海外宏观专题报告

宏观经济报告

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。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的增长动力。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，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，也或许是通过对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自身的货币流通增速。

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。从严监管来看，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

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

用使司公限有理管金基庚中供仅告报此

此报告仅供中庚基金管理有限公司使用

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。

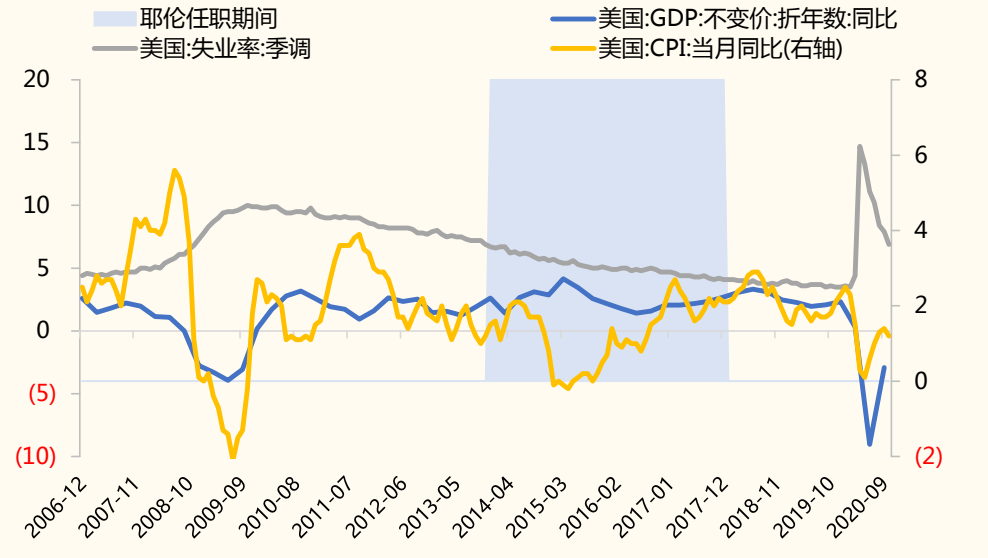
一、耶伦将经历从“美联储主席”到“财政部长”的身份转变

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，还推出无上限量化宽松，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

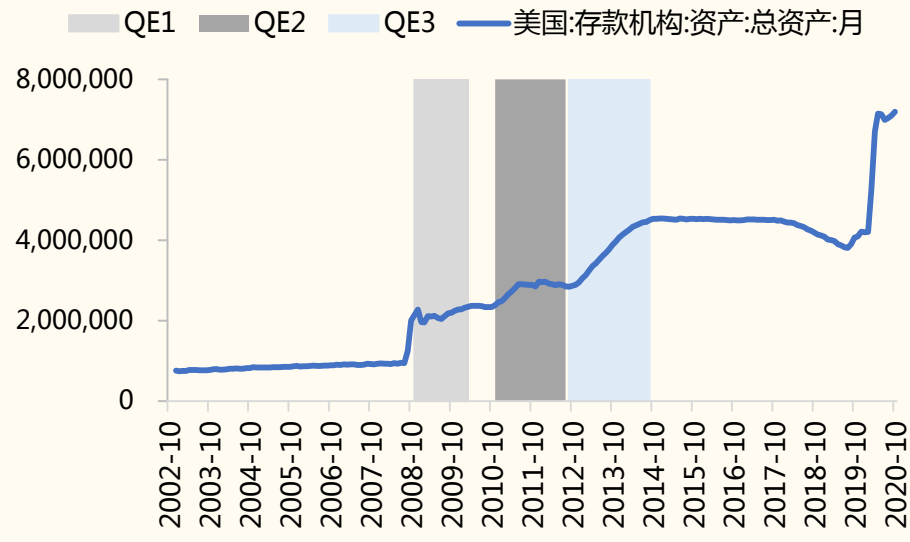


来源：Wind，国金证券研究所

不同之处 1：对于提振经济的侧重点将有所不同

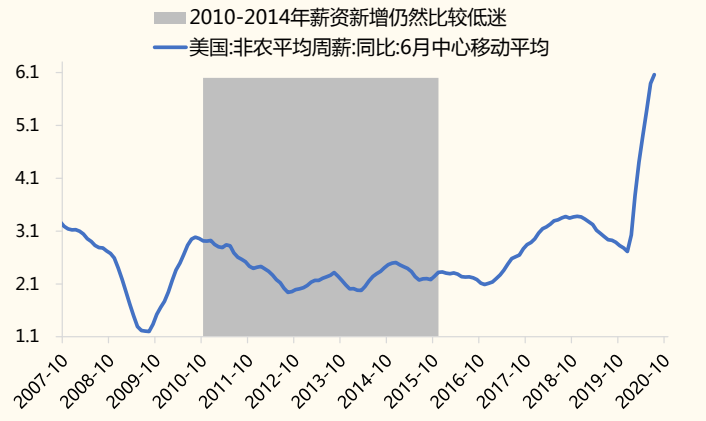
2014 年，耶伦接棒伯南克成为美联储主席时面临的最大的挑战，是如何领导美联储渐进式回归货币政策正常化，同时却不伤及美国经济的增长动力。当时，随着伯南克开启的缩表之旅后，市场对加息的预期开始有所升温，但耶伦后续成功地说服市场，缩表只是为了把“极度宽松的货币政策”转化为“正常宽松的货币政策”。她在 2014 年 3 月出席的全国跨机构社区再投资会议上强调美联储高度宽松的货币政策是适当的，且仍然需要这些措施来刺激经济活动和创造就业机会。**首先，**耶伦认为美联储保持低利率有利于重振房地产市场，帮助企业降低建设、扩张和雇佣成本；由于经济和劳动力市场依然疲软，通胀率远低于美联储的长期目标 2%，在国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）



