



首创证券
CAPITAL SECURITIES

首创宏观“茶”： 海外形势依然严峻，LPR 还有下行空间

证券研究报告·宏观研究报告

2020年5月13日

——1 季度货币政策执行报告点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 5月10日，央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》。我们点评如下：
- 一、全球经济滑入衰退轨道，海外疫情拐点尚未到来；
- 二、国内经济面临前所未有挑战，疫情防控压力犹存；
- 三、物价形势总体可控，通胀预期基本平稳；
- 四、就业形势压力犹存，“保就业”列入政策目标序列；
- 五、6月大概率是更大力度对冲政策落地的“窗口期”。

目录

一、全球经济滑入衰退轨道，海外疫情拐点尚未到来.....	3
二、国内经济面临前所未有挑战，疫情防控压力犹存.....	4
三、物价形势总体可控，通胀预期基本平稳.....	5
四、就业形势压力犹存，“保就业”列入政策目标序列.....	5
五、6月大概率是更大力度对冲政策落地的“窗口期”.....	6

事件：5月10日，央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》。

点评：

一、全球经济滑入衰退轨道，海外疫情拐点尚未到来

2019年4季度货币政策执行报告（以下简称“4季度报告”）对全球宏观经济的企稳持谨慎态度，认为“全球经济增长放缓，虽有企稳迹象，但下行风险仍应密切关注”。行至2020年5月10日，2020年1季度货币政策执行报告（以下简称“1季度报告”）对全球经济的看法转为悲观。在第四部分“宏观经济分析”中，央行指出“今年全球经济衰退已成定局”。一方面，“发达经济体增速面临下跌”：“欧元区经济下滑程度令人担忧”，4月欧元区服务业PMI仅录得12.0；“日本经济在疫情暴发前就已处在衰退边缘，疫情冲击将进一步加重经济失速”；4月美国ISM制造业PMI录得41.50，主要支撑因素是供应商交付逆势录得76.0，但是新订单仅录得27.1，为1948年1月以来第4低值。另一方面，对新兴市场做出“新兴市场经济体或将集体遭遇失速”，“新兴市场经济体经济增速或将进一步下滑”等判断，表明央行继续看空新兴市场国家的经济增速。

在第五部分“货币政策趋势”中，央行指出“世界经济衰退风险加剧”，“国际疫情持续蔓延，不稳定不确定因素显著增多”。1季度报告认为全球经济存在四个“值得关注的问题和趋势”：一是新冠肺炎疫情快速蔓延，全球经济遭遇供需双侧冲击，短期已滑入衰退轨道；二是疫情走势尚不明朗、各国应对力度参差不齐，全球经济面临极大不确定性；三是局部金融风险加速积累，值得警惕；四是全球主要经济体宏观政策空间进一步压缩。应该看到，后三个风险均是第一个风险的衍生，均与新冠肺炎疫情息息相关。因此，值得关注的问题和趋势只有一个，即后期全球新冠肺炎疫情是否会恶化。对此，1季度报告给出并不乐观的回答：一是在专栏4《新冠肺炎疫情对全球和我国经济的影响及应对分析》中指出，“部分发展中经济体、农产品出口国新增确诊上升较快，全球疫情未来走势存在高度不确定性”；二是指出“在目前仍缺乏强有力的国际协调背景下，疫情或在全球出现反复，可能引发经济社会运行的多次‘暂停’和‘重启’”。

海外疫情走势是决定当下全球经济及大类资产配置的关键因素。目前市场对海外疫情走势存在一定分歧。我们认同1季度报告“全球疫情未来走势存在高度不确定性”的看法：一是5月12日海外新冠肺炎确诊病例当日新增数录得83467例，处于前期高位

平台区间，并未明显下行；二是4月特朗普公布“重启美国”计划，但是当地时间5月12日，传染病专家福奇警示各州，若在条件不成熟的情况下强行重启经济，可能会导致疫情再次暴发；三是非洲国家疫情较为严重，5月12日累计确诊病例为69469例，在短短4天时间内，从6万例增至接近7万例，呈加速传染态势；四是5月12日，医疗条件落后的人口大国印度确诊病例为69469例，且当日新增确诊病例居高不下；五是在部分西方国家存在“甩锅”心态的背景下，控制全球疫情所必须的“强有力的国际协调”短期之内大概率不会出现。

二、国内经济面临前所未有的挑战，疫情防控压力犹存

1季度报告认为，我国“疫情防控向好态势进一步巩固”，“经济社会发展大局稳定”，但是同时又指出，“我国防范疫情输入和国际经济风险的压力不断加大，复工复产和经济社会发展面临新的困难，结构性、体制性、周期性问题相互交织，经济发展面临的挑战前所未有”。1季度报告认为新冠肺炎疫情从三个途径冲击我国经济：一是企业生产经营安排受到影响；二是需求面指标同比放缓；三是外部输入型风险将继续冲击国内经济。从冲击的结果看，1季度报告认为，“新冠肺炎疫情造成需求不足、消费减少、企业经营困难、就业压力增大等问题”。首先，“需求不足”主要体现为外需疲软，4月新出口订单仅录得33.50%，出现第二次“断崖式下跌”，与此同时，内需也并不十分强劲，4月在手订单仅录得43.60，低于历史平均水平；“消费减少”主要体现为3月社会消费品零售总额累计同比增长-19.00%，仅较前值上行1.50个百分点，反弹力度十分弱；“企业经营困难”主要体现为工业企业利润总额累计同比仅录得-36.70%，仅较前值上行1.60个百分点；“就业压力增大”主要体现为2月、3月城镇调查失业率分别录得6.20%、5.90%，远超5.50%的政府预期目标。

对于国内疫情走势，417政治局会议指出，“保持疫情防控成果、防止疫情反弹的任务繁重”。1季度报告在判断我国“疫情防控向好态势进一步巩固”的同时，又认为“我国防范疫情输入和国际经济风险的压力不断加大”。在“外防输入”方面，5月6日国家卫生健康委指出，“防境外输入和疫情反弹的压力仍在加大”，“与我国接壤国家单日新增病例相比一个月前增长超过7倍”。在“内防反弹”方面，近期吉林省舒兰市出现了13例本土确诊病例，相关负责人表示，“按照高等级风险防控要求，全面进入战时状态，采取最严格的管控措施”。预计未来一段时间，我国还将继续“抓紧抓实抓细常态化疫情防控”。

三、物价形势总体可控，通胀预期基本平稳

1季度报告指出，“1-2月，CPI涨幅阶段性上冲至5%以上，主要原因是猪肉等食品价格在春节前后上涨较快和供给受疫情影响有所收缩”。目前看，这两个制约因素均得到缓解。一方面，生猪产能持续恢复。一季度末，生猪存栏32120万头，比去年四季度末增长3.5%，其中能繁殖母猪存栏3381万头，增长9.8%。另一方面，“一季度末，我国规模以上工业企业已接近全面复工”，3月工业增加值当月同比录得-1.10%，预计4月大概率转正。叠加考虑技术层面上，基数逐步上行以及翘尾因素快速下行，预计下半年CPI当月同比的中枢大概率低于上半年。我们维持此前的判断：2020年CPI当月同比前高后低，大概率逐季下行。

PPI方面，1季度报告指出，“受国内需求相对偏弱和国际大宗商品价格大幅下跌影响，近期降幅有所扩大”。实际上，不论是相对偏弱的国内需求，还是大幅下跌的国际大宗商品价格，其关键影响因素均是疫情的走势。关于国内疫情，1季度报告认为，“新冠肺炎疫情的影响是总体可控的”，“在常态化疫情防控中经济社会运行逐步趋于正常”。关于海外疫情，1季度货币政策执行报告认为，“疫情走势尚不明朗”，“在目前仍缺乏强有力的国际协调背景下，疫情或在全球出现反复，可能引发经济社会运行的多次‘暂停’和‘重启’”。我们认为，在稳增长背景下，国内定价的大宗商品价格缺乏大幅下行的基础，而在海外疫情拐点未现的背景下，国际定价的大宗商品价格缺乏大幅上行的基础。综合看，PPI当月同比大概率低位震荡。

1季度货币政策执行报告认为，“物价形势总体可控，通胀预期基本平稳，对未来变化需持续观察”，与2019年4季度货币政策执行报告提法一致。短期内，“新冠肺炎疫情等因素可能从供求两个方面继续对物价形成扰动，应保持密切监测分析”，而在长期，“从基本面看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础”。

四、就业形势压力犹存，“保就业”列入政策目标序列

对于就业形势，1季度报告提到，“就业形势总体稳定”，但是在专栏4“新冠肺炎疫情对全球和我国经济的影响及应对分析”中又提到，“居民就业和社会保障压力上升”。对此，我们的理解是目前我国就业形势边际好转，但是压力犹存。“边际好转”体现在两个方面，一是城镇调查失业率边际下行，3月在2月的基础上下行0.3个百分点自5.90%；二是3月全国企业就业人员周平均工作时间为44.8小时，虽然处于历史低位，但是比上月增加4.6小

时。“压力犹存”体现在居民就业感受下降：一季度人民银行城镇储户问卷调查显示，居民就业感受指数为37.7%，比上季和去年同期分别下降6.8和8.1个百分点；对下季度，居民就业预期指数为47.3%，比上季和去年同期分别下降4.6和6.4个百分点。

就业问题至关重要：一是就业是最大的民生问题；二是“保就业”与脱贫攻坚高度相关，涉及到全面建成小康社会目标；三是就业涉及到社会稳定等问题。党中央与国务院对就业问题高度重视。417政治局会议首提以“保就业”为首的“六保”，此外，年初至今国务院常务会议共召开17次常务会议，其中有6次在议题部分明确提及就业问题。1季度报告同样对就业问题高度重视，体现为四提“保就业”，分别是三提“处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系”，以及一提“支持扩内需、助复产、保就业”，以落实417政治局会议“六保”以及国务院常务会议的政策精神。对比4季度报告，虽然专栏4“从就业结构看中国劳动力市场和未来走势”对就业问题进行分析研判，但是通篇并未提及“保就业”，并未将就业问题上升到“底线”的高度，当然，这与彼时政治局会议并未提出“六保”这一概念直接相关。此外，我们注意到“保就业”在目标序列中位列第二，紧跟在“稳增长”之后，居于“调结构、防风险、控通胀”之前，表明央行将“在多重目标中寻求动态平衡，更加重视经济增长、就业等目标，以更大的政策力度对冲疫情影响”。

五、6月大概率是更大力度对冲政策落地的“窗口期”

在4月PMI数据点评《首创宏观茶：宏观经济弱企稳，6月大概率是更大力度对冲政策落地的“窗口期”（20200507）》中，我们指出，“6月大概率是更大力度对冲政策落地的‘窗口期’”。1季度货币政策执行报告在一定程度上支持我们的判断，体现在以下五个方面。

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_5210

