

宏观点评报告

2019 年 11 月 6 日

降息背后的政策逻辑

——央行降息点评

核心内容：

★展望四季度及 2020 年经济形势，经济需求提振的逻辑能否实现，仍是经济磨底时间长短的关键。我们预计 PPI 同比负增长将在今年四季度探底，但转正仍要观察到 2020 年年中之后，工业企业利润的收缩趋势也将在未来 3 个季度内延续。明年经济增长的政策定位预计仍在实现不低于 6% 左右的经济增长目标，以完成既定经济发展目标（十三五规划：2020 年实现国内生产总值和城乡居民人均收入较 2010 年翻一番）。因此宏观政策仍会以稳增长为首要目标，货币政策仍将在稳健基调下着力营造较为适宜的货币金融环境以稳定经济产出与充分就业，LPR 利率下调与年底时点的降准行动均应在预期之内。

★年中以来，在经济增速稳步放缓、核心通胀低迷、PPI 通缩、失业率上行的大背景下，我们认为需求弱势主导了企业经营压力的持续增大，库存周期继续探底，因而构成了当前宏观经济运行的逻辑主流。

★基于需求的总体弱势，真实通胀所体现的通缩压力不容忽视。一是从中国经济过往演进历史来看，3% 左右的通胀水平只能算近年运行区间的相对高位而非历史上的绝对高位；二是考察非食品、核心 CPI 与服务业价格水平，再考虑到 PPI 同比仍在通缩区间，也难言我们正面临一个高通胀的环境；三是历史上中国经济演进所面临过的实质高通胀一般均是由需求强劲拉动的，体现为 PPI 与 CPI 一同大幅上行，同时货币增速也体现高增长，很显然我们当前的宏观经济叙事背景与此相去甚远。

★与真实通缩压力相应，就业的压力也不容忽视。9 月全国城镇调查失业率 5.2%，环比持平，同比上行 0.3 个百分点。9 月 31 个大城市城镇调查失业率为 5.2%，与上月持平，同比上行 0.5 个百分点。2019 年以来随着经济增长逐步放缓，失业率中枢较去年明显抬升。后续随着经济增速下行压力持续，预计失业率将持续高于去年同期。为了预防失业率随经济压力而持续上升，宏观政策坚持逆周期调节就更凸显其必要。

★通过降低 MLF，稳定银行间市场利率水平，是央行在当前经济形势下引导利率水平下行的重要一步。同时，我们也注意到，在 PPI 通缩阶段，实体融资利率是被动上升的，货币当局则应该通过政策工具对实际利率进行平抑。

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

降息背后的政策逻辑

2019年11月5日央行开展中期借贷便利(MLF)操作4000亿元,与当日到期量基本持平,期限为1年,中标利率为3.25%,较上期下降5个基点。本次降息并无意外,系央行8月17日宣布LPR挂钩MLF利率以来,中国货币当局首次采取“新基准利率”的降息行动,政策意义凸出,显示了宏观当局实施逆周期调节以对冲经济下行压力、稳定产出水平以及就业形势的决心。

一、本次降息并非是所谓“超预期”的政策行为

年中以来,在经济增速稳步放缓、核心通胀低迷、PPI通缩、失业率上行的大背景下,我们认为需求弱势主导了企业经营压力的持续增大,库存周期继续探底,因而构成了当前宏观经济运行的逻辑主流。在遇到结构性供给冲击所致的CPI数据“形式通胀”带来的矛盾和扰动时,央行货币政策调节的目标应紧盯产出稳定、真实通胀与就业形势,而不是应对所谓的名义通胀。

从固定资产投资方面看,房地产开发占固定资产投资的比例,今年达到了过去十年来的最高。自6月开始明显超越季节性,显示目前房地产投资对于固定资产投资的贡献格外显著,主要是因为制造业与基建投资弱势而被动凸显了其重要性。制造业投资持续弱势,基建受到地方政府投融资矛盾的影响不温不火,而地产总体难以避开政策环境的压制,造成工业品价格通缩压力的持续与库存周期的持续弱势。因此,固定资产投资显示的需求弱势逻辑短期内难以根本改观,经济见底回升仍需假以时日。

