

宏观研究/动态点评

2019年02月10日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：从宽货币到宽信用需市场信心配合》2019.01
- 2 《宏观：央票互换意味着什么？》2019.01
- 3 《宏观：雄安可能成为新时代改革的排头兵》2019.01

经济下行压力仍存，看好利率债

中高频经济数据观察（2019.1.27-2019.2.9）

高频数据反映经济下行压力仍存，继续看好利率债和基建类城投债

受春节因素影响，1-2月经济增长数据将于3月中旬合并公布，2月份为经济增长数据的真空期；但从我们监测的日均耗煤量、高炉开工率、商品房成交面积等指标来看，2019年1月至今的累计同比表现均要弱于2018年12月，我们认为经济增长仍面临下行压力，预计2019年货币政策有望更加宽松、财政政策更加积极，上半年的工作重点在于民企和小微企业纾困，以及应对可能出现的失业率阶段性上行问题。我们认为债市无风险利率仍有下行空间，预计今年我国10年期国债收益率中枢为3%、底部为2.8%，同时较为看好基建类城投债的表现。

中美贸易磋商顺利进行，人民币对美元汇率上涨

据新华社报道，1月30日至31日，国务院副总理刘鹤带领中方团队与美国贸易代表莱特希泽带领的美方团队在华盛顿举行经贸磋商，下一轮磋商将于2月14日至15日在北京进行。我们认为中美双方认知或仍存较大差距，对于中美贸易谈判进程而言，未来关键或在于美国是否愿意接受中国以大量购买商品和较低程度的结构性改革作为协议。不过，只要贸易磋商继续展开、双方坐到谈判桌前，而非互相实施新一轮竞争性贸易政策，对资本市场风险偏好的影响就相对偏正面。伴随着美联储货币政策转向鸽派、以及贸易磋商的继续进行，离岸人民币对美元汇率已涨至6.7853。

信用利差小幅扩大，社融增速趋势性拐点需等待一二线地产政策放松

上两周（1.27-2.9），中短期融资券三种评级、各期限下信用利差均小幅扩大。目前市场对于“宽信用”最关切的指标是社融增速，我们认为，受地方政府新增专项债发行纳入社融核算口径，2018年上半年专项债发行进度较慢，而从2019年1月开始，专项债已经以较快速度开始发行，可能使得今年上半年部分时点的社融增速出现反弹。但影响社融增速走低的主要因素是企业信用扩张失速问题，这一难题仍未有边际改善迹象，我们判断社融增速的趋势性拐点需要一二线城市地产政策放松的配合，目前这一拐点仍然没有到来。

工业品价格环比小幅回升，但预计PPI同比中枢仍将回落

上两周（1.27-2.9），国际油价、国内煤价-黑色系价格环比小幅回升。我们预计2019年国内供给侧改革工作重心“由破到立”，更注重提高全要素生产率。对于未来PPI环比表现的主要影响因素，应更重视基建、地产等需求侧逻辑的作用。但结合历史表现，我们判断今年需求侧刺激对PPI环比的正向影响可能低于2016-17年间供给侧（去产能、环保）的政策影响。我们认为2019年1月PPI同比增速可能回落到0附近，企业盈利短期难现回升拐点。

仔猪、白条猪价格环比上涨，猪肉潜在供给能力受到前期集中出栏制约

上两周（1月27日-2月9日），受春节因素影响，菜篮子价格指数整体呈现节前季节性上升。非洲猪瘟疫情影响造成养殖户集中加快出栏，使得春节前猪肉供给较为充足，猪肉平均批发价并未受春节影响上行、而是小幅回落；但与此相对，仔猪和白条猪批发价却呈现环比上行，我们认为这反映了前期集中出栏后，猪肉潜在供给能力将受到制约。我们认为，行业产能去化对猪价周期的正向拉动影响，可能在2019年二季度逐渐体现。由于2018年二季度同期的基数较低，我们仍认为猪肉CPI可能在2019上半年同比转正。