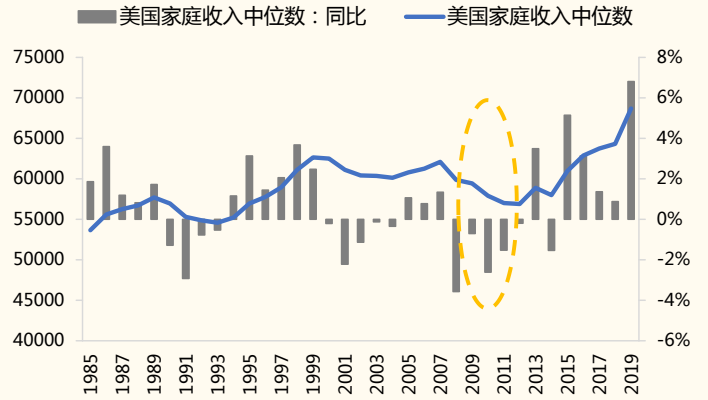
来源：Wind，国金证券研究所

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

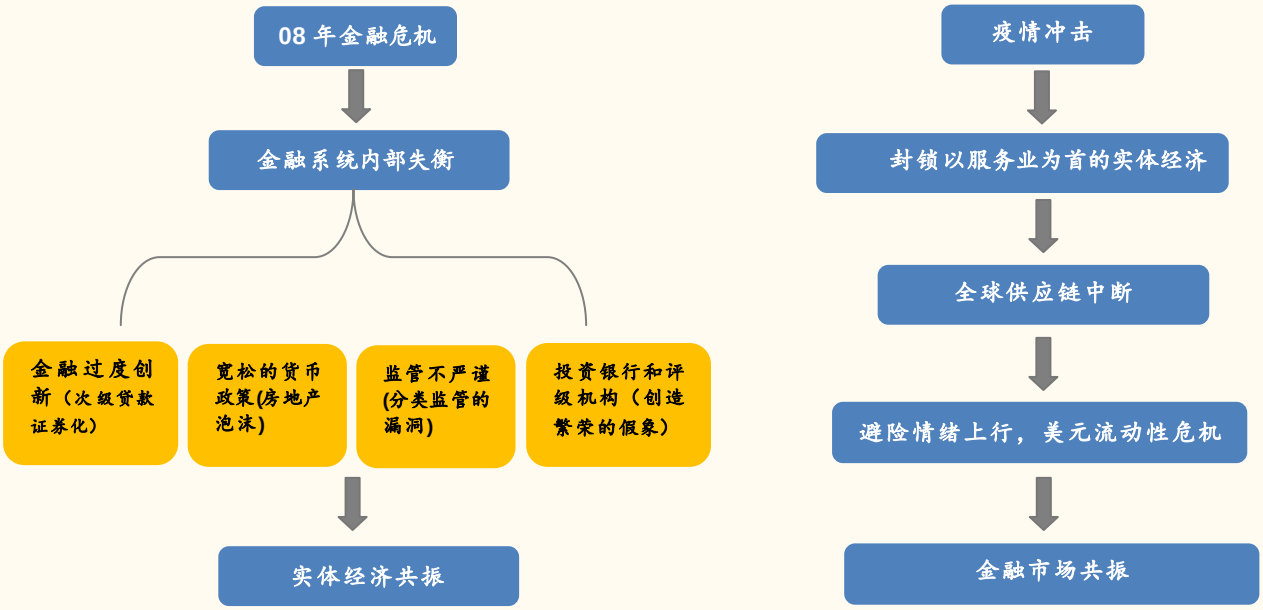
图表 4：在 2010-2013 年美国家庭收入同比仍然处于负值



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 年金融危机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。**

