

宏观研究/深度研究

2019年03月01日

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

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：票据市场知多少？》2019.02
- 2《宏观：利率市场化最后一公里》2019.02
- 3《宏观：经济存下行压力，细分行业有亮点》2019.02

何为金融供给侧改革？

华泰宏观“谈经论市”第1期

“金融供给侧结构性改革”核心是支持实体经济

中共中央政治局2月22日下午就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习，习总书记在主持学习时提出“深化金融供给侧结构性改革”。政治局集体学习中，金融主题并不多见，2002年政治局开始组织集体学习以来，共计仅有3次是以金融为主题。我们认为，“金融供给侧结构性改革”的核心是增强金融服务实体经济能力，未来将注重构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系。增加中小金融机构数量和业务比重，改进小微企业和“三农”金融服务。

总书记强调“注重在稳增长的基础上防风险”，预计政策继续以稳为主

总书记强调“注重在稳增长的基础上防风险”，我们预计今年政策方向仍是以稳为主，做好“六个稳定”相关工作，在此基础上开展防风险举措。另外，我们认为，“金融是国家重要的核心竞争力”不能简单理解为股市牛市，金融更多的仍将是强化服务功能，找准金融服务重点，以服务实体经济、服务人民生活为本。金融供给侧改革也是配合实体经济的供给侧改革，未来在供给侧改革补短板、鼓励科技研发以提高全要素生产率的过程中，资本市场将发挥重要的作用，尤其是科创板的推出是一项资本市场重大改革举措。

节后开工情况如何？

我们从发电和炼钢两条线观察发现，今年除夕后日均发电耗煤环比增速逐周改善，且表现好于前两年，发电状况恢复较快，并在动力煤的价格和库存上有所反映。但是高炉开工率及各类钢价年后的环比改善幅度明显弱于往年，生产不强、库存积累至历史较高水平，体现下游需求尚未显著改善，尤其是螺纹钢下游：基建、地产。我们认为，截至目前开工数据并不强劲可能也受到南方雨水天气的影响，且目前距离正月十五农民工返工仅一周有余，未来需进一步密切跟踪高频数据。

经济下行压力下的股市景气 + 信用扩张时期的汇率升值

对于近期股市上涨，部分源自外资流入的助推。2018年11月年度策略报告《冬尽春归，否极泰来》中，我们提出了A股可能因外生流动性宽松带来的价值重估逻辑。在我们的框架中，最核心的是美元的周期化运行及中美大国之间的比差逻辑和比好逻辑。随着美国经济不再一枝独秀，美元将重新走入弱势，人民币汇率贬值压力减弱，促进资本回流，一方面带来中长期A股的外生流动性宽松牛市；另一方面，资本回流与人民币升值形成自我强化，触发人民币的价值重估，这是导致信用扩张时期仍伴随着人民币汇率升值的主因。

大类资产配置：股市外资赚钱效应带来的散户入市有可能进一步推高市场

我们认为股市外资赚钱效应带来的散户入市，有可能进一步推高市场。进攻逻辑看好成长股龙头，如5G、人工智能、工业互联网、物联网等创新性基建领域；防守逻辑阶段性看多CPI与PPI剪刀差扩大带来的农产品、食品饮料、商贸零售等消费类行业盈利修复行情。债券市场受扩信用和流动性转向风险资产影响，短期承压，预计未来随着央行降低政策利率，10年期国债收益率才会下行。继续看好基建类城投债，但信用债仍要加强信用风险识别，预计信用债的机会在2019年下半年。三季度一二线地产政策如边际放松，信用扩张期，股市看好地产、银行等周期板块，如政策放松，也将利好一二线城市房价回升。

风险提示：年初开工大幅低于预期；经济下行存在超预期概率，从企业盈利和情绪面同时冲击股市；对外开放政策落地不及预期，资本回流逻辑受阻。

正文目录

1、“金融供给侧结构性改革”核心是支持实体经济	4
1.1 政治局集体学习中，金融主题并不多见	4
1.2 “金融供给侧结构性改革”并非首次提出	5
1.3 “金融供给侧结构性改革”核心是支持实体经济	6
1.4 注重在稳增长的基础上防风险	6
1.5 央行将开展四项任务推进“金融供给侧结构性改革”	6
1.6 “金融是国家重要的核心竞争力”不能理解为国家牛市	6
2、节后开工情况如何？	7
2.1 发电情况较好，钢材量价及其下游需求尚未显著回暖	7
2.2 劳动力节后返工状况晚于前两年	11
3、经济下行压力下的股市景气 + 信用扩张时期的汇率升值	12
4、中美贸易谈判进展：贸易摩擦阶段性缓和，利好市场情绪修复	14
5、近期重要政策、事件追踪	15
6、大类资产配置观点：股市外资赚钱效应带来的散户入市有可能进一步推高市场，债市短期承压	17

图表目录

图表 1: 政治局集体学习中以“金融”问题作为主题的共计 3 次	4
图表 2: 十九届中共中央政治局集体学习信息汇总	5
图表 3: 日均发电耗煤走势	7
图表 4: 2019 年除夕后, 发电耗煤环比增速表现好于前两年	7
图表 5: 煤炭库存走低、价格企稳	8
图表 6: 高炉开工率 1 月初之后出现回升	8
图表 7: 节后高炉开工环比尚未显著改善	8
图表 8: 钢材分类及对应下游	9
图表 9: 钢材库存攀上历史较高水平	9
图表 10: 钢材价格微升但纵向比较, 节后改善幅度不强	10
图表 11: 钢材价格相比年前价格增速 (螺纹钢)	10
图表 12: 钢材价格相比年前价格增速 (热轧板卷)	10
图表 13: 钢材价格相比年前价格增速 (冷轧板卷)	10
图表 14: 水泥价格回落幅度较大	10
图表 15: 春运铁路旅客发送量走势	11
图表 16: 春运旅客发送量增速	11
图表 17: 美元周期主导全球资本流动	12
图表 18: 官方外汇储备连续 3 个月正增长	13
图表 19: 人民币近期升值幅度较大	13
图表 20: 贸易谈判进程	14
图表 21: 多城市发布人才引进与落户政策	16
图表 22: 利率债短期可能承压	17
图表 23: 近段时间短久期信用利差呈下降趋势	17

1、“金融供给侧结构性改革”核心是支持实体经济

中共中央政治局 2 月 22 日下午就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，要深化对国际国内金融形势的认识，正确把握金融本质，深化金融供给侧结构性改革，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，深化金融改革开放，增强金融服务实体经济能力，坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战，推动我国金融业健康发展。

政治局集体学习每年 8-9 次，其中，金融主题并不多见，2002 年政治局开始组织集体学习以来，共计仅有 3 次是以金融为主题。本次是政治局首次提及“金融供给侧结构性改革”，但并非本概念首次问世，2017 年，时任央行研究所所长、现任央行货币政策司司长孙国峰在 2017 年《清华金融评论》7 月刊的卷首语中对其进行了详细论述。我们认为，“金融供给侧结构性改革”的核心是增强金融服务实体经济能力。同时，总书记强调“注重在稳增长的基础上防风险”，我们预计今年政策方向仍是以稳为主，做好“六个稳定”相关工作，在此基础上开展防风险举措。另外，我们认为，“金融是国家重要的核心竞争力”不能简单理解为股市牛市，金融更多的仍将是强化服务功能，找准金融服务重点，以服务实体经济、服务人民生活为本。金融供给侧改革也是配合实体经济的供给侧改革，未来在供给侧改革补短板、鼓励科技研发以提高全要素生产率的过程中，资本市场将发挥重要的作用，尤其是科创板的推出是一项资本市场重大改革举措。

1.1 政治局集体学习中，金融主题并不多见

2002 年 12 月 26 日，政治局首次组织集体学习，至今已超 16 年，每年集体学习约 8-9 次。集体学习的范围比较广，涵盖经济金融形势、产业结构调整、经济增长方式转变、金融体制改革、财税体制改革、国家经济金融安全、军事、科技、文化、教育、医疗、就业、媒体、保障等等。金融并非常见主题，加上本次一共仅出现过 3 次，前两次为 2007 年 8 月十六届政治局第四十三次集体学习及 2017 年 4 月十八届政治局第四十次集体学习（均为全国金融工作会议召开年份），主题分别为“充分认识做好金融工作重要性 推动我国金融业持续健康发展”、“金融活经济活金融稳经济稳 做好金融工作维护金融安全”。本次集体学习也是十九届中共中央政治局集体学习中首次以金融作为主题。

