

分析师: 周建华

登记编码: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

开年之际: 宏观经济形势与货币政策走向

——宏观专题

证券研究报告-宏观专题

发布日期: 2021 年 01 月 11 日

相关报告

- 1 《宏观报告: 步入温和通胀区间的前奏-12 月 PMI 点评》 2020-12-31
- 2 《宏观报告: 货币政策延续稳健, 着重精准导向-国常会点评》 2020-12-23

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

投资要点:

● 经济增长走向: 路径前瞻需穿透经济增长本质

受 2008 年全球金融危机冲击, 我国潜在经济增速开始长期下滑, 因此疫情因素对于潜在增长的影响不可忽视。较乐观情形下, 2021 年增长将呈现出前高后低的走势, 一季度同比可以达到 20%, 全年累计同比在 10% 左右。但我们需要穿透“基数效应”看到经济增长的内在路径, 即正确看待 2020 上半年较低基数下对应的今年高速增长, 警惕被同比数据误导。2021 上半年远远高于潜在增速的同比值, 是经济在回归潜在增速后形成的“同比基数效应”, 并不代表经济的实质运转区间, 而环比数据则更能反映当前经济与潜在增长路径的相对关系。预计 2020 年四季度或今年一季度经济将完全回归潜在增长路径, 产出缺口将会收敛至 0 附近并逐步转向正缺口, 届时环比增速将达到高点, 随后回落并进入 1.5% 左右的稳健区间。

● 通货膨胀走向: 需求将主导温和收敛的节奏

如果货币政策当局不采取通胀补偿策略, 此时通胀主要取决于预期成分以及短期内的产出复苏状况, 后者则核心取决于货币当局的对冲力度。根据历史经验, 我国长期通胀目标为 2% 左右, 预计未来通胀将逐步收敛至这一水平。本轮 CPI 进入通缩区间是下游需求复苏不足的体现, 从年中以来 GDP 当季同比转正, 但核心 CPI 持续保持在 0.5% 的水平也印证了需求复苏偏弱。按当前节奏, 由于下游需求复苏空间很大, 若上半年需求侧管理绩效较好, 预计 CPI 能在年中达到 2% 水平, 随后步入稳健区间。

● 货币政策走向: 实体流动性——信用或边际收紧

我国经济增长已经逐步企稳, 且不具备明显通胀的基础, 因此将币值稳定作为首要目标, 主要是稳定对内币值, 保证通胀逐步收敛至 2% 左右的温和水平。这一目标主要依靠“保持货币供应量和社融规模增速与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”实现。历史上合意通胀率下的名义 GDP 增速与 M2 增速基本一致, 如果要控制通胀逐步收敛至温和区间, 势必需要采取前瞻性货币政策; 可以预见经历 2020 年的宽松之后, 随着经济增长水平回归潜在路径, 社融以及 M2 增速也要对应回落。

● 货币政策走向: 金融流动性——货币或维持宽松

预计随紧信用政策在经济企稳后逐步展开, 或类似于以往, 采取宽货币政策对冲, 银行间流动性可能依旧保持充裕, 短期资金中枢或将继续维持。

风险提示: (1) 通胀节奏预测存在不确定性 (2) 宽货币政策存在不确定性 (3) 经济出现超预期波动

内容目录

1. 经济增长走向：路径前瞻需穿透经济增长本质	4
2. 通货膨胀走向：需求将主导温和收敛的节奏	1
3. 货币政策走向：实体流动性——信用或边际收紧	1
4. 货币政策走向：金融流动性——货币或维持宽松	1

图表目录

图 1：当前我国潜在经济增速处在 5%~6%	4
图 2：经济产出水平回到潜在路径后仍存在“同比基数效应”	1
图 3：历史上我国通胀目标在 2% 左右的温和水平；PPI 与 CPI 走势市场背离	1
图 4：核心 CPI 不动或表明需求偏弱	1
图 5：预计 2021 年中通胀步入温和区间	1
图 6：历史上名义 GDP 增速与 M2 基本一致	1
图 7：广义货币供给与社融增速在 2020 年高速增长	1
图 8：2020 年短期资金利率	1
图 9：2020 年公开市场操作	1
图 10：2020 年中期资金利率	1
图 11：2020 年 MLF 投放状况	1

表 1：不同潜在产出水平的情景预测分析	4
---------------------------	---

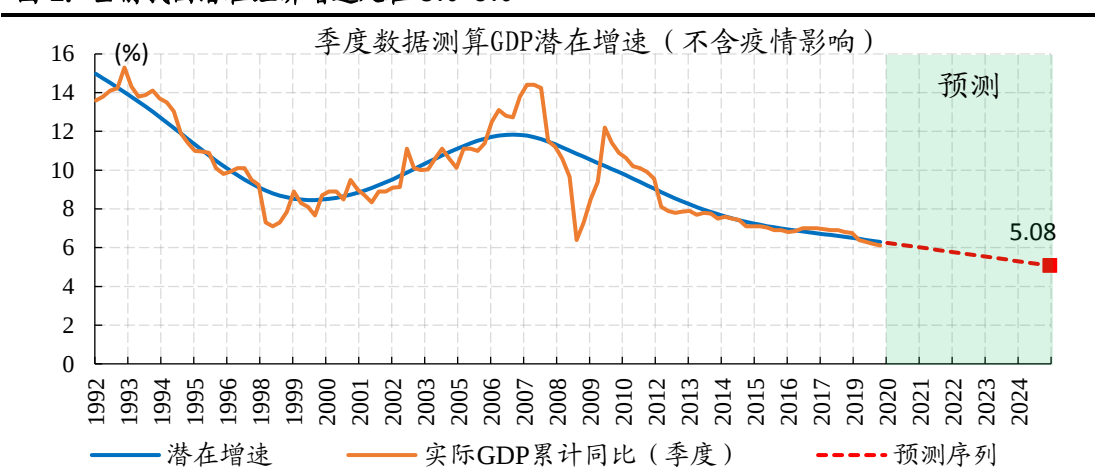
1. 经济增长走向：路径前瞻需穿透经济增长本质

经济增长的潜在增速对应潜在产出，“潜在产出”是指资本和劳动力等生产要素得到充分利用的条件下，总产出可以达到的水平；也可以理解为，“在一段时间内，不引发通胀条件下可以达到的产出水平”。其反映了没有名义粘性影响下，宏观经济运行的理想状态。

根据新一新古典综合的经济分析范式，经济增长存在两大类经济波动：第一种是长期经济周期下，潜在经济增长本身存在的波动；另一种则是短期外生冲击带来的波动。对于前一类波动，RBC 理论认为，经济会对生产要素本身的冲击作出优化反应，从而形成波动，因此政府无法也不应尝试熨平这样的波动；而对于第二类波动，按照新凯恩斯名义刚性的角度，在通胀预期尚未完全调整之前，政府有能力也应当对冲短期波动，从而将增速稳定在潜在增速附近。

按照实际 GDP 的季度数据进行 HP 滤波处理，可以粗略得到我国经济增长的潜在增速（如图 1 所示），在剔除疫情影响后，截止 2019 年末，我国实际 GDP 潜在增速大致在 6% 左右。注意到在 2008 年全球金融危机之后，我国经济增速开始长期下滑，目前仍然处在下行区间，预计在未来五年逐步下滑至 5%。

图 1：当前我国潜在经济增速处在 5%~6%



资料来源：Wind，中原证券

那么疫情冲击是否会向 2008 年金融危机之后一样，对我国潜在增长形成拖累？理论上潜在经济增长核心取决于生产要素的投入，是一个经济体长期供给能力的体现，与短期经济波动没有直接联系。但现阶段，有诸多研究¹²表明，短期经济衰退也可以通过减少人均资本存量、降低劳动参与率等渠道损害潜在产出，因此疫情对于潜在产出的冲击程度不可忽视。

对此，我们按照乐观、中性、悲观三个假设，以 2010 年四季度当季产出为基期（基期产出设为 100）分别对我国不同潜在产出水平下 2021 年全年经济增长状况进行情景分析；其中乐观、中性、悲观分别对应 6%，5.5%，5% 的潜在增速水平（结果如表 1 所示）。

¹ 《Do Recessions Affect Potential Output?》

² 《The Effect of the Global Financial Crisis on OECD Potential Output》

表 1: 不同潜在产出水平的情景预测分析

	季度	产出水平	累计产出	环比:季调	当季同比	累计同比
乐观	2021-Q4	209.79	822.55	1.60	6.00	10.20
	2021-Q3	206.49	612.76	1.00	7.12	11.71
	2021-Q2	204.45	406.27	1.30	8.92	14.20
	2021-Q1	201.82	201.82	1.97	20.10	20.10
	2020-Q4	197.92	746.44	2.67	6.00	1.96
中性	2021-Q4	207.82	814.81	1.60	5.50	9.30
	2021-Q3	204.55	606.99	1.00	6.11	10.66
	2021-Q2	202.52	402.44	1.30	7.89	13.13
	2021-Q1	199.92	199.92	1.49	18.97	18.97
	2020-Q4	196.99	745.51	2.18	5.50	1.84
悲观	2021-Q4	205.85	807.11	1.60	5.00	8.40
	2021-Q3	202.61	601.25	1.00	5.10	9.61
	2021-Q2	200.61	398.64	1.30	6.87	12.06
	2021-Q1	198.03	198.03	1.01	17.85	17.85
	2020-Q4	196.05	744.58	1.70	5.00	1.71

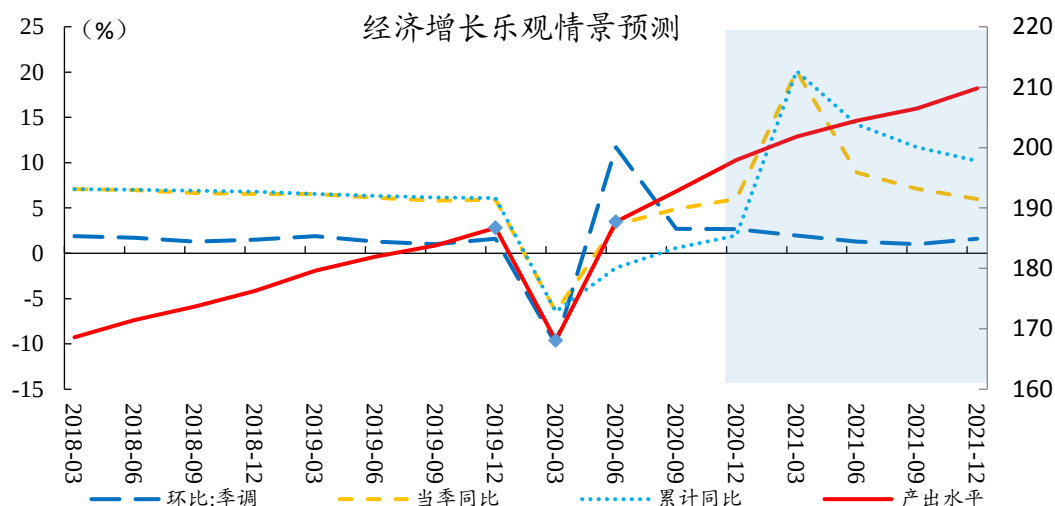
资料来源: Wind, 中原证券

根据预测表格结果, 较乐观情形下, 2020 年全年累计增长在 2% 左右, 四季度环比增速见顶; 2021 年全年呈现出前高后低的走势, 一季度同比可以达到 20%, 全年累计同比在 10% 左右。这里需要注重强调, 我们需要穿透“基数效应”看到经济增长的内在路径, 即正确看待 2020 上半年较低增长基数下对应的 2021 年高速增长, 警惕被同比数据误导。

我们关注潜在产出及其增速水平, 本质上是为了关注产出缺口水平, 而衡量产出缺口在一般情形下需要使用实际产出与潜在产出二者的绝对值之差, 而不能使用增速进行比较, 因为在经济回归潜在产出增长路径后, 同比数据仍然会形成波动。因此 2021 上半年看似远远高于潜在增速的同比数据, 只是经济在回归潜在增速后形成的“同比基数效应”, 并不代表经济的实质运转区间, 相较之下环比数据则更能反映当前经济增长与潜在增长路径的相对关系。

2020 年二季度季节调整后环比增速高达 11.7%, 三季度季调环比增速仍有 2.7%, 这两次高速反弹可以视作经济回归潜在产出水平的信号, 产出缺口已经大幅收敛。预计 2020 年四季度或 2021 年一季度经济全面回复至潜在增长路径, 产出缺口将会收敛至 0 附近并逐步转向正缺口, 届时环比增速将达到高点, 随后回落并进入 1.5% 左右的稳健区间。

图 2：经济产出水平回到潜在路径后仍存在“同比基数效应”



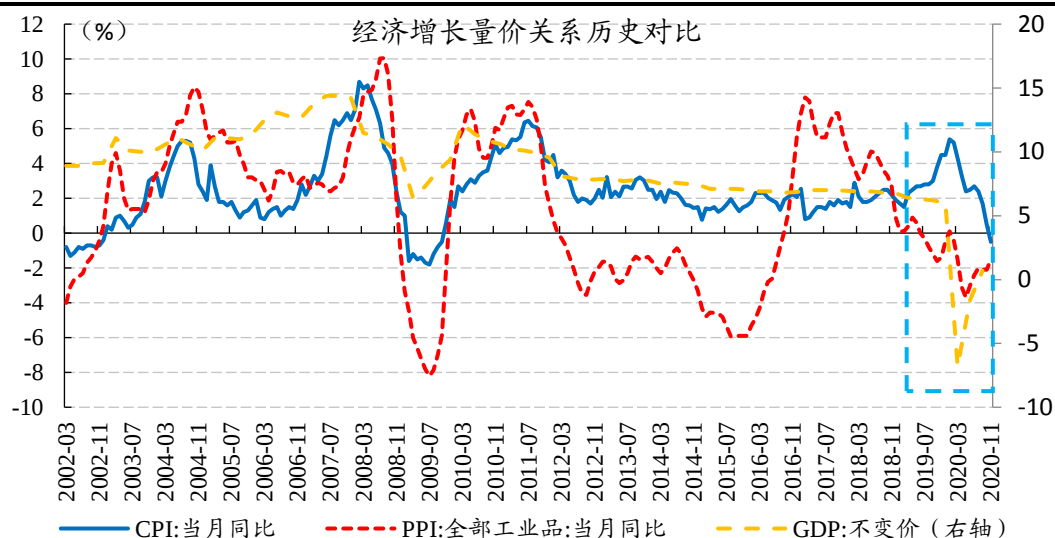
资料来源：Wind，中原证券

2. 通货膨胀走向：需求将主导温和收敛的节奏

根据前文我国整体经济复苏走向的分析，如果货币政策当局不采取通胀补偿策略，那么从产出缺口角度可以得出我国不具备通胀基础的结论。在新凯恩斯理论框架下，此时通胀主要取决于预期成分以及短期内的产出复苏状况，后者则核心取决于货币当局的对冲力度。

从我国历史经验以及国际上货币政策操作经验角度看，货币政策操作通常会将通胀控制在温和区间，并通过预期管理将增速稳定在潜在产出路径。以美联储为例，美联储的长期通胀目标为 2%；我国在疫情前 2012 年到 2018 年这段时间内，CPI 也长期稳定在 2% 上下，可以预期我国通胀水平会逐渐收敛至这一区间。

图 3：历史上我国通胀目标在 2% 左右的温和水平；PPI 与 CPI 走势市场背离



资料来源：Wind，中原证券

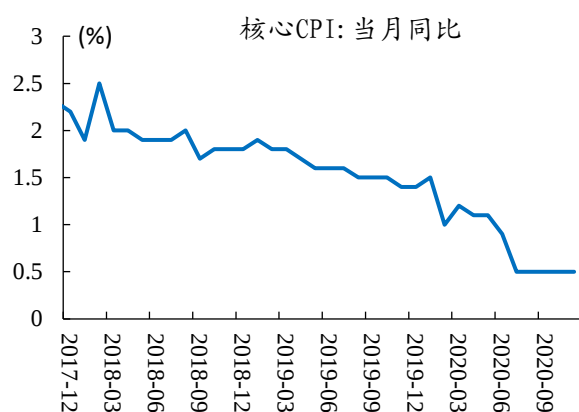
我们在分析量价关系时，需要明确与价格相对比的是名义还是实际增长数据，按照货币数量论 $MV=PT$ ，当货币流速相对稳定时，比较价格与名义增长的相关性本身并没有很大意义，

