

Jackson Hole会议论文解读

——海外观察：2023年Jackson Hole会议

证券分析师

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

联系人

董澄溪
dcx@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**2023年Jackson Hole会议主题为“全球经济的结构性变化”，会上几位经济学家分享并讨论了近期研究成果。
- **核心观点：**2023年Jackson Hole全球央行年会侧重于讨论疫情后全球经济发展的长期结构性趋势。Jackson Hole会议上的论文往往与货币政策的影响较为相关，能体现全球央行行长目前的主要关切。本次会议上分享的三篇论文，主题分别是1) 货币紧缩对于创新的影响；2) 如何增加美国国债市场韧性；3) 全球供应链的重新分配。本篇报告对于三篇论文的主要观点进行了梳理和解读。对我国的影响和启示：1.从货币与创新一文看，创新发展需要宽松的货币政策环境。我国正处于创新发展的关键时期，可能需要相对宽松的货币环境。2.从全球供应链一文看，对中国直接采购减少，间接依赖增加，成本增加，美国对中国商品的关税几乎完全由美国买家承担，通过更高的价格转嫁给消费者。此文或对稳定美国贸易政策带来一定正面影响。
- **论文一：货币政策与创新（Ma & Zimmermann, 2023）**
 - **主要观点：**传统观点认为货币政策对经济仅有短期影响，长期影响是中性的。本篇论文认为，货币政策可以通过需求及金融条件两个渠道影响创新，进而对实际产出水平产生长期影响。
 - **实证研究发现：**在100bps的紧缩之后，未来1-3年，研发支出下降约1%至3%，风险投资下降可达到25%。未来2-4年，基于专利经济价值测算的总体创新指数下降可达到9%，意味着在随后5年中，产出水平和全要素生产率可能分别降低1%、0.5%。
 - **影响渠道：**1.需求下降，导致创新的期望收益减少，对高贝塔行业影响尤为显著，对大型上市公司也有影响。2.金融条件紧缩导致资金和风险承担意愿减少，早期阶段的风险投资减少、融资成本上升。
 - **现实意义：**从2012年到2021年，风险投资每年增长约20%；自2022年以来，每年下降约30%，主要行业都受到波及，这是对过高估值的修正还是持续低迷的开始仍有待观察。**研究者并不认为货币政策应该因此变得更鸽派**，因为试图通过货币宽松来持续刺激经济可能适得其反。在经济衰退时（例如在金融危机时）或需要进行货币政策紧缩时（例如在通胀压力下）可以采取其他政策，以放松供给侧的限制并支持创新。
- **论文二：再论美国国债市场韧性（Duffie, 2023）**
 - **主要观点：**美国国债市场的韧性受到交易商资产负债表规模的限制。受美国政府的大额财政赤字及监管资本要求影响，交易商的资产负债表缩水是长期趋势。自2007年以来，一级交易商的资产负债表规模（相对于存量美债规模）已经缩小了近四倍。交易商资产负债表的规模限制和灵活性限制，导致在出现“抢购现金”（如新冠疫情时）的情况下容易丧失中介能力，进而导致国债市场失灵。
 - **政策建议：**广泛的中央清算和全对全交易（即所有市场参与者都可以按照彼此提供的报价进行交易）能够显著增加市场韧性。通过实时的交易后报告以及改善资本监

管形式，特别是补充杠杆比率，可以进一步提高交易商的中介能力。透明的官方购买计划有助于进一步强化市场韧性。

➤ 论文三：全球供应链：即将到来的“大重组”（Alfaro & Chor, 2023）

- **主要观点：**全球供应链即将发生“大重组”。美国从中国的直接采购减少，低劳动力成本地区（主要是越南）以及近岸/友岸替代方案（尤其是墨西哥）的进口份额增加。美国进口的产品也更加上游，表明生产正在重组。研究者对导致这种重组的政策发出警告：这些措施未必会减少美国对与中国相关的供应链的依赖，而且已经出现了越南和墨西哥进口价格上涨的迹象，可能导致成本上升。
- **趋势：**1990s-2017年，美国进口从高收入国家（日本和加拿大）向低收入国家（中国和墨西哥）转移，但上述高收入国家通过外商直接投资（FDI）继续参与美国的贸易，以规避政策障碍、应对国内成本上升。2017-2022年，中国占美国进口的份额从2017年的21.6%下降至2022年的16.5%。其他低工资制造业国家是主要受益者，越南和墨西哥都在美国对中国征收的较高关税的产品上反应更大。由于制造业回归，美国进口产品的产业链定位更偏上游。
- **原因：**产业链再分配是由政策有意驱动的。2018年起，特朗普政府逆转了美国几十年来对贸易自由化的偏好，引入了一系列关税，最终涵盖了美国从中国进口的几乎所有商品。尽管总部位于美国的公司可能最初对重新配置全球供应链的固定和沉没成本犹豫不决，但拜登政府继续实施这种关税政策已经开始使许多公司摆脱了观望态度。同时，美国政府官员一直鼓励友好化和近海供应链，以减轻供应链风险，尤其是地缘政治风险。拜登政府在《通胀降低法》《芯片和科学法》等法案中宣布的大规模产业政策进一步明确了其意图，通过慷慨的补贴来增强国内制造业。鉴于两党都希望增加美国制造业就业，这些政策方向在可预见的未来，甚至在2024年的下一次总统选举后也不太可能改变。
- **影响：**1) 贸易脱钩的真实程度有待观察。尽管中国在美国进口中的份额有所下降，但其在欧洲进口中的份额却上升了。中国近年来在越南和墨西哥的贸易和外国直接投资方面也有所增加。这意味着美国实际上仍通过与这些第三方国家的贸易和供应链联系间接与中国相连接。2) 对美国企业利润和生产效率的影响有待评估。美国对中国商品的关税几乎完全由美国买家承担，通过更高的价格转嫁给消费者。包括越南和墨西哥在内的其他替代来源国进口的价格上涨。振兴美国制造业也需要很多成本（可靠的供应链、运输网络、适应性强的熟练劳动力、专业工厂等）。
- **政策建议：**进一步评估政策影响。制定更多的框架来正式评估从重新国内生产中获得的动态收益——比如由聚集效应或增加的美国制造业创新所带来的收益，是否能够抵消追求这一目标所产生的静态福利损失。

➤ **信息来源：** <https://www.kansascityfed.org/research/jackson-hole-economic-symposium/jackson-hole-economic-policy-symposium-structural-shifts-in-the-global-economy/>

➤ **风险提示：**虽然是影响力较大的央行行长参加的会议上发表的论文，但也只是研究者观点，只代表业界的一种声音，并不代表政府政策定位。

一、评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20% |
| | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20% |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
| | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15% |

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089