

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

联储降息利好货币环境改善

——宏观点评

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2020年03月04日

相关研究

- 1 《宏观报告: PMI 降至荣枯线, 疫情影响初现-宏观点评》 2020-02-01
- 2 《宏观报告: 中美第一阶段协议达成, 外贸表现超预期-宏观解读》 2020-01-17
- 3 《宏观报告: CPI 暂停继续冲高, 货币空间打开-宏观点评》 2020-01-14
- 4 《宏观报告: 央行降准旨在支持实体经济-央行降准点评》 2020-01-01
- 5 《宏观报告: 今年成果“来之不易”, 明年“决胜”充满信心-中央经济工作会议解读》 2019-12-13

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

数据:

2月财新中国制造业PMI为40.3,大幅下滑10.8个百分点,创2004年4月调查开启以来最低纪录,低于2008年11月全球金融危机爆发时的40.9。

事件:

3月3日晚,美联储将基准利率下调50个基点,还将超额准备金率(IOER)降低50基点至1.1%。

观点:

- 战疫当下货币环境极为重要: 受疫情冲击一季度经济明显回落, 中采与财新PMI均降至近年来新低, 央行多次降准降息操作维护市场流动性合理充裕, 但政策空间仍受国际货币环境影响制约, 美联储降息落地无疑利好央行货币环境改善。
- LPR下行趋势不变: 2月20日发布的LPR报价如期下调1年期10BP, 下调5年期5BP, 昨天央行公告称目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平, 资金面整体宽松, Shibor多数下行, 隔夜品种上行8.6bp报1.7140%, 7天期下行24.50bp报2.1290%。
- 货币政策全面持续对冲: 央行货币方面, 1月下调存款准备金率0.5个百分点, 释放了8000亿的长期资金; 2月3号和4日, 累计开展了1.7万亿的公开市场回购操作, MLF中标利率随之下行。2月20日LPR将息。银行信贷方面, 不抽贷、断贷, 适当提高小微企业不良贷款容忍度。
- 疫情对全球资本市场影响: 步入3月新冠肺炎开始在海外蔓延, 美股收到冲击又反作用于全球资本市场, 多重影响下A股面临震荡局面, 随着我国疫情逐步控制, 经济和股市韧性增强, 但市场信心仍是避险情绪影响, 市场投资偏好没有形成较为一致的动能, 全球货币政策启动对冲机制, 各国货币环境宽松是主要方向, 预计未来我国央行也将继续借助MLF和LPR实现利率下行, 各路资金在市场深调后进场布局, 中长期利好资本市场平稳有序。
- 投资建议: 短期关注医药、线上文娱、5G等板块短期发力、中期随着货币环境偏宽松有利于融资成本下行和大金融板块; 长期经济下行趋势对大消费板块仍有支撑, 关注超跌消费蓝筹的表现。

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. 疫情拖累经济表现，全球货币抗疫环境形成	3
2. 货币战“疫”政策预计更大力度兜底经济	4
3. 联储降息引发降息潮对后市影响	5
4. 对策与建议	6

图表目录

图 1: 疫情冲击下景气度明显回落	3
图 2: 2 月供需缺口有望激励复产加速	3
图 3: 2 月外贸指数快速回落	4
图 4: 2 月国际主要国家 PMI 弱势修复	4
表 1: 货币工具仍将继续发力	4

1. 疫情拖累经济表现，全球货币抗疫环境形成

2月财新中国制造业PMI为40.3，大幅下滑10.8个百分点，创2004年4月调查开启以来最低纪录，低于2008年11月全球金融危机爆发时的40.9。

2月PMI明显回落，主因在疫情冲击生产的滞后效果显现，叠加传统一季度复工推高经济表现的情况在今年特殊情况下被延迟；另一方面，假日需求没有充分释放，居民自我隔离防堵病毒，致使聚众消费受到打压，直接冲击餐饮、白酒、影视、旅游等诸多行业。从结构上看：

首先，1-2月供给回落已在预料之中，复产不会一蹴而就。生产指数和新订单指数分别为27.8%和29.3%，比上月回落23.5和22.1个百分点，新订单指数高于生产指数1.5个百分点，反映出供需缺口存在，复产填平需求前都对价格有提振作用，正向激励复产加速，未来报复性的需求反弹将在二季度出现（料二季度气温升高，病毒抑制，疫情拐点出现，推升经济增速达到年内高点）短期供不应求的状况仍将存在，随着复产加速而缓解，价格也将在二季度出现回落；

其次，一季度疫情对产能结构进行重塑，生活必需品为代表的低端消费受到提振，而改善型的消费升级短期推迟，二季度这一结构随着疫情拐点出现再次发生转变，服务类消费和聚众类消费将会复苏，消费升级走上正轨；

第三，PMI景气度即便未来修复，结构也已经变化，一定程度上倒逼经济质量的转型升级，助推和谐生态以及环境保护意识的塑造。在这个过程中内需增长的动能将从传统的“衣食住行”向环境保护和医疗健康领域倾斜，在复产中智能化远程操作的需求增强，特殊时期替代人工的各种生产方式和工具的应用，也客观的催生了新的需求。

第四，PMI表现回落印证逆周期调节的必要性，政策空间被打开，叠加海外疫情步入蔓延期，全球PMI均有回落压力，各国对冲性政策相继出台，全球抗疫的政策大环境形成。

图 1：疫情冲击下景气度明显回落

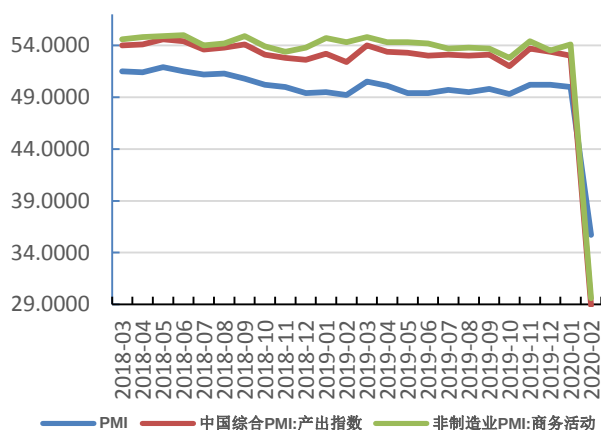
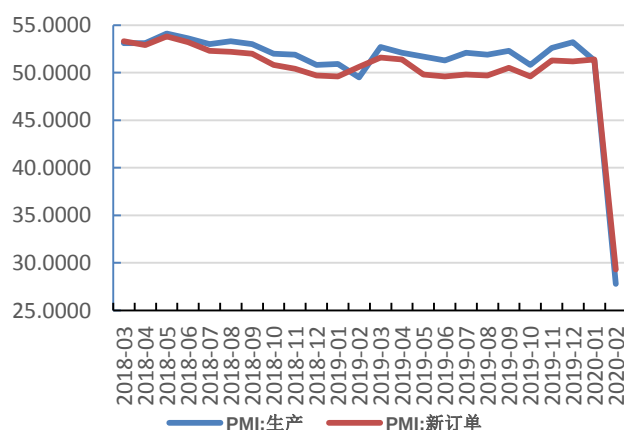
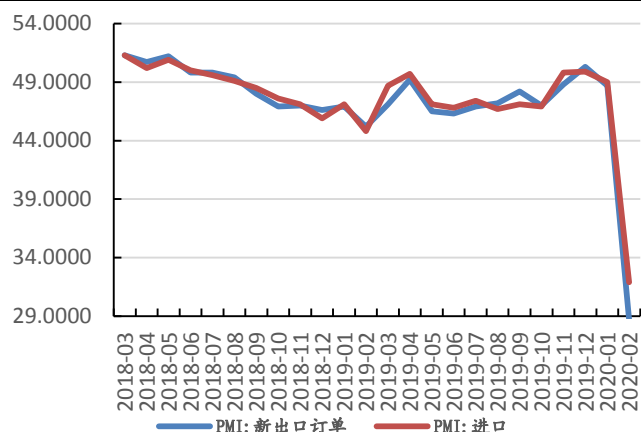


图 2：2月供需缺口有望激励复产加速



资料来源：中原证券，wind

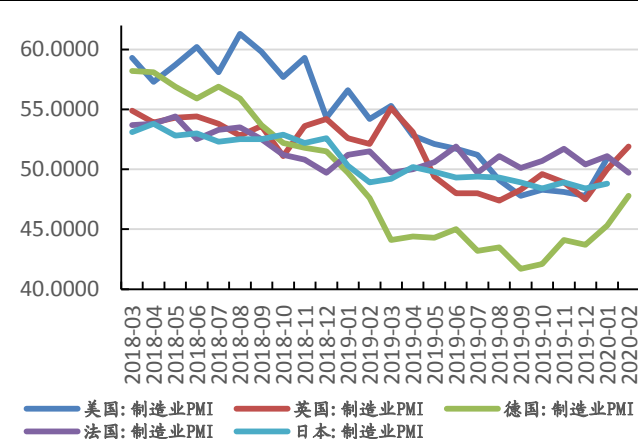
图 3：2 月外贸指数快速回落



资料来源：中原证券，wind

资料来源：中原证券，wind

图 4：2 月国际主要国家 PMI 弱势修复



资料来源：中原证券，wind

密切关注美联储的降息操作对优化我国货币外部环境所带来的正向作用，2 月 28 日“黑色星期五”美股三大指数再次重挫逾 3%，上周日本、韩国、意大利和伊朗的疫情爆发，道琼斯工业指数下跌 12.4%，为历史上第十大的周跌幅。3 月 3 日的早上，美联储临时开会宣布降息 0.5%，事出突然，而且降息幅度大于平时常用的 0.25% 的调整幅度。这是自 2008 年 10 月 8 日美联储为应对金融危机降息 0.5% 以来，美联储首次在既定议息会议日程之外安排紧急会议实施降息。澳大利亚央行已经在同日早些时候宣布降息，欧央行行长拉加德周一表示准备好了采取必要的行动。加拿大央行（3 月 4 日），欧洲央行（3 月 12 日），日本央行（3 月 19 日）和英格兰银行（3 月 26 日）将先后举行议息会议，本轮全球降息潮已经触发。

2. 货币战“疫”政策预计更大力度兜底经济

四部委政策全面持续对冲：央行货币方面，1 月下调存款准备金率 0.5 个百分点，释放了 8000 亿的长期资金；2 月 3 号和 4 日，累计开展了 1.7 万亿美元的公开市场回购操作。2 月 20 日央行下调 LPR 报价 1 年期 10BP，下调 5 年期 5BP。此前，2 月 17 日央行已经开展 2000 亿元中期借贷便利（MLF）操作和 1000 亿元 7 天期逆回购操作，下调 1 年期 MLF 利率 10BP 至 3.15%，因此本次央行降息已在市场预期内。回顾疫情以来的央行操作体现出更多的逆周期调节，CPI 已不是最主要的掣肘因素，复产抗“疫”兜底经济是主要政策目标。

表 1：货币工具仍将继续发力

时间	政策工具	调整幅度	当月同比 CPI	当月猪肉分项 CPI
2019 年 8 月 20 日	LPR 报价，1 年期 4.25%	较 1 年期前值 4.31% 下调 6BP	2.8%（持平上月）	46.7%（前值 27%）
2019 年 9 月 20 日	LPR 报价，1 年期 4.20%	较 1 年期前值 4.25% 下调 5BP	3%（升 0.2 个百分点）	69.3%（前值 46.7%）
2019 年 10 月 20 日	不变	不变	3.8%（升 0.8 个百分点）	101.3%（前值 69.3%）
2019 年 11 月 18 日	OMO 报 2.5%（前值 2.55）	4 年来首次下调 7 天	预计破 4%（升	

		逆回购利率	0.2 个百分点)
		较 1 年前值 4.20% 下	
2019 年 11 月 20 日	LPR 报价, 1 年 4.15%; 5 年期 4.8%	调 5BP; 5 年期以上 LPR 较前值 4.85% 下调 5BP	预计破 4% (升 0.2 个百分点)
2019 年 12 月 20 日	1 年期 LPR 为 4.15%, 5 年期以上 LPR 为 4.80% 央行发布公告称, 为进一 步深化 LPR 改革, 商业银 行应自 2020 年 3 月 1 日 起与存量贷款客户正式 切换存量浮动利率贷款 定价基准,	持平上月	12 月发布 11 月 CPI 为 4.5%
2019 年 12 月 28 日			110.2%(前值 101.3%)
2020 年 1 月 1 日	标准准备金 13% 降至 12.5%	全面降准 50BP	猪价同比增速继续上涨
2020 年 1 月 20 日	1 年期 LPR 为 4.15%, 5 年期以上 LPR 为 4.80% 2 月 3 日开展 1.2 万亿元 公开市场逆回购操作投 放资金, 比去年同期多 9000 亿元。2 月 4 日以利 率招标方式开展了 5000 亿元逆回购操作。	持平上月	1 月 CPI 报 4.5%持平 12 月
2020 年 2 月 3-4 日			
2020 年 2 月 10 日			发布 1 月 CPI 报上涨至 5.4% 216% (前值 110.2%) (4.5%)
2020 年 2 月 17 日	开展 2000 亿元 MLF 操作 和 1000 亿元 7 天期逆回 购操作。1 年期 MLF 利率 为 3.15% (前值 3.25%)。	1 年期 MLF 中标利 率下调 10BP	
2020 年 2 月 20 日	LPR 报价 1 年期 4.05%; 5 年期 4.75%	LPR 报价下调 1 年 期 10BP, 下调 5 年 期 5BP	

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_6817

