

除了定向宽松，我们还能做些什么？

李奇霖

联讯证券股份有限公司研究院 董事总经理/首席宏观研究员

国家金融与发展实验室银行研究中心 特聘研究员

钟林楠

联讯证券宏观组

常娜

联通证券研究院宏观组

这周，我们看到央行再次做出了定向降准及下调支小再贷款利率式的定向降息，其背后的考量简而言之有两个。

第一，非金融企业杠杆率高，债务压力大，金融市场已经出现小范围的债务风险事件，隐藏在海面下更大的“冰山”需要政策缓释。

第二，“紧信用+金融严监管”双重施压产生的负反馈让实体经济出现失速的风险，企业资本支出动力由于筹资现金流的恶化已大幅减弱，需要政策“微刺激”。

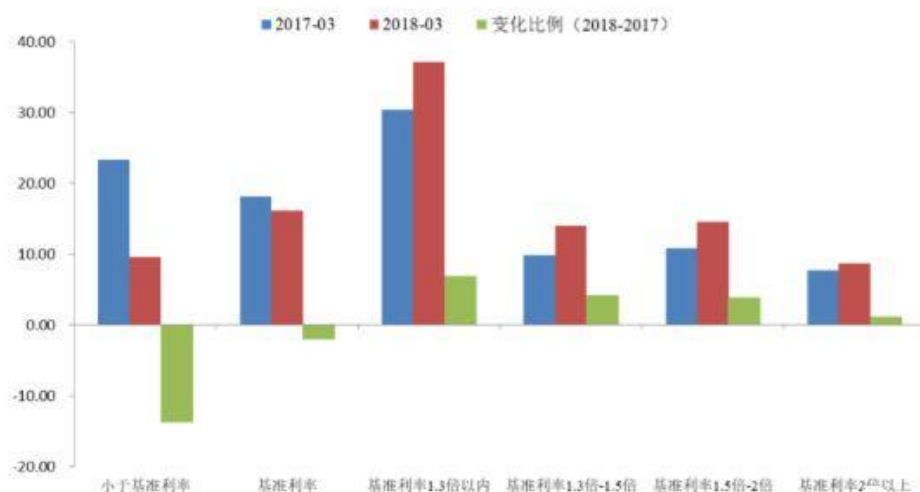
监管层希望通过降准来达到时间换空间的目的。

以定向降准与降息来降低企业部门的融资成本，减轻债务负担，在宽松环境下渐进式的去化债务杠杆。同时以长期的债转股、供给侧改革倒逼产业升级与经济转型等举措，彻底转变过度依靠债务驱动经济的发展模式。

但一个略显尴尬的事实是，尽管金融市场的流动性已经出现了明显的改善，银行间市场已经得到了央行足够多的呵护（图表 1）。

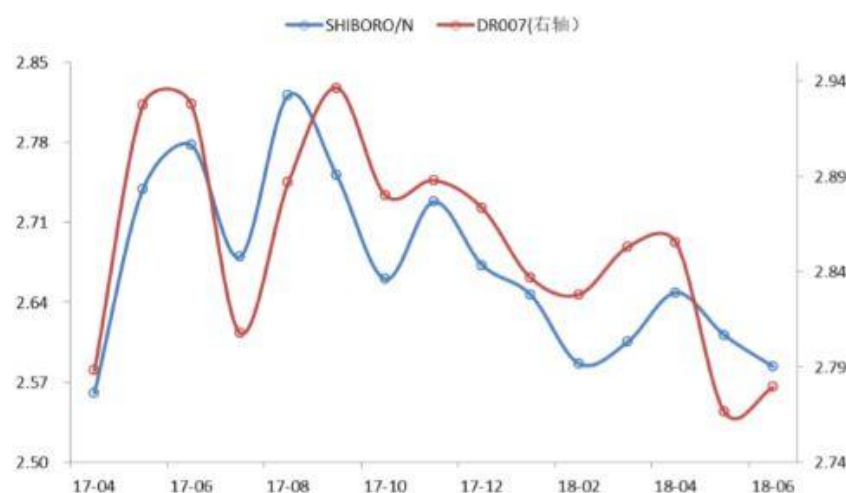
以银行贷款利率为代表的企业融资成本却不见显著的降低，债务风险最大的低等级企业融资难度反而在进一步加大，4 月央行第二次降准置换 MLF 后，信用债、信托贷款等金融资产反而出现了集中违约事件。

图表2： 在基准利率基础上上浮的贷款比例明显增多



资料来源: wind, 联讯证券

图表1： 2017 年四季度以来，金融市场流动性在好转



资料来源: wind, 联讯证券

央行需要兼顾内外均衡，如今已定向降准三次的货币政策留给金融市场与经济的空间缩减了不少。

要达成降低融资成本、防风险的政策目标，可能还需要其他方面的配合。

一、定向宽松下的“存款荒”

宽货币能给银行更多的基础货币，给金融市场充裕的流动性，但无法解决现在银行的“存款荒”。

“存款荒”的原因不在于狭义流动性的不足，而在于：

1、利率市场化的滞后。现在银行在存款利率上仍然没有获得完全自主的定价权，依然受到自律定价机制的约束，存在着事实上的利率上限，能给予储户的活期或定期存款收益偏低。

但另一方面，由于互联网科技的兴起、资管产品代销渠道覆盖面的扩大及居民理财意识的持续觉醒，储户对货币基金、银行理财、信托计划等“无风险”资管产品的可获性与投资意愿都在大幅提高，大量储户脱离银行表内，将工资与财产性收入转移至能获得更高收益的理财市场。

2、严监管对存款的“挤水分”。以前，银行可利用承兑汇票滚动贴现与“存单-货基-同存”的套利模式实现存款多倍的增长。但2017年三三四检查银监禁止票据空转与同业空转，货基流动性新规限制银行自营定制货基等做法让这两种模式都走到了末路。

3、财政存款的高增。如果将整个经济分为政府部门与非政府部

门两大部门，则我们可以很容易发现，流入政府部门的资金多了，沉淀在央行国库，则处于非政府部门内部的银行、企业、居民等部门所能获得的流动性就少了，获得更多存款的难度也就增加了。

图表3： 财政存款高增拖累了银行存款



营改增后虽然企业税负整体减轻对税收会构成冲击，但由于上下游抵扣机制（销项税抵扣），偷税漏税现象减少，辅之全面上线的金税三期工程提高了税收的征管效率，税收收入并没有受到太大影响。

在居民人均收入的上涨背景下，个税改革的滞后使税基进一步扩大，个税收入增长也较快。

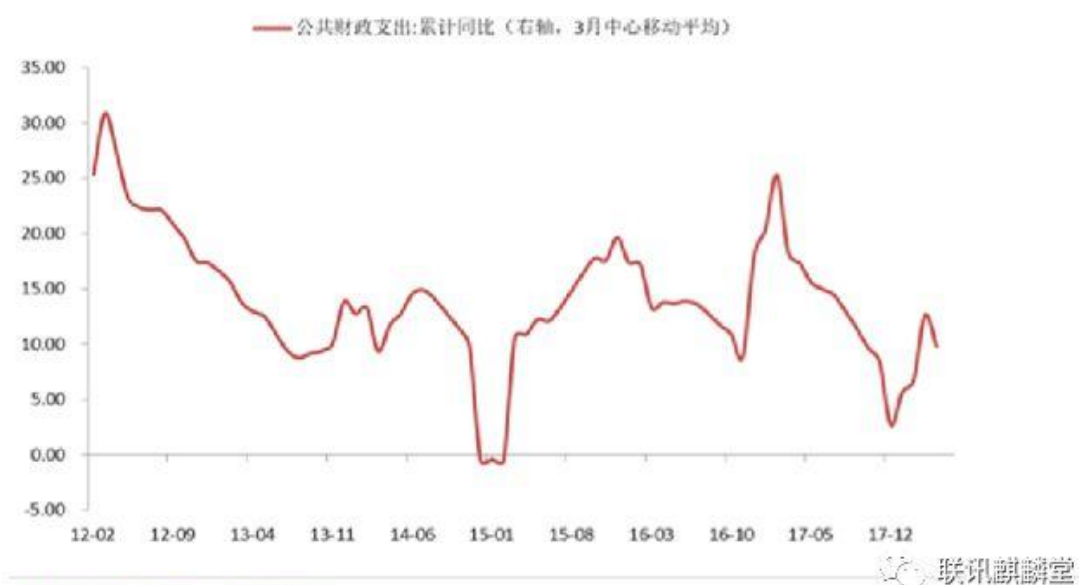
同时受棚改拆迁货币化安置+一线与核心二线城市调控房市的挤出等因素影响，三四线城市商品房库存去化较快，土地购置动力较强，也给地方政府带来了较高的土地出让收入。

因此，政府收入在 2017 年以来出现了较快的上涨。

但另一方面财政支出的增速却在持续的下降，2018 年财政支出

的节奏也要慢于往年。这种组合使大量资金流入政府部门，累积在央行国库，银行揽储难度进一步加大。

图表4： 今年财政支出偏慢



迫于盈利与资产负债表平衡的压力，银行只能更多的寻求，1) 结构化存款；2) 央行基础货币与同业负债等高息且不稳定的负债资金。

结构化存款不必多说，本质上等同于资管新规前的保本理财，负债成本大多在 5%以上。

央行基础货币除降准资金外，主要来源于 OMO 与 MLF，与资产端信贷资产的期限相比，过于短期且不稳定。

同业负债，股份行前期扩张过快，在存单额度收紧后，空间有限。大行与部分城商农商行虽有额度，今年也出现了明显的扩张，但借由存单获取的负债具有羊群性与短期性，与央行营造的宽松货币环境有密切关系，本质上仰仗的还是央行释放出来的基础货币，也不具备稳

定性。

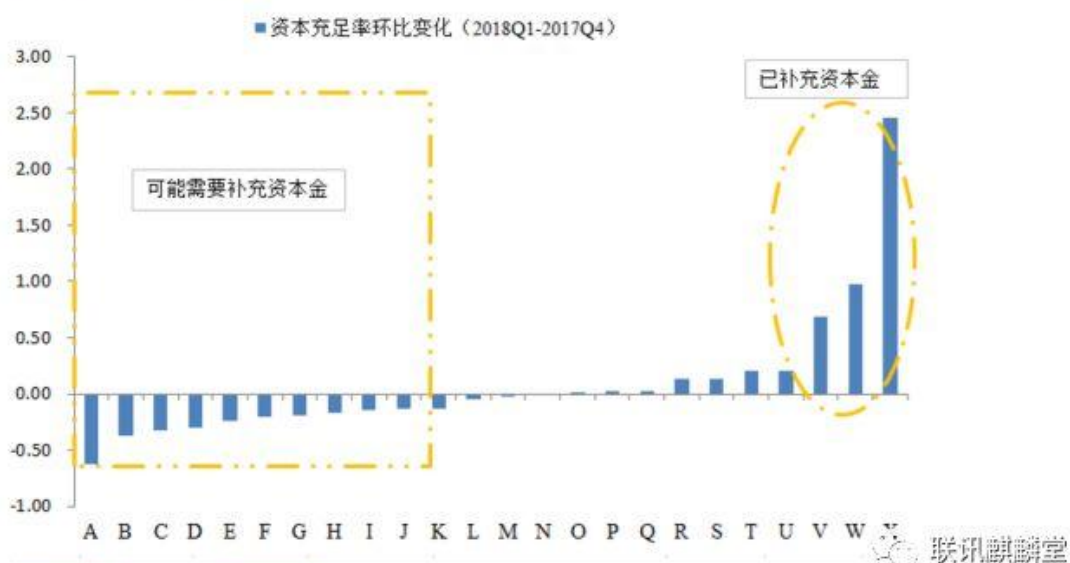
图表5： 大行与城商行在更多利用同业负债



这种不稳定性与短期性使银行开展信贷业务的动力不足。因为对企业投放的信贷期限偏长,一旦形成,便基本是蚕食流动性的存在(信贷资产证券化毕竟少数),不仅恶化了优质流动性资产充足率、LCR 等流动性考核指标,还使银行找负债的担子加重。

且更重要的是,这些负债资金与零售客户的存款相比,周转率更快,边际负债成本更高。如果银行要维持边际利润,则相应在信贷资产上也需制定更高的利率,进而使贷款利率拉升,企业的融资成本上升。

图表6： 银行资本金缺乏



二、资本金的困局

除了“存款荒”外，银行资本金的缺乏是另一个影响企业融资状况的重要因素。

从商业银行 2018 年一季报与 17 年年报披露的资本充足率情况来看，有十三家银行的资本充足率出现了环比的降低，可能存在补充资本金的诉求。

另有三家上市银行的资本充足率出现了 0.5%以上的升幅，我们猜测在 2017 年已通过二级资本债或定向增发或 IPO 进行了一轮补充。

在严监管的格局下，资本金不足已经成为了银行开展信贷业务的一大桎梏。

一方面，我们能看到融资需求反脱媒式的回表与社融的贷款化，实体融资需求越来越仰仗于银行表内的信贷资源来满足。

但暂且不说原本通过非标融资的企业自身，由于行业制约（地产

与平台)、信贷额度不足等因素回表会受到制约。

在现在银行“存款荒”、银行负债成本高企、息差收窄压力的背景下，光是重资本的贷款业务（资本占用大部分集中在 100%）会耗用大量资本金这一事实，便已经让银行在接受“非标回表”时产生较大的顾虑。

另一方面，现有的监管环境下，过去一些利用同业科目或通道间接放贷，以减少资本计提的做法被禁止，银行面临补提资本金的压力。

如银行购买同业理财，同业理财将其投资于非标、利率债、信用债等资产。但在出具资产清单时，同业理财发行银行对该银行只出具该银行资金所投资资产，出示的清单上可能只有利率债，使其不计提资本。

302 号文等监管文件也让过去“代持”、抽屉协议等灰色的出表方式失去了意义，考核时点更高的资产总额与不良将给银行带来更大的资本考核压力。

如银行先将不良债权打包出表给 AMC，然后由另一个银行出资与券商资管做定向，定向受让不良处置的受益权，打包出表的银行再与出资银行私下约定回购，或出具担保函来真实承担风险，以此达到不良“虚假出表”的目的。

这一切都指向：如果不及时补充资本，那么在资本充足率的考核压力下，银行要么提高贷款利率获得更高的息差，以更高的利润来充实资本，要么减少贷款等重资本业务，发展资本节约型业务。

在这样的形势下，银行信贷对实体的支持力度自然会被抑制，企业融资成本要降低将十分困难。即使银行从央行获得了针对小微企业的足额流动性支持，也无济于事。

当然不得不提的一点是，很多小微企业自身的资产质量确实存在一定的问题，缺乏抵押品、信息不透明、规模小抵御风险能力差、征信成本高等因素也是银行难以切实施行支持小微企业政策的一个制约。

三、不畅的流动性传导

央行扩容 MLF 抵押品范围本意是增强低等级债券的需求，缓释机构投资者“嫌贫爱富”的特性。

但实际效果不佳。因为接受央行 MLF 资金的只能是作为一级交易商的大行，非银金融机构没有这个资质。

但一方面大行内部由于风控、激励惩罚机制的不对称性等原因不会主动拿低等级债，低等级债基本集中在非银机构手中。另一方面低等级债不算优质流动性资产（或有极低的折扣率），银行用原本属于优质流动性资产的超储去购买，对优质流动性资产充足率与 LCR 具有恶化效应，银行缺乏足够的动力。

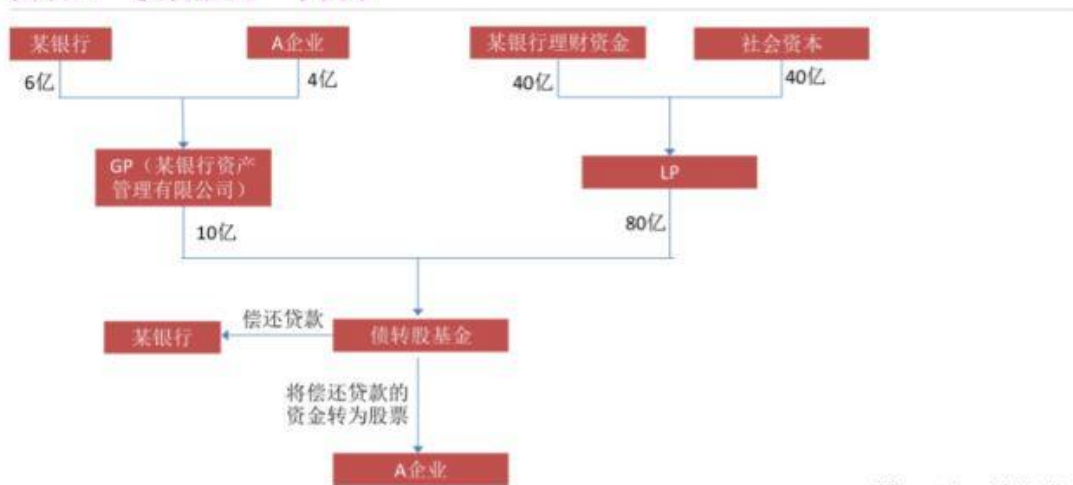
降准支持债转股也有相同的问题。

现在银行实施债转股主要有两种手段。一种是银行出资设立资产管理子公司，受让银行的债权资产并转让为股权；一种是银行与第三方 AMC 合作，将债权出让给 AMC，AMC 再将债权转为股权。

一个具体的例子如图 7 所示。

首先成立 GP 与 LP，为债转股基金募集资金；其次债转股基金将募集所得用于偿还或受让 A 企业的贷款；再次按照定价，将偿还或受让贷款的资金转为公司股票，债转股基金成为 A 企业的管理者；最后时机成熟后，以回购、股份转让等方式退出。

图表7： 债转股的一个例子



资料来源：wind，联讯证券

联讯麒麟堂

可以看出，在债转股的过程中，银行的降准资金可通过认购债转股基金份额，认购私募理财产品、认购 AMC 发行的金融债券及加强债转股企业的资金支持等方式来予以支持。

但即使这样，要充分利用降准资金来支持债转股依然存在较大困难。

且不说债转股项目选择问题，光是资本计提与流动性监管指标这两项便已让银行怯而退步。

1、如果是银行成立子公司，那么子公司需要纳入主出资人（银

行)的资产负债表,做并表管理,在银行并表后的资产负债表中是长期股权投资,风险资本计提 1250%,银行的资本金压力较大。

2、如果是作为合格投资人认购债转股基金或私募理财产品,则按照穿透要求,银行同样需要按照 400%或 1250%来计提资本金。

同时私募股权基金与理财产品等属于长期限缺乏流动性的资产,在流动性匹配率的计算中算入其他投资,具有较高的折算率,会恶化流动性匹配率、优质资产充足率及 LCR 等流动性监管指标。

因此,在现有的监管机制下,通过定向宽货币来支持结构性去杠杆依然存在较大的阻碍。

四、降低融资成本,我们还能做些什么?

不可否认,定向宽松在结构性去杠杆、防风险过程中有着积极的作用,对降低银行的负债难度与成本(主要指同业负债)有着积极的作用,但这非长久之计,货币政策不能为此过度服务,其重心应更多置于保证内外均衡上。

所以,除了定向宽货币,我们应努力在其他方向上做出改变:

第一,在整顿资管、稳步推进破刚兑降低存款替代性的同时,加快推进利率市场化改革,提高银行在存款利率上的自主定价能力,提高财政支出的效率,加快个税改革(目前已在推进),将更多流动性留给实体经济。

第二,破刚兑将使预期收益型资金逐渐萎缩退出市场,高收益债的需求将大幅下降,因此需要建设完善高收益债市场来对冲。一方面

保证低等级企业的债券融能力，另一方面给中小企业、缺乏抵押品的高科技企业开拓融资渠道，促进产业升级转型。

从美国经验来看，一个完善成熟的高收益债市场需要有足够的投资者参与为市场提供流动性，需要有成熟的信用风险保护与定价机制，需要长时间的建设。

中国过去在预期收益型刚兑资管的“呵护”下，在缺乏足够的违约事例、完善的信用衍生品市场的条件下，实现了高收益债市场的繁荣扩张。现在当刚兑被打破后，很多都需要重新起步，这会是一个长期的过程。

现在可以做的有：

首先，推进信用衍生品市场的建设，不过度恐惧信用违约。此前国内虽推出了 CDS/CLN 等产品，但效果不佳，有很多原因，可以做的是改变此前制度上规则上的一些不合理之处。

其次，保障债券持有者的利益。现在很多机构不愿去投，一个重要的原因是收益虽高，但踩雷后的代价太大，回收率偏低。因此，可在违约处置问题上下功夫，包括提高回收效率和时间，降低回收成本，发行时附着协议条款抑制发行人降低债务偿还能力等行为的出现，等等。

最后，适当放开私募债的投资范围，现在国内的高收益债较多是非公开发行的私募债，公募债基没有投资资格，但美国没有这种限制，共同基金可以拿高收益债。中国可以考虑在维护合格投资者规则的情

况下适当放开并施以规模比例限制，或设置专门的高收益债专户产品。

第三，畅通流动性传导机制。如提高国家融资担保基金对小微企业融资的担保比例，提高小微企业的资产质量，给予债转股更多的优惠政策支持，如适当降低债转股产品在银行资本计提中的比例等等。