

旬度经济观察

——政策宽松提振市场

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019年12月31日

内容提要

12月中采制造业PMI为50.2，持平于上月，显示经济可能阶段性弱企稳。经济大幅反弹可能性较低，未来特别是明年下半年仍有下行压力。

市场对经济短期企稳的预期较充分，因此12月下旬货币政策的边际放松超出市场预期，引发了大类资产的普涨。随着经济企稳迹象进一步显现，政策短期内再度宽松的可能性或下降。

近期各项改革措施密集出台，略超市场预期。政策的推行更加温和且有序，对市场的短期冲击有限。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

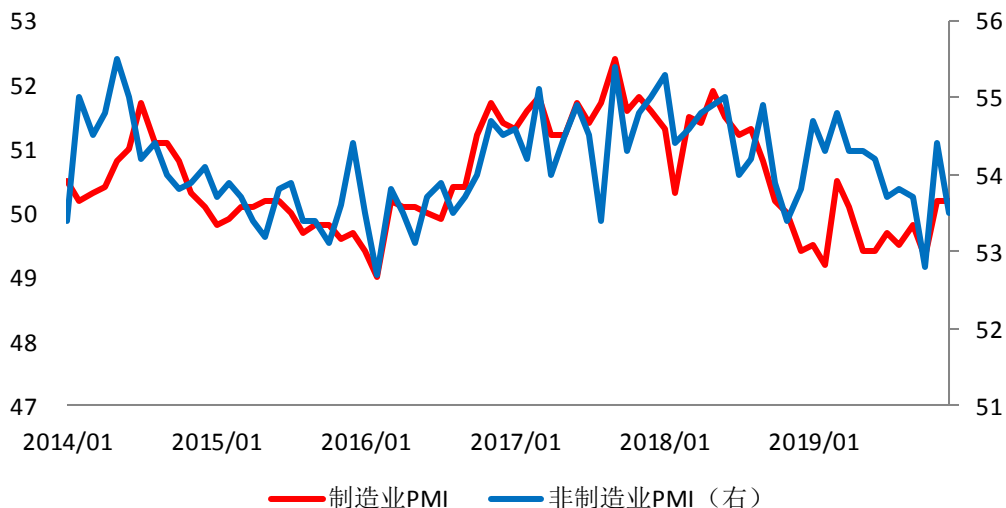
1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、PMI 持平，经济可能持续弱企稳

12 月中采制造业 PMI 读数为 50.2，持平于上月，并好于预期的 50.0；11-12 月的读数相比前几个月有明显的提升。12 月中采非制造业 PMI 读数为 53.5，相比 11 月的 54.4 有所下降，但基本持平于 10-11 月的 53.6。综合制造业和非制造业 PMI 的情况来看，经济在短期内可能弱势企稳。

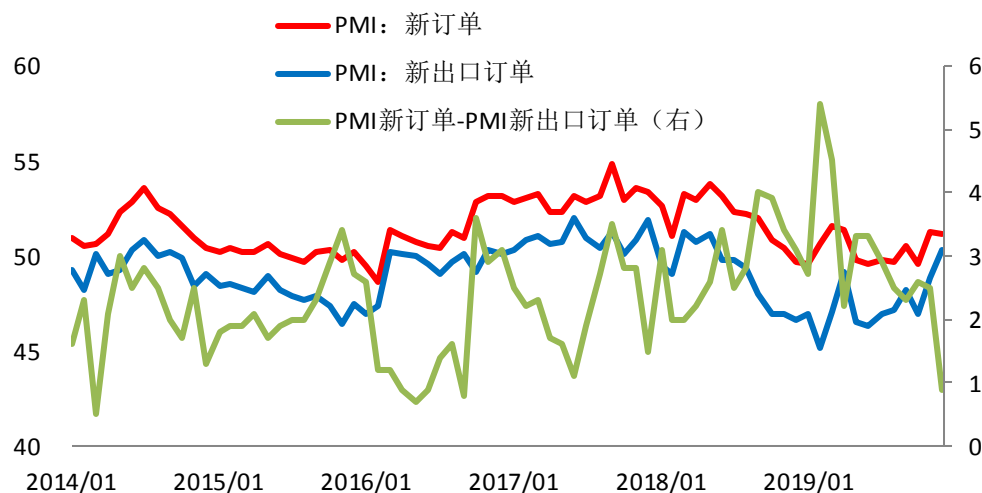
图1:



数据来源：Wind，安信证券

11-12 月 PMI 回升中最为显著的是新出口订单分项。这一分项在 2019 年 1-10 月的读数平均为 47，11 月的读数为 48.8，在 12 月的读数为 50.3，11-12 月的抬升十分显著。新订单减去新出口订单的读数，18 年以来显著上升，但 2019 年以来明显下降，现在处在一个相当低的水平。这可能意味着，2018 年出口对经济形成了明显的拖累，但这个拖累在 2019 年出现了明显的缓解。这一超跌反弹的修复，对 2019 年制造业 PMI 的企稳回升有一定的支撑作用。

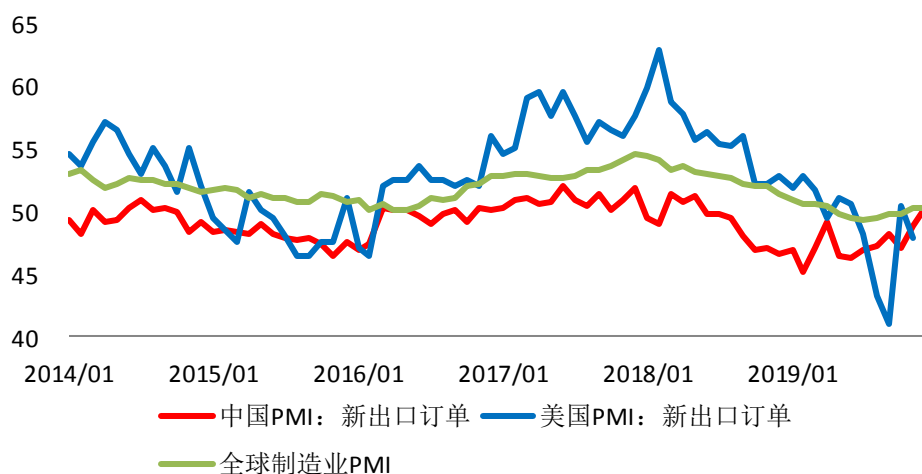
图2:



数据来源：Wind，安信证券

然而，出口的决定因素仍然是外部的真实需求。全球制造业 PMI 自 2019 年 8 月反弹以来延续缓慢回升，幅度不大。中国新出口订单指数与全球制造业 PMI 指数之差已经接近历史最低水平，在全球制造业 PMI 没有大幅上升的情况下，出口新订单指数继续上升的空间不大。

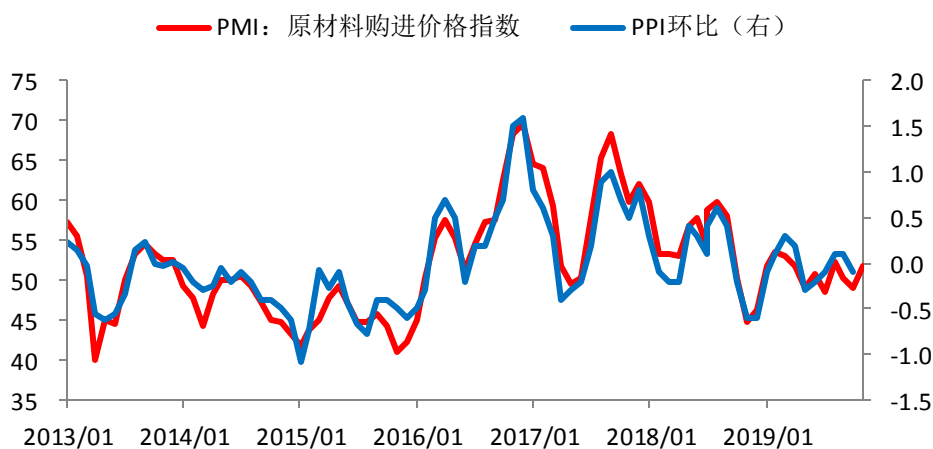
图3:



