

宏观点评 20201223

2020年12月23日

中央经济会议定调的“保质期”是多久？

事件

- 中央经济工作会议结束，“不急转弯”的措辞似乎给市场吃下了“定心丸”，但投资者对于货币政策定调的影响能持续多久更加关注。

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

010-66573671

taochuan@dwzq.com.cn

观点

- 货币政策定调不能“管一年”，需更关注政策措辞的时效性。12月18日中央经济会议的政策措辞成为市场定调明年货币政策的重要基础，但在日益复杂的内外部环境下相机抉择成为央行重要的策略选项，政策措辞的时效性更应该引起市场的注意。
- 重视货币政策整体和货币流动性的定调。2014年之后中央经济会议的货币政策定调发展成较为成熟的“三点式”（稳健基础上更细致的定调+货币流动性+信贷），我们认为应该更加关注关于货币政策整体和货币流动性的措辞。
- “不急转弯”并不是不转弯。通过分析2014年之后的货币政策演变路径，我们发现四条有趣的规律：第一，利用中央经济工作会议来为来年第一季度货币政策定调是“比较安全”的；第二，由于政策更加“灵活”，以中央经济工作会议定调来年全年货币政策是“危险”的；第三，货币政策的变数通常出现在第二季度；第四，需要关注年内重大风险事件，可能成为央行阶段性放松货币政策的契机。
- 本次会议重视精准和适度。本次会议的货币政策定调中，“灵活”强调相机抉择，“精准”则表示不会搞“大水漫灌”，充分利用逆回购、MLF和定向降准工具，而“合理适度”相较“合理充裕”更加克制。
- 以史为鉴，2021年第一季度将延续当前的政策基调，降息和全面降准概率低，银行间市场流动性的平衡预计维持到春节以及两会之后。关注4月和7月政治局会议和货币政策委员会季度例会，复苏节奏和通胀的变化是引发货币政策变盘的首要因素，但明确的转向可能在第二季度末甚至第三季度。
- 风险提示：疫情病毒变异导致疫苗失效，全球经济再度陷入困境，央行不得不再次扩大宽松。央行过快收紧政策导致经济和市场崩盘，货币政策被迫再度回到宽松。信用风险意外扩散导致央行扩大宽松。经济复苏大幅好于预期，央行加速收紧货币政策

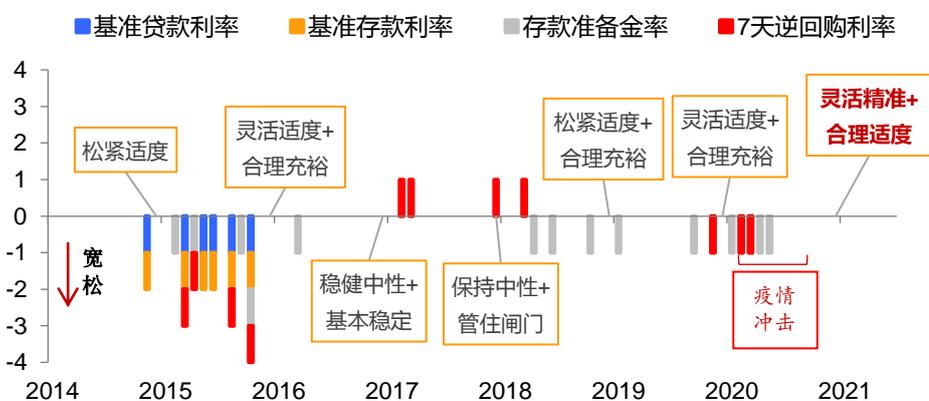
相关研究

- 1、《宏观点评 20201218：中央经济工作会议六大关注点》2020-12-18
- 2、《宏观点评 20201217：当预测社融增速，我们究竟预测的是什么？》2020-12-17
- 3、《宏观点评 20201215：意料之外，情理之中——12月15日MLF超量续作点评》2020-12-15
- 4、《宏观点评 20201215》2020-12-15
- 5、《宏观年度报告 20201210：变局下的风险与红利——新框架看2021年中国经济》2020-12-11

