以服务业为主的供给受到一定的冲击，进而对消费者和投资者信心产生负面影响，带动整体社会需求下滑，进而引发金融市场的动荡。由于经济冲击的路径不同，这意味着财政政策发力的着重点也需要进行相应的调整。减税和增加公共投资虽然可以拉动部分需求，但是对那些已经深受疫情影响的服务部门来说，该行业的人员大量失业对减税的敏感性明显减弱，更需要针对性的提供失业救济金和直接转移支付的提振。其次，货币政策和财政政策其调控的范围、机制、手段和主要重点方面存在着不同。货币政策主要通过货币供应量的变动来影响经济、实现充分就业和物价稳定。但财政政策主要是政府通过改变财政支出税收收入水平，反应的更是一国对经济收入的分配。这也意味着相比于宽松的货币政策直接通过向市场提供流动性，带动消费和投资回升，当前扩张性的财政政策能够更多针对性地指向总需求和就业的增加。由于两大政策通过政府资产负债表和以及央行资产负债表等渠道，之间会产生互相的影响，只有两者之间优化组合，才能发挥较好的合力作用。

图表 5：08 年金融危集合疫情对金融经济冲击的路径不同



来源：国金证券研究所

不同之处 2：前任为现任铺的路不同

伯南克在卸任前其实已经为耶伦打好了一定的基础。伯南克主张用“灵活的通货膨胀目标制”作为货币政策框架，但同时推进货币政策的透明度和沟通，利用不断加以明确的“前瞻指引”来引导和管理市场预期。根据利率期限结构中的预期理论，长端利率等于有效期内人们所预期的短期利率的算数平均值，这也表明央行承诺维持政策利率不变的时间越久，长端利率对货币政策的敏感性则越强，尤其在触及利率下限之后，长期的量化宽松通过提高群众提高通胀预期，陷入零利率下限的约束，进而对经济产生显著的影响。伯南克提出的该方案确保货币政策的意图可以更加清晰地传导给公众，使得经济经历过一次性提振后后续也能够平稳运行。在耶伦接任前一年，2013 年 6 月伯南克也通过前瞻性的指引，不断释放将要退出 QE 的信号，最终在 2013 年年底开始收紧资产购买规模，虽然规模较小，但还是释放出了货币政策将会收紧的信号，部分缓解了耶伦上任之后面临的压力，随着失业率的稳步下行，美联储在 2014 年 10 月宣布彻底停止资产购买的计划，退出量化宽松的货币政策。

图表 6：伯南克在 2013 年通过前瞻性指引使表示货币政策进入收紧的过渡期

日期	FOMC 会议纪要
2013/1	为支持更强劲的经济复苏并帮助确保通胀率，委员会将继续以每月 400 亿美元的速度购买更多的机构抵押贷款支持证券，并以每月 450 亿美元的速度购买长期国债，来维持长期利率的下行压力，支持抵押贷款市场并有助于使更广泛的金融环境更加宽松。 委员会检测有关经济和金融发展的资料，如果劳动力市场的前景没有实质性改善，委员会将继续购买财政部和机构抵押贷款支持证券，知道在价格稳定的情况下实现改善；且委员会在决定资产购买规模、速度和组成时，将购买的可能效力和成本列入考虑范围。此外，在判断何时放缓资产购买速度时，委员会将在其未来的会议上评估新的信息是否继续支持委员会的预期，即劳动力市场状况持续改善，通胀率回归其长期目标。 委员会认为在资产购买计划结束和经济复苏加强后的相当长一段时间，高度宽松的货币政策立场是适当的，委员会决定将联邦基金利率的目标范围保持在 0%-0.25%。 委员会将考虑包括劳动力市场状况的其他衡量指标、通胀压力和通胀预期指标，以及金融发展数据。当委员会决定开始取消政策调整时，将采取最大就业率和通货膨胀率 2% 的长期目标相一致的平衡的方法。
2013/6	委员会将继续以每月 400 亿美元的速度购买更多的机构抵押贷款支持证券，并以每月 450 亿美元的速度购买长期国债，来维持长期利率的下行压力，支持抵押贷款市场并有助于使更广泛的金融环境更加宽松。随着劳动力市场前景或通胀形势的变化，委员会准备增加或减少其购买速度，以维持适当的政策调整。
2013/9	考虑到联邦财政紧缩的程度，委员会认为，自一年前开始实施资产购买计划以来，经济活动和劳动力市场状况的改善与整体经济不断增长的基本实力相一致，委员会决定在调整采购速度之前，等待更多的证据表明将继续取得进展。因此，委员会决定继续以每月 400 亿美元的速度购买更多的机构抵押贷款支持证券，并以每月 450 亿美元的速度购买长期国债。该委员会维持其现有政策，即将持有的机构债券和机构抵押贷款支持证券的本金再投资于机构抵押贷款支持证券，并在拍卖时展期到期的国债。
2013/12	委员会认为经济前景和劳动力市场面临的风险已变得更加接近平衡，但通胀率持续低于 2% 的目标可能会对经济表现构成风险。 考虑到自当前资产购买计划启动以来，联邦财政紧缩的程度，委员会认为这段时间内经济活动和劳动力市场状况的改善与整体经济中不断增长的基本是李相一致，且在实现最大就业率方面取得的累积进展和劳动力市场状况的前景改善，委员会计划从 2014 年 1 月开始以每月 350 亿美元的速度增加其持有的机构抵押贷款支持证券；并以美元 400 亿美元的速度增持长期国债。该委员会将密切关注未来几个月经济和金融发展的信息。如果新的信息广泛支持委员会的预期，即劳动力市场状况持续改善，通胀率回归长期目标，委员会可能会在未来的会议上进一步采取措施，降低资产购买的步伐。

