

宏观点评 20240112

低通胀延续，降息降准何时至？

2024年01月12日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《美国12月通胀：降息并非迫在眉睫》

2024-01-12

《一季度“开门红”所需的政策空间》

2024-01-10

■ 今天公布的通胀数据有释放积极信号，如CPI同比高于预期及环比转正，**不过也要正视CPI与PPI同比双负已持续三个月**。且展望2024年一季度来看，除春节错位下2月CPI同比可能回正，1、3月CPI可能仍在负区间运行，显示再通胀“任重道远”。**上次仅持续一个月的“双负”后（2023年7月），货币政策就迅速降息应对，而本轮持续三个月以上的“双负”还得追溯到2009年的金融危机冲击，当下的货币宽松何时兑现？**

■ **根据历史经验，当CPI与PPI“双负”遭遇PMI连月低于50水平，降息降准均“呼之即出”，而当下货币宽松仍未落地，我们认为一季度降息存在紧迫性。若降息未前置在1月落地，站在央行角度来看，春节后3月降息也是有利的时点**，届时美联储路径更加明朗，国内开年1-2月数据得以验证，且货币宽松在两会召开前后落地能够更好释放货币稳增长信号。

■ **12月通胀数据延续需求弱复苏格局**。CPI方面，食品项同比-3.7%继续拖累，服务项环比回升至季节性均值水平，非食品消费品项难涨价。PPI同比录得-2.7%，因低基数降幅收窄，但环比录得-0.3%仍在下降，一是国际油价下行拖累，二是三大工程落地开工进度慢于预期。

■ **回顾历次经济再通胀均离不开政策的及时应对，其中货币宽松与积极财政往往协同发力：**

①1998年：国企改革与银行控制不良贷款规模，又正逢亚洲金融危机的发酵，国内就业与需求承压；央行在1998-1999两年间两次降准、多次降息提振融资；财政部同时发行长期建设国债刺激社会需求。

②2002年：中国加入WTO后海外资金与新技术流入，企业生产降本增效，供给增长快于需求，财政部通过长期建设国债常态化发行+改革农村税费予以应对。

③2009年：金融危机引发的大衰退冲击中国出口贸易与企业盈利，央行多次降息降准+国常会快速出台“四万亿计划”托底国内需求。

④2015年：经济“换挡”下的PPI低迷。外需的阶段性放缓以及大宗商品价格波动放大了国内前期生产端持续扩张的隐患。汇率大幅贬值+货币结构性调整，同时地产进入棚改时代托举经济。

⑤2020年：疫情扰动下的V型反弹。在疫情超预期冲击下，供需两端均有不同程度的转弱，CPI快速降温，PPI转负。货币政策短暂转向应对超预期因素，财政端也有抗疫特别国债强势“助攻”。

⑥2023年7月：疫后经济复苏温和，CPI同比转负，且单月信贷投放量触底，**触发8月起超预期降息，四季度增发万亿国债。**

■ **那么本轮CPI连续三个月为负，会触发降息吗？**我们认为一季度降息必要性较强，窗口前置到1月落地也存在一定概率。一方面，生产与价格反映出的复苏动能不稳，经济“开门红”面临压力；另一方面，2023年末银行存款利率调降已提前为MLF降息“扫清障碍”。

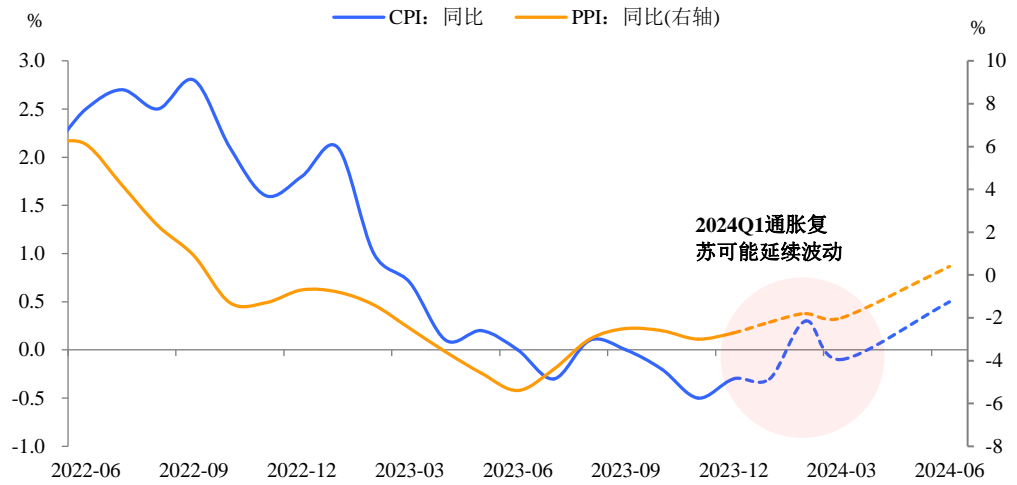
且观察历史，**一季度历来是货币政策操作的重要窗口**。2019年以来五年中有四年央行在春节前后均有降准或降息操作，其中一季度降息的2020及2022年，经济均面临较大的“开门红”压力。

海外因素依然是降息落地时点的博弈点。2023年末的人民币回升本已为内部宽松操作打开了一定窗口，但跨年后美国非农与通胀数据走强，美元美债重获支撑。外部汇率压力是否再次回升是扰动1月降息的最大的不确定性（2023年8月降息时恰逢美元快速走强，人民币压力骤增牵制国内货币宽松）。

降准方面，**春节后3-4月将迎来今年第一个落地窗口。就资金面来看，前提至1月的紧迫性不强**。对比去年一季度同期，今年政府债融资虽有放量，但信贷“开门红”预计同比少增或对超储消耗有限，1月央行有可能使用PSL+MLF续作替代降准。

■ **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济加速进入衰退，导致出口超预期萎缩；地缘政治形势紧张，导致稳定外资外贸的政策碰到阻碍；历史经验不代表未来。

图1: 2024年一季度价格水平预计仍将弱复苏



注: 虚线为预测值

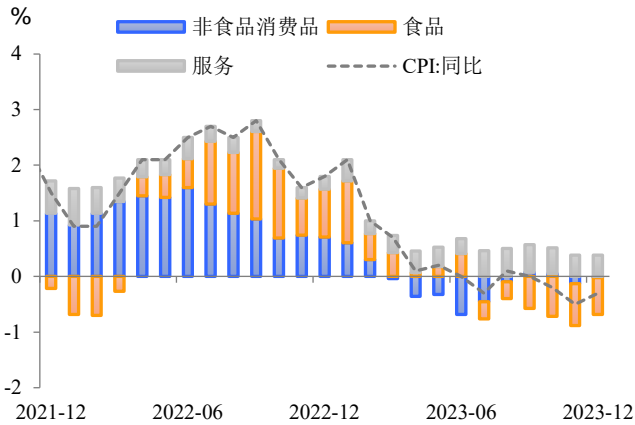
数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 当CPI及PPI同比双负遭遇制造业PMI连月低于50, 货币宽松均“呼之即出”

| 连续第二个月制造业PMI 低于50的时点 | PMI连续低于50 持续的时间 | 通胀水平 | 货币政策操作 | 基建政策 | 人民币汇率 |
|-------------------------|--------------------|----------------------|-----------------------------------|--|-------|
| 2023年11月 | 3个月 | CPI、PPI同比双负持 续3个月 | ? | 增发万亿国债 | 升值 |
| 2023年5月 | 2个月 | CPI、PPI同比双负持 续1个月 | 2023年6、8月降息 (MLF&LPR) +9月降准 | 2023年8-9月专项债发行节奏明 显加快 | 贬值 |
| 2022年11月 | 3个月 | \ | 2022年11月降准 | 2022年11月提前下达2023年部分 新增专项债务限额 | 贬值 |
| 2022年8月 | 2个月 | \ | 2022年8月降息 (MLF&LPR) | 2022年8月增加开发性金融工具 额度+9月补充增加专项债结存限 额 | 贬值 |
| 2022年4月 | 3个月 | \ | 2022年4月降准+5月降息 (LPR) | 2022年6月设立开发性金融工具 | 贬值 |
| 2021年10月 | 2个月 | \ | 2021年12月降准+降息 (MLF&LPR) | 2021年12月提前下达2022年部分 新增专项债务限额 | 升值 |
| \ | \ | PPI同比转负4个月 | 2020年4月降准+降息 (MLF&LPR) | 2020年4月发改委首次明确“新基 建”范围 | 升值 |
| 2019年6月 | 6个月 | \ | 2019年5月降准+9月降息 (MLF&LPR) | 2019年6月允许将专项债券作为 符合条件的重大项目资本金 | 贬值 |
| 2019年1月 | 3个月 | \ | 2019年1月降准 | 2019年1月雄安新区深化改革与 扩大开放指导意见发布 | 升值 |

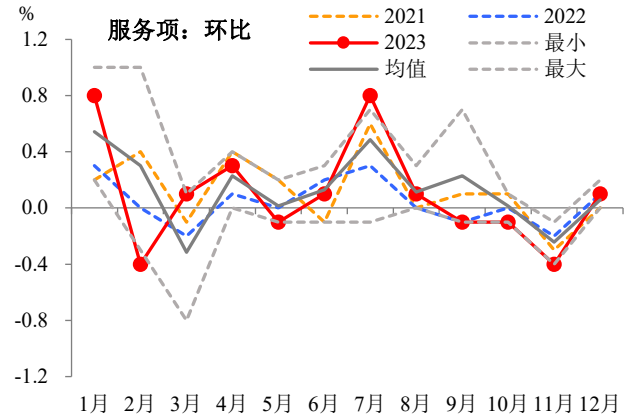
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图3: 12月CPI: 食品继续拖累, 非食品消费品难涨价



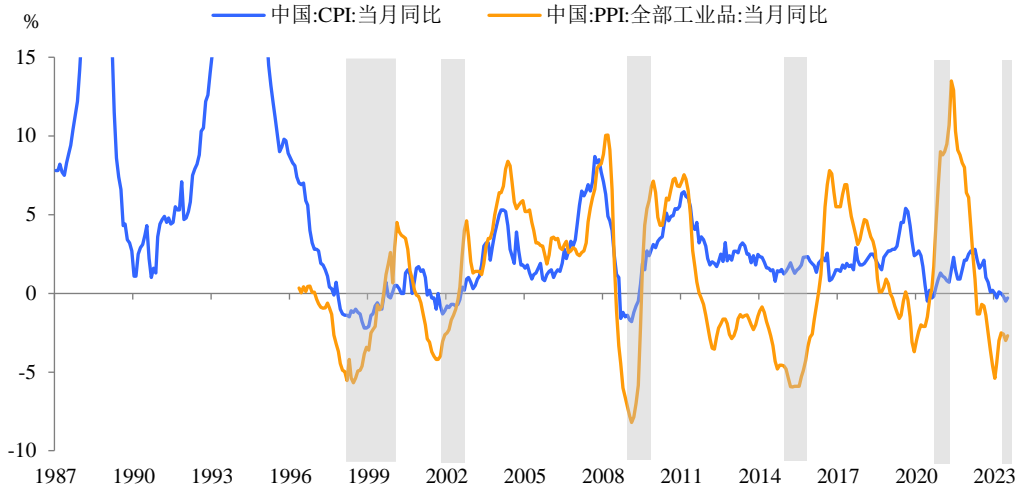
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 服务项环比回归季节性水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

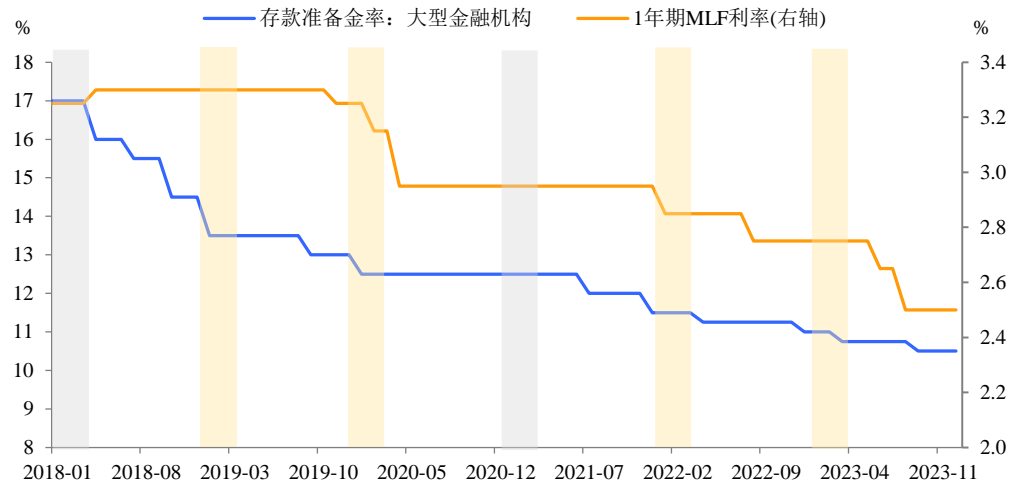
图5: 历次再通胀均离不开政策的快速出手



| 时期 | 背景 | CPI同比转负持续时间 | CPI、PPI同比 | 后续政策应对 |
|------------|-----------------|-------------|-----------|--------------------|
| 1998年 | 银行防风险+东亚金融危机 | 22个月 | 同负 | 降息降准&发行特别国债及年中上调赤字 |
| 2002年 | 加入WTO:外资流入&成本下降 | 14个月 | 同负 | 长期建设国债常态化发行&农村税费改革 |
| 2009年 | 全球金融危机下的需求萎缩 | 9个月 | 同负 | 降息降准&“四万亿投资” |
| 2015年 | 潜在增速下行&产能过剩 | - | PPI为负 | 棚改货币化&供给侧改革 |
| 2020年 | 疫情扰动下的需求波动 | - | PPI为负 | 降息降准&抗疫特别国债 |
| 2023年7月 | 疫情放开后的经济弱复苏 | 1个月 | 同负 | 降息降准&增发万亿国债 |
| 2023年10月至今 | 经济回升动能与需求不稳 | 3个月 | 同负 | ? |

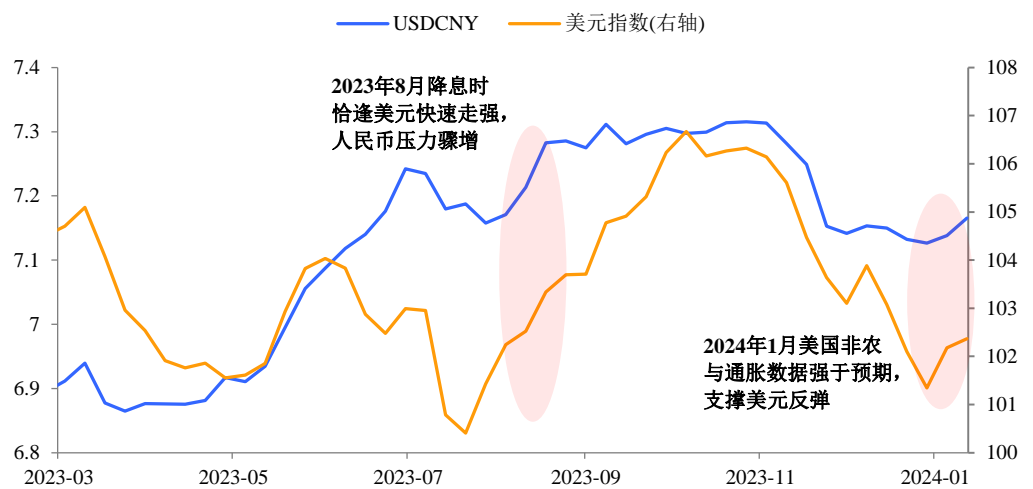
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 春节前后多有货币宽松落地



注: 黄色阴影为春节前后有降息或降准落地; 灰色阴影为春节前后无降息或降准操作
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 海外因素依然是降息落地时点的博弈点



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>