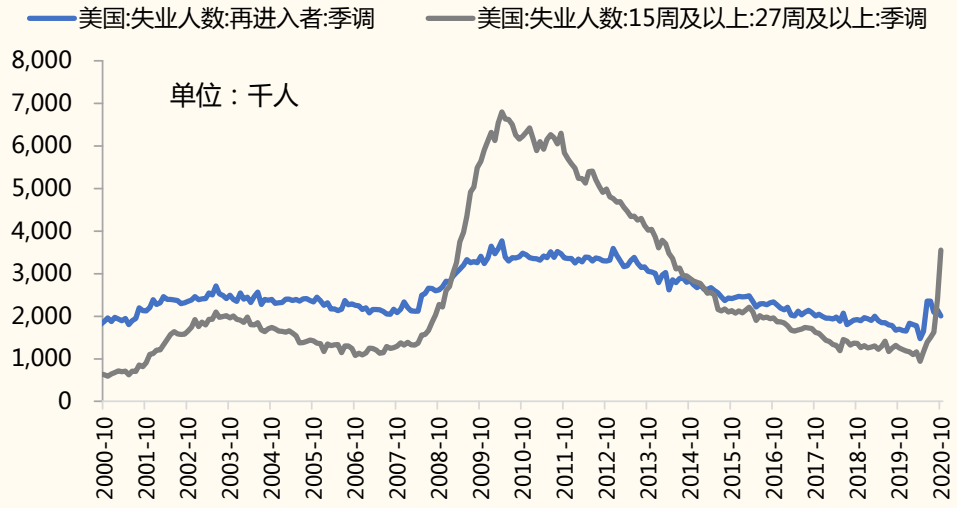
来源：Wind，国金证券研究所

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

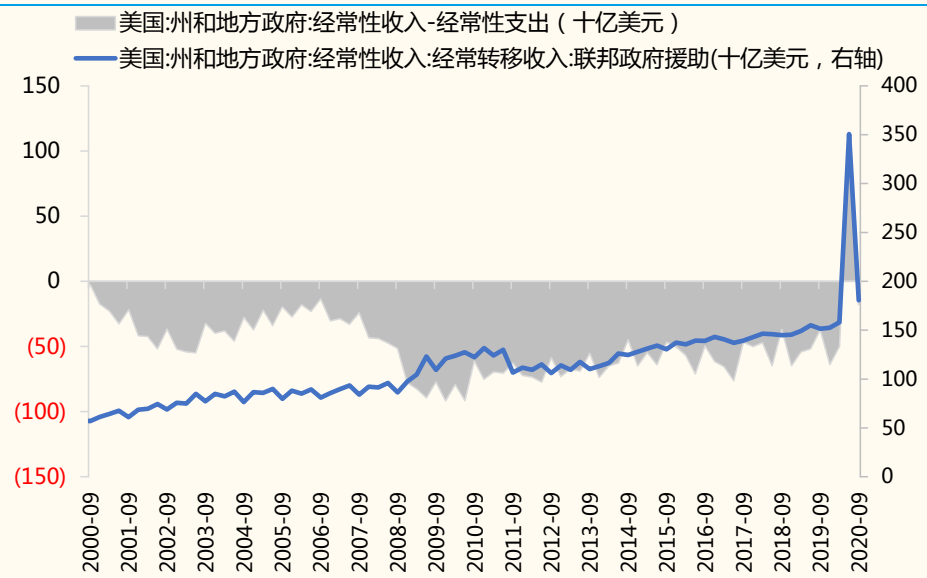


来源：Wind，国金证券研究所

其次，耶伦的“鸽派”特征，表明她对通胀的容忍度也更高，这也能反映其对财政政策的立场。今年疫情发生以后，从耶伦在公开场合的发言来看，她非常赞同鲍威尔的货币政策宽松程度，认为美联储近来调整货币政策框架是适宜的，有助于提升货币政策支持经济的范围。但同时指出支持经济不能完全依靠美联储的货币政策，当前的联邦基金利率已经受到有效利率下限的限制。尽管国会已经颁布了超过 3 万亿美元的援助，但“财政支持现在已经萎缩”，所以财政政策的进一步支持是很必要的。从当前州和地方政府的财政收入和支出来看，部分政府已经面临巨大的预算缺口，由于承受赤字的能力有限，所以州政府不得不通过裁员来压缩人员成本，给就业市场带来了一定的负面影响。预计耶伦

会后续会将经济的安全重启作为第一考虑从要素，我们预计，**一方面她将向州和地方政府增加更多的资金，另一方面预计会针对中小企业出台一些薪酬保护项目。**

图表 8：美部分州和政府面临赤字问题



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：耶伦在近期对财政政策表述整理

c		
2020/11/16	2020 年创新经济论坛	● 耶伦在论坛上点评指出，支持经济不能都靠美联储的货币政策，当前美联储不断呼吁财政的进一步支持是非常有必要的。因为美联储并不能支持中小企业。如果没有财政的支持，会加深经济的不平等。 ● 耶伦进一步指出，当前美国联邦利率将受到有效利率下限的限制，财政政策和结构性政策有助于在低通胀环境下使经济维持较为健康的增长。美联储近来调整货币政策框架是适宜的，有助于提升货币政策支持经济的范围。短期来看，利率会被有效利率下限所限制，这有利于防止通胀进一步下跌，维持通胀预期。
2020/10/20	采访	● 耶伦表示，美国需要为失业工人以及州和地方政府提供进一步的援助，以支持经济从疫情引发的衰退中复苏。货币政策已经做了大量工作，需要继续提供特别的财政支持。 ● 耶伦认为尽管国会已经颁布了超过 3 万亿美元的援助，但“财政支持现在已经萎缩，”工人们节省了一些额外的福利，但是“这正在用光了。州和地方政府也面临巨大的预算缺口。”并表示即使在大流行结束之后，随着世界各国努力解决近零利率和缓慢增长的问题，相对于货币政策，财政政策也可能变得更加重要。 ● 全球经济的储蓄过多，尤其是发达国家”，这使得“货币政策丧失了应对许多经济疲软的能力。
2020/9/28	采访	● 耶伦表示当下形式相当困难，经济需要财政

		支出的刺激，现在不是将财政政策从宽松转变为紧缩的好时机.

来源：Wind，国金证券研究所

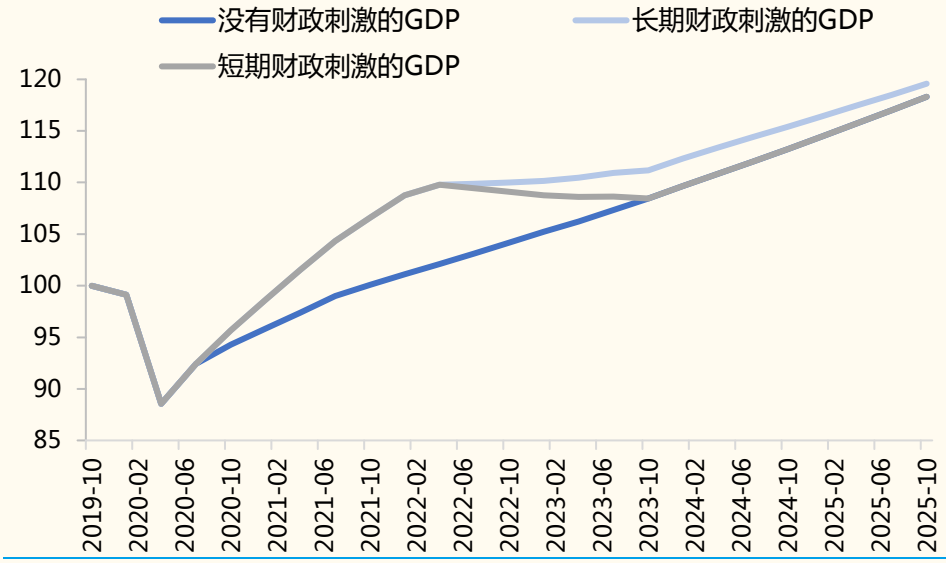
第三，若将时间线拉长，我们认为耶伦未来可能会通过运用财政政策来影响货币流通速度。凯恩斯主义学派之所以认为需要通过财政政策作为干预经济的主要手段，是因为存在着“流动性陷阱”，即当利率水平降低到不能再低时，货币需求弹性就会变得无限大，使得货币政策失效。我们在之前的通胀两篇专题中也提过 08 年金融危机之后，货币流通速度的回落导致实体经济空心化，更多的资金流入到金融体系内空转，抬升了资产价格，不仅加大了金融体系的风险，也拉大了社会贫富差距。如果货币政策是总阀门，那么财政政策就是阀门下的调节器，财政政策作为货币和经济之间的作用媒介，不仅能够将货币从某一部分的经济体转向另一个经济体，也能潜移默化地改变货币数量在实体经济和虚拟经济之间的分布。目前实体经济中的货币总量可以具体拆分成为三个部分，分别是居民、企业和政府，财政政策或通过财政贴息，将资金引流到企业部门，也或通过对富人进行高税收来增加政府收入的同时来补贴穷人或是发放福利，提高居民和政府部门自身的货币流通增速。**整体来看，未来耶伦可能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”。**

三、未来美国主要政府部门默契度有所提高

回顾历史，耶伦离职前的加息为后续鲍威尔任职打下了基础，所以鲍威尔和耶伦存在着比较相同的理念。耶伦作为“鸽派”的货币政策支持者在 2015 年 12 月开启加息周期后，在 2016 年加息一次，在 2017 年加息明显加速，分别在 3 月、6 月和 9 月各加息了 25 个 BP，而当时虽然劳动力市场表现强劲，但通胀仍然比较低迷，加息提速一方面有可能拖累经济未来的潜在增速，另一方面使得市场担忧可能会出现通缩的风险。**深究背后的因素，这种防御性的加息帮助鲍威尔在未来能够有足够的利率来对冲特朗普提倡的减税和放松金融部门的监管。首先，**虽然当时存在通缩的风险，但是特朗普上台的减税势必会通过增加居民可支配收入的提升来带动需求回暖，进一步对通胀呈上行压力。**其次，**金融监管的放松带动市场风险偏好回升，金融机构的杠杆率上行在带动信贷上升的同时，也埋下了隐性的风险。经历和应对过金融危机的耶伦深知资产负债率和债务的攀升对金融市场根基的潜在副作用，通过加息对流动性进行收缩，能够对投资形成一定的约束，防范经济过热带来的债务扩张。

预计未来鲍威尔和耶伦在保持货币和财政政策相对宽松的同时，加强财政政策和货币政策的紧密协作。当前美联储同意将未动用的资金退还给财政部，鲍威尔承认了财政部在该事件上的权力，与此同时参议院多数党领袖麦康奈尔支持财政部收回该款项，认为应该将分配给美联储借款担保、小企业救助和其他抗疫援助方案中的没有运用的 5800 亿美元利用到别处，约束了美联储紧急贷款货币政策的工具，对进一步财政刺激也设置了障碍。以史为鉴，08 年金融危机后，奥巴上推出了《经济复苏与再投资法》，主要通过对教育和其他公共服务的投入，包括对州政府的财政救济和财政拨款推动就业，确保公共服务水平，但在 2010 年年初，美国就业状况出现明显好转，政府开始采取财政审慎，随后由于复苏放缓，州和地方政府重新开始裁员，就业情况出现明显恶化，这表明若财政支持时间或力度不够，那么经济未来将缺乏复苏的弹性。所以若耶伦上台，短期来看，会增加对公共设备的投资，推动失业保险以及对州和地方政府的援助等方面建立自动触发机制。长期来看，如果美联储在明年下半年缩表或者加息，耶伦会避免过早和仓促地撤离财政支持。

