

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

油价缓释通胀压力, 国常会明确 货币抗疫加码

——宏观专题

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2020年03月12日

相关研究

- 1 《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
- 2 《宏观报告: 联储降息利好货币环境改善-宏观点评》 2020-03-04
- 3 《宏观报告: 疫情冲击 PMI 跌落荣枯线下方-宏观点评》 2020-02-29
- 4 《宏观报告: 多措并举开启复产战“疫”-宏观专题》 2020-02-22
- 5 《宏观报告: 战疫最吃劲时刻政策组合加码-宏观专题》 2020-02-16

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CPI为5.2%(前值5.4%), 食品项21.9%(前值20.6%), 非食品项0.9%(前值1.6%); 核心CPI为1%(前值1.5%)。PPI为-0.4%(前值0.1%), 生产资料-1%(前值-0.4%); 生活资料1.4%(前值1.3%)。

2月M2增速8.8%(前值8.4%), 新增社融0.855万亿(前值5.067万亿), 新增人民币信贷0.9057万亿(前值3.34万亿)。

事件:

国际: 英国央行11日下午下调基准利率至0.25%。减产协议夭折, 布伦特原油期货收盘价从3月5日的50.73美元/每桶降至10号的36.51美元。

国内: 3月10日, 国务院总理李克强主持召开国务院常务会议, 明确抓紧出台普惠金融定向降准措施。

观点:

- 全球降息潮为货币战疫赢得国际货币环境: 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。
- 油价回落抑制通胀上行换来更大货币空间: 沙特与俄罗斯未达成减产协议, 国际油价下跌降低工业成本将从PPI向CPI传导, 抑制通胀上行动能, 一定程度上为货币政策进一步加码逆周期力度创造条件。
- 国常会明确货币发力新的定向降准“箭在弦上”: 会议指出要抓紧出台普惠金融定向降准措施, 并额外加大对股份制银行的降准力度; 发挥好再贷款再贴现政策作用; 多措并举稳外贸稳外资; 进一步畅通产业链资金链推动各环节协同复工复产等。
- 全球疫情蔓延二次冲击我国资本市场: 1-2月中国率先打响抗疫战争, 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, 同时由于我国疫情逐步控制, 经济和股市韧性增强, 后市表现将具有一定独立性。高层加大复产支持力度, 央行货币政策也将利好流动性进一步改善。
- 投资建议: 短期关注货币政策发力助力金融板块修复, 中期医药、线上文娱、5G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. 全球降息潮为货币战疫赢得国际货币环境.....	3
2. 油价回落抑制通胀上行换来更大货币空间.....	4
3. 国常会明确货币发力新的定向降准“箭在弦上”	5
4. 总结与建议	7

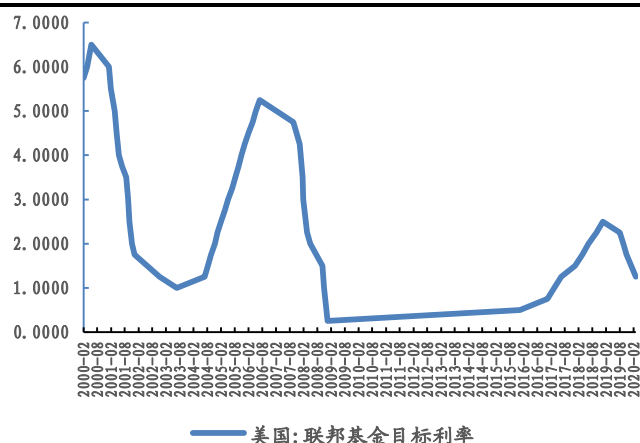
图表目录

图 1: 疫情冲击下美联储开启降息模式.....	3
图 2: 美存款准备金率下调趋势延续	3
图 3: 3 月中美利差微扩, 货币环境改善.....	3
图 4: 人民币汇率坚挺, 不影响灵活的货币政策.....	3
图 5: 核心 CPI 下垂, 疫情助推食品项再冲高	4
图 6: 生资价格已经回落, PPI 下沉负值.....	4
图 7: 油价回落将进一步降低非食品项 CPI.....	4
图 8: 生资上下游一致收缩	4
图 9: 2 月 M2 增速超预期	5
图 10: 货币发力对冲经济下行	5
表 1: 货币工具仍将继续发力	6

