

融资支持工具多元化，纠正民企风险偏高预期

核心观点：

融资难问题再次强调，在前期政策指导下支持手段进一步具体和丰富。7月底召开的国常会提出宏观政策要“相机预调微调、定向调控”，此次会议针对民营企业融资难的关切仍然突出了“定向”原则，但措施安排更加具体。

制度安排的落实有助于纠正前期风险偏好的过度调整。从2018年发债企业的中报数据可以看到，民营企业的标准化债务筹资现金流不足同时期国有企业的50%，而在2017年两者几乎持平。长期以来处于金融资源竞争劣势的民营一直有债务结构偏短期的客观问题，因而需要总量调控政策出台的同时辅以结构性的民企融资指导，目前我们看到的正是“结构性支持”的逐渐明确和落实。

进一步深化制度改革，加大优化营商环境工作力度。针对企业经营可能存在的制度性阻力，通过“进一步减少社会资本市场转入限制”、“进一步压减行政许可”、“进一步简化企业投资审批”、“进一步减轻企业税费负担”等措施，一方面提高行业参与主体的多元化程度，通过竞争机制提高全行业生产效率，其次降低制度性成本也将推动企业必要性投资的落实效率。

当前的政策组合可以理解为“减税、支出结构调整”的适度积极财政加上“流动性合理稳定、疏导信用扩张”的稳健货币政策，政策指引下将是投资需求降低政府项目依赖、消费需求占比进一步提升的结构性调整过程。

对于信用债投资而言，信用利差中的风险溢价压缩有望在中高评级主体身上优先体现，而流动性溢价在非总量调控的政策背景下缺乏压缩动力，策略上建议适度拉长久期，关注1-3年期中高评级信用个券。

风险提示：低评级民营企业再融资现金流依然脆弱

固收研究报告

证券分析师：李云霏

电话：021-61376547

E-MAIL: liyf@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518050003

相关研究

《推高行业利差的民营房企，弱在经营还是融资》——20181008

《周期中企业违约风险的追溯与展望——基于国内外债券市场的对比分析》——20180629

《当前信用债的评级利差分化有何不同？》——20180613

融资压力与政策风险相互交织，城投压力何时言缓？

10月22日国务院常务会议召开，部署根据督查发现和企业关切的问题。对此我们点评如下：

融资难问题再次强调，在前期政策指导下支持手段进一步具体和丰富。7月底召开的国常会提出宏观政策要“相机预调微调、定向调控”，此次会议针对民营企业融资难的关切仍然突出了“定向”原则，但措施安排更加具体，涉及“对有市场需求的中小金融机构加大再贷款、再贴现”、由人民银行按照一定条件提供初始资金，按照市场化原则为民营企业发债提供增信支持。资金与工具使用均较前期的政策指导有了进一步的落实。

制度安排的落实有助于纠正前期风险偏好的过度调整。2季度开始信用债市场连月出现新增违约，且高度集中于民营企业，引导各类金融机构在需求预期谨慎的情况下不断压低对民营企业的资金支持。从2018年发债企业的中报数据可以看到，民营企业的标准化债务筹集现金流规模不足同时期国有企业的50%，而在2017年两者筹资规模几乎持平。长期以来处于金融资源竞争劣势的民营一直有债务结构偏短期的客观问题，因而需要总量调控政策出台的同时辅以结构性的民企融资指导，目前我们看到的正是“结构性支持”的逐渐明确和落实。

进一步深化制度改革，加大优化营商环境工作力度。针对企业经营可能存在的制度性阻力，通过“进一步减少社会资本市场转入限制”、“进一步压减行政许可”、“进一步简化企业投资审批”、“进一步减轻企业税费负担”、“进一步提高政务服务效能”等措施，为各类企业提供公平、高效的制度支持，一方面提高行业参与主体的多元化程度，通过竞争机制提高全行业生产效率，其次降低制度性成本也将推动企业必要性投资的落实效率。

结合近日公布的《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》，当前的政策组合可以理解为“减税、支出结构调整”的适度积极财政与“流动性合理稳定、疏导信用扩张”的稳健货币政策配合，这不同于以往“地方政府增加隐性赤字+货币总量宽松”的简单组合。传统的政策组合以总需求尤其是政府主导投资需求迅速回升为实施效果关注点，当前的政策指引下将是投资需求降低政府项目依赖、消费需求占比进一步提升的结构性调整过程。

对于信用债投资而言，信用利差中的风险溢价压缩有望在中高评级主体身上优先体现，而流动性溢价在非总量调控的政策背景下缺乏压缩动力，策略上可适度拉长久期，关注1-3年期中高评级个券。



重要声明

太平洋证券股份有限公司

具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566