“鸽派主席”耶伦当选财政部部长能否带来超预期的通胀？

2020-11-25

宏观策略组

研究员：
刘洋洋
从业资格证号：F3023134
投资咨询证号：Z0015411
电话：021-68757223
邮箱：liuyy@qh168.com.cn

联系人：
陈炳宜
从业资格证号：F3055994
电话：021-68757223
邮箱：chenby@qh168.com.cn
刘晨业
从业资格证号：F3064051
电话：021-68757223
邮箱：liucy@qh168.com.cn

相关研究报告

◎投资要点：

◆据媒体称，拜登计划提名前任美联储主席耶伦为下任财政部部长，其任美联储主席期间决策风格偏鸽派。在疫情发生后，耶伦表达了对美联储在疫情期间的货币宽松做法的认可和积极财政政策的支持。但关于两党派就刺激政策的讨论已经长达数月，即使耶伦胜任美国财政部部长，能够与美联储以及其他行政部门保持密切合作，为财政刺激政策重拳出击，但最终落地的规模以及效果仍然存在较大的不确定性。

◆从货币数量理论来看，历史上美联储经历了两次大规模扩表，但通胀结果截然不同，主要差别在于货币乘数和货币流通速度。二战期间石油价格冲击及战时财政扩张带动需求端扩张，使得货币乘数和货币流通速度加速上行；而次贷危机期间需求端疲弱，货币乘数和货币流通速度加速下行，明显稀释了基础货币扩张带来的通胀压力。

◆疫情期间美联扩表规模明显超出历史峰值，但同时超额准备金率也快速攀升并维持高位，反映流动性传导效率不佳，货币创造过程弱化，这与 08 年后的情况较为相似。短期来看（3-6 个月），疫情对需求端冲击较大，信用创造受阻，更多的流动性淤积在银行体系内部，且美股存在分流现象，预计通胀将维持低位。

◆中长期来看（6-12 个月），耶伦助推美国财政刺激政策落地，财政政策与货币政策协调配合，助推需求端逐步复苏，因此价格水平将向货币现象回归，将会存在一定的通胀压力。但美国经济潜在增速下行，实体利润水平回升或有限，从而拖累实体需求扩张，制约通胀上行幅度。而相应地，充裕的流动性可能在全球寻找低估值、抗通胀资产，部分大宗商品的配置价值将会显现。

◆**风险因素：**海外疫情进展、中美关系、全球需求恢复不及预期

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

正文目录

1. 美国历史上再通胀经验回顾 3
1.1. 70 年代两次石油危机期间的高通胀（1972.06-1974.12、1977.01-1980.03） 3
1.2. 80 年代后期的再通胀（1987.01-1990.11） 3
1.3. 2000 年初的再通胀（2002.06-2008.7） 4
1.4. 金融危机后的再通胀（2009.07-2011.09） 4
2. 美国总统拜登、财长耶伦的政策预期 5
2.1. 疫情后美联储的货币政策投放 5
2.2. 拜登的政策主张：宽财政政策预期 6
2.3. 耶伦的政策主张回顾及预期："鸽派主席"回归 6
3. "鸽派主席"耶伦当选财政部部长对美国通胀的影响 7

图 1 第一次石油危机期间的通胀率 3
图 2 第二次石油危机期间的通胀率 3
图 3 80 年代后期的再通胀 4
图 4 2000 年初的再通胀 4
图 5 金融危机后的再通胀 4
图 6 美国联邦基金目标利率 4
图 7 美联储总资产（百万美元） 6
图 8 美国国债收益率 6

1. 美国历史上再通胀经验回顾

本文选取1970年以来美国的通胀数据作为分析对象，发现期间美国经历了5次比较典型的通胀周期。分别是70年代两次石油危机期间的高通胀（1972.06-1974.12、1977.01-1980.03）、80年代后期的再通胀（1987.01-1990.11）、2000年初的再通胀（2002.06-2008.7）、金融危机后的再通胀（2009.07-2011.09）。

1.1. 70年代两次石油危机期间的高通胀（1972.06-1974.12、1977.01-1980.03）

第一次石油危机期间，美国CPI由1972年6月的2.7%抬升至1974年12月的12.3%。1973年10月第四次中东战争爆发，石油输出组织决定提高石油价格，并对西方资本主义国家实行石油禁运，供给收缩使得国际油价从3美元/桶上涨至11美元/桶。当时美国的工业生产和居民消费都极度依赖石油，且能源价格占美国CPI权重较高，原油成本抬升造成了美国成本推动型的高通胀。石油危机期间，除能源、运输外，住宅、医疗、服装、其他商品均出现不同程度的价格上涨，油价是其他国民经济相关部门的生产成本，油价的上行对物价存在直接的成本推动作用。

