

宏观政策分析报告

2019 年 4 月 30 日

保持政策定力 着力持续繁荣

中国银河研究院·宏观政策分析报告 2019 年 4 月

核心内容:

★当前宏观政策的实施应该有明确的目的导向，有统筹兼顾的大局观，坚持以稳预期、降成本为核心目标的逆周期调节政策，稳定预期、稳定就业，促进经济与金融市场平稳运行；同时大力深化供给侧结构性改革，解决资本、劳动力、技术等方面要素资源的市场化高效配置，从而激发长期经济增长的潜力。稳增长、稳就业与促改革、调结构不应非此即彼地对立，而可以互相配合、互相促进，从而为中国经济高质量发展的持续繁荣奠定更加坚实的基础。

★当前的国际国内宏观政策实践，无疑政策制定者们都面临着不同程度的政策多目标权衡困境。面对持续扩张的美国经济及蛰伏的通胀魅影，依法享有货币政策独立制定权的美联储基于通胀目标制，为实现经济温和扩张与金融稳定的政策目标，显然难以完全配合美国行政当局对于宏观政策的诉求。同时，相对低的通胀水平与扩张的经济与持续趋紧的就业市场也对货币政策提出了严峻挑战。我们认为，联储仍会保持货币政策在既有框架下运作，预计年内完成本轮加息周期的最后一次行动。

★中国方面，短期企稳的部分经济数据与并不稳固的实体经济需求共存，经济企稳的基础并不牢固，宏观经济政策此时面临方向性抉择。我们认为，当前中国宏观政策将落实稳增长与促改革协同并举，在稳定增长与就业大局的前提下，力促改革深化。

★在各项改革当中，资本市场改革无疑是重中之重，加快多层次现代资本市场建设无疑是供给侧结构性改革的关键。必须通过供给侧结构性改革，建立市场化的要素资源配置体系，提高要素资源供给效率，促进全要素生产率提升，实现增长潜力的进一步激发。必须坚定决心改革金融资源供给模式，建立以法制与信用为基础的现代多层次资本市场为核心的金融资源配置体系，令市场在资源配置中发挥决定性作用。

分析师

张宸

☎: (8610) 8357 1342

✉: zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517120001

特别感谢:

余逸霖

☎: (8610) 66561871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

目录

一、国际宏观政策动态：政策权衡的谨慎	4
1. 美联储预计继续按兵不动	4
(1) 5月利率决议：预计维持当前政策利率水平 难以直接跃进至降息选项	4
(2) 政策背景：美国经济如期持续扩张	4
(3) 美联储可能按兵不动而非降息：通胀魅影蛰伏	10
(4) 美联储政策前瞻：预计年内完成本轮加息的最后一次行动	19
二、国内宏观政策动态：稳增长与促改革并举	21
1. 逆周期调节与结构性改革的共同推进	21
(1) 经济初现企稳迹象 但基础仍难言牢固	21
(2) 宏观政策应统筹全局 稳定预期防范风险	25
(3) 逆周期调节重在稳预期降成本 改革重在形成市场化资源配置体系	26
2. 证券市场改革新动态：修法引领改革进程	28
(1) 证券法修法的历史沿革	28
(2) 证券法第三次审议稿草案主要修订内容	29
三、总结：保持政策定力 着力持续繁荣	32

图表目录

图 1. 一季度美国建筑、地产投资、存货投资、出口以及地方政府消费和投资拉动经济	5
图 2. 美国产出缺口与劳动生产率	6
图 3. 通胀指数与失业率水平	7
图 4. 失业率缺口与衰退可能性	9
图 5. 通胀指数与私人部门时薪变化	9
图 6. 失业率缺口与核心通胀率	11
图 7. 菲利普斯曲线斜率与持续通胀系数估计的演进	12
图 8. 菲利普斯曲线斜率的估计（1961-2018）	13
图 9. 菲利普斯曲线斜率的估计（1961-2018）	13
图 10. 菲利普斯曲线斜率的估计（1961-2018）	14
图 11. 失业率分布（1980-2017）	15
图 12. 名义薪资与价格菲利普斯曲线（1980-2017）	15
图 13. 州级名义薪资与价格菲利普斯曲线	16
图 14. 失业率缺口	16
图 15. 通胀与失业率缺口（1949-1971）	17
图 16. 失业率缺口与薪资增长	18
图 17. 1-3 月 PMI 季节性明显（%）	22
图 18. 分企业类型生产指数（%）	22
图 19. 固定资产投资增速（%）	22
图 20. 月度固定资产投资额（亿）	22
图 21. 固定资产投资增速（%）	22
图 22. 月度固定资产投资额（亿）	22
图 23. 2009-19 第一季度新增社会融资历史对比	24
图 24. 2019 年一季度新增社会融资分项增长拉动率	25
图 25. 证券法修法的历史沿革	28
图 26. 证券法第三次审议稿对公开发行限制有所放松	30
图 27. 投资者保护相关修法要点	31
表 1. 美国通胀预期度量	19

