

扩张政策的风向何时转变？



报告发布日期 2020年08月11日

研究结论

- **货币政策周期变化梳理：**根据历年货币政策执行报告，从2006年至今有2个升息升准的周期和3个降准降息的周期。
- **利率和准备金率变化的信号：**我们认为在升息和降息过程中央行的重点跟踪目标是不一致的。降息周期货币政策目标主要围绕经济增速与金融稳定两方面。经济增速方面，**降息降准周期结束的必要条件是社会消费品零售同比、固定资产投资完成额累计同比触底**，即经济步入复苏阶段后央行大概率不再进行降息降准操作。**金融稳定方面，降息降准周期结束必要条件是基础货币稳定、社融规模累计与名义GDP同比增速差值连续上升。**
- **扩张政策转向的预判：**近期针对疫情出台的一些特殊的、阶段性的货币政策工具已经部分退出，从6月陆家嘴论坛到7月金融统计数据新闻发布会，中央都明确表达稳健的货币政策会更加“灵活适度”，结合今年5月份以来央行并未进一步降息降准且公开市场操作方面持续缩量续做，**我们认为央行继续降息降准的可能性较小。基于当前经济增速与金融稳定的指标来看，我们认为央行结束此轮降息降准周期的必要条件已经满足，未来央行进行降息降准的倾向较低，但不排除央行会更多利用如再贷款再贴现等结构性政策去过渡未来经济的复苏期。**
- **财政政策周期变化梳理：**从2005年以来，我国财政政策的取向大致可以分为稳健财政政策期（2005—2008年）和积极财政政策期（2008年至今）。在积极财政政策期，大致呈现两年边际扩张、两年边际紧缩的交替运行规律。
- **财政政策变化信号：**1) 财政扩张/收缩周期与经济增速呈反向相关；2) 解构看，财政通过关注消费、投资、进出口和经济景气程度细分指标，发挥稳增长逆周期调节作用；3) 从历史经验总结来看，**工业企业利润总额同比增速、PPI、进出口金额同比增速指标，是财政政策变化明显信号指标。**
- **财政正常化后对经济增速的影响：**明年财政预算规划将重点关注2020年经济增长情况，分三种情形计算财政常态化后对经济增速的压力：**情形1：（财政刚性）**对应明年经济继续依赖财政托底，财政常态化使得财政规模略低于今年但仍远高于往年平均水平，对应目标赤字率假设为3.5%，相应专项债扩张规模按2020年专项债扩张规模略有下调至36500亿元，计算对经济增速的压力为-0.11%；**情形2：（财政半刚性）**对应后半年经济恢复略超预期，财政常态化高于往年平均水平，对应目标赤字率假设为3.3%，相应专项债扩张规模接近2年专项债扩张均值至29500亿元，计算对经济增速的压力为-0.71%；**情形3：（财政无刚性）**对应财政常态化快速推进使得财政规模恢复至略高于往年平均水平，对应目标赤字率假设为3.0%，相应专项债扩张规模接近3年专项债扩张均值至24500亿元，计算对经济增速的压力为-1.29%。

风险提示

全球疫情居高不下，经济复苏前景的不确定性增强；
中美摩擦可能加剧，影响进出口及政策取向。

证券分析师 陈至奕
021-63325888*6044
chenzhiyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞
021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧
021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001

联系人 曹靖楠
021-63325888*3046
caojingnan@orientsec.com.cn

联系人 陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

海外复工复产继续带动出口增长——7月 2020-08-10
进出口数据点评

经济持续修复——7月PMI数据点评 2020-08-02

用双循环打赢经济持久战——7月政治局 2020-08-02
会议点评

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2020 年上半年，新冠疫情对经济产生了巨大冲击，一季度 GDP 同比下降 6.8%，为有记录以来的首次负增长。央行和财政部均采取了积极的行动以应对此次危机，在“宽货币”加“宽信用”和“更加积极的财政政策”的刺激下，国内经济走出谷底，进入了经济复苏阶段，工业增加值、社会消费品零售和 GDP 等经济指标都呈现反弹的趋势，宽松的货币政策和扩张的财政政策通常在经济好转时开始退出。在此背景下，我们通过回顾过往货币和财政政策转向的信号，判断下半年货币政策的走势，并测算未来赤字正常化后对经济增长带来的压力。

货币政策

通过回顾央行过往货币政策制定和执行中锚定的指标，我们发现央行在升息升准和降息降准时锁定的目标并不相同，在降息降准阶段的目标是经济增速和金融稳定两个方面，根据这两方面目前的经济指标来看，货币政策在下半年的主基调大概率是保持稳健的同时边际从紧。

货币政策周期性变化梳理

我们从人民银行五个政策目标的角度去寻找人民银行升降息准周期的结束信号，通过梳理历年升降息准周期和货币政策执行报告得出利率和准备金升降结束信号的参考指标。

1、升息升准阶段

1) 2006 年年初—2008 年中

2006—2008 年中，央行为解决投资增长过快、信贷投放过多、贸易顺差过大、通胀压力较大四个难题，实施货币政策的主基调经历了“稳健”、“稳健适度从紧”、“从紧”三个阶段。期间央行 19 次上调存款准备金，8 次上调贷款基准利率，分别累计上调 10%和 1.89%。央行为防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀，中国人民银行执行了从紧的货币政策。

具体来看，此阶段升息升准的主要原因为物价上涨过快，外汇占款扩张过快。CPI 同比在 2007 年 1 月仅 2.2%，2 至 2008 年 4 月（峰值）CPI 同比上升至 8.5%，涨幅高达 6.3%。而外汇占款同比在 2007 年 1 月为 35.3%，2007 年 7 月快速攀升至 44.7%，并且在 11 月前都保持在 40%以上的高同比增速。这两大因素导致央行实施了从紧的货币政策以应对经济过热。

最后在国际金融危机恶化的背景下结束升息升准周期，以 CPI 同比回落、外汇占款同比连续回落作为结束信号。2008 年 6 月，CPI 已经从 4 月 8.5%见顶回落至 7.1%，外汇占款同比增速也下降至 29.7%，从当时来看物价和外汇占款的涨势已经得到抑制，央行相应结束了升息升准周期。

2) 2010 年年初—2011 年中

2010 年—2011 年中，央行实施货币政策的主基调为“适度宽松”。但受制于全球流动性宽松、中国国际收支顺差、物价上涨较快，央行分别上调存款准备金率和存贷款基准利率 10 次和 5 次，累计分别上调 5.5%和 1.25%。具体来看，受全球流动性宽松和中国国际收支顺差仍然较大的影响，总体上仍面临银行体系流动性供给偏多的格局。公开市场对冲操作在一定程度上受到商业银行购买

意愿的制约。因此为增强中央银行流动性管理的主动性，引导货币信贷增长向常态回归，管理好通货膨胀预期，央行使用了存款准备金率以发挥其深度冻结流动性的作用。

此阶段升准的主要原因为基础货币扩张过快，升息的主要原因为物价上涨过快。基础货币同比在2010年1月仅10.2%，年末12月已经上升至28.5%，并于2011年1月份到达峰值35.9%。而物价方面CPI则是从2010年1月1.5%一路上升至12月4.6%，于2011年7月到达峰值6.45%。央行为了管理流动性开始了升息升准周期。

这次升息升准周期以基础货币同比、CPI同比见顶回落作为结束信号。2011年9月基础货币同比与CPI已经见顶回落，分别下降至31.5%和6.1%，加上当时汇率形成机制改革一定程度上缓解了国际收支顺差增长过快的问题(2010全年贸易顺差同比减少6.4%)，央行相应结束了升息升准周期。

2、降息降准阶段

1) 2008年中—2009年中

2008年7月份以来针对国际金融危机形式，央行施货币政策的主基调从的“适度从紧”转变为“适度宽松”。2008年下半年央行共计四次下调存款准备金率，五次下调存贷款基准利率，其中准备金累计下调4%。除降息降准外，央行还取消了对商业银行信贷规划的约束，并引导商业银行扩大贷款总量。

此阶段降息降准的主要原因为GDP增速压力较大。08年第一季度实际GDP同比为11.5%，在国际金融危机的外部冲击下，于2009年第一季度降至低点6.4%。为应对经济下行压力，央行开始了降息降准周期。

周期以社会消费品零售同比、固定资产投资完成额累计同比触底反弹作为结束信号。社销和固定资产投资完成额在2009年2月触底，2009年6月时已分别从最低点11.6%和26.5%修复至15%和33.6%。随着经济进入复苏阶段(消费还未回到金融危机前20%同比增长中枢)，央行便停止了降息降准周期。

2) 2011年中—2012年中

2011年—2012年8月，央行实施货币政策的主基调一直保持“稳健”。2011年进入10月份以后，针对欧洲主权债务危机继续蔓延、国内经济增速放缓、外汇占款波动三个问题，央行共计三次下调存款准备金率，两次下调存贷款基准利率，其中准备金累计下调1.5%。2012年6月央行在降息的同时还调整金融机构存款利率浮动区间上限至基准利率1.1倍，贷款利率浮动区间下限至基准利率0.8倍。

此阶段降准的主要原因为GDP增速压力较大，外汇占款同比持续下降。降息的主要原因为降低企业融资成本稳定GDP增速。2011年中国经济增速总体呈现缓中趋稳的态势，GDP同比从2011年6月10%开始缓步下行，于2012年6月趋稳，累计降幅2.3%，下降至7.7%。与此同时外汇占款同比也从2011年6月20.0%下降至2012年6月3.9%。2011年9月金融机构人民币贷款加权平均利率从6月的7.3%上升至8.1%，达到该统计口径自2008年9月后的最高值。为稳定经济和市场流动性，央行开始了降息降准周期。

周期以基础货币同比回落至 11 年中的水平作为结束信号，2011 年 7 月基础货币同比降幅收窄，从当时来看有触底趋稳的趋势，最终在 2012 年 9 月达到最低点为 0.62%。经济方面也在 6 月趋稳，9 月达到最低值 7.5%，随着经济有复苏的迹象，年中央行便停止了降息降准周期。

3) 2015 年初—2016 年中

2015 年 2 月—2016 年 6 月，政府针对国内经济结构矛盾进行深度调整，调整过程中出现经济下行压力，央行实施货币政策的主基调从“稳健”变成“稳健+松紧适度”。2015 年以来，中国人民银行下调存款准备金率和存贷款基准利率各五次，其中准备金率包含四次普遍降准和五次定向降准，普降累计下调 2.5%。降息方面，央行在 3 月、5 月两次调整人民币存款利率基准利率浮动上限，分别扩大到 1.3 倍和 1.5 倍。

此阶段降息降准的主要原因为实体经济承压和对冲外汇占款持续下降。经济方面，2015 年一季度 GDP 同比较 14 年四季度下降 0.2%，至 7.1%。15 年全年都有一定经济增速压力，第四季度 GDP 同比逐渐下降至 6.9%。外汇占款方面，2015 年 3 月外汇占款同比正式步入负区间，从 2015 年 3 月-1.5%下降至 2016 年 3 月-11.1%，累计下降 9.6%。并且外汇占款同比 2016 全年同比都在-11%左右。

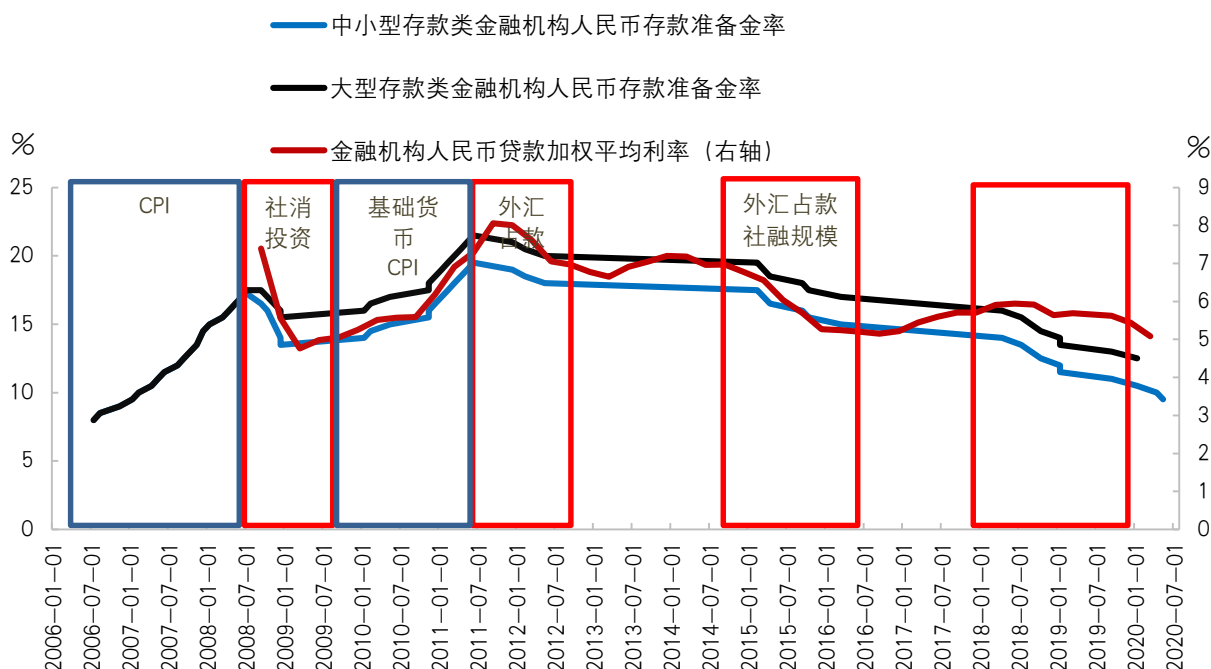
周期以外汇占款同比稳定，社会融资规模连续快速增长作为结束信号。外汇占款同比 2016 年 2 月—6 月稳定在-11%，跌幅仍在但不再扩大。社融累计同比方面则是在 16 年 1—4 月分别达到的 69.4%、26.2%、43.0%、30%，随着外汇占款降幅趋稳，社融连续高增，年中央行便停止了降息降准周期。

4) 2018 年初—至今

2018 年初央行实施货币政策的主基调先是“稳健中性”，后于 2018 年末转变为“稳健”。这一阶段，市场化、法制化治理使得“债转股”和“非标”规模收缩，央行为了对冲其对流动性的影响，以及引导金融机构支持实体经济发展，先后进行了 3 次定向降准，5 次普遍降准，普降准备金率累计下降 4%。同时通过优惠利率进一步引导金融机构支持实体经济发展，主要依靠结构性优惠利率如支农支小再贷款、再贴现、TMLF 为小微企业和民营企业提供流动性。

2019 年全年实施货币政策的主基调是“稳健”。央行在 2019 年实行定向降准的频率较高，其中定向降准 5 次，普遍降准 2 次，普降累计下降 1.5%。利率方面，通过充分发挥再贷款、再贴现精准滴灌作用，配合定向降准鼓励中小金融机构服务当地，解决小微企业“融资难、融资贵”的问题。

此阶段降息降准的主要原因为 GDP 增速压力较大、小微企业融资较贵，目前周期尚未结束。目前我国正处于由高速增长向高质量发展的转型期，相应的消费、投资的增速都面临下滑的压力。2018 年 12 月，社销同比处于历史地位 8.16%，固定资产投资累计同比 5.9% 低于 17 年最低值。融资成本方面，2018 年第一季度金融机构人民币贷款加权平均利率为 5.91%，为自 2015 年第三季度以来的最高值，不利于小微企业的生存。为应对经济结构性改革的阵痛，央行开启了降息降准周期。

图 1：2006 年至今升降息准周期及其结束信号


数据来源：Wind，东方证券研究所

3、结构调整期

1) 2013—2014 年

2013—2014 央行实施货币政策的主基调保持“稳健”，总体来说以结构性微调为主。面对全球经济增长动力不足，国内经济处于增速换挡期、结构调整阵痛期、前期政策消化期三期叠加的复杂情况，央行用调结构的方式适时适度预调微调。2013 年没有改变息准，在 2013 年 7 月 20 日起取消金融机构贷款利率 0.7 倍的下限，放开贴现利率管制，对农村信用社贷款利率不再设立上限。2014 期间并无普降，两次定向降准、一次非对称下调存贷款基准利率。并在 2014 年 11 月 22 日将存款利率浮动区间上限扩大至基准利率的 1.2 倍。

此阶段微调式的降准降息的主要原因为应对 2014 进入“新常态”后 GDP 增长动力不足以及“融资难、融资贵”问题。2014 年经济增速压力小于 2015 年，GDP 同比增速下行从 2014 年第一季度 7.5% 下降至 2014 年末 7.3%。外汇占款同比增速从 1 月 12.1% 下降至 12 月 2.4%，但依然在正区间。

此阶段结束的主要原因为实体经济承压和对冲外汇占款持续下降。2014 年央行通过公开市场操作、常备借贷便利、中期借贷便利等货币政策工具对冲在外汇占款投放基础货币出现阶段性放缓。但随着增速换挡期导致的年末实体经济压力以及基础货币投放减少，央行结束了调整期。

2) 2017 年

2017 年央行实施货币政策的主基调保持“稳健中性”，期间以结构性调整为主。2017 年中国经济稳中向好，好于预期。央行综合运用了“双支柱”调控框架加强预调微调和与市场沟通，为供给侧

结构性改革营造了中性适度的货币金融环境。2017 年全年没有改变息准，主要延伸了定向降准政策至脱贫攻坚和“双创”等其他普惠金融领域。

此阶段 GDP 增长好于预期。全年 GDP 同比增速 6.9%，高于 2016 年 6.8%。外汇占款同比也从 1 月份-10.2%逐渐回到-2.1%。总体来看经济运行情况良好。

此阶段结束主要原因为央行为对冲 2018 年“债转股”与“非标”带来的流动性冲击。

表 1：2006 年至今货币政策梳理

时间	风向	经济背景	重点目标	结束信号指标
2006 年初-2008 年中	升息升准	经济过热，体现在投资增长过快、信贷投放过多、贸易顺差过大、通胀压力较大	物价稳定、国际收支平衡	CPI、外汇占款
2008 年中-2009 年中	降息降准	国际金融危机冲击叠加 GDP 下行压力	经济增速	社会消费品零售、固定资产投资完成额
2010 年初-2011 年中	升息升准	基础货币扩张过快、通货膨胀较为严重	物价稳定、国际收支平衡	CPI
2011 年中-2012 年中	降息降准	欧洲主权债务危机继续蔓延叠加国内经济增速放缓、外汇占款波动	经济增速，金融稳定	基础货币
2015 年初-2016 年中	降息降准	GDP 下行压力大、外汇占款下行	经济增速，金融稳定	外汇占款，社会融资规模
2018 年初-至今	降息降准	“债转股”和“非标”规模收缩、GDP 下行压力、小微企业融资贵	经济增速，金融稳定	

数据来源：货币政策执行报告，东方证券研究所

结束信号指标总结

通过对往年升降息准周期的梳理，我们认为在升息和降息过程中央行的重点跟踪目标是不一致的。根据历年货币政策执行报告，降息周期货币政策目标主要围绕经济增速与金融稳定两方面，周期终结之时也是以这两方面的指标好转为信号。

经济增速方面，主要参考指标包括社会消费品零售和固定资产投资完成额。降息降准周期结束的必要条件是社会消费品零售同比、固定资产投资完成额累计同比触底，即经济步入复苏阶段后央行大概率不再进行降息降准操作。而制造业投资累计同比与固定资产投资累计同比的差值（下称制造业投资与总投资增速差值）触底可以作为降息降准周期的后验指标。这一后验指标主要逻辑在于企业现金流修复传导是否顺畅，即基建/房地产投资扩张—需求恢复带动制造业利润修复—制造业投资恢复这一链条是否完整，如果这一链条完整，那么经济复苏是可持续的，基本可以确定央行不再继续降息降准，但这一指标缺点在于滞后性。先导指标和后验指标配合来看可以一定程度上把握央行结束降息降准周期的时间点，举例来说，2016 年社会消费品零售和固定资产投资完成额触底领先降息降准结束 1 个月，触底后央行继续降息降准的可能性降低，而总投资与制造业投资增速差值触底滞后触底后基本确定央行不再继续降息降准。

金融稳定方面，主要参考指标包括基础货币同比、外汇占款同比、社融规模累计同比增速与名义 GDP 同比增速差值。降息降准周期结束的必要条件是基础货币稳定、社融规模累计与名义 GDP 同

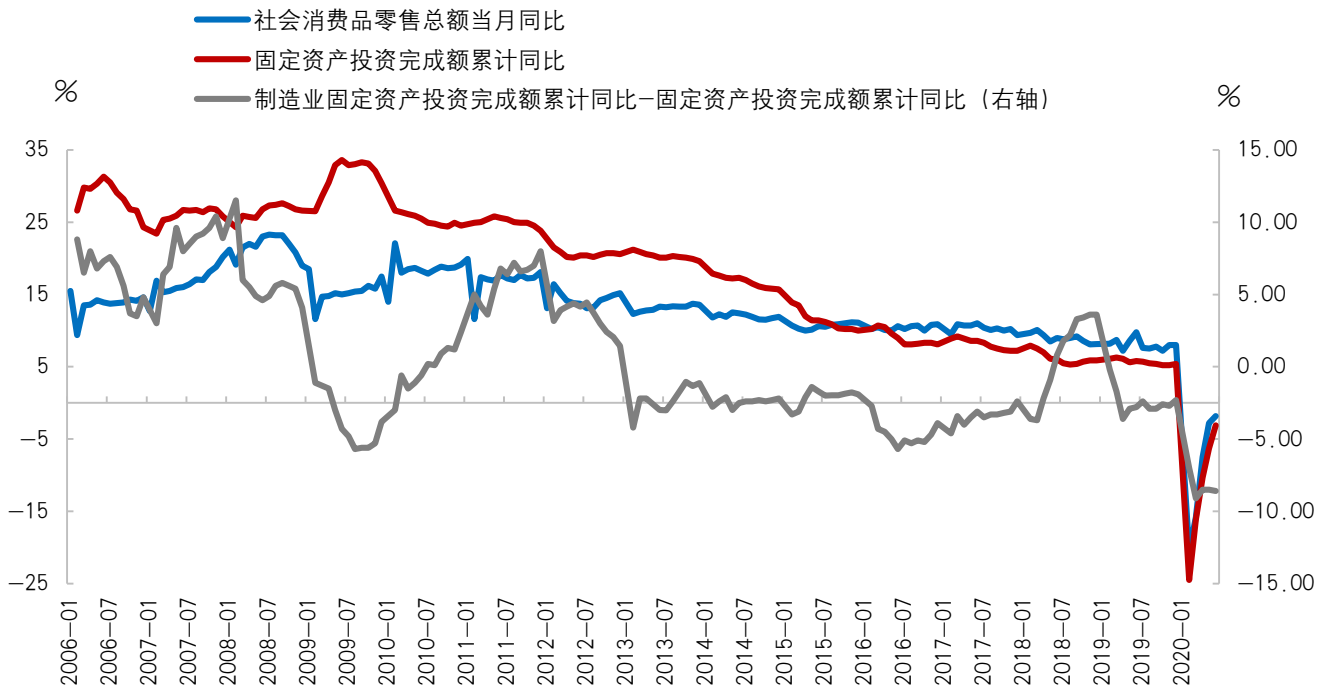
比增速差值连续上升。通过复盘历次降息降准结束的情况，我们发现央行对金融稳定相关指标的敏感度较高，当基础货币、外汇占款同比连续下降放缓或社融与名义 GDP 差值上升过快时都会使央行降息降准的倾向降低。17 年前降息降准结束的信号都包含基础货币或外汇占款，这体现了自 2011 年以来央行货币政策“稳健”的主基调，通过提高货币乘数对冲基础货币下降对 M2 的冲击。举例来说，2012 年 7 月份基础货币同比增速延续下降趋势，但 7 月之后央行不再进行降息降准。

表 2：货币政策重点目标及信号梳理

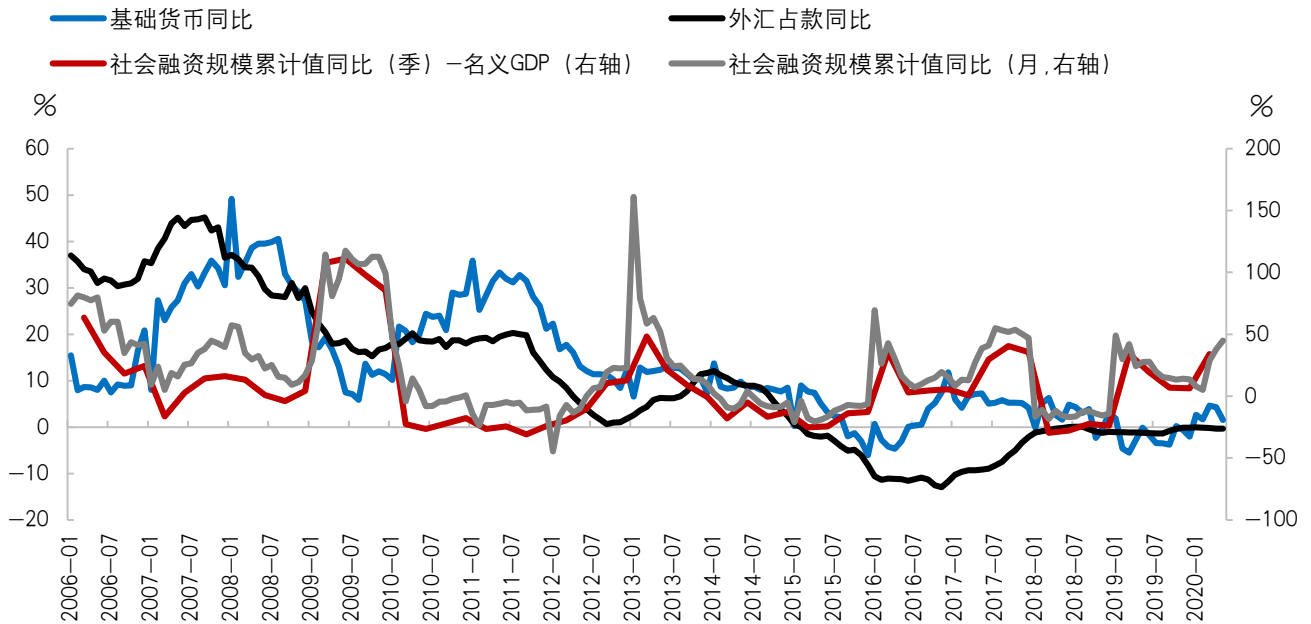
重点目标	升息周期		降息周期	
	价格稳定	国际收支平衡	经济增速	金融稳定
信号指标	CPI、M2	基础货币、外汇占款	社会消费品零售、固定资产投资完成额、制造业投资与总投资增速差	社融规模同比增速与名义 GDP 同比增速差、基础货币、外汇占款

数据来源：货币政策执行报告，wind，东方证券研究所

图 2：经济增速方面的信号总结



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：金融稳定方面的信号总结


数据来源：Wind，东方证券研究所

对扩张政策转向的预判

1、货币政策风向

今年年初由于突如其来的新冠病毒对经济社会发展带来前所未有的冲击，央行进行降息降准以保经济平稳运行。截止至今，已进行 3 次降准、其中 1 月 1 次普降，3 月和 4 月各有 1 次定向降准。降息方面，央行通过降低公开市场操作利率、下调超额存款准备金利率、下调支农支小再贷款再贴现利率、购买符合条件的新发的普惠小微信用贷款等方式引导 LPR 和金融机构人民币贷款加权平

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_3221

