

2017.10.13

星期五

每周证券

Securities weekly

警惕美联储“缩表”风险

□ 徐高

在日前的议会议后，美联储如市场预期，宣布了“缩表”计划，未来将逐步收缩其资产负债表规模。次贷危机后，为刺激经济，美联储曾通过三轮量化宽松(QE)购入大量债券，推动其资产规模从危机前不足1万亿美元扩张到如今约4.5万亿美元。

短期来看，美联储“缩表”对包括中国在内的世界经济冲击有限。此前，美联储的多次表态已让市场对“缩表”有了充分预期。此次议会议后，美元和美债收益率之所以反弹，更多是因为美联储此次会后声明更偏鹰派，而与“缩表”关系不大。当前，国际经济整体处在复苏道路上，美国制造业采购经理人指数等景气指数处在次贷危机后的高位，再加上公布的“缩表”计划规模比较温和，每月缩减的100亿美元还不到美联储目前资产总量的0.25%。因此，“缩表”进程对美国及全球经济的直接冲击有限。

对中国而言，美联储的货币政策更多是通过跨境资本流动和人民币汇率渠道产生影响。目前我国经济增长保持稳定，资本外流压力相对较小，人民币逆周期调节因子也在有效地引导着人民币汇率预期。在这样的背景下，美联储“缩表”对我国实体经济和金融体系的冲击都不会太大。

不过，尽管美联储“缩表”造成的短期冲击有限，但它长期带来的潜在风险值得高度关注。需要意识到，美国经济结构在次贷危机后并未实质性改善，美国重振制造业仍然只停留在口头，并没有变成现实。美国过去加杠杆维持高消费的增长模式滋生了次贷危机，这种模式到现在仍然存在，只不过其核心支撑因素从危机前的房地产泡沫，变成了危机后的美联储宽松政策推高的金融资产价格。

在美联储“缩表”带来的近忧不多但远期风险不小的背景下，我国需要逐步布局应对策略。一方面，国内决策者不宜对未来的外需形势抱过高期望，而要立足内需，着力通过国内政策来维护国内经济形势的稳定，尤其要发挥基建投资在地产走弱的稳定器功能。另一方面，我国金融体系的对外开放需要审慎，以保证进程可控。目前可以降低政策对跨境资本和汇率的干预，但必须保留干预的能力，以应对未来可能出现的国际冲击。

前三季度IPO申请通过率降至八成

本报讯 证监会日前发布聘任第十七届发行审核委员会委员的公告，委员包括专职委员42人、兼职委员21人。此前，证监会发行监管部发布的《发行监管问答》指出，保荐机构应当进一步完善内部控制制度，强化保荐机构管理层对保荐项目质量控制的签字督导责任。

公开数据显示，前三季度IPO通过率为80.99%，同比明显下降。业内人士指出，IPO发审坚持“依法、全面、从严”的原则。具体来看，监管部门对于拟IPO企业的盈利能力、内控制度、财务规范、信息披露等较为关注，预计未来IPO审核仍将保持从严态势，市场环境将持续优化。

Wind数据显示，截至9月30日，证监会今年以来共审核了405家公司的首发申请，328家获通过，16家暂缓表决，8家取消审核，53家未获通过。IPO审核通过率为80.99%，同比下降近10个百分点。去年前三季度的通过率为90.96%，全年为91.14%。去年共有271家拟IPO企业上会，247家获通过，18家被否。

业内人士指出，前三季度IPO审核通过率降幅较大，显示在新股发行常态后，监管部门审核趋严。

值得关注的是，前三季度，侨源气体、今创集团、地素时尚的首发虽获核准，但暂缓发行。其中，今创集团、侨源气体暂缓发行是因为被媒体质疑，地素时尚是因为存在事项需要核查。

(李 艳)

降准更精准 调控更精细

中国人民银行日前发布《关于对普惠金融实施定向降准的通知》，再度支持金融机构发展普惠金融业务

□ 本报记者 田新元

中国人民银行日前宣布，从2018年开始，对普惠金融实施定向降准。值得关注的是，此次定向降准范围进一步扩大优化，不仅涵盖了原先的“三农”和小微企业贷款，还将创业担保、建档立卡贫困人口、助学贷款等领域囊括其中。

分析人士表示，对普惠金融实施定向降准政策并不改变稳健货币政策取向。但是，定向降准政策将以支持金融机构发展普惠金融业务，着力缓解小微企业融资难、融资贵问题，提高金融服务覆盖率和可得性，为实体经济提供有效支持。

独特的定向降准举措

中国人民银行日前发布《关于对普惠金融实施定向降准的通知》，再度支持金融机构发展普惠金融业务。按照通知规定，对于普惠金融贷款余额或增量占比达1.5%的商业银行，可降准0.5个百分点；占比达到10%的银行，可在第一档基础上再下调1个百分点。

定向降准是中央银行通过降低商业银行存款准备金率的方法，对特定领域、特定行业进行结构化调整的货币政策。此轮定向降准将面向普惠金融。分析人士表示，与以往定向降准相比，此次降准具有多个独特之处。

覆盖更全面。定向降准并不是

什么新鲜事儿，央行已经实施多次。但之前的“定向”主要针对小微企业和涉农贷款，能享受到此福利的一般是中小银行。而此次范围拓展到普惠金融领域，并对普惠金融的范围予以明确界定。不管是大型银行还是中小银行，只要达到标准，都能享受到定向降准优惠政策。

调控更精细。此次定向降准分为两档：第一档，普惠金融领域贷款余额或增量占比达到1.5%的商业银行，降准0.5个百分点；第二档，普惠金融领域贷款余额或增量占比达到10%的商业银行，降准1.5个百分点。根据不同的贷款占比确定降准幅度，有利于促进和激励金融机构加大对该领域的信贷支持。

定向更精准。对普惠金融实施定向降准政策还对原有政策标准进行了优化，聚焦真小微、真普惠，指向单户授信500万元以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款，以及农户生产经营、创业担保、建档立卡贫困人口、助学等贷款，政策精准性和有效性显著提高。

“这是一次独特的定向降准。”交通银行金融研究中心高级金融研究员鄂永健表示，此次定向降准主要是落实国务院部署，是对之前定向降准政策的拓展和优化。

更值得注意的是，此次定向降准是从2018年开始实行。定向降准考核时将采用2017年度的数据，商

业银行仍然可以在今年第四季度调整信贷结构以满足考核要求。按以往惯例，银行考核结果在每年2月才出来，因此此次定向降准真正落地至少要等到2018年2月。这次降准的落地比以往时候来得更晚一些，延迟3个月，史无前例。分析人士认为，一方面，这是对今年七八月我国经济增速有所放缓的反应，但又不想让市场误读为政策转向；另一方面，这有助于在重要会议召开前夕引导市场预期，稳定市场情绪。

将释放数千亿元资金

根据此次定向降准新政，上年普惠金融贷款余额或增量占比达到1.5%的银行即可降准0.5个百分点。中国人民银行表示，按现有数据测算，对普惠金融实施定向降准政策可覆盖全部大中型商业银行、约90%的城商行和约95%的非县域农商行。

截至2017年8月，金融机构存款总额为162万亿元，其中约15万亿元的非银同业存款暂时不用缴准，这意味着剩余147万亿元存款基本都能享受0.5%的定向降准，可以释放7000亿元左右资金，再考虑到第二档降准仍可释放一部分基础货币，因此市场观点认为本次央行定向降准释放资金或高达1万亿元。

中金公司称，此次降准虽名为定向，但有普惠的性质，范围覆盖占银

行总资产95%以上的存款性机构。估计此次两层定向降准标准实施后有望总共释放流动性8000亿元~10000亿元。天风证券的预测也很乐观。大致测算，可实质性降低银行金融机构加权平均准备金缴纳比例70基点，释放约1万亿元流动性，平均可提升上市银行利润增速约1.4个百分点。

长江证券分析，此次定向降准释放的流动性测算较难，初步估计可能在7000亿元左右。由于降准依据是2017年年末的银行普惠金融执行情况，因此测算具有一定的不确定性。

招商宏观认为，2018年年初，满足两档条件加起来一共额外释放4300亿元~5550亿元流动性，略低于一次全面降准约7000亿元~7500亿元。

华泰证券分析，本次新规主要是对贷款考核范围调整，部分银行的优惠级别有望跃升。以A股25家上市银行和H股邮储银行测算，上市银行在新规下将新释放流动性约2000亿元，最乐观情况下释放流动性5300亿元，规模小于全面降准。

兴业证券的研报称，目前尚未享受定向降准的部分大行及股份行有望满足第一档要求，释放出2000多亿元资金，但要满足第二档要求的难度不小，预计此项政策释放的资金规模很难超过5000亿元。

海通证券研究所统计的26家上市银行结果显示，其中15家可享受第一档降准，6家可享受第二档降准，此外还有3家县域农商行享受的是单独的降准优惠，这意味着大多数银行已经享受了第一档降准优惠。按此计算，第一档达标的上市商业银行将在明年年初大约释放1700亿元资金，但第二档达标并不容易，额外降准或仅能再释放1400亿元左右资金。

货币政策是否转向

关于定向降准，市场观点不一，有金融机构认为此次定向降准意味着货币紧缩政策的终结，全面降准可期，市场将释放出大量流动性，债券市场或迎来牛市；也有机构认为货币政策并非转向，只是结构性调整，货币政策仍然难言宽松。

海通证券首席经济学家姜超称，市场误读了央行定向降准，本次定向降准是对原有政策的替代，绝非全新降准政策，可以释放的流动性有限，绝非“大水漫灌”。

国金证券的分析认为，本次定向降准并不是增量上再次降准，只是结构性的调整。首先，国有银行和股份

款增量或余额达到一定比例的商业银行实施定向降准政策，改善了投资者对未来资金供给平衡预期，尤其是缓和了投资者紧张情绪。保监会2017年1月~8月保险统计数据报告显示，原保险保费收入27,654.18亿元，同比增长20.45%。资金运用余额144,625.91亿元，较年初增长8%。其中，股票和证券投资基金18,792.29亿元，占比12.99%。国资委最新数据显示，前8个月央企营业收入同比增长15.7%利润同比增长17.3%，为历史同期增加量最高水平。9月官方制造业PMI数值为52.4，连续14个月在荣枯线上方，为2012年5月以来最高。官方非制造

业PMI为55.4，为2014年6月以来最高。统计局预计今年有望实现高于6.5%目标的经济增速，也有利于二级市场投资者做多信心的稳定，结合最新不断北上的资金流入，预期沪深两市股指经历充分震荡调整后，还将趋势震荡上行。

制银行在“三农”和小微企业贷款上已经享有存准优惠。其次，普惠金融的范围有增有减，并不是单纯的增加。再次，真正的“增量”降准需要满足第二档的标准。根据前面的分析，央行对第一档的要求和普惠金融范围的确认，仅仅是从结构上做出调整，但如果能够满足央行规定的第二档标准，即“上年普惠金融领域的贷款增量占全部新增人民币贷款比例达到10%，或上年末普惠金融领域的贷款余额占全部人民币贷款余额比例达到10%”，才能享受增加1个百分点的存准率的下调。但满足这一档的金融机构的比例可能较小。

申万宏源宏观团队表示，相比释放流动性，定向降准更大的意义在于建立了增加普惠金融领域贷款投放的正向激励机制，是作为支持小微企业一揽子政策的一部分，根本目的还是在严监管非标背景下解决中小企业融资贵融资难问题。货币政策基调依然是控总量调结构，不能把定向降准孤立来看，认为是经济压力或货币增速、汇率等其他因素导致货币政策转向宽松的观点均是断章取义。

有研究人士认为，央行定向降准绝非大水漫灌。当前国内房地产行业存在一定泡沫化迹象，大水漫灌将导致资金继续涌向房地产，加剧信贷资源配置的不平衡。另外，美国经济复苏稳健，美联储启动缩表，年底再次加息概率接近90%，美元再次走强，人民币贬值压力重新上升。因此，当前国内货币政策不具备大幅宽松空间。

中国人民银行相关负责人表示，定向降准政策并不改变稳健货币政策的总体取向。对普惠金融实施定向降准政策，是增加普惠金融领域贷款投放的正向激励机制，有助于促进金融资源向普惠金融倾斜，优化信贷结构。

申万宏源分析认为，短期内看不到全面降准的可能性。从基本面看，目前国内经济总体稳定，外汇占款趋于均衡。再则，市场对降准仍理解为货币宽松信号，而监管趋严和金融去杠杆要求当前货币环境不能过于宽松，央行在此时释放宽松信号的可能性很小。

中国人民银行相关负责人表示，定向降准政策释放的流动性符合总量调控要求，银行体系流动性会保持基本稳定。下一步，央行将继续实施稳健中性的货币政策，引导货币信贷和社会融资规模平稳适度增长，为经济稳增长和供给侧结构性改革营造良好的货币金融环境。

科技自主创新促发展

1月~8月，规模以上电子信息制造业增加值同比增长13.5%，同比加快3.7个百分点；快于全部规模以上工业增速6.8个百分点，占规模以上工业增加值比重为7.2%。其中，8月份增速为13.0%，比7月份加快1.2个百分点。规模以上互联网和相关服务企业完成业务收入4561亿元，同比增长20.1%。

》10版



近几个交易日，人民币对美元汇率中间价连续大幅升值。10月11日，人民币对美元汇率中间价为6.5841，比上个交易日大幅上调432基点，创下自今年6月1日以来逾4个月最大升幅。图为银行工作人员清点货币。

张云摄

多重利好提升A股估值预期

□ 张翠霞

深沪两市股指在国庆假期的央行定向降准、PMI创2012年以来新高、外围股指大幅攀升等多重利好因素刺激下，延续节前震荡回升走势刷新反弹新高纪录，表现为市场做多情绪进一步升温。回顾过去几个交易日的多空博弈情况，智能穿戴、OLED、区块链、家用电器、云计算、软件服务、汽车电子、通信设备、5G、芯片、新能源汽车、无人驾驶等板块总体表现较好，表现为节后第一个交易日场外资金净流入和场内筹码稳定性较好特征。

10月11日盘口风云突变，指数

强势但个股分化明显。从涨幅榜看，以仪器仪表、酿酒、食品饮料、仓储物流、安防服务、医疗保健等为代表的强势板块继续震荡走高，表现为资金流入和风险溢价继续攀升。而跌幅榜前期强势的矿物制品、造纸、芯片、建筑节能、触摸屏、5G、云计算、石墨烯、通信设备等板块杀跌居前，表现为涨幅较大、位置较高投资品种的风险溢价预期阶段性减弱。

通过基本面和技术面的总体情况，笔者仔细分析和评估了近几个交易日所有跌幅超过5%个股情况，发现轮动杀跌的个股不具备明显的板块杀跌动能和势能。其多为个股性质的风险回撤，或为累计涨幅较

大，或为近期涨速较快，或为颈线和长期均线压力遇阻回落等。其中，新股、次新股、减持利空、复牌补跌个股为近期风险释放重灾区，但认真评估后发现对指数的做空扰动动能应该是有限的，且不会对总体趋势产生重大影响。基于此，笔者建议投资者只要沪指不破3305点~3321点区域价值中枢支撑，即可趋势策略持股待涨操作。

流动性预期改善

假期有利于A股的重大利好，莫过于央行实施的定向降准政策了。央行从2018年起，对小微企业、“三农”等贷款增量或余额占全部贷

每周证券编辑部
执行主编：田新元 邓文忠
新闻热线：(010)56805060
监督电话：(010)56805167
电邮：84125512@163.com