

金融市场部 研究创新部

胡云瀚

0571-85171780

huyunhan@hzbank.com.cn

陆桔利

0571-85157120

lujuli@hzbank.com.cn

四季度经济基本面和金融市场分析

一、经济基本面和宏观政策分析

(一) 海外：主要经济体增长乏力，低利率环境造成风险集聚

IMF 继续下调 19 年全球增速预期，制造业衰退背景下美国经济仍相对强劲。IMF 最新发布的《世界经济展望》对全球 19、20 年经济增速预测分别下调 0.2 和 0.1 个百分点至 3% 和 3.4%，对中国 19 年和 20 年经济增速分别下调 0.1 和 0.2 个百分点至 6.1% 和 5.8%，主要原因是制造业活动和贸易的恶化，更高的关税和悬而未决的贸易政策不确定性打击了投资积极性，也抑制了各界对资本货物的需求。9 月主要发达国家经济体 PMI 指数继续下探，均位于荣枯线以下；就业状况保持相对稳定，美、欧、日失业率均处于危机以来低点；美国核心 CPI 同比数据位于高点，欧、日及中国核心 CPI 均低位运行。相对来看，虽然制造业动能衰退，但美国就业、消费仍相对强劲；欧元区增长乏力主要源于外部需求的放缓，此外在欧元区新尾气排放标准的影响下德国汽车行业生产承压。

宽松的货币环境有助缓解当前的担忧，但低利率滋生更多风险。年初以来，由于增

长动能下行，以美联储为首的多国央行转向较为宽松的货币政策立场。IMF 最新发布的报告认为宽松的金融市场货币环境有助于遏制当期经济前景的下行风险，也滋生了更多的金融风险，并进一步增强了金融系统的脆弱性。投资利率较低正迫使保险公司、养老基金等负债成本较高的机构投资于风险更高、流动性更差的资产，而这些经济体中偿债能力较弱的公司负债比例逐渐增长，若经济出现实质性衰退，则经济下行程度可能达到经济危机后水平。

政策建议上，IMF 建议决策者优先解决贸易争端，明确经济政策，开发和部署宏观审慎工具，以应对金融脆弱性的上升；建议中国提升增长的可持续性和质量，逆周期政策强调财政和货币政策配合，但任何刺激政策都应该着眼于向低收入家庭的财政转移支付，而非大规模基建支出。同时，也要降低对于债务的依赖，削减隐性担保，加强宏观审慎管理工具等。

（二）GDP：三季度增速触底，稳增长为政策工作重心

确保明年 GDP “翻番”目标，四季度和明年上半年稳增长诉求提升。三季度 GDP 单季同比增长 6%，累计同比 6.2%，虽然今年整体增速目标基本可以确保，但在国际经济增长放缓、国内经济内生动力不足的背景下，四季度经济增速继续下行的可能性提升。从“十三五规划”目标来看，19 年和 20 年 GDP 增速达到 6.1%-6.2% 的区间水平方可达到 GDP 翻番目标，因此宏观政策上提升对稳增长的诉求。9 月 4 日召开的国常会台区域部署精准施策加大力度做好“六稳”工作、用好逆周期调节政策工具、确定提前下达明年专项债部分新增额度；9 月 29 日召开的金融委第八次会议和 9 月 27 日召开的央行三季度货币政策例会认为当前金融风险趋于收敛，要加大逆周期调节力度，但货币政策把好货币供给总闸门、不搞“大水漫灌”。四季度及明年上半年将是政策目标的关键时期，货币政策方面已在三季末进行降准操作，四季度预计基建将成为稳增长的抓手，明年上

半年财政也可能像今年一样前置发力，以确保实现 GDP 增长目标。

(三) 投资：地产韧性支撑，基建投资回升，制造业投资意愿不足

政策高压下融资收紧，房企加速销售回款，明年数据或逐步回落。前三季度房地产开发投资累计增长 10.5%，支撑投资数据的主要力量。地产韧性主要来源于居民住宅施工数据的稳定和竣工数据的提速，但在地产调控的持续高压下，房企拿地增速已较去年大幅下降，拿地主要集中在一二线城市，三四线城市拿地面积大幅下降。销售方面，房企加速推盘进行回款，房屋销售主要集中在一、二线热点城市，前三季度商品房销售额同比增长 7.1%，房企资金来源(增长 7.1%)中预收款和个人按揭分别增长 9%和 13.6%，各项销售数据均较前值明显提速。在调控政策的持续高压下，房企融资偏紧，因此拿地将继续偏向谨慎，加速推盘、竣工提速的同时，开工将逐步走低，从而拖累投资数据。

