

研报精选

2023年8月20日 第134期

宏观专栏

强调稳汇率，但也会松货币 | 二季度货币政策执行报告点评

尽管二季度货币政策执行报告着重强调防范汇率超调风险，但货币政策力度仍有加强的空间，结构性货币政策工具或将加大力度。在重点风险领域化解方面，央行对地方政府债务处理给出新表述，对房地产风险化解提出新要求，后续可期待更多实质性政策落地。

数据低于预期，逆周期政策加力——2023年7月经济数据点评

7月经济数据整体低于市场预期，工业、服务业生产指数增速均有所下滑，背后原因除6月季末季节性冲高带来的高基数以外，主要在于需求端偏弱。此外，7月出口降幅再度扩大，消费和投资增速也皆较6月下行。

专题聚焦

疫情的“清洗效应”与美国供给侧效率提升

从就业结构、金融条件、技术储备、产业支持四个方面看，美国疫情期间采取的宏观政策，便利了劳动者与更高效岗位的匹配，有助于优化美国中长期经济结构，也降低了短期再发生衰退的概率及可能的幅度。

一揽子政策措施促进市场活跃度提升

8月18日，证监会发布一揽子政策措施，旨在活跃资本市场，提振投资者信心。措施主要围绕引入源头活水、降低交易成本、提高交易畅通性三方面，或有望提振证券公司盈利预期、提升其中长期ROE中枢。

宏观专栏

强调稳汇率，但也会松货币 | 二季度货币政策执行报告点评

虽然着重强调防范汇率超调风险，但货币政策力度仍有加强的空间。本次货币政策报告中删除了“增强人民币汇率弹性”，并提出“坚决防范汇率超调风险”¹，体现出对于近期人民币贬值问题的重视。在中美利差仍然较大、出口走弱的背景下，政策层面对人民币贬值的担忧加剧是一个自然的体现，呼应了7月政治局会议提出的“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”²。但是，我们认为，强调稳定汇率并不代表未来没有继续放松货币政策的空间。一方面，从政策实行的效果来看，虽然7月政治局会议提到稳汇率、美联储也处在加息路径上，但是面对较大的内需压力，央行仍然选择继续降息。另一方面，从政策工具箱来看，央行除了政策利率调整以外，还有结构性货币政策工具、引导存款利率调整等多种方式进行货币宽松，同时也拥有外汇存款准备金率、外汇风险准备金、离岸央票多种汇率政策工具，因此央行仍然有能力继续进行货币宽松。当然，兼顾稳增长、稳汇率最好的政策选项，仍然是财政或准财政政策。

结构性货币政策工具或将加大力度。结构性工具是统筹“稳增长”和“调结构”的重要手段，去年央行新增15种结构性货币政策工具以支持重点领域与薄弱环节，今年有进有退，“进”主要体现在三方面：一是普惠金融方面，新增支农支小再贷款与再贴现额度2350亿元，延续普惠小微贷款工具至2024年末；二是绿色科创方面，延续碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用再贷款，并扩围至外资行和地方法人银行；三是房地产方面，延续保交楼贷款支持计划至2024年5月末，推动租赁住房贷款计划试点落地。同时贷款方面，制造业中长期贷款、绿色贷款、普惠小微贷款、专精特新贷款增速在20-40%，也显著高于总体贷款。房地产开发贷已有所提速。“退”的方面较为稳妥，2022年设立的科创再贷款、设备更新再贷款、交通物流再贷款陆续面临到期，工具退出后，存量资金可展期、最长可使用3-5年。这些工具有“准财政”属性，未来或有加大

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5025834/index.html>

² <https://www.12371.cn/2023/07/24/ARTI1690190442950175.shtml>

额度和创设新工具的空间。

在重点风险领域化解方面，央行对地方政府债务处理有新的表述、对房地产风险化解提出新要求，后续期待更多的实质性政策落地。在化解地方政府债务风险方面，央行在本次报告中明确表示将“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”，这意味着地方政府债务化解工作已经进入实质性推进阶段，接下来的范围可能将逐步铺开，后续可能有进一步的政策出台。在房地产领域，央行强调要“保持房地产融资平稳有序”，在销售形势不稳的情况下，要实现房企融资的平稳有序或需要进一步的逆周期政策配合。同时，央行还强调要加大对“住房租赁、城中村改造、保障性租赁住房”等的金融支持力度，并延续保交楼贷款支持计划至2024年5月末，以上政策算是对过去既有政策的延续，关键在于是否有财政或准财政的配合，从而起到逆周期调节的作用。

央行在专栏一表示，要合理看待商业银行利润。2021年四季度以来贷款加权平均利率和10年国债收益率下降了80和45bp，但中小行和大行存款自律机制只进行了1-2次调整，银行净息差收窄，一季度银行利润同比增长1.3%，净息差1.74%，资产利润率0.81%，较上年同期分别下降6.1ppt、0.23ppt和0.08ppt。由于A股上市银行P/B仅有0.58，通过增发补充资本金能力有限，利润是内源补充资本的重要方式，2018-2022年六大行约有2/3的净利润用于补充核心一级资本。而资本金是扩大信贷支持实体经济的重要保证，并为金融周期下行期可能的风险暴露提供财力准备和风险缓冲。因而保持一定的息差和利润是必要的。近期央行二度降息，LPR和贷款利率将跟随MLF利率下行，为缓解息差进一步收窄，我们预计参考10年期国债利率和1年期LPR利率的存款利率自律机制仍有进一步增加空间，同时降准、结构性货币政策工具或有助降低银行成本。再者，今年来财政部向18个地方下达了中小银行专项债额度以帮助其补充资本金。

以上观点来自：2023年8月18日中金公司研究部已发布的《强调稳汇率，但也会松货币 | 二季度货币政策执行报告点评》

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

数据低于预期，逆周期政策加力——2023年7月经济数据点评

7月经济数据皆低于市场预期，生产端工业、服务业生产指数增速均有所下滑，背后原因除了6月季末季节性冲高带来的高基数以外，主要还是需求端的偏弱。7月出口降幅再度扩大，而内需中社零和投资增速也皆较6月下行。数据偏弱背景下，逆周期政策进一步加力，央行分别调降7天逆回购和1年期MLF利率10基点和15基点。

多因素影响下，工业增加值同比增速下降。7月工业增加值同比+3.7%（6月为4.2%），季调环比为0.01%（6月为0.68%）。在基数基本持平的背景下，工业增加值增速回落并与部分高频数据背离主要有以下因素：1）需求仍然偏弱，7月出口同比降幅再度扩大，而内需中的消费、投资需求仍然偏弱；2）6月工业增加值季末季节性冲高使得6月工业增加值同比增速偏高，这种工业增加值同比增速在季末上冲的规律在历史上也多有发生，例如2019年5-7月的工业增加值同比增速分别为5.0%、6.3%、4.8%；3）部分原材料制造业在低库存下短期生产改善推动中上游开工率和工业用电量改善，使得部分高频数据增速改善，7月第二产业用电量同比+5.7%（6月为2.3%），这也对应了7月黑色金属、有色金属、化工等行业增加值的相对韧性，但是其他缺乏高频数据的行业，例如电气机械、汽车、通用和专用设备、医药制品等行业的工业增加值增速则有所下行。我们认为，生产端数据偏弱的原因主要还是需求端的偏弱。

虽然PPI同比降幅有所缩窄，但是投资增速较6月下行。7月PPI同比为-4.4%（6月为-5.4%），降幅有所缩窄，但是1-7月固定资产投资累计同比+3.4%（1-6月为3.8%），对应7月单月同比+1.2%（6月为3.1%）。三大项投资增速均较6月下行：

房地产方面，7月房地产开发投资同比从-10.2%进一步下降至-12.2%，开工、施工面积同比降幅略有收窄，但仍在低位（本月同比-25.9%和-23.2%，前值-30.2%和-25.8%），竣工同比从16.3%提速至33.2%。销售依然低迷，销售面积和金额同比降幅与上月基本持稳在-15.4%和-19.2%。拿地依然谨慎，300城

宅地成交建面同比降幅仍在-45%的低位徘徊，成交价款同比由23%转负至-33%，溢价率在5%的低位。政治局会议³提出“我国房地产市场供求关系发生重大变化”，政策导向或从压到托，16个高能级城市“认房认贷”仍有较大调整空间，“首付比例”、“税费减免”、“新房利率”亦有调整空间，上海近期发行棚改专项债⁴，城中村改造或加速，保交楼或也将加速，后续政策或需加快落地以稳量价、稳投资。

前7月广义基建投资同比增长9.4%(前6月为10.1%)，其中7月同比5.3%，基本符合我们此前预期。分项上看，7月公用事业、交通运输、水利环境和公共设施管理增速分别为15.7%、15.5%和-6.2%，均较前月有不同程度放缓。7月天气因素一定程度上妨碍基建施工进展，而6月底专项债发行虽有所加快，但考虑到资金从发行到投放的时滞，专项债对基建的支持或自8月能够逐步显现出效果，不过随着低基数效应的消退，年内广义基建投资继续放缓或仍是大概率事件。

1-7月制造业投资同比+5.7%(1-6月为6.0%)，对应7月单月同比+4.3%(6月为6.0%)。一方面，6月制造业投资增速也部分存在类似工业增加值的季末上冲效应，使得6月制造业投资增速偏高；另一方面，前期出口、工业企业利润增速下行对于制造业投资仍有滞后拖累。从结构来看，1-7月高技术制造业投资同比增长11.5%，仍然高于整体，电气机械、汽车、电子的投资同比增速分别为39.1%、19.2%、9.8%，显示了政策对于高技术制造业的大力度支持仍在持续。

居民购买力仍偏弱，消费表现分化。7月，社会消费品零售总额同比增长2.5%，较6月增速下滑0.6个百分点，环比-0.06%，低于市场预期。其中，暑期出游旺盛对线下场景相关消费形成支撑，7月餐饮收入同比增长15.8%，对应以2019年为基期的4年复合增速为3.8%，较6月上升0.6个百分点，这是2020年以来该口径增速的新高。但商品消费增速承压下行，其中限额以上企业商品零售总额同比下滑0.5%，耐用品和可选品的同比增速降幅较大，金银珠宝、家电、

³ <http://cpc.people.com.cn/n1/2023/0725/c64094-40042816.html>

⁴ http://czj.sh.gov.cn/zys_8908/gsgg_8929/czywgg_8930/dfzwxxpl/20230814/xxfboswf0000002593.html

化妆品、文娱用品等增速降幅超过5个百分点，反映出在经济总体偏弱运行背景下，居民购买力仍待恢复。



以上观点来自：2023年8月15日中金公司研究部已发布的《数据低于预期，逆周期政策加力——2023年7月经济数据点评》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

专题聚焦

疫情的“清洗效应”与美国供给侧效率提升

2022年1季度和2季度美国GDP连续出现负增长⁵，同年4月公布的通胀数据更刷新了1981年以来的高点，美联储从3月开始加速收紧货币政策，叠加俄乌冲突对全球经济的拖累，都给美国经济增长带来了负面影响。从2022年初开始，“美国经济已陷入滞胀”、“美国硬着陆就在眼前”、“美国经济将再次衰退”的声浪越来越大。然而到了2023年，美国经济却表现出较强的韧性，预期美国发生衰退的时间不断被顺延到十二个月后。并且随着美国通胀回落，以及美联储加息周期进入尾声，一些人甚至开始认为美国可以实现软着陆。究竟该如何看待疫后美国经济的相对表现？加息周期结束后，美国新一轮衰退是否无法避免？回答好这两个问题对我们判断今明两年全球的经济形势具有重要意义。

一、“衰退”声浪下，美国促成强“清洗效应”发生

2022年初，由于美联储悄然改变了“通胀暂时论”的措辞，各界对美国经济的看法开始变得悲观。事实上直到2021年10月，美联储还坚持认为美国面临的通胀压力是“暂时的”，将随着全球供应链的复苏而缓解。但显然美联储的估测存在偏差，持续上行的CPI通胀迫使美联储主席鲍威尔在2021年11月底的美国国会参议院听证会上，宣布“是时候放弃用‘暂时’来描述美国通胀了”⁶。随着鲍威尔态度的转变，对美国经济前景感到担忧的声浪也变得越来越高。从2022年初以后，包括美联储刚卸任的官员、前美国财政部长、多家国际投行纷纷投书，认为当前美国经济已经显露出“滞胀”特征，2023年美国的经济衰退已不可避免。

“美国即将衰退论”一般使用三个论点来作为支撑：第一，美国商品和服务价格同工资增速同步上行，已形成正向反馈的通胀螺旋，为了抑制通胀，美联储需大幅度收紧货币政策，这或将严重打压美国经济；第二，全球供应链依然紧张，叠加俄乌地缘冲突以及国际疫情反复，恶劣的外部经济或将拖累美国

⁵ 美国2022年第一、二季度实际GDP增长环比折年率分别为-1.6%与-0.6%:

<https://www.bea.gov/data/gdp/gross-domestic-product>。

⁶ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-11-30/powell-ditches-transitory-inflation-tag-paves-way-for-rate-hike#xj4y7vzkg>

复苏；第三，美国2年期与10年期国债收益率再次出现倒挂，从历史经验来看，这往往是经济即将进入衰退的前兆。

从历史经验看，这样的论述并非没有道理，但结论要成立却依赖一个隐含前提，那就是疫情前后美经济结构保持不变。不过面对百年一遇的全球疫情，这个前提能否成立，本身就值得讨论。事实上与2008年金融危机相比，本轮疫情导致的衰退为美实体经济的结构优化，提供了一次难得的机会。

所谓疫情可以“优化”实体经济结构，即所谓“清洗效应”⁷，指的是疫情衰退期间由于低效企业更易退出市场，并能够将资源释放给高效企业或部门，进而提高社会生产效率潜能的效应。这个观点可以追溯至1930年代约瑟夫·熊彼特（Joseph Schumpeter）提出的破坏式创新思想。熊彼特曾说过：“衰退可能不仅是我們试图压制的邪恶，也是必须做的事情（尽管不那么受欢迎），即对以前的经济方式进行调整”。通俗讲，“清洗效应”可以淘汰过时的技术、产品和生产形式，并推广新技术、新产品和新生产方式，从而优化经济结构；而与之对应的是“疤痕效应”，指的是衰退后在一系列市场扭曲的冲击下，比如“信贷约束”、信心缺失、信息不对称等，导致劳动市场僵化、家户和企业盈利增长下滑等中长期影响。

按照熊彼特的说法，衰退要引发“清洗效应”，实际上需要完成两个步骤：第一，生产资料先与“低效”的生产活动“分离”；第二，生产资料与“更高效”的生产活动“结合”。从宏观角度看，本次疫情导致的衰退具备发生“清洗效应”的基础和条件，并且跟美国前两次衰退比，疫情衰退的“清洗效应”应该非常强烈。

为什么说疫情期间，美国发生了强“清洗效应”？首先，美国经济确实具备调整优化的基础。新冠疫情前，美国经济持续受到金融危机的负面冲击。金融危机造成美国超过25%的家庭损失了自身超过75%的净财富⁸，“一方面是由于雇主对未来没有信心，另一方面是劳动者别无他选，只要能保住工作，劳动者愿意接受一切”，大量劳动者开始从事临时性的或者低门槛的工作。年轻一

⁷ Caballero R J, Hammour M L. The Cleansing Effect of Recessions[J]. American Economic Review, 1994, 84(5): 1350-1368.

⁸ <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC4200506/pdf/nihms589330.pdf>

代的职业规划被打断，即便在之后的复苏期，他们也在推迟购房、婚姻、生育等带有成年标志性的活动。金融危机之后，美国GDP增速、工资增速、通胀水平持续保持在历史低位徘徊，GDP缺口迟迟没有恢复，劳动生产率大幅下滑，都在印证着金融危机降低了美国生产资料的长期配置效率⁹，不过这些结构性问题也意味着，在疫情之前美国经济存在着较大的优化潜力。

其次，回到“清洗效应”本身，疫情对劳动市场的冲击范围广泛且同步，这让美短期内出现大规模失业，相当于强制完成了“清洗效应”的第一步，即劳动力同旧岗位的分离。2020年初美国新冠疫情爆发，短短两个月内，就有超2000万的劳动者主动或被动的失业。短期如此大规模的失业，在美国经济史上绝无仅有。大规模失业，对美国短期经济而言无疑是一个巨大的负面冲击，但却让劳动者从旧的岗位中解放出来，构成了后续人力资本更高效配置的基础。

另一方面，疫情期间美国大规模刺激政策的快速落地，便利了劳动者同更高效岗位的结合，为“清洗效应”提供了支撑。吸取了金融危机时刺激政策释放不够果断导致经济复苏缓慢的教训，美国在疫情爆发后迅速推出各项刺激政策，一年内相关刺激支出就占到了当年GDP的12%左右，远高于金融危机后同期的水平。在如此宽松的政策支持下，2020-2021年美国个人收入不但没有下降，甚至还出现了超趋势的上涨。这为劳动者带来了两方面好处：一方面，由于政府大量的补贴，劳动者可以花更多时间寻找和匹配新工作，减少了因账单压力而被迫接受低薪工作的可能；另一方面，劳动者还可以使用政府补贴来购买教育服务，利用失业空闲提升自身人力资本。从宏观角度讲，这两方面的好处都增加了劳动者同更高生产率岗位进行匹配的概率。