1. 全球降息潮为货币战疫赢得国际货币环境

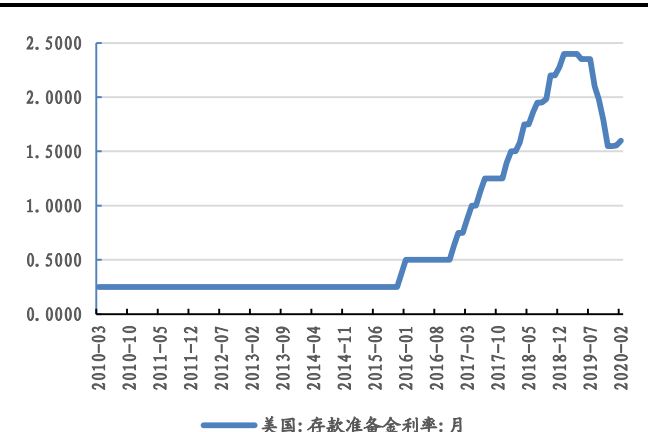
受疫情冲击一季度经济明显回落，中采与财新 PMI 均降至近年来新低，央行多次降准降息操作维护市场流动性合理充裕。3 月 3 日美联储突然降息 50BP 预示掀起全球降息潮，3 月 11 日英国央行宣布紧急降息 50 个基点，由原来的 0.75% 降至 0.25%，后续仍需关注欧洲央行（3 月 12 日），日本央行（3 月 19 日）将举行的议息会议，随着疫情蔓延，国际货币环境有利于支持我国货币政策的灵活性。

图 1：疫情冲击下美联储开启降息模式



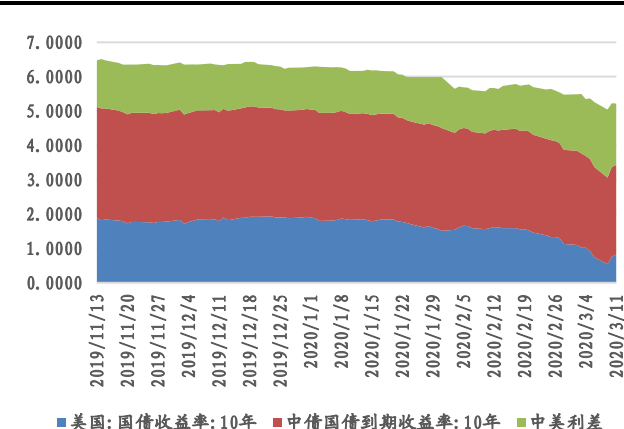
资料来源：中原证券，wind

图 2：美存款准备金率下调趋势延续



资料来源：中原证券，wind

图 3：3 月中美利差微扩，货币环境改善



资料来源：中原证券，wind

图 4：人民币汇率坚挺，不影响灵活的货币政策



资料来源：中原证券，wind

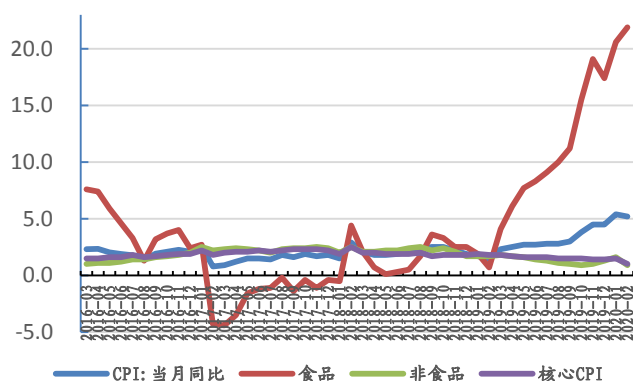
密切关注美联储的降息操作对优化我国货币外部环境所带来的正向作用，全球货币政策的变化源于对疫情的担忧，经济衰退预期提升避险情绪。昨晚盘面上看，3 月 11 日美股暴跌，道指重挫逾 1460 点，道琼斯指数跌 5.86%，标普 500 指数跌 4.86%，纳斯达克指数跌 4.70%，三大股指在技术指标层面上已进入熊市，市场出现震荡。11 日英国央行意外宣布降息 50 个基点，这是自 3 月 3 日美联储降准 50BP 以来，又一主要工业国家央行降息，从疫情局势上看，除中国以外，全球 90 多个国家和地区的疫情呈现加速扩张趋势，世卫组织将新冠疫情升至“大流行”，为 6 个流感级别中的最高级别，过去两周中国以外新冠肺炎确诊病例数增长了 13 倍，

受影响国家和地区数增加了两倍，目前 114 个国家和地区的确确诊病例累计超过 11.8 万例，死亡病例达到 4291 例，而这种局势仍在扩大，在此背景下很显然为抑制经济衰退，全球央行的降息降准只是开始还远不能对冲经济下行，我们认为本轮全球降息潮已经触发。