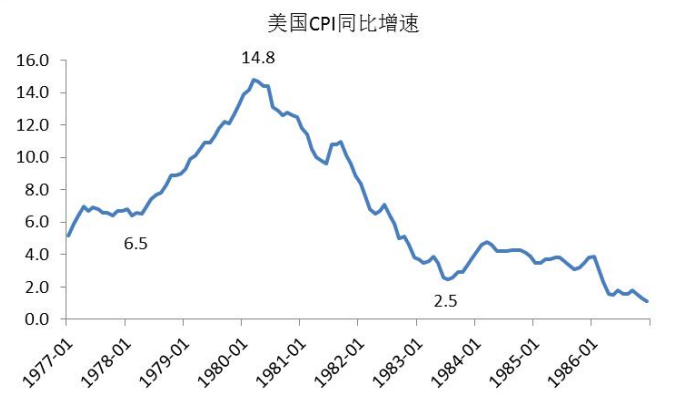
第二次石油危机期间，美国CPI由1977年1月的5.2%上升至1980年3月的14.8%。1978年爆发的伊朗革命及两伊战争，导致石油供给减少。且经历第一次石油危机后，各国积极实施囤油自保措施，油价上涨预期的自我实现带动油价快速上行。

图 1　第一次石油危机期间的通胀率



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 2　第二次石油危机期间的通胀率

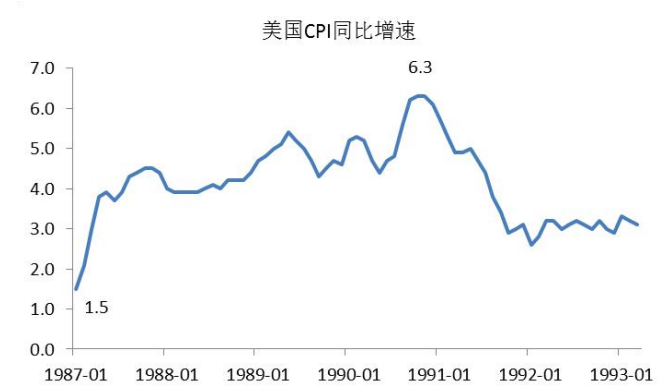


资料来源：Wind；东海期货研究所整理

1.2. 80年代后期的再通胀（1987.01-1990.11）

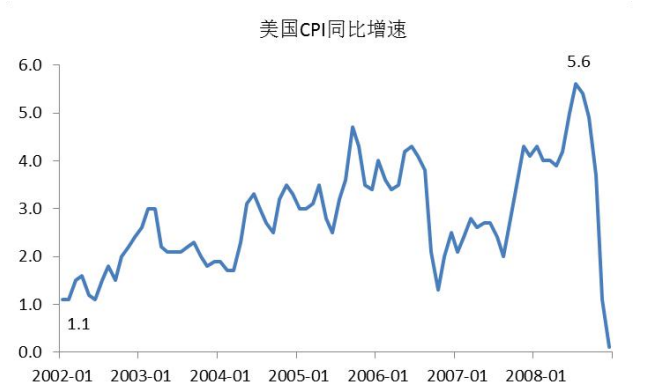
1987年1月，美国CPI处于1.5%的低位水平，到1990年11月CPI同比增速抬升至6.3%，出现了一次比较温和的通胀现象。1987年美股股灾爆发，美联储紧急降息，基准利率从9.81%降至3%；叠加广场协议后美元大幅贬值引起输入型通胀。且1990年8月海湾战争，国际油价从16美元/桶上涨至35美元/桶，宽松货币政策叠加油价大幅上涨推动通胀上行。

图 3 80 年代后期的再通胀



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 4 2000 年初的再通胀



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

1.3. 2000 年初的再通胀（2002.06-2008.7）

2001 年 1 月至 2008 年 7 月美国 CPI 同比由 1.1%攀升至 5.6%。期间，2003 年美国军事打击伊拉克；2008 年美伊关系紧张，使得国际油价一路攀升。叠加期间全球经济需求强劲，2001 年-2005 年美国居民部门积极加杠杆购房，中国加入 WTO 拉动全球需求上行。需求拉动型通胀，叠加原油成本价格抬升，推动美国 CPI 增速上行。

1.4. 金融危机后的再通胀（2009.07-2011.09）

2009 年 7 月至 2011 年 9 月美国 CPI 同比由-2.1%攀升至 3.9%。期间，美、日、欧等发达经济体为应对危机，将政策利率降低超超低水平，同时推出量化宽松等非常规的货币政策来增加基础货币的投放，但过后来看对通胀的推升作用有限。通胀整体表现温和，特别是发达经济体通胀率较低。而主要是在我国推出 4 万亿财政刺激下，带动大宗商品价格的上涨，推动通胀走强。

