

这次不一样吗？

证券研究报告
2019 年 04 月 23 日

13 和 16 年的两次政策转变

作者

当前经济周期类似 2012 年末-2013 年初和 2016 年上半年，从经济短周期（库存周期）的静态位置来看，经济运行的位置大致处于衰退后期和复苏前期的被动去库存阶段；从经济增速的动态趋势来看，实际和名义经济增速的快速下滑告一段落，实际 GDP 增速进入 6.2%-6.4%的平台震荡期，名义 GDP 增速有望在价格的驱动下震荡回升。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

经济周期的相位变化一般会带来相似的货币政策基调变化，以资金价格衡量的货币宽松周期的顶点一般出现在被动去库存时期。本轮货币宽松周期的顶点出现在 2 月，参考 2013 年和 2016 年的情况，货币政策从观望到收紧大约 4-6 个月。

相关报告

将基本面指标与 2013 年和 2016 年类比，当前的货币政策基调大致处于“边际收紧但整体仍偏宽松”的状态。从近期相关会议的表述中推断，货币政策的边际变化方向为略偏紧，但整体基调仍偏宽松，政策的短期目标依然优先，但中长期目标的权重有所提升。因此，逆周期的政策暂时不会骤然退出而转为全面收紧（13 年），但也不会进一步宽松造成局部过热而不利于实现高质量发展的长期目标（16 年）。

2 季度，预计实际 GDP 增速在短暂走平后继续小幅回落，名义 GDP 增速出现反弹，4 月部分数据可能重新回落，经济下行压力仍在。2 季度货币政策仍在观察期，政策基调边际收紧但整体仍偏宽松，资金价格可能在震荡中小幅抬升。

预计股票在流动性宽松预期下的无差异估值修复告一段落，贸易谈判进展和体制性改革动作可能带来结构性估值提升，在基本面和政策预期的博弈下，周期和成长的相对优势可能此消彼长。利率“比较难受的阶段”暂时告一段落，大幅调整后短期具备交易价值，警惕 2 季度通胀超预期的风险。

风险提示：逆周期政策收紧幅度超预期；经济韧性好于预期

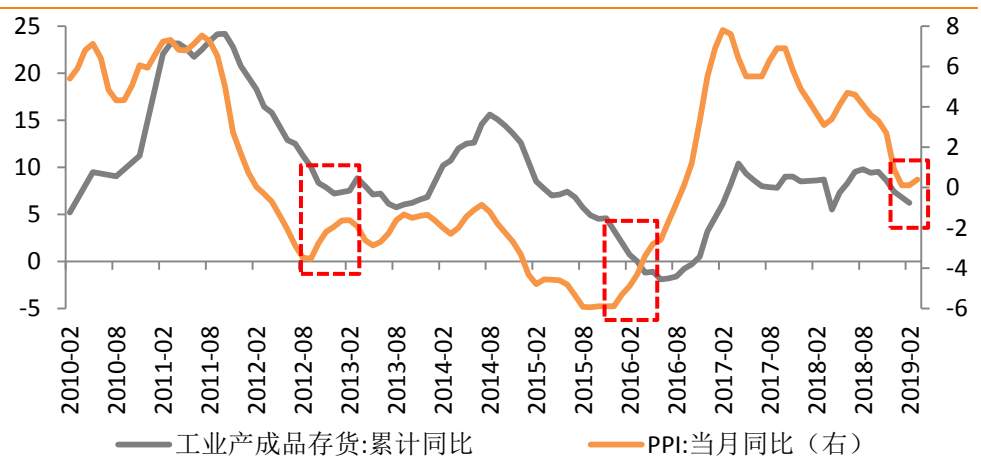


一、当前经济周期类似 12 年末-13 年初和 16 年上半年

我们曾在 4 月 7 日报告《3 月数据的“超强春节效应”和 4 月市场的“半杯水思维”》中提示：“在数年一遇的超强春节效应和基数效应下，3 月经济数据整体大幅好于 2 月”。事后看，即便考虑春节效应，3 月当月和 1 季度部分数据仍然好于预期，主要原因在于开年以来货币、财政等逆周期政策的推进启动早、力度强、见效快：央行全面降准、财政支出进度加快、地方债发行前置，去年监管从严从紧的房地产及其相关的表内外融资政策有所放松。

