

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50586798

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50586982

PMI 弹回扩张域, 国常会不松懈 降息降准在路上

——宏观点评

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2020 年 04 月 01 日

相关研究

- 1 《宏观报告：政策加码支持新阶段抗疫—政治局会议解读-宏观专题》 2020-03-28
- 2 《宏观报告：美元流动性危机暂时缓解，中长期衰退风险犹存-宏观专题》 2020-03-25
- 3 《宏观报告：降准如期而至，经济边际改善可期-宏观点评》 2020-03-14
- 4 《宏观报告：油价缓释通胀压力，国常会明确货币抗疫加码-宏观专题》 2020-03-12
- 5 《宏观报告：美党内初选三强逐鹿，对华关系变数犹存-宏观专题》 2020-03-08

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

事件:

国务院总理李克强3月31日主持召开国务院常务会议，确定再提前下达一批地方政府专项债额度，带动扩大有效投资；部署强化对中小微企业的金融支持；部署促进汽车消费相关政策。

数据:

3月31日，统计局发布PMI数据显示：中采制造业PMI为52%(前值35.7%)，生产分项54.1%(前值27.8%)，新订单指数52%(前值29.3%)。

观点:

- 政策对冲是主旋律：全球经济面临停摆，各国央行出台刺激经济政策，经历了黑色3月，美联储无限QE，几乎打光所有子弹，缓解了流动性危机，但美股短暂修复后仍处低迷，G20峰会释放5万亿美元刺激计划，创历史之最，经济政策的外部环境极大改善，27日中央政治局会议要求更积极的政策对冲疫情影响，更大力度的逆周期调节正在赶来的路上。
- PMI反弹幅度超预期：3月31日PMI表现V字反转，方向已在预期之内但幅度超预期，同时，统计局提醒环比改善，不代表经济修复完成，复产复工复市仍在继续进行时，PMI后续表现需要观察其能否持续，暂时反弹不宜过度解读。
- 4月初降息降准概率较大：政治局会议定调后，30日OMO操作7天逆回购利率下调20BP，叠加16号降准而20号LPR不变，以及31号国常会部署支持小微企业信贷支持，综合预判本周末央行降息降准的概率较大。
- 31号国常会三箭齐发：第一支，中小银行定向支持，包括：增加中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，定向降准、小微金融债、引导信用债多增等；第二支，提前下发地方政府专项债或7000亿；第三支，新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税政策延长2年。
- 经济下行叠加疫情影响，逆周期政策发力恰逢其时，市场充分反映疫情不利冲击，经济疲弱态势已在预期，复产加快有助经济底部边际修复，本周政治局会议和国常会释放政策利好，有利于提振市场信心。
- 投资建议：短期关注货币政策发力助力金融板块修复以及汽车消费，中期医药、5G应用等板块仍有动能；中长期关注大消费和新基建板块。

风险提示：经济增速下行过快；疫情控制不及预期；中美关系多变

内容目录

1. 疫情蔓延倒逼全球政策对冲	3
2. PMI 暂时弹回扩张域但持续性待观察	5
3. 国常会加码政策利好	6
4. 后市影响与建议	9

图表目录

图 1: 联储救市，道指修复三连阳后仍呈现弱势震荡	4
图 2: 美国经济增速领先指标快速下跌	4
图 3: 疫情防控叠加复产加速提振 PMI 反弹	5
图 4: 阶段补库但需求仍不支撑工业品价格	5
图 5: 外贸指数反弹但仍处收缩域	6
图 6: 人民币汇率整体坚挺，3 月有所走弱	6
表 1: 10 日内的四次熔断，“熔断引力定律”奏效	3
表 2: 美联储救市操作三个阶段	3
表 3: 货币工具仍将继续发力	8