一、国际宏观政策动态：政策权衡的谨慎

1. 美联储预计继续按兵不动

(1) 5月利率决议：预计维持当前政策利率水平 难以直接跃进至降息选项

美国东部时间5月1日午后（北京时间5月2日星期四凌晨）美联储将公布新一期利率决议，我们预计美联储本期会议仍维持政策利率区间于2.25%-2.5%的区间不变。

针对美联储下一阶段政策，基于通胀长期低位运行的现实背景，以及年初以来美联储持续按兵不动的政策行为，市场开始出现对美联储下一步实施降息等进一步宽松行动的预期。

但我们认为，美联储目前难以直接跃进至降息周期。更大概率的可能性是美联储会选择在2019年美国的经济继续扩张的进程中继续完成本轮加息周期的最后一次政策利率提升，即将政策利率区间进一步推升至2.5%-2.75%区间。

在这最后的行动之前，美联储会基于对经济数据的观察，保持极大耐心，从而产生货币政策边际宽松的实际效果。对于全球金融市场而言，美联储的耐心无疑是对相对廉价的美元流动性供给的正向支撑，进而有利于风险资产价格表现。

(2) 政策背景：美国经济如期持续扩张

美国经济一季度如期持续扩张。在上期报告当中，我们判断美国经济2019年经济预计维持持续扩张（详见《稳增长深化改革 预期与资产价格修复之年》中国银河研究院·宏观经济分析报告2019年3月）。近期披露的一季度美国经济数据印证了上述判断。美国商务部公布的数据显示，美国一季度实际GDP年化季环比初值为3.2%，创2018年三季度以来新高，高于此前预期值2.3%，同时也较前值2.2%大幅回升。

私人部门投资方面，一季度建筑投资环比折年率-0.8%（前值-3.9%）、地产投资-2.8%（前值-4.7%）降幅收窄，存货投资表现亮眼。设备投资环比折年率仅0.2%（前值6.6%）、知识产权投资8.6%（前值10.7%）表现不佳，产生拖累。

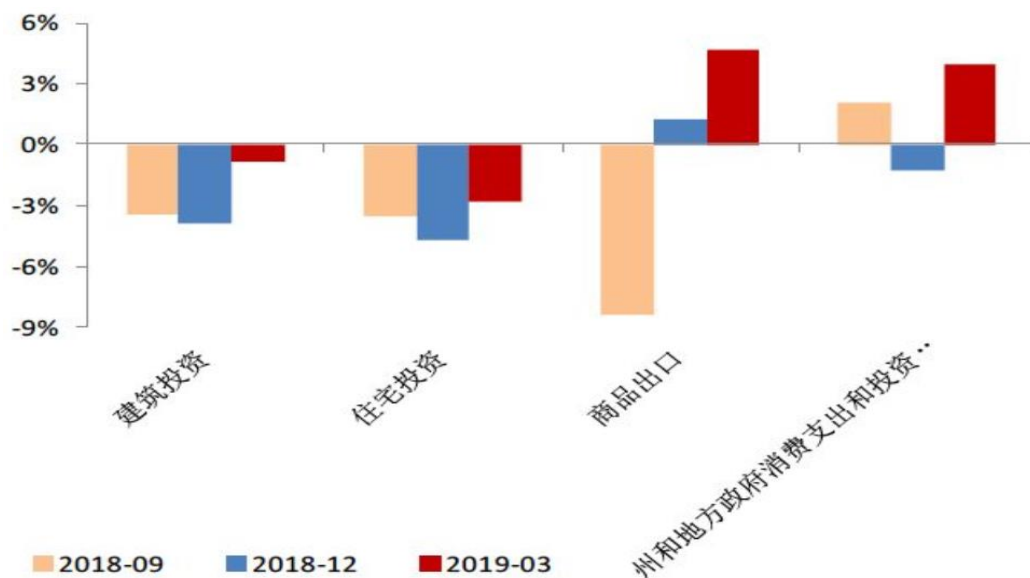
外贸方面，出口较去年四季度提速、进口降速，有利于贸易逆差收窄，带动经济增长扩张。商品和服务出口环比折年率升至3.7%（前值1.8%），其中商品出口表现抢眼，环比

折年率 4.7% (前值 1.2%); 商品和服务进口收缩 3.7% (前值 2%), 其中商品进口-4.4% (前值 0.5%), 服务进口-0.8% (前值 8.5%)。

政府消费和支出方面, 州和地方政府支出较去年四季度明显提速, 环比折年率 3.9%, (前值-1.3%), 联邦政府出现一定程度收缩, 环比折年率-0.1% (前值 1.1%)。

私人消费领域, 中部分受到政府关门影响, 一季度个人消费支出环比折年率 1.2% (前值 2.5%), 触及近一年低位。其中, 商品方面支出下滑明显 (-0.7%, 前值 2.6%), 个人服务支出环比折年率 2% (前值 2.4%); 一季度核心个人消费支出 (PCE) 物价指数年化季环比初值为 1.3%, 创 2017 年三季度以来新低。

图 1. 一季度美国建筑、地产投资、存货投资、出口以及地方政府消费和投资拉动经济



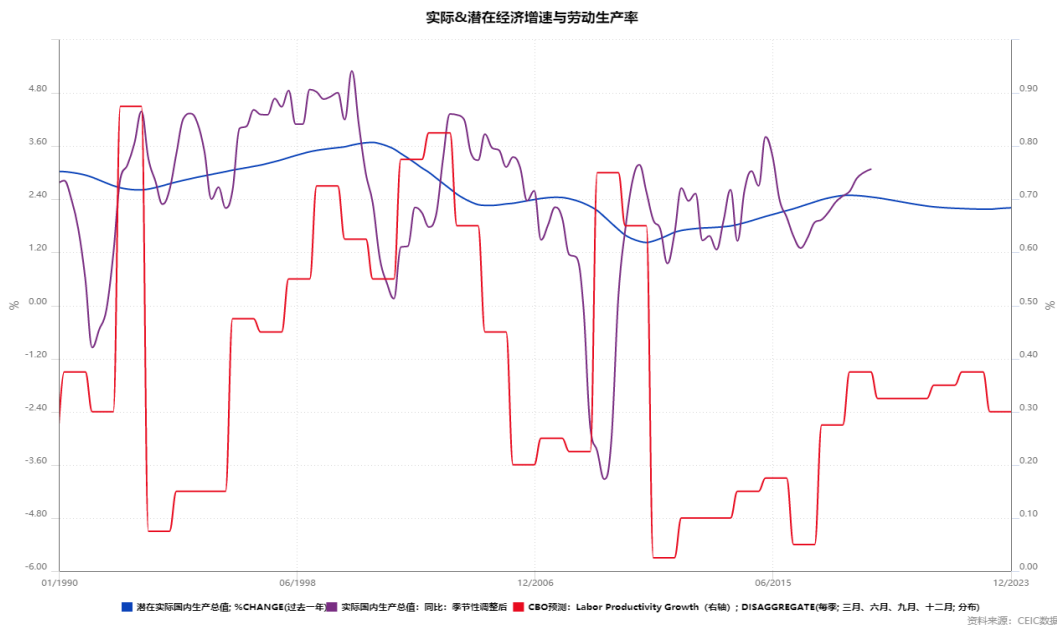
资料来源: Wind 中国银河证券研究院

美国经济健康可持续前景仍可预期。我们从产出缺口、失业率缺口与通胀缺口三者来看, 可以交叉印证这一估计。

1) 产出缺口显示美国经济短期仍有韧性

从产出缺口角度看, 当前美国经济的实际增速仍高于潜在增速水平, 其实际经济增长后续仍有希望运行在潜在增速的上方。

图 2.美国产出缺口与劳动生产率



产出缺口清晰显示了一国经济的实际运行状况，是否高于其充分利用相应要素（劳动力、资本等）情况下的经济增长水平（即潜在增速）。根据美国国会预算办公室的预测，当前美国的产出缺口已经达到近 40 年的高位，景气度类似于 70 年代末和 90 年代末水平。

从劳动力要素利用情况看，美国的失业率已经降至 1969 年以来的最低点 3.8% 水平，并较长期自然失业率低 0.8% 左右，就业市场处于显著的充分就业状态。虽然劳动参与率仍处于 1990 年代以来的低点，但我们认为美国劳动参与率长期下行的原因更大概率是结构性的而非周期性的。