基于需求的总体弱势,真实通胀所体现的通缩压力不容忽视。一是从中国经济过往演进历史来看,3%左右的通胀水平只能算近年运行区间的相对高位而非历史上的绝对高位,在需求形势总体较弱且货币增速总体受限于名义经济增长情况下,这样的同比水平不应被称作所谓的通胀高位;二是考察非食品、核心CPI与服务业价格水平,再考虑到PPI同比仍在通缩区间,也难言我们正面临一个高通胀的环境;三是历史上中国经济演进所面临的实质高通胀一般均是由需求强劲拉动的,体现为PPI与CPI一同大幅上行,同时货币增速也体现高增长,其背后是高投资、高货币信贷投放的经济增长模式所营造的需求强劲拉动型经济增长,而强劲增长的龙头则是房地产与基建投资。很显然我们当前的宏观经济叙事背景与此相去甚远。

与真实通缩压力相应,就业的压力也不容忽视。9月全国城镇调查失业率5.2%,环比持平,同比上行0.3个百分点。9月31个大城市城镇调查失业率为5.2%,与上月持平,同比上行0.5个百分点。2019年以来随着经济增长逐步放缓,失业率中枢较去年明显抬升。后续随着经济增速下行压力持续,预计失业率将持续高于去年同期。民营小微企业融资难的问题及经营状况虽有所改善,但其面临的结构性困境短期内难以实现根本性好转,就业市场因此面临很大不确定性。为了预防失业率随经济压力而持续上升,宏观政策坚持

逆周期调节就更凸显其必要。

二、降息真意主要在于稳定实体经济融资成本

考察央行此时降息的政策目的，首要的任务是维护银行间市场利率水平的稳定。本周共有 4035 亿元 MLF 到期，央行通过 MLF 降息续作的模式对冲到期的 MLF，实现了流动性平稳过渡。从前两次调降 LPR 利率所采取的点差压缩方式看，银行的负债端成本并未变动，而资产端的 LPR 利率不对称下行，将使银行的利差稳定承受更大压力，进而压缩银行利润空间。若银行妥协利润的概率不大的话，实体经济信贷成本则存在上升可能，这并不符合当前国家希望降低实体经济资金成本的初心。

因此，通过降低 MLF，稳定银行间市场利率水平，是央行在当前经济形势下引导利率水平下行的重要一步。同时，我们也注意到，在 PPI 通缩阶段，实体融资利率是被动上升的，货币当局则应该通过政策工具对实际利率进行平抑。

近期债券市场利率上行幅度较大，由于债券市场在实体经济，包括企业与地方政府融资中所处关键地位日益凸出，市场利率过快上行同样不符合降低实体经济融资成本的政策方针。因此稳定银行间市场利率水平，促进债券市场尽快实现预期平复，度过因前期政策宽松不及预期以及通胀数据等因素影响所造成的市场冲击。总体看，今日债券市场对于央行降息行动的反应是较为正面的。

本次降息，可能会对 11 月的信贷投放和社会融资带来一定提振。基于 LPR 利率每个月的 20 号发布，从此刻到本月 LPR 利率公布之间这段时间，我们预计市场将形成强烈的 LPR 利率调降预期。从理性决策角度出发，银行为稳定收益，可能对此期间的信贷投放加大力度，从而对社会融资形成一定提振。

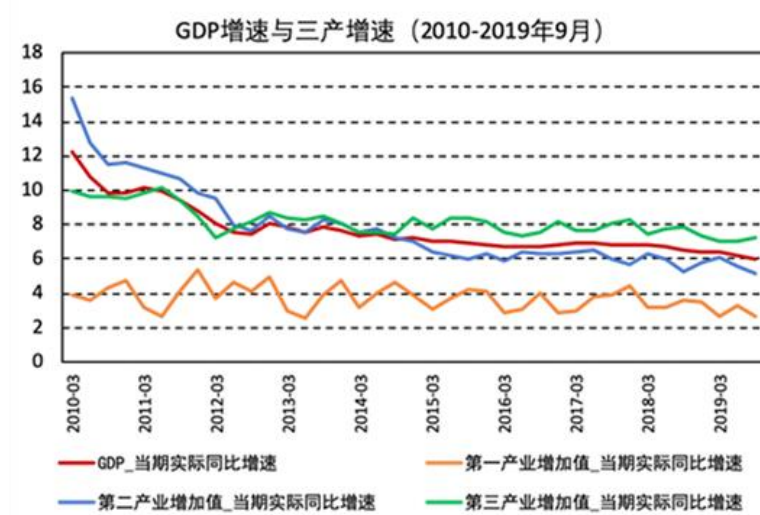
目前地方政府专项债的拉动作用明显减弱，企业长期贷款出现底部抬升的迹象，但其持续性和幅度有待继续观察。随着房地产融资政策的收紧，非标融资的回暖受阻，失去了地方债的支撑。预计四季度社融周期上行幅度有限，而经济下行压力持续。正因为如此，逆周期政策按照逻辑不宜降低宽松力度，而应坚定地营造较为宽松的货币金融环境，承托经济企稳，利率判断还是应重点关注经济产出这一决定因素，货币政策的调整也应遵从这一因素的决定作用。

对于权益市场而言，降息将有助于继续提振市场预期与风险偏好。综合来看，中国经济运行正在继续磨底，但稳增长促改革的各项举措以及中美贸易交锋一定程度的缓解将有利于预期改善与风险偏好提振，经济运行与风险资产价格表现将因此得到一定的正面支撑，风险资产表现修复的进程有望延续。

展望四季度及 2020 年经济形势，经济需求提振的逻辑能否实现，仍是经济磨底时间长短的关键。我们预计 PPI 同比负增长将在今年四季度探底，但转正仍要观察到 2020 年年中之后，工业企业利润的收缩趋势也将会在未来 3 个季度内延续。明年经济增长的政策定位预计仍在实现不低于 6% 左右的经济增长目标，以完成既定经济发展目标（十三五规

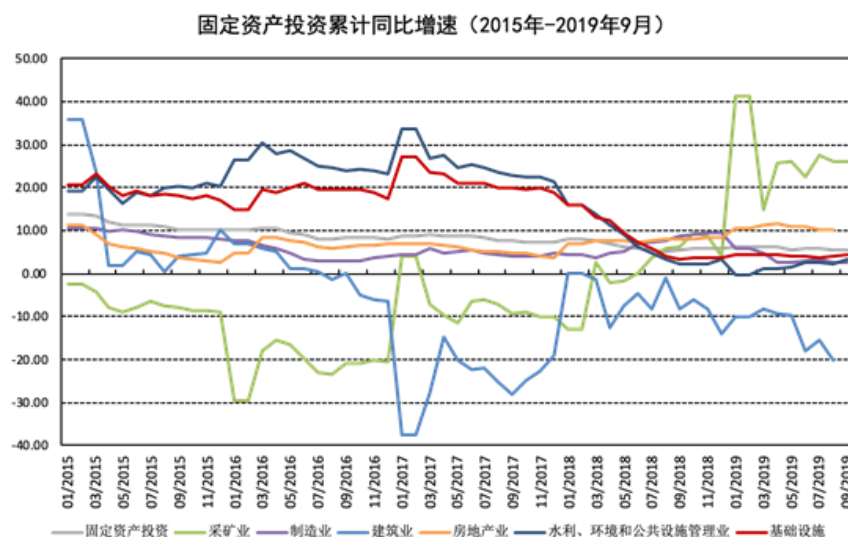
划：2020 年实现国内生产总值和城乡居民人均收入较 2010 年翻一番)。因此宏观政策仍会以稳增长为首要目标, 货币政策仍将在稳健基调下着力营造较为适宜的货币金融环境以稳定经济产出与充分就业, LPR 利率下调与年底时点的降准行动均应在预期之内。

图 1. GDP 增速与三产增速 (2010-2019 年 9 月)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2. 固定资产投资累计同比增速 (2015 年-2019 年 9 月)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

作者简介与承诺

张宸, 宏观研究员, 财政部中国财政科学研究院应用经济学博士。2015 年 4 月加入中国银河证券研究院至今, 主要负责宏观经济与政策研究。

余逸霖, 宏观助理研究员, 英国格拉斯哥大学金融学硕士, 2018 年 4 月加入中国银河证券研究院。

张宸 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 本人承诺, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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_9043