12月18日中央经济会议落下帷幕，高层的微妙措辞再次成为众多市场机构定调明年货币政策的重要依据。下半年央行进一步收紧货币政策的预期一直是悬在市场头上的“达摩克里斯之剑”，而本次会议中“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性……政策操作上要更加精准有效，**不急转弯**……”等言论似乎给市场吃下了一颗定心丸。

不过需要注意的是，尽管近年来我国政府在制定政策是更加注重前瞻性和时效性，但在日益复杂的内外部环境下相机抉择成为央行重要的策略选项（更加注重“灵活“），**政策措辞的时效性更应该引起市场的注意。**

图 1：2014 年以来中央经济工作会议和主要货币政策操作



注：降息、降准记为-1；加息或者上调准备金记为 1；因此负值表示放松货币政策，正值表示收紧货币政策。

数据来源：中国政府网，Wind，东吴证券研究所

我国货币政策框架一直在不断丰富和完善，中央经济工作会议关于货币政策的措辞也在不断的变化，尽管“稳健”一直是不变的基调，但 2014 年前后措辞范式出现较大的变化：2014 年之前更偏向信贷和社会融资规模，例如 2013 年中央经济工作会议主要强调要“保持货币信贷及社会融资规模合理增长”，2014 年之后货币政策基调措辞向三点式发展：**稳健基础上更细致的定调 + 货币流动性 + 信贷（包括社融）**。这背后反映的是我国货币政策中介目标的“双轨制”：银行间市场流动性和信贷增长两条腿走路。

信贷定调着眼全年，而且和经济增速以及杠杆率密切相关，更容易跟踪和量化。相较而言，货币政策整体和流动性方面的定调更加难以捉摸，更加强调“相机抉择”。我们对 2014 年之后的每次中央经济工作会议后货币政策基调和流动性环境进行分析总结，我们发现四个有趣的结论：

- 一，利用中央经济工作会议来为来年第一季度货币政策定调是“比较安全”的；

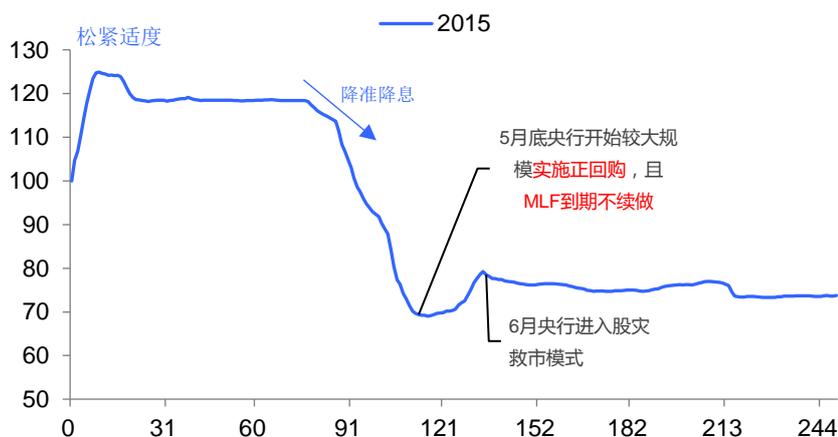
- 二、由于政策更加“灵活”，以中央经济工作会议定调来年全年货币政策是“危险”的；
- 三、货币政策的变数经常出现在第二季度；
- 四、需要关注年内重大风险事件，可能成为央行阶段性放松货币政策的契机。

具体分析方法上，我们选取挂钩3个月Shibor的利率互换价格作为体现货币政策预期和流动性环境的指标（因为利率互换拥有活跃的交易基础、对市场变化更加灵敏），以中央经济工作会议结束的时点为时期0，观察和分析此后1年内（以交易日计算）互换价格变化的情况和内部的逻辑。我们将时期0的互换价格标准化为100，方便横向比较。基于此正好可以将2014年之后6年划分成三组进行分析：

“松紧适度”：2015年和2019年（图2、图3）。在中央经济工作会议强调“松紧适度”之后，第一季度2015年和2019年均出现了央行降准操作。2015年5月底至6月初，央行针对大型商业银行进行了较大规模的正回购操作（回收流动性），而且未对到期MLF进行续作，货币政策（及其预期）在边际上收紧（虽然之后的“股灾”的爆发使得央行不得不再次进行多次降准降息操作，但对流动性环境的宽松影响不大）。

2019年4月，央行货币政策委员会季度例会再提“把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’”，其后中央政治局会议表示“一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好”，要“适时适度实施宏观政策逆周期调节”，货币政策环境和预期出现边际收紧（但随后包商银行事件使得央行不得不重新加大宽松）。

图2：2015年利率互换价格和货币政策基调变化



注：横轴初始时期0为上年中央经济工作会议结束的日期，横轴表示距离会议结束的交易日数；纵轴为标准化后的互换价格，以会议结束日的收盘价为100。下同。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3： 2019 年利率互换价格和货币政策基调变化



注：横轴初始时期 0 为上年中央经济工作会议结束的日期，横轴表示距离会议结束的交易日数；纵轴为标准化后的互换价格，以会议结束日的收盘价为 100。下同。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

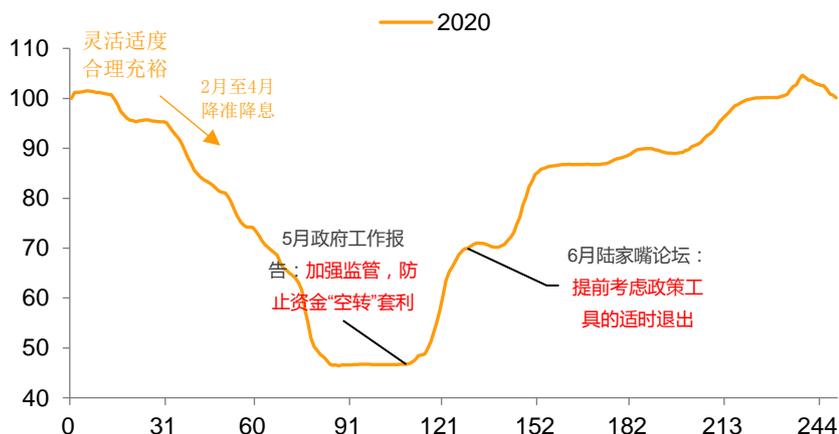
“灵活适度+合理充裕”：2016 年和 2020 年（图 4、图 5）。2016 年和 2020 年的定调均是“灵活适度+合理充裕”，第一季度央行均进行了降息和降准操作。不过，2016 年第一季度之后在“三去一降一补”的指导下，尽管经济数据表现不佳，货币政策保持克制，6 月英国脱欧的黑天鹅一度造成阶段性的宽松，但是 8 月央行开始拉长资金投放的久期，加大货币市场利率波动，政策预期开始显著收紧。2020 年第二季度疫情逐步得到控制后，货币政策边际收紧的苗头如期而至，回头看标志性的事件是 5 月 22 日政府工作报告强调要加强监管、防止资金“空转”套利，6 月 18 日陆家嘴论坛上易纲行长表示要“提前考虑政策工具的适时退出”。

图 4： 2016 年利率互换价格和货币政策基调变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5: 2020 年利率互换价格和货币政策基调变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

“中性+稳定(管住闸门)”: 2017 年和 2018 年(图 6、图 7)。中央经济会议对 2017 年和 2018 年的定调都较为谨慎。2017 年整体货币环境较紧的原因一方面为央行跟随美联储加息, 另一方面则是金融监管的冲击。不过在**第二季度货币政策也出现边际的转向**: 6 月 15 日央行未跟随美联储加息, 且在多部门博弈下资管新规出台时间尚不确定, 市场环境和预期由“偏紧”转变为“不紧不松”(不过第四季度严监管下货币市场环境再度收紧)。

2018 年则是第二季度货币政策大转向的典型代表: 央行 3 月 22 日跟随美联储加息, 随后中美贸易摩擦开始升温, 4 月 17 日央行降准 1 个百分点, 4 月政治局会议进一步强调要降低企业成本(在加征关税的阴影下), 6 月国常会指出要运用定向降准增强小微信贷供给, 流动性表述由“合理稳定”变为“合理充裕”, 央行顺势再次降准则彻底扭转了偏紧的货币政策环境。

图 6: 2017 年利率互换价格和货币政策基调变化



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_654



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn