

宏观点评报告

2020 年 1 月 2 日

收官之年政策维稳将更加坚定**——央行 2020 年元旦降准点评****核心内容：**

★当前对于库存周期的修复不宜过度乐观，经济增长的下行压力仍然显著。我们应该避免 2019 年一季度经济有所企稳之后，一些观点对于中国经济走势的误判。预计决策层将维持政策定力，避免不必要的宽松-紧缩摇摆，坚定维护 2020 年经济社会发展的稳定。

★从跨年的资金需求而言，本次降准本身所释放的资金量在对冲一部分现金投放缺口之余，尚难以本身所释放的资金完全覆盖季节性资金供给需求。2020 年春节较往年偏早，流动性环境季节性供需矛盾有所加剧，考虑到企业集中缴税、财政支出与开年之后的专项债发行等主要因素共同作用，加之央行公开市场政策工具逆回购、MLF（TMLF）等在 1 月份的自然到期，以及春节期间民众对流通现金的大量需求，估计 2020 年跨年整体资金缺口在 3 万亿元左右。

★特殊类型的降准+降息可以预期。因此，本次降准的规模本身并不能显得凸出，反而指向央行会在近期通过公开市场操作，进一步支持实体经济运行的合理资金需求，同时通过引导贷款报价利率（LPR）稳步下行降低实体经济融资成本，后期 LPR 的定价基础 MLF 利率的下调应也在预期之中。

★2020 年房地产投资增速虽有韧性但估计还是将稳步回落，去库存压力仍不可忽视，考虑到房地产行业对于中国库存周期的首要影响力，当前对于库存周期的修复不宜过度乐观，经济增长的下行压力仍然显著。

★假若政策不再出现意外摇摆，对于中国经济稳定的前景总体可以持谨慎乐观的态度。权益市场因此将得到较好的宏观环境，而利率方面由于经济企稳尚需时日，而流动性条件相对将较为宽松，政府为实现“六稳”目标相应也有引导实际利率下行的政策动机，因此债券市场应也无需过度悲观。宏观货币金融条件的总体改善，还会为信用风险环境的整体改善奠定较好的基础。

分析师

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

收官之年政策维稳将更加坚定

2020 年元旦，央行发布公告称，决定于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。这一决定结合之前高层既有若干政策宣示，以及往年相同时点（公历、农历新年）央行的货币政策操作惯例考量，并非超预期政策行为而是预料之中。如何看待这一政策行为，重点在于这样三个方面，一是既然历史上相同时点，央行常有相同动作，那么本次有何特点；二是基于本次政策行为的特点，体现了央行怎样的政策思路，对于当前的经济央行作何判断；三是基于这样的判断和本次操作的特点，央行后续还会有哪些政策动作并且会对经济和市场带来哪些影响？下面我们逐一展开讨论。

一、本次跨年降准的变与不变

关注本次央行行动的变与不变，主要应注意三个关键词：**逆周期调节、8000 多亿元长期资金、现金投放对冲**。央行表示，此次全面降准体现了逆周期调节，释放长期资金约 8000 多亿元，有效增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源，降低金融机构支持实体经济的资金成本，直接支持实体经济。“此次降准与春节前的现金投放形成对冲，银行体系流动性总量仍将保持基本稳定，保持灵活适度，并非大水漫灌，体现了科学稳健把握货币政策逆周期调节力度，稳健货币政策取向没有改变。”

对比 2019 年初的宽松行动力度，我们会发现今年的宽松政策力度并没有超越往年。2019 年 1 月 4 日，央行宣布将于当年 1 月 15 日、25 日分别下调金融机构存款准备金率各 50BPs，累计释放资金约 1.5 万亿元。考虑到 1-2 月份有包括 MLF 一季度到期、缴税、地方债提前发行等较多资金回笼，春节跨年资金需求旺盛，彼时央行实际净投放资金规模大致在 8000 亿元。2020 年开年的此次降准，50 个基点 8000 亿元资金量，的确难以称之为“大水漫灌”。

从跨年的资金需求而言，本次降准本身所释放的资金量在对冲一部分现金投放缺口之余，尚难以本身所释放的资金完全覆盖季节性资金供给需求。2020 年春节较往年偏早，流动性环境季节性供需矛盾有所加剧，考虑到企业集中缴税、财政支出与开年之后的专项债发行等主要因素共同作用，加之央行公开市场政策工具逆回购、MLF（TMLF）等在 1 月份的自然到期，以及春节期间民众对流通现金的大量需求，估计 2020 年跨年整体资金缺口在 3 万亿元左右。

降低商业银行负债端成本也是决策当局所关注的重点。当前银行的负债成本过高，在高盈利高息差的要求下，银行主动下调贷款利率的动力不足。继续推动银行负债成本下行是降低社会融资成本的关键之一。降准正是减轻银行负债成本的一个重要手段，降准直接由央行释放低成本的负债空间给商业银行，对降低银行负债成本无疑具有重要的意义。对于目前经营压力较大的大部分中小银行而言，由于不是银行间市场一级交易商，无法直

接从央行手中获得便宜的公开市场或 MLF/TMLF 资金，只能依靠同业市场来间接获得流动性。包商银行事件之后，大型金融机构风控门槛有所提高，部分中小银行的同业负债难度加大，负债成本进一步上升，对这些银行而言降准释放的低成本资金意义重大。数量众多的中小银行不但是维护我国系统性金融安全的底层，而且是广大民营企业、中小企业的资金供给重要主体，政策层面对中小银行多加政策呵护在情理之中。

特殊类型的降准+降息可以预期。因此，本次降准的规模本身并不能显得凸出，反而指向央行会在近期通过公开市场操作，进一步支持实体经济运行的合理资金需求，同时通过引导贷款报价利率（LPR）稳步下行降低实体经济融资成本，后期 LPR 的定价基础 MLF 利率的下调应也在预期之中。从逻辑上看，降准会通过压低银行信用利差来促进 LPR 下行，在 2019 年 11 月 MLF 利率调整之前，8、9 月 LPR 利率连续两次调降就伴随着 9 月上旬的降准。预计 1 月 20 日新一期 LPR 报价会出现小幅下降，同时 1 月 23 日到期的 TMLF 将可能续作，利率则可能相应调降，从而形成特殊类型的降准+降息。综合来看，除降准外，央行在年初时点预计还会通过公开市场增加各期限流动性投放（MLF 如增量操作也不会令人意外），营造较平稳的货币金融环境，稳定并引导融资成本下行。

二、收官之年政策维稳将更加坚定

对央行本次降准行动本身进行评估之后，我们有必要更加关注政策行为背后的逻辑，这一逻辑可能对 2020 年后续的宏观政策行为带来较为深远的影响。总体来看，我们认为宏观政策当局依然会坚持近年来政策在稳增长、调结构与防风险三者之间维持微妙平衡的传统，同时在收官之年更加凸出坚定维护经济社会发展稳定的逻辑。

回顾去年底的中央经济工作会议，依然体现了稳中求进的工作总体要求，更加凸出“**稳字当头**”。一方面，以“六稳”牵引宏观经济工作，实现稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定，保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官，确保全面建成小康社会，实现第一个百年奋斗目标。同时，为“十四五”发展和实现第二个百年奋斗目标打好基础；另一方面，强调坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展。整体看，经济工作的思路即重视短期经济平稳运行，又关注以新发展理念引领高质量发展；既关注需求侧稳定周期性增长，也重视供给侧结构性改革有针对性解决经济中客观存在的一些结构性失衡。

从宏观上看，处理中国经济的中长期矛盾和短期下行压力是从供给端与需求侧两条不同思路出发，进行政策管理的过程。供给端主要通过深化改革开放，理顺体制机制，激发经济要素内生增长的潜力；需求管理旨在熨平短期经济波动。应该认识到，经济中长期的增速换挡并不意味着经济小周期波动的消失。从短期看，当经济周期下行时，稳定复苏应当优先于深层次改革，以免通缩和失业的压力过大，即应通过需求管理避免短期经济运行低于当前客观仍有条件实现的潜在增长水平，这样才能给深化改革腾挪空间和时间。

决策层继续强调稳定经济运行在合理区间，为市场预期注入了坚定信心。一是明确

了短期宏观经济管理的重要性,不能因为经济中存在结构性和长期性问题就对短周期管理所必要的稳增长政策有所忌讳。作为一个人均 GDP 仅 10000 美元左右的中等收入国家,难以轻言忽视经济增速的放缓可能连带产生的潜在经济及社会治理所付出的巨额代价。我们估计,2020 年“两会”的政府工作报告大概率还是会设定 GDP 的目标增速区间,预计可能会定为“6%左右”。二是表明 2020 年经济总规模和居民人均收入较 2010 年翻一番的目标仍要力争实现,打好“十三五规划”和第一个百年奋斗目标的收官战。

我国通货膨胀的实际水平预计将在 2020 年持续回落,呈现较 2019 年更加温和的态势。事实上,2019 年以来核心通胀与工业品价格持续低迷,CPI 数值的高位只是由于猪肉这一单一商品带来的供给冲击,随着生猪存栏的逐步恢复,2020 年猪肉价格在一季度后预计下行,带动 CPI 的趋势回落,收敛与 PPI 的差距。通胀的实际水平,尤其是工业品价格的通缩表明,实际通胀在当前时期总体难有高位运行的需求基础,2020 年 PPI 仍然处于低位运行态势,通胀非但难以掣肘宏观政策反而为逆周期调节的必要性提供了佐证。

我们观察到中央经济工作会议结束后,市场资金利率中枢显著下行,跨年资金面总体波澜不惊,宏观货币金融环境持续改善。目前,央行政策定调突出所谓“灵活适度”的货币政策,实际上与前述中央经济工作会议所预示的政策层面对于稳增长、调结构与防风险兼顾,同时在 2020 年凸出对“六稳”的关注这一思路十分契合。当经济增长压力较大时,货币政策重点偏向宽松,营造适宜的流动性环境;而在增长压力缓解时,货币政策转向中性,避免大水漫灌。此前 2019 年四季度央行货币政策委员会例会上,央行对经济定调是“下行压力仍然较大”,加强逆周期调节,降低社会融资成本,确保经济运行在合理区间是当前的主要矛盾。从上述逻辑来看,一季度整体宏观政策的思路将突出维稳,实际上从全年看,我们认为维稳将是 2020 年经济工作的第一主线。

经济虽有短期反弹迹象,但下行压力仍在,难以轻言库存周期已经开始引导经济复苏,宏观政策需要维持定力,不宜过度摇摆。从数据看,12 月份 PMI 环比 11 月持平,高于预期,强于季节性。从分项来看,12 月 PMI 环比上行,主要是受到生产分项的拉动。对 PMI 进行季节性再调整之后,新出口订单持续改善。由于新出口订单是重要的先行指标,预示着 2020 年上半年出口有望触底企稳,中美第一阶段经贸协议从短期看对于稳定外贸形势也有一定正面作用。另一方面,11 月开始,PMI 的新订单分项、生产分项也同步企稳,这意味着经济短周期的确有反弹的基础。但是我们认为,这并不意味着经济增长下行压力的消失与新周期的开始。

2018 年年中之后,中国经济进入去库存通道,相应进程是否完结,当前不宜过度乐观。乐观者的重要证据之一是规模以上工业企业 11 月利润总额同比上升 5.4%,由负转正。但是需要注意,在 41 个工业大类行业中,利润总额同比减少的行业较前 10 月反而有所增加。同时,判断库存周期我们还需要更为关注 PPI 同比增速和制造业 ROE 等指标的变化,从逻辑上看价格因素和资本回报是领先于库存周期的重要指标。目前, PPI 增速虽然略有好转,但无论同比还是环比仍处于通缩区间(负值),制造业企业 ROE 水平也并未看到明显好转,我们预计 2020 年 PPI 增速即便有所修复也是处于通缩边缘(0-1%之间)运行,因此对于库存周期修复的进程当前尚难言乐观。

目前,我们看到涨价的商品主要是是钢材、水泥等少数品种,前期消耗较多、库存量较低,则开始补库存,其余大部分商品库存状况仍然难言明显改善。上游产品前期的

消耗及现在的库存回补主要反映了前期房地产建安投资高速增长所带来的原材料消耗。2019 年房地产融资政策收紧，房地产商融资难度加大，从而通过增加新房屋建设与期房的预售提高资金回笼效率，建筑工程投入维持高位运行。1-11 月建筑工程的增速达到 11%，开发商为了提高房地产的周转率，加大施工和销售力度，使得 2019 年商品房销售面积继续增长，同时施工面积增长更为凸出，1—11 月份，房地产开发企业房屋施工面积 874814 万平方米，同比增长 8.7%，但销售面积为 148905 万平方米，同比增长 0.2%，两者相差过于显著。

我们认为，上述情况预示着 2020 年房地产投资增速虽有韧性但估计仍将稳步回落，去库存压力依旧不可忽视，考虑到房地产行业对于中国库存周期的首要影响力，当前对于库存周期的修复不宜过度乐观，经济增长的下行压力仍然显著。我们应该避免 2019 年一季度经济有所企稳之后，一些观点对于中国经济走势的误判。预计决策层将维持政策定力，避免不必要的宽松-紧缩摇摆，坚定维护 2020 年经济社会发展的稳定。

三、政策影响：2020 年经济与市场将在政策呵护下迎来修复进程

综合上述分析来看，我们认为虽然当前经济运行正在继续磨底，但是有利于经济预期改善与风险偏好提振的有利因素正在累积。2020 年经济运行与风险资产价格表现预计将因此得到正面支撑，对此可以保持谨慎乐观，全年主题应该是经济和权益市场的逐步修复之年。但是长期结构性问题的解决，增速换挡之后在 5-6%的增速区间能否将经济增长稳住，仍有待改革开放进一步的深化。

倘若政策不再出现意外摇摆，对于中国经济稳定的前景总体可以持谨慎乐观的态度。权益市场因此将得到较好的宏观环境，而利率方面由于经济企稳尚需时日，而流动性条件相对将较为宽松，政府为实现“六稳”目标相应也有引导实际利率下行的政策动机，因此债券市场应也无需过度悲观。宏观货币金融条件的总体改善，还会为信用风险环境的整体改善奠定较好的基础。

表 1. 主要宏观数据指标预测

		2018		2019				2020				2021	
		4Q		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	
		(实际)		(实际)				(预测)					
实际GDP		6.4		6.4	6.2	6.0	6.0	6.1	6.0	5.9	6.1	6.0	
工业增加值		5.7		6.2	5.6	5.0	5.4	5.5	5.2	5.5	5.7	4.9	
工业企业利润		10.3		-3.3	-2.4	-1.6	-2.2	-2.2	-2.3	-0.3	1.7	2.2	
个人消费		8.3		8.5	9.0	7.6	7.6	7.5	7.3	6.8	6.9	6.8	
汽车		-8.3		-3.6	2.2	-4.3	-1.2	-0.7	1.8	0.8	-0.3	0.9	
固定资产投资		5.9		6.3	5.8	5.4	5.2	5.0	4.8	5.1	5.4	4.9	
基础设施		3.8		4.4	4.1	4.5	4.3	4.6	4.5	4.5	5.6	5.4	
房地产		9.5		11.8	10.9	10.5	9.9	9.9	7.2	7.5	8.0	7.5	
制造业		9.5		4.6	3.0	2.5	2.4	3.4	3.5	3.0	2.8	3.0	
进出口		4.8		-2.1	-2.6	-3.2	-1.5	3.7	0.1	-0.6	-0.4	1.8	
出口		4.5		0.8	0.6	-0.3	-0.8	4.4	0.1	-1.7	-0.7	2.3	
进口		5.2		-4.6	-8.1	-6.5	0.2	3.4	0.5	0.9	0.0	2.6	
消费者物价指数		2.2		1.8	2.6	2.9	4.4	4.0	3.5	2.3	0.5	0.8	
工业出厂价格指数		2.3		0.2	0.5	-0.8	-1.0	0.2	-0.6	0.2	0.6	0.8	
社会融资总额		38556		81708	50562	54318	38743	77000	57000	55000	41000	72000	
新增贷款		30270		58058	38600	39600	31513	62000	43000	43000	30000	62000	
M1		1.5		4.6	4.4	2.4	3.2	3.1	5.0	5.5	3.5	2.5	
M2		8.1		8.6	8.5	8.4	8.3	8.6	8.1	8.3	8.1	8.2	
		10月		11月	12月								
		(实际)		(预测)									
2019年		6.3		6.2	6.0		5.7						
2020年		6.2		5.5	5.5		5.0						
2021年		10.3		-3.6	-0.8		0.6						
2018年		9.0		8.0	7.1		6.8						
2019年		-2.6		-1.7	0.4		1.3						
2020年		5.9		5.2	5.4		4.4						
2021年		3.8		4.3	5.6		3.6						
		9.5		9.9	8.0		5.9						
		9.5		2.4	2.8		3.3						
进出口		13.3		-1.8	0.7		3.6						
出口		11.2		0.0	0.5		3.4						
进口		16.6		-4.2	1.2		2.7						
消费者物价指数		2.1		2.9	2.6		1.4						
工业出厂价格指数		3.5		-0.3	0.1		0.6						
2018年		192583		226652	230000		250000						
2019年		161663		167771	178000		196000						
2020年		1.5		3.2	3.5		5.0						
2021年		8.1		8.3	8.1		7.8						

资料来源：万得资讯 中国银河证券研究院

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_8006