图表 10：长期财政刺激对GDP 的修复更有利



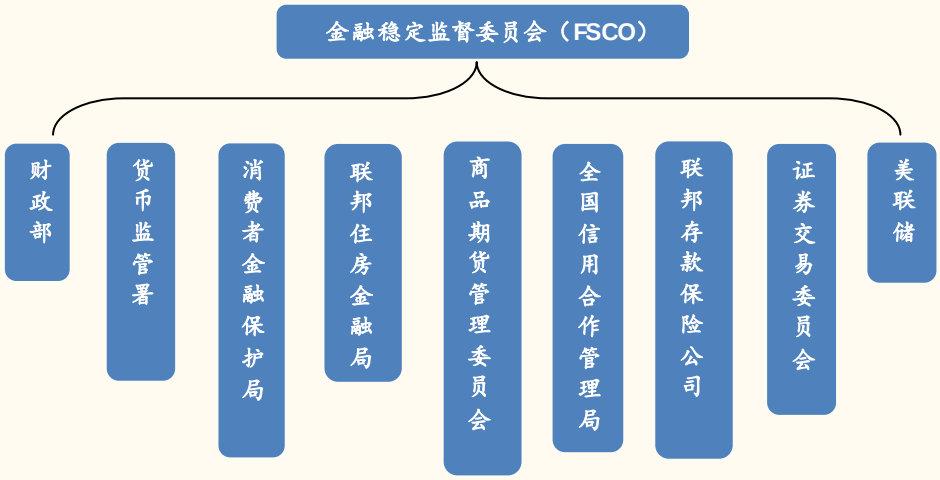
来源：Economic Policy Institute，国金证券研究所

耶伦和拜登之间对于主要政策抱有相同的态度：

1）**从外交政策上，首先，**耶伦曾经和麦卡洛克发表过《Technology Transfer and the National Interest》中表示科技的转移主要取决于资本要素是否能够在国际上自由流动，当国际资本开放程度较高时，即使给科技的转移设置障碍，但仍然不会阻碍科技在不同的国家进行转移。**其次，**06 年耶伦在旧金山联储发表的《Economic Inequality in the United States》中表示，技术和全球化与日益加剧的不平等有关，但并不建议设立贸易壁垒以缓解经济混乱和不平等。她认为通过提供跨国生产的专业化，贸易扩大了国内外经济“蛋糕”的规模，提高了整体经济福利。这意味着耶伦对于外贸政策，可能会出现比拜登更缓和的态度，但仍以拜登作为主决策。另外，明年的流感大流行和经济的可持续复苏才是她着重关注的点，贸易保护主义的抬升和民粹主义的崛起在她看来对内部经济复苏百害而无利。

2）**从严监管来看，**08 年金融危机前，美国仅通过微观审慎，维护单个金融机构的稳定，但金融危机暴露了该体系下的缺陷，为有效防控系统性金融风险，美国先后颁布四部重要的金融监管改革文件和法案，即《现代金融监管架构改革蓝图》、《金融监管改革框架》、《金融监管改革框架》和《多德-弗兰克法案》，其中根据《多德-弗兰克法案》建立了金融稳定监督委员会（FSCO）以弥补宏观审慎监管缺。耶伦作为该方案的支持者当时表示货币政策作为宏观审慎的基础，能够通过控制货币总量的调整进而对系统性风险进行监管，换而言之，美联储作为最后贷款人，应该需要对可能引发系统性风险的金融机构承担一定的监管职能。耶伦认为美联储在该法案下应当：1）通过宏观审慎对金融体系的风险进行检测和把控；2）对系统性的风险和水平做出相对应的方案；3）增加金融市场内生的弹性。而在当前宽货币宽监管的背景下，资本抗风险能力更弱，导致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，并且支持对科技公司加强反垄断调查。

图表 11：美部分州和政府面临赤字问题



来源：Wind，国金证券研究所

3）**从税收来看，**特朗普政府之前主要通过减税来消减赤字，继而能够通过企业利润的增加来提高就业，但这种方式方法对减少贫富差距影响甚微，甚至会随着企业利润的增加而增加富人的财政性收入，加剧社会的不平等现象。相比之下，民主党的意识形态中主要的重点就是维持社会的分配均匀，即对富人征税来贴补穷人。拜登主张增加财政支出，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，更符合耶伦对劳动力市场的诉求。