2. 油价回落抑制通胀上行换来更大货币空间

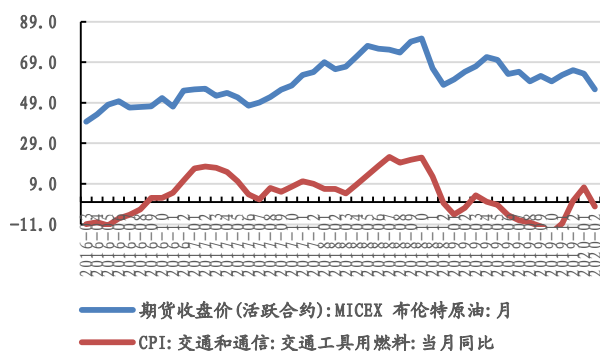
沙特与俄罗斯未达成减产协议，国际油价下跌降低工业成本将从 PPI 向 CPI 传导，抑制通胀上行动能，一定程度上为货币政策进一步加码逆周期力度创造条件。

图 5：核心 CPI 下垂，疫情助推食品项再冲高



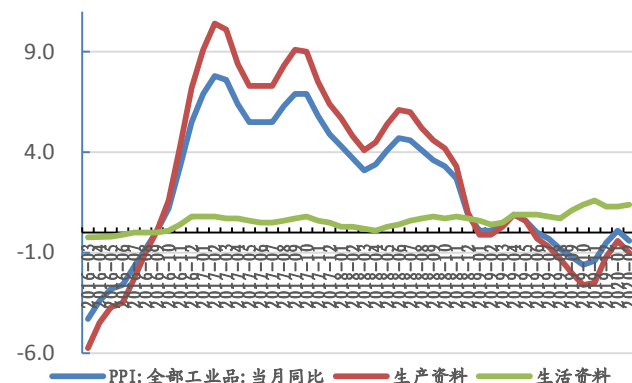
资料来源：中原证券，wind

图 7：油价回落将进一步降低非食品项 CPI



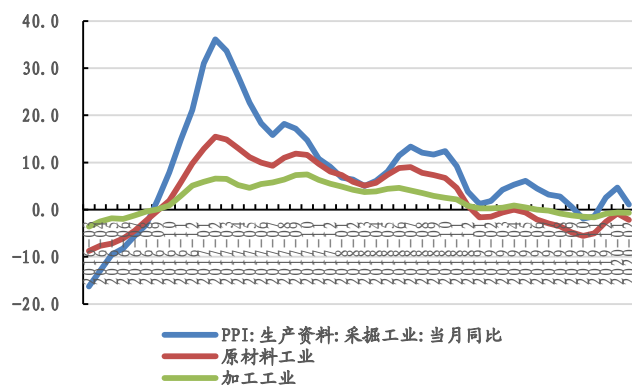
资料来源：中原证券，wind

图 6：生资价格已经回落，PPI 下沉负值



资料来源：中原证券，wind

图 8：生资上下游一致收缩

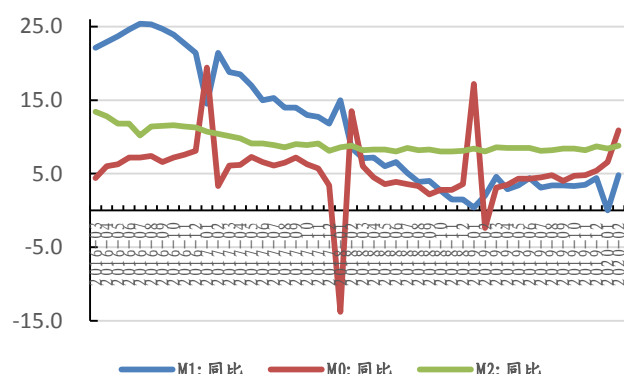


资料来源：中原证券，wind

石油国之间的产量战和价格战，引发油价下跌，原计划在 3 月底续签减产计划，但是 6 号 OPEC 组织与俄罗斯的减产谈判破裂，维也纳会议后，沙特计划 4 月大幅提高石油产量至逾 1000 万桶/日，其它输出国也不再限产，原先的卡特尔限价减产联盟变成了产量战对手，争夺的焦点是抢占市场份额而不是更多的边际利润，截止 3 月 11 日 NYMEX 原油下跌至 34 美元，此前中枢在 50 美元以上，我国进口原油占比高达 70%，国际油价下滑至原先的 6 成水平，将从成本端极大影响我国工业品价格，结合当前国情，生产全面复工尚未完成，下游需求受疫情抑制，原材料库存收缩，对 PPI 没有支撑，2 月 PPI 增速再度转负报 -0.4%（前值 0.1%），成本端压力减弱一定程度上缓解需求不足带来的利润收缩，同时通过非食品项，例如交通运输向 CPI 传导，

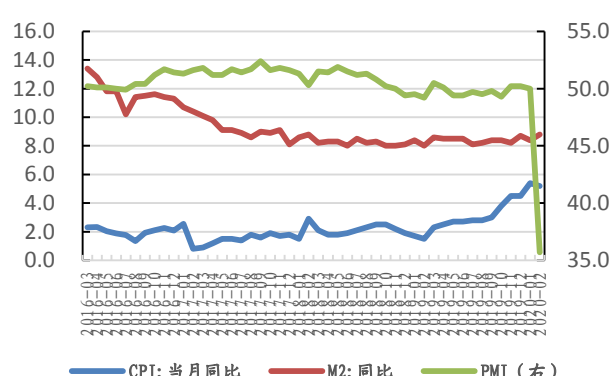
在 1-2 月 CPI 高居 5% 以上的背景下，有助于缓解当前通胀预期，也为助力复产开展进一步的货币灵活操作奠定了物价基础。

图 9：2 月 M2 增速超预期



资料来源：中原证券

图 10：货币发力对冲经济下行



资料来源：中原证券

货币发力降低融资成本，同时也提高了通胀水平，但考虑到需求转弱和生产复产，未来通胀持续攀高的动力有限，叠加石油减产冲击，通胀水平将高位缓降，因此央行有了降息降准的底气。全球经济低迷的态势短期难以马上修复，因此大宗商品价格对成本端也不造成抬升的作用，M2 增速超预期进一步偏离经济名义增速不会持续，若 M2 保持 8% 的增速，经济延续下行，那剩余的就是通胀水平回落，疫情对食品项的拉升也会随着中国防疫的有效推进而缓释，因此第一步也就是当前通胀收窄，CPI 高位缓降；第二步是疫情缓和，在货币调节下，复产加速，经济边际改善；最后灵活的货币操作呈现定力，确保稳健中性，抑制金融风险，为货币下次发力蓄积张力。

3. 国常会明确货币发力新的定向降准“箭在弦上”

3 月 10 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，聚焦金融服务实体，明确了三个方面的主张：

一是定向与普惠结合将融资成本。指出“抓紧出台普惠金融定向降准措施，并额外加大对股份制银行的降准力度”，疫情发生以来，央行频频发力：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。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%，本次会议再提普惠金融和定向降准，释放了积极的信号，市场预期近期或有新的降准举措落地。另一方面，在缓解信用风险方面，会议指出要额外针对股份制银行降准，和此前增加银行资金规模的举措相辉映，提振银行的信贷能力，从而向服务实体传导。目前我国的降准工具空间很大，预计年内仍有 3-4 次精准可能。

二是发挥好再贷款再贴现政策作用。央行的工具不仅是公开市场操作，还有再贷款、再贴

现政策，有助于作用货币乘数，缓解疫情冲击下的企业资金困难。会议指出，近段时间，有关部门按照国务院要求，引导金融机构实施3000亿元专项再贷款和5000亿元再贷款再贴现政策，以优惠利率资金有力支持了疫情防控物资保供、农业和企业特别是小微企业复工复产。要进一步把政策落到位，加快贷款投放进度，更好保障防疫物资保供、春耕备耕、国际供应链产品生产、劳动密集型产业、中小微企业等资金需求。适当下放信用贷款审批权限。加强审计监督，防止“跑冒滴漏”，提高支持实体经济实效。

三是多措并举稳外贸稳外资。这与此前国家发改委印发《关于应对疫情进一步深化改革做好外资项目有关工作的通知》相呼应，再度强调了部署各地方稳外资工作的重要性，作为全球供应链的重要组成，疫情对复工产生拖累，进而对全球生产供应链带来冲击，稳外资稳外贸就是要尽快恢复我国在国际化分工中的作用，多措并举降低疫情对生产的影响，进一步畅通产业链资金链推动各环节协同复工复产等。

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 逆回购利率	预计破 4% (升 0.2 个百分点)	
2019 年 11 月 20 日	LPR 报价, 1 年 4.15%; 5 年期 4.8%	较 1 年前值 4.20% 下 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	持平上月	12 月发布 11 月 CPI 为 4.5%	110.2% (前值 101.3%)

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_6570

