4 月聚焦：政治局会议将如何定调？

2021 年 04 月 06 日

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
研究助理 邵翔
shaox@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210327：拜登基建投资的新动向：《无尽前沿法案》》2021-03-27

2、《宏观点评 20210326：谁将阻挡美债收益率上涨的步伐？》2021-03-27

3、《宏观专题报告 20210325：大宗还能涨吗？——复盘本世纪三轮大宗上涨的启示》2021-03-26

4、《宏观点评 20210317：美联储会使用 YCC 吗？》2021-03-18

5、《宏观点评 20210316：史上最长大宗商品繁荣是如何炼成的？》2021-03-16

■ **4 月暗流涌动，关注政治局会议为第二季度政策定调。**每年 4 月中下旬，中央政治局会议将对第一季度经济形势做出解读，并以此为基础就前一年中央经济工作会议的政策定调进行修改。鉴于今年第一季度经济数据噪音较大，市场分歧不小，高层的发声可能成为影响第二季度市场变化的重要力量。尤其应该**关注会议对于经济和政策的措辞**。

■ **经济措辞应该关注什么？**首先，**第一季度经济表现如何**？对于这个问题会议措辞比较考究：如果强调“稳定”、“符合预期”或者增长之外的特征，则说明经济的表现可能并不如意；如果着墨于“良好”，“好于预期”等则体现了高层对经济的积极信号。第二，**“展望与问题”**。高层一贯主张以辩证的眼光看待问题，在解读第一季度经济之后往往会进行展望并分析面临的问题，例如 2015 年和 2016 年的会议明确表示“**经济下行压力较大**”，为货币政策整体偏向宽松“打下了经济基础”。第三，**周期还是结构？**在分析问题时高层往往会从周期性因素和结构性因素两方面入手，但孰轻孰重则暗含玄机。如果更加强调“周期性因素”，则政策意味会更强。可以比较 2017 年至 2019 年的措辞：从强调周期因素（向好）到强调结构性因素（下行），货币政策由偏紧转向偏中性（图 1）。

■ **货币政策措辞该关注什么？**4 月政治局会议往往被看作高层对上一年中央经济工作会议政策定调的阶段性调整。不过政治局会议讨论的议题较多，论述货币政策的文字一般较为简洁，往往会在中央经济工作会议定调的基础上进行细微修改，有两方面值得注意：**一方面是增加的程度性词汇**，例如“适时适度”，“更加”等；**另一方面则是新增的表述**，例如 2018 年会议新增“降低企业融资成本”的表述，这类具体目标的措辞在历史上比较少见，也成为之后货币政策转向的重要线索（图 2）。不过需要说明的是 2020 年的情况较为特殊，参考意义有限。

■ **“说到”一定会“做到”吗？**不一定，因为货币政策还有其他重要的影响因素。从历史上看，**外部冲击和监管冲击是两个重要的“意外因素”**。例如 2016 年的英国脱欧，2017 年金融监管大幅收紧和 2019 年包商银行被接管带来的经济和市场冲击，都成为央行阶段性边际转向的重要原因。

■ **今年有什么关注点？**第一，第一季度经济可能超预期，而下半年经济增速放缓也是大概率事件（图 3），**高层如何“保守”评价第一季度同时“合理”展望第二、三季度经济放缓是重要看点**；第二，“周期性因素”和“海外经济政治形势”大概率“上榜”今年会议，高层如何评判当前的周期性波动？海外形势预计依然会是今年影响货币政策不容忽视的重要因素（图 4）；第三，政策方面，第一季度央行货币政策委员会例会删除了“不急转弯”的表述，市场预期也出现不小分歧——**到底政策的重心在“不急”还是“转弯”**，这是宏观政策表述的重要看点。

■ **风险提示：**中国信用收缩过快导致经济超预期下滑、信用风险上升，央行再度转向宽松。地缘政治形势超预期恶化，汇率超预期大幅贬值。美国经济过热，美联储提前收紧货币政策。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：近年 4 月政治局会议对于经济表现的论述

