

货币政策真能不管 GDP 吗？

核心观点

近日市场对央行是否取消 GDP 增长目标讨论度较高，对此问题我们认为核心在于理解我国央行的多目标制。我国央行共七个最终目标，市场关于货币政策 90% 的错判来自于对多目标制的不熟知。货币政策最终目标过多会导致中央银行行为扭曲，化简货币政策最终目标体系已逐步提上日程，当前去掉 GDP 增速目标是央行的核心矛盾，其关键在于提高就业的重要性。但化简最终目标体系将是一个长期的过程，短期对市场影响有限。中长期看，跨周期调节理念的引入，会导致货币政策子弹后移，我们认为中长期只要就业没有大的问题，货币政策环境将一直处在中性略偏紧的状态保持金融稳定。在此情况下，映射到资产表现，股票市场要坚定看好人民币核心风险资产，债券市场未来长期利率将是宽幅震荡中枢下行。

□ 市场关于货币政策 90% 的错判来自于对多目标制的不熟知

我国央行与海外经济体央行最大的差别之一即实行多目标制，我国央行共七个最终目标（四项常规目标经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡，还包括隐性目标金融稳定，以及转轨时期的金融改革和开放、发展金融市场这两个动态目标），远多于其他主要经济体。货币政策最终目标过多，会导致中央银行行为扭曲，几项最终目标常常存在矛盾和冲突，保一个可能恶化另外一个，如稳增长、保就业与控通胀、金融稳定、国际收支平衡之间就可能存在矛盾。央行持续使用“稳健”表述的主要源于在多目标制的情况下，为政策调控留足空间。我们认为关注稳健这一措辞意义不大，还需再做细分，分析实质，我们又将稳健的货币政策更加细分为稳健略宽松、稳健中性、稳健略紧缩以及稳健灵活适度四种状态。对央行最终目标的重要性进行排序，关注主要矛盾来判断其货币政策取向。

□ 化简货币政策最终目标已提上日程，但将是长期过程

货币政策多目标制增加了我国央行政策调控难度，化简货币政策最终目标体系已逐步提上日程，当前去掉 GDP 增速目标是央行的核心矛盾，而提高就业的重要性是去掉 GDP 目标的关键，但这将是一个长期的过程。孙国峰司长 2021 年 1 月中旬发表的央行研究文章《健全现代货币政策框架》中“优化货币政策目标体系”部分明确强调“要以服务实体经济为方向，将就业纳入考量”，在“健全现代货币政策框架的重大举措”部分强调“更加重视就业目标”。就业已经在 2020 年上半年成为货币政策首要目标，但市场对此仍不够熟悉，现阶段我国有三个主要的就业指标：城镇新增就业人数、城镇调查失业率、城镇登记失业率，其中城镇调查失业率最为重要。市场如何观察去掉了货币政策 GDP 目标？首先，政府工作报告去掉 GDP 年度增长目标；其次，中央银行法修订相关内容。

□ 货币政策最终目标化简，对市场短期长期影响是什么？

化简货币政策最终目标体系将是一个长期的过程，GDP 目标的取消也将是渐进推进，短期对市场影响有限。中长期看，跨周期调节理念的引入，会导致货币政策子弹后移，跨周期调节的战略定位主要是解决中长期经济周期波动问题，即会考虑下一次经济下行压力大时，是否还有充足的工具可以使用，政策与过去相比会更加节制。因此，长期看经济受到意外冲击时，不能对货币政策宽松力度和时间长度预期过高，只要就业没有大的问题，货币政策环境将一直处在中性略偏紧的状态保持金融稳定。货币政策环境长期中性略偏紧，股票市场要坚定看好人民币核心风险资产，债券市场未来长期利率将是宽幅震荡中枢下行，不能只根据名义 GDP 来判断名义利率，要根据货币政策即资金供求关系来判断名义利率，利率本质仍是资金价格的体现。

风险提示：短期经济意外冲击使得稳增长与保就业相互映射，扰动货币政策；出现剧烈信用收缩，使得狭义金融稳定绑架货币政策，使得政策边际宽松以维稳市场。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