风险提示：国内经济下行超预期，宽信用难以向实体经济有效传导，中美贸易摩擦加剧。

高频数据跟踪

图表1：实体经济高频数据跟踪

	1 月 27 日-2 月 9 日 (双周环比)	1 月至今同比	1 月同比	12 月同比
上游				
原油价格 (Brent)	0.86%	-9.86%	-11.12%	-18.72%
动力煤价格	0.88%	-9.5%	-9.52%	-9.5%
铁矿石价格	5.81%	22.6%	21.47%	17.8%
LME 铜价	0.62%	-12.51%	-13.41%	-16.66%
LME 铝价	0.15%	-15.22%	-15.36%	-16.60%
中游				
6 大发电集团日均耗煤	-28.04%	-41.60%	-6.98%	-1.95%
高炉开工率	0.28%	2.08%	2.15%	3.76%
水泥价格	-0.91%	7.56%	7.86%	8.25%
出口集装箱运价指数	1.26%	7.52%	7.40%	8.33%
BDI 指数	-33.59%	-42.10%	-42.01%	-6.95%
下游				
30 大中城市商品房日均成交面积	-25.93%	-38.12%	-11.22%	8.43%
一线城市	-16.19%	-33.07%	4.87%	19.58%
二线城市	-28.06%	-51.30%	-29.01%	-2.80%
三线城市	-13.05%	-11.69%	18.84%	24.01%
猪肉价格	-4.81%	-12.51%	-12.37%	-7.96%
菜篮子指数	5.06%	5.76%	5.18%	4.75%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

市场扫描及宏观视角

大类资产配置观点：高频数据显示经济增长仍面临下行压力，10 年期国债收益率接近 3%
 上两周（1 月 27 日-2 月 9 日，由于春节假期影响，数据截至 2 月 3 日），货币市场方面，R007 下行 28.56 个 BP 至 2.7557%，DR007 下行 25.11 个 BP 至 2.3215%；债券市场方面，5 年期国债收益率下行 5.52 个 BP 至 2.8923%，10 年期国债收益率下行 4.31 个 BP 至 3.0967%。上两周，央行共发行 1800 亿元逆回购，均为 14 天逆回购。本周（2 月 10 日-2 月 16 日）央行公开市场逆回购到期 6800 亿元，MLF 到期 3835 亿元。

2018 全年经济数据已全部公布，GDP 增速延续平缓下行态势，全球经济复苏局势及相关外需仍有较大不确定性，国内工业生产持续弱势、工业企业盈利增速下滑，我们认为经济下行压力仍然存在，我们预计 2019 全年经济增速为+6.2%左右。

由于春节因素影响，1-2 月经济增长数据将于 3 月中旬合并公布，2 月份为经济增长数据的真空期；但从我们监测的日均耗煤量、高炉开工率、商品房成交面积等实体经济指标来看，2019 年 1 月至今的累计同比表现均要弱于 2018 年 12 月，我们认为经济增长仍面临下行压力，预计 2019 年货币政策有望更加宽松、财政政策更加积极，上半年的工作重点在于民企和小微企业纾困，以及应对可能出现的失业率阶段性上行问题。

2019 年 1 月，央行开展了 2018 年度普惠金融定向降准动态考核、全面降准 1 个百分点、并开展新创设的 TMLF 操作，共释放长期资金约 8000 亿元。我们认为，继定向降息和全面降准后，央行后续大概率会选择连续降准，预计 2019 年央行将降准 3-4 次，下调逆回购和 MLF 利率 10BP 左右，并可能再次降低 TMLF 利率，货币政策有望转向稳健略宽松。

叠加国内经济下行压力有所加大（2018 年四季度名义 GDP 增速回落到+8.1%，2018Q3 前值+9.6%，2018 全年增速+9.4%，我们预计 2019 年名义 GDP 增速大概率延续回落）、海外 10 年期美债收益率下行至 2.6%（数据截至 2 月 10 日）的背景，我们认为债市无风险利率仍有下行空间，预计今年我国 10 年期国债收益率中枢为 3%、底部为 2.8%，一季度利率债走势需关注专项债大量发行及经济基本面回落两项因素的正负博弈。同时，基于稳增长的考量，政策方面给出明确信号，要引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求，我们仍较为看好基建类城投债的表现。

股市方面，我们认为受供给侧改革“由破到立”、PPI 中枢下行态势较为确定的因素影响，近期仍难见工业企业盈利拐点，今年股市整体走势更多地取决于流动性环境、无风险利率和风险偏好。短期来看，中美贸易谈判能否达成实质性协议，可能对市场风险偏好产生一定的影响。

我们认为，2019 年 CPI 中枢可能温和上行，而 PPI 中枢大概率延续回落，CPI 中枢将反超 PPI，随着 PPI-CPI 的剪刀差重新转负，中下游行业的盈利表现有望相对跑赢上游。从 PPI-CPI 剪刀差与资本市场的板块表现相关性来看，在 CPI 同比增速高于 PPI 的历史阶段，消费行业的相对表现多数情况下强于周期板块，我们相对看好今年有望受益于结构性涨价、行业集中度提升，以及与可能出台的地产边际放松相关的消费板块，如食品饮料、商贸零售、农林牧渔以及家电等消费板块。如果今年 7、8 月份地产政策出现边际放松，我们届时也看好地产和银行板块的投资机会。

股市大规模行情目前仍未看到，我们认为未来最大的机会仍在于美元资产见顶趋弱的背景环境、同时国内主动加大对外开放的政策红利。目前海外机构较为集中的认为今年美元资产的相对投资价值有所减弱，当美元周期、美债收益率、美股出现较为明显的同步向下态势时，国际资本可能倾向于向新兴市场进行再配置，我们届时较为看好 A 股市场的相对竞争力。

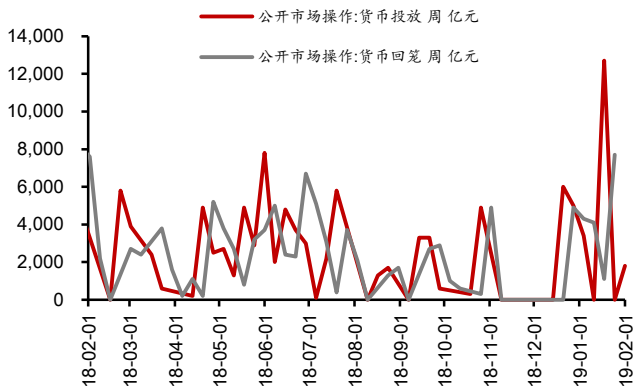
1 月 30-31 日，中美在华盛顿进行贸易磋商，下一轮磋商将于 2 月 14-15 日在北京进行
据新华社报道，1 月 30 日至 31 日，国务院副总理刘鹤带领中方团队与美国贸易代表莱特希泽带领的美方团队在华盛顿举行经贸磋商。双方讨论了贸易平衡、技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业、实施机制以及中方关切问题，重点就其中的贸易平衡、技术转让、知识产权保护、实施机制等共同关心的议题以及中方关切问题进行了具体讨论，取得重要阶段性进展。双方还明确了下一步磋商的时间表和路线图。下一轮磋商将于 2 月 14 日至 15 日在北京进行，双方将就共同关注问题进一步深入讨论。

我们认为，美国在贸易谈判当中想达成的主要有三个点：1) 缩减贸易逆差；2) 结构性改革，尤其是在知识产权保护和改革开放方面。莱特希泽直指中国涉嫌侵犯知识产权和政府对企业的支持过多；3) 要求定期评估贸易和改革进展。面对美方的要求，中国将会增加对美国商品的进口，以削减美国对华逆差。可以看到，中美谈判的症结仍在结构性改革方面，尤其是在知识产权保护方面。

我们认为，尽管中国已在逐步推进一系列措施，但仍较难满足美方的要求。由于中美双方认知或仍存较大差距，对于中美贸易谈判进程而言，未来关键或在于美国是否愿意接受中国以大量购买商品和较低程度的结构性改革作为协议。美国会就此进行权衡，进而决定是否中止贸易摩擦。当前美国经济基本面已呈现一定的回落压力，若 2000 亿商品的关税税率提高至 25%，对于美国自身经济冲击也会较大。我们认为，可能的情形是中美谈判周期将拉长，即便达成协议，美国也会设置阶段性的考核目标，这使得谈判较长时间可能会处在一个胶着状态。

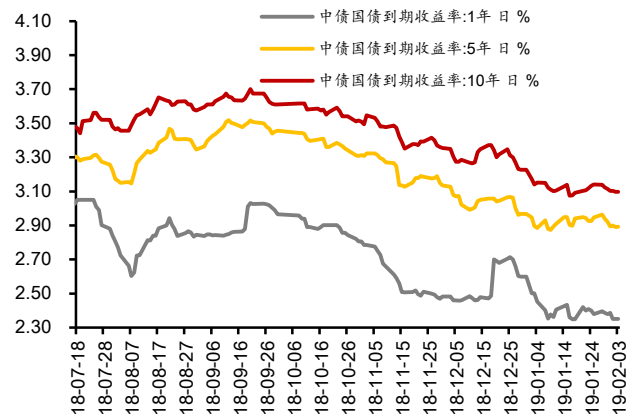
不过，对资本市场而言，只要贸易磋商继续展开、双方坐到谈判桌前，而非互相实施新一轮竞争性贸易政策，对资本市场风险偏好的影响就相对偏正面。伴随着美联储货币政策转向鸽派、以及贸易磋商的继续进行，离岸人民币对美元汇率已涨至 6.7853（截至 2 月 10 日）。

图表2： 上两周央行公开市场净投放 1800 亿元



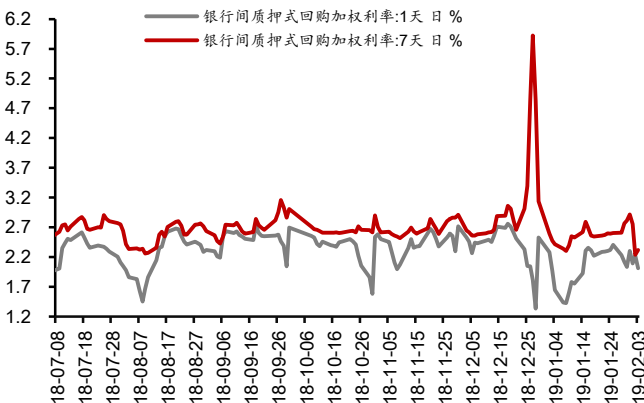
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 1 年期、5 年期、10 年期国债到期收益率回落



