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

央行降准旨在支持实体经济

——央行降准点评

证券研究报告-宏观点评 发布日期：2020 年 01 月 01 日

相关研究

1 《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

2 《宏观报告：12 月政治局会议提前部署明年经济任务-宏观专题》 2019-12-07

3 《宏观报告：12 月政治局会议提前部署明年经济任务-宏观专题》 2019-12-07

4 《宏观报告：下行周期嵌套叠加明斯基效应，决胜之年期待逆周期政策拨云见日-宏观定期》 2019-12-02

5 《宏观报告：CPI 再超预期，货币政策展现定力-宏观点评》 2019-11-10

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：

12 月 31 日统计局公布景气度数据，12 月中采制造业 PMI 报 50.2%（前值 50.2%）；非制造业商务活动指数报收 53.5%（前值 54.4%）；综合 PMI 报 53.4%（前值 53.7%）。

事件：

元旦假期央行宣布：将于 2020 年 1 月 6 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金租和汽车金融）。

观点：

- 基本面边际修复：生产端改善，主因是积极逆周期预期和上游基建大宗商品价格修复，供给修复，价格提振诱发补库带动上游企业增产。需求端仍弱，虽有电商节和圣诞节带来节日效应，但季节性效果释放后，消费能否持续企稳，仍有待进一步观察。1-11 月规上工业企业利润累计增速跌幅收窄。

- 政策面持续发力：四季度迫切政策对冲兜底，即便 11 月和 12 月连续两个月官方 PMI 超预期维持在 50%荣枯线上方，但高层对 2020 年经济下行的考虑仍为主要方面，12 月 18 日，在接见全国政府秘书长和办公厅主任会议全体代表时，李克强总理用“三个更”来突出 2020 年经济工作的重要性，即：“经济下行压力更大、面临更复杂的局面、工作任务更艰巨”，元旦宣布的这次全面降准正与 12 月政治局会议的精神一致，即：加强逆周期调节，保障完成明年经济工作目标。

- 本次降准旨在支持实体：时间上，恰逢传统的降准窗口期，对冲跨年资金缺口，年底 5000 亿到期资金；幅度上，降准 50BP 释放 8000 亿长期资金，量能充足完全替代缺口尚有盈余；方式上，不仅量上合理充裕，价格上也借助 LPR 中枢下行降低融资成本，上周宣布银行信贷逐步替代固定基准利率改为 LPR 浮动加点利率，目的就是降融资成本；信号上，通胀是结构性的暂时性，长期下行通缩概率更大，全面降准不受物价掣肘；作用上，前有新修订的《证券法》厘清基础制度改革的框架，后有普惠式降准和 LPR 降息，对实体企业、对投资者、对金融机构均为长期利好。

- 投资建议：关注大金融板块的发力、经济数据改善超预期也需关注周期性板块和超跌蓝筹的表现。

风险提示：经济增速下行过快；监管趋严超预期；中美关系多变

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

内容目录

1. 超预期：PMI 数据持平上月，经济能否持续改善仍需观察 3
2. 高频数据整体修复，上游价格改善 5
3. 上述背景下，元旦降准逆周期信号十足 6
4. 对策与建议 8

图表目录

图 1：12 月主要景气度指标分化 3
图 2：12 月生产改善，需求仍弱 3
图 3：12 月 27 日发布的规上工业企业利润边际改善 3
图 4：就业压力犹存 3
图 5：12 月新出口订单指数延续回升 4
图 6：12 月国际主要国家 PMI 延续走弱 4
图 7：基建预期提振，11 月生产改善源于上游补库 4
图 8：价格存在传导时滞，短期需求仍弱不支撑价格 4
图 9：高炉开工率延续回暖，钢价修复 5
图 10：水泥价格一路高涨 5
图 11：12 月油价和大宗商品价格持续改善 5
图 12：12 月美元走弱，人民币也在 7.03 附近 5
图 13：物价与中长期贷款利率波动由同向转化分化 7

表 1：LPR 形成机制报价发布以来的中短期利率工具波动 6
表 2：呵护资本市场环境，提升违法打击力度 7

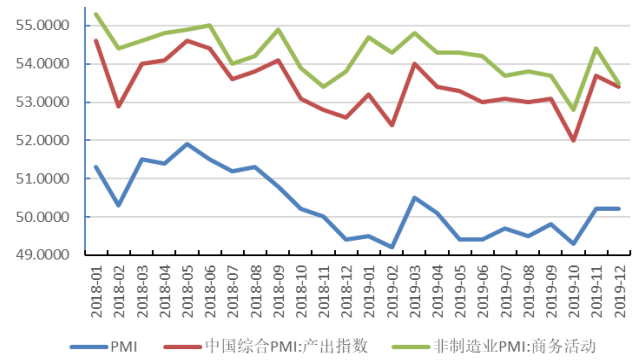
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

1. 超预期：PMI 数据持平上月，经济能否持续改善仍需观察

12 月 31 日统计局公布景气度数据，12 月中采制造业 PMI 报 50.2%（前值 50.2%）；非制造业商务活动指数报收 53.5%（前值 54.4%）；综合 PMI 报 53.4%（前值 53.7%）。分类看：PMI 生产指数 53.2%（前值 52.6%）；新订单指数为 51.2%（前值 51.3%）；新出口订单 50.3%(前值 48.8%)；进口 49.9%(前值 49.8%)；出厂价格指数 49.2%(前值 47.3%)；原材料库存指数为 47.2%（前值 47.8%）；原材料购进价格指数 51.8%（前值 49%）。

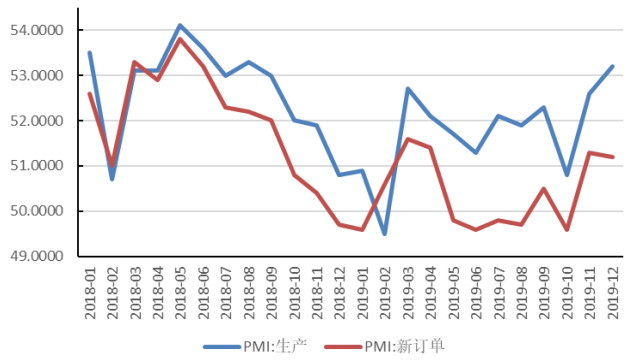
内需方面：12 月中采制造业 PMI 持平上月为 50.2%，但综合产出指数和非制造业 PMI 指数有所回落，呈现分化，这与 12 与的高频数据表现相印证。自 11 月起，受积极的逆周期政策预期影响，叠加上游大宗商品价格修复，生产端改善，价格提振或诱发补库带动上游生产；需求方面，新订单指数小幅回落 0.1 个百分点，报 51.2%(前值 51.3%)，结构上：供需之差走扩，需求相对较弱，电商节提振具有阶段性作用，但对相邻月份的消费具有替代和透支作用。生产（荣枯线上）优于需求（转扩张），但考虑到工业企业利润仍低，仅靠政策预期和价格修复因素不能论断景气度的真正拐点已经到来，需求的持续改善是最终的动力。

图 1：12 月主要景气度指标分化



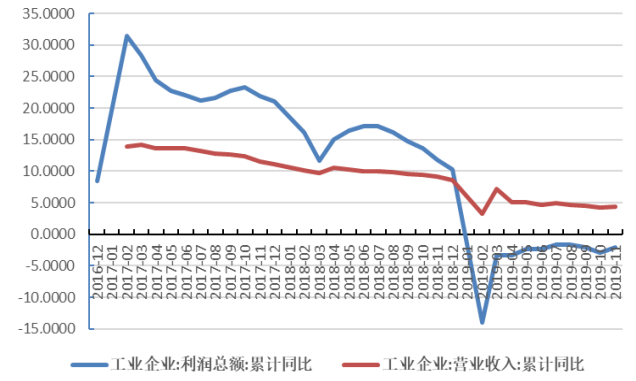
资料来源：中原证券，wind

图 2：12 月生产改善，需求仍弱



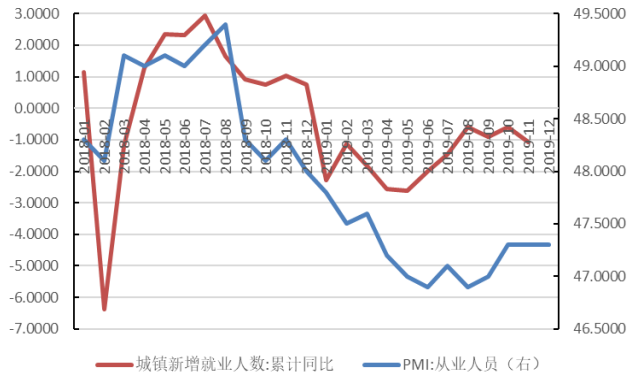
资料来源：中原证券，wind

图 3：12 月 27 日发布的规上工业企业利润边际改善



资料来源：中原证券，wind

图 4：就业压力犹存



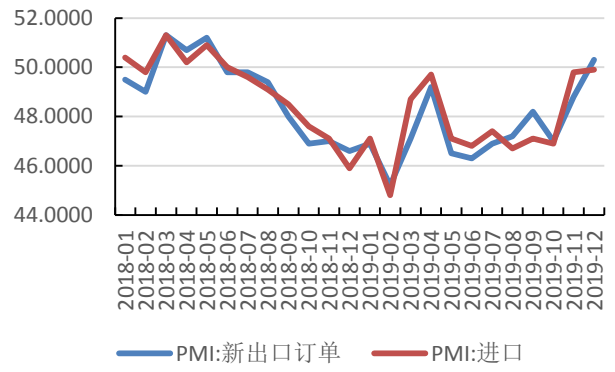
资料来源：中原证券，wind

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

11 月份规上工业企业利润单月增速由负转正的主要原因有三：一是 11 月生产修复，采购需求带动销售改善，冬季补库阶段性提振，11 月规上工业增加值同比实际增长 6.2%（4.7%）；二是中美谈和，外部环境预期改善，叠加圣诞订单，增强出口工业企业备货意愿；三是 PPI 跌幅收窄，年内转正意味企业利润边际修复的价格空间打开。预计 12 月规上利润继续修复但速度放缓，主因有三：一是 12 月高频数据分化，生产修复或不及 11 月；二是春节将近农民工返乡，劳动力市场渐入淡季；三是 PPI 进一步修复转正，假日前的订单需求短期将继续推升利润改善。

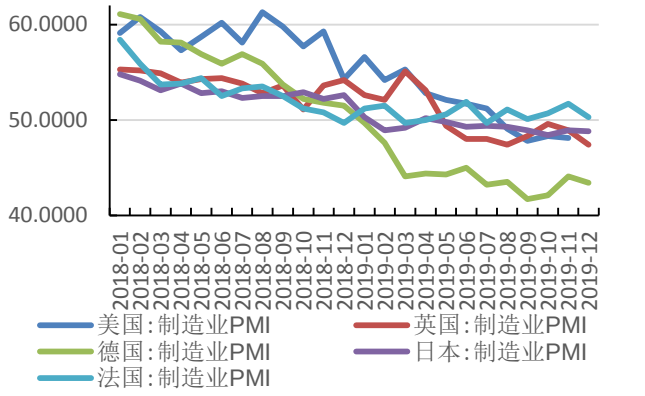
外需方面：中美贸易谈判第一阶段基本尘埃落定，近期没有进一步实际恶化信号，叠加圣诞节期间，假日订单生产备货提前，新出口订单和进口指数 PMI 均表现较好，新出口订单 50.3%（前值 48.8%）；进口 49.9%（前值 49.8%）；另一方面，12 月主要工业国 PMI 走弱，进口指数虽受贸易环境改善带动，但外需基本面仍较脆弱。

图 5：12 月新出口订单指数延续回升



资料来源：中原证券，wind

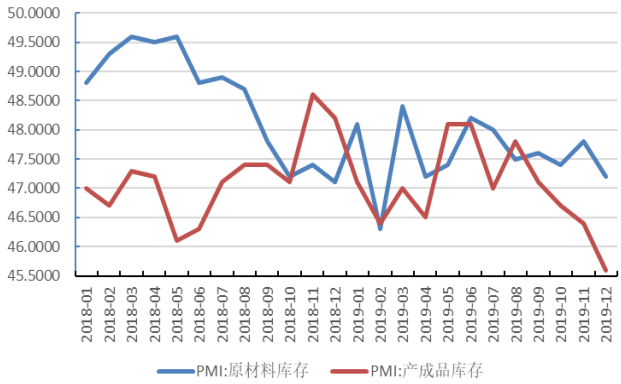
图 6：12 月国际主要国家 PMI 延续走弱



资料来源：中原证券，wind

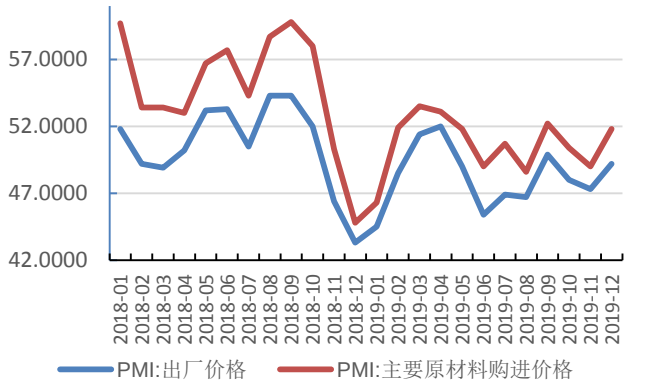
库存与价格方面：12 月 PMI 上下游库存指数分化，11 月至今上游价格持续修复，但是库存表现去呈现差异，一方面，11 月的供给补库基本完成，12 月高频数据分化也反映出，季节性补库不代表库存周期开启，因为需求仍为弱势；另一方面，12 月的圣诞节对 11 的订单有较强提振作用，但假日经济不具持续性，同时会对之后月份产生替代。

图 7：基建预期提振，11 月生产改善源于上游补库



资料来源：中原证券，wind

图 8：价格存在传导时滞，短期需求仍弱不支撑价格



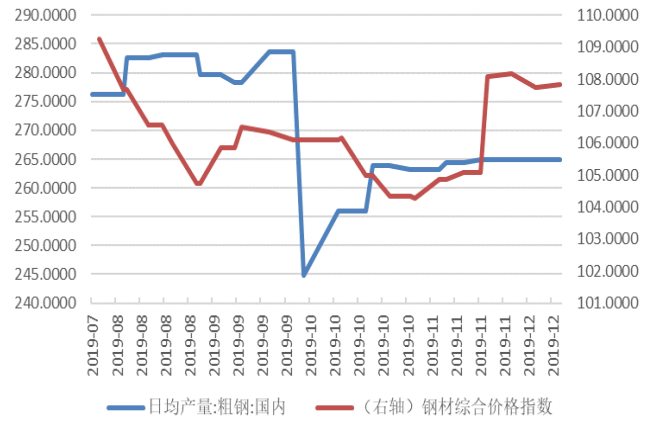
资料来源：中原证券，wind

再从价格上看，大宗商品价格修复，自上而下对生产上下游价格带来提振，对的上升也并不是因为供需关系，而是价格传导，订单指数回落也印证了市场对需求持续改善的疑虑，这也能解释 12 月价格指数上行，但整体看去库周期仍在延续，补库阶段并未开启。

2. 高频数据整体修复，上游价格改善

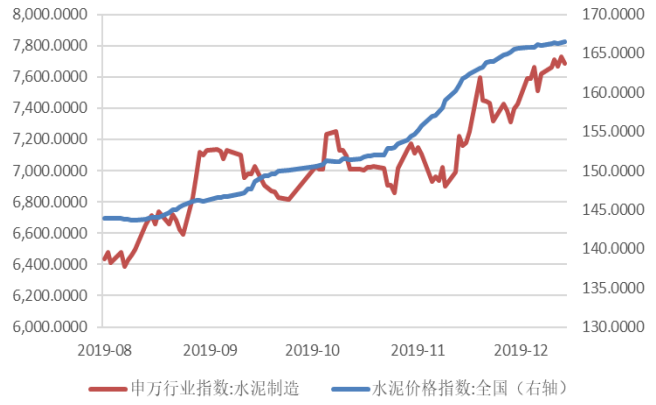
12 月上旬高频数据反映生产端延续修复。内部：一是 11 月以来 6 大发电耗煤较上月转暖走稳，提振因素为冬季用电采暖高峰；拖累因素：需求弱势，消费回落，供给意愿受工业利润和 PPI 低位抑制；二是，12 月以来高炉开工率企稳走高，或受钢材价格上涨影响.

图 9：高炉开工率延续回暖，钢价修复



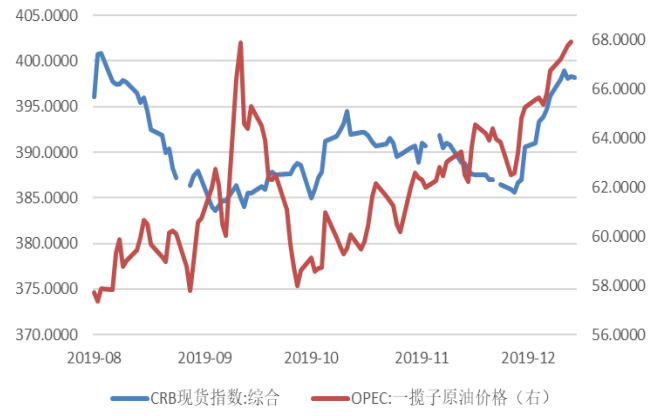
资料来源：中原证券，wind

图 10：水泥价格一路高涨



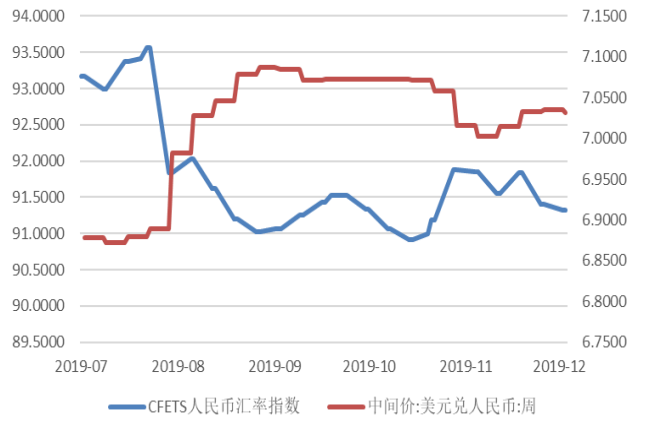
资料来源：中原证券，wind

图 11：12 月油价和大宗商品价格持续改善



资料来源：中原证券，wind

图 12：12 月美元走弱，人民币也在 7.03 附近



资料来源：中原证券，wind

外部：一是，上周原油价格延续修复上行，抬升大宗商品价格指数，黄金价格修复 1520 美元每盎司附近，美元指数走弱对金价的支撑作用较强；二是，中美经贸谈判第一阶段完成，但中美关系仍复杂多变；三是，美国经济数据整体坚挺，美元降息的预期不强。

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

3. 上述背景下，元旦降准逆周期信号十足

元旦假期央行宣布:将于2020年1月6日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含财务公司、金租和汽车金融)。释放长期资金8000亿元。本次降准市场上周已有预期，与2019年12月23日，中日韩领导人会晤期间，李克强总理考察成都银行自贸区支行时提到的要“保持经济运行在合理区间”，发挥逆周期调节功能，“将进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施,降低实际利率和综合融资成本”的讲话相互映证。

上周央行公告称，自2020年3月1日起，金融机构应与存量浮动利率贷款客户就定价基准转换条款进行协商，将原合同约定的利率定价方式转换为以LPR为定价基准加点形成，再叠加本次全面降准，也反映出当前货币导向为“量增价减”

从时间上看，本次降准的确是非常合适，每年春节前，考虑到跨年资金缺口，适当宽松流动性，完全可以起到对冲性作用，于是降准的窗口期来临，降准信息落地放在元旦发布也是市场预期之内。

从降幅上看，普降50BP，应该不仅仅是季节性调整对冲跨年这一个原因，即便没有发布降准之前，市场12月的货币面整体就已经比较合理充裕，抵充年底到期的5000亿，仍有盈余。更多的我们认为是考虑到实体经济融资需求，从宏观经济下行的角度，采用逆周期调节。因此降幅50BP反映出政府的调控信号价值较高。此次降准的力度映证了政府普惠式金融的决心。

表1：LPR形成机制报价发布以来的中短期利率工具波动

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）	

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_7933