

坚守底线思维 维护经济金融稳定

中国银河研究院·宏观政策分析报告 2019年5月

核心内容:

★在坚定实施逆周期调节政策的同时，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。

★目前，逆周期的宏观政策应避免受到供给冲击的影响，同时避免以紧缩的货币信贷防范系统性风险的迷思，坚定底线思维，维护经济金融稳定。

★加力提效的积极财政，更应明确以稳预期、降成本为目的，帮助实体企业渡过难关。但需要注意，虽然财政政策效果显著，也要同时注意把握财政收支的力度和节奏，注意政府杠杆上升的速度。

★货币政策方面，预计宏观当局将坚定将年度政策锚定引导降低实际利率的政策目标，以稳定经济产出，促进经济温和增长与充分就业。择机实施降准降息政策，缓解企业还本付息压力，提振经济信心，确保经济运行保持在合理区间。如果因为经济短期表现尚可、供给冲击扰动、过度担忧资产价格上涨而将货币政策人为地以季度为单位进行松紧往复调整，则会不可避免地造成毫无必要的货币市场流动性大幅扰动，进而导致货币市场短期利率剧烈波动，无风险利率（国债收益率）大幅上升，那么央行此前意图引导货币政策实践支持实体经济的努力就将被抵消。从稳定并引导无风险利率下行的角度，货币政策、货币市场短期流动性不能大幅收紧。

★包商银行被接管事件启示我们，建立金融行业市场化的竞争机制及退出机制刻不容缓，但为了应对潜在的系统性流动性冲击，央行作为最后贷款人，应随时准备向货币市场注入流动性，以防止系统性流动性枯竭发生，进而引发金融危机，严守防范系统性金融风险的底线。

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：保持价格稳定和最大就业	4
1. 美联储：保持价格稳定和最大就业的货币政策	4
(1) 美国经济结构变化：需求与供给	5
(2) 美联储货币政策前瞻：仍会谨慎行事 难以轻率降息	6
2. 欧洲：民粹主义势力进一步崛起	8
(1) 意料之中的欧洲议会选举	8
(2) 选举结果的背后：步履蹒跚的欧洲经济与社会	9
(3) 欧洲的未来前景堪忧	11
3. 日本央行：坚定实施强有力货币宽松政策的立场	12
(1) 日本经济活动现状	12
(2) 日本经济活动展望	14
(3) 日本通货膨胀形势现状和展望	17
(4) 日本央行所实施的货币政策	20
二、国内宏观政策动态：坚定稳增长促改革	24
1. 央行政策预计仍以稳增长为首要任务	24
2. 财政政策将更加注重扩张节奏	28
3. 央行、银保监会接管包商银行 金融供给侧改革亟待深化	35
(1) 广大城商行与中小银行的共性困局	35
(2) 未来之路：让市场机制真正在金融资源配置中发挥决定性作用	37
三、总结：坚持底线思维 维护经济金融稳定	41

图表目录

图 1. 美国产出缺口与劳动生产率.....	5
图 2. 通胀指数与失业率水平.....	8
图 3. 2014（左）、2019（右）欧洲议会选举结果.....	9
图 4. 欧洲经济前景不容乐观.....	10
图 5. 日本实际出口（左）和工业生产活动（右）.....	12
图 6. 企业固定资产投资（左）、私人消费（中）和入境旅游需求（右）.....	13
图 7. 对比 2015-2016 阶段与当前表现：出口和生产活动（左）、原油价格和日元/美元汇率（中）和商业状况扩散指数（非制造业部门）.....	14
图 8. 日本央行对实际 GDP 增长的预测（来自 2019 年 4 月的展望报告）.....	15
图 9. 未来的关键点：海外经济体的发展（左）和国内需求的可持续性（右）.....	16
图 10. 日本消费者物价：除生鲜食品外 CPI（蓝）和除生鲜食品和能源外 CPI（红）.....	17
图 11. 企业定价趋势：产出价格扩散指数（短观）和服务生产商价格指数.....	18
图 12. 日本央行对 CPI 的预测（来自 2019 年 4 月的展望报告）.....	19
图 13. 与物价相关的环境：名义薪资（左）和通胀预期（右）.....	20
图 14. 日本央行所实施的收益率曲线控制.....	21
图 15. 强有力货币宽松的持续实施.....	22
图 16. 社融各分项的拉动作用.....	25
图 17. PMI 整体，PMI：生产分项和 PMI：新订单分项，都处于下行趋势（季调后）.....	26
图 18. 日均耗煤量：6 大发电集团：同比.....	27
图 19. 一般公共预算收支缺口（一季度）.....	28
图 20. 一般公共预算收入和支出的累计同比增量（一季度）.....	29
图 21. 财政收支的节奏（一季度）.....	30
图 22. 政府性基金预算收支缺口（一季度）.....	31
图 23. 政府性基金预算收入和支出的累计同比增量（一季度）.....	32
图 24. 全国 100 大中城市：成交土地总价同比.....	32
图 25. 政府性基金收支的节奏（一季度）.....	33
图 26. 财政支出的主要科目（一季度）.....	34