因为名义增长本身就包含了价格变动，这就增大了名义增长与价格的正相关性；因此选取实际 GDP 作为量价对比指标才能反映出需求以及供给关系变动。

根据我国历史上的量价关系，可以看出 PPI 与 CPI 的走势时常出现背离，我们不能简单将次归结为 PPI 或 CPI 具有先导性或 GDP 走势更相关。由于 PPI 主要衡量上游原材料价格，CPI 衡量下游消费品价格，从产业链角度思考，这种背离的核心原因可总结为三点：1、供需冲击的产业链起点不同 2、上下游市场传导时常存在割裂 3、商品属性决定的商品价格振幅不同

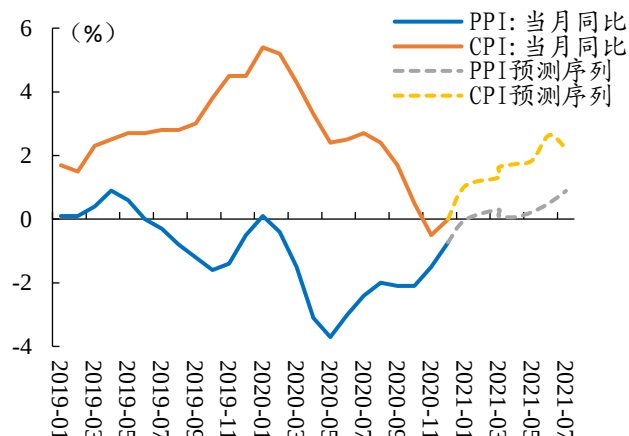
本轮 PPI 下滑到逐步回升，主要是上游产品的需求修复主导；而本轮 CPI 从大幅上涨到进入通缩区间，前者是食品因素主导的下游供给冲击，后者则是下游需求复苏不足的体现，从 7 月份以来，GDP 当季同比转正，但核心 CPI 持续保持在 0.5% 的水平也印证了需求复苏偏弱。按当前复苏节奏，我们对 CPI 和 PPI 进行了粗略预测，由于下游需求复苏空间很大，如果 2021 年上半年需求侧管理绩效较好，预计 CPI 能在年中达到 2% 水平，随后步入稳健区间。

