



金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2019 年第 02 总第 672 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：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2206 室

2019 年 01 月 08 日 星期二

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



宏观经济	2
社会保险费划转税务部门实质性启动.....	2
税务局：目前没有加强房租收入征管通知.....	2
基建发力多地城铁项目获批复.....	2
日本 1 月 7 日起征收“国际观光旅客税”.....	2
货币市场	3
央行降准 1 个百分点 净释放长期资金约 8000 亿元.....	3
2018 年日本货币供应量增长率连续 12 年刷新历史纪录.....	3
监管动态	3
多项金融防风险政策有望加速落地 金控监管办法正在酝酿.....	3
证监会秉承“六字”监管理念 科技执法连提三年.....	4
金融行业	4
养老目标基金获批“加速度”.....	4
期货业“三朵金花”横空出世 商品期权将再度扩容.....	4
资本市场学院校园启用.....	5
国企改革	5
11 家试点央企打造国资投资公司“升级版”.....	5
热门企业	5
小米战略入股 TCL 集团 雷军发力大家电业务.....	5
阿里巴巴就公司股权变动发布声明.....	6
苹果与三星宣布达成合作.....	6
华为基于 ARM 架构发布鲲鹏 920 芯片.....	6
地方创新	7
北京首推集体土地共有产权房 1 月 16 日开始竞买.....	7
上海调整车船税和企业用地税收 预计今年减税 40 亿.....	7
深圳市基础设施投资基金设立.....	7
成都开通我国首个 5G 地铁站.....	7
深度分析	8
首次全面降准 点评 1 月降准事件.....	8

宏观经济

12 月财新服务业 PMI 为 53.9 创六个月新高

中国 12 月财新服务业 PMI 为 53.9, 创 6 个月新高, 预期 53, 前值 53.8。中国 12 月财新综合 PMI 为 52.2, 前值 51.9。分项来看: 1) 新业务指数继上月大幅反弹后略有回落, 服务业需求保持平稳; 2) 就业指数出现进一步下行, 尽管仍高于荣枯线, 但服务业就业吸纳力度趋弱; 3) 收费价格指数和投入价格指数均有小幅上升, 经营活动预期指数也呈现反弹, 企业预期略有好转。

社会保险费划转税务部门实质性启动

2019 年起, 社会保险费划转税务部门工作已经实质性启动, 北京、吉林等七个省份已发文明确, 机关事业单位社会保险费和城乡居民基本养老保险、城乡居民基本医疗保险交由税务部门征收, 但并不涉及企业职工社会保险费。

税务局: 目前没有加强房租收入征管通知

税务局人士近日表示, 目前地方不大可能会通过房租专项附加扣除信息去查房东租金收入是否交税, 税务总局也没有这方面加强征管的通知。不过在当前税法下, 出租房屋需要依法纳税, 纳税人应该遵守。由于税源分散且金额小, 信息不透明且人力有限, 地方也很少去针对个人出租住房严格征税。但随着出租住房信息逐步透明, 一些房东担心面临严征管而补缴税款。

基建发力多地城铁项目获批复

继济南、重庆、上海、杭州四座城市 10 多条轨道交通获得批复之后, 2019 年第一周, 国家发改委又先后批复了《江苏省沿江城市群城际铁路建设规划(2019-2025 年)》和《武汉市城市轨道交通第四期建设规划(2019-2024 年)》, 两个规划涉及投资 3786 亿元。面对 2019 年国内经济下行压力加大和更为复杂的外部环境, 持续回暖的基建投资有望成为拉动经济增长的重要引擎之一。相关专家预计 2019 年基建投资增长 10%, 成为拉动投资的关键力量。

日本 1 月 7 日起征收“国际观光旅客税”



日本政府 1 月 7 日起开始征收“国际观光旅客税”（出境税），每名从日本出境的 2 岁以上旅客（包括日本公民）需缴纳 1000 日元（约合人民币 63 元），附加在机票或船票中。这也是日本 27 年来首次新设国税。日本政府预计，2019 年可收税 500 亿日元。

货币市场

央行降准 1 个百分点 净释放长期资金约 8000 亿元

为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，1 月 4 日，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点。其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。同时，2019 年一季度到期的中期借贷便利(MLF)不再续做。这样安排能够基本对冲今年春节前由于现金投放造成的流动性波动，有利于金融机构继续加大对小微企业、民营企业支持力度。有关负责人表示，此次降准将释放资金约 1.5 万亿元，加上即将开展的定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金，再考虑今年一季度到期的中期借贷便利不再续做的因素后，净释放长期资金约 8000 亿元。

2018 年日本货币供应量增长率连续 12 年刷新历史纪录

日本央行数据显示，截至 2018 年年末日本货币供应量为 504.2166 万亿日元，较 2017 年增长 5.0%，连续 12 年刷新历史最高纪录。

监管动态

多项金融防风险政策有望加速落地 金控监管办法正在酝酿

2019 年中国人民银行工作会议指出，切实防范化解重点领域金融风险。继续推动实施防范化解重大风险攻坚战行动方案，稳定宏观杠杆率，推动出台金融控股公司监管办法，加快补齐金融监管短板，有序化解影子银行风险，继续开展互联网金融风险



专项整治。充分发挥存款保险作用，做实金融风险监测、评估和处置机制。根据央行此前的表态，金融控股公司相关监管办法将力争在 2019 年上半年正式出台。目前，央行正在对五家机构进行模拟监管试点，以优化和完善未来将出台的监管办法，使其更具适用性和操作性。

证监会秉承“六字”监管理念 科技执法连提三年

近日，证监会主席刘士余到证监会稽查局、稽查总队进行工作调研，对稽查执法工作提出六方面要求，其中包括狠抓科技执法，发挥现代信息技术对稽查办案的支撑作用，提升办案能力和效率。至此刘士余已经连续三年当年首次调研选择稽查执法工作，同时连续三年强调科技执法建设和提高科技执法能力。

金融行业

养老目标基金获批“加速度”

近日，证监会网站信息显示，2018 年的最后一个工作日即 12 月 28 日，第三批养老目标基金集体喜获“准生证”。至此，加上首批获批的 14 只、第二批获批的 12 只养老目标基金，公募基金市场上正式获批的养老目标基金数量已经达到 40 只。业内人士分析称，养老目标基金接连、快速获批，是为了赶上今年个税递延政策优惠的“便车”。个人税收递延型商业养老保险试点将于今年 5 月 1 日到期，试点结束后，公募基金有望纳入个人商业养老账户投资范围，享受个税递延政策，而养老目标基金的集中获批，是对今年冲刺个人税收递延型商业养老账户的产品准备。

期货业“三朵金花”横空出世 商品期权将再度扩容

1 月 4 日，郑商所、大商所和上期所几乎同时发布通知称，将于本月 28 日分别上市棉花期权、玉米期权和天然橡胶期权。这也是继白糖期权、豆粕期权和铜期权后，我国商品期货期权阵营的进一步扩容。业内人士表示，推出商品期货期权利于衍生品市场创新工具和手段，为产业的发展进一步稳定收益保驾护航，同时也利于企业进行价格风险管理；此外，更是为“保险+期货”的试点业务提供更多选择，探索“保

险+期权”模式。

资本市场学院校园启用

2019 年 1 月 7 日, 资本市场学院校园正式启用。证监会党委书记、主席刘士余, 深圳市委副书记、市长陈如桂为校园揭牌, 对学院下一步工作提出了要求, 并寄予希望。资本市场学院是由证监会和深圳市政府联合举办的资本市场专业性教育培训机构。学院将以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导, 加快高端金融人才的培养, 为建设富有国际竞争力的中国特色资本市场提供强有力的人才保障和智力支持。

国企改革

11 家试点央企打造国资投资公司“升级版”

新一批国有资本投资公司试点已经启动, 目标是打造“升级版”, 11 家央企要力争在 2019 年 1 月底前上报方案。从目前的思路来看, 这些试点央企普遍都提出了混改、重组、上市等计划。目前 11 家企业已经行动起来。国机集团副总经理邬小蕙表示, 将稳步推进核心企业或上市公司为平台的资源整合, 将相关创新与市场资源整合进各专业化子集团, 逐步推动集团主要优质经营性资产全面进入资本市场, 实现分板块整体上市。

热门企业

小米战略入股 TCL 集团 雷军发力大家电业务

1 月 6 日, TCL 集团发布公告, 宣布小米集团战略入股 TCL 集团。公告显示, 2019 年 1 月 4 日小米集团通过深交所在二级市场购入 6516.8803 万股, 占公司总股本的 0.48%。TCL 表示, 此次入股有利于加深小米和 TCL 两个产业集团的合作深度, 构建更为紧密的战略合作伙伴关系。业内人士表示, 此次小米集团入股, 无疑是双方在过

去良好合作关系基础上的又一次升级，有利于小米在大家电领域做大做强。

阿里巴巴就公司股权变动发布声明

据天眼查显示，马云和谢世煌退出淘宝网股权备案，新增杭州臻希投资作为唯一股东。臻希投资由杭州臻强投资和杭州臻晟投资各持股 50%，张勇、赵颖、郑俊芳、童文红、邵晓锋 5 名高管各持有杭州臻强和杭州臻晟 20% 股份。杭州臻希的对外投资几乎囊括了阿里的主要业务体系，包括淘宝、天猫、阿里云及广告公司等。阿里巴巴声明：马云从未转让和退出淘宝的股份，也没有这个打算；这是任何公司管理过程中非常正常且普通的技术和法律层面操作；这样的调整，将进一步推进阿里巴巴管理的透明和公开。

苹果与三星宣布达成合作

1 月 7 日，苹果宣布与三星在内容方面建立合作。据悉，此次双方达成合作后，iTunes 将在 100 多个国家的三星智能电视上推出，AirPlay 2 则会在 190 多个国家和地区推出。三星与苹果之间这对昔日的老对手在这样的时刻选择达成和解，或许与二者双双在硬件营销业绩方面受挫不无联系。在硬件销售日趋放缓的处境之下，苹果似乎已经开始寄希望于其服务业来带动营收增长。

华为基于 ARM 架构发布鲲鹏 920 芯片

1 月 7 日，华为宣布推出 ARM-based 处理器——鲲鹏 920 (Kunpeng 920)，以及基于鲲鹏 920 的 TaiShan 服务器、华为云服务，将计算性能推向新高度。据华为董事、战略 Marketing 总裁徐文伟介绍，鲲鹏 920 及 TaiShan 服务器，将主要应用于大数据、分布式存储、ARM 原生应用等场景。徐文伟称，鲲鹏 920 是目前业界最高性能 ARM-based 处理器。另外，华为还同步推出了基于鲲鹏 920 的 TaiShan 系列服务器产品，包括均衡型，存储型和高密型三个机型。值得注意的是，鲲鹏 920 芯片是麒麟系列芯片和昇腾系列芯片后，华为再次新开辟的芯片定位。

地方创新

北京首推集体土地共有产权房 1 月 16 日开始竞买

北京市规划和自然委员会在日前发布了一则名为“集体土地建共有产权房探索公共服务配套与共有产权房建设的供地方式”的消息。消息显示，集体建设用地区级统筹大兴区瀛海镇 YZ00-0803-2003、2004、2005A、2005B 及 2008 地块于 12 月 27 日 9 时起挂牌出让公告，将于 1 月 16 日开始竞买，预计 1 月 30 日完成挂牌出让。这也是北京市第一次使用集体建设用地建设共有产权房。

上海调整车船税和企业用地税收 预计今年减税 40 亿

上海市政府常务会议提及上海市政府近期出台了《关于全面提升民营经济活力大力促进民营经济健康发展的若干意见》。意见指出，上海市将调整车船税和涉及企业用地成本的相关税收，政策全部实施后，预计 2019 年减税规模合计约 40 亿元人民币。

深圳市基础设施投资基金设立

近日，深圳市基础设施投资基金揭牌暨签约仪式举行。深圳市基础设施投资基金首期整体规模 1000 亿元，远期整体规模将达到 2000 亿元。该基金由深圳市发改委会同财政委等部门共同组建，由深圳市特区建设发展集团有限公司、深圳市投资控股有限公司、深圳市创新投资集团有限公司 3 家市属国企共同出资，深圳市特区建设发展集团作为控股股东。

成都开通我国首个 5G 地铁站

全国首个 5G 地铁站（地铁 10 号线太平园站）已于 1 月 5 日在成都正式开通，该地铁站是全国第一个覆盖 5G 信号的地铁站，将成为四川移动对 5G 室内分布系统进行测试的重要场所。据了解，此次四川移动在太平园地铁站开通的 5G 基站，是国内首个基于 2.6GHz 频段的 5G 数字化室内分布系统网络。具体而言，此前布局的 5G 基站主要集中在室外，用于拓宽 5G 网络的广度；而室内分布系统则用于解决 5G 网络的深度覆盖问题，目标是要让 5G 网络信号能够覆盖到室内的每一个角落。5G 室内分布系统开始布局，标志着 5G 全场景连续覆盖即将成为现实。

深度分析

首次全面降准 点评 1 月降准事件

文/ 恒大研究院 任泽平 甘源 石玲玲 贺晨

文章来源: 雪球微信公众号 2018 年 1 月 5 日

事件:

为进一步支持实体经济发展, 优化流动性结构, 降低融资成本, 中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点, 其中, 2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。同时, 2019 年一季度到期的中期借贷便利 (MLF) 不再续做。

解读:

1、本次降准是全面降准, 力度大于前 4 次, 政策转暖信号强。

我们此前“建议 2019 年至少 4 次降准”。

此次降准 1 个百分点, 释放资金约 1.5 万亿, 净投放资金约 8000 亿元。本次分两次降准共 1 个百分点, 将释放增量资金约 1.5 万亿元, 加上即将开展的 TMLF 操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金, 再考虑 2019 年 1 季度到期的中期借贷便利不再续做的因素后, 净释放长期资金约 8000 亿元。此外, 置换 MLF 每年还可直接降低相关银行付息成本约 200 亿元。

图表1: 2018 年以来 5 次降准对比

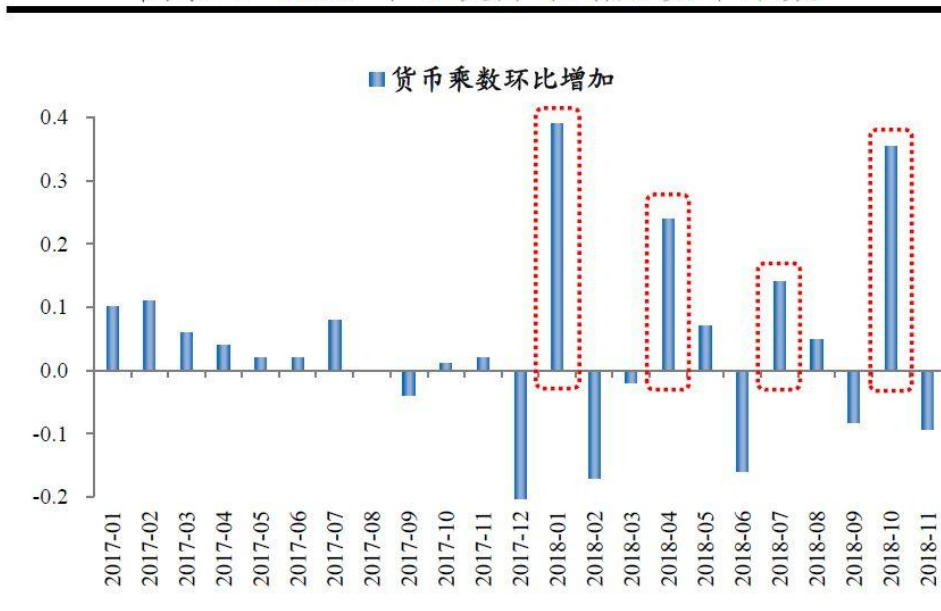
	时间	间隔	降准内容	释放基础货币	考量因素
第一次	2018.01.25	-	普惠金融定向降准 50BP	4500 亿	
第二次	2018.04.25	90 天	下调大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行及外资银行人民币存款准备金率 100BP	13000 亿, 其中 9000 亿用于偿还到期 MLF, 净投放 4000 亿	1) 对冲 4 月企业缴税; 2) 支持小微企业融资
第三次	2018.07.05	71 天	下调大型商业银行、股份制银行、邮储银行、城商行、非县域农商行、外资银行人民币存款准备金率 50BP	7000 亿, 其中 5000 亿用于支持债转股, 净投放 7000 亿	支持债转股和小微企业
第四次	2018.10.15	102 天	下调大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行、外资银行人民币存款准备金率 100BP	12000 亿, 其中 4500 亿用于偿还到期 MLF, 净投放 7500 亿	1) 对冲 10 月企业缴税; 2) 支持企业融资
2018 合计	2018 年 4 次降准, 共 200BP, 合计投放基础货币 3.65 万亿元, 净投放 2.3 万亿元				
第一次	2019.01.15 2019.01.25	92 天 10 天	全面降低金融机构存款准备金率 100BP	15000 亿, 加上即将开展定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金, 净投放约 8000 亿	1) 对冲春节前资金压力; 2) 支持企业融资

资料来源: 中国人民银行, 恒大研究院

对标前几次降准, 此次力度较大。1) 2018 年 4 次降准均为定向降准, 并非针对所有存款类金融机构, 此次为全面降准。2) 释放基础货币金额大于前几次, 2018 年 4 次降准分别净投放基础货币 4500 亿、4000 亿、7000 亿和 7500 亿, 此次净投放 8000

亿。3) 对标2017年、2018年年初央行货币政策操作,此次效力更强。2017年是28天的TLF,2018年是30天的CRA。预计本次降准将增大货币乘数至少0.36。2018年4次降准对货币乘数影响最大的为10月份,提高货币乘数0.36。本次全面降准力度更大,预计增加货币乘数超过0.36,带动M2增速企稳。

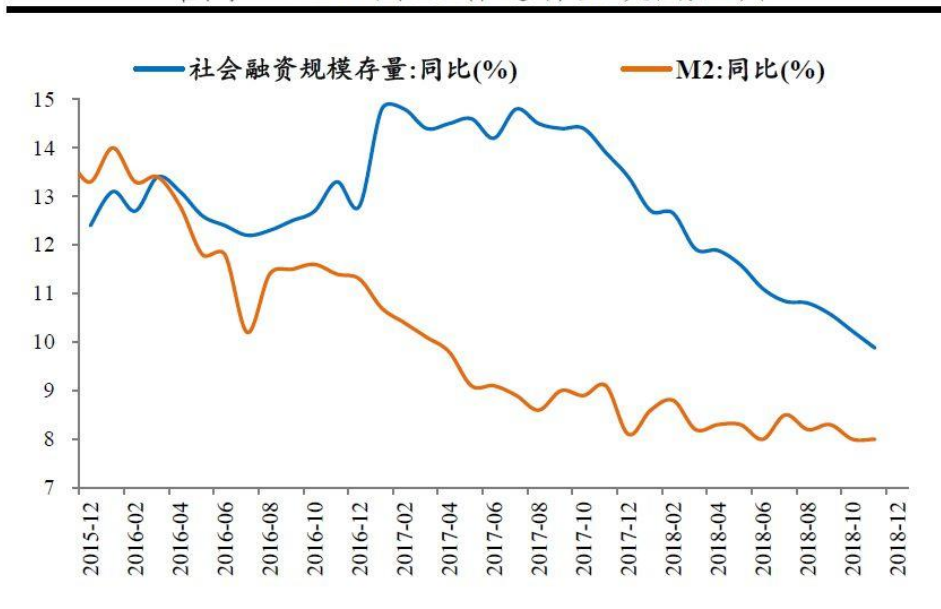
图表2: 2018年4次降准增加货币乘数



资料来源: Wind, 恒大研究院

雪球·泽平宏观

图表3: M2同比增速有望筑底回升



资料来源: Wind, 恒大研究院

雪球·泽平宏观

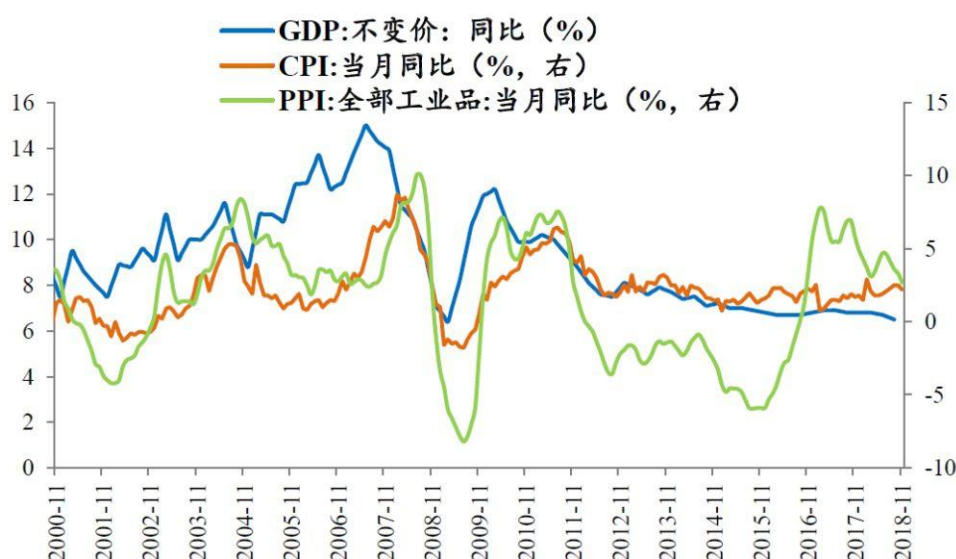
2、经济下行压力加大,通缩风险上升,叠加季节性因素,是本次降准主因。

近期经济下行、物价回落，表明经济周期从滞胀转入通缩，中央提出“强化逆周期调节”。从经济周期运行看，当前处于：世界经济见顶回落、金融周期从去杠杆到稳杠杆、房地产周期调控尾声、主动去库存周期、产能新周期筑底、新政治周期。

12 月中国制造业 PMI 为 49.4%，为 2016 年 7 月以来首次跌破荣枯线，创 2016 年 3 月以来新低。新订单指数为 49.7%，较上月下跌 0.7 个百分点，为 2016 年 2 月以来的低点。其中进口指数 45.9%，较上月下跌 1.2 个百分点，连续 6 个月在 50% 以下，反映内需活动低迷。新出口订单指数 46.6%，较上月下滑 0.4 个百分点，已是连续 7 个月低于临界点，创三年新低，反映外需疲弱。PMI 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均降至年内低点，分别为 44.8% 和 43.3%，较上月回落 5.5 和 3.1 个百分点，通缩风险上升，企业利润下滑、实际利率上升。

近期货币政策边际放松信号明显。近期央行行长易纲提出中国经济下行需要一个相对宽松的货币条件；总理强调加大宏观政策逆周期调节的力度，运用好全面降准、定向降准工具。伴随央行出台 TMLF、加大再贷款再贴现，调整普惠金融定向降准动态考核标准，货币政策聚焦国内稳增长，支持民营企业和小微企业融资。

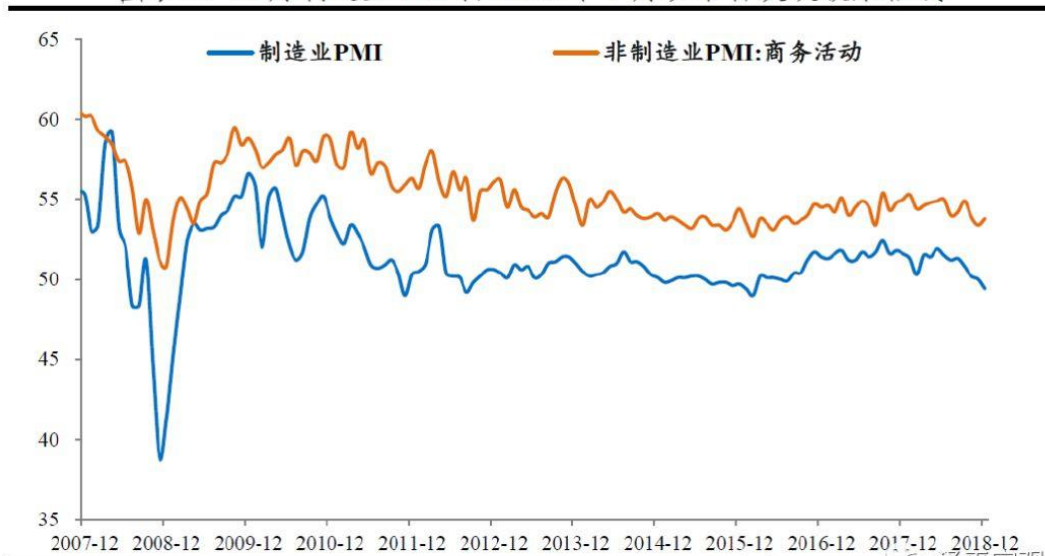
图表4：经济下行压力大，滞胀转通缩



资料来源：Wind，恒大研究院

雪球：泽平宏观

图表5: 12月制造业 PMI 自 2016 年 7 月以来首次跌破荣枯线



资料来源: Wind, 恒大研究院

雪球·泽平宏观

1 月份资金缺口大, 降准利于对冲春节前资金压力, 是这个时点降准的主要原因。从历史经验来看, 春节前企业发放薪酬、居民采购需求增加, 现金需求显著增长, M0 大幅增长, 降低货币乘数。此外, 1 月份将上缴 7000 亿财政存款、地方政府债券发行提前、前期央行 MLF 有 3900 亿将于 1 月到期, 资金压力集中在 1 月份, 春节前资金面压力大, 资金缺口约 3.8 万亿。2017 和 2018 年, 央行为对冲春节前资金压力, 分别采用了临时借贷便利 (TLF) 和临时准备金动用安排 (CRA) 分别投放 6000 亿和近 2 万亿资金。2019 年春节前, 央行全面降准, 能够有效对冲春节前资金面压力, 有利于银行体系流动性总量保持合理充裕。同时, 近期美股大幅回调也为我国降准带来了时间窗口。

3、降准成本低、覆盖广、期限长, 能够有效改善实体经济融资环境, 降低融资成本, 是此次降准的主要目的。

从投放成本、投放范围和资金期限来看, 降准均优于 OMO 和 MLF, 能够为银行提供长期、无成本、稳定的资金, 从而更好的服务实体经济。从资金成本来看, 通过 OMO 释放资金的成本在 2.55%-2.7%, 1 年期 MLF 成本 3.3%, 降准的成本最低; 从资金投放范围来看, 全面降准能够覆盖所有存款类金融机构, 而 OMO 和 MLF 大多只针对一级交易商, 降准更符合普惠金融的理念, 且由银行主动控制, 节奏灵活, 能够为实体经济提供稳定的资金; 从资金期限来看, 降准能够释放长期流动性, 既能够打开长端利率下行空间, 也能够保持短期流动性合理充裕, 带动短端利率下行。而 OMO 和 MLF 仅能够提供短期和中期流动性, 影响远小于降准; 从银行来看, 降准释放资金更加稳定, 投放 OMO 和 MLF 的时间和金额都由央行决定, 银行是被动接受, 而降准释放的资金银行可以直接控制。

图表6: 降准与其他货币政策工具的对比

	成本	覆盖范围	期限
降准	成本低	全面降准覆盖所有存款类金融机构	长期流动性
MLF	成本高, 目前 1 年期 MLF 利率 3.3%	主要针对大中型银行	中期流动性: 3 个月-1 年
OMO	成本高, 7 天逆回购 2.55%, 14 天逆回购 2.7%	针对一级交易商	短期流动性

资料来源: 中国人民银行, 恒大研究院

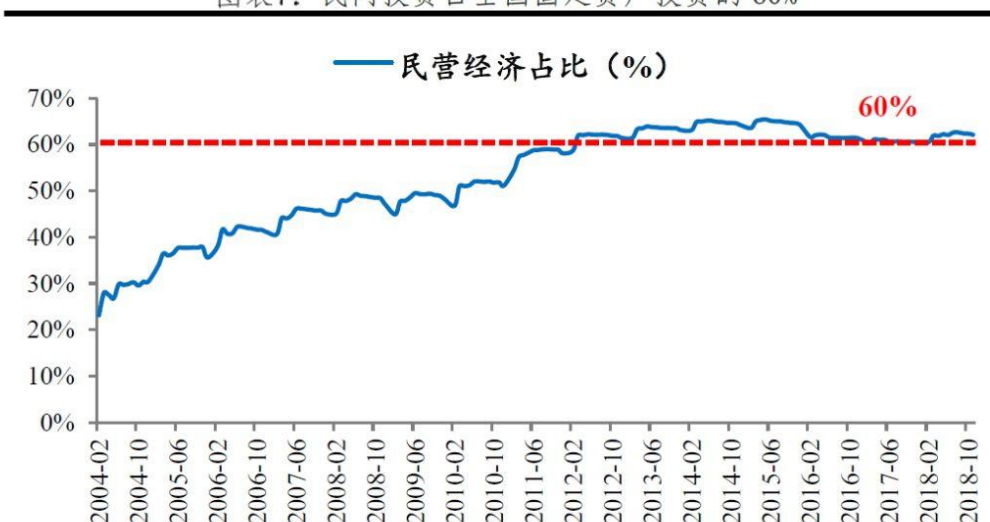
雪球·泽平宏观

4、但是, 降准能否改善信用取决于银行体系风险偏好, 根本原因在于体制结构性问题导致的信贷供需不平衡。

降准并不意味着信用改善, 宽货币能否转为宽信用, 2019 年信贷和社融能否企稳回升, 取决于银行体系风险偏好。2018 年, 社会融资规模持续萎缩, 1-11 月新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比少增 2.1 万亿、2.67 万亿和 1.21 万亿, 民营企业和小微企业融资环境恶化, 央行 4 次降准、3 次增加再贷款、再贴现额度, 仍难挡社融下滑趋势。降准可以缓解银行间流动性压力, 但银行流动性能否转变为市场流动性, 取决于银行对经济的预期和风险偏好。

制约中国货币政策效果的根本原因还在于体制问题导致的信贷供需不平衡, 经济结构与金融结构不匹配。国有企业和地方政府占据较多资源、隐性担保, 可以以较低成本、轻松的从银行获得大量资金; 而民企缺乏抵押品、需求小, 银行对其贷款成本高收益低, 只能低成本从市场获得资金。在资金有限的情况下, 银行更愿意贷款给国有企业, 国企在预算软约束之下往往过度负债。而在去杠杆过程中, 首先受到影响的就是民企、小微企业, 非标收缩的情况下, 他们发行的债券等级低无法被市场接受, 银行在紧信用的指引下也对其收紧信贷。民营企业对 GDP 的贡献与其贷款占比错位, 经济结构与金融结构不匹配。

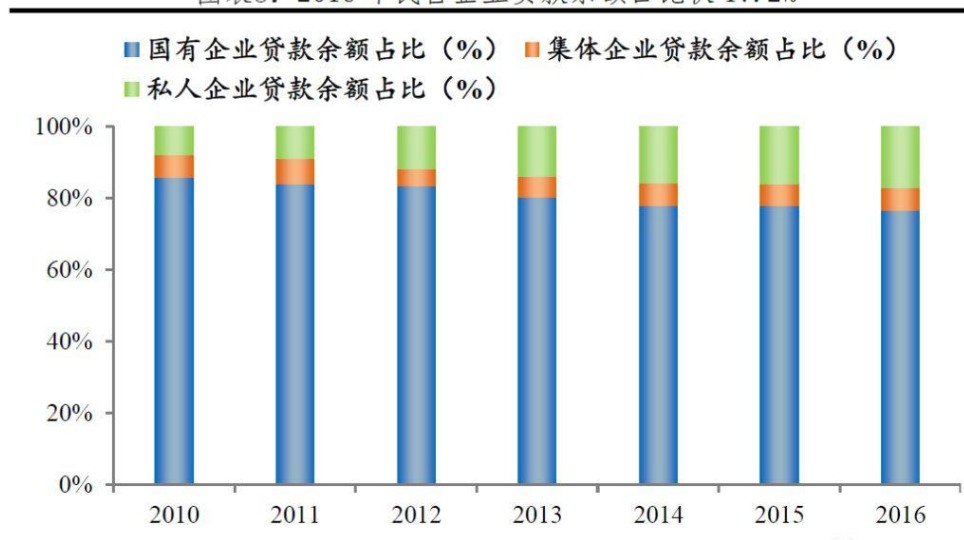
图表7: 民间投资占全国固定资产投资的 60%



资料来源: Wind, 恒大研究院

雪球·泽平宏观

图8: 2016 年民营企业贷款余额占比仅 17.2%



资料来源: Wind, 恒大研究院

雪球·泽平宏观

5、降准利好股市债市，人民币汇率贬值压力有限，而对实体融资的改善关键仍在于货币传导机制的疏通。

对汇率影响：随着美国经济放缓、美联储加息接近尾声和中国加强资本管制，人民币贬值压力有望阶段性缓解。2017 年底以来，由于经济周期不同步，中美货币政策分化，中美 10 年期国债利差一度由 160bp 降至 20-30bp 区间，人民币贬值压力快速积累。但当前美国经济见顶，市场对美联储加息预期大幅降低，制约货币政策的外部压力减弱。随着美联储加息进入尾声，中美货币政策分化趋势缓解，降准对人民币带来的贬值压力有限，预计人民币汇率将在一定区间保持平稳。

对债券市场影响：降准将带动中长端利率下行，利好债市。本轮降准净释放长期资金约 8000 亿元。对冲今年春节前由于现金投放造成的流动性波动，维护市场流动性合理充裕，直接带动中长端利率下行。

对股票市场影响：此次降准提振投资者信心。

对经济影响：降准能否改善金融机构风险偏好，仍需疏通货币传导机制。在当前经济下行压力加大的环境下，金融机构风险偏好低，贷款结构较差，短期贷款及票据融资占比上升，中长期贷款占比下降，民营和中小企业融资难贵问题更趋严峻。降准政策尽管有助于释放长期资金，维护市场流动性合理充裕，但仍难以解决金融机构风险偏好问题，小微企业、民营企业融资能力依然受结构性去杠杆约束，因此要解决实体经济融资问题仍需重点疏通货币传导机制。

6、建议表内继续降准补充流动性，货币市场下调 OMO、MLF 利率降低融资成本，表外监管边际放松恢复非标融资功能，发展多层次资本市场。

1) 建议 2019 年至少还有 3 次降准，继续降准置换 MLF 释放长期流动性。历史上，2014-2016 年货币政策均经历了先定向后全面，先降准后降息的逐步放松过程。伴随中国经济下行压力加大，金融去杠杆转为稳杠杆，美国经济边际放缓，美联储加息

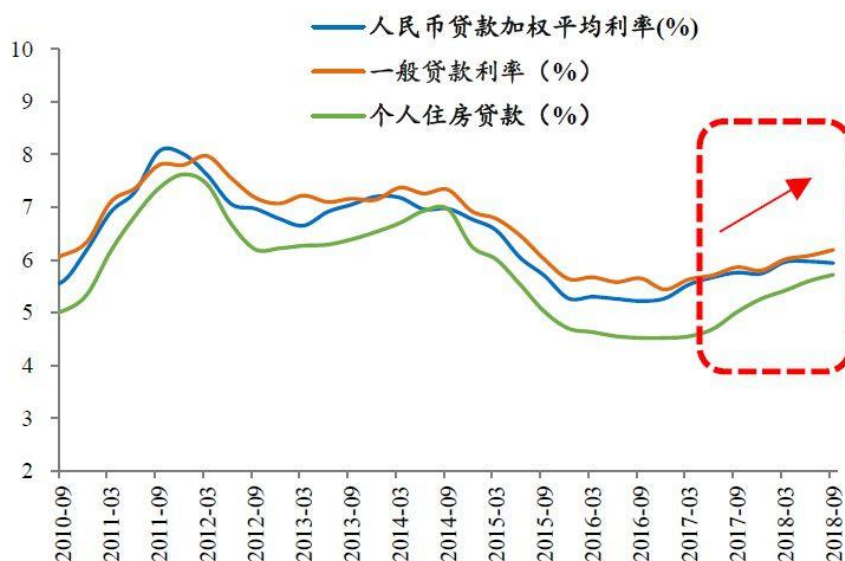
进入尾声，我国宏观政策将更加聚焦国内，进一步降准很有必要。在本轮降准后，中国大型、中小型存款类金融机构存准率依然高达 13.5% 和 11.5%，降准空间依然较大。

2) 实体经济融资形势紧张背景下，建议下调 OMO、MLF 利率，目前较历史低点高出 30 个 BP。在市场利率下行和利率市场化的背景下，政策利率需要随行就市相应做出调整，这有助于修复市场扭曲，理顺货币政策传导机制。同时，随着通胀压力的下行，实际利率上升，央行有必要通过下调政策利率的方式降息进行对冲。目前 7 天 OMO (现为 2.55%) 与 1 年期 MLF (现为 3.3%) 操作利率较历史低点均存在 30bp 的灵活调整空间。

3) 建议客观看待影子银行对解决我国民企融资难题的作用，恢复合规合法的非标融资功能。中国的影子银行和美国的影子银行特征、运作模式、风险水平存在很大的差异。美国影子银行是 1970 年混业经营中发展起来的高杠杆操作、高风险操作、高期限错配、低透明度等模式，通过证券化衍生品获取资金，给金融稳定和经济发展带来了巨大负面影响。中国是信贷主导的中介模式获取监管套利，是传统金融的补充，并不涉及复杂的金融衍生品。风险点在于产品设计的不合理带来的流动性风险、期限错配风险和收益错配风险，以及参与主体中的过剩产业、房地产产业、地方融资平台等顺周期行业所带来的信用风险。不可否认，其发展客观上缓解了金融系统长期存在的中小微企业融资难、融资贵问题，完善了信贷市场发展，美国影子银行最初发展也对美国经济发展起来了重要而积极的正面作用。在守住金融系统风险时，客观看待，切不可“一刀切”的全盘否定，需加强监管和制度约束，引导影子银行向合规、健康、可持续发展的方向发展。

近期贷款利率与货币市场利率背离的一个主要原因就是严监管下表外融资的收缩。我国货币市场利率与银行间利率高度市场化，传导有效。但银行内外市场传导受阻，银行间向交易所及标准化债券传导不畅，而银行间市场利率向贷款利率传导存在明显分化。其中，贷款利率传导受阻的根本原因在于信贷管制政策，市场化程度较弱。过去银行可以通过影子银行规避监管政策和信贷政策：站在实体经济角度来说，相对于为其融资设立了统一的监管标准；站在银行角度来说，相对于为其资金投向设立了统一的监管限制。贷款利率的传导相对有效。2017 年随着金融去杠杆，资管新规、MPA 考核等严监管政策，原本相对市场化的融资方式受到抑制，贷款利率传导再次受阻，市场利率和贷款利率出现背离。

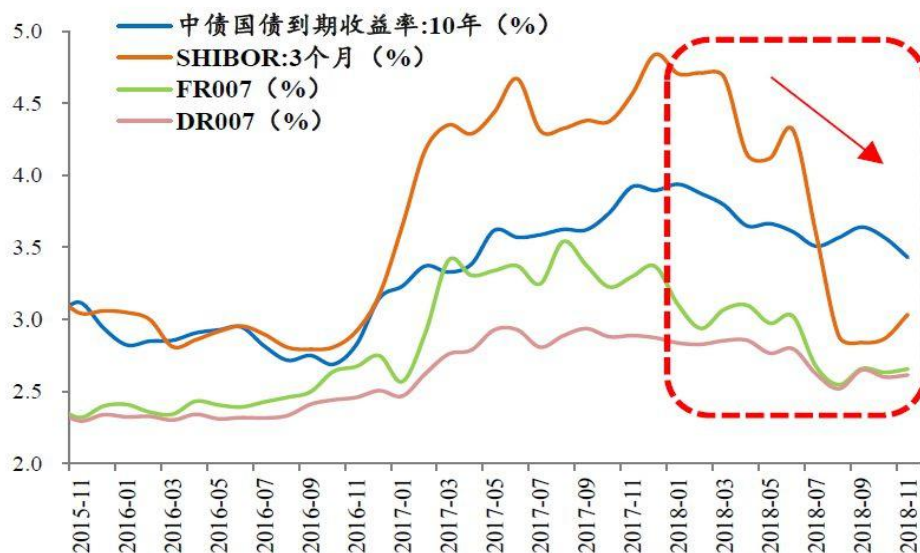
图表9: 2018年人民币贷款利率上行



资料来源: Wind, 恒大研究院

雪球·经济宏观

图表10: 2018年市场利率整体下行



资料来源: Wind, 恒大研究院

雪球·经济宏观

4) 发展直接融资市场, 建立多层次资本市场。目前我国以间接融资为主, 且短期难以改观。但银行属于低风险金融机构, 为了满足不同融资需求, 需要建立多层次的资本市场: 第一, 完善注册制制度, 加强监管和退市制度, 提高资源配置效率, 让股



市真正成为经济的晴雨表；第二，打破刚性兑付，建立可信的、市场的评级定价机制，让债券成为实体经济融资的一个主要工具；第三，建立多层次资本市场，加强板块间分工明确，满足不同企业和投资者的投融资需求。

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。