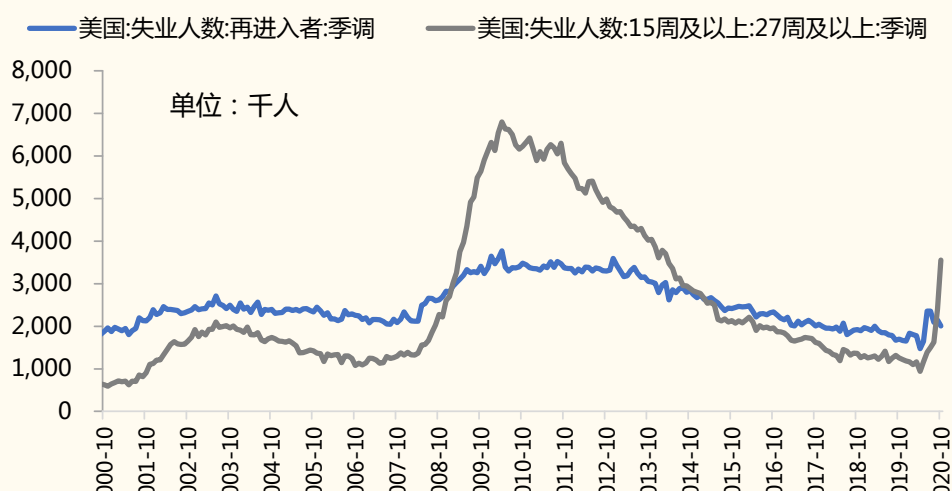
来源：Wind，国金证券研究所

相比之前，现任财长姆努钦受共和党内压力，将刺激法案中未使用完部分转走，为后续耶伦任职留下了一定的障碍。现任美国财长姆努钦宣布美联储的一些特殊贷款机制应该在年底前终止，要求立即停用 4290 亿美元来自美联储的紧急贷款工具，以及 260 亿美元企业直接贷款，并将该笔基金放入只能由“根据国会颁布的法律授权”才可使用的账户中。姆努钦认为经济已经度过了疫情带来的快速下行的阶段，这些资金应该应用到后需要更需要的经济领域，虽然美联储公开表示反对，但最终同意将该笔资金退还。但这也意味着如果想要实现其较大规模的财政刺激，需要经过分裂国会的批准，才能够使用美联储抗疫紧急贷款工具未用完的资金，使得后续耶伦若上台，对财政拨款的掌控程度不及她当年对货币政策的适度灵活那样游刃有余。

二、“总量”到“结构”的转变：从耶伦对货币政策的指引看未来财政政策指引

首先，耶伦在原来的凯恩斯模型上加上了“工作满足感”和“空缺链”等微观因素，解释了当代美国劳动力市场的特征，这意味着比起整体失业率，耶伦更注重结构性失业问题。耶伦作为一个典型的凯恩斯主义学者，她认为劳动力市场存在非自愿性失业，而非自愿性失业是现在经济的一个长期存在的现象，也不太可能通过内生的机制去解决这个问题，所以需要外在的政府干预进行调控。耶伦曾经在《美国劳动力市场的工作变动和满意程度》中表示工人不仅会考虑货币工资，还会考虑非货币的收益和成本，当工人在目前工作中认为他们一生的预期收入折现后是低于失业后的折现收入时，他们会选择自动离开工作。这也意味着当工人认为他们对当前工作的满意程度下降时，即使未来新的工资和待遇和当前相同，他们仍然会离开当前的工作。随着工人自动离职人数的增加会导致永久失业率的上行，但是和失业率却并不成正比。当前耶伦最看中的劳动力市场指标之一 JOLTS 显示，虽然疫情过后，失业率呈下行但是职位空缺数仍然上行，贝弗利奇曲线整体往后挪，意味着劳动力市场非自愿性失业有所加剧。数据显示，美国 10 月失业人群中再愿意进入劳动力市场为 200.9 万人，较 6 月的 235.6 万人出现回落，另外美国失业人数中失业 27 个周以上的飙升到 355.6 万人，较 4 月的 93.9 万人出现显著回升。预计耶伦后续会针对 Covid-19 制定一项财政计划，在能够有效注射疫苗之前，在为经济提供一些刺激的同时，可能会颁布一些针对结构性失业的法案，使得劳动力市场复苏较均衡。

图表 7：美国失业人数中在进入劳动力市场回落但长久性失业人数仍上行



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_1088

