

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

央行试探性降息,意在预期引导

——宏观专题

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2019年11月06日

相关研究

- 1 《宏观报告: 应对百年不遇之大变局, 19届四中全会指明发展方向-宏观政策解读》 2019-11-01
- 2 《宏观报告: 经济惯性下行, 稳增长仍需政策刺激-宏观定期》 2019-10-21
- 3 《宏观报告: 外贸增速弱势延续, 猪肉带动CPI上攻至3%-宏观点评》 2019-10-15
- 4 《宏观报告: 经济惯性下行, 货币定力暂缓短期降息-宏观月报》 2019-09-26
- 5 《宏观报告: 9月美联储降息未超预期, 全球宽松趋势已定-宏观专题》 2019-09-23

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

事件:

11月5日, 央行发布公告称, 当天开展中期借贷便利(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, 当日不开展逆回购操作。

观点:

- **基本面:** 10月中采制造业PMI在延续回落, 报49.3%, 前值49.8%; 官方非制造业PMI报52.8%, 前值53.7%; 综合PMI产出指数报52% (前值53.1%)。结构上: 供需双双走弱, 生产上下游价格没有支撑, 主动去库特征明显。
- **价格:** 猪肉价格对CPI食品项持续拉升, 9月CPI报3%。PPI同比增速跌幅或进一步扩大, 压缩企业利润。
- **盈利:** 工业企业盈利能力减弱。9月单月规上利润增速-5.3% (前值-2%), 前三季度规上工业企业利润累计增速-2.1%, 前8个月为-1.7%。
- **就业:** 微观实体向劳动力市场传导, 9月新增城镇就业累计增速走弱至-0.9% (前值-6.1%), 从业人员指数47.3%, 低于荣枯线下方, 处于收缩域。
- **政策面:** 中央加大逆周期调节的力度。健全以国家发展规划为战略导向, 以财政政策和货币政策为主要手段, 就业、产业、投资、消费、区域等政策协同发力的宏观调控制度体系; 完善国家重大发展战略和中长期经济社会发展规划制度; 建设现代中央银行制度, 完善基础货币投放机制, 健全基准利率和市场化利率体系。
- **MLF操作:** 自2016年2月以来, 我国央行首次下调MLF利率。此前, 央行于2017年1月、3月、12月以及2018年4月分别上调1年期MLF利率10BP、10BP、5BP、5BP, 累计上调1年期MLF利率30BP。政策利率下行意在引导市场预期。
- **整体来看,** 一边是猪价抬高CPI临近破3%, 掣肘货币发力, 类滞胀舆论喧嚣其上, 另一方面是美国年内已实现三次降息, 全球央行降息环境逐步形成。我国逆周期对冲经济下滑的需求增强, 宏观政策意欲有所作为。试探性降息虽仅5BP, 但信号价值极强。

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

内容目录

1. 基本面：PMI 供需两侧边际走弱	3
2. 物价：类滞胀的背后是通缩	4
3. 政策：降息 5BP 意在传导逆周期调节决心	6
4. 总结与建议	6

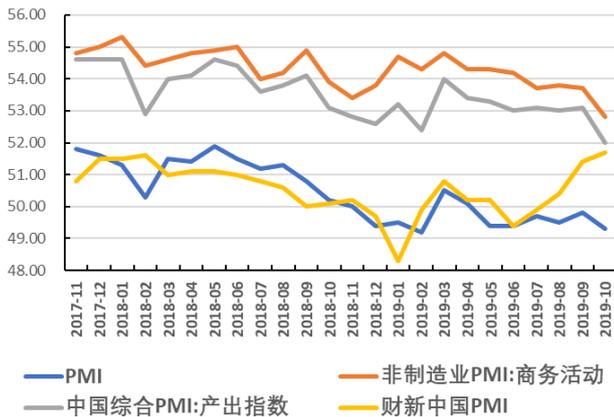
图表目录

图 1：10 月主要景气度指标整体偏弱	3
图 2：10 月生产需求均有下行	3
图 3：10 月进出口指标下行出口增速或进一步回落	3
图 4：主要工业国家制造业 PMI 下行趋势未变	3
图 5：1-9 月工业企业利润累计持续下跌，跌幅扩大	4
图 6：失业率稳定在 5.2%，累计新增就业跌幅扩大	4
图 7：食品项带动 CPI 至 3%（年初所设物价目标上限）	4
图 8：10 月食品项中猪肉价格一柱擎天	4
图 9：猪价稳中有升，但增速放缓（均价 43.4 元每公斤）	5
图 10：母猪和存栏量降猪价年内或将继续攀升	5
图 11：10 月上下游库存指数均有下调	5
图 12：工业品价格仍趋弱，PPI 增速或难有上升	5