最后，随着本土防疫措施的解除，美国创造就业岗位的边际成本较低¹⁰，失业劳动者与新就业岗位匹配结合的摩擦不高，新增就业快速增加，从而完成了“清洗效应”所需的第二个步骤。截至2022年3月份，美国企业职位空缺数突破了1120万的历史记录，同时就业人口比例从2020年4月底点的51.3%反弹至60.1%，仅比疫情前低1个百分点，失业率也迅速回落至疫情前3.6%的水平，失

⁹ Anzoategui, Diego, Mark Gertler, and Joseba Martinez. 2019. "Endogenous Technology Adoption and R&D as Sources of Business Cycle Persistence." *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11 (3): 67-110.

¹⁰ Ouyang, Min. 2009. The scarring effect of recessions[J]. *Journal of Monetary Economics* 56, no. 2:184-99.

业人数与职位空缺数的比值更是达到了历史最低点。事实上，跟前两轮衰退比，在积极财政政策的支持下，美国疫情衰退后的就业恢复速度提高了6-7倍。就业市场的迅速恢复，不仅完成了“清洗效应”所需的第二步，同时也说明疫情之后美国就业市场上的“招聘搁置”或“谈判壁垒”等扭曲较少，理论上为就业者与更高效岗位结合创造了友好环境¹¹。从宏观角度看，本轮疫情冲击下，疫情的特殊性以及政策的较好支持，让美国具备了产生较强“清洗效应”的条件，虽然短期经济受到较大冲击，但却有助于提升美国疫后潜在劳动生产率，而四个方面的微观证据，更支撑本轮疫情带来的“清洗效应”应该非常强的判断。

二、美国发生强“清洗效应”的四个微观支撑

“清洗效应”的强弱由多重因素决定，在不同的衰退情形或不同国家的表现并不相同，有时甚至可能表现为“疤痕效应”。不过从就业结构、金融条件、技术储备、产业支持四个层面来看，本轮疫情衰退给美国带来强“清洗效应”获得了微观证据支撑，并与宏观观察相互印证。

首先，从就业结构看，虽然本轮疫情造成美国低工资行业的失业最多，但疫后两年高工资行业的就业增长总和却最大，这符合“清洗效应”下，劳动力向更高效（更赚钱）行业转移的特征。而本轮疫情衰退带来的行业优化调整明显强于前两轮衰退。根据美国劳工部每年公布的各行业新增就业数据，我们把所有行业按工资高低，按顺序等分成高工资、中工资、低工资三大类型。从过去20年这三大类行业的新增就业数据来看，美国疫情期间大多数失业来自于低工资行业，但疫后两年新增就业总和最多的却是高工资行业。而在2000年互联网泡沫危机和2008年金融危机前后阶段，却没有表现出这种结构上的优化特征。

与之对应，疫后美国高低技能劳动市场的松紧差异，也佐证了美国劳动者疫后与更高效（更赚钱）岗位结合的特征。跟疫情前相比，2021年美国岗位空缺增速最快的是技术门槛相对较低的行业，比如住宿餐饮及其他服务业、采矿、制造业、批发等，但之前岗位空缺增速相对靠前的高生产率行业，比如信息业，2021年的排位则相对靠后。这吻合了“清洗效应”下，劳动者更愿意选择中高

¹¹ 同脚注4

收入岗位，而不愿意迁就低收入岗位的特征。劳动市场表现为高技能劳动市场更为宽松，即“低技能岗位更加缺人”而“高技能岗位劳动供给相对充足”。我们知道，婴儿潮一代多接近退休年龄，由于工作经验丰富等原因，一般处于中高技能的劳动市场¹²，因此面临的竞争压力就更大。这至少部分解释了为什么美国婴儿潮一代很多人会在疫情后选择提前退出劳动力市场。婴儿潮一代退出劳动力市场，对美经济而言并非全是坏事，优胜劣汰的竞争环境可能更有助于提升高技术行业的生产效率潜能。随着低技能岗位工资上升，我们预计2024年或将出现部分劳动者回流低技能岗位的情况，但这并非经济变差的表现，而是“清洗效应”引发劳动市场的自然调整。

第二，从金融条件来看，疫情期间美联储迅速地向资本市场和实体经济注入大量流动性，支撑了高效企业的融资活动，有助于催生强“清洗效应”。发生“清洗效应”有一个必要条件，就是高生产效率企业能够在生产资料价格偏低的衰退期，具备购买能力来扩大企业规模。在金融紧缩的环境下，高效企业难以获得信贷支持，因此很难实现生产规模大幅扩张，这也是金融危机期间“清洗效应”相对较弱的原因¹³。但是本轮疫情期间，美联储吸取了金融危机时的教训，毫不迟疑地向金融市场注入了大量流动性，便利了高生产率企业的融资活动。以芝加哥联储公布的金融条件来衡量，本轮疫情冲击下，美国金融条件相对紧张的时间¹⁴大约只维持了两个月，随后即在美联储的强力干预下大幅缓和。反观金融危机时期，美金融条件紧张的环境持续了2到3年，这也让疫情期间美国金融市场的流动性要远好于金融危机时期。

宽松的流动性，一方面有助于提升高生产率企业自身估值，便利其撬动更多金融资源；另一方面，高生产率企业可以通过金融市场筹集资本扩大生产。与之前两次衰退不同，疫情冲击下纳斯达克指数虽然也经历了短期的下挫，但是在充裕的流动性支持下很快就恢复了上行的趋势。这保证了疫情期间，纳指背后所代表的美国高科技企业自身估值整体上受到的疫情冲击较小，从而为这些企业的扩张创造了良好的条件。从美国上市企业IPO的数量来看，疫情期间

¹² <https://www.indeed.com/career-advice/finding-a-job/baby-boomer-characteristics>

¹³ Sophie O, Francesco P. Credit Frictions and The Cleansing Effect of Recessions[J], The Economic Journal 127(602) 2015.

