中央经济会议定调的“保质期”是多久？

2020 年 12 月 23 日

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。**

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

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

相关研究

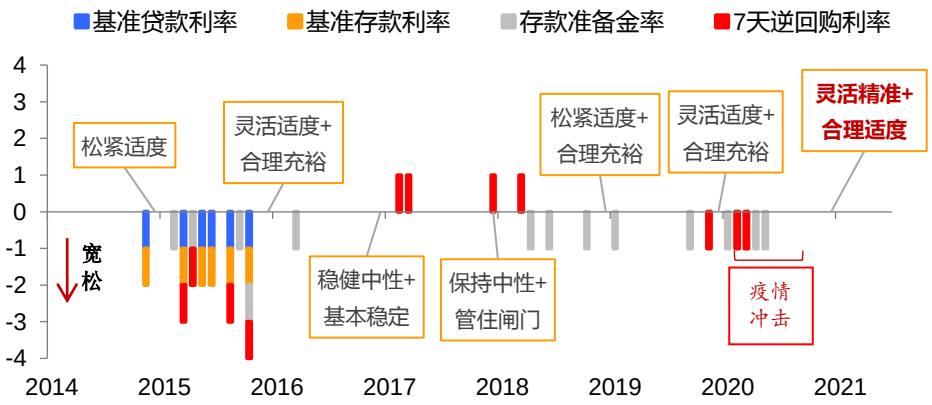
1、《宏观点评 20201218：中央经济工作会议六大关注点》2020-12-18
2、《宏观点评 20201217：当预测社融增速，我们究竟预测的是什么？》2020-12-17
3、《宏观点评 20201215：意料之外，情理之中—12 月 15 日 MLF 超量续作点评》2020-12-15
4、《宏观点评 20201215》2020-12-15
5、《宏观年度报告 20201210：变局下的风险与红利—新框架看 2021 年中国经济》2020-12-11

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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；**

请务必阅读正文之后的免责声明部分

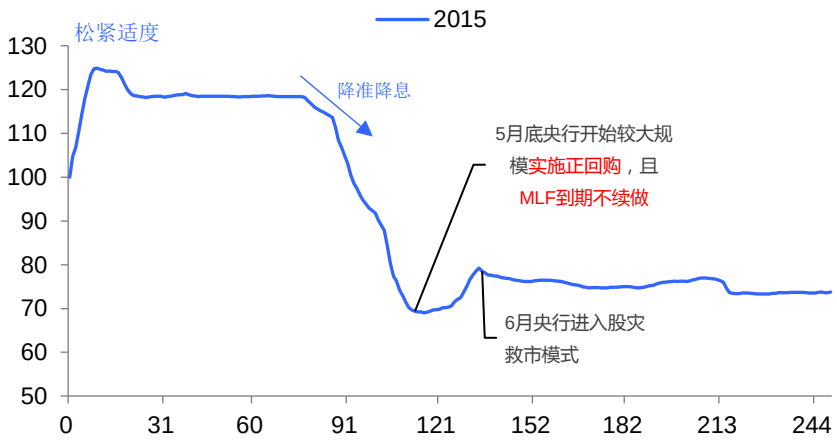
- **二，由于政策更加“灵活”，以中央经济工作会议定调来年全年货币政策是“危险”的**；
- **三、货币政策的变数经常出现在第二季度**；
- 四、需要关注年内重大风险事件，可能成为央行阶段性放松货币政策的契机。

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’**”，其后央行政治局会议表示“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

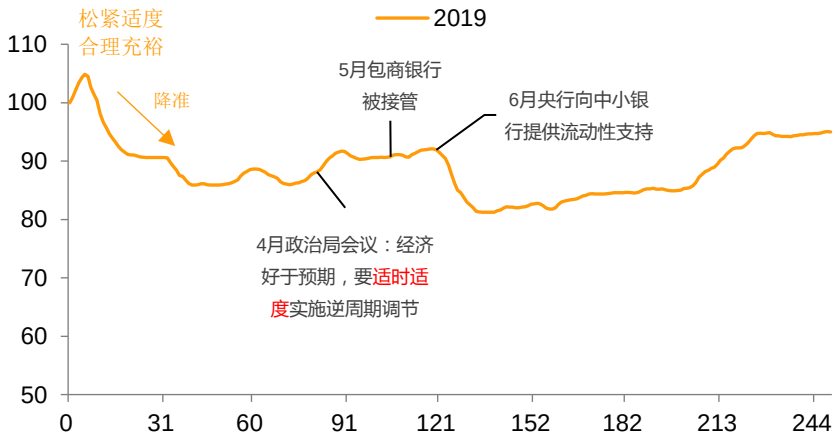


注：横轴初始时期 0 为上年中央经济工作会议结束的日期，横轴表示距离会议结束的交易日数；纵轴为标准化后的互换价格，以会议结束日的收盘价为 100。下同。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：2019 年利率互换价格和货币政策基调变化

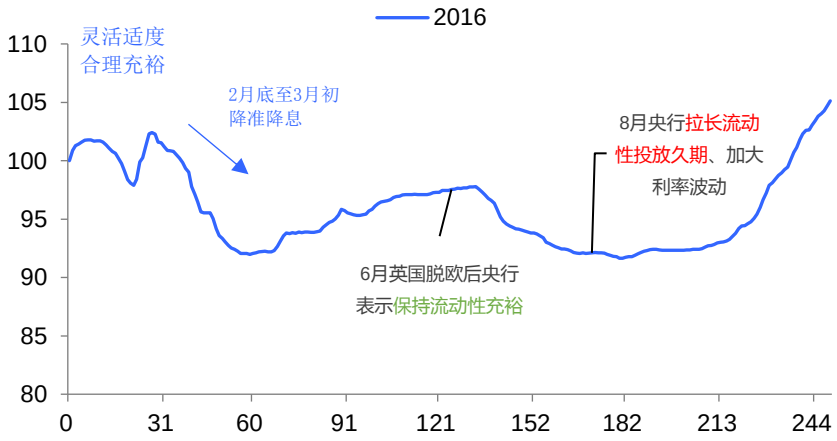


注：横轴初始时期 0 为上年中央经济工作会议结束的日期，横轴表示距离会议结束的交易日数；纵轴为标准化后的互换价格，以会议结束日的收盘价为 100。下同。

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息操作。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”。

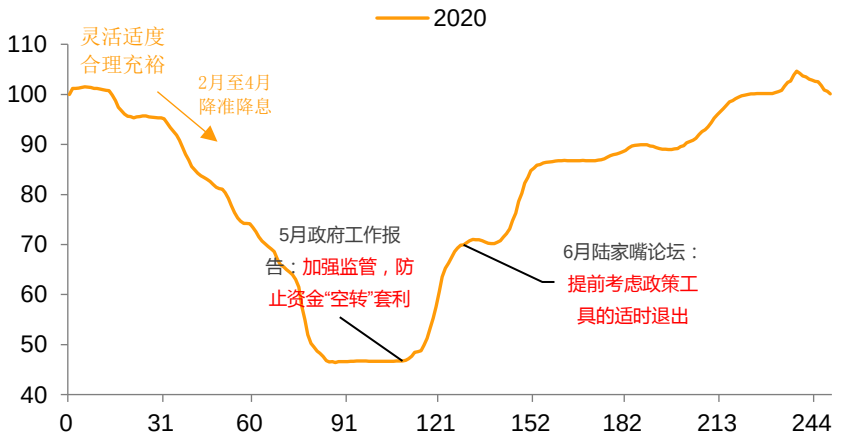
图 4：2016 年利率互换价格和货币政策基调变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：2020 年利率互换价格和货币政策基调变化

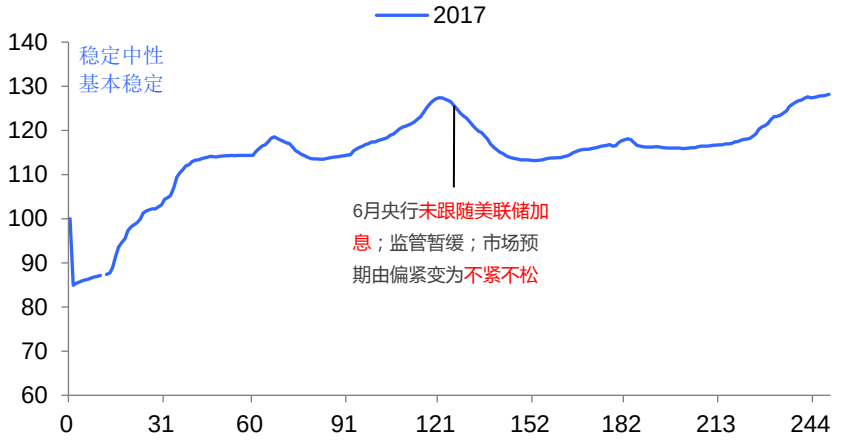


数据来源：Wind，东吴证券研究所

“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是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了扭转了偏紧的货币政策环境。

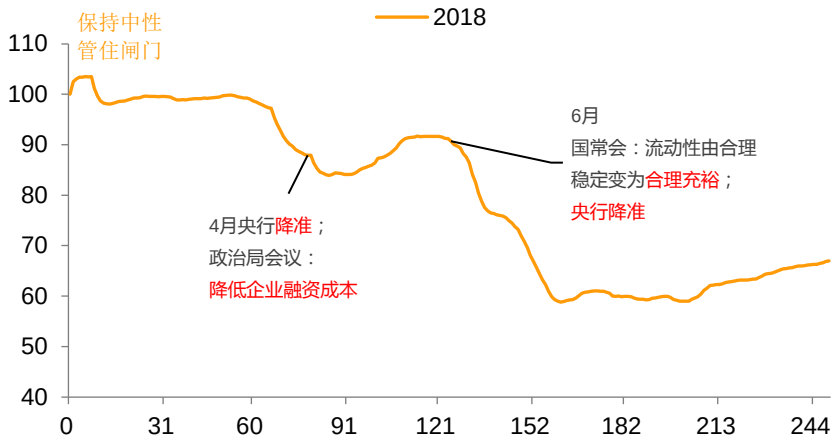
图 6：2017 年利率互换价格和货币政策基调变化



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 7：2018 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

2020 年 12 月中央经济工作会议对货币政策描述是“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……”。其中**灵活依然是强调要相机抉择，精准则表示不会搞“大水漫灌”，更加充分利用逆回购、MLF 和定向降准工具，而“合理适度”相较“合理充裕”更加克制。**

根据历史经验，**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很低，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 月的政治局会议和货币政策委员会季度例会，复苏节奏和通胀变化是引发货币政策变盘的首要因素。吸取历史的教训，某些黑天鹅事件也可能成为阶段性宽松的触发点，例如病毒变异导致疫苗失效，信用风险意外发酵等。**“不急转弯”并不是不转弯，考虑到会议的谨慎措辞，明确的转向可能在第二季度末甚至第三季度**。

风险提示：（1）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。信用风险意外扩散迫使央行扩大宽松。（2）2020 年第四季度经济增长大幅好于预期，货币政策收紧可能提前。经济复苏好于预期，中国出口表现异常亮眼，央行加速收紧货币政策

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