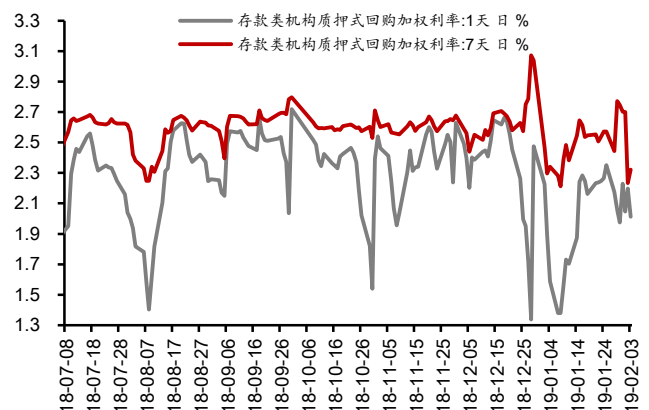
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 7 天银行间回购加权利率小幅震荡下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 7 天存款机构回购加权利率小幅震荡下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

信用观察：信用利差小幅扩大，从宽货币到宽信用还需市场信心配合

上两周（1 月 27 日-2 月 9 日，由于春节假期影响，数据截至 2 月 3 日），中短期融资券三种评级、各期限下信用利差均小幅扩大。分评级看，中债 AA+ 评级中短期融资券 1 年、3 年、5 年和 7 年信用利差变动 7.95、5.2、19.25 和 3.91BP；中债 AA 评级中短期融资券 1 年、3 年、5 年和 7 年信用利差变动 7.95、4.2、19.25 和 3.91BP；中债 AA- 评级中短期融资券 1 年、3 年和 5 年信用利差变动 5.95、4.2 和 19.25BP。

央行货币政策从 2018 年 4 月份开始发生了边际放松变化，但是从宽货币到宽信用还需要市场信心的配合。2019 年央行进行了全面降准和 TMLF 操作，央行进一步将货币政策调整为稳增长为主。我们认为央行货币政策已经较为积极，但从宽货币到宽信用仍需要企业和居民信心的支撑。如果经济动能明显转弱、总需求过快下行，也将影响企业的信心和融资意愿，所以有必要加强围绕民生领域、以及创新型基础设施建设的投入力度。房地产作为释放信用的重要方式，应该从民生领域重点保护刚需群体利益，我们认为政策可能考虑适当放开首套房限制。

目前市场对于“宽信用”最关切的指标是社融增速。我们认为，受社融口径调整的影响，地方政府新增专项债发行纳入社融核算口径；2018 年上半年专项债发行进度较慢，而从 2019 年 1 月开始，专项债已经以较快速度开始发行，这可能使得今年上半年部分时点的社融增速出现反弹。但我们认为，影响社融增速走低的主要因素是企业信用扩张失速问题，这一难题仍未有边际改善迹象，我们判断社融增速的趋势性拐点需要一二线城市地产政策放松的配合，目前这一拐点仍然没有到来。

美联储 1 月议息会议维持联邦基金利率目标区间在 2.25%-2.50% 不变、并删除所有预示利率上行的指引，强调对于利率调整保持耐心，暗示灵活对待缩表路径。基于美联储这一鸽派转向，我们将美联储全年加息次数中性预测由 2 次下调至 0 次。我们认为美联储货币政策转向鸽派，对国内而言，我国央行可能比市场预期更早下调公开市场操作的政策利率，预计降息空间为 10BP。

