

旬度经济观察

——经济动能走弱，央行创设 CBS

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019 年 1 月 30 日

内容提要

12 月生产端数据显示工业生产出现回暖，而支出端数据表征的经济动能仍在走弱，我们倾向于认为 12 月工业品价格的大幅回落使得实际的工业增加值同比被高估，而真实的经济动能可能持续偏弱。

经济下行压力增加、银行体系补充资本愈发迫切的背景下央行创设 CBS。CBS 的创设有助于提高永续债的流动性。而整个银行系统资本的边际改善通过允许保险公司投资永续债来实现。

近期地方债的发行放量，社融增速有望在一季度企稳甚至出现小幅反弹，信贷总量的企稳有助于权益市场信心的修复。但从利率水平和信贷结构来看，权益市场以及宏观经济的趋势性回暖或许仍需时间。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、经济动能持续走弱

12月工业增加值同比5.7%，较上月大幅回升0.3个百分点。拆分来看，限产组和非限产组同步上行，看起来工业生产在回暖。

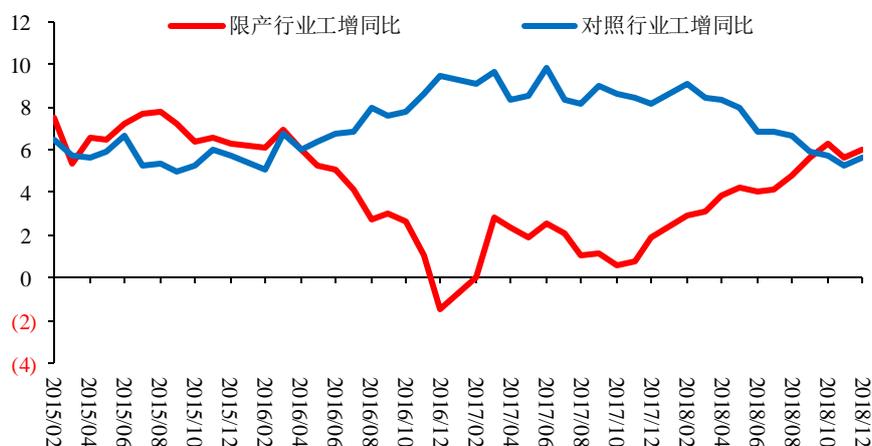
而从支出端数据来看，出口大幅走低，制造业投资和房地产投资走弱带动固定资产投资回落，消费轻微回升，整体经济动能走弱，与此同时企业补库存的迹象并不明显。

生产和支出端在单月数据上出现一定程度的背离，引起了市场的关注和讨论。而结合同期的价格数据，PPI环比和PMI主要原材料购进价格大幅回落、南华工业品价格表现低迷，整体价格水平偏弱。

由于工业增加值同比采用单缩法编制，我们倾向于认为12月工业品价格的大幅回落使得实际的工业增加值同比被高估，而真实的经济动能可能持续偏弱。

事实上，工业品价格大幅波动导致生产和支出数据背离的情况在2015-2016年也曾出现，未来随着PPI转负以及周期品价格波动的增加，这一现象仍有出现的可能，这需要密切留意。

图1：限产行业和非限产行业工业增加值同比，%

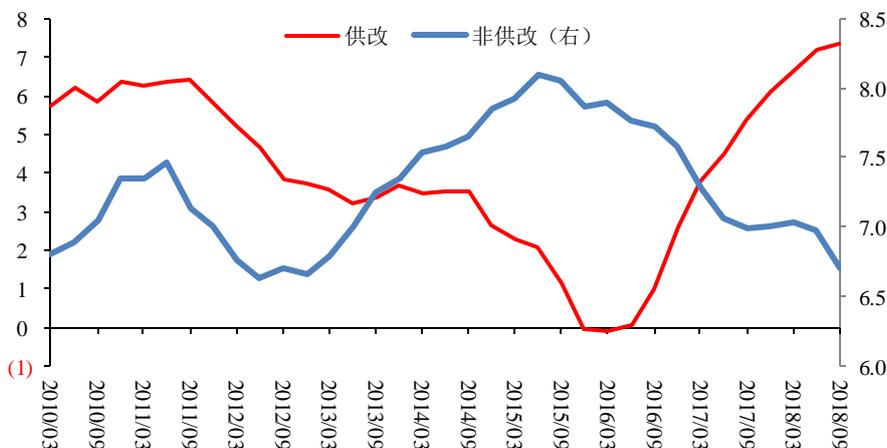


数据来源：Wind，安信证券

12月工业企业营业收入同比2%，较上月大幅回落5.3个百分点，工业品价格的大幅走弱构成主要拖累；利润同比-1.9%，较上月下行0.1个百分点，而跌幅大幅收窄，下游消费品制造业利润增速回升产生一定程度的支撑。

2018年企业利润的改善主要来自于上游，利润的改善也带来生产和投资的发力。随着今年下半年大量新增产能的集中投放，相关行业的利润可能会收到压制，而周期品价格一旦出现趋势性下跌，会伴随着大幅的存货去化，进而使得整个行业利润跌幅加深，届时上游对下游行业利润的挤压也会出现明显改善。

图2：供改组和非供改组的销售净利润率，%



数据来源：Wind，安信证券

二、央行创设 CBS 支持永续债发行

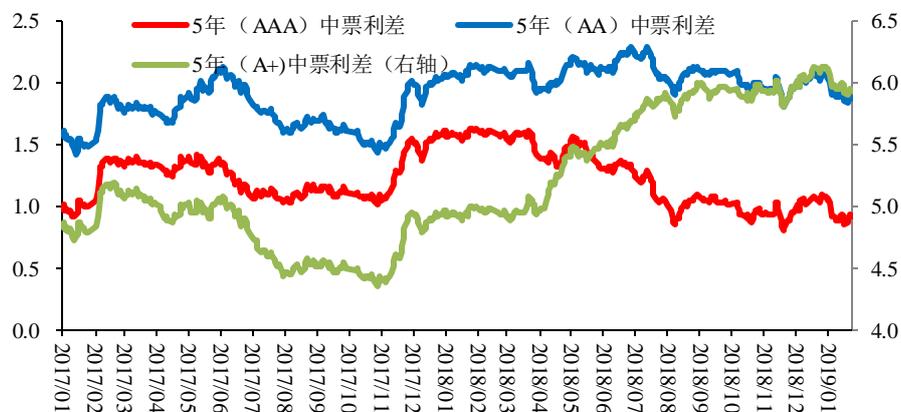
为提高银行永续债的流动性，支持银行发行永续债补充资本，近日央行决定创设票据互换工具(CBS)，公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据。同时，将主体评级不低于 AA 级的银行永续债纳入中国人民银行中期借贷便利(MLF)、定向中期借贷便利(TMLF)、常备借贷便利(SLF)和再贷款的合格担保品范围。

央行官员随后表态 CBS 不同于 QE，央行不承担信用风险，不存在央行为银行永续债信用背书。

考虑到绝大多数永续债一级交易商为银行，而银行同业购买永续债需要耗用较高资本，因此 CBS 的创设更多是为了提高永续债的流动性。同时银保监会允许保险公司投资永续债，这会为整个银行体系带来资本补充。

去年民营企业家座谈会以后，央行、地方政府以及金融机构设立纾困基金，央行通过降准，创设 TMLF、CBS 来支持鼓励金融机构对民营企业的贷款行为。目前来看，民营企业的融资压力在进一步缓和，但低评级信用债利差仍处于较高水平，商业银行的风险偏好尚未出现实质改善，对民营企业融资的救助过程未来仍将持续。

图3: 不同评级信用债利差, %



数据来源: Wind, 安信证券

去年为加快地方债的发行, 财政部窗口指导地方债与国债发行的利差最少需要 40BP。在去年 8-10 月地方债集中发行的月份, 整个债券市场的收益率水平也出现年内较大幅度的上升。

近日媒体称中国地方债投标利率区间下限由国债五日均值上浮 40 基点调整为 25-40 基点。而当日江西债发行价为上调 25BP, 这或许意味着去年的地方债发行价格政策已经改变。

事实上年初以来地方债发行市场持续放量, 投资者认购热情较高, 地方债与国债在二级市场上的利差已经出现较大幅度收窄, 发行价格政策指引的调整顺应市场的力量, 对地方债的发行实质影响相对有限。而且从配置的角度讲, 发行价格的下调对整个债券市场收益率的下行可能会产生助推。

考虑到地方债的提前发行, 社融增速有望在一季度企稳甚至出现小幅反弹, 信贷的企稳有助于权益市场信心的修复。但目前来看, 非标利率仍然维持较高水平, 企业中长期贷款的占比尚未有实质改善, 权益市场和宏观经济的趋势性回暖或许仍需时间。

图4：5年期AAA地方债与国债利差，%



数据来源：Wind，安信证券

新近公布的财政数据显示，2018年财政收入18.3万亿，同比增长6.2%；财政支出22.1万亿，同比增长8.7%。用财政支出减去财政收入测算的赤字率达到了4.2%，这高于年初的2.6%的赤字目标，而12月当月公共财政支出同比增速也达到了22%，预算内财政持续发力这一点是无疑的。

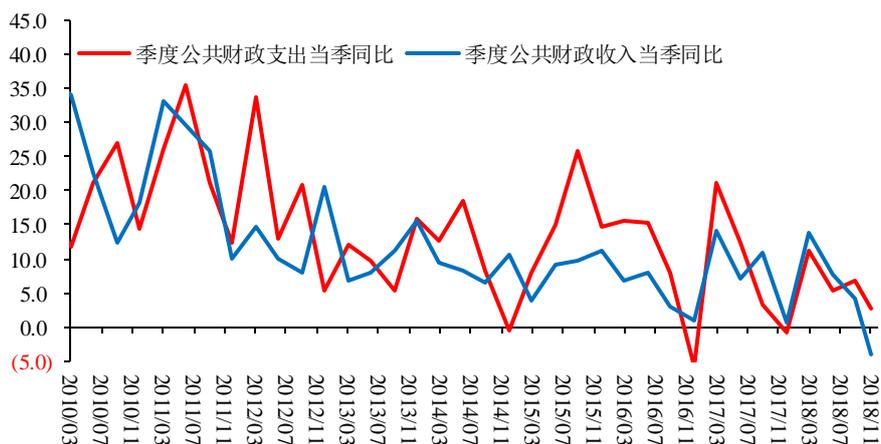
往后看，随着今年个人所得税、增值税的下调以及名义GDP的下行，财政收入可能面临较大的增长压力，因此今年积极的财政政策可能意味着赤字率会进一步上调。

除了税负负担下调外，社保费率调整也是今年市场关注的热点。我国法定企业社保费率约为28%，高居世界前列，但是考虑到我国社保征缴效率较低，经可比口径调整后，我国企业社保费率约为18%，处于世界中游水平，经历提升职工社保参保率和征缴效率后，我国企业长期社保费率拥有极大的下调空间。

根据我们的测算，在短期中性的情况下，社保征收体制改革将会提升我国职工社保参保率，使得我国职工参保率达到现在已经由税务部门征收的广东、浙江等省的平均水平（约为90%）；并且部分提升企业缴费基数（提升至约80%），

此时，社保费率可下调 7.1 个百分点，社保负担转移为 6100 亿。长期来看，企业社保缴费基数应由现在的工资基数调整为工资总额，在这种情形下，社保费率有下调 15 个百分点的空间。

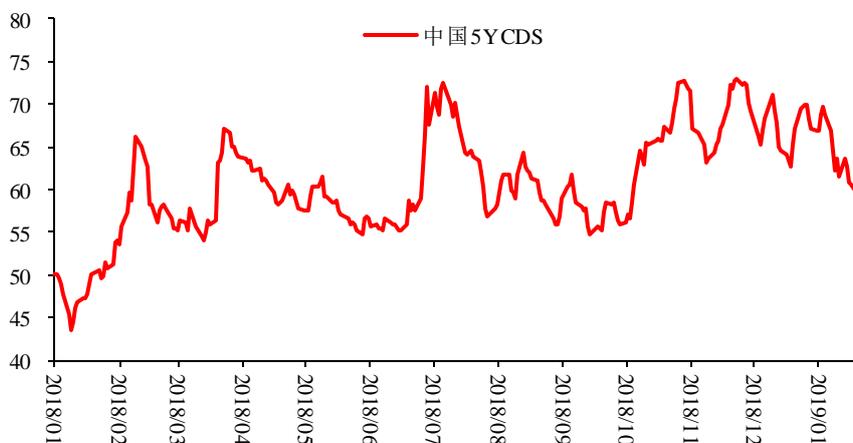
图5：公共财政收入和支出同比，%



数据来源：Wind，安信证券

权益市场上，美联储态度的转变带来全球开启“risk-on”模式，叠加中美贸易关系好转的预期，A 股年初以来延续反弹，北上资金持续流入，人民币贬值压力进一步缓解，主权债 CDS 费率大幅回落。

图6：中国 5 年国债 CDS



数据来源：Wind，安信证券

三、美国政府停摆暂时结束

美国时间 1 月 25 日，美国国会两党达成了一个为政府提供三周资金的短期融资法案直到 2 月 15 日，特朗普总统已经签署，持续 34 天创纪录的政府部分关门暂时结束。

值得注意的是，特朗普 57 亿美元边境墙拨款的要求仍被众议院拒绝，这意味着如果 2 月 15 日之前两党无法达成协议，政府将面临再度关门的可能。

此次持续 34 天的政府关门对资本市场的影响并不明显，受益于美联储态度的转变，三大股指在此期间均大幅反弹。

从中长期来看，国会分属两党使得政策的制定难以顺利进行，二次减税和基建的可能性降低，美国经济下行压力增加，但进入衰退的可能性较低。新近的数据显示，美国 1 月 Markit PMI 大幅反弹，与此同时，欧洲、日本的制造业 PMI 仍在持续走弱。

美国加息节奏放缓、全球风险偏好的上升为新兴市场提供了较为稳定的外部环境，1 月以来新兴市场汇率和权益市场同步反弹，新兴经济金融市场的走向更多依赖于其自身的经济金融环境。

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_14293