图表1：政治局集体学习中以“金融”问题作为主题的共计 3 次

次数	学习时间	学习内容	总书记讲话主题
十六届第四十三次	2007 年 8 月 28 日	世界金融形势和深化我国金融体制改革	充分认识做好金融工作重要性 推动我国金融业持续健康发展
十八届第四十次	2017 年 4 月 25 日	维护国家金融安全	金融活经济活金融稳经济稳 做好金融工作维护金融安全
十九届第十三次	2019 年 2 月 22 日	完善金融服务、防范金融风险	深化金融供给侧结构性改革 增强金融服务实体经济能力

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 十九届中共中央政治局集体学习信息汇总

次数	学习时间	学习内容	习近平讲话主题
第一次	2017 年 10 月 27 日	深入学习贯彻党的十九大精神	切实学懂弄通做实党的十九大精神 努力在新时代开启新征程续写新篇章
第二次	2017 年 12 月 8 日	实施国家大数据战略加快建设数字中国	审时度势精心谋划超前布局力争主动 实施国家大数据战略加快建设数字中国
第三次	2018 年 1 月 31 日	建设现代化经济体系	深刻认识建设现代化经济体系重要性 推动我国经济发展焕发新活力迈上新台阶
第四次	2018 年 2 月 24 日	我国宪法和推进全面依法治国	更加注重发挥宪法重要作用 把实施宪法提高到新的水平
第五次	2018 年 4 月 23 日	《共产党宣言》及其时代意义	深刻感悟和把握马克思主义真理力量 谱写新时代中国特色社会主义新篇章
第六次	2018 年 6 月 29 日	加强党的建设	把党的政治建设作为党的根本性建设 为党不断从胜利走向胜利提供重要保证
第七次	2018 年 7 月 31 日	全面停止军队有偿服务	坚定决心意志增强工作合力 坚决做好全面停止军队有偿服务工作
第八次	2018 年 9 月 21 日	实施乡村振兴战略	把乡村振兴战略作为新时代“三农”工作总抓手 促进农业全面升级农村全面进步农民全面发展
第九次	2018 年 10 月 31 日	人工智能发展现状和趋势	加强领导做好规划明确任务夯实基础 推动我国新一代人工智能健康发展
第十次	2018 年 11 月 26 日	中国历史上的吏治	严把标准公正用人拓宽视野激励干部 造就忠诚干净担当的高素质干部队伍
第十一次	2018 年 12 月 13 日	深化国家监察体制改革	持续深化国家监察体制改革 推进反腐败工作法治化规范化
第十二次	2019 年 1 月 25 日	全媒体时代和媒体融合发展	推动媒体融合向纵深发展 巩固全党全国人民共同思想基础
第十三次	2019 年 2 月 22 日	完善金融服务、防范金融风险	深化金融供给侧结构性改革 增强金融服务实体经济能力

资料来源：Wind，华泰证券研究所

1.2 “金融供给侧结构性改革”并非首次提出

本次是中共中央政治局首次提及“金融供给侧结构性改革”，但实际上并非本概念的首次问世。2017 年，时任央行研究所所长、现任央行货币政策司司长孙国峰在 2017 年《清华金融评论》7 月刊的卷首语中对其进行了详细论述。文章提出了金融供给侧结构性改革的必要性，即金融与实体经济存在一定程度的失衡。失衡具体表现为以下的三个方面：

- 1) 一是宏观杠杆率上升较快。2016 年 M2/GDP 的比重已经上升到了 208%。
- 2) 二是金融业资产规模和金融业增加值占 GDP 比重上升较快。2015 年，我国金融业增加值占 GDP 比重达到 8.5%，高于主要发达经济体。
- 3) 三是金融发展质量不高，风险有所上升。部分机构在表内和表外、银行和非银行之间进行资产和负债的腾挪，存在“脱实向虚”“以钱炒钱”的自我循环以及不合理的加杠杆行为。而且金融风险事件时有发生，如 2015 年的股票市场波动，2016 年底的债券市场波动。

文章提出了金融供给侧结构性改革的五方面主要任务：稳总量、调结构、防空转、控风险、补基础。

- 1) 稳住货币总量。实施好稳健中性的货币政策，管住流动性总闸门，既要支持实体经济的有效资金需求，防止总需求出现短期过快下滑，也要避免过度放水，推升债务和杠杆水平，固化结构扭曲。同时要疏通货币政策的传导机制，并且发挥好资本的约束作用。
- 2) 优化金融结构。一方面推动实体经济结构性改革促进金融结构的优化，加快过剩产能、落后低效企业特别是“僵尸企业”的退出；另一方面调整金融体系的结构，对于不能为实体经济提供有效金融供给的高风险金融机构，应当实施市场化退出。
- 3) 限制资金在金融体系内部空转。一方面要加强宏观审慎监管，将表外理财业务对应资产纳入宏观审慎评估，并逐步探索将更多金融活动纳入宏观审慎管理；另一方面要加强微观审慎监管，对复杂跨界业务进行“穿透式”监管。
- 4) 防控系统性金融风险。完善宏观审慎政策框架，强化微观审慎监管，采取措施处置风险点释放金融体系的压力，消化系统性金融风险隐患。

- 5) 补齐金融发展的短板。加强金融基础设施建设,保障金融市场的安全高效运行;完善金融机构公司治理,在利益相关方充分参与的基础上形成有效制衡的金融机构公司治理机制;推动金融科技发展,使金融朝着个性化、多元化、精细化等方向发展。

1.3 “金融供给侧结构性改革”核心是支持实体经济

我们认为,“金融供给侧结构性改革”的核心是增强金融服务实体经济的能力。习近平总书记强调,“金融要为实体经济服务,满足经济社会发展和人民群众需要。金融活,经济活;金融稳,经济稳。经济兴,金融兴;经济强,金融强。经济是肌体,金融是血脉,两者共生共荣。”我们总结了以下金融服务实体经济的要点:

重点支持对象:要更加注意尊重市场规律、坚持精准支持,选择那些符合国家产业发展方向、主业相对集中于实体经济、技术先进、产品有市场、暂时遇到困难的民营企业重点支持。

金融服务体系:要围绕建设现代化经济的产业体系、市场体系、区域发展体系、绿色发展体系等提供精准金融服务,构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系。

银行体系:要构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系,端正发展理念,坚持以市场需求为导向,积极开发个性化、差异化、定制化金融产品,增加中小金融机构数量和业务比重,改进小微企业和“三农”金融服务。

资本市场:要建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场,完善资本市场基础性制度,把好市场入口和市场出口两道关,加强对交易的全程监管。

1.4 注重在稳增长的基础上防风险

总书记强调“平衡好稳增长和防风险的关系”,以及“要注重在稳增长的基础上防风险,强化财政政策、货币政策的逆周期调节作用,确保经济运行在合理区间,坚持在推动高质量发展中防范化解风险。”我们认为,目前政策仍然将稳增长放在重要位置,预计今年政策方向仍是以稳为主,做好“六个稳定”相关工作,在此基础上开展防风险举措。

1.5 央行将开展四项任务推进“金融供给侧结构性改革”

2月26日,央行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜在接受媒体采访时透露,央行将开展以下四项任务,以推进金融供给侧结构性改革:

- 1) 坚持实施稳健的货币政策,为金融供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。深化利率市场化改革,进一步完善货币政策传导机制,提高金融服务实体经济的实际效果。坚决防止金融业脱实向虚、自我循环。
- 2) 坚定推进资本市场改革,破除制约资本市场发展的体制机制障碍,建立多层次资本市场,拓宽股权融资渠道,提升资本市场发展质量。
- 3) 优化大中小金融机构的布局,发展定位于专注微型金融服务的中小金融机构,构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系和信贷市场体系。
- 4) 坚持以市场需求为导向,重塑金融机构的经营理念、服务模式、风险管理和考核评价机制。

1.6 “金融是国家重要的核心竞争力”不能理解为国家牛市

总书记提出“金融是国家重要的核心竞争力”,我们认为不能简单将其理解为股市牛市,金融更多的仍将是强化服务功能,找准金融服务重点,以服务实体经济、服务人民生活为本。金融供给侧改革也是配合实体经济的供给侧改革。实体经济供给侧改革“三去一降一补”是先破而后立的过程,破,解决结构性问题,产能过剩、库存过高、杠杆过高等问题;立,着力提高潜在增速,提高全要素生产率及要素有效流转。目前实体经济供给侧改革已经实现了由破到立的切换,未来将更加强调补短板,解决我国经济不平衡和不充分的发展问题。其中一项重要内容就是鼓励科技研发、鼓励创新,以提高全要素生产率,进而提高经济潜在增速。在这个过程中,资本市场将发挥重要的作用,尤其是科创板的推出,是提升服务科技创新企业能力、增强市场包容性、强化市场功能的一项资本市场重大改革举措。

2、节后开工情况如何？

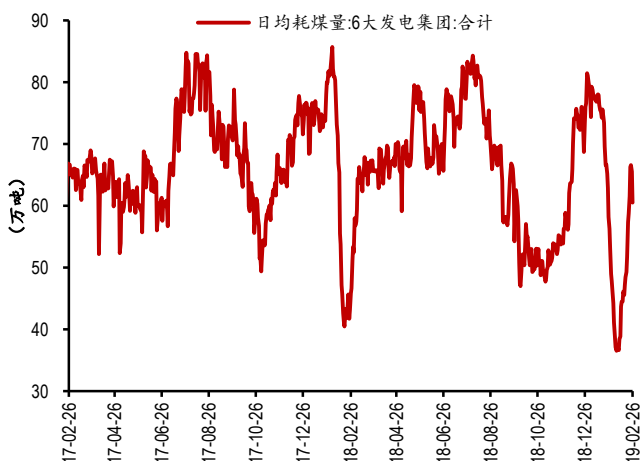
开工季一般是指农历正月十五后 1-2 个月的项目开工期。由于春节所在的公历月份不同，我们以农历日期为准进行数据环比和同比的计算，并做比较分析。

工业原材料既反映工业生产，同时体现下游需求景气度。我们从发电和炼钢两条线观察发现，今年除夕后日均发电耗煤环比增速逐周改善，且表现好于前两年，在动力煤的价格和库存方面也有所反映。但是高炉开工率及各类钢价年后的环比改善幅度明显弱于往年，生产不强、库存积累至历史较高水平，体现出需求尚未显著改善，尤其是螺纹钢下游：基建、地产。铁路旅客发送量数据虽然占春运总旅客发送量比重较小，但是数据较为精确，我们观察本数据也对上述结论予以佐证，旅客发送量数据显示今年年后劳动力返工节奏晚于前两年。我们认为，截至目前开工数据并不强劲可能也受到南方雨水天气的影响，且目前距离正月十五农民工返工仅一周有余，未来需进一步密切跟踪高频数据。

2.1 发电情况较好，钢材量价及其下游需求尚未显著回暖

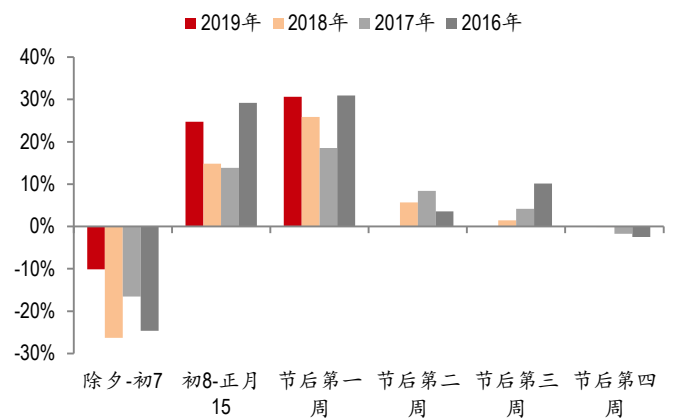
开工的生产端定量指标主要有发电耗煤和高炉开工率，前者用于跟踪发电情况，后者用于跟踪钢材生产，体现的是工业的不同产业链。为排除前一年基数对结果的影响，我们计算环比数据，并做不同年份之间的比较。经计算，今年除夕后日均发电耗煤环比增速逐周改善，且表现好于前两年，发电速度恢复较快。

图表3： 日均发电耗煤走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

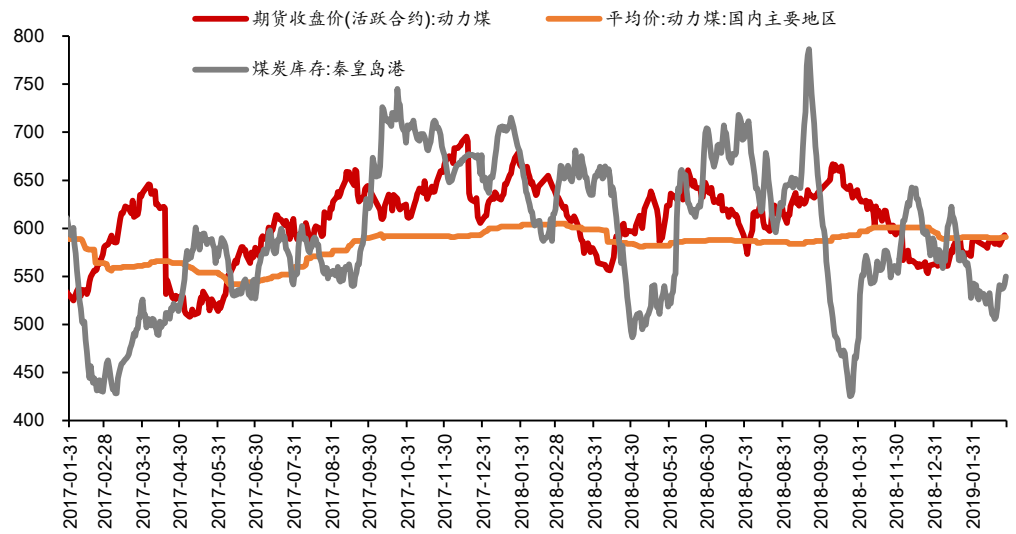
图表4： 2019 年除夕后，发电耗煤环比增速表现好于前两年



资料来源：Wind，华泰证券研究所

与发电耗煤量相对应，我们看到动力煤的价格和库存也出现相应变动。即随着需求改善，煤炭价格企稳，港口库存也进入底部区间。

图表5：煤炭库存走低、价格企稳



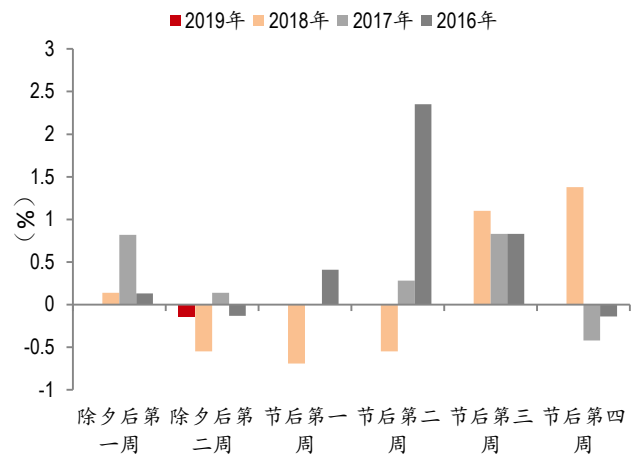
资料来源：Wind，华泰证券研究所

节后高炉开工率一般启动较晚，2019 年节后仍数据不足，但从除夕后两周环比数据来看，与往年同期相比，今年环比尚未显著改善。

图表6：高炉开工率1月初之后出现回升



图表7：节后高炉开工环比尚未显著改善



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_13993