一、国际宏观政策动态：保持价格稳定和最大就业

1. 美联储：保持价格稳定和最大就业的货币政策

若目前的经济扩张持续到 7 月，则当前的美国经济扩张将成为历史上最长的记录，鉴于此，比较评估美国经济当前的位置、评估其未来发展轨迹、回顾过去十年中发生的一些重要的经济结构变化，并探讨所有这些对美国货币政策可能意味着什么十分重要。

美联储在国会的法规中被赋予特定的双重使命，即就业最大化和价格稳定。美联储的责任是实施一项货币政策，不仅支持并与实现最大限度的就业和价格稳定相一致，而且一旦实现，就是适当的，灵活的，并且与维持最大就业和价格稳定相一致尽可能长的。

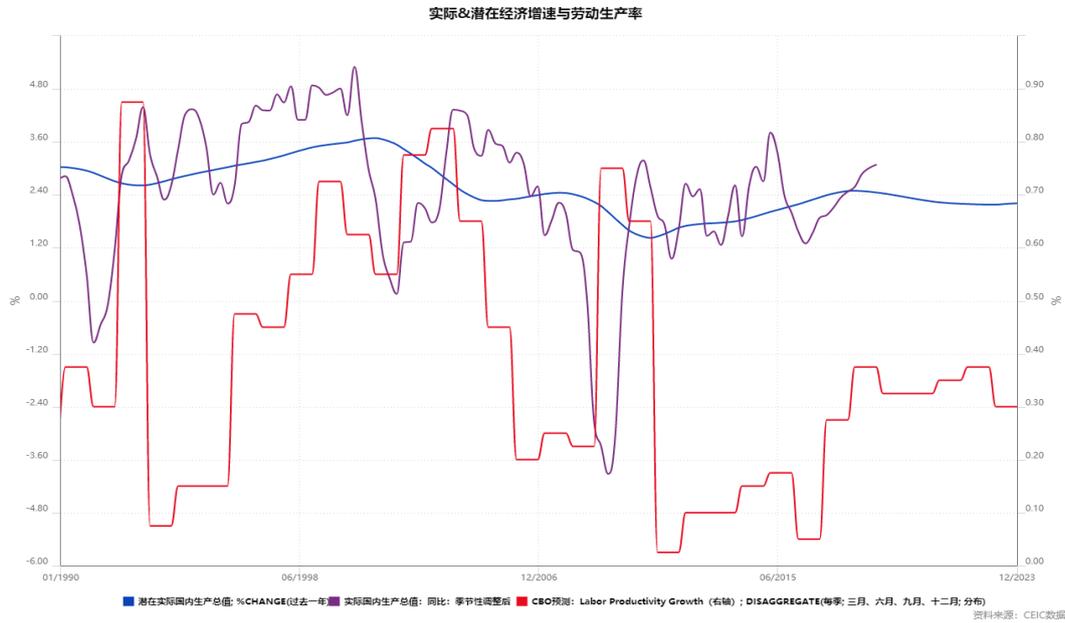
在 2019 年第二季度中期，美国经济仍处于良好状态当中。在过去的四个季度中，美国国内生产总值（GDP）平均增长率为 3.2%，而自 2009 年夏季开始复苏以来的平均增长率为 2.3%。财政政策在推动 2018 年的增长方面发挥了重要作用，预计财政政策将继续支持 2019 年的增长。在同样的四个季度中，失业率平均为 3.8%，最新为 3.6%，接近 50 年来的最低水平。

此外，平均每月新增就业继续超过为新进入劳动力市场提供就业机会所需的的增长。工资一直在大幅上升，与生产率和价格一致，因此目前并未发出成本推动压力上升的信号。尽管增长强劲且失业率低，但美国通胀仍处于低迷状态 - 目前仍远低于 2% 的长期目标。

在 3 月份的经济预测摘要中，联邦公开市场委员会（FOMC）参与者的预测中值为 GDP 增长约 2%，未来三年 PCE 通货膨胀率上升至 2%，失业率将上升至 3.9%。

在讨论货币政策前景之前，有必要回顾一下过去十年经济中发生的一些重要结构性变化，这些变化对货币政策决策尤其重要。

图 1. 美国产出缺口与劳动生产率



资料来源：CEIC 中国银河证券研究院

(1) 美国经济结构变化：需求与供给

与货币政策相关的最重要的经济结构性变化之一是在美国国内外，与充分就业和物价稳定一致的实际利率（通常被称为中性利率，或 r^* ），似乎已经从危机前的 2% 以上下降到目前的不足 1%。

中性利率的下降可能反映了一些因素，包括人口老龄化、私人储蓄增加、对安全资产的需求增加以及全球生产力增速放缓。中性利率下降的政策影响很重要。在其他条件相同的情况下，较低的中性利率会增加央行政策利率在未来经济衰退中达到其有效下限的可能性。反过来，这种发展可能会使货币政策在未来经济衰退期间更加难以提供足够的宽松，以迅速将就业和通货膨胀恢复到和目标一致的水平。

美国经济的另一个重要潜在变化是与“最大”就业一致的结构失业率（通常被称为 u^* ）稳步下降。这种下降可能部分是由于相对于过去几十年的劳动力，当今劳动力中的教育程度更高，老年工人的比例更高。如果 u^* 低于历史估计值，这就意味着，甚至根据历史上的低失业率，劳动力市场没有那么火热，通胀压力不会像人们预期的那样强劲。实际上， u^* 的合理估计范围可能会扩大到 4% 甚至更低。

应注意到，近年来失业率的下降伴随着个人在其主要工作年龄中劳动力参与率的显著增加。自 2014 年以来，劳动力在国民收入中的份额也随之增加。正如我之前所记录的那样，在过去的几个美国商业周期中，劳动力的份额随着这些扩张的进行而上升，因为工人在更强大的劳动力市场中获得更高的工资；值得注意的是，在这些周期中，劳动力份额的增加没有通过更快的价格上涨。前面提到的壮年劳动力参与的增加

为雇主提供了额外的劳动力投入来源，并且是抑制通胀压力的一个因素。尽管近期取得了这些进展，但是壮年劳动力参与率仍然低于 20 世纪 90 年代的水平，可能还有更多的空间。如果是这样，那么潜在产出可能高于许多目前的估计。

在过去几年中，我们也看到了美国生产率增长回升的证据，尽管大部分扩张的平均速度非常低迷。实际上，截至今年第一季度，非农业部门的生产率比前四个季度增长了 2.4%，这是自 2010 年美国走出大衰退以来的最快速度。相比之下，在 2001-07 和 1982-90 经济扩张中，生产率增长实际上相对于这些扩张期间的平均速度而言正在放缓。也就是说，虽然确定趋势生产率实时增长的拐点是众所周知的困难，但我们不应忽视趋势生产率增长相对于扩张前期的速度有所提升。

与货币政策相关的另一个结构性变化是，与过去相比，价格通胀似乎对资源松弛的反应较小。也就是说，短期价格菲利普斯曲线似乎已经趋于平缓，这意味着通货膨胀与就业之间的动态关系发生了变化。