图 3.通胀指数与失业率水平



资料来源: CEIC 中国银河证券研究院

在传统定义中, 劳动生产率水平的提高来源于技术进步与资本深化, 二者都在1990年代得到了加速发展。一方面, 当时信息技术的进步通过降低资本成本的方式, 在促进生产率增长和资本深化方面作出了重大贡献; 另一方面, 当时的宽松政策所营造的低利率环境有利于投资增加, 进一步推动资本深化, 劳动生产率因而在1990年代加速提升。

目前, 受益于信息技术进步带来的劳动生产率提升已遇瓶颈, 反而由于新经济的发展, 美国各主要产业中, 对中低端就业拉动弹性较大的制造业和零售业的占比持续下滑。虽然同时期专业服务业和高科技行业取得了较快增长, 但劳动力的结构提升明显滞后, 这可能是导致劳动参与率和失业率变化不同步的原因。从就业市场当前表现来看, 本轮复苏进程中, 美国劳动力要素的潜力应已经得以充分挖掘。

从资本要素的利用情况看, 受益于扩张性财政政策(减税)的红利, 2018年美国私人部门投资对经济形成有力支撑, 2019年可能面临一定程度弱化。美国政府支出有可能对经济增长形成一定支撑。美国两党近期就基建促进计划总额(2万亿美元左右)达成共识, 预计后续政府资金所支持的基建投资将成为美国经济的重要拉动力。2020年特朗普将面临总统连任竞选, 从政绩角度考量, 2019年不排除继续大力推动其施政纲领中减税之外的另一个国内经济政策重点——基础设施建设。而从历史上看, 基建是目前控制国会众议院的民主党同样较为推崇的领域。如果美国朝野两党就基建促进计划达成一致, 令政府资金挹注的基建项目在年内开始实施, 则有可能替代业已式微的减税红利, 对美国经济增长形成一定支撑, 对冲美国经济动能的放缓。

民主党众议院领袖 Nancy Pelosi（佩洛西）此前表示，工程专家估计，美国对基础设施的需求在 4 万亿到 5 万亿美元之间。她还明确表示，她所说的不仅仅是道路和桥梁。她说，一些供水系统已有 100 年的历史。她还表示，“在美国全境”建设宽带网络至关重要。

总体来看，结合劳动力和资本的投入情况，美国经济当前对生产要素的利用总体较为充分，这基本能够解释美国经济繁荣的周期性扩张动力。我们预计美国经济韧性仍存，健康可持续的增长仍可预期。

2) 失业率缺口显示美国经济当前衰退风险不大

失业率和“自然”失业率之间的差值——即失业率缺口 (Unemployment rate gap)——通常被用来衡量劳动力市场的松弛程度。自然失业率反映了经济的充分就业潜力，如像失业率一样，它可能会随着时间的推移而变化，这是由于各种因素（如人口、教育程度和失业保险）的变化造成的。正的失业率缺口（实际失业率高于自然失业率）意味着劳动力市场没有得到充分利用，失业率高于与充分就业相一致的水平；相反，负的缺口（实际失业率低于自然失业率）意味着劳动力市场趋紧，企业必须争夺不那么容易获得的人力资源，从而导致薪资和价格快速上涨。当前，美国失业率处于 3.8% 历史低点，低于 4.6% 的自然失业率 0.8% 左右，这表明劳动力市场存在一定程度的紧俏状况。

根据芝加哥联储的相关研究，当失业率缺口从非常低的水平迅速增加时，衰退发生的可能性就会非常高。从这个意义上说，它强调了失业率缺口均值回归的重要性，当这一现象发生时，衰退很可能近在眼前。芝加哥联储的模型显示，在给定的初始失业率缺口水平下，当前失业率缺口的变化对预测经济从扩张向衰退的过渡具有重要作用（图 6）。例如，若初始失业率缺口是 -0.4%，那么当失业率缺口上行 0.35%，衰退可能性将增加 20%；而如果初始失业率缺口是 -1.2%，那么若失业率缺口上行 0.35%，衰退可能性将增加 40%。目前，美联储官方估计的 2019 年平均失业率水平为 3.7%，未来两年失业率分别预期上升 0.1%。总体看，失业率缺口均值回归所带来的衰退可能性并不大。

同时，根据相关实证研究，在经济扩张期，美国菲利普斯曲线的斜率轻微为负，这表明，紧俏的劳动力市场对通胀的上行压力不大（相应地，松弛的劳动力市场对

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_12660