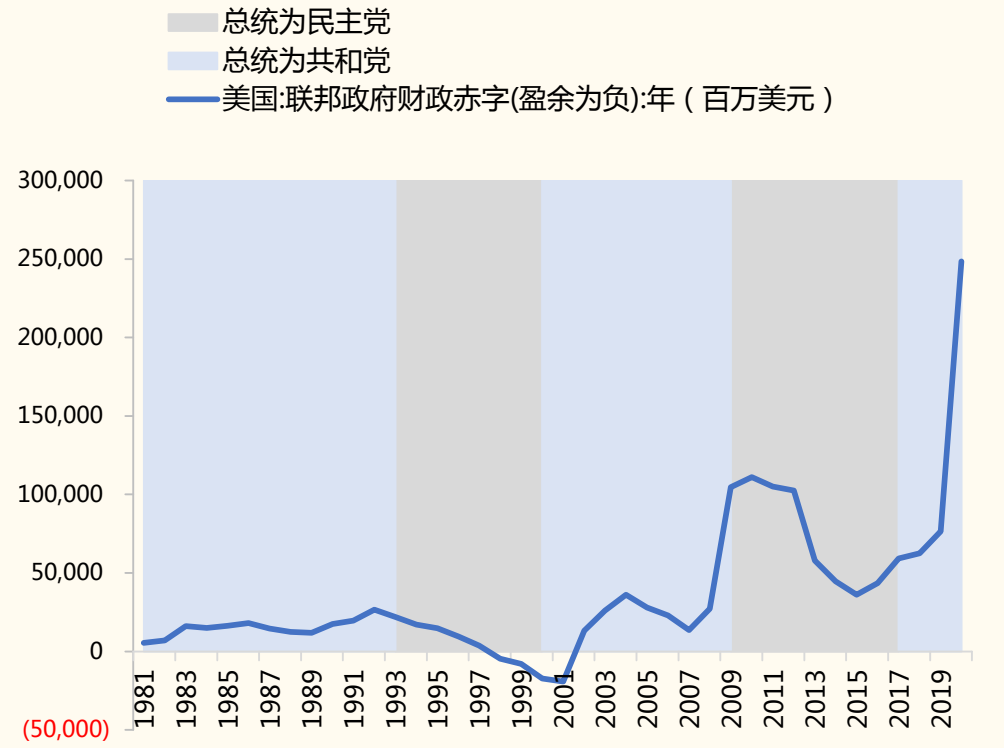
图表 12：总统上台对财政的政策

总统	年份	党派	政策
亚伯拉罕·林肯	1861-1865	共和党	1861 年签署收入法案，对年收入超过 800 美元的个人征收 3%均等收入税；1862 年签署修改的收入法案于 7 月 1 日成立美国国税局负责征收国家税务。
格罗弗·克利夫兰	1885-1889；1893-1897	民主党	国会试图颁布联邦统一税率的所得税，但最终以美国最高法院裁定其违宪而失败。
伍德罗·威尔逊	1913-1921	民主党	1913 年国税局创建了 1040 表格，以便更好地进行纳税申报和记录；1913 年宪法第 16 修正案通过，使税收不必与州人口成比例，并在当年实施个人说所得税的征收；对 3000 美元以上的收入征收 1%的税，对 50 万美元以上的收入征收 6% 的税；1916 年，为援助第一次世界大战的开支，税收增加到 2%；1917 年，对 1000 美元以上的所有收入征收 2%的税，附加税增加到 63%，到 1920 年，税收收入达到 66 亿美元。
赫伯特·胡佛	1929-1933	共和党	1932 年《税收法》是美国历史上一项重大的税收改革，该法案全面提高了税率，最低税率从 4%开始逐步提高到 63%的最高税率，极大的影响了高收入者，并促使富人探索各种税收策略来降低收入；公司说也增加了 15%。
富兰克林·罗斯福	1933-1945	民主党	为抵消新政带来的巨额赤字，罗斯福试图

			向富人征税；1944 年将最高边际税率提高到有史以来最高的 94%以帮助资助战争开支；到 1945 年，年税收从 1941 年的 90 亿美元增加到 450 亿美元。
哈里·杜鲁门	1945-1953	民主党	1950 年为朝鲜战争筹款增加税收，最低税率和最高税率分别提高到 20%和 91%。
林登·约翰逊	1963-1969	民主党	1964 年实施的税收法案将最高税率降至 70%，目的为增加就业机会；启动标准扣除，将其定位 300 美元；1965 年实行医疗保险制度。
罗纳德·里根	1981-1989	共和党	1981 年的《经济复苏法》将最高税率从 70%大幅降低至 50%，希望鼓励储蓄和投资以刺激经济增长；1986 年制定税收改革法案，进一步减税和简化税法，最高税率降至 28%，标准扣除和个人免征额提高，对低收入家庭格外有利。
乔治 H.W.布什	1989-1993	共和党	1990 年通过综合预算协调法案，为减少联邦赤字，最高税率提高到 31%。
比尔·克林顿	1993-2001	民主党	在 1993 年将最高税率提高到 39.6%，增加了社会保障福利部分；1997 年签署纳税人救济法案，对有抚养子女的家庭和教育支出实施新的减税措施；将资本利得税税率降至 10-15%，以鼓励投资。
乔治·沃克·布什	2001-2009	共和党	2001 年实施《经济增长与税收减免协调法案》，以降低税率，并将最高税率降至 35%，针对个人的前 6000 美元收入征收 10%的个人所得税；2003 年的《税收增长法案》启动了就业调整法案，再次减税并降低了资本收益率，很大程度上有益于高收入者。
贝拉克·奥巴马	2009-2017	民主党	2012 年奥巴马美国纳税人减免法案和 2010 年奥巴马可支付的医疗法案提高了税率，最高税率为 39.6%，还增加了与医疗保健有关的税收；此外，还设立了近投资所得税，征收 3.8%的附加税，对超过一定门槛的投资组合收入征税。
唐纳德·特朗普	2017-2020	共和党	2017 年减税和就业法案在国会通过，标准扣除额几乎翻倍，取消了各种税收扣除额，不动产免税额几乎翻倍，个税税率降低，企业税率大幅下降到 21%，目前最高的个人税率为 37%。

来源：公共信息整理，国金证券研究所

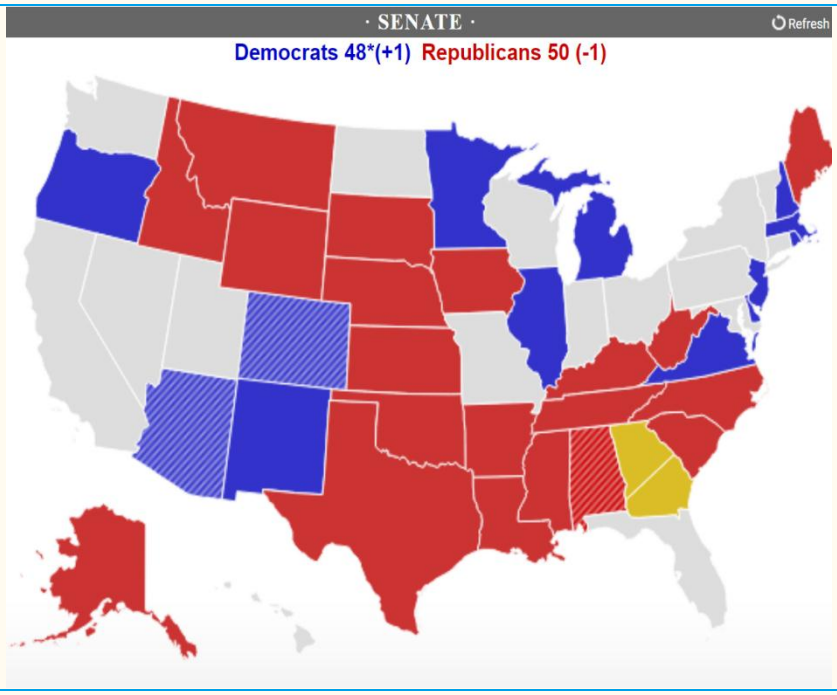
图表 13：美国总统为民主党时财政赤字情况呈回落趋势，美国总统为共和党时财政赤字上行趋势



来源：Wind，国金证券研究所

但我们需要注意不同于美联储拥有独立制定货币政策的空间，财政刺激需要通过参议两院的考核，对未来财政刺激的落地形成挑战。从目前来看，耶伦是拜登推动两党合作、拥护多边主义的利器。虽然耶伦属于民主党，但她的主张更介于保守派和自由派之间，且当时奥巴马提名她作为美联储主席的时候，虽然共和党控制了参众两个议院，但最终以 56 票赞成、26 票反对的高票数获得了参议院确认，最终得到了两党议员的共同支持。这意味着未来即使参议院由共和党控制，对于拜登任命耶伦也不会作出极端的异议。但不同于美联储对货币政策的决定拥有独立权，财政政策落地仍然需要国会通过，如果未来美国国会不愿意采取额外行动，对于部分财政支出的法案僵持不下的话，耶伦可能需要倾向通过与美联储和其他行政部门机构通过多边合作，设计更多支持性的政策。

图表 14：参议院现在共和党占优



来源：RealClearPolitics，国金证券研究所

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通胀上升预期，但若货币和财政配合的较好的话，通胀整体上升幅度相对有限。具体来看，虽然大幅的财政支出提振需求带动通胀，但另一方面居民对失业救济金还存在着一定的担忧，即当前的救济金可能会被未来较高的税收或者货币政策收紧所抵消。在这个背景下，短期较大型的财政刺激对永久性需求的冲击也有限，从而防止通胀出现大幅攀升。从目前来看，若耶伦上台后财政刺激超预期，一方面市场对拜登未来会对中产以上和企业加税的预期也会逐步加强，并且符合耶伦希望减少贫富差距的理念，也对过热的需求形成了抑制。另一方面，由于拜登对货币政策的总基调比较偏鹰，若经济出现明显好转，他需要为接下来的执政留下一定的货币政策空间，那么鲍威尔也可以顺势缩表或者加息，通过利率渠道对消费和投资进行约束，防止通胀上行。未来看，三位在政策上的理念虽然短期对通胀容忍度较高，但若有必要，势必会协力对通胀进行管控。

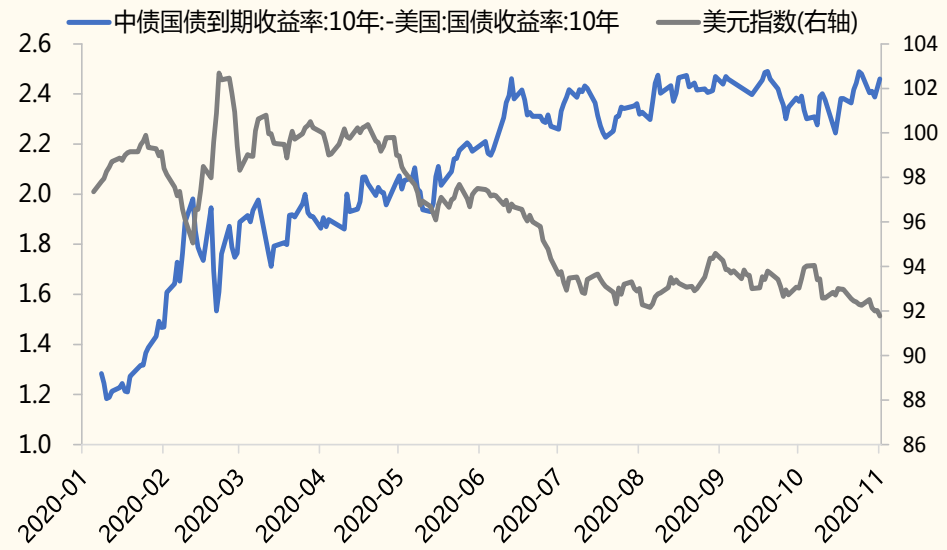
图表 15：货币和财政能够互相对通胀形成抑制



来源：Wind，国金证券研究所

预计人民币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。今年下半年以来，人民币快速升值的背后主要由于疫情后中国经济重启较早，在市场情绪明显修复的背景下，对人民币形成利好。未来看，虽然疫情对美国经济面的影响仍然存在不确定性，但是已经充分被市场定价，另外随着疫苗研发的进展，未来决定汇率的因子开始逐步从“经济基本面”转向“外汇交易需求”。外汇交易需求主要通过购买力平价、国际收支和利率平价对汇率产生影响。从目前来看，若耶伦上台，耶伦和鲍威尔对维持货币和财政宽松将更加有耐心，叠加美国经济预计四季度增速回落的一个弱复苏的格局下，拜登短期也不会立刻要求美联储收紧货币政策，短期货币政策难以有较大的起色。相比之下，中国的货币政策开始逐步回归常态化。在 Q3 的货币政策执行报告中表示“既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”，和近期金融街论坛年会上央行行长易纲“货币政策要把握好货币供应的总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动”的表态相符合。从利率平价来看，两国的利差反应了任意两种货币的预期收益率，衡量了投资者在选自不同币种的利率权衡。从当前两国的货币政策来看，市场预计中国货币政策的收紧提早于美国，对人民币汇率形成支撑。但需警惕若明年国内金融风险加剧，那货币政策也会适当进行调整，对人民币汇率呈贬值压力。

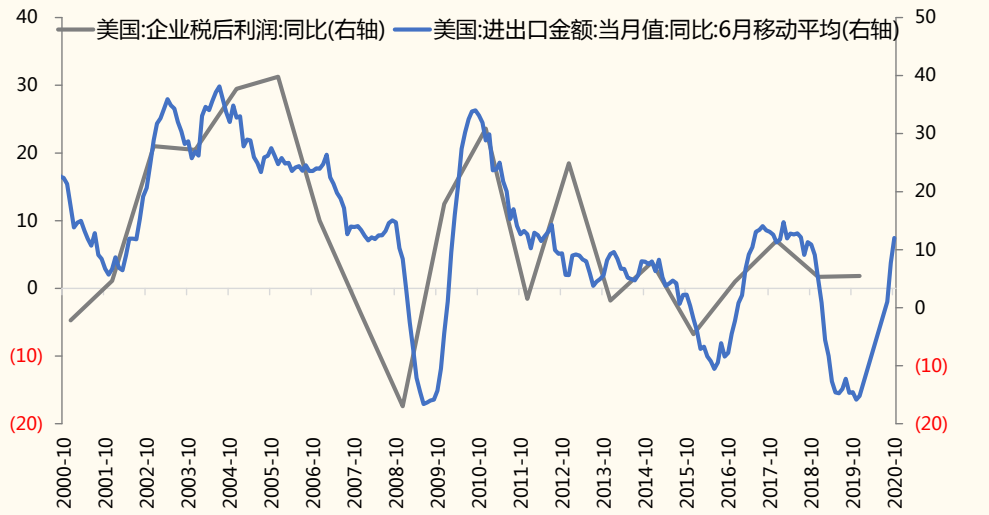
图表 16：中美利差在高位震荡



来源：Wind，国金证券研究所

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。虽然近期美国疫情单日新增病例创新高，但是随着疫苗的供应渠道增多，部分抵消了疫情对经济带来的负面效应。当前国债收益率和实际国债收益率之间出现了一定的分化，主要由于通胀预期开始上行，导致国债收益率上行但实际国债收益率却出现回落。从未来看，无论是通胀预期还是基本面的修复，对美国长端收益率曲线都形成利好，长端美债收益率回升基本确定。虽然美债收益率的上行对美股的估值形成了抑制，但我们预计美股仍存在一定的上行空间。**首先，**美联储在 11 月的 FOMC 会议纪要中表示经济恢复的基础仍然不太稳固，通胀主要出现在疫情带来需求旺盛的耐用品领域，其他受到冲击大的领域价格水平仍然恢复的比较缓慢，表明通胀实则有限。**其次，**根据 DDM 模型，股价的走势除了受到无风险利率的影响，还受到风险偏好和盈利的影响。从风险偏好来看，随着大选的落幕，政治不确定性的逐渐消除和新冠疫苗取得研发进展两大因素驱动对美股形成支持。从盈利来说，随着财政政策未来的落地，更多利好流向于中小非上市企业，而大型上市公司企业的盈利也将受益于全球复工复产带来的出口回升。从目前的数据来看，美国进出口金额的 6 个月移动平均和美国企业税后利润的相关性较高，且美国进出口金额作为高频数据已经出现大幅回升，意味着美国企业税后利润也将有所回升，对美股形成利好。但需警惕美联储未来对加息或者缩表的前瞻性言论，若出现货币政策收紧预期，且监管不及预期的话，美股的波动加剧的同时需警惕金融系统风险。

图表 17：美国企业税后利润同比和进出口同比相关性较高



来源：Wind，国金证券研究所

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. 政府应对措施和方法不当，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。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH