

耶伦的经济遗产

回顾过去四年的任期，耶伦的表现可谓出色。美国经济数据亮眼，并成为带动全球经济复苏的主力；美股估值处于高位且未有明显的泡沫，金融系统较危机前更为稳健。

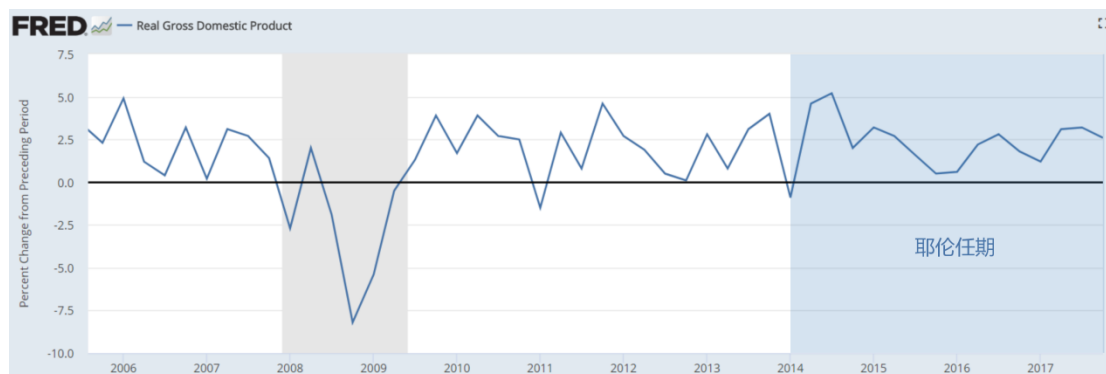
美联储1月会议毫无意外地以按兵不动结尾，但作为近四十年来首位未能获得第二任期的联储主席，耶伦最后的落幕稍显落寞。

回顾过去四年的任期，耶伦的表现可谓出色。美国经济数据亮眼，并成为带动全球经济复苏的主力；美股估值处于高位且未有明显的泡沫，金融系统较危机前更为稳健；美国货币政策走上正常化道路，得益于更加

透明的沟通政策，无论是加息还是“缩表”都未对金融市场造成过多波动。

在耶伦任期内，美国GDP环比增速连续处于正值，美国经济的强劲复苏也正带动全球经济回暖。特朗普政府的一揽子减税计划有望进一步刺激经济，今年1月国际货币基金组织（IMF）上调今明两年全球经济增长预期的原因也很大程度上在于此。

图1 美国经济复苏稳健

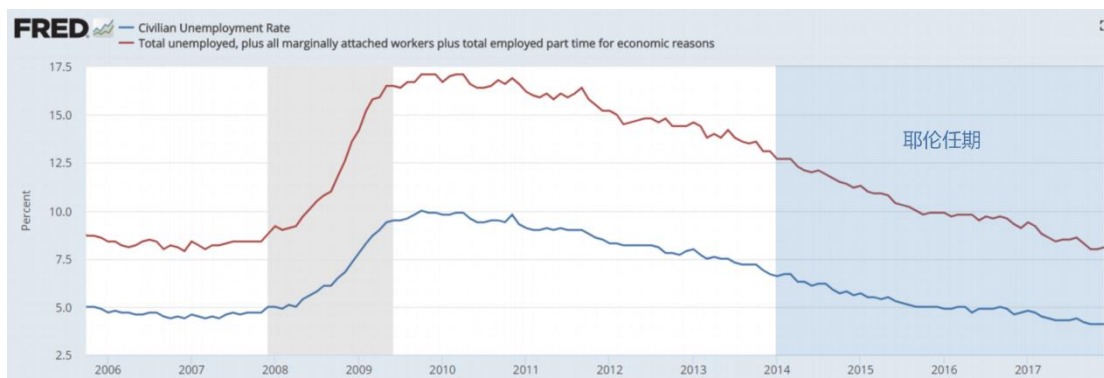


注：蓝线为实际GDP环比增速

美国劳动力市场持续紧张，不仅最受关注的狭义失业率降至 4.1%，屡屡突破学界对于自然失业率的测算，连广义失业率（即

包含游离于就业市场边缘的人口）也降至 8.1%，两者之间的差值正逐渐下降至危机后最低水平。

图 2 美国劳动力市场持续紧张

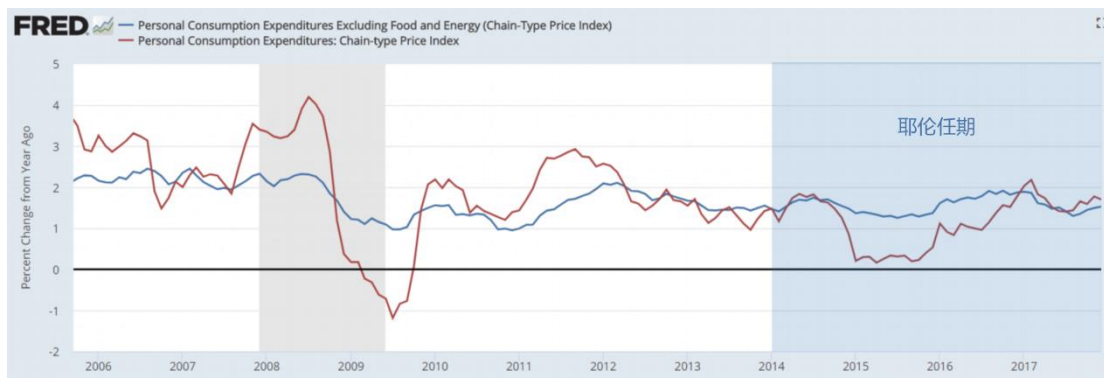


注：蓝线为狭义失业率，红线为广义失业率

与失业率已降至危机前水平相比，美国劳动者的小时工资增速的表现就显得差强人意，这也一定程度上解释了为何美国通胀一直低于美联储 2% 的对称性目标。虽然近

期能源价格上涨有助于未来总体通胀上升，但工资增速与核心通胀之间的螺旋上升依然是决策者关注的重点。

图 3 美国通胀依然低于联储目标

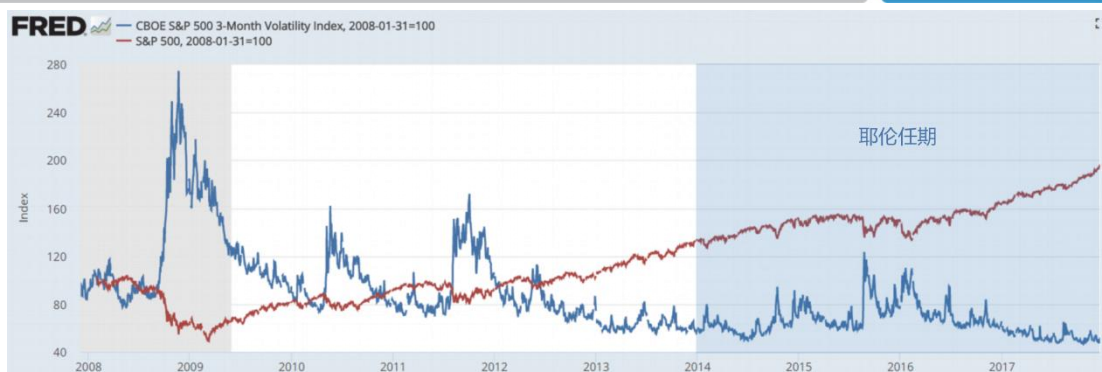


注：蓝线为剔除食品和能源的核心 PCE 物价指数，红线为 PCE 物价指数

从金融资产来看，美国三大股指均屡创新高，与之伴随着的则是以 VIX 衡量的金融市场波动率处于历史低位。金融危机的罪魁祸首房地产行业在危机后也迎来了强劲的复苏，美国全国房价指数显示目前房价已超

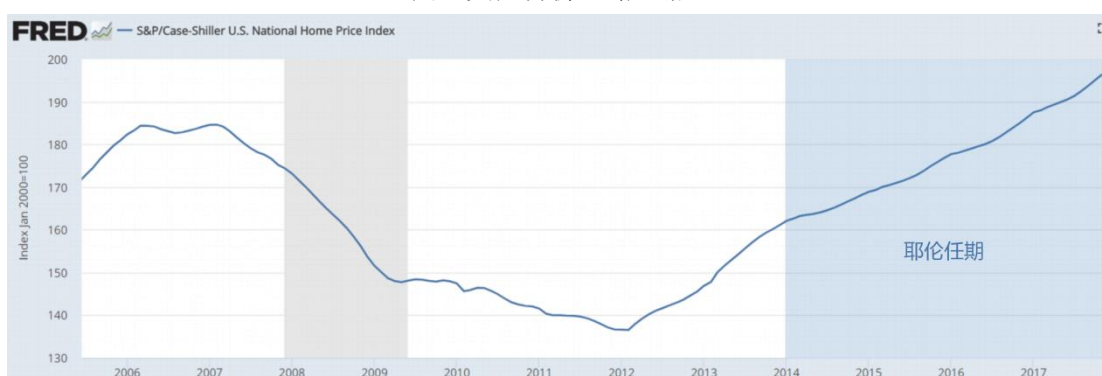
金融危机时的顶峰，但有意思的是美国的住房拥有率与危机爆发前相比依然低了 5 个百分点。

图 4 美股屡创新高



注：蓝线为芝加哥期权交易所 VIX 指数，红线为标普 500 指数（均以 2008 年 1 月数据为基期 100）

图 5 美国房价一路上涨

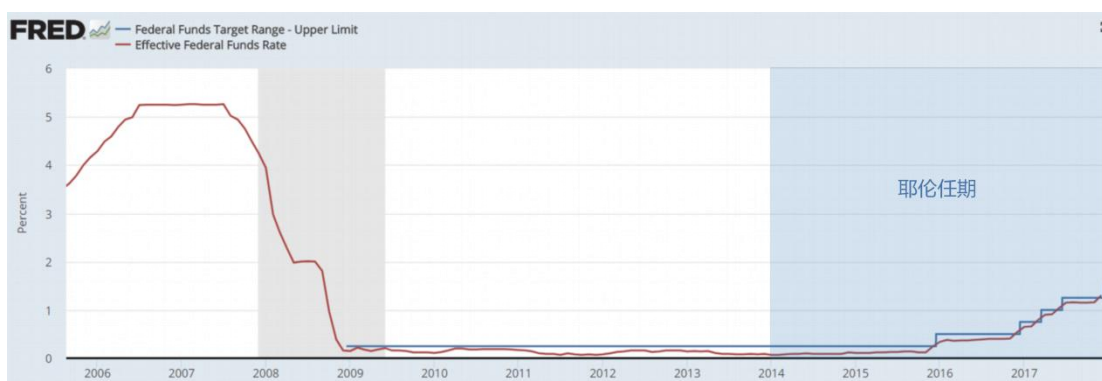


注：蓝线为标普/凯斯-席勒房价指数

美联储在耶伦的掌舵下，自 2015 年开启了货币正常化的进程。2015 年 3 月，当时美国通胀依然受油价影响而持续疲软之际，

耶伦就坚定认为应提前加息以预防未来通胀加速上升、加息速度加快的风险。现在回头来看，这的确是一个明智的选择。

图 6 联邦基金利率稳步上升



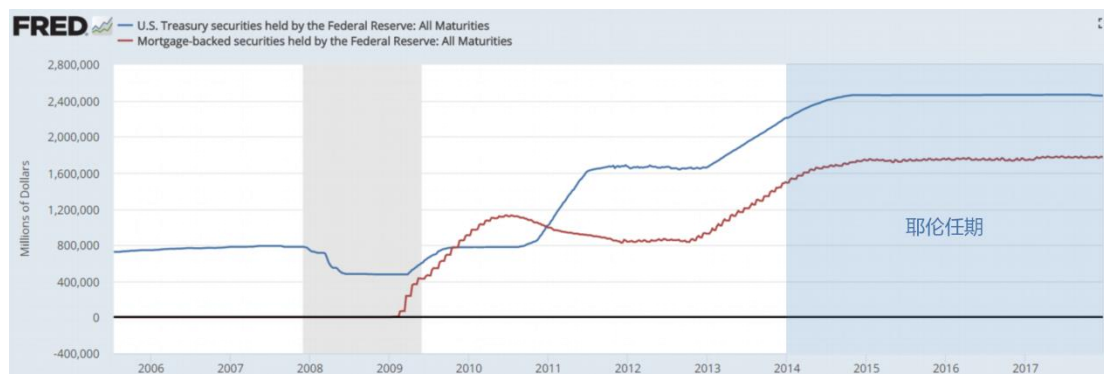
注：蓝线为联邦基金利率目标上限，红线为实际联邦基金利率

在美联储越加息金融环境反而越宽松的背景下，2017 年底美联储又正式拉开了“缩表”的序幕。从目前美联储公布的“缩

表”细节来看，“缩表”对于 2018 年金融市场的影响实在有限，能否逆转金融环境愈发宽松的趋势犹未可知，未来美联储有可能会

加快“缩表”步伐以达到收紧金融环境的目的。

图 7 联储开始“缩表”进程



注：蓝线为联储持有的美国国债，红线为联储持有的抵押贷款支持证券

耶伦给其继任者鲍威尔留下的不仅是“too good to be true”的美国经济现状，也有货币政策的挑战，各界对于美国收益率曲线倒挂的担忧正甚嚣尘上。从历史经验来看，每当美国十年期国债收益率与两年期国债收益率出现倒挂之际，美国就会发生经济衰退，这主要是因为美联储频繁加息导致短端

利率上升过快，而市场对于美国长期通胀的怀疑导致长端利率疲软。目前宽松的财政政策、弱美元和不断走高的能源价格都有可能推高 2018 年通胀并迫使美联储加快加息的步伐，如何抬高长端利率将成为新任联储主席的政策重点。

图 8 美国收益率曲线存在倒挂风险



注：蓝线为 10 年期国债收益率减去两年期国债收益率