正文目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 市场关于货币政策 90%错判来自于对多目标制的不熟知 | 4 |
| 1.1. 我国央行有多少个最终目标？ | 4 |
| 1.2. 货币政策最终目标过多，会导致中央银行行为扭曲 | 5 |
| 1.3. 货币政策每年都“稳健”，源于多目标给自己留空间 | 7 |
| 2. 化简货币政策最终目标已提上日程，但将是长期过程 | 9 |
| 2.1. 去掉 GDP 增速目标是化简货币政策最终目标的核心矛盾 | 9 |
| 2.2. 增加就业在货币政策最终目标重要性是去掉 GDP 目标的关键 | 10 |
| 2.3. 就业已经在 2020 年上半年成为货币政策首要目标，市场不熟悉 | 10 |
| 2.4. 三个就业指标哪个最重要？调查失业率！ | 11 |
| 2.5. 市场如何观察去掉了货币政策 GDP 目标？ | 12 |
| 3. 货币政策最终目标化简，对市场短期长期影响是什么？ | 13 |
| 3.1. 货币政策最终目标化简是长期过程，短期对市场基本没有影响 | 13 |
| 3.2. 跨周期调节理念的引入，会导致货币政策子弹后移 | 13 |
| 3.3. 长期看经济受到意外冲击时，不要对货币政策宽松力度和时间长度预期过高 | 13 |
| 3.4. 长期看只要就业没有大的问题，货币政策环境一直处在中性略偏紧的状态保持金融稳定 | 13 |
| 3.5. 货币政策环境长期中性略偏紧，股票市场要坚定看好人民币核心风险资产 | 14 |
| 3.6. 债券市场未来长期利率处于宽幅震荡中枢下行 | 14 |
| 风险提示 | 15 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 我国央行最终目标比较多 | 4 |
| 图 2: 历年政府工作报告 GDP 增长目标及实际增速 | 5 |
| 图 3: 历年政府工作报告 CPI 目标及实际增速 | 5 |
| 图 4: 2020 年下半年上证综合指数市盈率快速上行超过中位数 | 6 |
| 图 5: 2020 年一线城市房价同比明显抬升 | 6 |
| 图 6: 2020 年一线城市房价环比快速上行超二、三线城市 | 6 |
| 图 7: 2020 年估算我国宏观杠杆率 (BIS 口径) 显著抬升 | 7 |
| 图 8: 近年我国货币政策状态总结 | 8 |
| 图 9: 货币政策首要目标切换影响货币政策基调 | 8 |
| 图 10: 货币政策稳健、非稳健历史梳理 | 8 |
| 图 11: 化简货币政策最终目标体系已逐步提上日程 | 9 |
| 图 12: 保就业的重要性不断提升 | 10 |
| 图 13: 2020 年 8 月末起 DR007 波幅明显加大 | 11 |
| 图 14: 净新增城镇就业人数和城镇新增就业人数统计口径的区别 | 11 |
| 图 15: 调查失业率与登记城镇失业率的对比 | 12 |

图 16: 长期看, 货币政策中介目标 M2 增速可能长期坚持等于或略低于 GDP+CPI 增速..... 14

1. 市场关于货币政策 90%错判来自于对多目标制的不熟知

1.1. 我国央行有多少个最终目标？

我国央行与海外经济体央行最大的差别之一即实行多目标制，我国央行共七个最终目标，远多于其他主要经济体。2016 年周小川行长在参加 IMF 研讨会谈到人民银行货币政策目标时谈到，“长期以来，中国政府赋予央行的年度目标是维护价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡。从中长期动态角度来看，转轨经济体的特点决定了中国央行还必须推动改革开放和金融市场发展，这么做的目的是为了实行动态的金融稳定和经济转轨，转轨最终是为了支持更有效、更稳定的经济”。

因此，我国央行货币政策最终目标不仅包括四项常规目标经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡，还包括隐性目标金融稳定，以及转轨时期的金融改革和开放、发展金融市场这两个动态目标。与美国不同，美联储的最终目标主要跟踪就业及物价水平，而欧央行及日央行均核心在于稳定物价。

图 1：我国央行最终目标比较多

| 货币政策 | | |
|--|---|--|
| 操作工具 | 中介目标 | 最终目标 |
| 调整基准利率； 调整商业银行的法定存款准备金率； 公开市场操作； 再贷款、再贴现。 | 数量型： 货币供应量（M2）； 社会融资规模； 价格型： 利率； 汇率。 | 经济增长； 物价稳定； 充分就业； 国际收支平衡； 隐性目标：金融稳定 金融改革和开放； 发展金融市场。 |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

目标阈值如何确定？经济增长、物价稳定、充分就业三项目标的跟踪指标分别为国内生产总值（GDP）同比增速、居民消费价格指数（CPI）同比增速及全国调查失业率，阈值主要依据年初政府工作报告制定的目标值。其中，调查失业率目标制定始于 2018 年，此前仅制定登记失业率目标值，但由于数据存在一定程度的失真，政策参考性较弱。对于国际收支平衡，央行较为关注经常账户差额、资本和金融账户差额及外汇储备等数据，目前没有明确的目标值设定。对于金融稳定目标，没有明确的跟踪指标，可通过跟踪政府重要措辞的变化做判断。

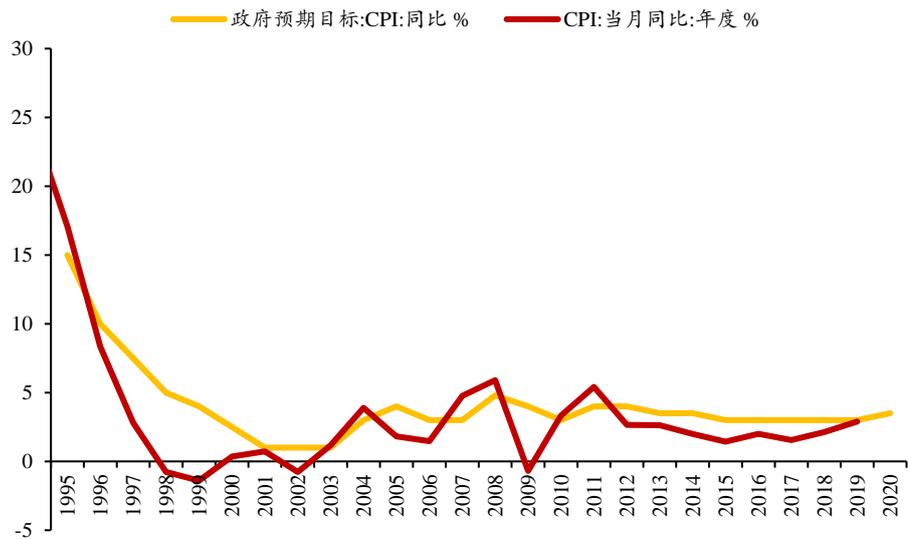
图 2：历年政府工作报告 GDP 增长目标及实际增速



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

注：2019 年为区间目标值 6-6.5%

图 3：历年政府工作报告 CPI 目标及实际增速



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

1.2. 货币政策最终目标过多，会导致中央银行行为扭曲

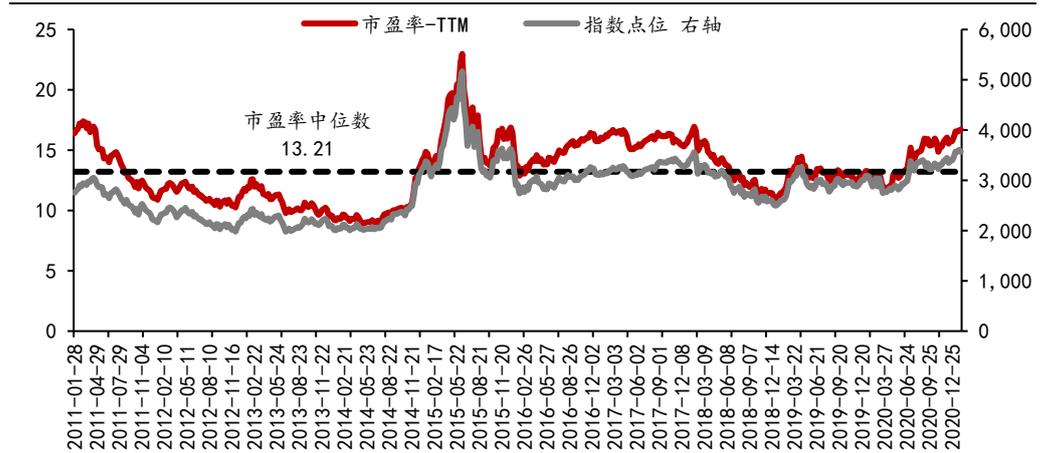
根据丁伯根原则（政策工具的数量至少要等于目标变量的数量），一个货币政策最终目标应有相应的政策工具与之对应，但我国央行实际上可运用的工具不足（准备金率、利率、再贷款等），而最终目标又过多，众多货币政策最终目标之间还可能存在互相矛盾的逻辑。

货币政策最终目标过多，会导致中央银行行为扭曲，几项最终目标常常存在矛盾和冲突，保一个可能恶化另外一个。如稳增长、保就业与控通胀、金融稳定、国际收支平衡之间就可能存在矛盾，当货币政策以稳增长、保就业为首要目标，采取稳健略宽松的货币政策，通过总量和结构性的宽松政策、释放大量流动性，可能推升通胀

或通胀预期；或加剧资产价格泡沫，推升宏观杠杆率；若国内的宽松货币政策与美国节奏相反，可能压制人民币汇率，进而冲击国际收支平衡。

以2020年为例，疫情前后，货币政策均以保就业、稳增长为首要目标，维持稳健略宽松的基调，2020年末，M2、人民币贷款、社会融资规模增速均较2019年底有明显提高。但政策也一定程度上推升了资产价格泡沫和宏观杠杆率。2020年下半，股市行情快速拉升，上证综合指数市盈率快速上行，截至2021年1月26日已达到16.7，明显高于历史中位数13.21。

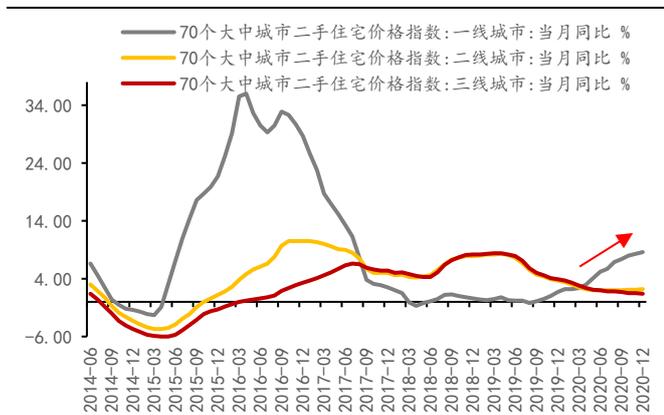
图 4：2020 年下半年上证综合指数市盈率快速上行超过中位数



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

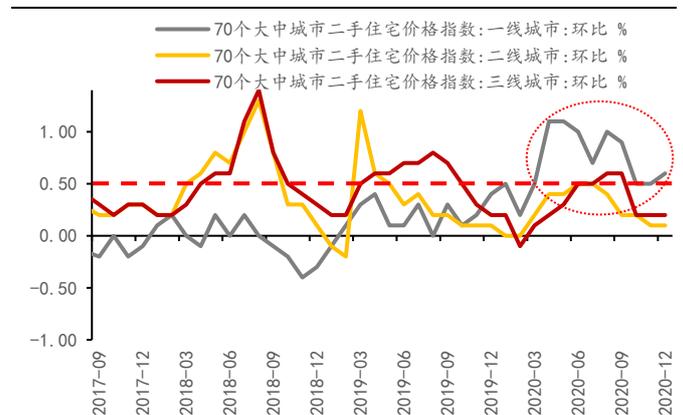
与之相似，2020年，一线城市二手房价同比和环比均出现了明显抬升，显著高于二、三线城市。截至2020年12月，一线城市二手房价当月同比增速达到8.6%，较2019年底大幅提高了6.9个百分点，与之相比，二、三线城市同比增速分别为2.2%和1.4%，较2019年末继续回落了1.5和2.5个百分点，流动性宽松的情况下，供需关系更为紧张的一线城市房价涨幅较为突出。环比来看，2019年一线城市房价环比增速低于二、三线城市，但2020年大幅走高至二、三线城市上方，2020年12月仍然环比正增长+0.6%，二、三线城市数据为+0.1%和+0.2%。为抑制过快上行的房价，2021年1月，上海印发《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》，深圳发布《关于进一步加强我市商品住房购房资格审查和管理的通知》，强化楼市调控。

图 5：2020 年一线城市房价同比明显抬升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

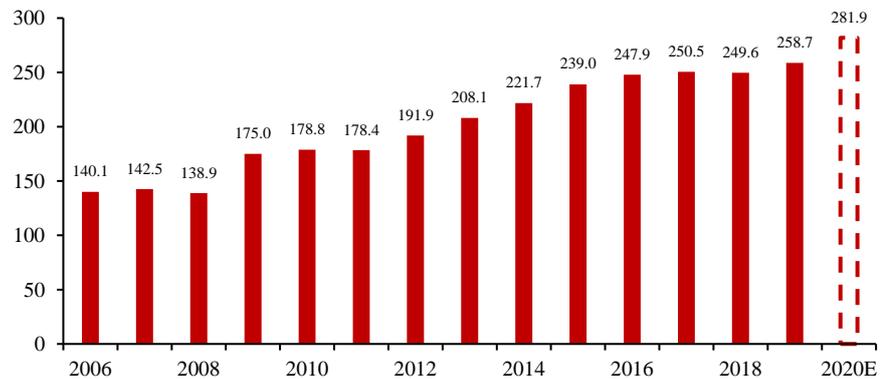
图 6：2020 年一线城市房价环比快速上行超二、三线城市



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

另外，我们估测 2020 年宏观杠杆率（BIS 口径）攀升至 282% 的水平，较 2019 年末的 258.7% 高出 23.2 个百分点，杠杆率显著抬升也是大规模宽松政策的后遗症，所蕴藏的金融稳定问题也成为当前及未来货币政策的核心考量。

图 7：2020 年估算我国宏观杠杆率（BIS 口径）显著抬升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

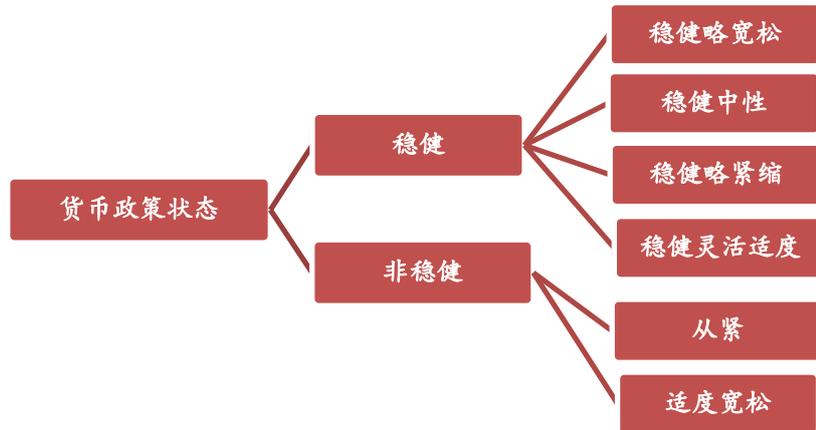
1.3. 货币政策每年都“稳健”，源于多目标给自己留空间

近年来，“稳健”的货币政策几乎贯穿始终，我们统计 2001 年央行开始发布货币政策执行报告以来的表述后发现，只有两个时间段央行没有使用“稳健”的货币政策，分别是 2007 年至 2008 全球金融危机爆发之前使用了“从紧的货币政策”，以及 2008 全球金融危机爆发至 2009 年使用了“适度宽松”的货币政策表述。除此之外，我国货币政策的表述均为“稳健”。

央行持续使用“稳健”表述的主要源于在多目标制的情况下，为政策调控留足空间，这也是孙国峰司长在 2021 年 1 月中旬发表的央行研究文章《健全现代货币政策框架》中所说“在多重目标中寻求动态平衡”的核心。因此，我们认为关注稳健这一措辞意义不大，还需再做细分，分析实质。

我们按照货币政策最终目标决定状态，货币政策工具作为验证的基本逻辑又可以将稳健的货币政策更加细分为稳健略宽松、稳健中性、稳健略紧缩以及稳健灵活适度四种状态。即在判断货币政策取向的时候只能抓住主要矛盾，随着国内、国际经济背景的变化，对央行最终目标的重要性进行排序，关注主要矛盾来判断其货币政策取向。当央行将稳增长、保就业作为首要目标时，采取稳健略宽松的货币政策；当央行将物价稳定作为首要目标时，采取稳健略紧缩的货币政策；当央行将金融稳定、国际收支平衡作为首要目标时，采取稳健中性的货币政策；当几项最终目标均不是首要目标，即首要目标缺失时，采取稳健灵活适度的货币政策。我们在下文分别汇总了我国央行稳健、非稳健货币政策的梳理。

图 8：近年我国货币政策状态总结



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：货币政策首要目标切换影响货币政策基调



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：货币政策稳健、非稳健历史梳理

| 时期 | 具体时间段 | 状态判断 | 操作工具 | 主要目标 |
|----------|-------------|-------|---------------------|---------------|
| 实施稳健货币政策 | 2003-2004 年 | 稳健略紧缩 | 提升准备金率的同时进行贷款基准利率加息 | 物价稳定 |
| | 2005 年 | 稳健中性 | 发行央行票据回收外汇占款，汇 | 国际收支平衡，同时关注隐性 |

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_18430



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn