

“定向降息”落地 结构性宽松在路上

□本报记者 王姣

从全面降准到“定向降息”，央行货币宽松预期正在陆续兑现。

1月23日，央行开展2575亿元定向中期借贷便利（TMLF）操作，利率比中期借贷便利（MLF）优惠15基点，此举被市场理解为“定向降息”。分析人士指出，2019年以来，全面降准回归、逆回购加量投放、“定向降息”落地、普惠金融定向降准候场……这一大波“新年红包”显示货币政策宽松的力度加码。往后看，加强疏通货币政策传导机制是未来的关键，改善实体经济融资问题将是政策重点。

非传统的“降息”

23日，央行开展定向中期借贷便利（TMLF）操作2575亿元，操作利率为3.15%，比中期借贷便利（MLF）利率优惠15基点。在当日有3500亿元逆回购到期，同时央行不开展逆回购操作的情况下，此次操作未超出市场预期。

上月19日，央行已宣布TMLF，定向支持金融机构向小微企业和民营企业发放贷款。央行当时已明确，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基点，即3.15%。

这一操作被业内视为“定向降息”或“结构性降息”。一方面，TMLF成本较MLF优惠15基点，有助于降低银行负债成本；另一方面，此举并非传统意义上的降息，而是以定向激励引导为主。

中信证券固收首席分析师明明表示，“虽然TMLF期限为1年，但可续作两次成为3年期流动性投放，如此看来，3年期TMLF操作利率仅3.15%，降息力度不可谓不大。”

TMLF利率虽相对优惠，但也非传统意义上的降息。光大证券固收研究张旭团队分

析称，TMLF仅仅设定了其与MLF之间的利差（即15bp），并没有对当前的任何利率进行调整，因此不是传统意义的“降息”。

另外，TMLF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，定向支持小微企业、民营企业贷款的意图非常明确。如广发证券宏观研究郭磊团队所言，TMLF可以算作一种“定向降息”，要点在于更长期限、更低利率和更倾斜的实体信贷引导。

定向激励旨在滴灌

从落地时机来看，此次TMLF被视为央行发放“新年红包”的一部分，同时秉持了央行“锁短放长”支持实体经济的操作思路。

2019年以来，为呵护春节前流动性，央行“降准+逆回购+TMLF”三管齐下，月内第二次降准、普惠金融定向降准也已候场。市场人士普遍认为，这表明货币政策边际宽松的力度正在加码。

近期公布的数据证实当前经济仍面临较大的下行压力。数据显示，2018年第四季度GDP同比增长6.4%，较第三季度回落0.1个百分点。央行行长易纲日前在接受采访时表示，近期，央行会同有关部门加快推进银行发行永续债补充资本，完善普惠金融定向降准考核口径，新年伊始宣布降准释放流动性1.5万亿元，1月下旬实施首次定向中期借贷便利（TMLF）操作等。这些措施都有利于保持流动性充裕和金融市场利率合理稳定，引导货币信贷合理增长，金融对实体经济的支持力度并没有随着经济增速下行而减弱，反而是加大支持力度，体现了逆周期的调节。

同时，央行需要避免信用过快收缩冲击实体经济，也要避免“大水漫灌”影响结构性去杠杆，为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。由此，精准把握流动性的投向、发挥结构性货币政策精准滴灌的作用就显得更为重要。中信建投证券宏观固收首席分析师黄文涛指出，此次TMLF操作更多地是通过定向激励，引导商业银行加大对小微企业、民营企业的金融支持力度，发挥其定向调控、精准滴灌功能。

政策重点在于疏导

站在当下，多数机构认为，经济尚未见底，出于稳增长的需要，宽货币仍将继续，央行后续大概率还会选择降准或降息，但货币政策的重点不在于宽松，而在于疏导，央行多次带有定向意味的操作也表明稳健的货币政策将保持松紧适度，不搞“大水漫灌”。

“在经济下行处于缓慢和可控的状态下，央行更多的采取定向宽松政策；相比直接降低MLF利率甚至全面降息，‘结构性货币政策’具有更大的灵活度。”一位分析人士表示。

郭磊团队进一步指出，当前货币政策的重点一是疏通货币传导机制，二是利率市场化

观点链接

海通证券：宽货币环境未变

从SLF和逆回购招标利率构成的利率走廊看，过去几个月R007均在走廊下限徘徊，表明资金面一直被细心呵护，公开市场、定向降准、全面降准以及各种新创设的货币政策工具保证了宽货币环境延续。

国泰君安：央行出手打破紧信用

后续央行有可能出手打破“信用紧缩—实体经济下行，金融市场波动—抵押品价值下降—信用再紧缩”的循环。在具体措施上，一方面央行会在CRM相关措施上

化“两轨并一轨”。在货币传导机制通畅的前提下，降低公开市场操作利率，进而引导信贷利率下行，可以刺激信贷总量增长，但是不改善信贷结构。在经济下行压力进一步深化前，央行将更加侧重结构性货币政策和货币传导机制的疏通，而非全面降息。

事实上，央行近期已经采取多项措施缓解银行信贷供给端的约束。比如，在资本方面，央行会同有关部门加快推进银行发行永续债补充资本；在流动性方面，央行刚刚宣布降低存款准备金率1个百分点，并通过创设TMLF提供长期低成本资金；同时继续推进利率市场化改革等。央行方面表示，将和相关部门加强协调配合，综合施策，通过“几家抬”，从供需两端共同夯实疏通货币政策传导的微观基础。

“未来央行将继续保持宽松的货币政策，但单靠结构性的货币政策达到托底经济的效果恐怕有限。为了改善结构性的问题，还需要减税、基建等财政政策予以配合，不能仅仅指望货币政策来完成结构性功能。”明明表示。

走得更远，甚至可能直接参与购买信用债；另一方面，也可能加大对国家开发银行等的PSL，对接地方政府基建项目等。

广发证券：何时降息需观察民企债

关于何时降息的效果更好？需首先观察到民企债券收益率出现下行，以及民企债券与国企债券、低等级债券与高等级债券的利差压缩。这意味着货币政策传导机制的改善，此时降息能够更为有效地改善民企融资环境。若过早降息，配置低风险资产即可获得可观的收益，市场投资者的风险偏好难以提升，资金将淤积在低风险部门。（王姣 整理）

记者观察

“小金属”频爆“冷门”的秘密

□本报记者 张利静

年来供给侧结构性改革、环保限产以及工业转型促进消费增加等因素从供应及需求两端分别拉动了金属价格走强，为保护有限的珍贵资源，自2009年我国对稀土行业大幅进行整顿，政策方面也从准入、开采冶炼、出口等各环节层层严控；出口配额大幅减少、稀土工业污染物排放标准出台、上调10倍稀土资源税费等等，紧缩出口、保护行业态势明显。在小金属方面，很多品种都是国内市场占据全球绝大部分。

再者是资金的抢筹效应。近年来宏观政策利多背景下，金属市场出现分化，相较大规模产业的品种来说，市场容量小、行业周期短的小金属价格波动相对频繁且幅度可观，也常常成为资金“围剿”的重要逻辑。

值得注意的是，近年来新能源经济、清洁能源的发展呈现爆发式增长趋势，其中以汽车产业的转型尤为显著，锂、钴、铂等小金属的工业需求量大增，价格随着受到提振。

上述因素直接或间接地对“小金属”期现价格波动造成影响。从国内投资来看，沪深上市公司拥有上述小金属资源矿藏的生产加工企业，被称为小金属概念股，其股价也常常随着期现价格的变化而波动。每当“风起”之时，基金和机构常常重仓进场。

美信用债调整或拖累美股

□本报记者 王姣

和资本市场产生哪些影响？

赵伟：美国历轮经济周期，一般由企业和居民部门的杠杆行为驱动，当企业或居民部门从加杠杆转向去杠杆时，美国经济景气及美股往往加速下挫。考虑到本轮美国企业的高杠杆主要缘于大规模发债，一旦信用债市场因大规模评级下调、信用违约等持续发生剧烈调整，企业端杠杆的负反馈或将显著拖累本轮美国经济及美股表现。

中国证券报：2019年海外市场的主要风险可能在哪里？对全球风险偏好有何影响？

赵伟：本轮周期与过往不同，逆全球化盛行，美国需求外溢大降。本轮美国通过贸易保护及输出能源等，大幅降低需求外溢，贸易逆差占GDP比重持续收窄。逆全球化盛行下，全球产业链从新兴经济体大规模回流美国，美国多个制造业行业产值及就业占比止跌回升。受此影响，主要生产型、资源型非美经济体持续承压。特朗普贸易保护倾向下，欧洲等出口导向型经济体景气或加速回落；在特朗普政府加大能源及动植物产品等出口目标背景下，新兴经济体或遭受进一步冲击。

伴随企业端景气见顶回落、加速下滑，美国即将迎来景气拐点；受特朗普贸易保护和中国经济承压等影响，欧洲等中低评级信用债自2019年起集中到期，应警惕信用债评级下调及违约风险等加速累积。