数据来源：Wind，安信证券

从价格指标上看，12 月的原材料购进价格指数有所回升，由此推断 12 月的 PPI 环比基本在零附近。2019 年 3 月以来 PPI 环比基本在零附近小幅波动，假如需求和供给没有大的外部冲击，PPI 环比的窄幅震荡可能将延续。由于价格是库存的领先指标，这可能意味着在目前较低的库存水平下库存回补的力度也不大。

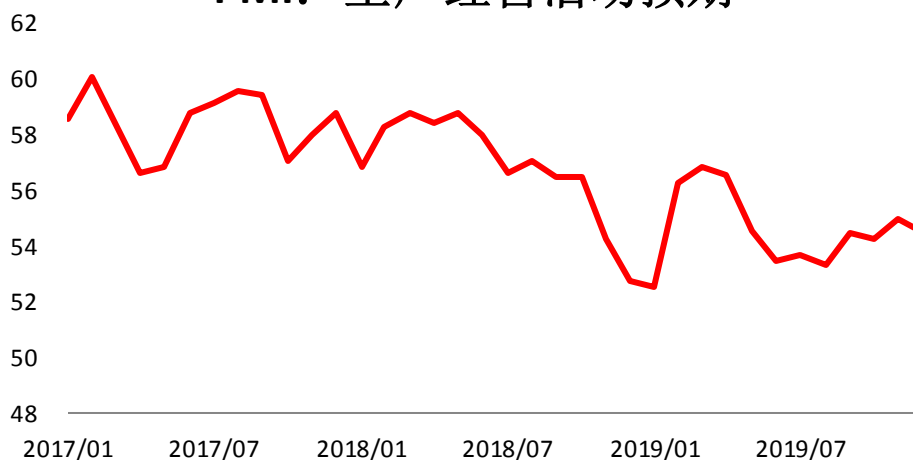
图 4:



数据来源：Wind，安信证券

图 5:

PMI: 生产经营活动预期



数据来源：Wind，安信证券

另外，从 PMI 的生产经营活动预期指数来看，12 月的读数相比 11 月有所下降，说明企业的预期有好转，但并不十分乐观。在经济相对平稳的情况下，像 2019 一季度政策大幅加码的可能性不大，因此短期内企业预期难以大幅回升。

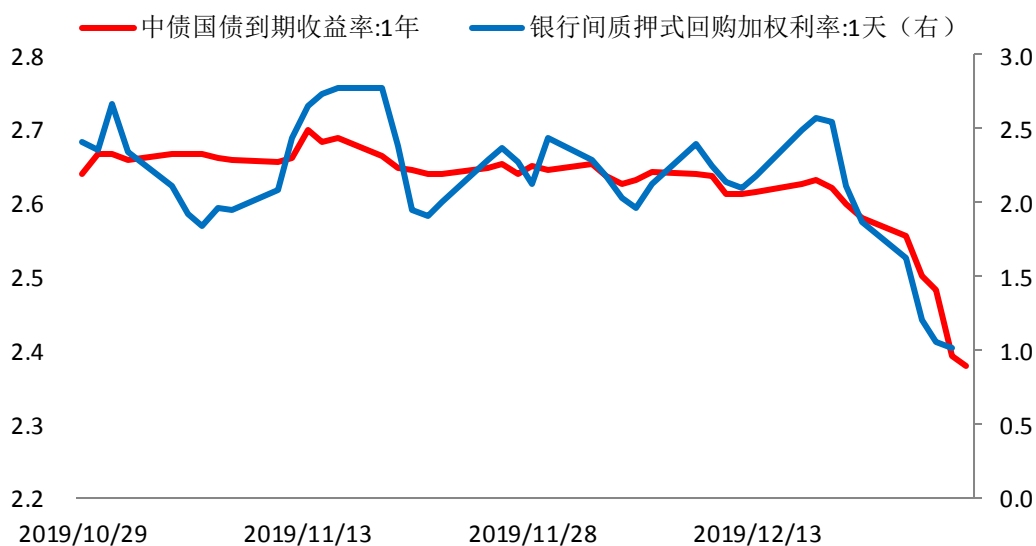
综合以上，我们倾向于认为，经济可能阶段性弱企稳，更多是超跌后的修复，大幅反弹可能性较低，未来特别是明年下半年仍有下行压力。

二、政策超预期宽松，大类资产普涨

尽管 12 月 PMI 略超市场预期，显示经济可能暂时企稳，但数据公布后，资本市场表现较为平淡，股债均无明显反应。这可能意味着，市场之前对经济企稳的预期已经相当充分，对政策宽松的预期不高。在这种背景下，12 月下旬政策特别是货币政策出现了边际放松，超出了市场预期，引发了大类资产的普涨。

12 月下旬以来，货币市场利率持续下降，隔夜回购利率从 2.3% 附近迅速下跌至 1% 左右，这直接导致了短端国债收益率的快速下行，1 年期国债收益率累计下行将近 30 个 BP。

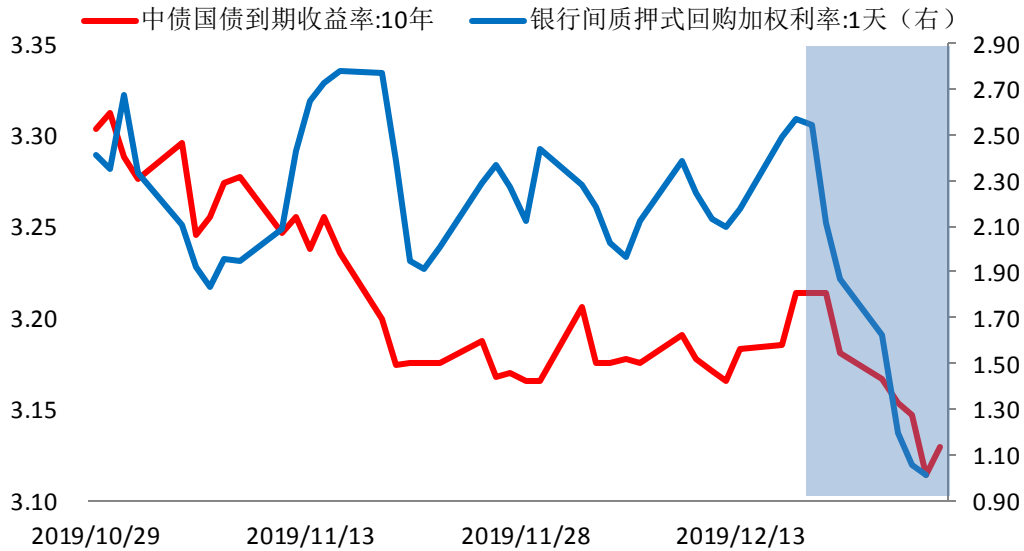
图 6:



数据来源: Wind, 安信证券

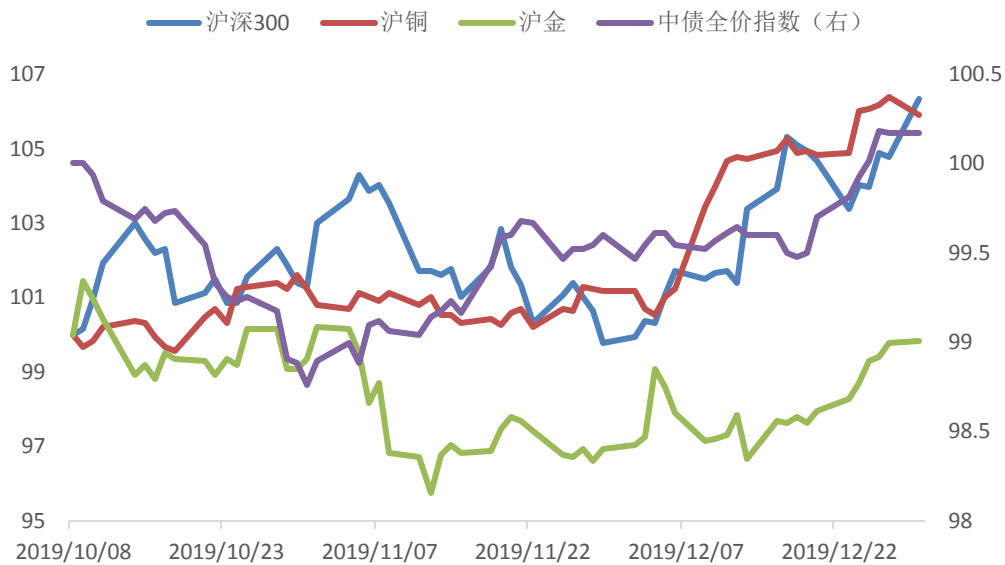
受此影响，中长端利率债收益率普遍下行，10年期国债收益率下行将近10 BP。

图7:



数据来源: Wind, 安信证券

图8: %



数据来源: Wind, 安信证券

货币市场利率的下行对非债券市场的影响开始并不显著，但 12 月 23 日总理对降准的承诺超出了市场预期，资本市场出现了普涨。股票、债券、铜、黄金等价格均出现了明显的上涨。但随着经济短期企稳的迹象更为显著，政策短期内进一步宽松的可能性或将进一步降低。

三、近期改革加速推进，温和有序

在经济短期走稳的同时，近期各项改革措施密集出台，略超市场预期，值得市场高度关注。表 1 列举了 12 月下旬出台的各项重大改革措施，涉及企业、财政、金融、城市化等，其涉及面较为广泛，潜在影响也很大，但短期的冲击有限。

2019 年以来，改革开放的节奏较为明显的加快，而且政策在具体推行上有着明显的变化，变的更加温和且有序。以中国人民银行推进存量浮动利率贷款定价基准转换的改革为例，我们可以看到政策的变化。这个政策是利率市场化的重要一步，政府在推进的进度上并不含糊。但在具体执行上，央行的基本原则是确保转换时点利率水平保持不变，并要求借贷双方协商确定新的利率水平。这基本保证了改革衔接的连续性，给足了市场调整的时间。因此，这一重大变化公布之后，资本市场的表现波澜不惊。

表 1：近日改革事件梳理

时间	改革事件
2019-12-22	中共中央、国务院发布《支持民营企业改革发展意见》
2019-12-23	国务院关税税则委员会：自 2020 年 1 月 1 日起，我国将对 850 余项商品实施低于最惠国税率的进口暂定税率。

2019-12-24	最高人民法院、全国人大常委会法工委、司法部、国家发展改革委、中国人民银行、中国证监会等在北京召开了全国法院“审理债券纠纷相关案件座谈会”。刘国强表示，央行、发改委、证监会联合起草的《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》将会很快印发。
2019-12-25	中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》。全面取消城区常住人口 300 万以下的城市落户限制，全面放宽城区常住人口 300 万至 500 万的大城市落户条件。
2019-12-27	银保监会和央行发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》，现金理财产品整体上与货币市场基金同类产品监管标准保持一致。
2019-12-28	中国人民银行推进存量浮动利率贷款定价基准转换
2019-12-28	全国人大常委会审议通过了修订后的《中华人民共和国证券法》，将于 2020 年 3 月 1 日起施行。

数据来源：新华社，安信证券

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_8017



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn