

跨周期调控是什么？基于两个案例的猜想

政策跟踪系列一

当前的货政跨周期调控=“隐性加息”=以 2019 年末为基准的“正常化”。

- **跨周期宏观调控：长周期视角，短周期取舍。**宏观调控本质上需要与周期联动，且大多表现为逆周期调控，所谓“跨周期”不太可能是与周期脱钩，而是在不同级别的周期中做取舍：在平衡长期风险、政策空间和短期效果之间，忽略相对较短的、相对不重要的周期，针对更为重要、跨度较长的周期进行设计和调节。
- **两个典型案例：2017 年金融去杠杆和 2019 年 11 月降息。**在跨周期的语境下，2017 年金融去杠杆是强调了中长期更重要的金融周期，使得政策趋紧程度超出了短周期经济可以“解释”的范畴。而 2019 年 11 月的降息则是相较短周期、偏供给冲击的“超级猪周期”，央行明确表态将更聚焦在更长周期的目标（通过 OMO—MLF—LPR 降低利率）。
- **当前的跨周期：隐性加息与政策正常化。**本轮经济抗疫政策的核心是融资保主体，其后遗症不在经济过热而在杠杆上升过快。**方向上，**参考 2017 年，经济稳健、杠杆攀升，“跨周期”视角下，货币政策仍需要进一步收紧，窗口或在 2020 年底。**幅度上**，由于实体杠杆相对于金融杠杆原罪较轻，且与就业挂钩难以“暴力压降”，叠加全球央行的宽松环境，猜想人行的进一步收紧采用“隐性加息”的模式，部分（或全部）“回收”2019 年末以来 30bp 的政策利率降息。
- **债市如何处理 2021Q1 的 GDP 高增速？**如前所述，虽然长周期视角下，进一步的收紧只是“正常化”操作，但在年末时点：叠加跨年紧张、开始 price in 2021Q1 实际 GDP 高增速（可能突破 15%）、对 2017 年暴力去杠杆重演的担忧，市场可能产生恐慌情绪并造成较大的波动。此时，若人行能像 2019 年 11 月的操作那样，让市场“get”到政策趋紧的实质只是“正常化”而已，那么债市就有可能较为平稳地度过 2020 年末到 2021 年初的危险期。
- **风险提示：**全球经济恢复斜率不确定、海外疫情秋冬二次蔓延风险。

相关研究报告

《美版 YCC 猜想：日本经验和澳洲路径》20200731

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：固定收益

证券分析师：肖成哲
(8610)66229354
chengzhe.xiao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

联系人：王开
(8621)20328582
kai.wang@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119100023

跨周期调控是什么？ 基于两个案例的猜想

今年以来，有两个宏观政经领域的词汇变得流行起来，一个是“国内大循环”，另一个就是“宏观调控跨周期”。“内循环”命题过于宏大，对于债市的影响路径可能也不太直接。本文中，我们尝试对于“跨周期调控”给出一些思考和猜想。

1.简单的逻辑推演

周期有长短、分轻重。宏观经济和金融市场存在着一定周期现象，周期的跨度有长有短，比如超过半世纪的康波周期，短至年余的库存周期，金融市场也有 A 股 7-8 年一轮牛市的经验规律。另一方面，周期的重要性也有差别，比如从 CPI 角度，猪周期就比菜价周期重要，从实体经济层面，设备投资周期就比库存周期重要。

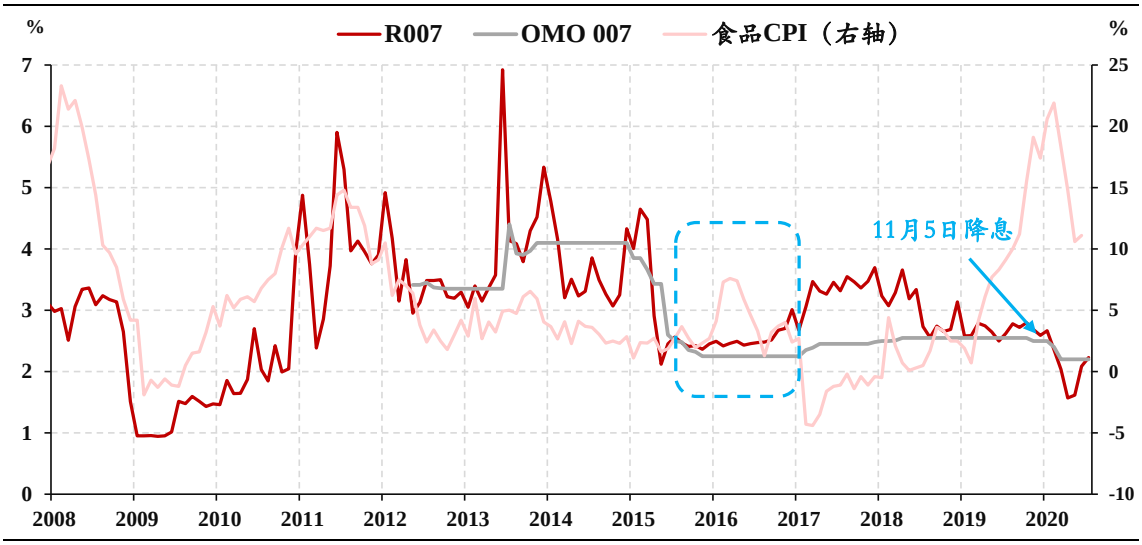
跨周期宏观调控的内涵：长周期视角，短周期取舍。官方的完整表述是“宏观调控跨周期设计和调节”。本质上，宏观调控需要与周期联动（且大多情形下表现形式是逆周期调控），所谓“跨周期”不太可能是与周期脱钩，而是在不同级别的周期中做取舍。我们认为所谓“跨周期”可能有以下内涵：①从政策目标上，将更多权重放在保留中长期政策空间之上，避免因为短期行为造成中长期风险、损失长期筹码；②从具体操作上，忽略一些较短的、较为不重要的周期，针对更为重要、较长的周期进行宏观调控的设计和调节。

2.两个典型案例

案例一：2017 年的金融去杠杆。2017 年的关键词是“经济稳，金融紧”，换言之 2017 年的紧缩政策不是“经济过热--政策收紧”的传统逻辑，而是经济小周期的反弹给了金融严监管的底气。翻译成“宏观调控跨周期设计和调节”的语言，就是为了中长期更重要的金融周期，政策趋紧程度超出了经济周期可以“解释”的范畴。

案例二：2019 年 11 月 5 日的降息。彼时非洲猪瘟冲击下，猪价拉动通胀迅速抬升，市场也担忧央行因此收紧货币政策。然而 11 月 5 日，央行降息操作表明了态度也给了市场清晰的信号：相较短周期、偏供给冲击的“超级猪周期”，央行货币政策更聚焦在较长周期的目标（通过 OMO—MLF—LPR 的路径降低利率）。

图表 1. 货币政策“忽略”结构性通胀



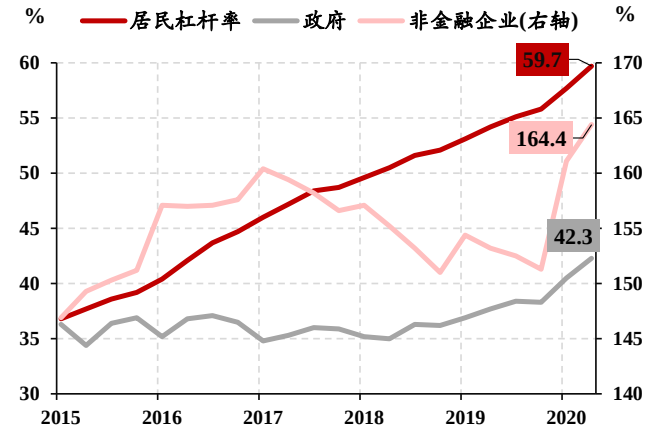
资料来源：万得，中银证券

3.对当前债市的含义

一方面，货币政策趋紧的方向不会变化。国内抗疫经济政策的核心是“融资纾困”，是通过融资供给保护市场主体的现金流量表、进而保就业，避免短期冲击造成长期的供给潜能下降。由于融资需求背后是流动性备付需求而非投资需求，主要的政策成本不在经济过热，而在于杠杆率的快速攀升：

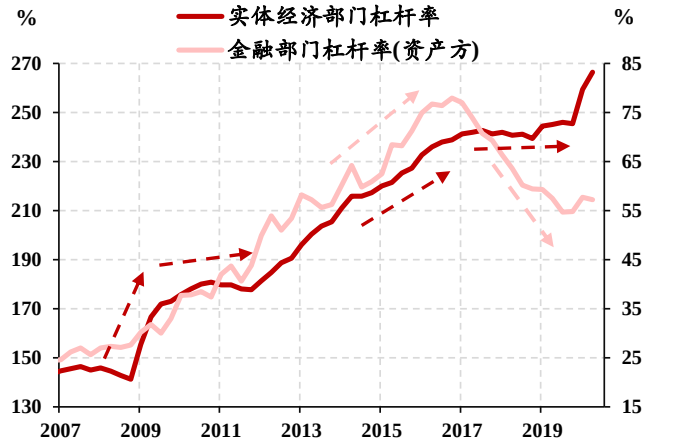
2020 年上半年，实体杠杆率攀升 21 个百分点，其中居民部门和政府部门各自贡献 4 个百分点左右，非金融企业贡献 13 个百分点，是本轮加杠杆主体，这与我们融资保住主体的政策逻辑是一致的。而从时间轴上看，非金融企业杠杆率上升的明显陡峭化，2 个季度就“抹平”了 2017 年以来的降幅；而居民和政府部门杆杆率没有明显的上升斜率陡峭化。

图表 2. 2020 年上半年，企业是加杠杆主体



资料来源：万得，国家资产负债表研究中心，中银证券

图表 3. 实体不大可能出现金融去杠杆式的暴力压降



资料来源：万得，中银证券

对于风险的强调，并未因外部环境而变化。近期，中美摩擦加剧的情况下，政策的“第一反应”是压实风险。例如总领馆风波之后，紧接着地产工作会议上再次强调房住不炒、财政部部长关于政府债务红线的发文。换言之，当外部压力复杂化、常态化后，相较于追求一个“外强中干”的数字，当前决策层更倾向压实国内风险，这或来自于吸取了苏联和日本在外部压力下处理失当、最后因内部问题“自爆”的教训。

2020 年末是进一步趋紧的窗口期。当前因为就业的季节性压力、新冠疫情对于扶贫任务的冲击、疫情和中美的不确定性，货币政策在退出超常规宽松后，维持当前常规宽松是多目标下的最大公约数。但是考虑到上半年杠杆率的快速抬升，当扶贫和六保等政策目标达成、美国大选结束后的 2020 年末，货币政策可能进一步趋紧。

图表 4. 政策“定性描述”VS 资金面表现

政策定性	资金面表达	时间段
超常规宽松	资金利率**显著低于**政策利率	2月-4月
常规宽松	资金利率**以**政策利率为**波动上限**	当前
中性政策	资金利率**以**政策利率**为波动中枢**	三季度末切换
实质紧缩	资金利率**波动中枢显著高于**政策利率	四季度重要会议切换

资料来源：万得，中银证券

另一方面，趋紧的实质是正常化。①实体杠杆 VS 金融杠杆。本轮宽松中，宽信用快速见效，因此杠杆率攀升主要发生在实体部门而非金融部门。从逻辑上，这其实是融资纾困难以避免的“后遗症”，相较于金融杠杆的原罪，考虑到实体杠杆和就业的关联，监管态度大概率较为友好。从历史规律来看，实体杠杆的快速攀升后，多对应“稳杠杆”而非“暴力去杠杆”。

②2020 年末的趋紧，长周期视角下，或是回到 2019 年末的“隐性加息”。从历史来看，人行从未显性的背离过美联储的政策周期，2021 年联储退出超常规宽松的概率不大，人行不太可能显性加息；同时，疫情冲击基本消退，但是从经济“实际”情况来看，最好的情况也不过是回到疫情前的 2019 年末；综合来看，人行通过“隐形加息”的方式，让资金面波动中枢上移，部分或者全部回收 2019 年末以来的宽松（OMO007 由 2.5%降至 2.2%），完成货币政策的正常化是概率较大的选择。

③债市风险很高的时点在 2020 年末，可能需要央行的“巧妙沟通”。如前所述，实体杠杆快速累积、M2 和社融相对名义 GDP 过快增长，央行可能在 2020 年末的窗口期进一步收紧资金面。虽然这只是回到 2019 年末的“正常化”操作，但在年末时点：叠加跨年、市场 price in 来年的高增速（2021Q1 的实际 GDP 可能突破 15%）、对于 2017 年暴力去杠杆重演的担忧，市场可能产生恐慌情绪并造成较大的波动。

从这个角度，2019 年 11 月 5 日那次降息的经验才显得弥足珍贵。长期看央行的政策是内生的，但在跨周期的设计下，央行操作足以让市场屏蔽以季度为单位的脉冲和波动。正如人行清晰传达结构通胀不重要后，我们才有了“CPI 破 5，10Y 国债 2.5%”的神奇组合，如果人行能够让市场“get”到政策趋紧的实质只是“正常化”而已，那么市场就有可能平稳地度过 2020 年末到 2021 年初的危险期。

最后，以引用 2019 年末易纲行长的两段公开表态作为结束。人行的“鹰派”作风其实质是珍惜货币政策空间，而珍惜空间的背后则是“鸽派”的判断：为什么珍惜政策空间？因为在一个趋势向下的大环境中，显性释放空间可能很难显性的回收。

*“再过几年，看全球货币政策，包括美欧日等发达经济体的货币政策，也包括发展中国家的货币政策，如果哪个国家特别是哪个主要经济体还保持**正常的货币政策区间**，这样的经济体应当是全球经济的亮点，也应该是市场羡慕的对象”*

——人民银行行长易纲，2019 年 9 月，建国 70 周年发布会

*“中国经济增速仍处于合理区间，通货膨胀整体上也保持在较温和水平，加之我们有社会主义市场经济的制度优势，**应尽量长时间保持正常的货币政策**。即使世界主要经济体的货币政策向零利率方向趋近，我们也应坚持稳中求进、精准发力，不搞竞争性的零利率或量化宽松政策”*

——人民银行行长易纲，2019 年 12 月，《求是》杂志撰文

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371