图 4：核心 CPI 不动或表明需求偏弱



资料来源：Wind，中原证券

图 5：预计 2021 年中通胀步入温和区间



资料来源：Wind，中原证券

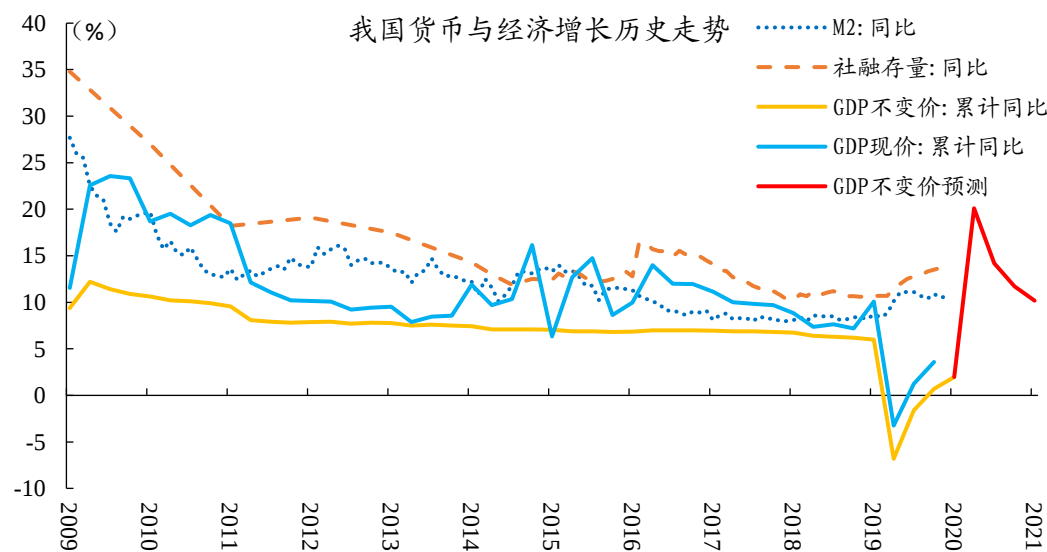
3. 货币政策走向：实体流动性——信用或边际收紧

1 月 8 日，易纲接受新华社采访谈论了 2021 年金融热点问题，同时也明确了央行的四大目标：币值稳定、充分就业、金融稳定、国际收支平衡，并且表示在 2021 年将着重将币值稳定作为首要目标，同时注重稳增长与防风险的关系。理解了当前经济的复苏走势，我们便可以从宏观目标的角度，简明地理解货币政策，勾勒出内循环的货币政策主线。

首先我国经济增长已经逐步企稳，且不具备明显通胀的基础，因此将币值稳定作为首要目标，主要是稳定对内币值，保证通胀逐步收敛至 2% 左右的温和水平。根据易纲讲话³，这一目标主要依靠“保持货币供应量和社会融资规模增速与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”实现。根据货币数量论 $MV=PT$ ，在货币流速不变且价格充分调整情况下潜在产出增速应当等于货币供应量增速，但由于央行有扩张经济至正缺口的倾向，其仍然存在一个合意的通胀区间，因此表述为“反映潜在产出的名义国内生产总值增速”。

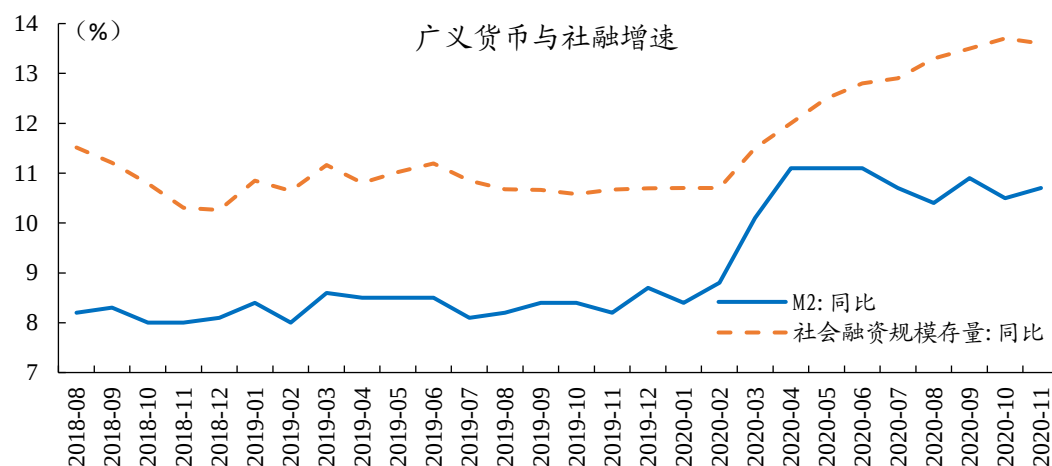
³ 《<中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议>辅导读本》-《建设现代中央银行制度》

图 6: 历史上名义 GDP 增速与 M2 基本一致



资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 广义货币供给与社融增速在 2020 年高速增长



资料来源: 中原证券

历史上这一说法也得到了验证, 可以看出合意通胀率下的名义 GDP 增速与 M2 增速基本一致。而如果要控制通胀逐步收敛至温和区间, 势必需要采取前瞻性货币政策; 可以预见经历 2020 年以来的冲击之后, 随着经济逐步复苏, 货币与社融增速将有所回升, 但 M2 增速与名义 GDP 增速仍将保持基本一致。

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_307

