

“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

◎ 投资要点：

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

◆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 6.5% 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)

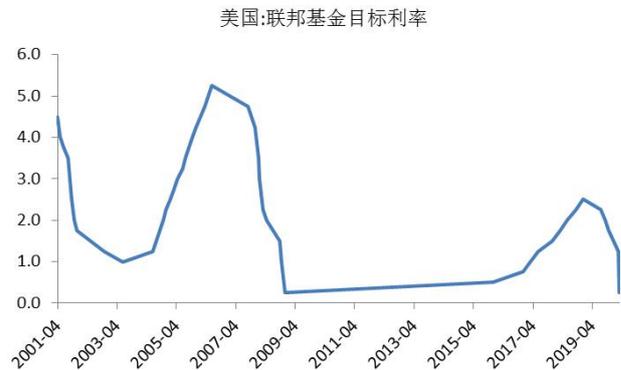
2009 年 7 月至 2011 年 9 月美国 CPI 同比由 -2.1% 攀升至 3.9%。期间, 美、日、欧等发达经济体为应对危机, 将政策利率降低超超低水平, 同时推出量化宽松等非常规的货币政策来增加基础货币的投放, 但过后来看对通胀的推升作用有限。通胀整体表现温和, 特别是发达经济体通胀率较低。而主要是在我国推出 4 万亿财政刺激下, 带动大宗商品价格的上涨, 推动通胀走强。

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。

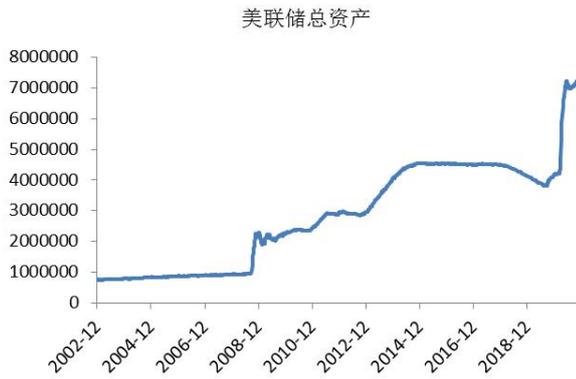
3月17日，美联储宣布，恢复商业票据融资机制（上一次使用该工具是在2008年金融危机时）。建立一级交易商信贷便利机制，该机制将于3月20日起生效，到期时间最长90天。

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。

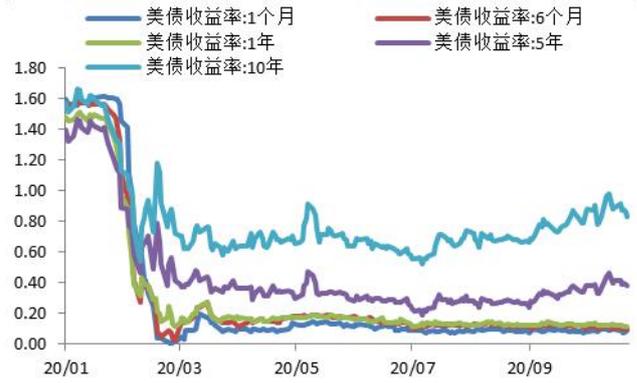
4月9日，美联储宣布，将提供总额高达2.3万亿美元的贷款帮助美国家庭、各类企业、州和地方政府应对新冠疫情和支持美国经济运转。

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 万亿美元的刺激法案，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。

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_1262



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn