

【申银万国期货】2020 年 VS 2008 年政策对比与影响分析

2021 年 3 月 18 日

分析师：唐广华
从业资格号：F3010997
投资咨询号：Z0011162

电话：021-50586292
邮箱：tanggh@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
宝安大厦 7、8、10 楼
邮编：200122
电话：021 5058 8811
传真：021 5058 8822
网址：www.sywgqh.com.cn

摘要：

- 从央行货币政策力度上看，2020 年降准和降息力度均不如 2008 年，降准幅度约为 2008 年力度的一半，降息力度约为 2008 年力度的六分之一。从财政政策的绝对额上看，近 2 年新增财政规模和减税减负力度均大于 2008 年，不过考虑到目前 GDP 是当时的 3 倍有余，综合类比，力度约为 2008 年的一半。
- 2008 年，随着央行多次降息降准和国务院应对国际金融危机的一揽子计划等一系列政策的出台，国内市场信心快速恢复，需求稳步提高，银行体系流动性充裕，货币信贷快速增长，M2 上行持续时间超过 1 年，物价快速回升，通胀预期增强，持续时间超过 2 年。为引导货币信贷增长向常态回归，管理好通货膨胀预期，2010 年 1 月份开始，央行连续 6 次上调存款准备金利率，同时为稳定通货膨胀预期，抑制货币信贷快速增长，2010 年 10 月份，央行连续 2 次上调存贷款基准利率。
- 2020 年，随着央行及时调整政策力度和节奏，综合运用降准、再贷款、再贴现、中期借贷便利（MLF）、公开市场操作等多种货币政策工具，逐步将流动性总量恢复到正常合理水平，金融机构贷款合理增长，利率下降，货币供应量、社会融资规模显著回升。PPI 由跌转升，快速上行，受食品价格和翘尾因素扰动，CPI 继续回落。
- 根据预测，受非食品与猪肉价格错位的影响，预计 CPI 同比涨幅可控，不太会对央行货币政策产生影响。不过，若大宗商品价格继续上涨，带动 PPI 快速回升至 5%-6% 上方，不排除央行在保持宏观杠杆率稳定的背景下，提高货币政策利率收紧流动性的可能。
- 参考 2008 年金融危机后债券收益率的走势情况，在央行提高存款准备金率政策落地后，收益率上行才告一段落。而当前短期货币政策利率上调的概率较低，流动性将继续保持合理充裕。加上海外疫情得到控制、经济展望改善，国内出口、工业生产形势乐观、政府债券将大量发行，预计债券收益率仍处于上行周期，第一目标为 3.5%，国债期货价格以下行为主，第一阶段调整结束或待央行政策拐点出现之后。



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

一、2008 年 VS 2020 年政策对比

1、2008 年金融危机时快速降准降息，投放 4 万亿

2008 年下半年，国际金融动荡加剧，为应对国际金融危机对我国经济增长产生的负面影响，国务院、央行和相关部门实施了一系列的经济支持政策，进一步扩大内需，保持国民经济持续平稳较快发展。

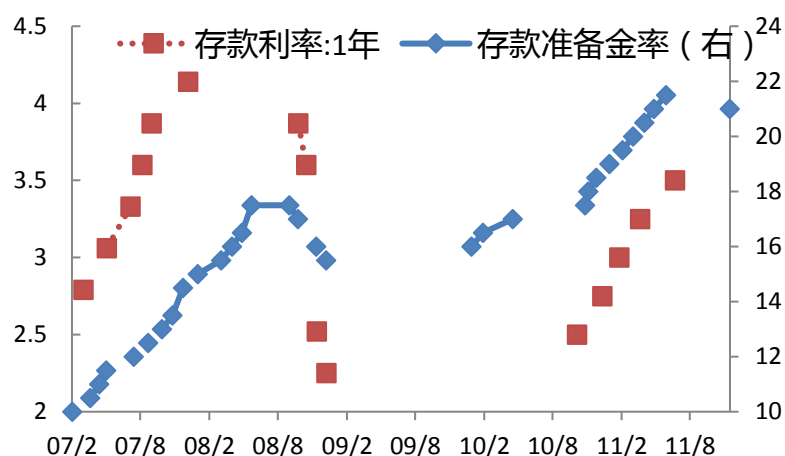
（1）央行 5 次下调基准利率，下调 1.89 个百分点

2008 年 9 月份开始，央行 5 次下调金融机构存贷款基准利率。其中，1 年期存款基准利率由 4.14% 下调至 2.25%，累计下调 1.89 个百分点；1 年期贷款基准利率由 7.47% 下调至 5.31%，累计下调 2.16 个百分点。央行 2 次下调对金融机构的存贷款利率，其中法定准备金和超额准备金存款利率由 1.89% 和 0.99% 分别下调至 1.62% 和 0.72%；1 年期流动性再贷款利率由 4.68% 下调至 3.33%；1 年期农村信用社再贷款利率由 3.96% 下调至 2.88%；再贴现利率由 4.32% 下调至 1.80%。

（2）央行 4 次下调存款准备金率，释放流动性 8000 亿元

为保证银行体系流动性充分供应，央行分别于 9 月 25 日、10 月 15 日、12 月 5 日和 12 月 25 日连续 4 次下调金融机构人民币存款准备金率，其中，大型存款类金融机构累计下调 2 个百分点，中小型存款类金融机构累计下调 4 个百分点。截至 2008 年年末，动态测算共释放流动性约 8000 亿元。

图 1：2007-2011 年央行存款准备金率和利率操作（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

（3）国务院常务会议部署十项措施，投资 4 万亿

2008 年 11 月 5 日，国务院总理主持召开国务院常务会议，研究部署进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施，详见表 1。初步匡算，实施上述工程建设，到 2010 年底约需投资 4 万亿元。

表 1：2008 年进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施

序号	具体措施	重点投向	资金测算
1	加快建设保障性安居工程	廉租住房、棚户区改造等保障性住房	约 4000 亿元
2	加快农村基础设施建设	农村水电路气房等民生工程和基础设施	约 3700 亿元
3	加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设	铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	约 15000 亿元
4	加快医疗卫生、文化教育事业发展	医疗卫生、教育、文化等社会事业发展	约 1500 亿元
5	加强生态环境建设	节能减排和生态工程	约 2100 亿元
6	加快自主创新和结构调整	自主创新和结构调整	约 3700 亿元
7	加快地震灾区灾后重建各项工作	灾后恢复重建	约 10000 亿元
8	提高城乡居民收入		
9	全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革，鼓励企业技术改造，减轻企业负担 1200 亿元		
10	加大金融对经济增长的支持力度		
合计			约 40000 亿元

资料来源：Wind，申万期货研究所

（4）2009 年实施积极的财政政策

2008 年四季度，为应对国际金融危机的影响，积极筹措资金，新增中央政府公共投资 1040 亿元，用于加快灾区恢复重建、实施保障性安居工程等民生工程和农业基础设施建设。同时减轻企业和居民负担。实施企业所得税新税法，降低企业税负。提高个人所得税工薪所得减除费用标准，暂免征收储蓄存款和证券交易结算资金利息个人所得税。初步统计，2008 年各项税费减免政策共减轻企业和居民负担约 2800 亿元。

2009 年，实施积极的财政政策。为弥补财政减收增支形成的缺口，拟安排中央财政赤字 7500 亿元，比上年增加 5700 亿元，同时国务院同意地方发行 2000 亿元债券，由财政部代理发行，列入省级预算管理。全国财政赤字合计 9500 亿元，比 2008 年大幅增加 7700 亿元。此外，采取减税、退税或抵免税等多种方式减轻企业和居民税负约 5000 亿元。

2、2020 年央行精准施策，发行特别债券

（1）央行多次降准，精准施策保持流动性合理充裕

2020 年初，面对百年不遇的新冠肺炎疫情冲击，央行货币政策灵活适度、精准导向。其中，3 次下调金融机构存款准备金率，释放长期资金约 17500 亿元。同时将金融机构在央行超额存款准

备金利率从 0.72% 下调至 0.35%，MLF 和逆回购操作中标利率均下行 30 个基点，引导市场利率围绕央行政策利率波动，支持经济恢复发展。央行综合运用降准、再贷款、再贴现、MLF 等工具投放中长期流动性的基础上，以 7 天期逆回购为主灵活开展公开市场操作，始终保持流动性合理充裕、供求平衡。

（2）财政政策采取特殊举措，发行特别国债

疫情特殊时期，2020 年财政政策采取特殊举措，目标赤字率提升 0.8 个百分点，赤字规模增加 1 万亿元至 3.76 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债，基本符合市场预期。增加的 2 万亿全部转给地方，建立特殊转移支付机制，主要用来直接惠企利民。同时较大规模增加地方政府专项债规模至 3.75 万亿元，扩大有效投资。总体上看，2020 年政府债务新增规模合计 8.51 万亿，比 2019 年增加 3.6 万亿，有力对冲经济下行压力。

2021 年，积极的财政政策要提质增效、更可持续，赤字率略有下调至 3.2%，赤字规模略降至 3.57 万亿元，不再发行特别国债，地方政府专项债务略降至 3.65 万亿元，对经济保持必要支持力度。

表 2：财政政策规模（亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财政赤字率（%）	2.8%	3.6%	3.2%
中央财政赤字规模	18300	27800	27500
地方财政赤字规模	9300	9800	8200
抗疫特别国债	—	10000	—
地方政府专项债务	21500	37500	36500
合计	49100	85100	72200

资料来源：Wind，申万期货研究所

3、2020 年 VS 2008 年财政货币政策对比

从央行货币政策力度上看，2020 年降准和降息力度均不如 2008 年，降准幅度约为 2008 年力度的一半，降息力度约为 2008 年力度的六分之一。从财政政策的绝对额上看，近 2 年新增财政规模和减税减负力度均大于 2008 年，不过考虑到目前 GDP 是当时的 3 倍有余，综合类比，力度约为 2008 年的一半。

表 3：货币财政政策规模对比

项目	2008-2009 年	2020-2011 年
央行降准	4 次，释放 8000 亿	3 次，释放 1.75 万亿
央行降息	5 次，下调 1.89%	2 次，下 0.3%
财政及促进投资规模	约 4.77 万亿	约 5.9 万亿
减税减负	约 7800 亿元	约 2.6 万亿

资料来源：Wind，申万期货研究所

二、政策落地后货币供应量和物价走势

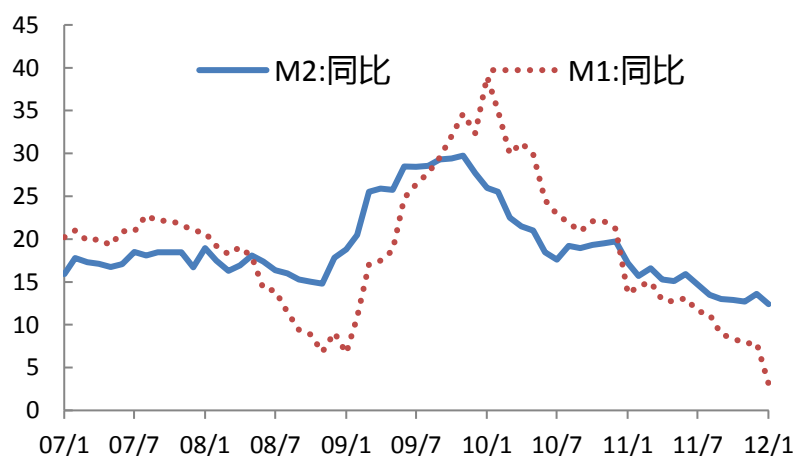
1、2008 年货币供应量快速回升持续 1 年，物价回升持续 2 年

随着央行多次降息降准和国务院应对国际金融危机的一揽子计划等政策的出台，国内市场信心快速恢复，需求稳步提高，消费较快增长，投资增速加快。银行体系流动性充裕，2009 年货币信贷快速增长，物价快速回升，通胀预期增强。

（1）货币供应量快速回升持续 1 年

在货币信贷快速增长的带动下，货币供应量 M2 自 2008 年 11 月份起开始回升，从低点 14.8% 最高回升至 2009 年 11 月份的 29.74%，回升接近 15 个百分点。货币供应量 M1 自 2009 年 1 月份起开始回升，从低点 6.68% 最高回升至 2010 年 1 月份的 38.96%，回升超过 32 个百分点，持续时间均为 1 年。

图 2：2007-2011 年货币供应量 M2 和 M1 同比走势（%）

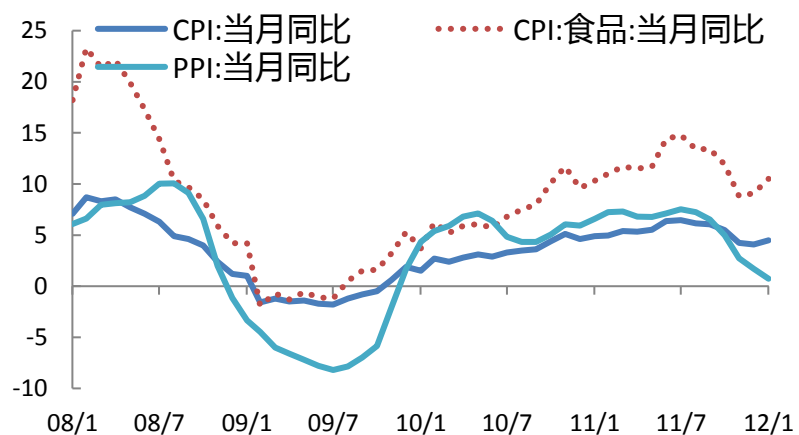


资料来源：Wind，申万期货研究所

（2）物价上涨持续 2 年

在需求回升，消费和投资快速增长的带动下，货币供应量 M2 回升 8 个月后的 2009 年 7 月份，物价逐步回升，2010 年涨幅扩大，2011 年 7 月份达到当时的高点。具体来看，自 2009 年 8 月份至 2011 年 7 月份的 2 年时间里，CPI 从低点-1.8%最高回升至 6.45%，回升超过 8 个百分点；PPI 从低点-8.2%最高回升至 7.54%，回升超过 15 个百分点。

图 3：2007-2011 年 CPI 和 PPI 同比走势（%）

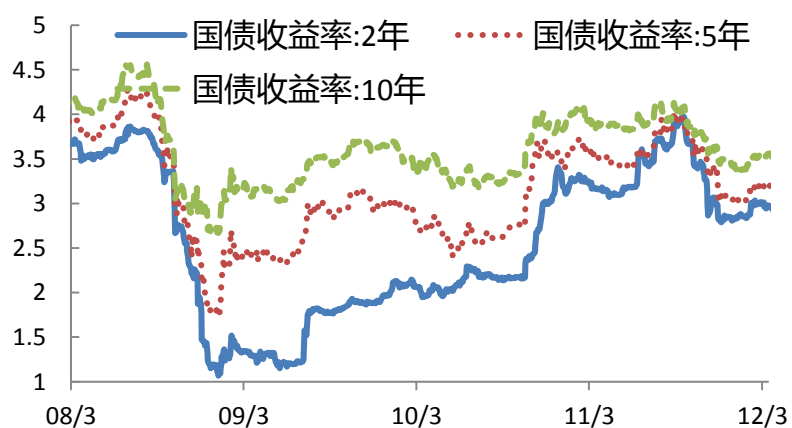


资料来源：Wind，申万期货研究所

（3）2010 年起央行政策收紧，2011 年 7 月债券熊市结束

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，2010 年 1 月份开始，央行连续 6 次上调存款准备金率，彼时 CPI 尚处于 1.5% 的低位，但 PPI 已经升至 4.32%。同时为稳定通货膨胀预期，抑制货币信贷快速增长，2010 年 10 月份，连续 2 次上调存贷款基准利率，彼时 CPI 已经升至 4.4%，PPI 升至 5.04%。

图 4：2008-2012 年 2/5/10 年期国债收益率走势（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

2009 年 1 月份，10 年期国债收益率触及 2.67% 低位后，基本见底，随后进入熊市，至 2010 年 1 月份，回升超过 100bp 后，在央行上调存款准备金率后，第一阶段熊市告一段落，进入震荡回落期，一度回落至 3.2%。不过随着央行在 2010 年 10 月份开始连续加息，10 年期国债收益率再度上行，最高触及 4.1%，直至 2011 年 7 月份，也即 CPI 和 PPI 见顶之后，债券熊市结束。

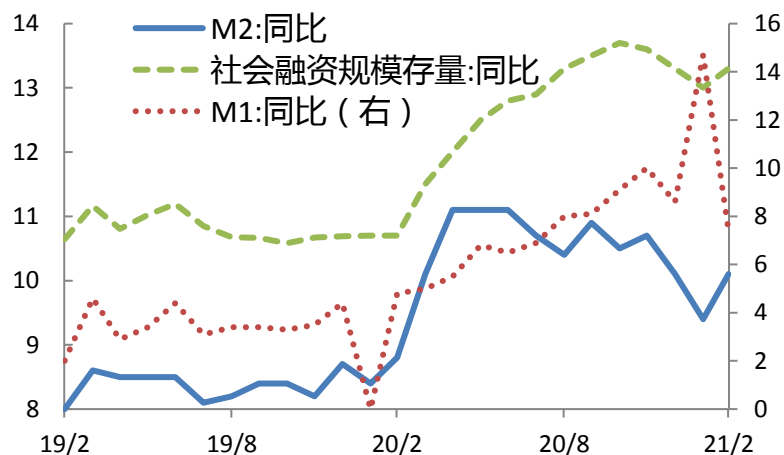
2、金融数据显著回升，PPI 由跌转升

随着央行及时调整政策力度和节奏，综合运用降准、再贷款、再贴现、中期借贷便利（MLF）、公开市场操作等多种货币政策工具，保持流动性总量与市场需求相匹配，逐步将流动性总量恢复到正常合理水平。2020 年二季度开始金融机构贷款合理增长，利率下降，货币供应量、社会融资规模显著回升。PPI 由跌转升，快速上行，受食品价格和翘尾因素扰动，CPI 继续回落。

（1）货币供应量、社会融资规模显著回升

货币供应量 M2、M1 和社会融资规模存量同比增速均自 2020 年 2 月份起开始回升，M2 从低点 8.4% 最高回升至 2020 年 9 月份的 10.9%，回升 2.5 个百分点，持续时间为 8 个月。M1 从低点 4.8% 最高回升至 2021 年 1 月份的 11.7%，回升 6.9 个百分点，持续时间为 1 年。社融存量同比增速从低点 10.7% 最高回升至 2020 年 10 月份的 13.7%，回升 3 个百分点，持续时间为 9 个月。

图 5：2020-2021 年 M2、M1 和社融存量同比走势（%）

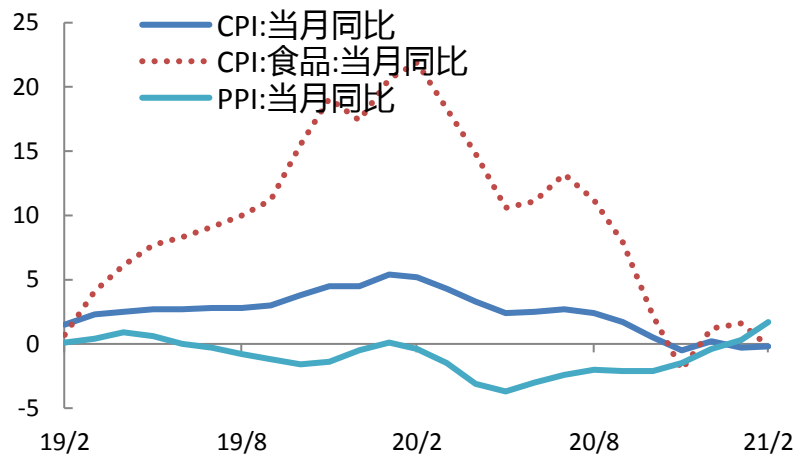


资料来源：Wind，申万期货研究所

（2）PPI 由跌转升，快速上行，CPI 继续回落

在经济逐步恢复，投资和生产快速增长的带动下，货币供应量 M2 回升 3 个月后的 2020 年 5 月份，工业品价格逐步回升，PPI 从低点 -3.7% 最高回升最新的 1.7%，回升超过 5.4 个百分点。2021 年涨幅由降转升，且显著扩大，处于最高点。CPI 则受食品价格和翘尾因素扰动，同比继续为负，仍处于低位。

图 6：2020-2021 年 CPI 和 PPI 同比走势（%）



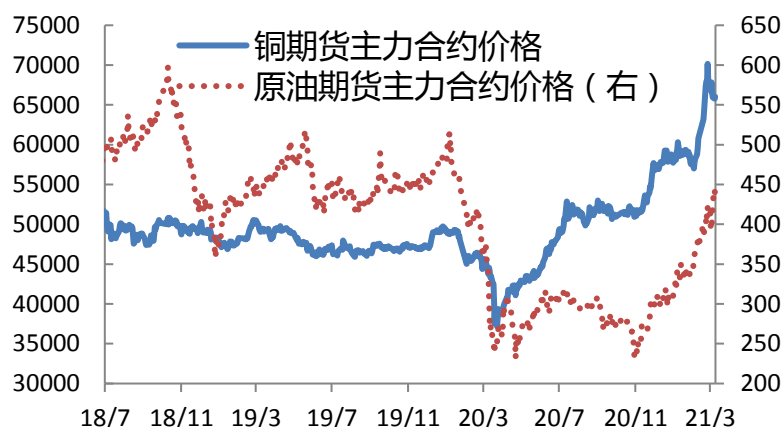
资料来源：Wind，申万期货研究所

三、PPI 同比继续回升，CPI 相对可控

1、大宗商品价格大幅上涨，带动 PPI 同比快速回升

今年以来，全球新冠疫苗接种有序进行，单日新增确诊病例持续减少，市场生产和需求逐步恢复，美国就业人数超过预期，新一轮的刺激法案通过，OECD 把 2021 年美国增长率预测提高逾一倍至 6.5%，经济展望大幅改善。美国寒潮导致的大规模油田停产，带动原油价格持续上涨，受低库存、精矿紧张和预期供应缺口支撑，铜价也大幅上涨，接近历史新高，通胀预期升温。

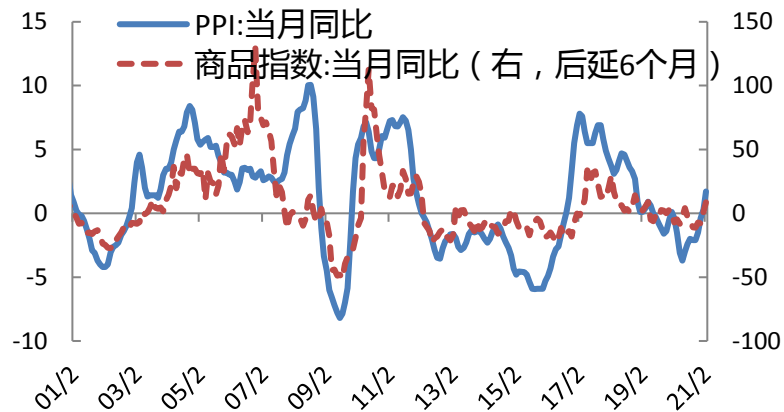
图 7：铜和原油期货价格走势



资料来源：Wind，申万期货研究所

从历史数据来看，大宗商品指数与 PPI 当月同比相关性较高，且商品指数当月同比大约领先 PPI 当月同比 6 个月左右。最新大宗商品指数同比增速高达 38%，随着工业生产持续回升，市场需求逐步回暖，预计将带动 PPI 快速回升。

图 8：商品指数与 PPI 当月同比 (%)

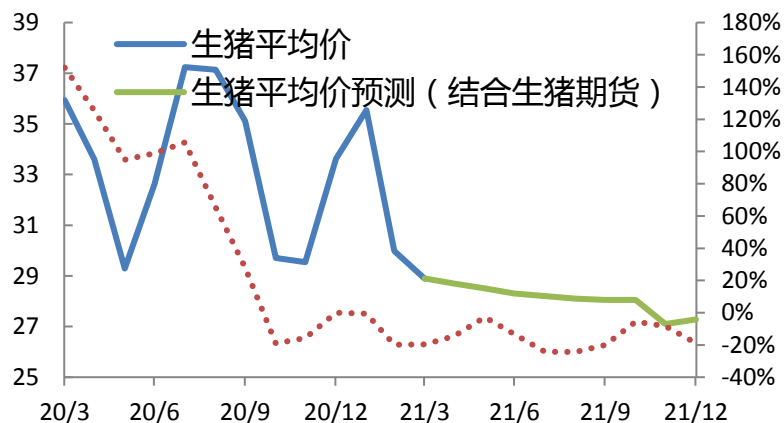


资料来源：Wind，申万期货研究所

2、非食品与猪肉价格错位，CPI 维持低位

CPI 中非食品价格与 PPI 高度相关，随着 PPI 的快速回升，将带动非食品价格的回升。不过随着养殖集中度进一步提升和养殖户控制疫情能力的加强，生猪产能不断恢复将是 2021 年生猪市场的大基调。

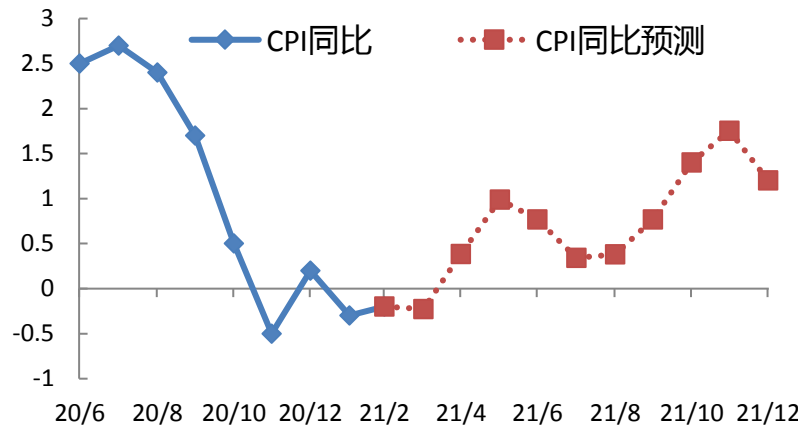
图 9：生猪价格走势预测及同比 (元/千克, %)



资料来源：Wind，申万期货研究所

在产能不断恢复的大背景下，生猪价格总体上将向非洲猪瘟发生前慢慢靠拢回落，当前大连商品交易所已经上市了生猪期货，根据远月合约的价格，可以对 2021 年的生猪价格走势做一个测算，基本看到 2021 年生猪期货价格基本同比为负，也即意味着猪肉及其替代品对 CPI 同比的贡献也将继续为负。在非食品与猪肉价格错位情况下，预计 CPI 同比涨幅可控，二季度之后将逐步由负转正，最高在 2% 左右。

图 10：CPI 同比及预测走势



资料来源：Wind，申万期货研究所

五、货币政策与债市展望

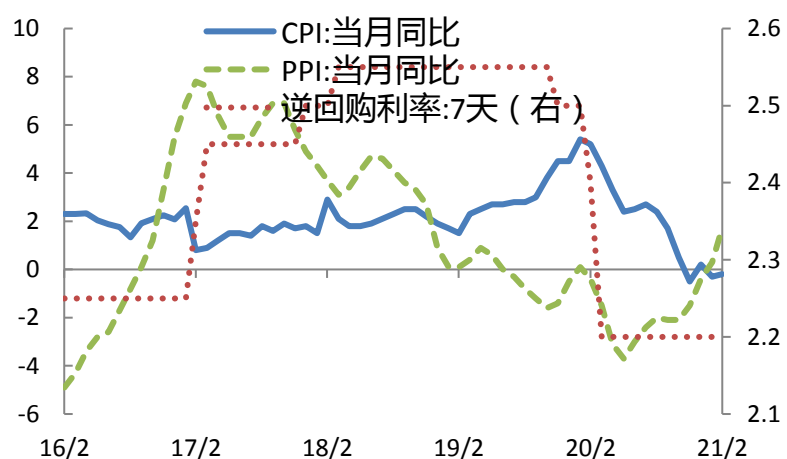
1、政策保持必要支持力度，不急转弯

政府工作报告指出，今年要保持宏观政策连续性稳定性可持续性，促进经济运行在合理区间。在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控。宏观政策要继续为市场主体纾困，保持必要支持力度，不急转弯，根据形势变化适时调整完善，进一步巩固经济基本盘。预计短期货币政策利率上调的概率较低，流动性将继续保持合理充裕。

2、CPI 对货币政策影响不大，关注 PPI 走势

根据预测，受非食品与猪肉价格错位的影响，预计 CPI 同比涨幅可控，基本处于政府工作报告预期目标的 3% 以内，对央行货币政策影响不大。

图 11：CPI、PPI 和 7 天逆回购利率走势 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

不过，若大宗商品价格继续上涨，带动 PPI 快速回升至 5%-6% 上方，不排除央行在保持宏观杠杆率稳定的背景下，提高货币政策利率收紧流动性的可能。

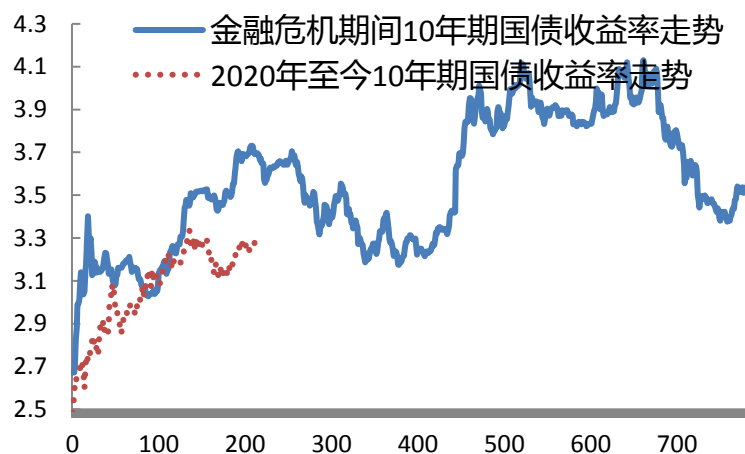
参考 2008-2010 年金融危机时的情况，央行 2008 年 9 月份开始降息的 16 个月后的 2010 年 1 月份，央行便开始提高存款准备金率，彼时 CPI 尚处于 1.5% 的低位，但 PPI 已经升至 4.32%。

即使央行对 PPI 上行的容忍度提高，参考 2017 年初的情况，由于 PPI 连续走高，突破 6%，最高探至 7.8%，尽管当时 CPI 处于 2% 的低位，但央行于当年春节前后分别上调逆回购利率 10bp，表明收紧市场流动性和去杠杆意图。

3、债券收益率仍处于上行周期，关注政策拐点

参考 2008 年金融危机后债券收益率的走势情况，基本央行提高存款准备金率政策落地后，收益率上行才告一段落。而当前短期货币政策利率上调的概率较低，流动性将继续保持合理充裕。加上海外疫情得到控制、经济展望改善，国内出口、工业生产形势乐观、政府债券将大量发行，预计债券收益率仍处于上行周期，第一目标为 3.5%，国债期货价格以下行为主，第一阶段调整结束或待央行政策拐点出现之后。

图 12：2008 年与 2020 年 10 年期国债收益率走势对比（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

申银万国期货宏观及金融研究团队

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本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买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。