图表6： 近期民营小微企业扶持措施汇总

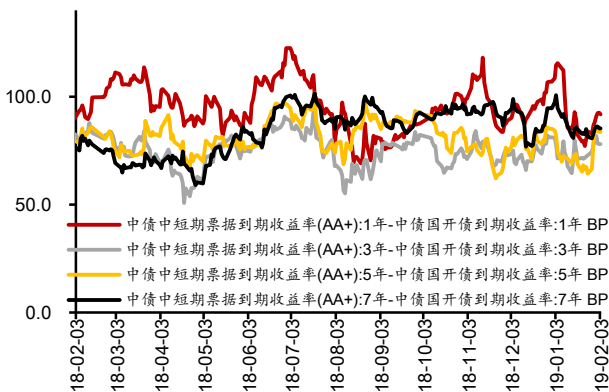
机构	时间	政策	内容
中央	2018 年 12 月 21 日	中央经济工作会议	要支持民营企业发展，营造法治化制度环境，保护民营企业家人身安全和财产安全。要以金融体系结构调整优化为重点深化金融体制改革，发展民营银行和社区银行，推动城商行、农商行、农信社业务逐步回归本源。要深化财税金融、国资国企等重点领域改革，坚决破除民营企业发展障碍，增强发展内生动力。
	2019 年 1 月 21 日	民营企业迎春座谈会，全国政协主席汪洋出席会议并讲话。	汪洋指出，当前民营企业面临一些困难和问题，是发展中的困难、前进中的问题，是我国经济走向高质量发展难以避免的阵痛和不适，从深层次看是传统发展方式之危、新发展理念之机。我国经济稳中向好的基本面没有变，党中央坚持“两个毫不动摇”的方针不会变，民营经济发展的条件一定会越来越好，天地一定会越来越宽。
国务院	2018 年 10 月 22 日	总理主持召开国务院常务会议	部署根据督查发现和企业关切的问题，进一步推动优化营商环境政策落实；决定设立民营企业债券融资支持工具，以市场化方式帮助缓解企业融资难。
	2018 年 11 月 8 日	总理主持召开经济形势专家和企业家座谈会	更大力度减税降费，采取有效措施改善民营和小微企业融资难融资贵问题
	2018 年 12 月 3 日	总理在江苏南京主持召开部分省（区）政府主要负责人经济形势座谈会	坚持以供给侧结构性改革为主线，聚焦支持制造业、服务业尤其是小微、民营企业等实体经济，广泛听取各方面意见，实施更大力度减税降费
	2019 年 1 月 4 日	总理接连考察三大银行普惠金融部，并在银保监会主持召开座谈会	强调要加大宏观政策逆周期调节的力度，进一步采取减税降费措施，运用好全面降准、定向降准工具，支持民营企业和小微企业融资。
	2019 年 1 月 22 日	召开专题新闻发布会	将从聚焦重点领域、扩大发行规模、着力优化服务三个方面着力，继续做好企业债券发行管理工作，持续增强企业债券服务实体经济的能力和水平。
	2019 年 1 月 30 日	总理主持召开国务院常务会议	听取清理拖欠民营企业中小企业账款工作汇报，要求加大清欠力度完善长效机制
发改委	2018 年 10 月 25 日	《关于对小微企业融资担保业务实施降费奖补政策的通知》	中央财政在 2018-2020 年每年安排资金 30 亿元，采用奖补结合的方式，对扩大小微企业融资担保业务规模、降低小微企业融资担保费率等政策性引导较强的地方进行奖补。其中，2018 年对全国 37 个省份均安排奖补资金；2019 年和 2020 年，对符合一定条件的省份予以奖补。
财政部、工信部	2019 年 1 月 6 日	科技部部长王志刚接受采访	科技部将鼓励支持民营企业参与国家重大科技任务，充分发挥民营企业机制体制灵活、市场敏感度高特点，推动高校和科研院所成果在民营企业转移转化，加快形成具有市场竞争力的产品。
科技部	2018 年 11 月 19 日	《关于实施进一步支持和服务民营经济发展若干措施的通知》	针对民营经济发展过程中遇到的税收“堵点”“难点”问题，提出“认真落实和完善政策，促进民营企业减税降负”等 5 个方面共 26 条具体措施，将进一步促进民营企业减税降负放在首要位置，坚决落实减免税政策，对符合享受税收优惠政策条件的民营企业与其他纳税人一律平等对待。
国税总局	2019 年 1 月 18 日	《关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》	放宽小型微利企业标准，扩大小型微利企业的覆盖面，将小型微利企业年应纳税所得额、从业人数和资产总额标准上限分别提高到 300 万元、300 人和 5000 万元。将现行小微企业优惠税种由企业所得、增值税，扩大至资源税、城市维护建设税、城镇土地使用税等 8 个税种和 2 项附加。在降低小微企业实际税负的同时，引入超额累进计税办法，小微企业年应纳税所得不超过 100 万元、100 万元到 300 万元的部分，实际税负降至 5% 和 10%，年应纳税所得不超过 300 万的企业税负降低 50% 以上。
	2019 年 1 月 20 日	《关于小规模纳税人免征增值税政策有关征管问题的公告》、《关于增值税小规模纳税人地方税种和相关附加减征政策有关征管问题的公告》	对小规模纳税人发生增值税应税销售行为，合计月销售额未超过 10 万元（以 1 个季度为 1 个纳税期的，季度销售额未超过 30 万元）的，免征增值税。小规模纳税人发生增值税应税销售行为，合计月销售额超过 10 万元，但扣除本期发生的销售不动产的销售额后未超过 10 万元的，其销售货物、劳务、服务、无形资产取得的销售额免征增值税。明确了小规模纳税人《增值税纳税申报表》中“免税销售额”的填报口径。

金稳委	2018 年 11 月 12 日	国务院金融稳定发展委员会派出督导组，兵分七路，进行实地督导。	通过多种形式在多个地区进行调研，所调研的对象覆盖大型商业银行、地方法人银行、保险机构、证券公司、村镇银行等多种金融机构，以扭转部分金融机构“轻视”民营和小微企业的心态，制定有针对性的措施。
	2018 年 10 月 22 日	央行引导设立民营企业债券融资支持工具	民营企业债券融资支持工具由人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资
央行	2018 年 11 月 9 日	北京地区民营企业融资座谈会	对于符合条件的再贷款、再贴现申请，均即时受理，加快办理；力推首批“民营企业债券融资支持工具”尽快发行
	2018 年 11 月 10 日	三季度货币政策执行报告	在宏观审慎评估（MPA）中新增临时性专项指标，专门用于考察金融机构小微企业贷款情况，在结构性参数计算中，将考察范围拓展至普惠金融领域。
	2018 年 11 月 12 日	人民银行天津分行组织召开深化民营小微企业金融服务工作部署会	发布《关于进一步深化民营和小微企业金融服务的实施意见》，将从加大货币政策支持力度、完善金融宏观政策环境等方面提出 24 条措施，引导金融机构进一步提升民营和小微企业金融服务水平。
	2018 年 11 月 15 日	央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会	行长易纲指出，金融部门作为现代经济的核心，对经济长期平稳健康发展负有重要责任。针对部分企业仍面临的融资难、融资贵问题，金融部门要主动担当，及时采取有效措施，合理规划信贷投放的节奏和力度，为经济平稳运行创造良好的金融环境。
	2018 年 11 月 15 日	央行行长易纲接受采访	提出解决融资贵问题的时候一定要让资金在商业上实现可持续，财政、人民银行、监管部门要帮助商业银行和金融机构降低成本，使得商业银行和金融机构有积极性给小微企业贷款。在约束与管控时，监管部门应坚持法治化，建立宽严相济的可持续机制。
	2018 年 11 月 22 日	央行上海总部发布《关于进一步加强民营企业科技创新企业金融服务的实施意见》	引导更多金融资源“精准滴灌”支持上海民营经济健康发展和科创中心建设：将不少于 100 亿元的再贷款额度聚焦于科技创新、先进制造业等重点领域民营、小微企业；开通科技创新企业票据再贴现绿色通道，对科技型小微企业小额票据（票面金额 500 万元及以下）优先办理再贴现，力争每年办理民营企业科技型小微企业再贴现超过 150 亿元。
	2018 年 11 月 26 日	央行上海总部、上海市金融工作局共同组织召开上海民营企业债券融资支持工具宣介会	宣传和介绍人民银行总行出台的民营企业债券融资支持工具相关政策，交流政策落地措施、服务民营企业的有关经验，支持和推动上海民营企业更好地利用这一债券融资工具。会议明确，将不断加大推进力度，让更多优质的民营企业用好这一债券融资工具，真正帮助企业缓解融资难、融资贵问题。
	2018 年 11 月 28 日	中国人民银行天津分行发布《关于进一步深化民营和小微企业金融服务的实施意见》	上述四部门负责人表示，将不少于 200 亿元的货币政策支持力度，引导金融机构增加对民营和小微企业的信贷投放；对民营企业小微企业挂牌融资、民营企业在交易所债券市场融资、民营企业利用私募股权基金融资、小微企业贷款支付和不良资产处置等方面均有支持。
	2018 年 12 月 13 日	行长易纲出席《新浪·长安讲坛》，并发表主题演讲	行长表示，要研究设立民营企业股权融资的支持工具，缓解股权质押的风险，稳定促进民营企业的股权融资；下一步政策的方向将考虑包括四个方面：一是坚持稳健中性的货币政策，做好预调微调，把握好度；二是强化政策统筹协调，缓释信用收缩；三是发挥好“几家抬”的合力，引导资金流向民营企业、小微金融等重要领域和薄弱环节；四是继续深化金融改革，疏通货币政策传导机制。
	2018 年 12 月 19 日	创设定向中期借贷便利	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。支持实体经济力度大、符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，可向中国人民银行提出申请。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%。
	2019 年 1 月 2 日	调整普惠金融定向降准小微企业贷款考核标准	将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”。
	2019 年 1 月 16 日	上海总部召开 2019 年上海货币信贷工作会议	要求不折不扣落实好逆周期的总量调节政策，切实用好再贷款、定向降准等货币政策工具，进一步加大对民营、小微等实体经济支持力度。
	2019 年 1 月 23 日	开展定向中期借贷便利操作	操作对象为符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行。操作金额根据有关金融机构 2018 年四季度小微企业和民营企业贷款增量并结合其需求确定为 2575 亿元。
	2019 年 1 月 23 日	开展定向中期借贷便利操作	操作对象为符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行。操作金额根据有关金融机构 2018 年四季度小微企业和民营企业贷款增量并结合其需求确定为 2575 亿元。
银保监会	2018 年 10 月 25 日	《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》	允许保险资产管理公司设立专项产品化解上市公司股票质押流动性风险
	2018 年 10 月 30 日	银行保险业服务民营、小微企业情况发布会	银保监会副主席王兆星表示，下一步，银保监会将继续按照党中央、国务院的部署，坚持“两个毫不动摇”，推动相关政策措施尽早落实落地，其中包括进一步激发银行基层机构人员服务民营企业内生动力，降低对小微企业、民营企业贷款抵押的依赖，更多地根据小微企业、民营企业的财务、诚信和管理发放更多的信用贷款。

证监会	2018 年 11 月 7 日	银保监会主席郭树清采访	提出初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标即在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于 1/3，中小型银行不低于 2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于 50%。
	2018 年 11 月 9 日	银保监会主席郭树清就金融支持民营企业答记者问	强调银行业金融机构决不能搞简单化“一刀切”，要客观对待民营企业发展中遇到的困难，实施差异化信贷政策
	2018 年 11 月 13 日	上海银保监局筹备组召开在沪银行和保险机构与民营企业座谈会	表示，要拓展融资渠道，为处于生命周期不同阶段的民营企业提供适当的金融服务。优化激励和问责机制，提高基层放贷积极性。完善多层次风险分担体系，深化银行和保险公司合作机制，优化银保合作业务流程等。
	2018 年 12 月 4 日	副主席梁涛到中国银行业协会座谈调研、指导工作。	强调：银行业协会要加强保护消费者合法权益，引导银行业加大对三农、小微和民营企业服务力度，助力解决融资难、融资贵问题，不断改进银行业服务质效。
	2018 年 12 月 21 日	副主席梁涛在 2018-2019 中国经济年会上答记者问	表示，银保监会要求银行保险机构加大信贷支持力度和债券的投资力度，除了帮助企业解决燃眉之急之外，更要重视“治本”。银行保险机构要对国有经济、民营经济一视同仁，平等对待大企业和中小企业，银行保险机构要完善激励约束机制和主要考核体系，优化容错纠错机制，做好金融服务的主动性和积极性，切实打破玻璃门、旋转门和隐性的壁垒。
证监会	2018 年 11 月 2 日	证监会新闻发布	证券行业 11 家证券公司近日宣布拟共同出资设立“证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划”，主要用于化解民营上市公司股票质押等流动性风险，支持具备发展前景的民营企业走出困境，持续健康发展。
	2018 年 12 月 13 日	副主席阎庆民在“2018 央视财经论坛暨中国上市公司峰会”上发表讲话	持续强化事前事中事后监管，对于违法违规行为严肃处理，绝不姑息；当前纾困民营企业、化解股权质押风险的良好氛围和机制已经形成，相关工作正在积极推进中。

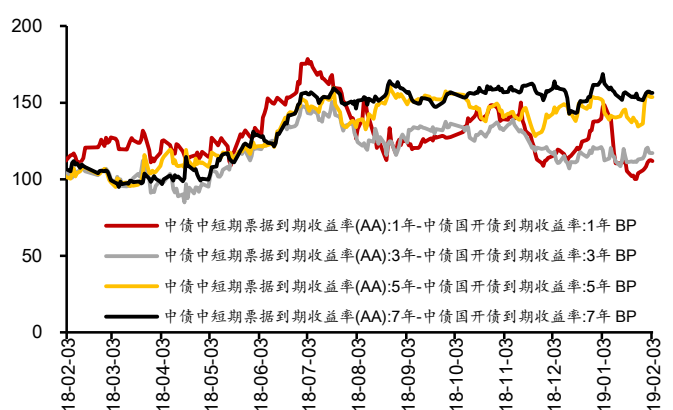
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：AA+中短票据信用利差上行



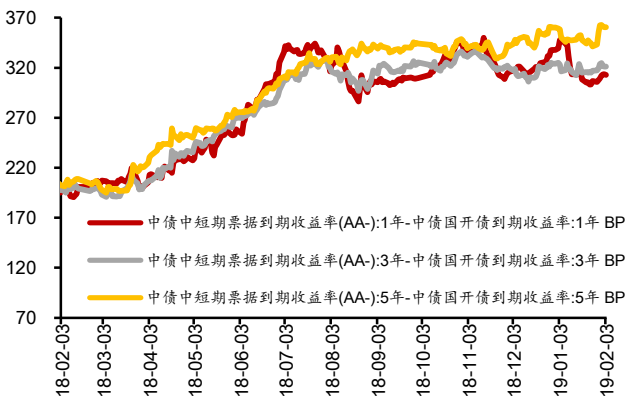
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：AA中短票据信用利差上行



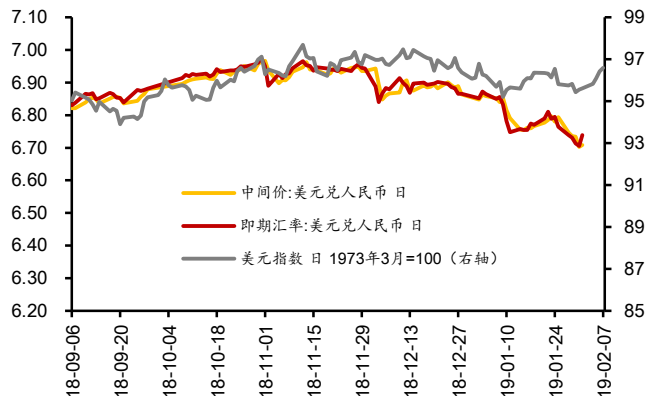
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：AA-中短票据信用利差上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：人民币兑美元汇率小幅升值，美元指数小幅回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

实体经济观察

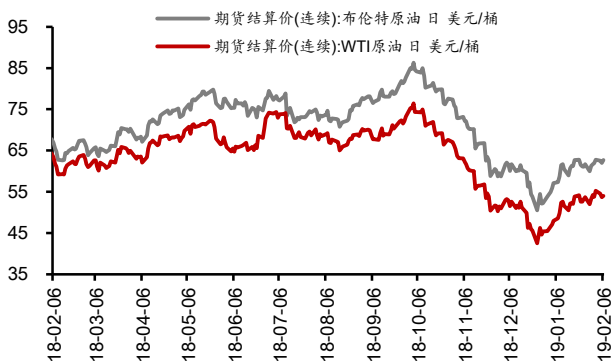
上中游价格：国际油价、国内煤价-黑色系价格环比小幅回升

上两周（1 月 27 日-2 月 9 日），布伦特原油期货价格环比上行 0.86% 至 61.97 美元/桶，高炉开工率环比上行 0.28 个百分点；受春节企业放假因素影响，六大发电集团日均耗煤量环比下行 28.04%，BDI 指数环比下行 33.59%。商品现货方面，动力煤价格环比上行 0.88%，铁矿石价格环比上行 5.81%，铜价环比上行 0.62%，铝价环比上行 0.15%，水泥价格环比下行 0.91%，螺纹钢价格环比上行 0.62%。期货方面，铜价环比上行 1.28%，铝价环比下行 0.68%，焦煤价格环比上行 4.38%，焦炭价格环比上行 1.24%，螺纹钢价格环比上行 0.62%，动力煤价格环比上行 2.16%。

我们预计 2019 年国内供给侧改革工作重心“由破到立”，更注重提高全要素生产率。对于未来 PPI 环比表现的主要影响因素，供给侧因素的影响可能有所减弱，应更重视基建、地产等需求侧逻辑的作用。2018 年 12 月中央经济工作会议定调注重逆周期调节、稳定总需求，我们预计今年基建增速可能较 2018 年反弹、而今年年中附近存在放松一线和部分重点二线城市地产刚需调控的可能性，钢铁、水泥工业品价格可能会提前反映政策刺激的预期。

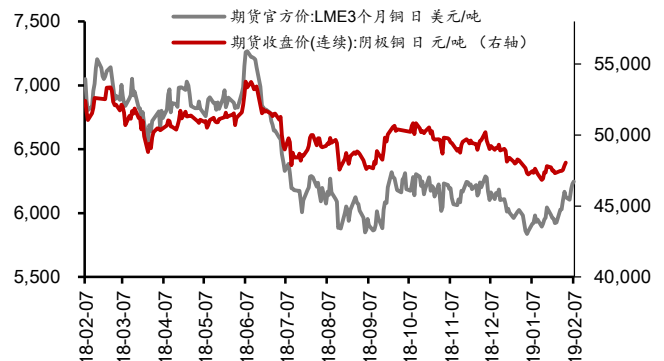
但结合历史表现，我们判断今年需求侧刺激对 PPI 环比的正向影响可能低于 2016-17 年间供给侧（去产能、环保）的政策影响。尽管仍存在中东地区地缘政治风险事件推动油价短期快速上行的风险，但从基本面因素来看，全球经济复苏动能不足以推动油价持续稳定上行。我们认为 2019 年 1 月 PPI 环比仍将为负增长，同比增速可能回落到 0 附近，企业盈利短期难现回升拐点。

图表11： 原油期货价格小幅上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： LME 铜期货价格小幅上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

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_14323