从经济短周期（库存周期）的静态位置来看，当前情形类似 2012 年末-2013 年初和 2016 年上半年，经济运行的位置大致处于衰退后期和复苏前期，即介于工业部门主动去库存量价齐跌和主动补库存量价齐升之间的被动去库存阶段——工业部门的库存还在去化，但是价格（PPI）基本度过了快速下滑阶段，中枢开始小幅回升。

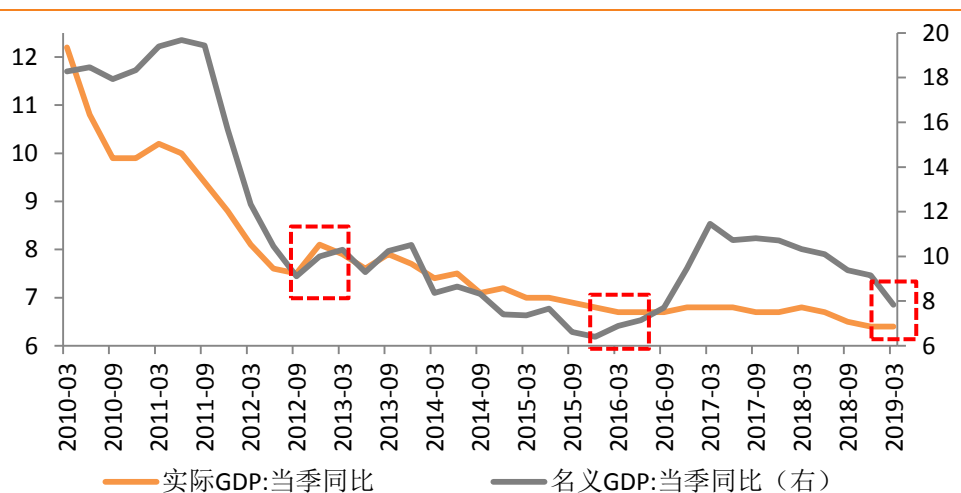
图 1：经济短周期处于被动去库存阶段，类似 12 年末-13 年初、16 年上半年（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

从经济增速的动态趋势来看，实际和名义经济增速的快速下滑告一段落。实际 GDP 增速与去年 4 季度持平（6.4%），未来几个季度有望阶段性企稳，后续进入 6.2%-6.4% 的平台震荡期（但不改变长期下滑趋势）；名义 GDP 增速经历了本轮周期最大的下行幅度后（从去年 4 季度 9.2% 下滑至 1 季度 7.8%），未来 2 个季度有望在价格的驱动下震荡回升。从这个角度看，当前经济运行的位置也与 2012 年末-2013 年初和 2016 年上半年比较相似。当然，这种相似主要是在经济周期运行的总量层面，结构仍有不少差异，诸如部分工业行业产能、房地产库存、居民企业杠杆率等。

图 2：实际和名义 GDP 增速的快速下滑告一段落（%）

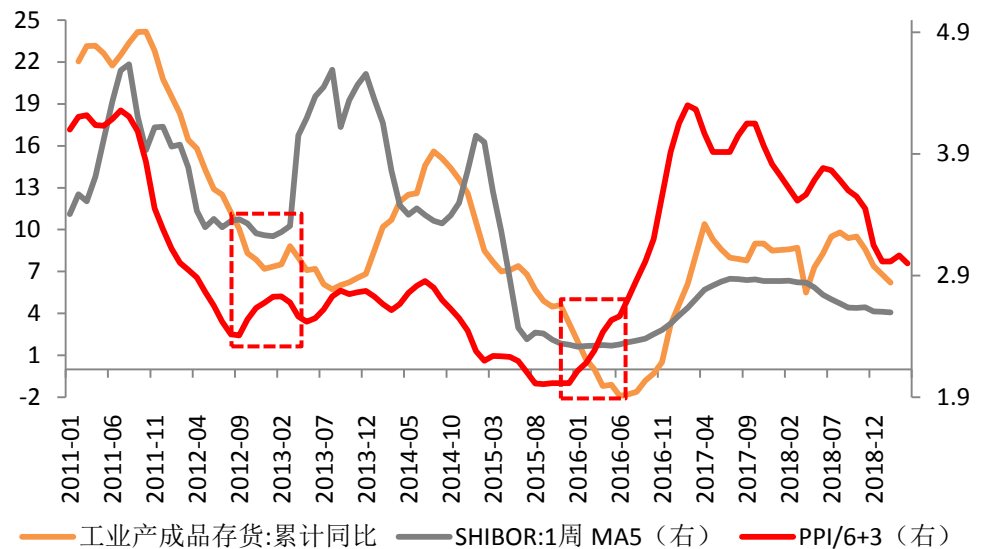


资料来源：WIND，天风证券研究所

二、流动性周期进入整体偏松但边际收紧阶段

尽管细节有诸多不同，但在具有强逆周期属性的政策体系下，经济周期的相位变化一般会带来相似的货币政策基调变化。如果用 SHIBOR-1W 衡量流动性水平，则其变化方向和相对水平可以表征货币政策的松紧程度。可以看到货币政策周期和库存周期整体展现了良好的联动关系，且一般 SHIBOR 拐点稍领先于库存指标拐点、稍滞后于价格指标拐点。因此可以近似认为，以资金价格衡量的货币宽松周期的顶点一般出现在被动去库存时期，如同 2012 年末-2013 年初和 2016 年上半年的情况。

图 3：货币政策周期由松到紧的拐点一般出现在被动去库存时期（%）

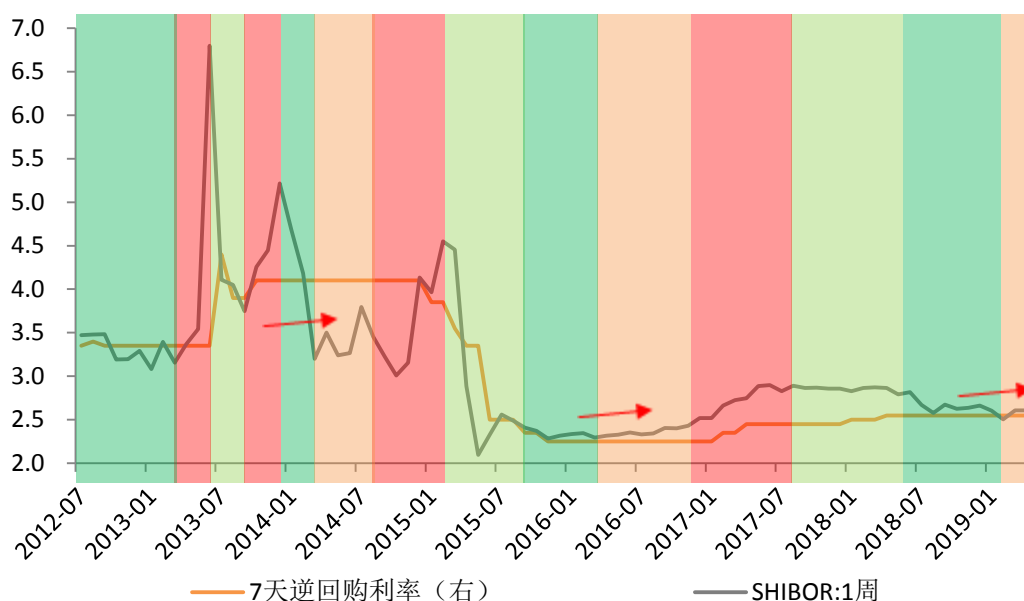


资料来源：WIND，天风证券研究所

在下图中将 SHIBOR-1W 降低的时间段用冷色背景标注，其中利率中枢较高的时间段用浅色、较低的时间段用深色；将 SHIBOR-1W 升高的时间段用暖色背景标注，其中利率中枢较高的时间段用深色、较低的时间段用浅色。可以看到，流动性从“宽松（深冷色）—边际收紧仍偏松（浅暖色）—收紧（深暖色）—边际放松仍偏紧（浅冷色）—宽松”也存在 3-4 年的周期性变化规律，与库存周期的时长基本一致。

我们最早在 3 月 1 日的报告《3 月流动性前瞻：疯狂时需要冷静》中指出：“货币政策进入效果观察期；当前的经济基本面虽然不支持货币政策的方向调整，但进一步宽松的概率也比较小”；在 3 月 19 日的报告《回归基本面》中进一步指出：“经济仍在下行但数据真空期已过，货币政策也进入信用传导效果的观察期，流动性暂时难以进一步宽松”。参考 3 月以来的资金价格变化，本轮（被动去库存阶段）货币宽松周期的顶点出现在 2 月，未来 1-2 个季度的资金价格中枢可能小幅抬升，进入“浅暖色区域”——边际收紧但整体仍偏松。

图 4：2012 年以来 SHIBOR 1W 的变化分解 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

三、回顾 2013 年和 2016 年的政策犹豫期：从观望到收紧经历了 4-6 个月

虽然经济运行和政策取向具有周期性，但每一轮周期并非简单重复，在主要变量相似的大前提下，诸多细节都有所不同：

2013 年的情况相对复杂，经济有企稳预期，国外货币政策外溢明显，外汇占款在暂停增长 1 年之后再度快速上升，货币供应增速明显高于目标值，影子银行风险初步显露。PPI 虽然在产能过剩压制下处于通缩状态，但 CPI 在一轮小型猪周期的推动下快速上升势头。此时国内货币政策框架尚不完备，期间资金价格大幅波动，并在年中和年末出现两次钱荒。

2016 年初，时值股灾过后不久，经济有企稳预期，外汇占款转为快速流出，金融自由化在前期货币宽松的配合下引发影子银行大扩张。新一轮猪周期较 2013 年更强，但 PPI 长期通缩后非食品 CPI 尚在低位，通胀压力不大。此时货币政策调控手段更加成熟多样，资金价格未出现如 2013 年的大起大落，整体平滑运行，形成一轮相对经典的货币政策周期。

2013 年：政策迅速收紧引发钱荒，经济震荡走平，观望期 4 个月

2012 年 4 季度-2013 年 1 季度，经济增速在快速下滑近 2 年后终于阶段性触底企稳，央行在 12Q3 货币政策委员会季度例会（以下简称例会）中将国内经济描述为“呈现缓中趋稳态势”，12Q4 例会指出“积极因素进一步增多”，13Q1 例会确认“保持了稳定增长态势”，同时将全球经济描述由此前的“仍较为疲弱”改为“有所好转”。

因此，当时国内和全球经济都出现了积极变化，政策从 2013 年 1 月进入观察期，重心开始向整顿快速扩张的影子银行和抑制过快增长的货币信贷倾斜。央行在 13Q1 货币政策执行报告中设专栏讨论了资金池理财产品，指出其具有“期限错配、资产和负债双重表外化、信息不透明、权责不明确”等潜在风险；5 月 13 日，总理在国务院机构职能转变动员电视电话会议上指出，“在存量货币较大的情况下，广义货币供应量增速较高。要实现今年发展的预期目标，靠刺激政策、政府直接投资，空间已不大，还必须依靠市场机制。”

随后，货币政策在 5 月从相对宽松的状态快速转为收紧，资金价格较 3 月时快速抬升近 40bp，适逢 6 月 20 日美联储突然宣布退出 QE，最终演化为严重的钱荒，经济增速也在 2 季度再次回落。流动性水平在 3 季度有所放松但仍处于偏紧状态，经济增长稍有好转，但 CPI 快速突破 3%，M2 增速仍较政府工作报告确定的 13% 目标高出近 2%。因此，4 季度流动性再度大幅收紧，出现二次钱荒。经济增速在震荡走平 1 年多以后，于 2014 年上半年

重新进入快速回落期，货币政策也在年底重新向宽松转换。

事后来看，从资金价格触底（2013.1）到快速抬升（2013.5）的间隔约为4个月。

表 1：12Q1-13Q3 货币政策委员会例会主要表述

时间	国内经济描述	表述影响	全球经济描述	表述影响	货币政策总结	表述影响
2012Q1	12.3.31	经济金融运行总体符合宏观调控预期，经济增长平稳，物价有所回落	欧债危机有所缓解，全球经济温和复苏，但不确定性依然存在		继续实施稳健的货币政策，进一步增强政策的针对性、灵活性和前瞻性	
2012Q2	12.6.29	经济金融运行总体平稳，经济增长处于目标区间，物价涨幅继续回落	全球经济复苏艰难曲折，欧债危机反复震荡，不确定性较大	不重要	继续实施稳健的货币政策，进一步增强政策的针对性、灵活性和前瞻性，根据形势变化适时适度进行预调微调	不重要
2012Q3	12.9.25	我国经济金融运行呈现 缓中趋稳 态势，物价形势基本稳定	全球经济仍较为疲弱，近期欧美新的救助和刺激措施的影响需密切关注	一般重要 略偏紧	继续实施稳健的货币政策， 着力提高 政策的针对性、灵活性和前瞻性，根据形势变化适时适度进行预调微调	一般重要 略偏紧
2012Q4	12.12.28	经济金融运行总体平稳， 积极因素进一步增多 ，物价形势基本稳定	全球经济仍较为疲弱，不确定性依然存在	重要 偏紧	继续实施稳健的货币政策	重要 紧
2013Q1	13.4.3	经济金融运行总体 保持 了 稳定增长 态势，物价形势基本稳定，但未来走势仍存在一定不确定性	全球经济有所好转，但形势依然错综复杂	一般重要 略偏紧	继续实施稳健的货币政策， 保持政策连续性和稳定性	重要 偏紧
2013Q2	13.6.23	经济金融运行总体平稳，物价形势基本稳定，但也面临不少困难和挑战	全球经济有所好转，但形势依然错综复杂	不重要	继续实施稳健的货币政策，并着力增强政策的 前瞻性 、针对性和灵活性，适时适度进行预调微调	重要 偏松
2013Q3	13.9.29	经济金融运行总体平稳，物价形势基本稳定，但也面临不少困难和挑战	全球经济有所好转，但形势依然错综复杂	无变化	按照 保持宏观经济政策稳定性 、连续性的 总体要求 ，在继续实施稳健的货币政策的同时，着力增强政策的针对性、 协调性 ，适时适度进行预调微调	重要 偏松

资料来源：央行官网，天风证券研究所

2016年：政策调整更加稳健平和，经济小幅复苏，观望期6个月

2016年1季度，国内经济再次出现企稳迹象，货币政策随后进入观察期，降准停止、资金价格不再进一步下降。但此间央行季度例会对于国内经济的描述仍然偏谨慎，16Q1到17Q1的5次例会表述均为“经济金融运行总体平稳。描述全球经济的篇幅明显增加，且每次表述均有积极变化。

2016年5月9日，“权威人士”在《开局首季问大势》中提出中国经济“L型”判断，随后实际GDP从1季度-3季度连续录得6.7%的增速，再次进入阶段性平台期。资金价格在“首季问势”之后开始缓慢上升，货币政策进入边际收紧但仍偏松的状态。

3季度开始，政策边际收紧的信号进一步增多。7月底中央政治局会议指出“要有效防范和化解金融风险隐患”，预示政策取向出现重要调整。随后央行开始以扩表方式补充流动性缺口，并逐渐缩短放长：8月、9月先后重启14天和28天逆回购，减少7天逆回购操作量，并用6个月和1年期MLF取代3个月MLF，资金价格开始加速上行，是为“金融去杠杆”的开端。

4季度政策收紧的意图已经相当明显，10月底中央政治局会议进一步提出“在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险”，随后央行将表外理财纳入MPA考核，开启了2013年后新一轮表外业务整顿。虽然货币政策从3月开始发生边际变化，但央行例会对于货币政策的表述直到16Q4才发生重要变化，将“更加注重松紧适度”调整为“更加注重松紧适度保持中性”，“保持适度流动性”调整为“维护流动性基本稳定”。

事后来看，从资金价格触底（2016.3）到快速抬升（2016.9）的间隔约为6个月。

表 2：16Q1-17Q3 货币政策委员会例会主要表述

时间	国内经济描述	表述影响	全球经济描述	表述影响	货币政策总述	表述影响
2016Q1	16.4.1 经济金融运行总体平稳，但形势的错综复杂不可低估	无变化	主要经济体经济走势进一步分化，美国积极迹象继续增多，欧元区复苏基础尚待巩固，日本经济低迷，部分新兴经济体实体经济面临较多困难。	不重要	继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，灵活运用多种货币政策工具，保持适度流动性	无变化
2016Q2	16.7.4 经济金融运行总体平稳，但形势的错综复杂不可低估	无变化	主要经济体经济走势进一步分化， 美国经济温和复苏 ，欧元区复苏基础尚待巩固，英国公投决定脱欧引发市场波动，日本经济低迷，部分新兴经济体实体经济面临较多困难。	一般重要 略偏紧	继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，灵活运用多种货币政策工具，保持适度流动性	无变化
2016Q3	16.9.30 经济金融运行总体平稳，但形势的错综复杂不可低估	无变化	主要经济体经济走势分化，美国经济温和复苏，欧元区复苏基础尚待巩固，日本经济低迷， 部分新兴经济体实体经济有所改善 。	一般重要 略偏紧	继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，灵活运用多种货币政策工具，保持适度流动性	无变化
2016Q4	16.12.30 经济金融运行总体平稳，但形势的错综复杂不可低估	无变化	主要经济体经济走势分化， 美国经济复苏有所加快 ，欧元区复苏基础尚待巩固，日本经济低迷，部分新兴经济体实体经济面临更多挑战。	一般重要 偏紧	继续实施稳健的货币政策，更加注重 松紧适度保持中性 ，灵活运用多种货币政策工具，维护 流动性基本稳定	重要 紧
2017Q1	17.4.1 经济金融运行总体平稳，但形势的错综复杂不可低估	无变化	全球经济逐步复苏，主要发达国家复苏步伐有所加快 ，部分新兴经济体仍面临挑战。	重要 偏紧	实施好 稳健中性 的货币政策，综合运用多种货币政策工具，维护流动性基本稳定	重要 紧
2017Q2	17.7.4 经济金融运行总体平稳，但面临的形势错综复杂	一般重要 略偏紧	全球经济逐步复苏，主要发达国家复苏总体延续，部分新兴经济体仍面临挑战。	不重要	实施好稳健中性的货币政策，综合运用多种货币政策工具，维护流动性基本稳定	无变化
2017Q3	17.9.30 经济金融运行 稳中向好 ，但面临的形势错综复杂	重要 紧	全球经济逐步复苏，主要发达国家复苏总体延续，部分新兴经济体仍面临挑战。	无变化	实施好稳健中性的货币政策，综合运用多种货币政策工具，维护流动性基本稳定	无变化

资料来源：央行官网，天风证券研究所

四、近期会议的政策信号：边际收紧总体偏松，长期目标权重提高

如前所述，2019年2季度，经济短周期所处的静态位置和动态趋势类似2012年末-2013年初和2016年上半年：经济增速在快速回落后有企稳预期。再参考其他政策观察指标：

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_12962



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn