

再现定向降准

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

国务院常务会部署缓解小微企业融资难、融资贵，要点如下：

- 1、缓解小微企业融资难、融资贵，运用定向降准等货币政策工具，增强小微信贷供给能力
- 2、加快已签约债转股项目落地
- 3、将单户授信 500 万元及以下的小微企业贷款纳入中期借贷便利合格抵押品范围
- 4、将符合条件的小微企业和个体工商户贷款利息收入免征增值税
- 5、国家融资担保基金支持小微企业融资的担保金额占比不低于 80%

继上一次央行中期借贷便利合格抵押品范围扩容后，我们又见定向降准。但国务院常务会议强调仍要坚持稳健中性的货币政策，也就是说全面宽松可能在短期还看不到。在防风险、去杠杆的平衡之下，启动的只是新一轮定向宽松周期。

为什么我们需要新一轮定向宽松周期？

我们在今年年初提到过。今年去杠杆的方向已经发生变化，去年我们的政策着力点是金融机构负债端，而今年，是金融机构的资产端。

回顾 2017 年的监管政策：一季度的资管新规内审稿，第二季度的三三四检查，第三季度的货基流动性新规及同业存单限制，四季度的商业银行流动性新规，我们可以发现政策的打击点主要集中在同业和资管，目的是要控制金融机构同业和广义基金负债的扩张。

当时的货币政策取向很明显，就是要维持和制造资金的波动率，不希望金融机构在平稳的资金预期下把金融杠杆又加了起来。

2017 年该政策实施已取得较好的效果。存单与理财的同业套利空间基本消失，理财规模在一年时间里萎缩了 3-4 万亿，表内委外的代表项股权及其他投资项目同比增速也大幅下降了 60%。

但到了 2018 年，监管的政策重心发生了偏移，对于负债端的新要求少了，但对金融机构的资产端监管确越来越严了。银信 55 号文后对信托通道的整顿，中基协禁止集合类资管投资信托贷款，委贷新规和资管新规收紧非标资产的生存空间等等。

在此背景下，5 月社融大幅下降，增速下降为 10.2%，市场对经济的韧性和强度因此也被重估，市场开始担心经济下行的风险和潜在的债务风险。我们看到 5 月无论是基建投资还是制造业投资还是消费数据均出现了一定幅度的下行，仅依赖地产投资增长 10.2% 的高增长托底，而地产投资高增长也是依赖于土地购置。

信用事件开始增多。据 wind 数据显示，截止 2018 年 6 月，交易

所与银行间信用债违约笔数已经达到了 22 笔，涉及主体 14 家。信托贷款等非标融资工具，从媒体报道披露的情况看，也有 4-5 家企业出现了不能及时兑付的情况。

实体经济与金融场所面临的信用风险可能正处于五年来的顶峰。一是企业自身创造现金流的能力不足，内部周转困难，对外部融资具有较强的依赖性；二是外部融资收缩，渠道受阻让本来压力较大的企业现金流断裂；三是债务到期压力加剧，2015-2016 在大资管扩容的时候，不少发行人以 3 年期或 3+2 期限的债务融资，到了 2018 年开始，这些债务都到了偿债高峰，2018 年前五个月，仅看信用债到期偿还量（以中票+短融+剔除银监 ABS 后的资产证券化+企业债+公司债为统计口径），月均规模就已达到 4300 亿，是 2014 年的两倍。

因此，我们需要一个相对宽松的货币环境，需要维持资金面的稳定，而实际上是为了迎合防风险的需要，具体体现在：

1) 去资金池和去刚兑后，市场资金对票息依赖度下降，净值化转型，市场偏爱流动性好的资产，在此背景下，短久期债更受市场偏爱，因此，需要防范债务融资短期化下债务频繁到期可能促发的信用风险

2) 防范信用风险预期强化引发金融机构产品赎回产生的流动性风险，流动性风险会波及高等级融资主体，导致风险变得全局的不可控

3) 非标转标意味着表外资产需要回表，进而需要消耗资本金和

补缴存款准备金，因此，需要通过降准释放银行的表内承接空间

本次国务院常务会议还提到了债转股要加速落地，实际上也是出于经济防风险的需要。

那么，宽松的货币环境是否会进一步导致金融机构加杠杆呢？对于金融机构在宽松货币环境下过度加杠杆的行为，是通过资管新规打破产品刚性兑付，通过限定场外杠杆倍数以及 302 号文将杠杆与净资产挂钩来控制了。

如果说货币政策边际上的宽松，是防风险的需要，那么，“定向”又是为了什么呢？

之所以要定向宽松是为了增强金融机构对小微信贷的供给能力，考虑到了实体去杠杆周期里，紧缩压力是不对称的，相对弱势的民营企业和小微企业更容易受到货币紧缩的冲击。

这一点在数据上也有所体现。2017 年 9 月之前，官方公布的规模以上工业企业利润增速，与我们自己根据规模以上工业企业利润数据计算的增速，基本是一致的。但是 2017 年 9 月之后，两个的缺口在扩大。今年 1-4 月官方公布的规模以上工业企业利润增速 15.0%，而根据两年同期利润数据计算的增速，只有-6.6%。这是因为规模以上工业企业指的是年主营业务收入为 2000 万元及以上的工业法人单位。在计算规模以上工业企业利润增速时，统计范围是动态调整的。一方面是货币紧缩的不对称冲击抬高了融资成本，二是在经历市场化去产能、行政化去产能后，小微企业面临出清风险，部分行业集中度

开始提高。

另外就是 15-16 年，大资管扩容时，产品具有预期收益+刚兑的特征，以资金池模式运作，对信用风险的承受力较强，对票息的依赖具有刚性。所以，中低等级、长久期债券具有很强的配置盘。这意味着金融机构的资产配置行为可以覆盖到资质相对弱一些的主体。

但正如前文所述，通过持续一年多的金融强监管对同业资金的清理，加之资管新规要求公募型产品转向净值型，高成本要求的刚兑资金开始萎缩，而存量资金以及新增的净值型产品在开放式申赎的压力下，在去资金池化后，会加强对产品的流动性管理。这意味着资质相对较弱的民营部门可能融不到资。

但化解小微企业融资难这么一个问题，仅依靠定向降准是不够的，因为金融机构如果风险偏好收缩，更担心本金安全的话，定向降准对金融机构的激励可能是不足的。

针对这个问题，本次常务会议也提供了解决方案：1）继续扩大对小微企业投放信贷的激励，对小微企业和个体工商户贷款利息收入免征增值税；2）给小微企业主体套上政府主体的信用，缓解金融机构风险偏好收缩的冲击，国家融资担保基金支持小微企业融资的担保金额占比不低于 80%。

因此，总结下来，定向宽松是经济防风险的需要，也是为了缓解去杠杆过程中，对民营和小微企业不对称的负面冲击。

那么，对大类资产配置意味着什么呢？

权益在 2017 年因供给侧改革、库存低位和终端需求韧性超预期，叠加金融防风险，资金普遍跑向蓝筹抱团取暖。但在 2018 年，供需缺口收窄后周期类行业利润增速已经放缓，实体总需求边际放缓，信用风险的担忧贯穿始终，再加上贸易战高度不确定性，股票质押去杠杆的压力，预计全年机会有限。

黑色大宗近期有所回调，但仍处于高位。前期强势，源于需求复苏预期和环保限产，但终端需求已被证伪。地方政府去杠杆背景下，基建投资预计将继续低迷。房企融资环境持续收紧，建安投资弱势，资金来源对地方投资的约束将进一步硬化。贸易战升温，也增加了出口的不确定性。而供给端，环保因素已被透支。因此，大宗商品价格高位缺少支撑，面临较大的下跌压力。

债券在市场今年因强监管产生的负债端风险已经大幅弱化，基本面将占据更大的权重，资产端收缩改善了银行间债券市场流动性环境的同时也增强了市场的配置力量，货币边际宽松已成定势，但高风险偏好的配置资金培育仍需要时间。在这样的环境下，目前最佳的策略将是利率和高等级品种长久期+中低等级短久期吃票息。