

金融市场部 研究团队

胡云瀚

0571-85171780

huyunhan@hzbank.com.cn

陆桔利

0571-85157120

lujuli@hzbank.com.cn

19年2月宏观经济及金融市场分析

摘要

● 海外

央行：“鸽”声嘹亮，海外多家央行下调经济增长预期；

基本面：全球外贸恶化，美与非美基本面分化持续支撑美元汇率。

● 国内

生产：PMI 连续两个月低于荣枯线；限产减弱、基建加强，生产数据尚可；

房地产：销售疲软，土地溢价下跌，或将拖累房地产投融资需求；

消费：春节消费数据趋势下行，高端消费较强；

进出口：韩国出口数据下行明显，预示国内内需不佳；

通胀：整体通胀压力下降，部分地区仍有猪价压力，PPI 大概率转负；

社融：18 年地区间社融分化，19 年年初信贷需求不弱；

政策：中央加速推动银行资本补充，信用回升还有待非标融资渠道恢复

● 市场

货币市场：流动性充裕，货币价格维持低位；

票据：票据贴现发生额大幅增长，票据融资重要性凸显；

债券：短期情绪震荡，中期趋势未改；

机构行为：外资看多国债，股份行与城商行大幅减持债券与存单；

外汇：人民币短线止升，汇率走势重归基本面逻辑

目录

一、	海外：全球经济增长减速，多家央行下调经济增长预期	4
(一)	贸易紧张局势、英国无协议脱欧、巨额债务等多风险集聚，联合国、IMF 调低全球经济增速预期	4
(二)	美与非美基本面分化持续，美国相对强劲支撑美元汇率	4
1.	全球 1 月 PMI 制造业 PMI 下行，主要经济体中仅美国景气度回升	4
2.	美国经济基本面相对较强，支撑美元汇率回升	4
(三)	美联储“鸽声嘹亮”，海外多家央行调低经济增长预期	4
二、	国内：经济下行趋势不改，地区融资需求分化	5
(一)	年初仅发布的几项宏观数据显示，国内经济下行压力不减，但未超预期	5
1.	制造业景气值连续两个月低于荣枯线，但略有回升	5
2.	房地产销售数据疲软，土地溢价率下跌，将拖累房地产投资与融资需求	5
3.	春节消费数据增速创新低，但高端消费仍不弱	5
4.	全球贸易需求走弱，海外进出口数据显示国内进口需求不佳	6
5.	整体通胀压力下降，部分地区仍有猪价压力	6
(二)	19 年 1 月信贷增速预计回升，信用回升仍有待疏通传导机制	6
1.	18 年地区社融增长分化，浙江信贷需求增幅最高，北、上两市新增企业发债占比较高，全国各地非标融资皆大幅萎缩	6
2.	年初以来票据贴现发生额大幅增长，企业融资渠道有所恢复，票据融资重要性凸显	7
3.	1 月股份行与城商行大幅减持债券，发达城市信贷投放预计尚佳	7
4.	国务院、央行、银监会加速推动银行资本补充，信用回升还有待非标融资渠道恢复	7
三、	市场：利率债趋势未改，外汇走势重回基本面	8
(一)	市场流动性充裕，货币价格维持低位	8
(二)	内部下行压力明显，外部环境有所缓和，货币政策放松空间或逐步打开	8
(三)	债市短期情绪震荡，中期趋势未改	8
(四)	人民币短线止升，汇率走势重归基本面逻辑	8

一、海外：全球经济增长减速，多家央行下调经济增长预期

(一) 贸易紧张局势、英国无协议脱欧、巨额债务等多风险集聚，联合国、IMF 调低全球经济增速预期

IMF 认为全球经济增长已超过峰值，提示全球经济增长下行风险，而贸易紧张局势升级则是风险主要来源，英国无协议脱欧也将成为全球风险点之一。IMF 下调全球经济增长至 3.5%，其中发达国家 2019 年经济增速为 2%，2020 年则为 1.7%，而 2019 年新兴国家经济增速为 4.5%，但会在 2020 年提高到 4.9%。

除了严重扰乱全球经济的贸易紧张局势，联合国在其报告中反复提及金融风险，2019 年许多国家的经济增势将因此减弱。联合国报告认为在一些国家，巨额偿债义务使得政策缓冲空间极其有限，无法应对突发事件的冲击。

(二) 美与非美基本面分化持续，美国相对强劲支撑美元汇率

1. 全球 1 月 PMI 制造业 PMI 下行，主要经济体中仅美国景气度回升

具体来看，除了美国 ISM 制造业较前月回升以外，其他主要经济体制造业 PMI 呈下行趋势，欧元区制造业 PMI 创 14 年以来新低，日本制造业 PMI 创 28 个月以来新低，中国制造业 PMI 连续两个月位于荣枯线以下，德国、加拿大等发达国家新兴市场国家中仅巴西、印度制造业 PMI 小幅回升。

2. 美国经济基本面相对较强，支撑美元汇率回升

花旗经济意外指数显示，美国经济意外指数反弹明显，而受到国际贸易紧张局势所影响，欧洲、中国、以及新兴市场指数皆持续下行。美国经济基本面相对优于欧元区、英国、日本、加拿大等国家，带动美元指数震荡回升。

(三) 美联储“鸽声嘹亮”，海外多家央行调低经济增长预期

通胀压力减轻，贸易摩擦和需求走弱下全球贸易下行压力增加，海外央行货币政策

请务必仔细阅读本文尾部的免责声明

4

集中“鸽派”表态。美联储1月议息会议暂缓加息，对货币政策相关措施“转鸽”，暗示准备使用整套的货币政策工具，包括调整缩表进程；欧央行1月会议认为“欧元区经济前景面临下行风险，将延后货币正常化进程；日本央行下调核心CPI预期和GDP增速预期。2月初，印度央行宣布下调基准利率25BP至6.25%；英国央行下调经济增长预期；澳联储大幅下调GDP增速预期，并暗示未来降息概率增大。

二、 国内：经济下行趋势不改，地区融资需求分化

(一) 年初仅发布的几项宏观数据显示，国内经济下行压力不减，但未超预期

1. 制造业景气值连续两个月低于荣枯线，但略有回升

1月制造业PMI指数为49.5%，连续两个月位于荣枯线以下，分项数据显示内需连续两个月低于荣枯线，而外需受到贸易摩擦与全球需求收缩的影响连续8个月低于荣枯线。此外，企业分化仍旧持续，大企业景气度仍明显好于中小企业。制造业景气指数回升主要是发电量、开工率和产能基本都处于历史较高或者中间水平，生产不弱与基建、财政加码，以及环保限产略有放松有关。基建、财政发力也支撑工业品价格小幅震荡回升，但同比来看PPI将转负。

2. 房地产销售数据疲软，土地溢价率下跌，将拖累房地产投资与融资需求

年初30大中城市商品房成交面积同比下跌超过11%，一二线城市卖地金额同比下降15%，100大中城市土地交易值同比下降30%，多数城市平均土地溢价率下跌。另外，随着19年棚改面积大幅萎缩，预计房地产投资将成为19年经济下行的重要风险点之一。

3. 春节消费数据增速创新低，但高端消费仍不弱

19年春节全国旅游接待总人数同比增长7.6%，实现旅游收入同比增长8.2%；春节期间零售和餐饮企业销售额同比增长8.5%，电影票房与去年基本持平但观影人次出现

下滑。整体来看，春节期间消费数据不弱，但增速创下新低。此外，19 年春节期间出境游客同比增长 12.48%，创历史新高，出境游消费支出也大幅增长。国内消费增速创新低以及境外旅游数据新高折射出消费结构性的变化，一方面居民消费在受到企业经营不佳、股市缩水等影响下放缓，另一方面高收入人群消费能力依然不弱。

4. 全球贸易需求走弱，海外进出口数据显示国内进口需求不佳

二月初 BDI（波罗的海干散货运费指数）指数较一月初大幅下行 50%，跌至 2016 年以来新低。19 年韩国出口大幅下跌 5.8%，主要反映了中国与欧盟的需求下行。BDI 指数和韩国出口数据皆领先于全球贸易与工业生产数据，预计 19 年上半年外贸将是拖累全球经济增长的主要因素，也将拖累国内经济增长。

5. 整体通胀压力下降，部分地区仍有猪价压力

18 年通胀数据显示整体通胀无压力，核心 CPI 走势平稳，但食品结构性价格变化仍需关注，受到猪瘟影响下猪肉禁止跨省运输，部分地区猪肉价格大幅上涨。工业品价格随着需求下行、环保放松等因素较去年年初同比大幅下行，预计 19 年 PPI 大概率转负。

（二） 19 年 1 月信贷增速预计回升，信用回升仍有待疏通传导机制

1. 18 年地区社融增长分化，浙江信贷需求增幅最高，北、上两市新增企业发债占比较高，全国各地非标融资皆大幅萎缩

18 年各省、自治区社融数据显示，广东省新增社融规模、新增信贷规模、以及非标融资萎缩规模皆最高；新增贷款方面，仅 20 省新增贷款增速为正，其中浙江省新增贷款增速 77.68% 为最高（31 省新增贷款增速算术平均值仅 2%）；企业发债方面，广谱利率下行带动企业发债需求大幅增长，北京新增企业债券较 17 年高 9754 亿（31 省企业债券增量算术平均值为 643 亿），北京、上海新增企业债券占新增社融比重较高，分别

为 39.39%与 29.77%;新加入的社融分项指标中,地方专项债融资占社融规模较高的省份为海南(56%)、新疆(43%)、青海(33%)、天津(26%)、安徽(24%)以及黑龙江(24%)。

2. 年初以来票据贴现发生额大幅增长,企业融资渠道有所恢复,票据融资重要性凸显

18 年以来融资利率下行,在非标融资渠道不畅的情况下,票据融资增长迅速,在人民币贷款中的比重稳步上升,18 年票据融资余额由年初 3.9 万亿增长至 12 月末的 5.8 万亿,同比大幅增长 48.7%,票据融资占人民币贷款比例增长 1.1 个百分点至 4.3%。19 年年初以来(至 1 月底),票据贴现发生额环比增长超过 4400 亿,票据贴现余额 7.54 万亿,余额环比增加超过 8600 亿,环比增幅皆创新高。此外,票据直贴转帖利率也有明显回升。

3. 1 月股份行与城商行大幅减持债券,发达城市信贷投放预计尚佳

高频债券交易数据显示 1 月大行国债和地方政府债配置需求较强,而股份行、城商行大幅减持政策性金融债和同业存单,预计主要由于信贷需求较强,导致银行为节约资本占用而减持债券。但另一方面,农商行大幅增持政金债、同业存单,可能与欠发达地区信贷需求较弱有关。此外,外资依然净增持国债与同业存单。

4. 国务院、央行、银监会加速推动银行资本补充,信用回升还有待非标融资渠道恢复

18 年年底以来,领导层面加速推进银行发行永续债补充资本,1 月底中行首单永续债落地为市场发行永续债提供较好的借鉴,2 月 11 日国常会进一步支持银行多渠道补充资本金,将提高永续债发行审批效率、降低优先股和可转债等准入门槛、允许符合条件的银行同时发行多种资本补充工具,并引入基金、年金等长期投资者参与银行增资扩股,支持理财子公司投资资本补充债券。

三、 市场：利率债趋势未改，外汇走势重回基本面

(一) 市场流动性充裕，货币价格维持低位

19 年以来，货币市场资金价格保持低位，R007（平均 2.59%）与 DR007 利率（平均 2.5%）与政策利率较为接近，同业存单利率（股份行 3 个月平均 2.8%，6 个月平均 2.95%，1 年平均 3.15%）下行明显，1 年期 shibor 利率低于 MLF 政策利率，接近 TMLF 利率。

(二) 内部下行压力明显，外部环境有所缓和，货币政策放松空间或逐步打开

从货币投放方式来看，目前基础货币投放方式已经从投放 MLF（利率 3.3%）转至通过降准、实施更便宜的 TMLF（利率 3.15%）以及发放再贷款、再贴现的方式，货币市场资金利率自 18 年四季度大幅下降，市场利率数日位于政策利率下方。从基本面角度来看，若国内外需求下行压力加剧，以及外部环境未来随着美国基本面数据下行、美联储“转鸽”进一步得以证实，届时将打开央行货币政策放松空间，主要政策利率可能出现下调。

(三) 债市短期情绪震荡，中期趋势未改

年初是经济数据真空期，虽然已发布的经济数据显示经济下行压力不小，但政策逆周期调节也在提早发力。尤其表现在地方债相比往年提前发行，财政支出加速，近期社融也有望企稳。此外，短期股市风险偏好的恢复也在一定程度上对利率债投资情绪起到一定抑制。中期来看，全球贸易明显恶化、房地产融资需求下行趋势明显，经济下行隐忧未完全解除，另一方面货币政策也保持市场资金合理充裕，利率债整体趋势未改。

(四) 人民币短线止升，汇率走势重归基本面逻辑

美国最新的 PMI、就业、通胀数据皆好于预期，全球经济下行压力加剧下美国基本面数据明显优于欧洲、日本、加拿大等非美经济体。另外随着印度央行降息，以及英、澳央行表达鸽派立场，美元指数重新反弹。在新的基本面驱动因素指引前，美元指数预

计短期在 96-98 区间震荡，也带动美元兑人民币汇率短期止升进入震荡区间。市场逐渐消化联储“鸽声”后，未来人民币汇率将重归基本面逻辑。一方面，需要关注中美贸易谈判的结果。另一方面虽然近期社融有望企稳，但中期来看随着外贸压力加剧、房地产融资需求下降，国内基本面压力将逐渐浮现，届时需密切关注美国基本面与国内基本面下行的顺序，以及联储、央行对货币政策的态度。

免责声明：

本报告中的信息均来自于公开资料及合法获得的相关内、外部资料，我们对来源的相关信息的准确性和完整性不作任何保证，我们的观点和建议仅供投资机构或者个人参考。任何时候任何情况下，本报告观点并不构成对任何机构或者个人的投资建议，对因本报告任何内容引起的任何损失，我们不承担任何责任。