年份	时间	经济表述
2015 年	4 月 30 日	● 一季度经济增长**与预期目标相符**，就业形势稳定，城乡居民收入平稳增长…… ● 外部需求收缩，内部多种矛盾聚合，经济运行走势分化，**下行压力仍然较大**。
2016 年	4 月 29 日	● 一季度，国内生产总值增速、城镇新增就业、城乡居民收入增长等主要经济指标**符合预期目标**，经济运行保持在合理区间…… ● **经济下行压力仍然较大**，一些实体企业生产经营仍然困难，市场风险点增多。
2017 年	4 月 25 日	● 一季度经济**运行稳中向好、实现良好开局**，增长和效益回升，市场预期改善…… ● 当前经济向好有**周期性等因素**，经济结构调整任重道远，面临不少挑战。
2018 年	4 月 23 日	● 一季度主要**指标总体稳定、协调性较好**，内需拉动作用增强，工业和服务业协同性较好…… ● 我国经济**周期性**态势好转，但制约经济持续向好的**结构性**、深层次问题仍然突出，“三大攻坚战”还有不少难题需要攻克，世界经济政治形势更加错综复杂……
2019 年	4 月 19 日	● 一季度经济运行**总体平稳、好于预期，开局良好**…… ● 经济运行仍然存在不少困难和问题，外部经济环境总体趋紧，**国内经济存在下行压力**，这其中既有**周期性**因素，但更多是**结构性**、体制性的。
2020 年	4 月 17 日	● 今年一季度极不寻常，突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的**冲击**…… ● 当前经济发展**面临的挑战前所未有**，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感，抓实经济社会发展各项工作。

数据来源：新华网，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：近年 4 月政治局会议对货币政策的表述和第二季度货币政策变化

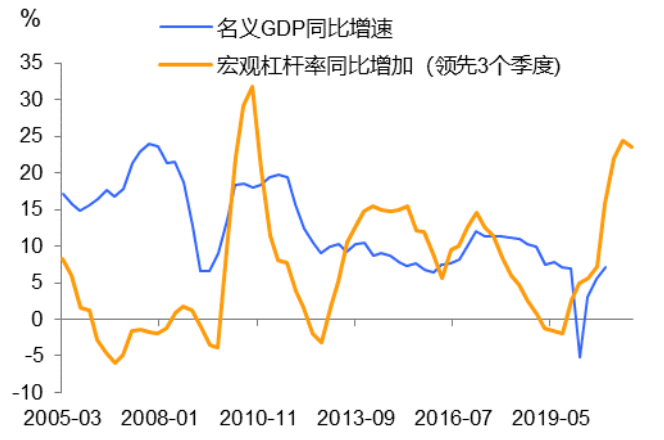
年份	上一年末中央经济工作会议	4 月政治局会议	第二季度货币政策
2016 年	● 稳健的货币政策要**灵活适度**，为结构性改革营造适宜的货币金融环境，降低融资成本。 ● 保持流动性**合理充裕**和社会融资总量**适度增长**……	● 要坚持**适度**扩大总需求，实行积极的财政政策和稳健的货币政策。	▲**货币政策较第一季度的宽松程度有所下降**：第一季度央行降准降息后央行按兵不动。 ▼6 月**英国脱欧**带来冲击，央行重申宽松。
2017 年	● 货币政策要保持**稳健中性**，适应货币供应方式新变化，**调节好货币闸门**，努力畅通货币政策传导渠道和机制，**维护流动性基本稳定。**	● **要保持宏观政策连续性和稳定性**，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。	▼**货币政策由偏紧转向“不松不紧”**：标志性事件是 6 月未跟随美联储加息。 ▼ **金融监管趋严导致的冲击**是央行边际放松的重要原因
2018 年	● 稳健的货币政策要**保持中性，管住货币供给总闸门。** ● 保持货币信贷和社会融资规模**合理增长**。	● 保持货币政策**稳健中性**，注重引导预期。 ● **降低企业融资成本**。	▼**货币政策开始转向宽松**：经济动能转弱、中美贸易摩擦升温。 ▼6 月国常会流动性表述由“合理稳定”变为“合理充裕”
2019 年	● 稳健的货币政策要**松紧适度**，保持流动性合理充裕。 ● 改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。	● 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，**适时适度**实施宏观政策逆周期调节 ● 稳健的货币政策要**松紧适度**	▲**货币政策边际紧缩**，央行货币政策委员会例会再提“**把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’**”。 ▼但 5 月**包商银行接管事件**使得央行在流动性上转向宽松。
2020 年	● 稳健的货币政策要**灵活适度**，保持流动性**合理充裕**，货币信贷、社会融资规模增长**同经济发展相适应**，降低社会融资成本。 ● 增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。	● 要以**更大的宏观政策力度**对冲疫情影响……稳健的货币政策要**更加**灵活适度。 ● 运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，**引导贷款市场利率下行**。	▲货币政策边际紧缩，央行连续多日不进行逆回购操作。 ▲**资金“空转”套利**是央行收紧流动性的重要原因。
2021 年	● 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。 ● 保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系。		

注：上表中红色字体表示偏紧缩，绿色字体代表偏宽松。

数据来源：新华网，中国政府网，中国人民银行，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：宏观杠杆率同比增幅下降意味着经济增速将回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：海外因素对流动性环境的冲击



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