图 5 金融危机后的再通胀



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 6 美国联邦基金目标利率



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

由此可以看出，美国在上世纪 70 年代经历了长达十年的高通胀，主要是由于当时的石油危机冲击、财政扩张、美联储在滞胀困境中的货币政策及通胀上涨预期的自我实现等多重因素造成的。而在 2006 年爆发的次贷危机后，美、日、欧等发达经济体为应对危机，将

政策利率降到超低水平，同时推出量化宽松等非常规的货币政策来增加基础货币的投放，但过后来看对通胀的推升作用有限。由此可见，长期供给冲击和输入性通胀可能是引发高通胀的关键；而宽松的货币政策能否引发通胀的关键在于能否带来需求端的回暖，并且需求拉动型通胀都属于温和通胀。

2. 美国总统拜登、财长耶伦的政策预期

2.1. 疫情后美联储的货币政策投放

2020 年 2 月中旬新冠疫情在海外爆发后，美联储采取大幅放宽货币政策，两次紧急降息将利率降至 0%、开启无上限的 QE 政策、重启次贷危机时的货币工具来投放流动性，主要流动性投放操作如下。

3 月 3 日，美联储宣布降息 50 个基点至 1.00%-1.25%，自 2008 年以来的最大幅度降息，以此对抗新冠肺炎疫情的经济影响。同时将超额准备金率（IOER）下调 50 个基点至 1.1%。

3 月 9 日，美联储上调隔夜回购和定期回购操作规模。美联储称，隔夜回购操作规模至少从 1000 亿美元增至 1500 亿美元，本周定期回购操作将从 200 亿美元增至 450 亿美元。

3 月 15 日，美联储再次紧急降息，将利率降至 0-0.25%区间，并推出 7000 亿美元的大规模量化宽松计划。

3 月 17 日，美联储宣布，恢复商业票据融资机制（上一次使用该工具是在 2008 年金融危机时）。建立一级交易商信贷便利机制，该机制将于 3 月 20 日起生效，到期时间最长 90 天。

3 月 19 日，美联储发布货币市场流动性工具的临时最终规则，修改机构资本规则，使金融机构能够因其进行 MMLF 活动的低风险而获得信贷，机构将不承担与这些活动有关的信贷或市场风险。

3 月 23 日，美联储宣布开放式量化宽松政策，包括开放式的资产购买，本周每天都将购买 750 亿美元国债和 500 亿美元机构住房抵押贷款支持证券，扩大货币市场流动性便利规模；为企业债新设两个流动性工具；将很快宣布“主体街商业贷款项目”以支撑中小型企业贷款。

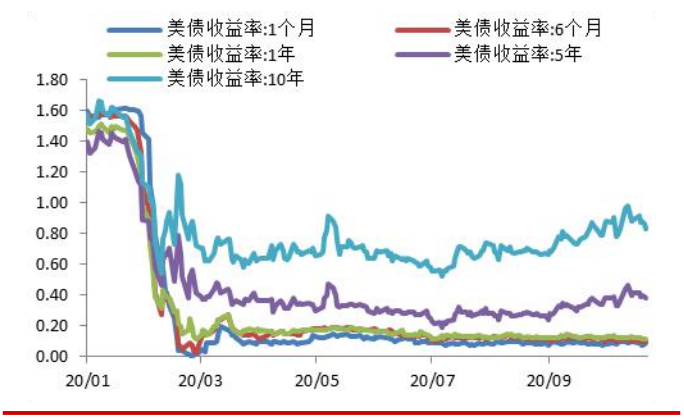
4 月 9 日，美联储宣布，将提供总额高达 2.3 万亿美元的贷款帮助美国家庭、各类企业、州和地方政府应对新冠疫情和支持美国经济运转。

图 7 美联储总资产（百万美元）



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 8 美国国债收益率



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

2.2. 拜登的政策主张：宽财政政策预期

11 月 23 日，美国联邦总务署已经正式通知拜登，政府的过度程序已经得到批准。美国总统特朗普发推文表示，他已经同意政权交接。与此同时，拜登公布了自己的内阁成员名单。在国会方面，民主党已成为众议院多数党；参议院则呈现民主党对共和党 48:50 的局面。

从拜登竞选讲演可以看出其在政策方面上的主张：在防疫政策方面，先防疫后复工，主张在没有加强新冠检测和疫苗临床的情况下不要重新开放；在财政政策方面，迅速出台 2.2 万亿美元的财政补贴方案，主要用于防疫，同时还有超过万亿美元的基建刺激方案；在货币政策方面，基于美联储的独立性，货币政策或将维持长时间宽松；在对外政策方面，主张维护多边贸易协定，反对贸易保护主义，提倡公平贸易和公平竞争。但也希望促进国内制造业减少对中国的依赖，很难改变对华大方向。

目前来看，疫后财政刺激法案是未来的政策主线，但推进有一定难度。新一届国会很可能仍维持现状的分裂状态。考虑到先前民主党曾提出 3.2 万亿的刺激法案，即使后期刺激金额妥协缩小至 2.2 万亿仍未通过。新基建财政刺激计划是拜登反复提及的重要主张，主要措施包括旧房屋改造、发展新能源汽车、让关键供应链重回美国等。拜登上台后，两党关于法案的谈判将持续，最终推出刺激法案推出规模或许不及预期。

2.3. 耶伦的政策主张回顾及预期：“鸽派主席”回归

据多家外媒援引知情人士称，美国当选总统拜登计划提名前任美联储主席珍妮特·耶伦为下任财政部部长。目前从民主党内部和两党的博弈情况来看，耶伦获得下任财长提名的概率较大。

耶伦美联储任期时的立场：耶伦在 2010 年任职美联储副主席，协助美联储主席伯南克参与制定了美国经济危机时期重要的货币刺激政策，美联储在 2008 年 11 月至 2014 年 10 月实施了三轮 QE 政策挽救美国经济。2014 年至 2018 年，耶伦接替伯南克，成为美联储主席，上任之后耶伦采取了渐进式加息的做法，分别在 2015 年至 2016 年只进行了一次加息，因此在一定程度上向市场反映了耶伦偏鸽派的决策风格。今年疫情发生以后，从耶伦在公

开场合的发言来看，其对于美联储在疫情期间的货币宽松做法的认可。

耶伦当前的观点立场：在此前的表态中可看出其对积极财政政策态度的支持，在 9 月 28 日，耶伦曾公开表示，“许多人正在困境中挣扎，经济需要财政支出”。在 11 月的一场论坛上，耶伦重申，对于美国经济复苏来说，国会提供进一步帮助至关重要。同时在其学术和美联储工作中对于就业问题非常关注。耶伦担任财长或将助推较大规模的财政刺激政策落地来改善就业市场和美国经济问题。同时担任过美联储主席，将会进一步加强财政政策与美联储之间的协调配合。

目前，关于两党派就刺激政策的讨论已经长达数月，即使耶伦胜任美国财政部部长，能够于美联储以及其他行政部门保持密切合作，为刺激政策重拳出击，但最终落地的规模以及效果仍然存在较大的不确定性。

3. “鸽派主席”耶伦当选财政部部长对美国通胀的影响

自疫情爆发以来，美联储采取了一系列超宽松货币政策刺激，美联储资产负债表规模迅速扩大，总资产规模从年初的 4.2 万亿美元，快速升值 6 月 10 日的历史峰值 7.2 万亿美元，远超次贷危机后三轮 QE 达到的 4 万亿美元。但随着金融市场逐步稳定，美联储放缓了购买速度，但总资产规模仍然保持在高位。截至 11 月 18 日，总资产规模较 6 月峰值小幅抬升至 7.29 万亿美元，市场开始担忧美国是否会因此出现高通胀的问题。

结合历史上美联储经历了两次大规模扩表。第一次是在二战期间，为帮助战争融资，美联储购买大量国债带动基础货币扩张，战后物价同比增速从 2%飙升至 20%左右。同时叠加着石油危机冲击、财政扩张、美联储在滞胀困境中的货币政策及通胀上涨预期的自我实现等多重因素造成的。第二次是在 2008 年次贷危机之后，美联储 3 轮 QE 大幅扩表，但危机时期的通胀水平一直位于 3%以下，并未出现高通胀的问题。从货币数量理论来看，虽然两次都出现了基础货币的大幅扩张，但主要差别在于货币乘数和货币流通速度。二战期间石油价格冲击及战时财政扩张带动需求端扩张，使得货币乘数和货币流通速度加速上行；而次贷危机期间需求端疲弱，货币乘数和货币流通速度加速下行，明显稀释了基础货币扩张带来的通胀压力。

疫情期间美联储投放大量基础货币，但货币创造过程弱化，货币乘数和货币流通速度并没有改善。疫情期间美联扩表规模明显超出历史峰值，但同时超额准备金率也快速攀升并维持高位，反映流动性传导效率不佳，这与 08 年后的情况较为相似。短期来看（3-6 个月），疫情对需求端冲击较大，信用创造受阻，更多的流动性淤积在银行体系内部，且美股存在分流现象，预计通胀将维持低位。

中长期来看（6-12 个月），耶伦助推美国财政刺激政策落地，财政政策与货币政策协调配合，助推需求端逐步复苏，因此价格水平向货币现象回归，将会存在一定的通胀压力。但美国经济潜在增速下行，实体利润水平回升或有限，从而拖累实体需求扩张，制约通胀上行幅度。而相应地，充裕的流动性可能在全球寻找低估值、抗通胀资产，部分大宗商品的配置价值将会显现。

分析师承诺：

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

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，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn