



短期宏观预期落地，宽货币有望向宽信用传导

摘要

1月21日IMF发布世界经济展望，下调2019和2020年全球宏观经济预期，整体预测在市场预期之内，但对于欧洲的预测偏悲观，未来欧央行退出宽松政策的步伐大概率放缓，而美国经济前景是最大的变数，但IMF对美国的预期并未发生变化。

国内方面，2018年四季度宏观经济增速下行至6.4%，投资、进出口、社零和利润数据符合预期，但整体宏观数据可能有所高估。企业利润增长步入下行通道，未来去库存将持续一定时间，短期数据虽落地但尚未见底。

1月24日，央行创设CBS旨在提高永续债吸引力和流动性，但此举对市场和宏观经济的影响将远远不止于流动性，若银监会明确永续债可补充银行核心一级资本，我们认为其对于未来信贷的促进作用可能会超出市场的预期，促进货币政策由宽货币向宽信用的传导，与此同时，对于国债期货也是一个较大的利空因素。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

短期宏观预期落地，宽货币有望向宽信用传导

一、近期海内外宏观经济形势

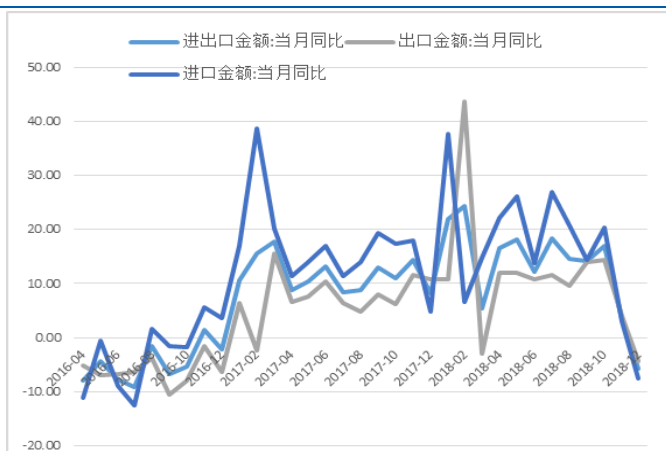
1月21日IMF发布最新一期的世界经济展望，预估2019年全球经济将增长3.5%，2020年将增长3.6%，分别比去年10月的预测低0.2和0.1个百分点。分国别来看，IMF对美国和中国预测都与去年10月保持一致，但是对欧洲和其他新兴市场国家的预测有所下调，尤其是德国和意大利下调幅度较大，两者分别下调了0.6和0.4个百分点。IMF认为，德国经济增长放缓的主要原因是私人消费疲软、实行新的汽车排放标准后工业生产下滑，以及外部需求不振；意大利则是因为国内需求疲弱，主权债券收益率居高不下导致借款成本上升。此外，部分新兴市场国家如中东地区国家受油价下跌影响经济增长预测也出现下调。资产方面，IMF大幅调低了明后年的大宗商品价格预测，同时认为明后年伦敦银行同业拆借利率上升幅度将减少，欧元利率将出现负增长。整体而言，IMF预测在市场预期之内，但对于欧洲的预测偏悲观，未来欧央行退出宽松政策的步伐大概率放缓，而美国经济前景是最大的变数，但IMF对美国的预期并未发生变化。

国内方面，2018年四季度宏观经济增速下行至6.4%，12月份工业增加值同比增长5.7%，比上月回升0.3个百分点，1-12月累计增长6.2%，比上年减少9个百分点；

进出口方面，12月份出口增速下滑4.4%，进口增长下滑7.6%，贸易差额环比有所上升，但全年累计贸易差额与去年相比减少了678亿美元，因此今年净出口对经济增长拉动率为-0.6%；

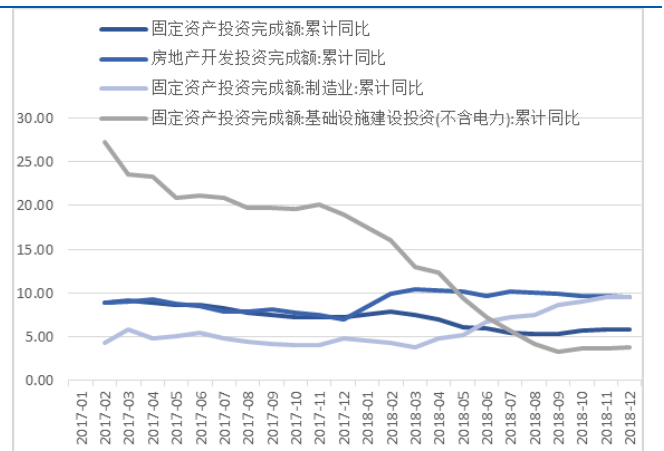
投资方面，1-12月固定资产投资增速为5.9%，与上月持平，房地产投资增速为9.5%，环比小幅下降0.2个百分点，制造业投资增速为9.5%，与上月持平，基建投资增速为3.8%，环比小幅回暖0.1个百分点；

图1、进出口增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图2、投资增长情况

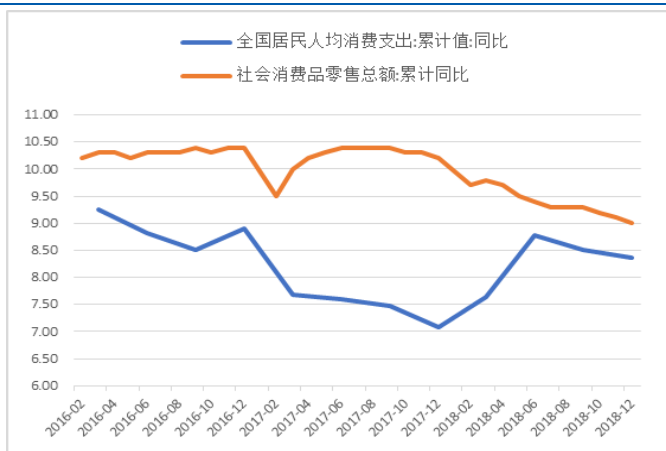


资料来源：WIND 资讯 南华研究

消费方面，12月份社会消费品零售总额同比增长8.2%，比上月小幅反弹0.1个百分点，1-12月社零总额累计增长9%，比上年大幅下滑1.2个百分点，然而最新公布的全国居民人均消费支出却显示2018年累计名义增速为8.36%，实际增速为6.2%，均高于上年水平，不仅服务品支出增速高于上年水平，而且消费品支出增速也高于上年水平，因此全年最终消费支出对于GDP的累计拉动率仍然要比去年高出0.9个百分点。

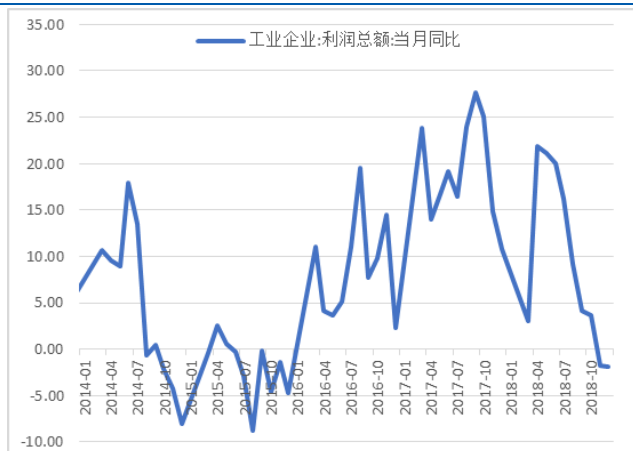
此外，12月工业企业利润增长下滑1.9%，全年累计增长10.3%，比上年减少11个百分点。目前企业利润增长步入下行通道，主要原因有两个方面，一是商品价格下跌；二是终端需求减少，库存积压，未来企业会进入一个去库存阶段，短期利润增速还未见底。整体而言，近期公布的投资、进出口、社零和利润数据符合预期，但整体宏观数据可能有所高估。

图3、社零和居民人均支出增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图4、工业企业利润增长情况

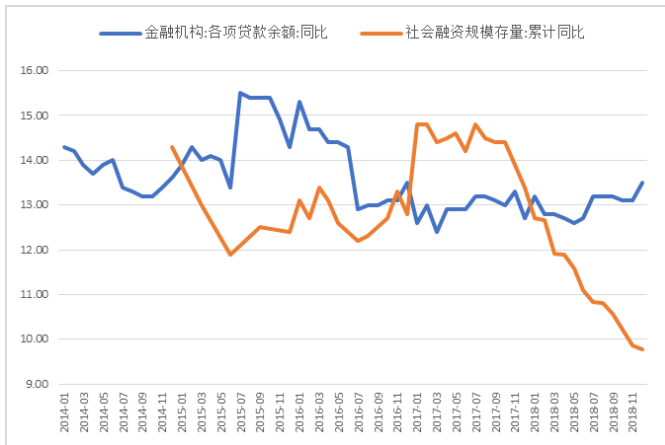


资料来源：WIND 资讯 南华研究

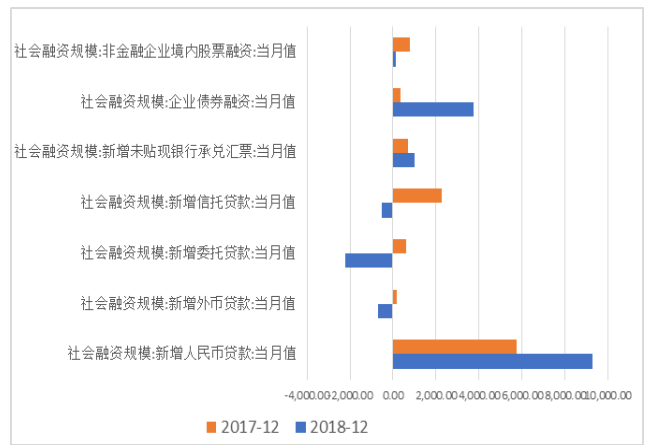
金融数据方面，12月份M2同比增长8.1%，M1同比增长1.5%，M1-M2同比持续下滑至6.6%；金融机构各项贷款余额增长13.5%，环比上升0.4个百分点，社融规模存量同比增长9.78%，增速仍在下降。12月新增人民币贷款环比减少1700亿，但同比大幅增长了4956亿，受央行政策支持，企业发债规模继续增长，而委托和信托贷款仍在继续下降。预计随着央行和银监会支持实体经济融资和银行信贷的政策陆续出台，永续债和央行CBS的配合有望较大程度提高银行贷款意愿，与此同时，地方专项债发行规模逐渐增加，2019年社会融资规模增速有望企稳回升。

图5、各项贷款余额和社融存量同比增速

图6、社融规模分项情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究



资料来源：WIND 资讯 南华研究

二、近期宏观主要事件：永续债和 CBS

1月24日晚间中国人民银行发布公告，决定创设央行票据互换工具，为银行发行永续债提供流动性支持；1月25日，中国银行在银行间债券市场成功发行400亿元无固定期限资本债券，场认购倍数超过2倍，票面利率为4.50%。这两件事其实是一件事，央行24日发的这个公告，就是为第二天中行永续债的发行保驾护航，这也是近期宏观最重要的关注点，未来可能会对宏观形势和资产价格走势产生非常重要的影响。为了说清楚这个问题，我们要从头说起。

永续债对银行来说意味着什么？

银行是宏观经济运行最重要的环节之一，2018年国内宏观经济一个最主要的问题，就是金融去杠杆导致社会融资规模当中的委托和信托贷款出现大幅下滑，而银行贷款并没有出现相应的增长。为什么银行贷款不能够弥补委外的空缺，最主要的原因是信托和委托贷款都放在银行的资产负债表外面，俗称表外，可以不受各种监管的约束，而表内的贷款是要受到约束的，其中一项最主要的约束，就是资本充足率问题。

2012年中国银监会颁布的《商业银行资本管理办法(试行)》要求在2018年底，系统重要性银行的核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率要分别达到8.5%、9.5%和11.5%，其他银行的要求分别下调1个百分点。从2018年3季度上市银行的报告来看，系统重要性银行的资本充足率还可以，但是中小银行的情况则不太乐观，虽说全部达标，但一大半仅仅高于达标线2个百分点以内，尤其是核心一级和一级资本，考虑到2018年新增社融规模下滑幅度达到10%以上，如果这一规模回到表内，则需要大量计提风险资本，而目前不少中小银行的资本充足率无法满足这样的要求。

表1、上市银行资本充足率情况（蓝底为系统重要性银行）

上市银行	核心一级资本充足率	一级资本充足率	资本充足率
江阴银行	14.0500	14.0600	15.2400

建设银行	13.3400	13.9200	16.2300
工商银行	12.4800	12.9400	14.8100
招商银行	11.9700	12.8400	15.4600
张家港行	11.3900	11.3900	12.5500
农业银行	11.3200	11.9100	14.9900
中国银行	11.1400	11.9900	14.1600
吴江银行	11.0600	11.0700	15.0100
交通银行	10.8700	11.9300	14.0800
成都银行	10.6500	10.6600	13.6000
无锡银行	10.4600	10.4700	17.0900
上海银行	10.0600	11.5200	13.3400
常熟银行	10.0300	10.0800	14.8400
浦发银行	9.9600	10.6800	13.5900
长沙银行	9.8400	9.8600	12.6600
贵阳银行	9.6800	9.7100	11.5200
兴业银行	9.1900	9.7500	12.1000
宁波银行	8.9600	9.6500	13.3900
紫金银行	8.8900	8.8900	12.6700
光大银行	8.8900	9.8400	12.6900
民生银行	8.7700	9.0100	11.8900
北京银行	8.7700	9.6900	12.0300
郑州银行	8.6600	10.9700	13.5400
中信银行	8.6500	9.4600	12.2300
江苏银行	8.5800	10.3000	12.4800
平安银行	8.5300	9.4100	11.7100
南京银行	8.2100	9.4600	12.7200
杭州银行	8.2100	10.0100	13.3200
华夏银行	8.0100	9.0000	11.8200

那么银行如何补充资本呢？目前银行的各种融资工具里面，股权融资和转股后的可转债可以补充核心一级资本，但这两种方式都有不小的困难，银行的大股东大部分不是中央政府就是地方政府，目前我们处于宏观经济下行期，财政收支压力较大，很难再拿钱或发债对银行进行增资，而股市在如此低迷的情况下也难以支持银行的融资行为，可转债转股的权利则是掌握在投资者手里，在股价低迷的情况下转股的意愿也不高，在可转债不能转股时，它连资本都谈不上，所以银行在补充核心一级资本上面比较困难；优先股可以补充其他一级资本；在债券市场上发行二级资本债可以补充二级资本，这种方式相对容易，所以上市银行总的资本充足率还可以，关键在于核心一级资本。这个问题是货币宽松向实体传导不畅的最主要原因之一。

所以，银监会和央行 2018 年一直在考虑如何增厚银行资本，2019 年 1 月 17

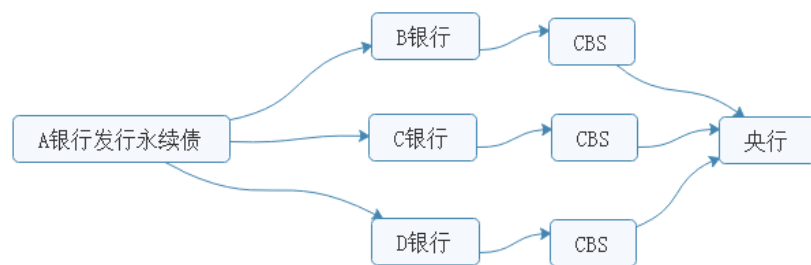
日银保监会批准中国银行发行不超过 400 亿元无固定期限资本债券,也即永续债,可以说是在目前银行资本补充困境下做出的重大创新,如果永续债可以补充银行的核心一级资本(目前银监会还未明确这一问题,如果不能补充核心资本则无意义,即使是其他一级资本也没有太大意思,现在市场基本是按核心资本的预期走的,万一不能计入核心资本,那宏观预期就要打很大的折扣),那么银行受制于资本充足率而无法扩张表内信贷的难题就可以有较大幅度的缓解,宽货币无法传导至宽信用的情况会有较大幅度的改善。

当然,永续债作为一个债券品种,它本身就有一些问题,银监会批准中行永续债发行后,市场上的债券投资者认为其条款缺乏吸引力,比如利息支付非递延、清偿顺序、减记条款等等,这意味着其上市后可能会面临利率定价较高和流动性差的问题,所以才有了 24 号晚央行发的这个公告。

CBS 对银行和市场来说意味着什么?

所谓的 CBS,就是购买永续债的银行,可以拿着永续债去换央行的央票(也即 CBS),然后还可以拿着这个央票去央行那进行抵押获取借贷便利或者再贷款等资金,当然,可以换 CBS 的银行也是有要求的,必须是公开市场业务一级交易商。

图 7、永续债和 CBS 互换图示



在 24 日答记者问里面,人民银行负责人谈及创设 CBS 主要是为了改善永续债的流动性,毫无疑问央行此举将提高永续债的吸引力和流动性,但其对市场 and 宏观经济的影响将远远不止于流动性。为什么这么说,因为这个过程央行其实是在创造流动性,这与央行直接购买永续债相比只是绕了一圈,但是创新的地方就在于:绕了一圈之后,不仅发行永续债的银行得到了资本补充,而且央行和购买永续债并进行 CBS 互换的银行都将出现资产负债表的扩张,在换 CBS 的过程中央行的资产负债表必然是扩张的,当然要增加基础货币自然还是取决于央行的意愿。而且“银行永续债的利息仍归一级交易商所有”,中行发的这个永续债利率和其他高等级长期限债券相比还是有吸引力的,虽然 CBS 有一定期限,但应当也是可以不断置换,这也相当于债券风险由央行兜底。

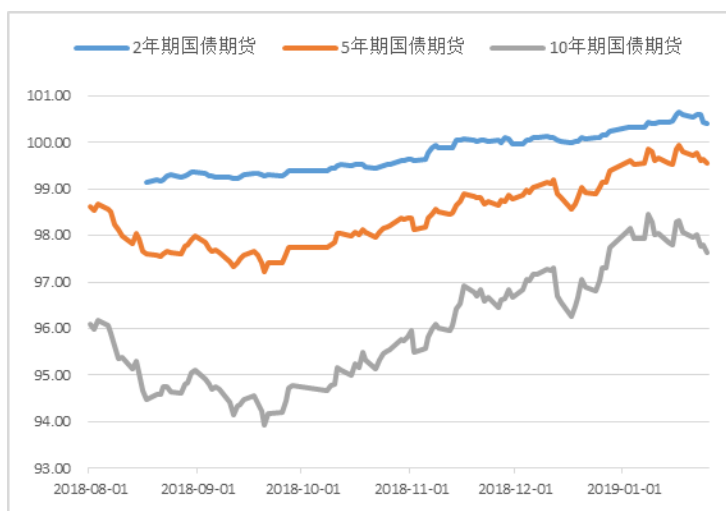
目前还有不少观点在纠结能不能出表、风险权重等问题,表外理财是否可以永续债也存在一定争议,但考虑到银行资本充足问题关系宏观经济大局,银监会和央行如此力推这个事情,去年底中央经济工作会议在货币政策上讲的最重要的事情就是要疏通货币政策传导机制,目前已经推出了 CBS 如此重磅的措施,其他

的问题应当不至于成为阻碍。

国债期货走势或将受到较大影响

近期国债期货已经出现了一定的回调趋势，主要原因有两个方面，一是宏观经济数据落地；二是永续债和 CBS 的推出使得市场对于宽货币传导至宽信用的预期有所增强，尤其是后者，我们认为对于未来信贷的促进作用可能会超出市场的预期，那么对于国债期货而言是一个较大的利空因素。当然，宏观经济数据目前还尚未见底，这又是一个潜在的利多。总而言之，国债的走势目前来看不是那么明朗了，这对债券交易者而言是一个困难，但对于宏观经济而言却是一件好事。

图 8、国债期货活跃合约走势

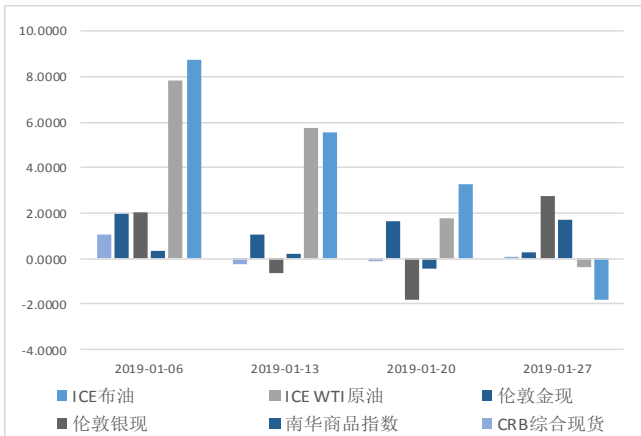


资料来源：WIND，南华研究

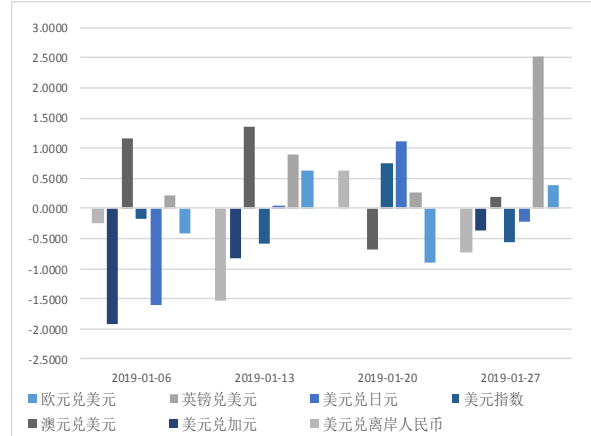
【本周全球大类资产表现】

2019年1月28日

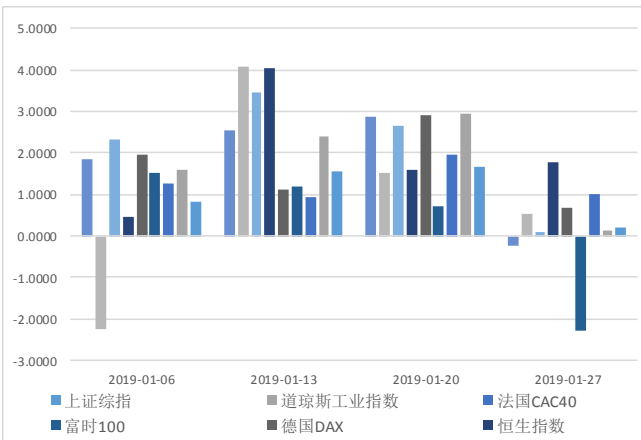
主要大宗商品涨跌幅



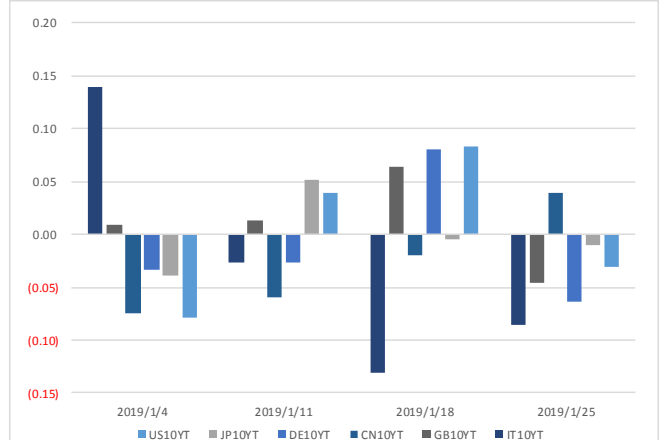
全球主要货币对涨跌幅



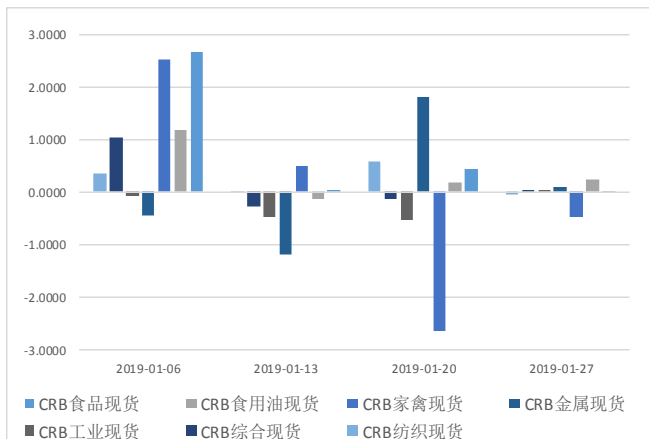
全球股指涨跌幅



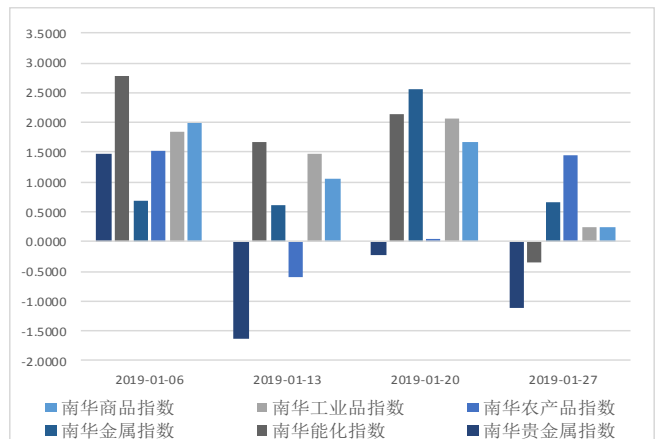
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话: 0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话: 0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话: 020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室
电话: 0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话: 0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话: 0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话: 0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话: 0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话: 0512-87660825

济南营业部

地址: 山东省济南市历下区泺源大街102号祥恒广场15层1505室
电话: 0531-80998121

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话: 0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元
电话: 0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金沙路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话: 0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室(第14层)
电话: 0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话: 0574-85201116

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室
电话: 025-86209875

嘉兴营业部地址

嘉兴市南湖区文桥路505号融通商务中心3幢1801室
电话: 0573-89997820

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net