1. 疫情蔓延倒逼全球政策对冲

3 月疫情全球蔓延成为导火索，加剧了美国高杠杆债务风险，避险情绪上升，卖掉一切美元，黄金下跌，美元指数上涨，全球金融环境集聚恶化，各国央行加大货币操作力度，自 3 月 3 日美联储降息至 0 后，成效甚微 3 月 9 日-20 日出现了一月四次熔断的股灾，结束了美股 11 年牛市行情。上周美联储出台一系列政策缓解流动性紧张，23-28 日美股经历了三天修复后继续出现震荡，美国国内疫情传播加快，截止美国东部时间 4 月 31 日 24 时，确诊病例为 19 万例，一天多增约两万例。累计死亡病例一天多增约 400 例，疫情加速传播导致对经济严重拖累，周度高频显示，美国消费者信心指数和 CERI 指数等经济增速先行指标均快速滑落，预示尽管美联储救市措施频出，但美国经济和股市在短期都难以形成持续改善趋势。

表 1: 10 日内的四次熔断，“熔断引力定律”奏效

10 天内的四次熔断时间	触碰阈值（7%、13%、20%）	事件
3 月 9 日	道指交前一交易日最大跌幅-8.24% （触及 7%档位熔断）标普-7.92%	开盘四分钟标普 500 指数熔断
3 月 12 日	道指-10.02%、标普-9.54%	开盘五分钟三大股指均熔断
3 月 16 日	道指-9.36%、标普-12.07%	开盘即熔断
3 月 18 日	道指-10.88%、标普-9.81%	12 点 56 分熔断，川普任期涨幅抹去

资料来源：wind，中原证券

表 2: 美联储救市操作三个阶段

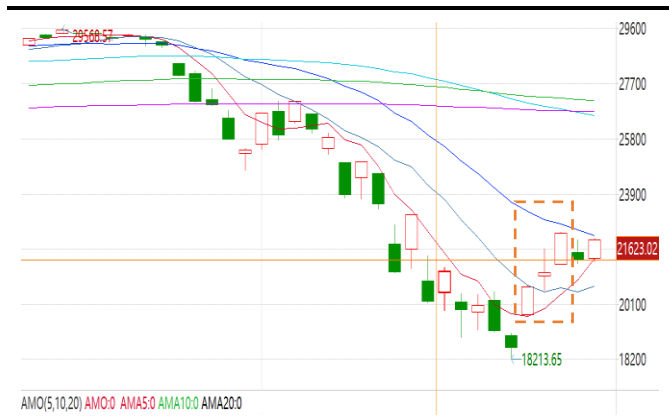
所属阶段	救市时间点	特点	路径	内容	效果
第一阶段	3 月 3 日	扩张信贷流动性	08 年以来首次突然降息，一级市场开闸	降息 50BP 至 1%-1.25%区间	道指从 3 日的 25917，上涨至 4 日的 27090，但 5 日降至 26121
	3 月 12 日	扩张流动性	公开市场操作提高逆回购上限放水	本轮到 4 月 13 日止，短线资金 2 周到 3 个月不等，每天都有释放累计 5.5 万亿	12 日道指 21200 回升至 13 日的 23185，但随后继续下跌
	3 月 16 日	扩张流动性	0 利息+重启 QE	突降 100BP，联邦利率在 0-0.25%，7000 亿美元 QE	修复至 21237，但 18 日继续下跌至 19898，两万点失守
第二阶段	3 月 17 日	直接对企业放贷	设立 CPFF	美财政部为 CPFF 备书 100 亿美元信用保护	修复至 21237，但 18 日继续下跌至 19898，两万点失守

第三阶段	3月17日	信贷便利性工具	启动 PDCF	3月20日启动一级交易商信贷便利机制，期间最长90天，至少持续6个月	修复至 21237，但18日继续下跌至 19898,两万点失守
	3月18日	信贷便利性工具	启用 MMLF	推出货币共同基金流动性工具，持续至9月	修复至 21237，但18日继续下跌至 19898,两万点失守
	3月19日	海外流动性	建立美元互换机制	与9国央行设立各300亿和600亿额度的美元互换机制	19日道指收复20087点
	3月23日	买国债和抵押贷款证券	扩表买债	美联储宣布了开放式的资产购买计划，即本周每天都将购买750亿美元国债和500亿美元机构住房抵押贷款支持证券，无限QE	23日先扬后抑24日开始反弹
	3月24日	2万亿财政刺激	赤字财政	参众两院争论财政刺激计划具体规模和使用方法	24日道指上修至20704.91，涨幅11.37%
	3月31日	建立 FIMA 回购工具	美元流动性工具	减少由美国以外国家经济紧张，抛售证券换回美元，造成美元紧张进而增强美国国内金融市场风险	当日美股三大股指反弹后收跌，道指降400点，为21917点，巩固21000点上方
	3月31日	第四轮 6000 亿美元财政刺激计划在路上	财政工具		

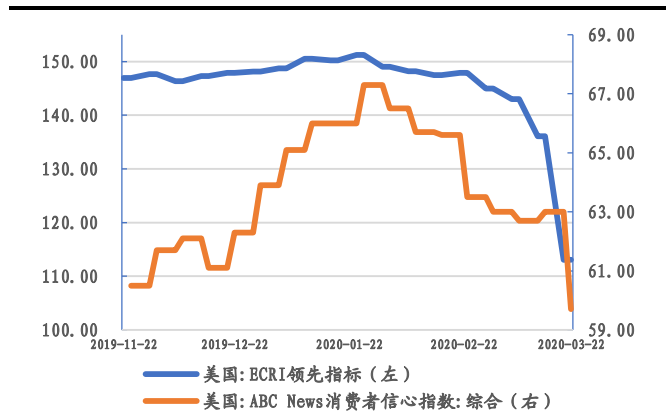
资料来源：中原证券，wind

图 1: 联储救市，道指修复三连阳后仍呈现弱势震荡

图 2: 美国经济增长领先指标快速下跌



资料来源：中原证券，wind



资料来源：中原证券，wind

这反映出当前美联储仍未摆脱危机，直接投放美元流动性和信用支持，向全球征收铸币税的代价是美元信用的松动，此后黄金暴涨也印证了类似布林顿森林体系崩塌或二次上演，美元黄金、美元原油背后是美元霸权，无限量宽松是猛药其副作用风险较大。短期有效缓解恐慌，但信用分层更加明显，长年积累的债务泡沫水落石出，美国经济衰退或在所难免。

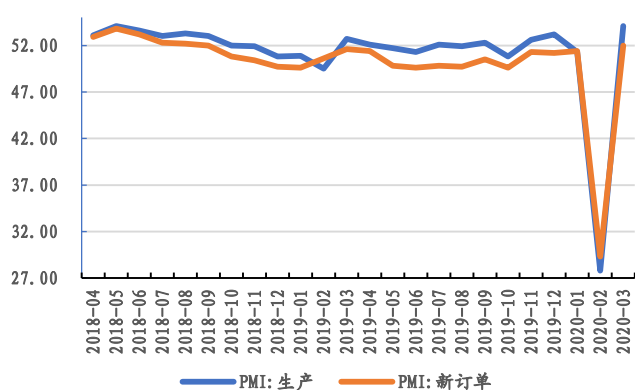
全球经济面临停摆，各国央行出台刺激经济政策，经历了黑色 3 月，美联储无限 QE，几乎打光所有子弹，缓解了流动性危机，但美股短暂修复后仍处低迷，G20 峰会释放 5 万亿美元刺激计划，创历史之最，经济政策的外部环境极大改善，27 日中央政治局会议要求更积极的政策对冲疫情影响，更大力度的逆周期调节正在赶来的路上。

2. PMI 暂时弹回扩张域但持续性待观察

内需方面：3 月中采制造业 PMI 明显反弹，主因在全国范围内的复工在 3 月份实现了 80% 以上，叠加 3 月份宏观政策频频发力支持企业复产；另一方面，国内疫情取得阶段性成果，武汉保卫战基本胜利，部分地区开始恢复正常经济活动，甚至部分疫情缓和地区的中小学已经开学，这部分地区前期压抑的需求得以释放。

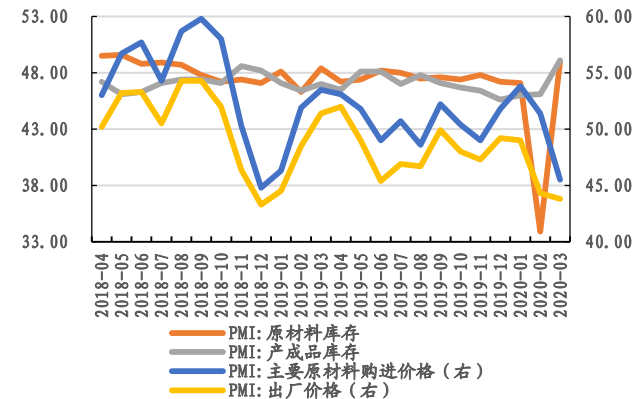
从内需结构上看：首先，生产方面，复产是 3 月 PMI 反弹的主线逻辑，PMI 作为景气指数存在主观属性，较 2 月反弹至扩张域并不代表经济好于去年没有爆发疫情前的收缩域时期。另外，复工不等于复产，产能释放需要消费配合发力，因此扩内需是下阶段经济工作的关键。其次，生产指数反弹幅度大于新订单指数，生产指数 54.1%（前值 27.8%）；新订单指数 52%（前值 29.3%），无论是绝对值还是增幅都印证了供需缺口依然存在且扩大，症结在于消费没有充分提振。第三，步入四月后气温升高以及国内疫情的有效防控，提振了企业对未来市场修复的信心，但同时刺激内需也不会是一步到位，当报复性消费和倒三轮效应同时反向作用，也很难短期回到消费升级的轨道，特别是聚众餐饮文娱以及旅游等高附加值服务业在这次疫情中的影响较大。因此，仅依靠市场恢复消费需要很长时间，这时财政发力稳就业、促销费配合货币政策十分关键。

图 3: 疫情防控叠加复产加速提振 PMI 反弹



资料来源: 中原证券, wind

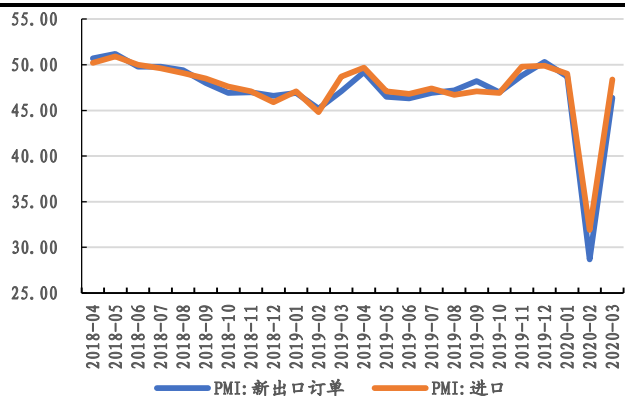
图 4: 阶段补库但需求仍不支撑工业品价格



资料来源: 中原证券, wind

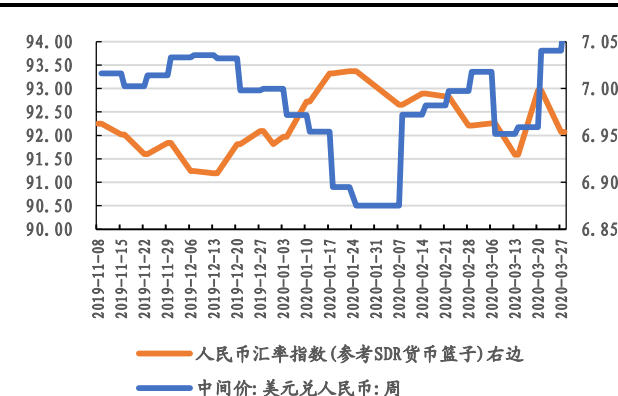
外需方面: 全球经济陷入低迷难以对外贸表现做出贡献。关于疫情源头的争论中, 反映了西方政客的对华态度极为复杂, 既需要中国在全球产业链上发挥作用, 同时又诋毁中国出口了病毒。外贸增速回落也是预期内的, 我们期待 5 万亿美金的刺激计划能否给中国出口带来机遇。因此不能放弃国际市场的关键在于我国不能因疫情冲击在全球供应链中缺位。

图 5: 外贸指数反弹但仍处收缩域



资料来源: 中原证券, wind

图 6: 人民币汇率整体坚挺, 3 月有所走弱



资料来源: 中原证券, wind

外贸景气度仍处收缩域, 人民币汇率在美元危机的背景下, 3 月有所走弱, 但整体坚挺维持在 7% 附近。从 PMI 指标中我们认为, 3 月 PMI 反弹主因在于复工复产的加快, 但作为主观景气度指标, 单看一个月的表现很难准确反映经济走势, 3 月景气度修复反映了客观现实, 同时对于 PMI 扩张能否持续仍需观察。库存指标反映了需求仍弱, 工业品价格难有上涨空间, 特别是油价 3 月回落抑制工业价格, 不排除食品项进一步上涨对工业品价格的传导, 但考虑到传导时滞, 3 月 PPI 或仍表现疲弱, 对工业企业利润空间造成积压。

政策对冲方面, 货币政策仍有降息降准空间, 银行间流动性合理充裕, 信贷对实体的支持也在不断增大, 尤其是中央部署定向工具, 助力小微企业渡过难关, 信用环境持续改善。财政方面, 经济刺激计划将借助地方债和国债的发行筹措资金用于基建, 创造就业机会, 对市场调节形成有力补充, 积极的同时并未放弃稳健, 财政发力仍需考虑挤出效应, 精准释放有助于避

免过剩部门积压库存。

3. 国常会加码政策利好

国务院总理李克强 3 月 31 日主持召开国务院常务会议,确定再提前下达一批地方政府专项债额度,带动扩大有效投资;部署强化对中小微企业的金融支持;部署促进汽车消费相关政策。

具体来看,31 号国常会三箭齐发:第一支,中小银行定向支持,包括:增加中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元,定向降准、小微金融债、引导信用债多增等;第二支,提前下发地方政府专项债或 7000 亿;第三支,新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税政策延长 2 年。

第一支箭明确货币政策发力方向。普惠金融重点着力于强化对中小微企业的金融支持。具体举措有四个层面:**一是提升定向信贷供给的量能。**增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元,进一步实施对中小银行的定向降准,引导中小银行将获得的全部资金,以优惠利率向量大面广的中小微企业提供贷款,支持扩大对涉农、外贸和受疫情影响较重产业的信贷投放。支持金融机构发行 3000 亿元小微金融债券,全部用于发放小微贷款;**二是疏通信贷传导的渠道,改善信用环境。**引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元,为民营和中小微企业低成本融资拓宽渠道;**三是扩展金融产品的范围。**鼓励发展订单、仓单、应收账款融资等供应链金融产品,促进中小微企业全年应收账款融资 8000 亿元;**四是防范金融风险。**健全贷款风险分担机制,鼓励发展为中小微企业增信的商业保险产品,降低政府性融资担保费率,减轻中小微企业综合融资成本负担。

第二支箭发挥积极财政工具效能。国常会指出,要进一步增加地方政府专项债规模,扩大有效投资补短板。要在前期已下达一部分今年专项债限额的基础上,抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债,按照“资金跟着项目走”原则,对重点项目多、风险水平低、有效投资拉动作用大的地区给予倾斜,加快重大项目和重大民生工程建设。各地要抓紧发行提前下达的专项债,力争二季度发行完毕。这与 27 日中央政治局关于增发特别国债和提高地方债和国债规模的表述相辉映。“积极的财政政策要更加积极有为”其中“积极”的表现就是借助发行政府债券筹措资金用于拉动基建和扩大内需。考虑此前已下发的地方政府专项债累计 1.3 万亿,

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_6115