1. 基本面：PMI 供需两侧边际走弱

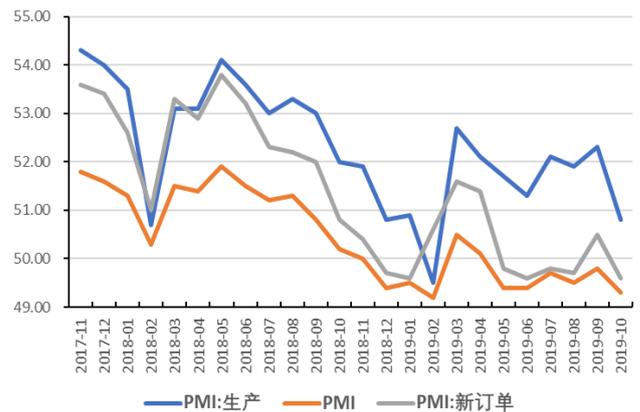
10月官方PMI、综合PMI和非制造业PMI均加快收缩，处于50线下方，四季度景气度整体仍弱，仅财新PMI上行，这与支持民企小微和加快科技中小企业上市等政策预期有关。制造业PMI的供求结构看，生产表现好于需求，生产指数为50.8%，前值52.3%；新订单指数为49.6%，前值50.5%，10月复产效应过后，11月需求短期难以跟上，会使得生产回落加快和景气度水平的进一步下行。

图 1：10月主要景气度指标整体偏弱



资料来源：中原证券，wind

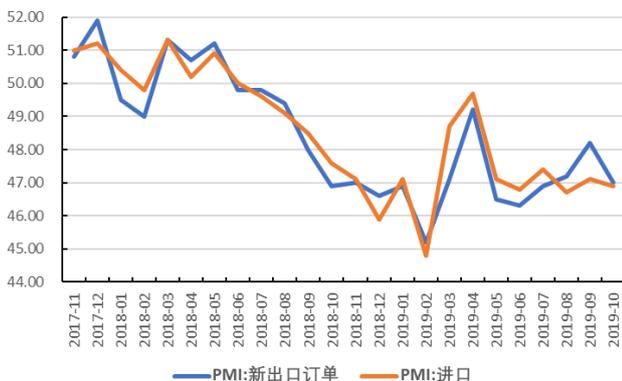
图 2：10月生产需求均有下行



资料来源：中原证券，wind

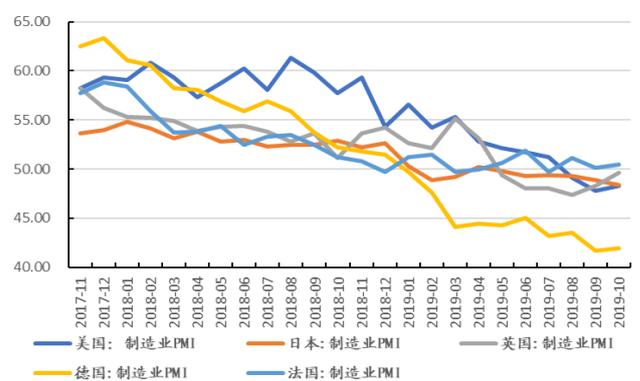
10月进出口指标调头回落，其中代表出口的新出口订单指数报47%（前值48.2%），较上月下行1.2个百分点；进口指数报46.9%（前值47.1%），较上月下行0.2个百分点。中美经济对抗虽有缓和，但既有关税没有下调，前三季度对美出口增速降至-10%以下，叠加全球经济低迷，外需贡献继续趋弱（均处于50%收缩区间），年内外部环境的不确定性仍强，外需基本面难以短期冰释回暖。

图 3：10月进出口指标下行出口增速或进一步回落



资料来源：中原证券，wind

图 4：主要工业国家制造业 PMI 下行趋势未变

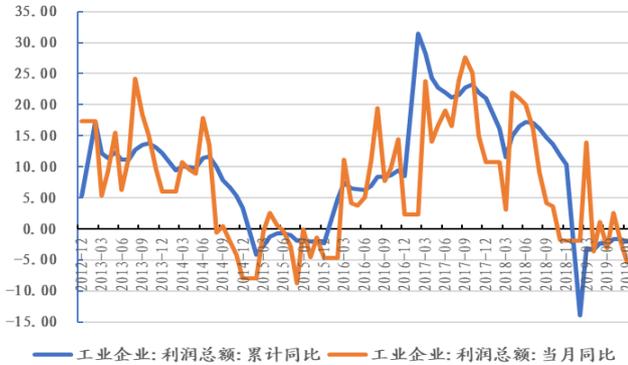


资料来源：中原证券，wind

1-9月工业企业利润累计增速持续下行，跌幅较前值扩大0.4个百分点，工业三大行业扩张承压，需求下行，工业品价格不振，外需贡献减弱，叠加融资仍贵，而PPI在

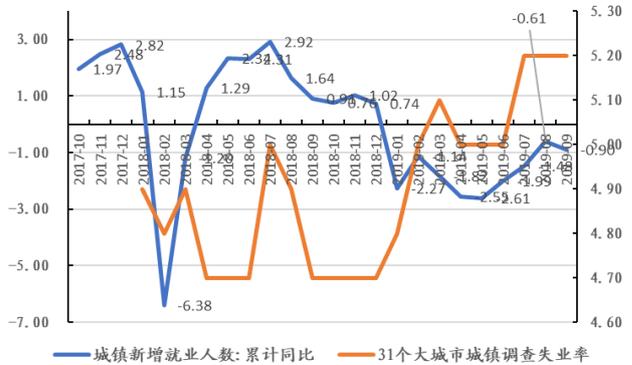
下行至底部，导致企业利润表现弱势延续，进一步反映在新增城镇就业增速走弱，从业人员指数下行，四季度迫切政策对冲兜底，但地产收紧基建步入淡季，积极财政空间受限。

图 5: 1-9 月工业企业利润累计持续下跌，跌幅扩大



资料来源：中原证券，wind

图 6: 失业率稳定在 5.2%，累计新增就业跌幅扩大



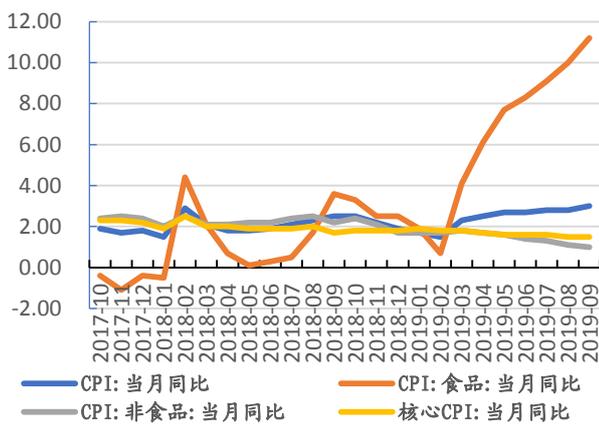
资料来源：中原证券，wind

在这样的背景下，自然需要货币政策的持续发力，但又受到 CPI 上行对民生的冲击和干扰，货币政策面临两难境地。下面我们来看物价：

2. 物价：类滞胀的背后是通缩

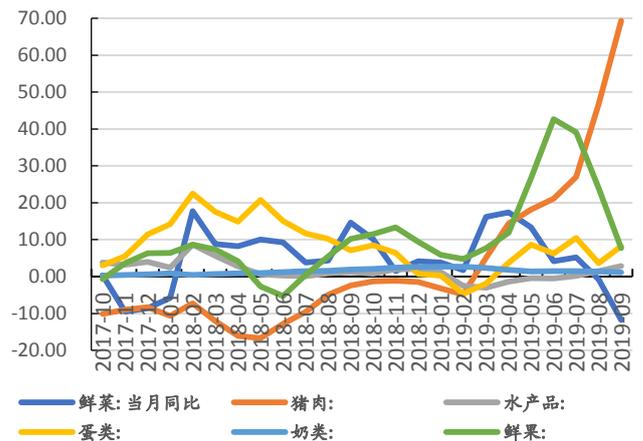
10 月 15 日统计局发布 9 月物价数据：CPI 同比上涨 3%，预期 2.8%，前值 2.8%。9 月 PPI 同比下降 1.2%，预期降 1.3%，前值降 0.8%。其中：食品项增速高达 11.4%，猪肉供应仍然偏紧，价格环比继续上涨 19.7%，涨幅回落 3.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.65 个百分点；同比上涨 69.3%，影响 CPI 上涨约 1.65 个百分点。

图 7: 食品项带动 CPI 至 3% (年初所设物价目标上限)



资料来源：中原证券，wind

图 8: 10 月食品项中猪肉价格一柱擎天

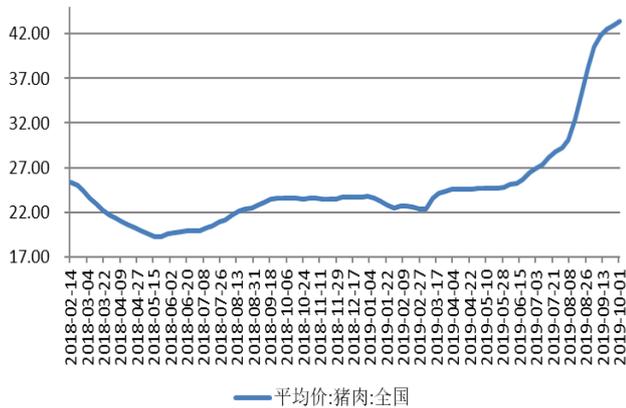


资料来源：中原证券，wind

结合高频数据看，猪肉价格仍具上升动力，这主要受生猪存栏量下降影响，9 月份开始中央高层开始陆续出台增加猪肉供给的一系列举措，包括：增加对欧洲、南美猪肉的进口；对猪肉农予以一定程度的政策支持并调出库存冷鲜肉投放市场，这些举措已开始释放效能，从外三元

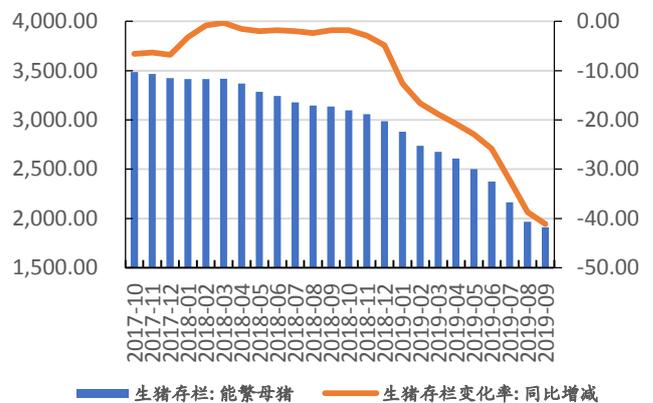
和全国猪价的增速上看，增速斜率边际平缓，但要真正走出这一轮外生性冲击，或至少要等到明年3季度，生猪生长供应修复。

图 9: 猪价稳中有升,但增速放缓(均价 43.4 元每公斤)



资料来源: 中原证券, wind

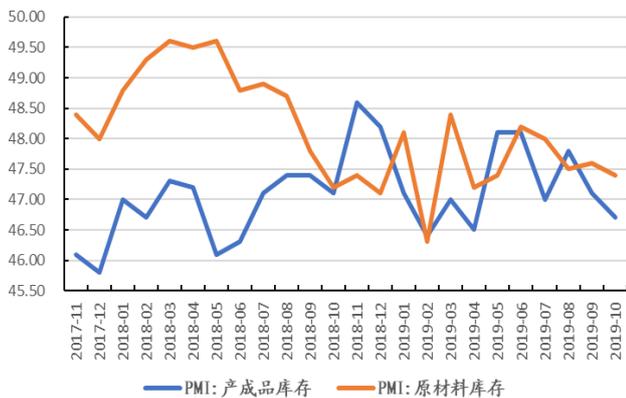
图 10: 母猪和存栏量降猪价年内或将进一步攀升



资料来源: 中原证券, wind

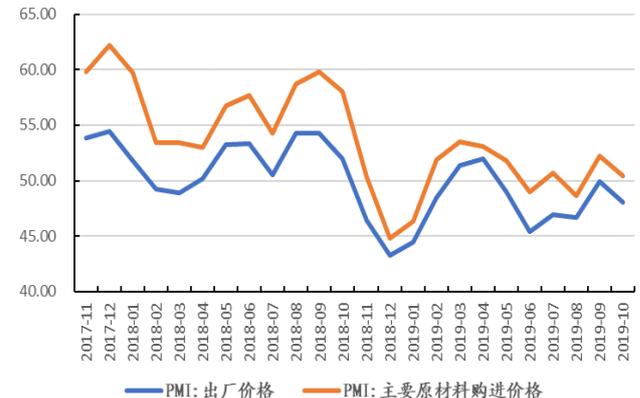
再从上周发布 PMI 价格分项上进行佐证, PPI 或进一步呈现紧缩格局: 10 月价格指数整体增速趋缓, 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数下行, 分别为 50.4% (前值 52.2%) 和 48% (前值 49.9%), 较前值下降 1.8 和 1.9 个百分点, 主因有三: 一是, 结合产成品和原材料库存, 反映需求趋弱对制造业价格指数没有支撑。其次, PPI 下滑, 边际产品收益减少, 工业企业利润表现走弱, 避险考量, 没有进一步扩产意愿, 主动去库延续。第三, 中国制造业海外输出产能受制与国际经贸关系的复杂多变, 出口增速下行。

图 11: 10 月上下游库存指数均有下调



资料来源: 中原证券, wind

图 12: 工业品价格仍趋弱, PPI 增速或难有上升



资料来源: 中原证券, wind

2019 年以来, 在经济下行压力凸显和外部环境复杂多变的双重考验下, 宏观政策对冲机制承担着至关重要的托底功能, 从 2018 年的金融去杠杆到 2019 年的降低宏观杠杆率, 资管新规的逐步落地在抑制金融风险的过程中功不可没, 但同时“融资贵、信用紧”的问题也依然存在, 为此中央高层和决策机构不断出台新的调控政策改善货币环境, 例如: 推出 LPR 利率市场化形成机制, 再比如: 2018 年四次降准, 2019 年两次全面降准, 目的在于“六稳”的逆周期调节,

却因猪肉飞涨而无法明显宽松。

3. 政策：降息 5BP 意在传导逆周期调节决心

步入四季度，经济下行压力增大，GDP 单季增速破 6 几成定局，于此同时，物价数据中 CPI 已经到达年初中央经济工作会议制定的上线，无疑掣肘货币政策空间，从 9 月的国常会看，扩内需是四季度重点，目的在于六稳，随后全面降准逐步落地，再到 10 月的国常会，审议通过《优化营商环境条例（草案）》围绕市场主体需求，聚焦转变政府职能，随后国务院发布《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，重点在消费税的后移，增强地方财政能力，优化地方消费环境。刺激需求不可或缺的是货币政策配合，而同时高层要实现 2020 年全面小康社会的大计，结合当前经济的表现，毫无疑问逆周期调节真的是到了必须有所作为的时刻。

10 月 31 日中国共产党第十九届中央委员会第四次全体会议上，重要再次明确要健全以国家发展规划为战略导向，以财政政策和货币政策为主要手段，就业、产业、投资、消费、区域等政策协同发力的宏观调控制度体系；完善国家重大发展战略和中长期经济社会发展规划制度；建设现代中央银行制度，完善基础货币投放机制，健全基准利率和市场化利率体系。这也为未来宏观政策导向指明了方向。

在这样的背景下，11 月 5 日，央行发布公告称，当天开展中期借贷便利（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，当日不开展逆回购操作。这是自 2016 年 2 月以来，我国央行首次下调 MLF 利率。此前，央行于 2017 年 1 月、3 月、12 月以及 2018 年 4 月分别上调 1 年期 MLF 利率 10BP、10BP、5BP、5BP，累计上调 1 年期 MLF 利率 30BP。今天央行引导政策利率下行，意在引导市场预期，即：货币政策工具和调整空间仍然存在，且要通过 LPR 机制，其特征是：小步、快频，微调。

市场信号：一是，结构性通胀背后是真通缩，因此中性偏松的节奏没有变，借助 LPR 继续引导利率中枢下行；二是，四季度国内经济下行压力仍大，全球降息潮背景下，市场对于央行的期待可以实现；三是，试探性降息，调一步看情况发展，所以是用小碎步宽松来试探市场反应。FRD 的力度较为有限，沿心要计度乐期

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_9191

