

“双稳”背景下的政策逻辑

2016年2月26日

广州期货研究所

长期经济下行已经从可能转为现实，供给侧改革着眼于一个长期的视角，调结构、提效率不可能一蹴而就，转型阵痛在所难免。然而，经济增长放缓始终有一定的限度，以防出现系统性风险。从去年10月份开始供给侧改革几乎独占鳌头到后期的供需两端发力来看，稳增长仍然是体制改革的必要前提，6.5%是未来五年计划死守的增长底线。

财政发力、货币工具配合长期以来是反经济周期的有效手段，尽管高层领导表态避免过度依赖漫灌式的货币宽松来促进经济增长，但我国较高的利率水平，在降息、降准方面仍具有一定空间。原则上，利率工具常常成为政府提振经济的首选。2015年下半年以来，经济增长正式滑落至“6”时代，股票市场、房地产市场持续低迷，年前降准预期从延后到基本落空，而公开市场操作、定向宽松却成为央行货币政策新常态，尽管资金投放规模已远超单次降准的力度，显然效果不可等量齐观。进一步来看，汇率波动几乎完全主导了央行的货币政策。

去年8月份汇率改革至今，人民币汇率出现了较大幅度的贬值，外汇占款急速下降，外资流出严重，直接导致基础货币供应减少，降低了市场流动性，长期势必引发资产价格全面下跌，触发系统风险。贬值本身并不可怕，贬值预期才是资金外流的元凶。因此稳住汇率、逆转贬值预期成为了央行今年的主要任务之一，这便解释了为什么去年年底至今央行对市场的降准预期始终不为所动。

经济放缓意味着货币宽松概率加大。固定汇率制度下，央行实施货币政策表现得游刃有余，但在浮动汇率制度下，汇率稳定、资本自由流动以及独立货币政策的“三元悖论”便有着重要影响。人民币国际化背景下迫切需要我国改革汇率制度，实现汇率自由浮动是最终目标。因此自去年8月份汇改以来，“三元悖论”始终制约着央行的货币政策。经济下行意味着贬值预期加大，外资倾向撤离。如果实施降准、降息政策提振经济，可能进一步增大贬值压力，加速资金外流，反而不利稳定经济增长。这个过程中，经济增长是原因，货币政策是手段，而汇率表现是结果，三者之间相互作用。经济上升过程中，整个系统将处于良性循环，一旦经济滑落，这个过程将被逆转。由此可见，稳经济、稳汇率的“双稳”目标自然成为今年政府的主要任务。因此领导层可能更倾向于实施能够同时实现“双稳”目标的政策，而任何不利于其中任一目标的政策都将暂时被搁置。事实上汇改以来的主要政策微调也基本可以看出一些端倪。

公开市场业务天天有、定向货币宽松成为货币政策新常态。经济下行需要央行实施宽松的货币政策，降准、降息极可能引发汇率进一步贬值，因此公开市场操作、SLF以及MLF成为了央行近期频频实施的政策工具。在量级相当、效果远逊单次降准的情况下，央行仍然暂时放弃利率工具，极可能担忧汇率贬值带来的压力。

重振房地产市场几乎成为了政策的不二选择。去库存是中央经济会议提出的五大任务之一，也是稳增长最直接有效的手段。目前房地产库存压力主要集中于二、三线城市，继下调首付比例后，再次调整交易环节的税收，政府提振市场目标相当明显，而且政策利好基本偏向于不限购城市。除了作为稳增长的手段外，房地产作为大类资产配置的重要产品之一，也有助于稳住外流资金。在股票市场大幅下降，其他投资产品受限的情况下，房地产市场是吸引资金的重要渠道。“双稳”逻辑下，房地产市场具备了双重功能。

进一步开放银行间债券市场，中长期境外机构投资者额度不再受限。一种观点认为我国债券收益率高，违约风险低，会重大利好中国债市；另一种观点立足于人民币汇率风险，国际投资者积极性不会太高。虽然主流观点存在分歧，但银行间债券业务放开至少为合格的境

外投资者提供了更多的投资方式。事实上，只要逆转汇率波动预期，中长期来看，债券是完全能够吸引更多的外资流入，而当前政府正是先从稳汇率预期着手。另外，地方置换债券将大大提高债市供给，扩充债券投资参与主体、放开境外投资者投资额度将会增加债市需求。

总体而言，“双稳”逻辑下，预计利率工具的使用会大幅减少，汇率改革进程也将延后，甚至可以大胆断言，经济企稳之时才是汇改重启之日。随着债券供给的陆续增加，预期今年央行会实施更多的MLF操作，定向货币宽松将暂时取代全面货币宽松，甚至房地产市场可能出台更多的利好政策。“大水漫灌”不可取，“定向精准”不可少，预计今年总体货币政策继续保持稳健，广义M2预期增长13%左右。

研究所

公司研究所具有一批丰富实战经验的期货产业研究员及专业的优秀分析师，致力于为客户提供中国资本市场**前瞻性、可操作性**的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇**产业链**的研究；我们看重**数量分析法**；我们提倡**独立性**，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒。

我们将积极依托**股东单位—广州证券**在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“**宏观、产业和行情策略分析**”为核心，大力推进市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融研究部。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址：广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼第1007-1012房

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。