中国证券报：若信用债市场持续调整，可能对美国经济形势或带来哪些影响？

赵伟：2008年金融危机后，为缓解居民部门去杠杆带来的负面影响，美国政府部门和企业部门先后大幅加杠杆，本轮美国企业加杠杆的主要方式是发行信用债。美国企业负债结构显示，2008年以来，债券占比大幅提升、贷款占比显著下滑；对应到信用债发行规模占GDP比重，在近10年不足1%攀升至95%。而美国信用债将自2019年起集中到期，且中低评级、周期性行业信用债到期规模居前。同时，受劳动力及融资成本加速抬升拖累，美国企业利润增速趋缓，工业金属面临调整压力，美债长端收益率顶部已现，黄金中长期配置价值凸显。

中国证券报：若信用债市场持续调整，可能对美国经济形势或带来哪些影响？

赵伟：本轮周期与过往不同，逆全球化盛行，美国需求外溢大降。本轮美国通过贸易保护及输出能源等，大幅降低需求外溢，贸易逆差占GDP比重持续收窄。逆全球化盛行下，全球产业链从新兴经济体大规模回流美国，美国多个制造业行业产值及就业占比止跌回升。受此影响，主要生产型、资源型非美经济体持续承压。特朗普贸易保护倾向下，欧洲等出口导向型经济体景气或加速回落；在特朗普政府加大能源及动植物产品等出口目标背景下，新兴经济体或遭受进一步冲击。

伴随企业端景气见顶回落、加速下滑，美国即将迎来景气拐点；受特朗普贸易保护和中国经济承压等影响，欧洲等中低评级信用债自2019年起集中到期，应警惕信用债评级下调及违约风险等加速累积。

中国证券报：若信用债市场持续调整，可能对美国经济形势或带来哪些影响？

赵伟：2008年金融危机后，为缓解居民部门去杠杆带来的负面影响，美国政府部门和企业部门先后大幅加杠杆，本轮美国企业加杠杆的主要方式是发行信用债。美国企业负债结构显示，2008年以来，债券占比大幅提升、贷款占比显著下滑；对应到信用债发行规模占GDP比重，在近10年不足1%攀升至95%。而美国信用债将自2019年起集中到期，且中低评级、周期性行业信用债到期规模居前。同时，受劳动力及融资成本加速抬升拖累，美国企业利润增速趋缓，工业金属面临调整压力，美债长端收益率顶部已现，黄金中长期配置价值凸显。

中国证券报：若信用债市场持续调整，可能对美国经济形势或带来哪些影响？

赵伟：本轮周期与过往不同，逆全球化盛行，美国需求外溢大降。本轮美国通过贸易保护及输出能源等，大幅降低需求外溢，贸易逆差占GDP比重持续收窄。逆全球化盛行下，全球产业链从新兴经济体大规模回流美国，美国多个制造业行业产值及就业占比止跌回升。受此影响，主要生产型、资源型非美经济体持续承压。特朗普贸易保护倾向下，欧洲等出口导向型经济体景气或加速回落；在特朗普政府加大能源及动植物产品等出口目标背景下，新兴经济体或遭受进一步冲击。

伴随企业端景气见顶回落、加速下滑，美国即将迎来景气拐点；受特朗普贸易保护和中国经济承压等影响，欧洲等中低评级信用债自2019年起集中到期，应警惕信用债评级下调及违约风险等加速累积。

大商所获批为“合格中央对手方”

□本报记者 张勤峰

已成为现代清算服务中不可或缺的一部分，并被多数发达经济体认定为金融市场基础设施中的核心组成部分。

我国期货交易所中央对手方的法律定位较为明晰，如中国证监会2015年发布的《境外交易者和境外经纪机构从事特定品种期货交易管理暂行办法》第十五条规定，“承担结算职能的期货交易所作为中央对手方，统一组织境内特定品种期货交易的结算。”《大连商品交易所结算细则》第六条规定：“交易所作为中央对手方，统一组织期货交易的结算、负责期货交易的保证金管理、风险准备金管理及结算风险的防范。”

有助提升国际影响力

合格中央对手方（OCCP）是指已按照《金融市场基础设施原则》（以下简称“PFMI”）要求建立起规范、完整的中央对手方清算机制并已得到监管当局认定的 CCP。

PFMI是由国际清算银行支付结算体系委员会与国际证监会组织于2012年4月共同发布的，共有24项原则，其中22项与CCP有关，涵盖了CCP的总体架构、信用和流动性风险管理、结算、违约管理、一般业务和运营风险管理、准入、效率和透明度等各个方面。

近年来，大商所对标PFMI中的各项要求，不断努力推进合格中央对手方的建设，通过构建完善的法人治理结构、实施全面的风险管理机制、优化会员服务和管理、建立风险准备金与一般风险准备金制度等，已形成规范、完整的CCP清算机制，具备了OCCP的相关认定条件。

大商所相关负责人表示，相比普通的CCP，OCCP在对手方交易风险敞口权重等国际监管要求上更加优惠，有利于吸引更多境外投资机构和投资者参与国内期货市场交易，提升交易所的国际影响力，对交易所、市场参与者和整个期货市场都具有非常积极的意义。

动力煤期价仍存下行预期

□本报记者 马爽

上周快速上冲并逼近600元/吨关口之后，本周以来，动力煤期货主力1905合约连续回落，1月23日收报576.6元/吨。分析人士表示，在下游需求依然偏弱的情况下，春节前动力煤价格或将震荡回调整理为主。

期价冲高回落

“受1月13日榆林神木市矿难事件影响，榆林地区民营煤矿全部停工、国营煤矿开展安全大检查，供应收紧预期一度刺激动力煤期价强势反弹。但反弹非反转，价格冲高回落亦在预期之中。”中电投先融期货能源分析师任宝祥表示。

尽管如此，多重外围因素仍难敌甲醇自身基本面的弱势。徐婧表示，港口库存大幅增加是压制甲醇价格反弹的最大因素。因进口的甲醇船货集中到港，上周港口库存继续回升。截至1月17日，华东港口库存51.6万吨，环比上一周增加4.9万吨；华南港口库存11.95万吨，环比上一周增加3.35万吨。

现货方面，目前甲醇市场货源供应不减，下游需求跟进滞缓。西北地区部分煤制烯烃配套甲醇装置负荷提升，加之部分甲醇装置恢复运行，开工水平回升，产量稳定。西南地区部分天然气甲醇装置存在月底重启计划，后期供应有望继续增加。但下游市场价格前备货基本结束，当前市场刚需采购为主，拿货积极性并不高。

春节前将震荡筑底

尽管甲醇市场基本面处于偏弱格局，但成本端仍存一定支撑。“近期，受陕西神木某煤矿发生冒顶事故影响，神木地区煤矿停产数量较多，部分从神木等地采购原料煤炭的工厂反映，近期神木等地坑口价格逐渐上涨，直接增加了陕西等地甲醇厂家原料成本。此外，原油和乙烯价格上涨也对煤制烯烃市场形成一定支撑。但市场需求进入春节前的真空期，预期将引导短期甲醇价格走势。”

夏晓亮表示，临近年关，假期氛围渐浓，部分下游企业采购节奏放缓。业者亦多持观望心态，操作偏谨慎。短期来看，由于市场缺乏进一步的利好刺激，预计春节前甲醇期价仍将处于筑底阶段，或将在2300—2530元/吨区间内运行。

徐婧认为，甲醇市场库存仍将有继续累积态势。此外，目前甲醇开工维持在较高水平，随着下游节前备货结束，甲醇供需压力逐渐回升，现货短期承压，期货反弹动力不足。临近年关，甲醇期价料将更多在供需驱动下维持低位震荡筑底。

TMLF现身 债市不涨反跌

□本报记者 王姣

“债市对TMLF反应平淡，或因先前已有充分预期，且操作规模不及央行逆回购到期量，央行仍在净回笼资金。”一位交易员表示。

有业内人士进一步称，当前经济整体仍趋于下行，但逆周期政策也在发力，市场

对基本面预期开始“触底反弹”，逆周期政策可能被当做债市利空解读；同时，地方债发行提前揭幕，可能对其他利率债配置形成挤出。短期看，债市仍缺乏增量利好，延续震荡局面可能性大。

中国期货市场监控中心商品指数(1月23日)

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨幅(%)
商品综合指数	83.51	83.51	83.51	83.39	0.12	0.15	
商品期债指数	965.2	966.47	967.93	962.63	964.11	2.37	0.25
农产品期债指数	836.52	836.68	839.08	833.52	836.04	0.63	0.08
油脂期债指数	470.3	469.88	473	467.45	469.52	0.36	0.08
粮食期债指数	1212.41	1210.83	1214.73	1208.15	1212.41	-1.58	-0.13
工业品期债指数	770.36	772.49	774.92	768.83	771.06	1.43	0.19
能化期债指数							