在某种意义上，更平坦的菲利普斯曲线是一把众所周知的双刃剑。它允许美联储在经济衰退期间更积极地支持就业 - 正如大衰退期间和之后的情况一样 - 因为当菲利普斯曲线更平坦时，持续的通胀上行不太可能。但是，更平坦的菲利普斯曲线也增加了扭转长期通胀预期的成本。因此，更加平坦的菲利普斯曲线使得长期通胀预期保持在与我们 2% 的通胀目标一致的水平变得更加重要。

理解经济和获得正确的货币政策要求我们尽力了解总体需求和供给的力量如何相对于历史经验和模型的预测而发展。虽然预测未来很困难，但现有数据显示，2018 年和 2019 年第一季度，经济的供应方面（就业、参与和生产率）的扩张速度超过了美联储内部和大多数预测者的预期。尽管五个季度需求强劲增长，但 PCE 价格通胀略低于美联储 2% 的目标。

（2）美联储货币政策前瞻：仍会谨慎行事 难以轻率降息

今天，美联储的首要任务是制定政策，帮助维持与双重任务目标接近的最大就业和价格稳定。在联储最近的陈述中已经指出“在决定未来（适合支持双重任务目标的）联邦基金利率的调整时，委员会将耐心等待”，这在实践中意味着我们应该允许美国经济数据流入并告知我们未来的决策。

联邦基金利率的路径应该是以两种不同的方式依赖数据。货币政策应该依赖于数据，因为即将公布的数据显示经济相对于价格稳定和最大就业的最终目标的位置。有关经济相对于货币政策目标的信息是利率反馈规则的重要输入。在这种意义上的数据依赖性是很好的理解的，因为它是一大类政策规则所暗示的类型，包括泰勒式规则，其中制定这些规则所需的经济参数被认为是已知的。

当然，制定这些规则所需的关键参数，包括 u^* 和 r^* ，是未知的。因此，在现实世界中，货币政策应该是在第二种意义上数据依赖的：政策制定者应该并且确实研究即将公布的数据并使用模型提取信号，使他们能够更新并改进对 r^* 和 u^* 的估计。在经济预测摘要中，FOMC 参与者在过去七年中一再下调他们对 u^* 和 r^* 的估计，因为失业率下降且实际利率仍远低于之前的中性预测。这些对 u^* 和 r^* 的修正似乎对近年来

实际实施的政策利率的路径产生了重要影响。

除了 u^* 和 r^* 之外，任何货币政策评估的另一个重要输入是通胀预期状态。实际上，我认为价格稳定性要求不仅实际通货膨胀以我们 2% 的目标为中心，而且预期通货膨胀也等于 2% 的通胀目标。与实现的通货膨胀不同，通胀预期本身并不能直接观察到；它们必须从计量经济模型，市场价格以及家庭和企业调查中推断出来。目前，指标表明长期通胀预期处于与价格稳定任务一致的范围的下沿。

当前，失业率接近 50 年来的低点，通胀压力减弱，预期通胀稳定，GDP 增长稳固并且预计仍将如此。此外，联邦基金利率目前处于其长期中性水平的估计范围内，失业率并不比许多 u^* 的估计值低太多。将这些输入纳入 1993 年泰勒式规则，联邦基金利率在 2.25% 至 2.5% 之间，这是自 1 月份会议以来 FOMC 重申的政策利率范围。

最近，委员会在 5 月会议上判断，目前的政策立场仍然合适。这一决定表明近期通胀数据的一些疲软将被证明是暂时的。预计到 2020 年 PCE 通胀率将恢复到 2%。然而，如果即将公布的数据表明通货膨胀持续低于 2% 的目标，或者表明全球经济和金融发展对基准前景构成重大下行风险，这些发展将是委员会在评估货币政策的适当立场时会考虑的。

总之，菲利普斯曲线还“活着”而且完好，我们不能对通胀预期无动于衷，无论它是过高还是过低。因此，从当前的美国经济形势来看，美联储按兵不动的可能性显然大于轻率行动，无论是加息与降息。

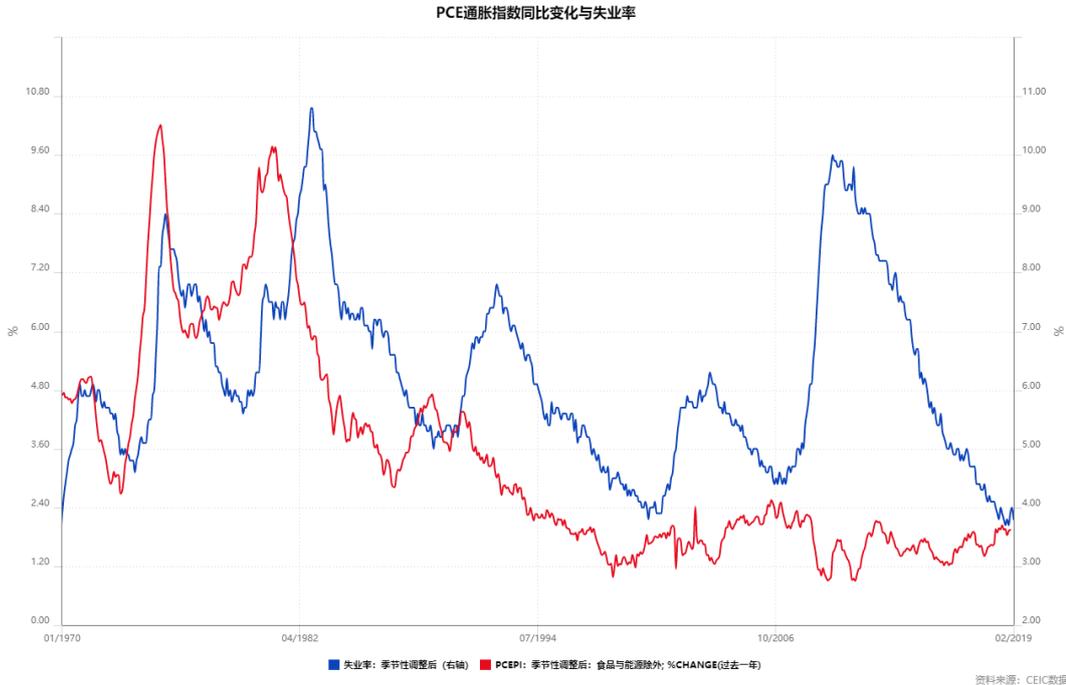
美联储是否可能如 1994 年 2 月至 1996 年 1 月那样先加息后降息？我们认为，2019 年内选择降息可能性较低，联储将视经济形势考虑下一步的行动方向。

美联储现在面临的现实状况的确与 25 年前的格林斯潘带领下联储的境遇有相似之处：1995 年 7 月、12 月和 1996 年 1 月，美联储在短短半年内降息三次，每次 25 个基点，理由是物价上行压力有所缓解；而在此之前，从 1994 年 2 月开始的 12 个月内，美联储连续加息 7 次，每次 25 到 75 个基点不等，将基准利率从 3% 快速激增至 6%。

与今天相比，两个历史时期最大的相似之处在于当下政策制定者也十分关注低水平的通胀，并明确表示他们希望更高的通胀。另一个相似之处还在于，尽管 1995 年至 1996 年劳动力市场相当紧张而且金融市场处于“非理性繁荣”，当时美联储依然选择大举降息。这和现在的情况又有所类似：非农就业数据总体大好，美股也接近历史新高。

但我们认为，当下的境遇与 25 年前不可同日而语。1995 至 1996 年的短短半年内降息三次，也仅仅是让利率水平回归中性，正如前美联储副主席布林德所表示的，“当时加息加的显然是兴奋过头了”。而这一轮加息，到去年 12 月美联储加息 25 个基点之后，也就是勉强提升利率至“既没有刺激、也没有限制经济增长”的中性水平，美联储并没有明显“兴奋过度”。

图 2. 通胀指数与失业率水平



资料来源：CEIC 中国银河证券研究院

2. 欧洲：民粹主义势力进一步崛起

(1) 意料之中的欧洲议会选举

欧洲议会是欧盟的立法机构，是世界上唯一一个直选的超国家议会，也是唯一拥有直接代表权的议院。欧盟各国公民都有权选择代表他们的欧洲议会议员。

欧洲议会的议员大多与本国老牌政党有联系，但由于超国家的属性，欧洲议会的议员

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_12098

