“草蛇灰线”：如何看待人民银行工作会议前后的货币政策变化？

2021 年 01 月 06 日

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

事件

- 1 月 4 日中国人民银行召开 2021 年工作会议，分析当前形势，部署 2021 年工作。

观点

- **下一阶段需要关注的“新”重点是什么？汇率。**本次会议对 2021 年的工作作出了 10 点部署，直接涉及人民币汇率的表述有 3 条，若考虑跨境资本流动和金融对外开放的话题，则半数（5 条）工作部署都涉及到汇率领域。

- **汇率工作的关键词是什么？稳。**汇率定调上要求“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”；在人民币国际化上要“稳慎推进”；在外汇管理上要“维护外汇储备规模基本稳定；在资本项目开放上要“稳妥有序”。

- **如何“稳”汇率？市场化手段为主，减少直接干预。“加强宏观审慎管理，引导市场预期”**，1 月 5 日央行上调境内企业境外放款的宏观审慎调节系数就是典型的“宏观审慎+预期管理”的措施。**“资本项目开放+高质量双向开放”**，近年来的金融开放政策重**“对外开放”**而轻**“向外开放”**，这也加剧了人民币升值和外储增加的压力，让境内资金稳妥有序、高质量地“走出去”将是下一阶段的工作重点。

- **近期相关部门的会议和操作“勾勒”出怎样的货币政策“画像”？**

  货币方面，从“紧平衡”到“合理充裕”，再到关注汇率。2020 年 10 月 21 日易纲行长在金融街论坛讲话年内首提“把好货币供应总闸门”，此后 11 月下旬开始央行加大了流动性投放，12 月 18 日中央经济工作会议未提“总闸门”，代之以“灵活精准、合理适度”，12 月 25 日第四季度货币政策委员会例会重提“保持流动性合理充裕”，再到本次工作会议重点突出汇率，从第四季度人民币汇率和央行资产负债表的关系也能看出蛛丝马迹（图 1）。

  信贷方面，从“稳定宏观杠杆率”到发挥好结构性工具和精准滴灌作用。根据中央经济工作会议、第四季度例会、本次工作会议，结合房地产贷款集中管理制度的推出，央行的信贷政策“有保有压”：保的是**绿色发展（近期会议全都重点突出）**，科技创新、“三农”、小微和民营企业，“增加制造业中场期贷款”（第四季度例会）；压的是房地产和地方政府（中央经济工作会议“抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子”）。

  汇率方面，从发挥市场的“决定性作用”到“加强审慎管理，引导市场预期”。第四季度以来央行频频通过调控政策释放稳定汇率的信号：2020 年 10 月取消外汇远购风险准备金，退出中间价逆周期因子，12 月下调金融机构跨境融资宏观审慎调节系数，今年 1 月则上调境内非金融企业境外放款宏观审慎调节系数（图 2 和图 3）。预计后续央行还将进一步提高和拓宽跨境资金有序外流的额度和渠道。

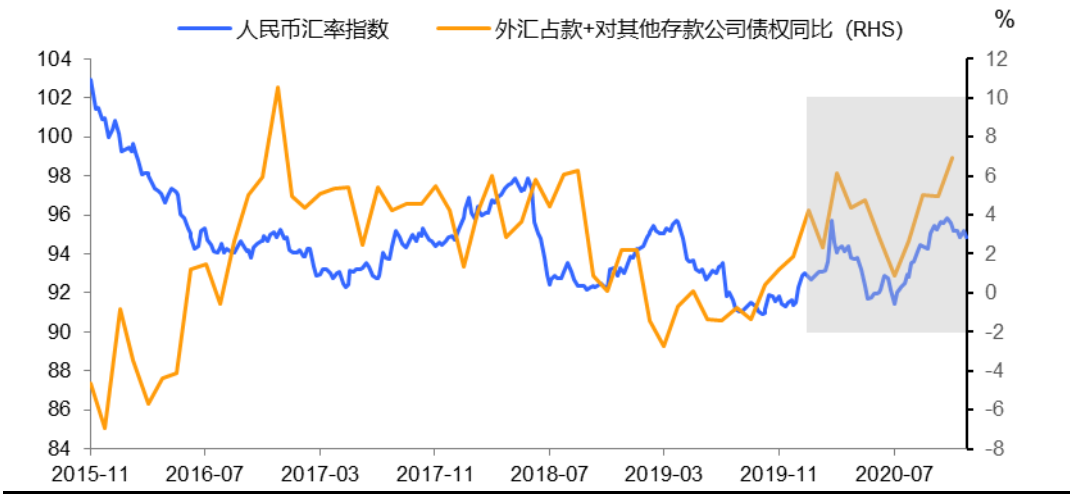
- **风险提示：**疫情病毒变异导致疫苗失效，全球经济再度陷入困境，央行不得不再次扩大宽松。央行过快收紧政策导致经济和市场崩盘，货币政策被迫再度回到宽松。信用风险意外扩散导致央行扩大宽松。经济复苏大幅好于预期，央行加速收紧货币政策。

相关研究

1、《宏观点评 20210105：一文读懂乔治亚州决选结果及影响》2021-01-05
2、《宏观点评 20210103：拜登上台取消关税？中欧 CAI 或埋下伏笔》2021-01-03
3、《宏观点评 20201230：一文读懂中欧投资协定》2020-12-30
4、《宏观点评 20201228：PPI 回升对 2021 年政策和资产配置的影响》2020-12-29
5、《宏观点评 20201224：新框架看 2021 年基建投资》2020-12-24

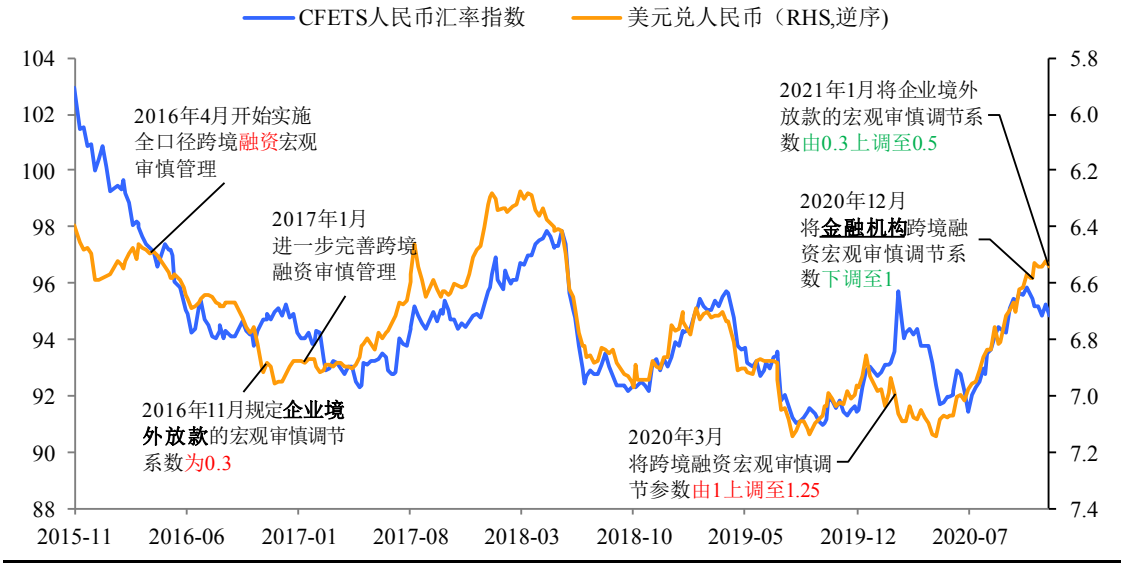
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：人民币汇率和央行资产规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

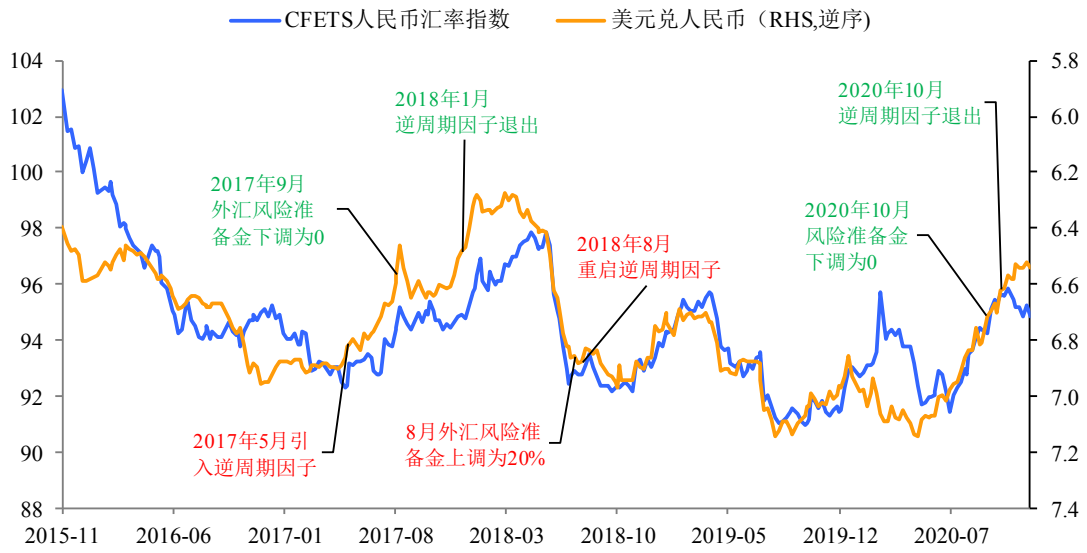
图 2：人民币汇率的宏观审慎管理（一）：跨境投融资



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

图 3：人民币汇率的宏观审慎管理（二）：外汇准备金和逆周期因子



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