作为稳增长的重要抓手，基建投资有望提速，但发力空间不大。前三季度基建投资(不含电力)累计同比增长 4.5%，较前值回升 0.3 个百分点，主要是水利、环境和公用事业分项带动。从资金来源来看，考虑到今年财政支出较往年提前，季末全国公共财政支出减去公共财政收入已小幅超出年初下达的 2.76 万亿的财政赤字目标，此外全国政府性基金收支逆差也接近超过 8500 亿，因此从财政支出的角度来看四季度增长的空间已很小。在宏观基本面下行压力增加的背景下，四季度稳增长工作一方面依赖于明年专项债新增额度的提前下发，另一方面可能依赖于货币政策配合发行 PSL 进行配套融资。

盈利不佳制约制造业投资意愿，政策引导加大高技术行业投资。前三季度制造业投资同比增长 2.5%，较前值回落 0.1 个百分点。工业企业利润负增长、PPI 同比下降，以及贸易环境恶化，是制造业企业投资意愿不足、经济内生动力欠佳的主要原因。另一方面，财政和货币政策均向制造业、尤其是高技术制造业倾斜，央行 MPA 考核增设制造业

中长期贷款和信用贷款指标,并通过完善 LPR 报价机制来引导实体企业融资成本下降。在政策的支持下,制造业投资中高技术制造业投资同比增长 12.6%,较前值上升 0.6 个百分点。

(四) 消费: 支出提速、收入下滑抑制消费增速

居民实际可支配收入增速下降,加杠杆能力弱化,消费增长难有支撑。9 月社零总额累计同比增长 8.2%,较前值持平,当月社零增速为 7.8%,较前值回升 0.3 个百分点,其中汽车消费小幅回升。此外,由于地产商加速推盘促销,未来一段时间房地产有关消费将有所支撑。但从收入角度看,三季度居民实际可支配收入增长仅 5.4%,较前值回落 0.3 个百分点,且持续低于 GDP 增速。同时,居民消费支出同比增长 7.2%,较前值提升 0.8 个百分点,支出增长主要集中在居住、文娱和食品支出上,支出和收入增速出现背离,也意味着未来消费的提前透支。信贷数据方面,居民短期和中长期信贷增速均呈下行趋势,也意味着居民部门加杠杆能力的弱化。

(五) 进出口: 内外需皆弱,顺差衰退式增长

经贸谈判阶段性缓和,外需不足将持续影响出口。海内外经济增长持续疲软的背景下,三季末贸易顺差(以美元计价)同比较去年增长 791 亿,拖动 GDP 增速 1.2 个百分点,是今年经济增长的超预期点,背后主要是出口同比基本持平的同时,内需不足、进口持续下降造成贸易顺差衰退式增长。10 月初中美经贸高级别磋商取得部分进展,中国或大幅增加对美农产品进口,进而利于平抑国内高企的通胀。但在经贸谈判取得实质性进展之前,12 月 15 日中美双方仍有可能继续互相加征关税,从而影响全球贸易生态。此外,9 月美、欧、日等主要经济体 PMI 继续超预期下行,外需持续弱化将拖累国内出口,预计四季度在抢跑效应淡化后,出口增速或将继续下降。

(六) 通胀: CPI 继续冲高,但核心仍弱,PPI 持续低位运行

请务必仔细阅读本文尾部的免责声明

4

猪肉供给收缩推升物价，年内 CPI 同比继续向上突破，但预计对货币政策不形成制约。19 年 9 月 CPI 同比增长 3%，其中食品项同比增长 11.2%，非食品项同比增长 1%，此外核心 CPI 同比仅增长 1.5%。猪肉供给紧张、食品项中近两个月以来的猪价环比分别增长 23.1%和 19.7%是 CPI 同比数据上升的主要原因。从生猪供给数据来看，虽然生猪存栏规模同比下降 41%，但在盈利扩大的推动下养殖补栏热情修复、存栏生猪规模环比降幅较前四个月均明显缩窄。往后看，猪肉供给恢复仍需较长时间，但在国家政策扶持、猪瘟疫情缓解、以及养殖规模逐渐恢复的情形下，猪价快速增长高点（8、9 月）已过，价格环比涨幅有望缩窄。由翘尾数据推测年内 CPI 将继续呈上行趋势，预计 20 年 1 月春节错位将带动 CPI 触及高点，而未来 CPI 走势仍主要视猪肉的供给恢复状况。总体来看，CPI 上涨主要是供给收缩影响，抑制 CPI 上涨的手段是增加供给，CPI 环比涨幅缩窄、核心 CPI 依旧低位运行，因此不构成对货币政策的制约。

实体需求疲弱，工业品价格低位运行。受国内外内生动力走弱叠加贸易摩擦导致商品需求下降、企业利润下降制约投资等因素影响，9 月 PPI 同比下降 1.2%，环比小幅增长 0.1%。年内来看，一方面居民消费需求和制造业投资为主的内生需求不佳，以及房地产投资政策持续收紧将影响投资需求，导致相关行业商品需求走弱，工业企业利润增长不足与工业品通缩势头难以迅速好转；但另一方面，冬季北方限产政策严于去年，上游行业生产预计弱于去年带动上游工业品价格回升，此外专项债提前发行将带动部分基建需求。总体来看，翘尾数据仍将压低 10 月和 11 月 PPI 同比数据，年底 PPI 同比将由于低基数效应回升，但在内生动力较弱的情况下，预计工业品价格仍将在低位运行。

(七) 金融数据：信用投放加快下数据回暖，持续性待观察

中长期贷款增长和非标融资趋稳带动连续两个月超预期增长，降准后宏观流动性有

所改善。9月社融存量同比增长10.8%，与上月持平，老口径社融存量同比增长9.46%，连续两个月回升、且为近一年来新高。8月和9月当月社融数据同比超预期多增1383亿和642亿，其中居民和企业中长期贷款分别多增2471亿和985亿，非标融资合计较去年少减1763亿和1660亿（其中委托贷款少减1410亿和694亿、信托业务持续收缩），以及9月企业债同比多增1596亿，上述三点是支撑社融的主要因素。9月降准叠加LPR改革推动银行加快信贷投放，宏观流动性有所改善，9月M2同比8.4%，回升0.2个百分点，M1同比3.4%，与上月持平。

信贷结构中企业中长期贷款占比不高，金融数据改善的持续性待观察。一是银行加快信贷投放与LPR改革后贷款利率下行的预期有关，信贷结构中居民中长期贷款要高于企业中长期贷款的新增量（与地产销售提速有关），且数据显示企业中长期贷款当月同比数据连续4-5个月新增后经济增长方可企稳（目前为2个月）；二是实体流动性好转，但M1数据持平于前置反应企业微观活力仍不佳；三是虽然非标融资规模趋稳，但在资管新规配套文件和监管对银行同业投资的高压下，预计非标融资渠道难有实质性改善。此外资管新规过渡期临近，部分非标资产和未纳入社融口径的资产陆续转化为贷款、债券等标准化资产，或在一定程度上支撑社融数据；四是表内外地产政策趋严，相关融资需求在逐步收缩。

（八） 货币政策：政策工具手段充足，但保持政策定力

兼顾结构性矛盾，货币政策重在疏通传导机制，短期保持高度灵活性，不具备大幅放松基础。在海内外经济基本面下行，贸易环境多变的情况下，货币政策总体是释放出稳健的信号，通过实施稳健的货币政策，进行逆周期调节，保持货币供应量M2和社会融资规模的增长与名义GDP增速基本匹配。但仍有以下重要问题要解决：一是通过LPR利率报价机制来缓解民营和小微企业融资难、融资贵的问题；二是配合经济的高质量发

展，避免资金空转和脱实向虚，避免资金流入房地产；三是缓解银行破刚兑后中小行、非银机构的流动性分层问题。整体来看，未来货币政策将以解决结构性问题为主，重在疏通传导机制，同时保持高度灵活性，政策工具箱充足但会保持政策定力。相对于海外经济体的低利率环境，国内将珍惜货币政策“子弹”，以保持一定的利率水平，以易刚行长的原话来说，“我认为我们应该在整个货币政策操作的过程中，珍惜正常的货币政策的空间，使得我们能够在这个正常的货币政策的空间中尽量长地延续正常的货币政策，这样对整个经济的可持续发展和老百姓的福祉是有利的”。

二、大资管业务各板块市场分析

（一）债券市场：短期震荡，中长期下行趋势未改

高通胀、逆周期政策预期和高负债成本制约利率下行空间，经济内生动力不足、中长期利率下行趋势不改。9月中下旬以来，市场对债市做多情绪降温，长端利率较前期低点回调10-20BP，一方面是9月工业生产、信贷等数据回暖，三季度GDP增速触底后市场预期明年专项债新增部分的提前下发，另外中美经贸谈判也取得积极进展，市场对短期经济升温的预期较高；另一方面，通胀同比数据高企，货币政策层面虽然进行全面降准，但市场利率没有实质性下行。此外，作为配置主力的银行、理财、保险等机构面临负债端成本较高的局面，也是制约利率债收益率下行的主要原因，但边际上看，随着结构性存款监管政策趋严，银行端负债成本将逐步下行。中长期来看，海外经济体需求不足将继续拖累国内出口，国内制造业投资、居民消费为代表的国内经济内生动力不足，房地产调控政策持续下明年房地产相关融资需求大概率放缓。

非标资产压降，银行配债需求预计升温，境外资金或推动收益率下行。另一方面，对同业非标投资的强监管下，银行交叉金融业务规模持续收缩，表内可配置资产范围缩

窄，银行仍将增加利率债和中高等级信用债的配置规模。此外，金融对外开放再次提速，目前中美国债利差在历史高位，贸易谈判若取得实质性进展，或美元回落，拥有免税优势和成本优势境外资金可能加快流入，推动收益率进一步下降。综合来看，我们认为债市中长期逻辑未变，货币政策以疏通传导为主、大幅放松可能性较小，贸易谈判、通胀上行、信贷需求回升、专项债等因素短期影响债市，四季度或明年财政前置发力时可考虑加大利率债配置规模。

供给侧改革推进或造成金融债信用利差继续走扩。包商、锦州事件为代表的金融供给侧改革以来，一级市场同业存单及金融债发行情况分化，高低评级间发行利差形成，二级市场到期收益率利差随着风险事件的阶段性缓和、以及高负债成本的机构进行信用下沉而小幅收敛。我们认为包商等事件对市场的冲击仅仅阶段性缓和，宏观基本面下行压力不减，未来中小行信用事件及不良率或进一步暴露，同时 LPR 报价机制的推进和近期下发的《结构性存款新规》均利好负债端低成本头部机构，同业存单和金融债的信用利差可能进一步走扩。

高等级利差低位运行，信用债分层仍将持续。信用债方面，目前高等级信用利差已压缩至历史低位，但考虑到非标投资收缩造成进一步的资产荒，预计将导致信用收缩和信用进一步分层。基本面下行、非标融资渠道收窄后，低评级弱资质企业面临盈利恶化和再融资难度提升，同时房地产调控趋紧、贸易政策反复也带来相关行业的风险加剧。

(二) 同业市场：高收益资产收缩，资金价格下行空间有限，同业机构融资成本仍有分化

非标投资监管收紧，高收益资产压缩。根据《19 年上半年理财市场报告》，同业理财规模继续下降，期末已不足 1 万亿元。在监管严控 SPV 资产的情况下，在同业理财规模预计继续压缩。此外，《标准资产认定规则》严格定义标准化资产，监管在大方向

上持续防范金融风险，约束非标发展，驱动非标转标。

货币政策“珍惜子弹”，MLF 利率调整时机暂未成熟，短期资金价格下行空间有限。

作为货币政策传导的重要政策利率，MLF 利率影响银行负债端成本，影响资金利率向长端利率传导。当前是 LPR 报价运用初期，LPR 利率和政策利率有待形成稳定利差，在 9 月金融数据回升、贸易谈判取得阶段性成果、以及专项债或提前下发的背景下，短期货币政策不具备放松基础，MLF 利率的调整时机暂未成熟。虽然货币政策基调取向稳健，且在今年前后进行了 3 次降准操作，但货币市场重在疏通传导机制、避免资金空转或流入房地产，因此资金价格并未实质性下降。

(三) 外汇市场：年内美元下行空间有限，人民币暂无大幅升值基础

英国脱欧或有波折，短期美元下行空间有限，联储重启扩表或开启美元下行周期。

从基本面来看，目前美国经济整体优于欧元区，美联储货币政策加码宽松的倾向并不强烈，但出于维持财政扩张的需求，美联储自 10 月 15 日重新开始扩表购买美债，美元或进入下行周期。从政策面来看，尽管近日英国首相约翰逊与欧盟达成了脱欧协议，但英国议会随即通过 Letwin 修正案来延迟脱欧进程、避免无协议脱欧，导致了约翰逊版的脱欧协议投票大概率被推迟，增加了英国脱欧局势的不确定性，也在短期制约了美元指数的下行空间。

经贸谈判或推动人民币汇率短期回升，但基本上人民币无持续升值基础。新一轮中美经贸高级别磋商搁置 10 月 15 日的上调关税计划，并预计于 11 月中旬签署书面协议。若中美经贸谈判达成实质性的协议，短期可能触发人民币汇率大幅升值；但倘若 12 月中旬美方继续上调剩余商品的关税，则人民币将面临额外贬值压力。从基本面角度来看，虽有基建托底，但国内经济内生动力不足，地产周期下行将带动基本面下行，中长期角度看人民币无持续升值基础。

(四) 票据市场：配置需求持续，利率趋于稳定，需持续关注金融供给侧改革对风险偏好的影响

实体信贷需求下行，银行配置需求强劲。二季度以来，实体融资需求走弱，一方面新增票据规模减少，另一方面银行在信贷增速指标要求加快收票进程。“包商事件”后市场风险偏好全面回落，国股票据供需失衡，造成市场利率加速下行。三季度以来，市场情绪有所修复，票据利率回升趋稳至合理区间，基本在 2.65%-2.75% 区间上下波动，季末相应上行。往后看，信贷需求趋于下行，市场收票的需求预计延续，此外预计金融供给侧改革推进后中小行盈利和扩表承压，需要持续关注相关风险事件对市场风险偏好的影响。此外，根据《标准资产认定新规》，目前票据资产未被直接豁免定义为非标资产，未来产品创新上或大力推进发展标准化票据产品，在一定程度上将增强票据资产的流动性。

(五) 理财市场：监管逐步趋严，成本倒挂迫使投资拉长久期或信用下沉

非标定义趋严，净值型产品转型加快，货币类理财产品监管要求或逐步统一。第一，在监管约束非标、推动非标转标的大趋势下，过去认定的“非非标”产品正式纳入非标资产范畴，对上述资产的投资均需要满足《资管新规》、《理财新规》对非标投资限额、流动性管理、集中度。除了上述制约以外，《净资本管理办法》亦对非标投资进行了限制。第二，根据理财登记托管数据，19年6月末净值型产品占非保本理财余额约 35.56%，占比同比增长约 12 个百分点，规模同比增长 120%。若 2020 年底的过渡期不往后延期，净值型产品的提速将增加理财收益率调整的速度。第三，未来银保监会可能对银行现金类理财产品进行监管，从而在投资范围、集中度、流动性管理、组合久期、杠杆、申赎要求、估值管理等方面与货基的相关监管规则进行统一，而主要拉开货基和货币类理财受益差距的主要是对单一资产剩余期限、组合剩余期限、流动性资产持有比例要求以及

申购赎回方面。

资金成本刚性迫使投资端久期拉长或信用下沉，未来需关注市场风险偏好的变化和超预期的信用风险事件。今年以来，中小行银行理财预期收益率整体下行速度较货币市场利率和债券收益率偏慢，随着市场风险偏好回落，利率债和中高级信用债收益率的大幅下降，6-12月期限的理财预期收益率与主要资产收益率出现倒挂，迫使理财投资端进行久期拉长或信用下沉，从托管数据来看，三季度银行理财产品单季度增持企业债规模超过160亿（企业债托管总量下降105亿），且是前两季度均值的3倍。往后看，需要关注金融供给侧改革的推进对风险偏好的影响，以及宏观周期下行、非标渠道收窄后是否出现超预期的信用风险事件。行业方面，房地产调控趋严下地产风险上升，地产商外部融资渠道收紧，需谨慎选择投资对象和久期；钢铁、有色、煤炭等上游周期性行业受到需求下行影响，盈利空间受到挤压；中高资质城投平台的偿付风险在逆周期政策和政府隐性债务化解提速下相应降低。



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。