¹⁴ 金融条件大于零表示金融市场流动性相对紧张。

宽松的金融环境更为美国优质企业的扩张提供了金融支撑。美国股市全部IPO的数量以及纳斯达克IPO的数量在2020年和2021都创下了二十年以来的最高值，远高于过去二十年的平均水平。大量优质高技术企业通过上市获得了融资，方便其扩大经营规模，吸纳更多的社会资源，从而进一步强化疫情冲击下的“清洗效应”。

第三，从技术储备来看，美国前期大量储备的领先技术，在全球疫情的情况下恰好得到了应用和推广，为“清洗效应”的释放提供了空间。如果没有新工艺或新技术储备，那么即便存在行业结构调整，潜在的生产率上升的空间仍然有限。过去十年、二十年，美国在信息、生物等领域进行了大量的投资和技术研发，而这些技术储备刚好满足疫情期间经济发展的需要，并得到了快速的推广应用。过去十年，美国AI领域的风险投资金额几乎一直稳居世界首位；在生物技术研发方面的优势更为明显，其中生物技术的专利申请在过去二十年始终处于领先地位；美国在数字技术和半导体芯片研究方面的领先优势也不用赘述。新冠疫情的全球蔓延让大量社会活动从线下转为线上、人工转为自动，更让数字技术、半导体、人工智能等高新技术的需求变大；同时为了预防感染以及救助新冠患者，诸如mRNA疫苗、聚合酶抑制剂、蛋白酶抑制剂等具有创新性的医疗产品需求也大幅提升。新冠疫情带来的需求变动，让美国占优的技术储备获得了更多应用。

从疫情爆发开始，美国在生命科学、信息通讯、电子、生物技术等产品的出口增速明显高于往常，也证明了美国过去在信息技术、自动化、生物医药方面研发投入和技术储备正在市场需求推动下转化为生产力，并为“清洗效应”的释放，即让生产资料进入更高效部门，提供了更多空间。

最后，从产业支持的角度来看，疫情期间美国推动的产业政策，同样起到了放大本轮疫情“清洗效应”的作用。为了应对疫情冲击，拜登政府2021年初一上台就签署了《美国供应链行政令》《确保未来由美国工人在美国制造的行政令》。根据这些法案，美国政府会在半导体和先进封装、关键矿物和材料、大容量电池、药物活性成分等领域提高投资，增加对美国工人教育和培训的投入，并扩大美国国内的制造创新和研发等。此外拜登政府还在2021年底签署了总额约为1万亿美元的基建计划，用于“重建美国的道路、桥梁和铁路，扩大

清洁饮用水的供应等”¹⁵。我们认为，这些已经落地的政策或将直接助力相关高生产率行业的发展。又如，2022年5月2日，白宫宣布为美国电池制造业提供31.6亿美元的支持，以推动更好地建设新能源电池产业链¹⁶，这或将继续扩大相关高生产率行业的就业，助力美国制造业结构优化。

美国还有一些产业法案经过讨论也开始陆续落地，也撬动了高科技企业在美投资，强化了本轮的“清洗效应”。比如，2021年6月，美国参议院通过了《美国创新与竞争法案（USIAC）》，其中包含一项520亿美元补贴的半导体行业子法案（CHIPS）。受该法案预期影响，全球最大的芯片制造商台积电已经于2021年6月宣布在美国亚利桑那州投资120亿美元新建一处芯片晶圆生产工厂。第二大芯片制造商三星电子于2021年11月宣布将投资170亿美元在德州建立芯片厂，并于2024年底投入生产。英特尔公司也于2022年1月宣布将在2025年前投资200亿美元用于在俄亥俄州新建芯片生产基地，并将长期投资1000亿美元用于芯片的研发与制造。这些投资让美国更多的社会资源投入到高生产率行业中，从而支撑了“清洗效应”。

虽然短期影响劳动生产率的经济因素还有很多，但强“清洗效应”带来的经济结构优化，有助于提高中长期美国生产率。尽管劳动者更换至高技能岗位后，一般需经历一段磨合期，因此生产率提升往往具有一定滞后性，但根据美国及欧洲部分国家衰退时期的经验，即便不考虑企业的优胜劣汰，对这些国家而言，劳动市场的优化配置大约会提升1-2个百分点的生产率¹⁷。而本轮美国衰退的“清洗效应”还将更多资源注入到高新技术产业，我们认为，这还可能带来产业优化调整的裨益，因此劳动生产率提升的空间可能更大。已经停滞了近乎十年的美国制造业新订单重拾上涨趋势，以及经历磨合适应期后，非农生产率重拾上行趋势¹⁸，也都符合美国本轮疫情冲击下出现强“清洗效应”的判断。

三、全球不平衡的“清洗效应”及含义

¹⁵ <https://www.cnn.com/2021/11/15/biden-signing-1-trillion-bipartisan-infrastructure-bill-into-law.html>

¹⁶ <https://www.energy.gov/articles/biden-administration-announces-316-billion-bipartisan-infrastructure-law-boost-domestic>

¹⁷ Jeroen, V. & Stijn, V. (2022) Productivity growth over the business cycle: cleansing effects of recessions *Small Business Economics*.

¹⁸ 2023年2季度非农部门的劳动生产率环比增速达到3.7%（预期2%），为前三年的最大值。

从2022年3月开始美联储快速收紧货币政策，短短16个月联邦基金利率目标就从0%-0.25%上升至5.25%-5.5%区间，为2001年以来的最高水平。不过随着美国通胀水平的回落，很多经济学家开始预期本轮美国加息周期已经接近尾声。但是美国即将衰退的疑云并没有完全散去，甚至截至本文发布，穆迪仍坚持认为美国在2024年初会出现衰退¹⁹。那么我们究竟该如何看待今明两年美国经济甚至全球的经济格局，背后又有什么含义？从强“清洗效应”来看，美国经济的韧性似乎不会很快消失，而这为我们判断今明两年全球经济走势提供了指引。

首先，疫情期间实现强“清洗效应”，美国有什么经验值得我们借鉴？不可否认，强“清洗效应”的发生具有一定的偶然性。比如，疫情爆发导致美国短时间大范围的失业帮助完成了清洗效应的第一步，但这种情况百年难遇。再比如，2008年金融危机导致美国经济结构长期受到抑制，这为供给侧效率改进提供了更大的空间，不过这种情况并非适用于每个国家。要让强“清洗效应”发生还有一个必要条件，那就是劳动者可以更容易地与更高效的工作岗位进行匹配结合，而美国恰恰在这一方面做了较多工作。疫情期间，美国不仅通过财政、货币以及产业政策，保护和提升就业需求，更重要的是通过直达补贴等政策赋予了劳动者提升自己议价和匹配高薪岗位的能力。这些政策帮助了美国劳动者更有机会找到符合其全部生产潜力的有酬工作，从而推动强“清洗效应”的发生。而强“清洗效应”可以优化中长期经济结构、提升供给侧效率，并能中长期地影响全球经济发展的格局。这提醒我们，防控措施优化之后，在制定政策促进就业时，同样需要重视，与劳动者匹配的就业岗位是否真的发挥了劳动者的潜力。

那么，我们该怎么看今明两年美经济走势呢？由于强“清洗效应”，今明两年美国经济发生衰退的概率可能较小。根据前文的讨论，强“清洗效应”有助于提升劳动者的收入，并且随着劳动者与新岗位的不断适应，企业生产率和盈利都会处于一个上升的通道，企业单位资本的回报也会不断上升，而这有助于增强企业对短期高政策利率环境的容忍度，从而降低限制性货币政策诱发衰退的概率。此外本轮美国工资上涨，更多来自于结构性原因（如高工资岗位比

¹⁹ https://www.moody.com/research/Banks-US-Funding-risks-weaker-profitability-and-turn-in-asset-Sector-In-Depth--PBC_1374660

例上升)，随着高工资岗位就业变得拥挤，劳动供给又会回流低工资岗位，劳动市场的动态调整会削弱所谓“工资-通胀螺旋”的基础。如果地缘政治不出现超预期的恶化，生产效率提升增大供给，美国通胀下滑的趋势很难反转，而这削弱了美联储进一步加速收紧货币政策的必要性。可以说，强“清洗效应”从提升生产效率潜能和缓解政策紧缩压力两方面降低了今明两年美国发生衰退的概率。而强“清洗效应”推动美国家户收入和企业盈利上升，高利率环境则降低了私人部门杠杆率²⁰，共同降低了意外发生衰退时经济下滑的幅度。

此外，由于各国应对疫情政策有别，欧洲和其它一些主要经济体的“清洗效应”较弱，从而导致全球经济发展不平衡，并可能强化其它经济体对美经济增长的依赖。与美国疫情期间大规模的失业不同，欧洲实施的“短时工作计划”等救济方案，通过补贴企业来减少裁员，显著降低了劳动者与工作岗位的分离。欧洲的救助政策虽然减少了疫情对失业的短期冲击（甚至低于金融危机），但却阻碍了实体经济中落后产能的淘汰，进而削弱了“清洗效应”对中长期生产率增长的支撑作用。相较于美国，欧洲经济本来受到俄乌冲突的负面影响就更大，我们认为，更弱的“清洗效应”将会强化这种不平衡的经济格局，从而可能边际增加欧洲经济对美国的依赖性。

最后，全球加息周期进入尾声，但强“清洗效应”可能将继续吸引国际资本流向美国，从而支撑美元及美元资产价格。根据美国财政部的统计，外国购买美国长期证券、短期证券和银行资产的净额从2020到2022年持续上升，美元指数持续处于较高的位置。进入2023年，这种情况有可能得到维持。主要原因在于，2023年欧美主要国家陆续进入加息周期的最后阶段，高利率环境会放大可能的政策变动对全球资本市场的扰动，从而增强全球资本市场的避险情绪。而在欧美国家当中，由于强“清洗效应”美国经济表现相对可能更有韧性，这有助于其维持资本市场“安全湾”的地位，进而继续吸引国际资本流向美国，并可能持续支撑美元及美元资产的价格。

以上观点来自：2023年8月14日中金研究院已发布的《疫情的“清洗效应”与美国供给侧效率提升》

周子彭 分析员 SAC 执证编号：S0080520070004 SFC CE Ref: BRW302

²⁰ 根据OECD统计，美国的私人债务占GDP的比重从2020年的235.3%下降到2022年的217.8%，接近2014年的水平。

专题聚焦

一揽子政策措施促进市场活跃度提升

继7月24日政治局会议作出“活跃资本市场，提振投资者信心”的重要部署以后，证监会于8月18日收盘就贯彻落地情况进行回复²¹，通过成立专项工作组、专门制定工作方案、确定了一揽子政策措施。相关举措涉及投资端、融资端、交易端，A股及港股市场，股票、债券及期货市场，上市公司、投资者、中介机构等方方面面；综合施策、协同发力，推动市场活跃、效率和吸引力的提升。

监管围绕引入源头活水、降低交易成本、提高交易畅通性等重点问题，加快推出可落地、有实效的政策举措，并通过加强部委沟通形成政策合力：

1) 引入源头活水：包括大力发展权益类基金（放宽指数基金注册条件、引导头部基金增加权益基金比例、拓展公募基金投资范围和策略等），提升上市公司吸引力（健全资本市场服务科创的支持机制、强化并完善上市公司分红/回购/减持要求等），发展中国特色指数投资，加强部委协同积极推动社保/保险/年金等中长期资金入市，通过逆周期调节促进一二级市场平衡发展等；

2) 降低交易成本：包括降低证券交易经手率（由万0.487降30%至万0.341），并同步降低券商佣金率，降低两融利率，推进公募基金费率改革全面落地；

3) 提高交易畅通性：包括扩大两融标的范围、将ETF纳入转融通标的、研究适度降低场内融资保证金比率、研究延长A股/交易所债券市场时间、丰富场内外金融衍生工具、研究推出更多金融期货期权品种等；同时，针对港股市场，拓展互联互通标的范围（大宗交易连通/人民币柜台纳入等）、推出国债期货及相关A股指数期货、支持中概股在港双重上市、推动更多境外上市“绿灯”案例等。此外，证监会回应当前A股市场仍以中小投资者为主、现阶段实行T+0交易的时机不成熟。

资本市场活跃度是证券公司最大的基本面，从政策催化的估值提振到后

²¹ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7426770/content.shtml>

续盈利预期改善、以及中长期ROE中枢的提升有望持续演绎；同时，统筹提升A股及港股活跃度亦利好港交所。

静态来看，中介机构减费让利的新要求或对盈利性产生一定的影响，但市场活跃度的有效提升对于业绩的正向提振或更为明显；同时监管提到“适当放宽对优质证券公司的资本约束，提升资本使用效率”更有助于风险管理及综合服务能力领先的头部券商实现可达杠杆上限及长期ROE改善、从而提升中长期估值中枢。



以上观点来自：2023年8月18日中金公司研究部已发布的《一揽子政策措施促进市场活跃度提升》

蒲寒 分析员 SAC 执证编号：S0080517100003 SFC CE Ref: BNR210

龚思匀 分析员 SAC 执证编号：S0080522110004

姚泽宇 分析员 SAC 执证编号：S0080518090001 SFC CE Ref: BIJ003

樊优 分析员 SAC 执证编号：S0080522070009 SFC CE Ref: BRI789

李佩凤 分析员 SAC 执证编号：S0080521070004 SFC CE Ref: BTO526

周东平 联系人 SAC 执证编号：S0080122090113

郑丽江 联系人 SAC 执证编号：S0080122110025

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.8.14 海外宏观周报：美国PPI同比增速或触底反弹
- 2023.8.14 中国图说中国宏观周报：理性看待FDI波动
- 2023.8.15 联合解读：月度数据与资产配置点评
- 2023.8.15 中国宏观热点速评：逆周期调节加码 —— 央行降息点评
- 2023.8.15 中国宏观热点速评：数据低于预期，逆周期政策加力 —— 2023年7月经济数据点评
- 2023.8.15 联合解读：7月经济数据与资产配置
- 2023.8.17 中国宏观热点速评：稳增长，提信心 —— 国务院第二次全体会议速评
- 2023.8.18 中国宏观热点速评：强调稳汇率，但也会松货币 | 二季度货币政策执行报告点评
- 2023.8.19 海外宏观周报：上调美国GDP增长预测

策略及大宗商品

- 2023.8.15 主题策略：解析A股近期资金全景动向
- 2023.8.15 大宗商品：7月数据点评：生产端与宏观预期的“温差”
- 2023.8.17 主题策略：从全球养老金机构看资产配置（3）：丹麦ATP的对冲组合和风险因子投资
- 2023.8.17 主题策略：估值调到哪了？
- 2023.8.18 大宗商品：农产品：美豆：天气市之后，价格将落在何处？
- 2023.8.19 全球资金流向监测：主动外资流出扩大
- 2023.8.20 海外市场观察：美股是否危险了？ 2023年8月14日~20日
- 2023.8.20 海外中资股策略周报：市场再度逼近支撑位
- 2023.8.20 A股策略周报：资本市场改革助力信心提振
- 2023.8.20 海外中资股策略：恒指及港股通调整影响分析（2023-8）
- 2023.8.20 大宗商品：黄金：预期回调，避险渐远
- 2023.8.20 大宗商品：农产品：农桑时录（11）：短期利多出尽，上行动能放缓

固定收益

- 2023.8.14 简评：宏微转债上市定价分析
- 2023.8.14 简评：新疆众和转债投资价值分析
- 2023.8.14 简评：阳谷转债上市定价分析
- 2023.8.14 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.8.14 简评：神通转债上市定价分析
- 2023.8.14 简评：煜邦转债上市定价分析
- 2023.8.14 中资美元债周报：美债利率承压，高收益地产下挫

- 2023.8.15 简评：2023年H1土拍市场及政府专项债压力
- 2023.8.15 简评：降息进一步打开债券利率下行空间
- 2023.8.15 简评：内需走弱，财政和货币政策仍有发力空间——7月经济数据分析
- 2023.8.15 简评：天源转债上市定价分析
- 2023.8.15 简评：立中转债上市定价分析
- 2023.8.16 中国房地产债券月报：7月房地产债券月报：基本面仍未改善
- 2023.8.16 简评：易瑞转债投资价值分析
- 2023.8.16 简评：荣23转债投资价值分析
- 2023.8.16 简评：新23转债投资价值分析
- 2023.8.17 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.8.17 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.8.17 简评：福立转债投资价值分析
- 2023.8.17 简评：货币政策稳中求进，趋势而言仍有空间——二季度货币政策执行报告点评
- 2023.8.17 专题研究：地方债务风险化解的重要抓手——地方债债务置换的回顾及展望
- 2023.8.18 中国可转债策略周报：“异军突起”的转债年金
- 2023.8.19 信用债收益率跟踪周报：7月广义基金增持信用债创年内新高
- 2023.8.19 中国利率策略周报：从各类型投资者行为看后续债市演进
- 2023.8.19 简评：货币政策放松，高频数据边际企稳——中金固收高频数据跟踪

行业

- 2023.8.14 REITs：公募REITs周报（8.7-8.11）：价涨量缩，年中分红和新发审批推进
- 2023.8.14 半导体：中金看海外公司 | Micron：存储周期里的“弄潮儿”
- 2023.8.14 机械：工程机械&叉车月报：7月挖机出口需求下滑，叉车延续稳健增长
- 2023.8.14 软件及服务：泛国产化更新：中观和微观维度均边际改善
- 2023.8.14 科技硬件：“芯”前沿系列：AIGC推动存储架构新变革
- 2023.8.14 家电及相关：家电出口产业链改善，洗衣机先行
- 2023.8.14 主题研究：高压快充，破解新能源车里程焦虑新解法
- 2023.8.14 机械：人形机器人前沿03：运动控制，产业命脉守护者
- 2023.8.15 轻工日化：宠物全产业链研究：萌宠来袭，长坡厚雪
- 2023.8.15 不动产与空间服务：周评#353：新房销售环比再走低
- 2023.8.15 不动产与空间服务：城中村改造四问四答
- 2023.8.15 传媒互联网：OTT行业：革故鼎新，或迎变局
- 2023.8.15 传媒互联网：电竞系列：电子竞技产业图谱拆解
- 2023.8.15 交通运输物流：双周报#371：团队游进一步放开

- 2023.8.15 软件及服务：AI动态跟踪：ChatGPT持续升级迭代，实用性进一步提升
- 2023.8.15 机械：五金工具月报：6月终端需求降幅收窄，龙头企业下修收入指引
- 2023.8.15 房地产：7月房地产基本面指标仍弱，静待政策落地
- 2023.8.15 半导体：中金看海外公司 | 德州仪器：全球模拟芯片巨头，百年老店基业长青
- 2023.8.15 煤炭：7月点评：供需增速放缓；非电用煤较弱
- 2023.8.16 可选消费：7月社零同比+2.5%，服务性消费增势较优
- 2023.8.16 基础材料：7月点评：玻璃需求改善，水泥仍在磨底
- 2023.8.16 钢铁：7月数据点评：“弱现实，强预期”再现
- 2023.8.16 可选消费：咖啡机：乘现磨咖啡之风，挖掘行业卖铲者
- 2023.8.16 建筑与工程：7月基建投资、中标均边际走弱；继续看好中特估+带路主题投资机会
- 2023.8.16 传媒互联网：7月电商数据：增速放缓，渗透率仍有提升
- 2023.8.16 银行：央行再度降息
- 2023.8.16 科技硬件：中金看海外公司 | 高通：全球无线通信引领者，移动互联时代先锋
- 2023.8.16 可选消费：数说消费8月刊：暑期催化，服务消费亮眼
- 2023.8.16 酒类食品饮料：酱酒专题系列二之产区专题：赤水为带，茅台镇为核，塑造酱酒黄金产区
- 2023.8.16 机械：核电装备赛道：四代技术晨曦微露，设备企业焕发新春
- 2023.8.16 金融：金融科技月观察：期待积极的政策提升风险偏好
- 2023.8.16 家电及相关：中国供应链驱动，全球高速吹风机科技普惠
- 2023.8.17 交通运输物流：在不确定性中拥抱确定性—重申交运高股息资产配置价值
- 2023.8.17 化工：PPI或确认见底，期待逆周期政策
- 2023.8.17 电力电气设备：FA运动控制（控制层）：工业控制技术的“明珠”
- 2023.8.17 交通运输物流：航空7月点评：客运量创月度新高，客座率表现亮眼
- 2023.8.17 保险：资产端情绪再至低点，提示保险布局机会
- 2023.8.18 造纸：海外纸浆产业链跟踪：静待上行拐点
- 2023.8.18 农业：生猪月度复盘：猪价短期拉涨，后市上行动能不足
- 2023.8.18 金融：一揽子政策措施促进市场活跃度提升
- 2023.8.18 REITs：公募REITs周报（8.14-8.18）：市场降温回落，证监会重申加快推动REITs常态化发行
- 2023.8.18 软件及服务：工业软件系列之仿真篇：正向研发的加速器
- 2023.8.19 银行：2Q23银行监管数据点评：利润增速小幅改善，低估值隐含市场对未来风险暴露的担忧
- 2023.8.19 机械：开工小时同比下降，关注新技术变化趋势

- 2023.8.20 机械：人形机器人8月专题：世界机器人大会顺利召开，产业新品百舸争流
- 2023.8.20 日常消费：周思考：白酒淡季宴席仍有不错表现，大众品关注复苏趋势
- 2023.8.20 医疗健康：反腐进行时，关注中报业绩和未来展望
- 2023.8.20 半导体：周报（08/18）：进入中报发布密集期，行业基本面触底得到进一步印证
- 2023.8.20 传媒互联网：周报：板块震荡下行，关注二季度业绩分化
- 2023.8.20 金融：一揽子政策提升市场活跃度，提示保险布局机会
- 2023.8.20 传媒互联网：互联网周思考：本周大多公司2Q业绩平平
- 2023.8.20 公用事业：风光公用环保周报：光伏组件价格终企稳，关注风光景气度边际上行
- 2023.8.20 电力电气设备：电新周报：国内储能项目开标活跃，持续看好人形机器人未来前景
- 2023.8.20 有色金属：稀土价格持续回升，锂盐市场或旺季不旺
- 2023.8.20 有色金属：钼价短暂承压，锑锗维持强势，钨钒镁较为疲软



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn