



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2018年第94 总第668期

合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2206室

2018年12月21日 星期五

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



宏观经济	2
国家税务总局明确全面实施新个人所得税法征管办法	2
央行创设定向中期借贷便利 (TMLF)	2
11月全国发行地方债459亿元	2
商务部：确有计划中美明年1月举行贸易会谈	2
世行预计2019中国经济增速将放缓至6.2%	2
货币市场	3
央行加量逆回购 本周净投放6000亿元	3
美联储宣布加息25个基点 暗示明年加息将放缓	3
香港年内第四次加息	3
监管动态	3
央行加强存款准备金管理 两年欠交三次将被重罚	3
金融行业	4
金融委会议明确资本市场改革五方向	4
上交所三方回购稳步推进 仍需机构多方参与	4
香港发出首个虚拟保险牌照	4
国企改革	5
第三批国有资本投资运营公司试点名单欲出炉	5
热门企业	5
工商银行：2007年至今现金分红累计8158亿元	5
今日头条申请字节付等三商标 疑进军金融业务	5
共享汽车平台途歌败退 用户退押金至少等三个月	6
ofo创始人发布全员信 表态对用户负责	6
地方创新	6
天津三家银行试点科技立项贷	6
深圳3银行下调首套房贷利率让刚需买得起房	6
菏泽取消一二手房转让限制	6
合肥钢铁厂正式获批国家工业遗产	7
深度分析	7
2018年十大经济关键词：读懂今年最重要的两个政策转向	7



宏观经济

国家税务总局明确全面实施新个人所得税法征管办法

国家税务总局发布全面实施新个人所得税法若干征管衔接问题的公告, 先行明确了工资、薪金所得, 劳务报酬所得, 稿酬所得, 特许权使用费所得的个人所得税扣缴计算方法、申报表及报送资料; 整体扣缴办法另行发布; 新个人所得税法将于 2019 年 1 月 1 日正式实施。

央行创设定向中期借贷便利 (TMLF)

为加大对小微企业、民营企业的金融支持力度, 央行发布消息称, 决定创设定向中期借贷便利 (TMLF), 根据金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况, 向其提供长期稳定资金来源。定向中期借贷便利资金可使用三年, 操作利率比中期借贷便利 (MLF) 利率优惠 15 个基点, 目前为 3.15%。同时, 根据中小金融机构使用再贷款和再贴现支持小微企业、民营企业的情况, 央行决定再增加再贷款和再贴现额度 1000 亿元。央行解读 TMLF: 操作期限一年, 能够为大型银行提供较为稳定长期资金来源。

11 月全国发行地方债 459 亿元

11 月全国发行地方政府债券 459 亿元, 1-11 月累计, 全国发行地方政府债券 41014 亿元。截至 2018 年 11 月末, 全国地方政府债务余额 182903 亿元, 控制在全国人大批准的限额之内。

商务部: 确有计划中美明年 1 月举行贸易会谈

商务部 12 月 20 日举行例行新闻发布会上, 相关负责人表示确有计划中美明年 1 月举行贸易会谈。中方认为中美两个大国在经贸领域的共同利益远远大于分歧, 经贸合作在中美关系中的压舱石作用不会改变, 中美经贸关系互利共赢的本质不会改变。

世行预计 2019 中国经济增速将放缓至 6.2%

世界银行发布报告称, 将 2018 年中国经济增长预期维持在 6.5% 不变, 并预计 2019 年增速将放缓至 6.2%; 消费仍将是中国经济的主要推动力, 信贷增长疲软拖累了投资, 全球需求放缓等对中国的出口造成了影响。



货币市场

央行加量逆回购 本周净投放 6000 亿元

中国央行 12 月 21 日开展 300 亿元 7 天、200 亿元 14 天逆回购操作。今日无逆回购到期。据测算,中国央行公开市场本周将净投放 6000 亿元人民币,创 11 个月单周新高。

美联储宣布加息 25 个基点 暗示明年加息将放缓

美联储宣布加息 25 个基点至 2.25%-2.5% 区间,接近决策者所估计的 2.5%-3.5% 的中性利率底部区域,这是美联储年内的第四次加息,也是 2015 年 12 月美联储开启本轮加息周期以来的第九次加息。美联储声明语气有所软化,但并非完全鸽派,仍表示进一步加息将是适合的,经济前景的风险大致平衡,维持每个月的资产负债表缩减幅度在 500 亿美元不变,经济活动强劲增长,开支强劲增长,投资温和。美联储预计明年加息次数将减少,并暗示在金融市场动荡和全球经济增长放缓的背景下,政策的紧缩周期正接近尾声。

香港年内第四次加息

12 月 20 日,香港金管局宣布上调贴现窗基本利率 25 个基点,至 2.75%;超额准备金利率从 2.2 厘上调至 2.4 厘,贴现利率从 2.75 厘上调至 3 厘。这是香港金管局今年以来第 4 次加息,也是 2015 年 12 月步入加息周期以来的第 9 次。

监管动态

央行加强存款准备金管理 两年欠交三次将被重罚

为进一步加强存款准备金管理,确存款准备金管理制度的统一性,促进金融机构稳健经营,人民银行 12 月 20 日发布《中国人民银行关于加强存款准备金管理有关事项的通知》。通知根据金融机构违规情形和有关法律规定,提出了处罚标准。比如,通知明确,金融机构欠交存款准备金,是指存款准备金账户在一个维持期内的日均余



额低于法定存款准备金要求, 或者存款准备金账户日终余额低于人民银行规定的存款准备金每日下限要求。上述任意一种情形发生一次即为存款准备金欠交一次。对于两年内第三次及三次以上欠交存款准备金, 或欠交金额未及时补足的, 对商业银行、农村合作银行、农村信用社、村镇银行、外资银行根据《中华人民共和国商业银行法》第七十七条从重处罚, 对政策性银行、非银行金融机构根据《中华人民共和国中国人民银行法》第四十六条、《中华人民共和国行政处罚法》第十七条进行处罚。

金融行业

金融委会议明确资本市场改革五方向

12 月 20 日, 人民银行副行长、国务院金融稳定发展委员会办公室副主任刘国强主持由部分商业银行、证券公司、保险机构、信托公司、基金公司负责人参加的座谈会, 听取对当前资本市场改革发展的意见建议。会议明确未来资本市场的改革将主要朝五个方向前进: 一是要更加注重提升上市公司质量, 强化上市公司治理, 严格退市制度。二是要强化信息披露制度, 切实做好投资者保护。三是要坚决落实市场化原则, 减少对交易的行政干预。四是要借鉴国际上通行做法, 积极培育中长期投资者, 畅通各类资管产品规范进入资本市场的渠道。五是监管部门要加强与市场沟通, 积极倾听市场声音。

上交所三方回购稳步推进 仍需机构多方参与

从上交所了解到, 截至 11 月底, 在上交所开展的三方回购未到期余额约 160 亿元, 11 月日均成交量约 25 亿元, 较 4 月推出时已有明显增长。业内人士指出, 三方回购业务的推出对构建多层次回购市场、便利金融机构流动性管理、促进债券市场健康发展具有重要意义。不过, 由于三方回购刚推出不久, 存在参与主体有限等因素, 交易所三方回购还需要多方共同推动发展。

香港发出首个虚拟保险牌照

香港保监局 12 月 20 日宣布, 向一家全数码渠道的本地初创企业发出首个虚拟保



险牌照、标志着香港保险科技发展的一个重要里程碑。香港保监局 12 月 20 日宣布，向一家全数码渠道的本地初创企业发出首个虚拟保险牌照、标志着香港保险科技发展的一个重要里程碑。据悉，此次获发牌照的保险公司名为 Bowtie，首轮融资额已逾 2 亿港元，投资者包括永明金融以及红杉资本沈南鹏发起的 Hong Kong X 等。

国企改革

第三批国有资本投资运营公司试点名单欲出炉

临近年底，备受瞩目的国有资本投资、运营公司试点名单再度扩围。一位权威知情人士透露，第三批国有资本投资、运营公司试点名单最终锁定了 11 家中央企业，除了目前已知的华润集团、中航工业和国机集团外，还有 2 家能源类央企和 1 家商贸物流类央企。

热门企业

工商银行：2007 年至今现金分红累计 8158 亿元

从工商银行获悉，近日，央视财经论坛暨上市公司峰会公布了“2018CCTV 中国十佳上市公司”榜单，工商银行连续第二年上榜。据介绍，上市以来，工行一直坚持长期稳定的现金分红机制，为股东创造了高额的现金回报，股息收益率保持较高水平，股权价值不断提高。从 2007 年至今，现金分红累计 8158 亿元，一直是 A 股年度分红金额最高的上市公司。

今日头条申请字节付等三商标 疑进军金融业务

今日头条母公司字节跳动在 12 月 6 日申请了吾先分期、轻栗分期、字节付三个商标，疑似进军金融业务。根据系统显示，这三个商标的国际分类中，均含 36、42 类，其中第三十六类为保险；金融事务；货币事务；不动产事务。目前，系统显示这些商标均在等待受理，暂无法查询详细信息。



共享汽车平台途歌败退 用户退押金至少等三个月

在共享单车 ofo 遭遇退押金潮之际,共享汽车平台途歌迎来了“大败退”。12月20日上午,位于北京东四环西侧的嘉泰国际大厦B座14层1405室的TOGO途歌总部办公室里,聚集了不少要求退押金的消费者和途歌的供应商。途歌前台有2名工作人员在负责登记。相关工作人员表示平均每天会有退款给15个名额,不包括线上退款的。今天登记的人要排到明年3月12日才能退款。”

ofo 创始人发布全员信 表态对用户负责

深陷危机的 ofo 小黄车创始人戴威发布全员信:由于从去年底到今年初没能够对外部环境的变化做出正确的判断,公司今年一整年都背负着巨大的现金流压力;不逃避,会勇敢活下去,为我们欠着的每一分钱负责,为每一个支持过我们的用户负责。

地方创新

天津三家银行试点科技立项贷

近日,为缓解有立项的科技型企业流动资金不足的问题,天津市科学技术局(原天津市科委)与金融机构合作,开发支持科技型发展的金融合作项目。目前进入天津市科学技术局合作试点名单的三家银行分别是浦发银行天津分行、邮储银行天津分行、北京银行天津分行,首批合作企业已有10家。“科技立项贷”设定的是无需实物资产抵押的信用贷款,采取风险共担模式,银行承担20%,担保公司承担80%,反担保方式为纯信用。

深圳 3 银行下调首套房贷利率让刚需买得起房

深圳中国银行、北京银行将首套房贷利率由基准利率上浮15%下调至基准利率上浮10%,下调了5个百分点;花旗银行由基准利率上浮10%下调至基准利率上浮9%,下调了1个百分点。银行首套房贷利率下调对全国其他一线城市及其他中小城市也都将产生间接的影响,不排除其他城市陆续跟进下调首套房贷利率的可能。

菏泽取消一二手房转让限制



12 月 18 日, 山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》, 取消实行了一年的相关住房“限售令”。通知称, “取消原有调控政策中‘对主城区和住房成交量高、房价稳控压力大的县区实行新购住房限制转让措施, 即所购买的新建商品住房和二手住房取得产权证书至少满 2 年后方可上市交易, 非本地居民购房限制转让时间不少于 3 年’的规定。”

合肥钢铁厂正式获批国家工业遗产

合钢, 曾是合肥的地标、是历史, 更是合肥工业文化的缩影与象征。随着 2015 年这里的彻底关停, 一个工业时代正式落幕。12 月 19 日, 从合肥东部新中心(瑶海)建设指挥部获悉, 合肥钢铁厂获得国家工信部认定, 成为第二批国家工业遗产。这就意味着, 合钢的高炉等遗迹将永久保留, 合肥东部新中心也将围绕此建设工业遗址公园及文化创意廊道, 开创后工业的新时代。

深度分析

2018 年十大经济关键词: 读懂今年最重要的两个政策转向

文章来源: 中国金融四十人论坛微信公众号 2018 年 12 月 19 日

不知不觉中, 2018 开启倒数日。对于中国经济而言, 将要过去的这一年难言平顺。中国金融四十人论坛(CF40)总结了 2018 年十大关键词, 为您说说中国经济这一年。

01 贸易争端

2018 年, 最凶猛的那头“灰犀牛”——中美贸易战——向我们狂奔而来。

多数人眼中的贸易战始于今年 4 月 3 日。当天, 美国依据 301 调查结果发布了对中国产品征收额外 25% 关税的清单建议, 涉及每年从中国进口的价值约 500 亿美元商品。4 月 4 日, 中国商务部发布了同等规模和力度的反制征税清单。战火一触即发。

在 7 月 6 日第一轮加征关税措施正式落地之前, 事态曾短暂向着和解的方向发展。中美两国在 5 月 20 日凌晨发表了联合声明, 人们欣喜地将其解读为“停战”。美国人此后翻脸的原因细节不得而知, 但谈判之艰难、博弈之激烈, 从中可见一斑。



我们倾向于将贸易战定义为“灰犀牛”，原因在于，其实今年4月3日之前就有一系列迹象提醒我们，美国对华贸易政策的转折点已经到来。比如，曾是美国国内最支持中美经贸关系发展的中美商会，竟成为美国外国投资委员会（CIFUS）2017年对中国在美投资审查加严的重要推手。但更深层的原因是，随着中国综合国力的日渐强大，中美之间注定要发展成更为成熟的、竞争性的大国关系，而这种大国关系决定了两国的经贸争端不会只停留在“摩擦”这一初级阶段。这也是CF40今年1月份在内部报告中提出“支撑中美经贸关系的基础正在消失”这一论断的根本原因。

客观地说，贸易战的爆发让中国这一年过得格外艰难。今年7月的中央政治局会议指出经济运行“稳中有变”，这个“变”指的主要就是贸易战这一外部风险的冲击。好在这个变量现下已是常量，中国正在着手丰富政策对冲的工具箱。无论明年3月1日的谈判结果如何，对于中国来说，最重要的始终是做好自己的事，加快市场化改革进程。改革和开放，这是中国四十年来的成功经验，也是未来的成功之道。

02 金融开放

多年来，中国金融业开放尤其是金融服务业开放始终“雷声大雨点小”。但在2018年，金融开放实现了突破性进展。

以今年4月易纲行长在博鳌亚洲论坛上公布“金融开放11条”为起点，一年来，一行两会接连发布了十余项相关政策通知，外资银行、保险、证券、基金以及期货等行业的多项市场准入开放和业务范围扩大举措渐次落地。过去多年未能下决心解决的政策限制，如外资机构持股比例、业务审批制等，都在今年迎来了不同程度的“松绑”。从这个角度来说，称2018年为中国的“金融扩大开放元年”也不为过。

取得成绩的同时，问题也有不少。一些外资机构向CF40反映，开放政策在具体操作过程中仍存在重重阻碍，甚至导致外资机构对中国的开放诚意产生怀疑。这也提醒我们，中国的金融开放距离“制度性”“整体性”的开放仍有很长一段路要走。

金融开放的必要性不必赘言，但这并不意味着金融开放政策可以“单兵突进”。“以开放促改革”十分重要，但“以改革助开放”同样必不可少，一些领域的开放能否成功取决于相应的改革是否完成。因此，开放的次序和节奏尤为重要，考验着政策制定者的智慧与定力。接下来，除了继续推进金融服务业开放以外，在金融开放领域还有汇率清洁浮动、人民币国际化、更高层次的金融市场开放、资本项目开放等一系列答卷等待填写。



03 一行两会

2018年,中国金融监管架构实现了“15年未有之大变革”。

继2017年国务院金融稳定发展委员会成立之后,今年3月,中国银行保险监督管理委员会正式组建。至此,中央层面确立了“一委一行两会”的金融监管架构。

地方金融监管体制改革也在稳步推进。截至目前,已有8省(含直辖市)正式挂牌成立地方金融监督管理局,有13个省份在其公开的机构改革方案中设置了省地方金融监督管理局。成立地方金融监督管理局,旨在整合此前分散在不同部门的监管事权,剑指地方金融监管“九龙治水”顽疾。

大刀阔斧进行金融监管体制改革,归根结底是为了以监管协调为抓手,强化宏观审慎管理、防范系统性风险。

如在人事安排上,由易纲担任人行行长、党委副书记,银保监会主席郭树清则同时担任人行党委书记、副行长,加强监管协调的意图不言而喻。再如,金融委办公室设立在了人行,此前银监会和保监会拟定银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责也划归人行,这实际上加强了人行的宏观审慎管理职能。背后的逻辑可以解释为,由于中央银行天然具有宏观、逆周期和跨市场的视角优势,且最后贷款人职能以及支付清算功能也使中央银行处于维护宏观稳定、防范系统性风险的独特地位,因此由中央银行统筹负责货币政策和宏观审慎政策是较为合适的安排。

平衡创新与风险,是贯穿金融改革发展始终的永恒难题。当前的金融监管体制改革为这一命题的解决提供了全新思路,但仍需进一步的配套改革与实践检验。

04 消费降级

今年5月1日,一篇题为《这届年轻人已经开始消费降级了》的文章刷爆朋友圈,“消费降级”成为热词。此后,几家低价消费品企业(康师傅、涪陵榨菜等)发布亮眼中报,社会上随之掀起了一场有关“消费到底是降级还是升级了”的大讨论。

反驳“消费降级”的观点并不难。比如方便面和榨菜的营业收入增幅上升,既有其高端市场营收增加的原因,也和企业上半年的涨价行为不无关系。再如,尽管社会消费品零售总额同比增速一路下滑,但这一指标并不包含服务消费,消费品零售增速下降也可能是因为消费偏好由商品转向了服务,而这恰恰是消费升级的表现。



但上述反驳无法解释的是,为什么拼多多的月活用户单季增长了 3700 万?一边是三四千的戴森卷发棒新品上架 15 秒即售罄,一边是 3 亿人都在用的九块九包邮的拼多多——或许用“消费分级”来描述今年的经济生活更为准确。

鲍德里亚在《消费社会》中提到,消费活动与我们的真实需求无关,它是一种更为复杂的社会学系统,生产欲望,构建人设。或许,比起争论消费“降级升级还是分级”,更值得我们深思的其实是:为什么“消费降级”这个概念会引发人们的巨大共鸣?

“降级”是一个置于比较语境下才有意义的概念,而能做出这种比较的无非是中国的 2.25 亿中产阶级(根据麦肯锡的报告,中国中产阶级年薪为 7.5 万-28 万元)。这些人多数居住在一二线城市,一面计划着周末去看哪场展览、年假去哪个国家旅行,一面发愁着房贷、孩子的择校费和父母的医疗费。撇开数据不谈,单凭压力和焦虑便已足够造就“消费降级”的观感。

而要抹平这种焦虑感,经济增长很重要,财富分配很重要,楼市调控很重要,改善公共服务和公共管理更重要。

05 股市探底

2018 年的 A 股表现,似乎只能用凄风苦雨来形容。

年初的短暂冲高之后,上证综指便一路震荡向下。从 2 月到 10 月,上证综指由最高 3587 点下跌至 2449 点,跌幅达 32%,走出了八年来最惨的年度走势。

很多人将今年的股市异动与 2015 年暴跌类比,但无论表现还是原因,两轮异动都有着极大不同。2015 年股市是三个月内一骑绝尘式的向下,而今年下跌时间持续长达 10 个多月,背后的原因也更为复杂和深层。

阶段性来看,仅直接诱因就可以粗略概括为四个方面:1 至 2 月的绩差股业绩爆雷、3 至 4 月的贸易摩擦影响信心、5 至 7 月的信用风险爆发和 10 月的美股拖累。

整体来看,去杠杆在供需层面造成了较大影响,经济整体承压,资管新规对非标的压缩构成了实际上的信用紧缩,很可能加大了融资难度,提高了质押冲动。

单就证券系统而言,至少有两个制度值得注意。一是发行制度。2013 年至 2016 年,增发融资远远超过了 IPO 的数量(2015 年家数达到最大差值,分别为 813 家和 223 家;2016 年金额达到最大差值,分别为 16918 亿元和 1496 亿元)。2017 年开始对并购增发加强监管,同时推动 IPO 常态化,这有利于降低部分并购的“虚火”,但同时



也降低了已上市公司的并购价值或者说融资便利溢价。前期较多机构以结构化产品方式参与定增,但在今年的制度变革背景下,产品存续更加困难,解禁卖出压力加大。二是质押制度。上市公司股东尤其是民营企业股东,缺乏有效的融资渠道。质押的制度安排,使得股价下跌时质押品数量存在负反馈,当股东无力补充质押时,被动减持导致股价下跌压力巨大。

无论如何,信心还是要有的。乐观点儿看,股票市场的估值回到历史低位更有利于长期股权投资制度建设,而完善新战场“科创板”的制度基础设施也值得期待。

06 稳定杠杆

中央层面今年最后一次提到“去杠杆”,是在11月9日。中国人民银行当晚发布的《2018年第三季度中国货币政策执行报告》指出,要“处理好稳增长与去杠杆、强监管的关系”,这与10月底金融委会议的措辞一致,强调的都是去杠杆力度和节奏的变化。而在更早之前,政策方向就已经从“去杠杆”变成了“稳杠杆”。

从“去杠杆”到“稳杠杆”,这是今年最重要的政策转向。

表面上看,转向是由于过去一段时间去杠杆取得成效,宏观杠杆率趋于稳定。易纲行长12月13日表示,“从去年开始,杠杆率基本上稳定在250%左右,现在宏观杠杆的稳定已经差不多八个季度了。”

但真正迫使政策在短时间内迅速做出调整的原因,其实是伴随“严监管”的深入推进,宏观政策在操作中实际上转入金融去杠杆的调整路径,随之产生了一系列负面后果,最突出的表现就是以今年债券违约潮为开端的民企危机。

CF40学术委员、安信证券首席经济学家高善文较早指出了这一问题。在5月31日那场引发巨大争议的演讲《去杠杆之殇》中,他说,监管部门推出了信贷紧缩政策等降杠杆措施,导致了表外利率的急速上升,切断了杠杆率本就不高的民营企业的资金链,打乱了市场正常的去杠杆节奏,引起了信用紧缩的恶性循环。同时,高杠杆国企的资金供给却没有受到明显影响,市场出现了劣币驱逐良币的现象。一个多月后,他又在《去杠杆之争》一文中警示道:“从宏观上看,去杠杆的主体是国有企业和地方政府。从金融市场看,去杠杆压力集中在民营企业和低评级的融资平台。政策指向与政策效果之间存在的偏离值得关注。”

一个公认的事实是,中国的杠杆率是结构性问题。这其实就意味着,我们难以简单地用“去杠杆”或者“稳杠杆”来概括政策的真正涵义。有实证研究表明,我国非



金融部门债务/GDP 是比 M2/GDP 更为有用的关于银行危机的预警,这说明高杠杆仍是高风险的最大来源,在中长期仍应保持有序去杠杆的政策定力。

“稳杠杆”实际上是“去杠杆”的拓展和延续,更加准确的表述可能是,当前稳的是金融杠杆,去的是国企杠杆。居民杠杆要不要去,至今仍有争议。此外,考虑到财政政策方向,政府部门接下来的去杠杆空间似乎也十分狭窄。

07 纾困民企

民企危机始于今年上半年。占中国债市存量三分之一的信用债券频频爆出违约事件,与 2014-2015 年债务违约潮主体是国企、“一高两剩”行业不同,这轮违约主体多为民营上市公司,尤其是依靠股权质押、债券发行、非标滚动融资大幅扩张的企业。

从违约原因来看,宏观监管环境趋严,随着资管新规等一系列政策相继落地,表外融资的通道被大大收紧,而前期盲目扩张、加杠杆的一些企业在这时更容易遭遇流动性危机,风险也就相继暴露。

这场危机也迅速蔓延至网贷行业,甚至有头部平台也在这一波 P2P 爆雷潮中倒下。一些小平台或问题平台首先爆出偿付危机,带动市场情绪的发酵。此后,挤兑叠加流动性退潮、合规成本上升,一些合规经营、底层资产质量较好的 P2P 平台也绷不住了。

与以往不同,这次多数债券违约事件与资本市场关系密切,而今年以来,中国股市持续下跌,两者叠加埋下了更深重危机的隐患,最突出的便是一些上市民企面临的股权质押爆仓风险。10 月 11 日和 10 月 18 日,A 股经历两轮下跌,上证综指跌破 2500 点,上市公司股权质押遭平仓。

为支持民营和小微企业,今年以来,人民银行已经实施了四次定向降准,并通过再贷款、再贴现的方式,提供了 3000 亿流动性支持。但由于货币政策传导机制不畅,释放的流动性并未真正传导到实体经济。9 月份以来,CF40 数次在北京和天津召开内部研讨会,专题讨论打通信用传导机制、解决民企融资难题。

中央高度关注民企危机。从 9 月开始,“一委一行两会”和相关领导就民企融资问题开会、表态十余次。11 月 1 日,习近平总书记在民营企业座谈会上强调了三个“没有变”,给民企吃了一粒“定心丸”。此后,“三支箭”政策组合以及大型银行对民企贷款的“一二五”目标相继出台。

但是,由于前期金融去杠杆过猛叠加经济下行期金融机构风险偏好下降,上述政策效果仍待观察。更重要的问题则在于,我们应该在这场纾困民企运动中保持冷静,



既要认识到解决民企融资问题的根本出路还是要靠市场，更要对我们当前所面临的困境有一个清晰的判断：究竟是短期问题还是长期问题？这直接决定着政府的救助手段是一种短期应急措施还是长期的制度性改变。如果用短期手段作用于长期性问题，将会无果而终；如果将长期性手段用于周期性问题，周期过后可能出现新的风险。

08 积极财政

今年 7 月，CF40 成员、央行研究局局长徐忠在其演讲《当前形势下财政政策大有可为》中，将矛头直指我国财税体制弊端，并认为目前多个现象表明我国积极的财政政策不够积极甚至是紧缩的。随即，财政系统神秘人士“青尺”发文回应徐忠，观点针锋相对，一场“央财之争”拉开大幕。

理解这场争论，需要先看懂当时的宏观经济环境。在社融规模持续下滑、债务违约频发的大背景下，此前为了防风险所实行的“稳货币、紧信用、严监管、紧财政”政策组合似已不再适用，上半年，人们寄希望于货币政策进行逆周期调节，但过度依赖货币政策很可能导致以低利率掩盖低下投资回报率的后果，最终只能倒逼货币环境宽松愈加宽松，但并不解决一系列结构性矛盾。

随着争论的深入，财政政策需要更加积极已成共识——从“积极”到“更加积极”，这是今年第二重要的政策转向。接下来需要讨论的是，更加积极的财政政策发力点在哪里？空间有多大？赤字率要不要破 3%？挑战有哪些？怎么解决？

关于发力点的问题，今年出台的一系列相关举措已经给出答案。修改个人所得税法、扩大企业研发费用加计扣除的范围和比例、加速发行地方专项债、提前下达 2019 年中央对地方转移支付……可以看出，发力点一是减税降费、二是保持支出强度。

但回答后面几个问题并不容易，学界和政策界至今仍在争论。一个现实问题是，随着企业利润增速下滑、房企现金流的收紧和减税的继续推进，预计 2019 年政府收入增速将放缓，应对债务存量已然捉襟见肘。如果再加上赤字扩张所带来的债务增量规模，政府综合财力与支出之间巨大缺口所隐含的违约风险不容忽视。

09 楼市降温

2018 年的楼市没有“金九银十”，只有打折促销和各地“房闹”。有人乐见楼市降温，因为距离 dream house 又近了一步；有人担心楼市降温，因为这代表自己的资产缩水了。



楼市降温是好是坏?回答这个问题,要先知道为什么会降温。供给端来看,政策通常是收紧对房地产企业的信贷及各类融资渠道,试图迫使开发商放弃“囤房囤地”的策略,以增加市场的短期供应;需求端来看,政策倾向于加息、提高首付比、行政性限购等手段,以抑制市场的短期需求。

这不仅是今年楼市呈现降温迹象的原因,也是历次调控周期内房价得到抑制的原因,更是历次调控政策退出后房价报复性反弹的原因。中长期来看,上述调控手段不仅没有弥合房地产市场的供需缺口,反而令其不断扩大。

具体到2018年,楼市降温迹象值得我们警惕。因为在外需趋弱、消费难有起色的情况下,固定资产投资将成为左右2019年中国经济走向的关键。而在固定资产投资中,考虑到当前的流动性困境和地方政府有限的融资空间,制造业投资和基建投资不足赖也,房地产投资因此成为重中之重。

中金的研究显示,中国房地产周期的下行压力正在积聚,2019年房地产投资增速可能会下降5%-10%。已有多位经济学家呼吁房地产政策调整宜早不宜迟,短期方向宜放松对开发商融资的各种约束,避免投资增速出现大幅度回落;长期来看,扩大有效供给仍是政策要义。

10 汇率守七

人民币汇率在2018年两度逼近7的整数关口,让很多人心惊胆战。一时间,“破7”还是“保7”的争论再起。

有人认为,“‘7’不‘7’的意义不大”,从推进人民币汇率市场化改革的角度来说确实如此。但人们之所以关注关口“7”,从历史经验来看,是因为“7”是人民银行屡屡成功击退投机势力的里程碑和重要见证;从现实意义来看,是因为人民币汇率已成为市场衡量中国经济走势的重要指标,而7恰恰就是那个心理点位。

我们倾向于人民币应该破“7”,因为破7带来的政策转型意义不仅限于汇率制度改革本身,更在于推动决策者从更宏观的角度,去重新审视和思考汇率政策目标与外汇储备、国内货币信贷需求,以及金融开放等其他政策目标间的博弈关系和重要性排序。

应当看到,人民币即使破“7”,暴跌的可能性也微乎其微。“8.11”汇改后,企业对汇率风险的管理意识增强。大多数企业已提前通过海外投资、增持外汇存款等渠道增持美元资产,释放外汇资产配置需求。同时,在前期人民币单边升值的背景下,



企业逐步偿还外债，货币错配状况得以改善，汇率风险敞口有所下降。此外，政府有能力应对大型事件造成的汇率波动。今年以来，央行在加强与市场主体沟通的同时，通过掉期交易市场及时调节外汇流动性，并通过重启外汇风险准备金和逆周期因子，有序释放贬值压力。即使在特朗普追加 2000 亿关税和下半年美联储大概率加息预期背景下，即期汇率也能及时止跌回稳，外汇储备降幅渐趋收窄。

当然，破“7”不能蛮破。正如巴苏所言，真实世界里的政策制定并不是孤悬于思维实验中的逻辑推演，而是一门需要兼顾市场反应、政治决策、社会规范和国际权衡的艺术。破“7”最重要的是避免形成单边贬值预期，时点选择极为关键。而在真正破“7”之前，更重要的工作则是加强与市场的沟通，破除市场对“破7”的心理恐慌。

免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，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。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。