

宽松前移，对冲次数或增多三次 ——量化疫情对 2020 年货币政策路径影响

宏观动态

◆要点

通过央行货币政策决策机制，我们量化了疫情冲击下央行货币政策的变动路径。我们认为 2020 年央行货币政策宽松时间点将较无疫情状况迅速前移，月度广义宽松（MPI 下滑超 25bp）次数或额外增加三次，同时前期政策宽松力度有所增强。

回测中国货币政策指数（MPI）数据，央行的货币政策决策遵循着“稳通胀、稳增长、稳汇率”的内在机制。按照这一机制，利用疫情对 2020 年经济数据冲击，可以计算出央行货币政策反应的路径变动。

我们发现在疫情发生前，央行的政策路径为 2020 年 1 月、3 月以及 6 月至 12 月中有约一半的概率进行 MPI 降幅大于 25bp 的月度广义宽松货币操作。而受新冠肺炎疫情冲击，预计上半年中国 GDP 增速降幅加大，考虑食品和非食品通胀、以及汇率水平的影响，央行的政策路径在 1、2 月已发生货币宽松的前提上，会继续每月以约一半的概率，进行广义宽松货币操作，1 季度和 4 季度是重要的流动性窗口期。

受此影响，我们预期 3 月及之后市场流动性将保持更加灵活适度的状态，在疫情状况逐步缓解、复工逐渐恢复带动下，权益市场易受支撑；而受市场风险偏好上升影响，利率债收益率虽难大幅上行，但下行空间亦会有一定限制。

风险提示：对资产进行配置时，仍需考虑疫情在全球的演进、基本面影响、以及市场情绪快速波动带来的风险。两会制定的 2020 年经济增长目标仍待确定。

分析师

张文朗 （执业证书编号：S0930516100002）
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

周子彭 （执业证书编号：S0930518070004）
021-52523803
zhouzipeng@ebcn.com

央行政策决定机制与政策路径

谈到央行的货币政策决定机制，人们大多想到的是美联储的泰勒法则。正常情况下，美联储的正常货币工具调整主要集中在调整联邦基金利率水平上。基于有效性和便捷性，在判断美联储货币政策决策机制时，人们往往按照泰勒法则，依据对未来通胀和 GDP 增长缺口等宏观变量的判断来量化美联储合意的货币政策路径。

但不同于美联储相对单一的货币政策调整工具¹，中国人民银行为了适应经济结构和内外部环境的快速变动，采取了多样化的货币政策工具，并且在不同阶段侧重工具也有不同。然而多样化的政策工具选择，却因为其较差的数据口径统一性，为测算中国央行的货币决策机制增加了障碍。

为了克服这一障碍，我们在前期报告《崭新方法把脉货币政策——中国货币政策指数》²中，将不同货币工具按政策效果统一度量成以存贷款基准利率为基准的货币政策指数（MPI），比如 2019 年央行全面降准 50bp 就相当于 MPI 降低 25bp，如果公开市场操作释放约 8000 亿流动性也相当于 MPI 降低 25bp 等。为了考察央行的货币政策放松或收紧的决定机制，同时减少数据上的偏误，我们按货币政策方向将货币政策指数转化为以“+1”代表政策收紧（MPI 变动不小于 25bp）、“0”代表政策不变（MPI 变动幅度小于 25bp）、“-1”代表政策宽松（MPI 变动不小于 -25bp）为度量值的月度序列。

最终，我们量化测算了 2003 年以来央行的货币政策决定机制，并将影响中国央行的主要宏观变量及结论列于表 1 中的回归 2。我们认为影响央行货币政策决策的宏观变量主要包括食品 CPI、非食品 CPI、GDP 增长与两会经济增长目标差，人民币兑美元汇率同比，以及美元指数。利用测算的央行货币政策决策机制，将疫情发生后的货币政策路径与之前未考虑疫情影响的货币政策路径进行比较，就能得到本次疫情对央行货币政策路径的影响。

表 1: O-Logit 模型下央行决定收紧、不变或放松货币政策的概率决定系数

解释变量	回归 1	回归 2
CPI	0.29**	--
食品 CPI	--	0.05
非食品 CPI	--	0.55***
PPI	0.02	--
GDP 目标差额	0.61***	0.71***
人民币兑美元汇率同比	0.11**	0.10**
美元指数	-0.03	-0.04*

资料来源：光大证券研究所，（***表 1%显著，**表 5%显著，*表 10%显著），数据：2003 年 1 月至 2019 年 10 月

表 1 中的回归 2 表明，中国央行在决定是否宽松或收紧货币政策时，确实遵循着“稳通胀、稳增长、稳汇率”的决策机制。在 MPI 口径下，央行货币政策调整存在以下几个特征：首先，与 CPI 通胀相比，央行货币政策调整

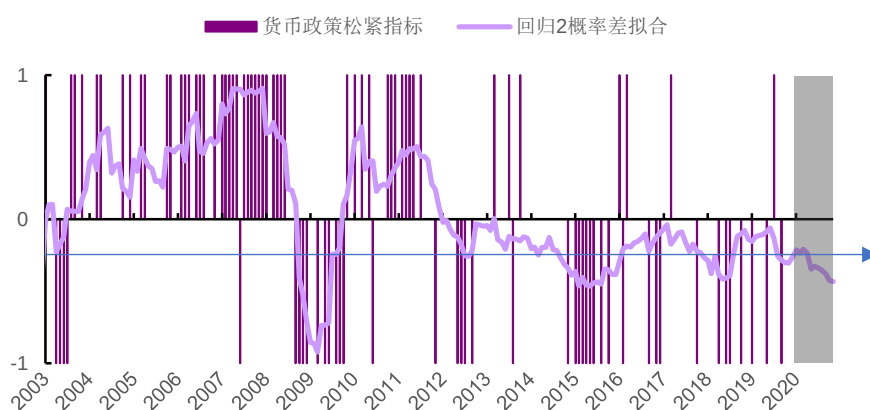
¹次债危机之后，受零利率限制，美联储也使用了一些非常规的货币政策操作，但这些非常规货币政策仍可转换为联邦基金利率讨论。

²《崭新方法把脉货币政策——中国货币政策指数》，2019 年 12 月 23 日

对 PPI 通胀并不敏感（回归 1）；其次，非食品 CPI 通胀对货币调整影响力要远大于食品 CPI 通胀，非食品 CPI 通胀的 1 个百分点的上行与食品 CPI 通胀 11 个百分点的上行相当；再次，央行调整货币政策更取决于实际 GDP 与两会经济增长目标的差值，而不是通常意义上 GDP 增速缺口，从影响央行货币政策调整角度讲，GDP 目标差值上行 0.1 个百分点相当于 CPI 通胀上行 1 个百分点；最后，人民币贬值压力，也会显著加强央行收紧货币政策的倾向。

图 1 刻画了，2019 年 12 月，疫情未发生前央行的货币政策松紧指标（+1 为收紧，0 为不变，-1 为放松），以及当时计算以概率差代表的 2020 年央行广义的货币政策路径。以蓝色箭头线为阈值，该央行政策路径的概率差拟合意味着为 2020 年 1 月、3 月以及 6 月至 12 月中有约 48% 的概率进行月度广义宽松货币操作。

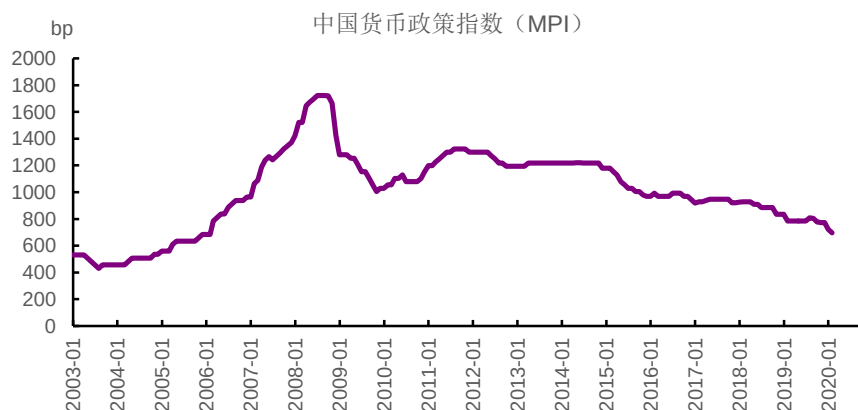
图 1：折线为央行货币政策路径的概率拟合



资料来源：光大证券研究所测算，灰色阴影部分为预测值，预测时间 2019 年 12 月

图 1 是疫情发生前央行货币政策路径的概率拟合。为了测算疫情发生后的货币政策路径，我们首先将央行的货币政策更新至最近，并计算出截至 2020 年 2 月央行的 MPI 指数，列于图 2。在现有数据中，已经不难看出 2020 年 2 月 MPI 延续了一月份继续下滑的势头（图 2），这与通常春节后央行会收紧 MPI 回收短期流动性的并不吻合。这也充分体现了央行已经开始积极对冲从 1 月底开始的新冠疫情影响。

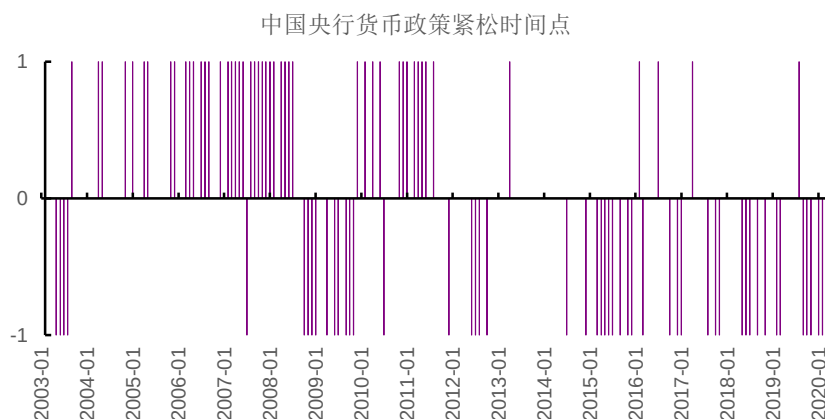
图 2：中国货币政策指数（MPI）更新



资料来源：光大证券研究所，数据更新至 2020 年 2 月 24 日

并且在央行货币政策松紧指标的柱状图中，可以看到进入 2020 年，即便央行只在一月份降了一次准，但通过综合运用其他货币工具，央行实质上已经实施了 2 次 MPI 降幅不小于 25bp 的货币宽松³（图 3）。

图 3：央行收紧、不变、放松货币政策时间点



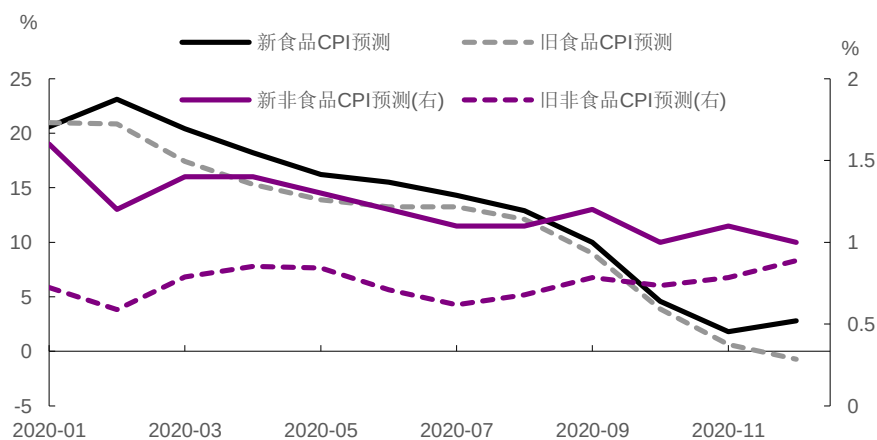
资料来源：光大证券研究所，数据更新至 2020 年 2 月 24 日

疫情对央行货币政策路径的影响

表 1 中的回归 2 使用 O-logit 模型，描述了央行实行宽松、维持或者收紧货币政策的概率与相关宏观变量的对应关系。央行的货币政策决策取决于央行食品 CPI、非食品 CPI、GDP 实际增速与全国两会制定的 GDP 增速差额，人民币兑美元汇率同比等宏观变量。疫情冲击央行的货币政策路径，正是通过影响相关宏观变量导致的。下面，我们逐项分解疫情对宏观变量的冲击影响，就可以计算出疫情对央行货币政策的影响。

首先，就通胀而言，疫情带来的城市隔绝以及停产等措施，增加了消费品的生产和运输难度，导致其市场价格上涨。根据光大宏观组预测，由于防范疫情措施的区别使用，疫情提拉非食品 CPI 的幅度要大于提拉食品 CPI 的幅度，具体估计如图 4 所示。

图 4：疫情对食品和非食品 CPI 通胀影响



资料来源：光大证券研究所预测 注：1 月为真实值，其余月份为预测值

³2020 年 2 月 MPI 数值在新数据更新后存在下修可能

其次，对于 GDP 目标差额而言，疫情后 GDP 增速目标可能会略降，而疫情对经济增长的冲击可能主要体现在第 1 和第 2 季度。在之前的研究中，我们发现央行的经济增长目标与全国两会经济增长目标更为相关。从上海两会的 GDP 增长目标与全国两会制定的 GDP 增长目标的同步性来看(表 2)，如果未发生疫情，2020 年全国 GDP 增长接近 6.0%很可能是两会所制定目标的一个较可能选项。

表 2：上海两会 GDP 增速目标与全国两会 GDP 增速目标有同步性

时间	上海两会 GDP 增速目标 (%)	全国两会 GDP 增速目标 (%)
2010	8	8
2011	8	8
2012	7.5	7.5
2013	7.5	7.5
2014	7.5	7.5
2015	7	7
2016	6.5-7	6.5-7
2017	6.5	6.5
2018	6.5	6.5
2019	6-6.5	6-6.5
2020	6	截至 2019 年 2 月尚未公布

资料来源：历年《政府工作报告》，光大证券研究所整理

但受疫情影响，保持与原先相同的经济增速目标似乎并不现实，估计今年 GDP 增速目标有可能会下调，不过幅度可能不会太大。2 月 23 日，中央认为“疫情的冲击是短期的、总体上是可控的……加大政策调节力度，把我国发展的巨大潜力和强大动能充分释放出来，就能够实现今年经济社会发展的目标任务”⁴。同时考虑到 2020 年是“十三五计划”的收官之年，GDP 增速需要达到 5.5%才能达成“到 2020 年实现国内生产总值比 2010 年翻一番”目标，因此两会将今年 GDP 增长目标定在 5.5%-6.0%，或许是合意水平。而对 2020 年分季度 GDP 增速，我们从供给和需求两个角度，参考 2003 年 SARS 的经验，对无疫情冲击和有疫情冲击，分别作了基准预测。保守估计，疫情将会对 2020 年第 1 季度造成较大的冲击。

而对人民币兑美元汇率而言，目前疫情产生的冲击幅度较小。一方面，随着中美贸易第一阶段协议的达成，国际贸易风险稍有缓和，人民币兑美元汇率整体维持在 6.9-7.0 美元/人民币左右，并保持一定幅度的双向波动。疫情尽管扭转了 2019 年 11 月人民币兑美元小幅升值的趋势，但尚未打破这个波动区间，随着国内疫情趋势的好转，波动幅度可能进一步缩窄。另一方面，疫情在国际的蔓延还具有不确定性，这也导致人民币兑美元汇率没有明确的方向性。这里我们就暂且用过去两个月的均值来计算 2020 年人民币兑美元汇率同比(3%左右)。最后由于美国本土受到疫情影响尚小，美元指数在无疫情时我们预计在 97 左右窄幅波动，基于避险需求，有疫情时我们预计为 99 左右窄幅波动。

⁴2020 年 2 月 23 日，习近平在统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议上的讲话

疫情带来的货币政策路径变动

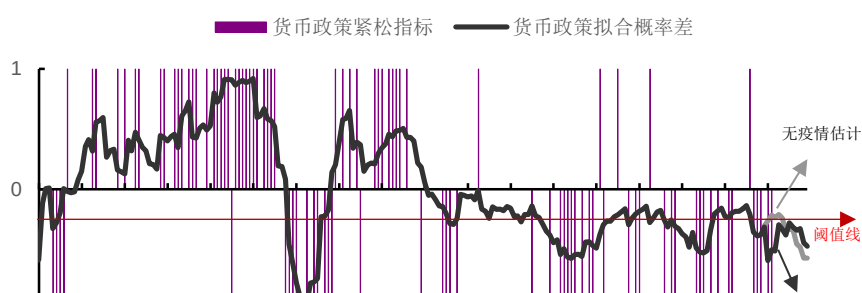
分析完新冠肺炎疫情对影响央行决策的主要宏观变量的影响后，根据表 1 中央行货币政策决定机制，我们可以分别计算出有疫情冲击和没有疫情冲击时，央行货币政策路径的概率变动（图 5）。通过比较图 5 中无疫情与有疫情政策路径估计的差，我们就可以得到疫情冲击对央行货币政策的三个主要影响。

第一，央行宽松政策迅速前移。与无疫情的货币政策路径比，有疫情的情况下，一季度宽松的概率快速增加。这与 1 月、2 月我们观察到央行连续两个月推动政策宽松（月度 MPI 降幅不小于 25bp）相吻合。同时 3 月份持续进行推进货币政策宽松的概率依然较大。

第二，央行的宽松次数增多。在货币政策拟合概率差折线上，-0.28 的阈值扮演重要角色，如果拟合概率值小于该值，那说明当月货币政策宽松的概率将接近 48%。在无疫情冲击时，2020 年 MPI 降幅不小于 25bp 概率较高的月份主要集中在 1 月、3 月、以及 6-12 月。但是在有疫情的情况下，2020 年全年都处于阈值线以下，这也就意味着以 MPI 降幅不小于 25bp 定义的货币宽松执行月数将比无疫情状况时多出 3 次。

第三，一季度和四季度货币政策宽松的概率相对更大。在疫情冲击下，1 季度将受到 GDP 增速下行影响，4 季度则将主要受非食品 and 食品通胀下行影响。导致央行货币政策宽松的概率呈现倒 U 型，这可能意味着央行在 1 季度与 4 季度进行宽松操作的频率更密集。

图 5：疫情冲击下对可能货币政策路径概率的冲击



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_6993

