

如何宽信用？

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

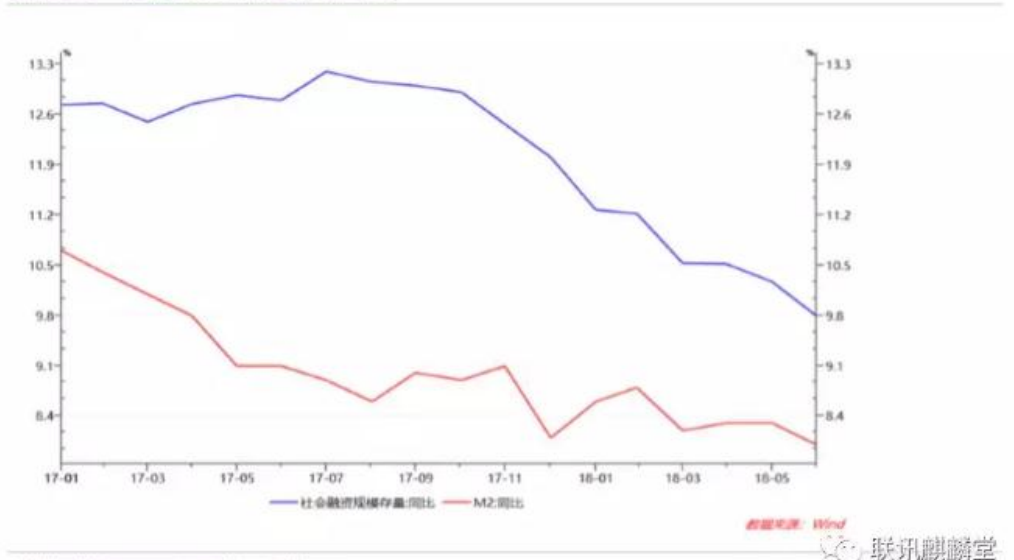
今年上半年新增社融仅 9.1 万亿，较去年同期收缩 2 万亿，社融和 M2 增速更是低迷，6 月社融同比增速跌落至 9.8%，M2 增速下降至 8%。

如果说去年社融增速稳定而 M2 下降可以理解为是由金融强监管挤出同业泡沫所致，那么今年社融和 M2 增速双双下降则明显反映出在严监管、紧信用的约束下，金融机构对实体的支持在不断减弱。

从历史经验来看，社融增速领先名义经济增速大约 1-2 个季度，考虑到年初社融增速见顶，三、四季度融资紧对经济增长的拖累预计将逐步显现。

除了对增长放缓担忧之外，存量债务风险亦不得不防。2015-2016 在大资管扩容的时候，不少发行人以 3 年期或 3+2 期限的债务融资加足了杠杆。2018 年开始，这些债务进入偿还期，外部融资环境恶化驱动的信用风险已呈零星爆发之势。

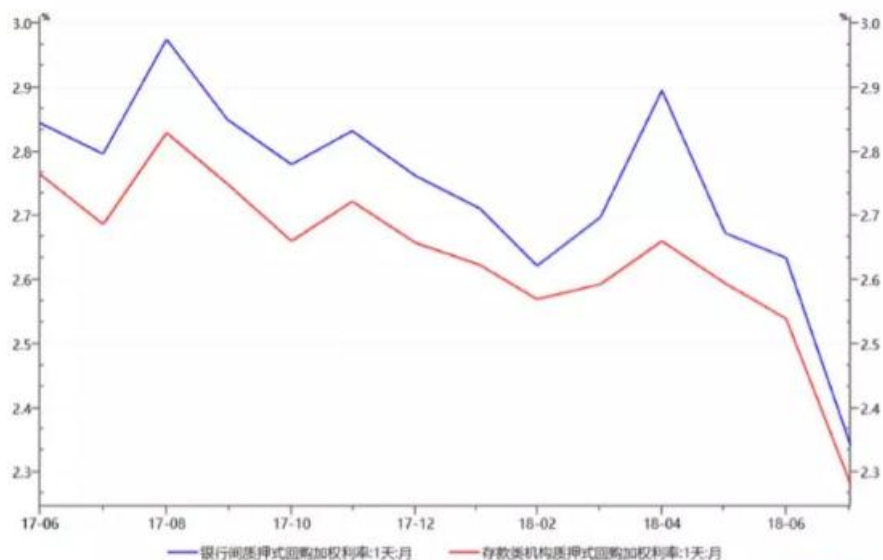
图表1：社融 M2 增速不断下移



针对这一系列问题，货币政策做出了预调微调。今年以来，随着公开市场操作前瞻性预调微调，降准替换 MLF 以及定向降准多项措施，保持了市场流动性处于合理充裕的水平。从数据看，超储率 6 月上升至 1.7%，且银行间市场资金利率运行中枢明显下移，R001 与 DR001 运行中枢分别下降至 2.3%、2.2%，10 年期国债、国开收益率分别从年初高点下降至 3.4%-3.5%。

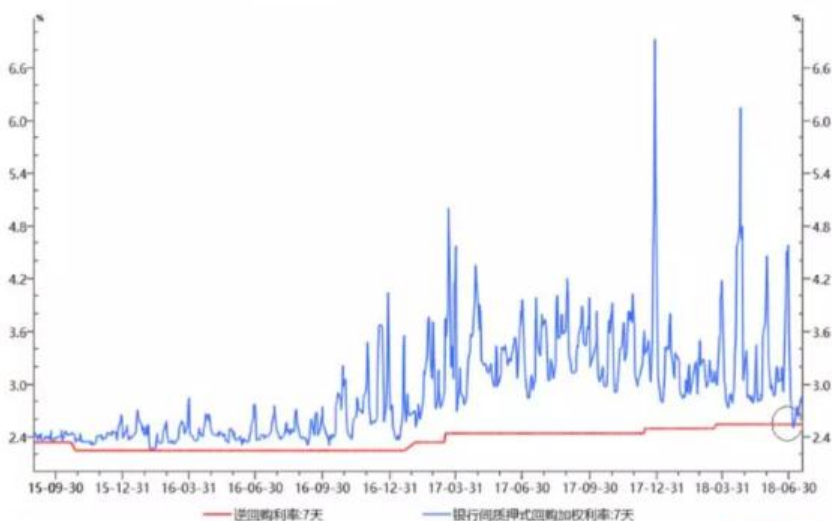
除了 4 月降准替换 MLF 后，市场对赌持续宽松抬高回购杠杆导致资金面一度偏紧以外，今年其他时候市场更多感受到的是资金面的宽松。7 月 5 日降准到账日资金利率甚至一度降至 7 天逆回购政策利率之下，季末等关键时点资金利率运行亦波澜不惊。

图表2： 2018 年资金利率中枢明显下移



资料来源: wind, 联讯证券

图表3： 资金利率一度跌破 7 天逆回购政策利率之下



资料来源: wind, 联讯证券

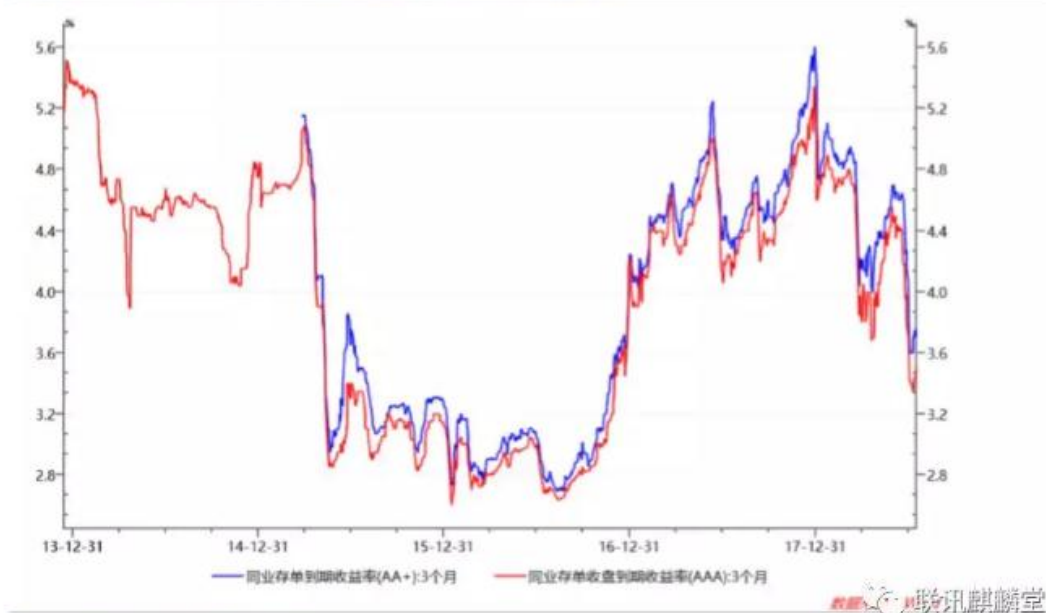
在资金面宽松助推下,1 年期以内的短久期品种收益率大幅下移, 3 个月同业存单收益率甚至回到了 2016 年年底的水平。

供给端不足以解释同业存单收益率的下降。从发行数据来看, 2017 年下半年同业存单净融资 3793 亿, 而 2018 年上半年净融资近

9000 亿。可见，存量资产消化还需时日，仍需同业存单维持高发行量滚动，银行“存款荒”的压力，也需要同业存单缓释。

同业存单收益率之所以明显下降的根本原因在于需求端：一方面是资金面实质性的宽松和对未来的宽松预期带动了短端利率水平的下移，另一方面是金融强监管后，机构投资风格短期化、保守化加大了对同业存单的配置力度。

图表4： 同业存单利率已降至 2016 年年底水平



资料来源：wind，联讯证券

货币政策边际调整固然对实体信用投放和金融风险防范起到了积极作用，不少银行同业反映在资金宽松和预期稳定后，叠加金融机构负债成本和新理财产品募集成本下降，对表外理财杠杆风险缓释起到了积极作用。

但即便如此，由于货币政策机制传导不畅，货币政策边际调整仍未能解决信用投放总量和结构性问题。正如前文所述，在货币政策预

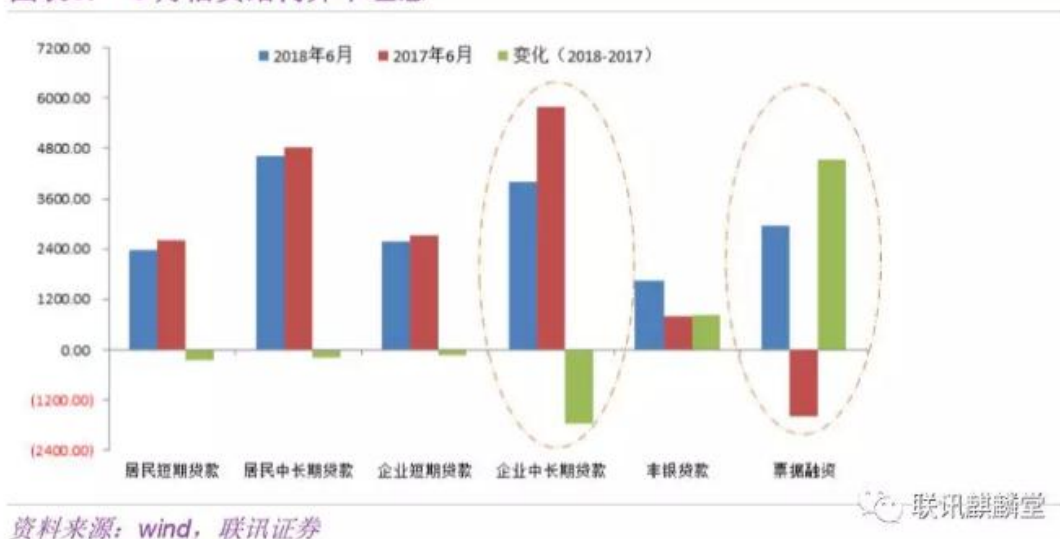
调微调的过程当中，并未扭转社融和 M2 增速下滑的趋势。

除此之外，上半年累计新增社融 9.1 万亿中新增人民币贷款为 8.76 万亿，社融里新增的人民币贷款占比高达 96%。能够承担相对高风险偏好的非标融资(委托贷款+信托贷款+未贴现承兑汇票)收缩 1.2 万亿，而去年同期非标融资新增了 2.4 万亿。信用投放如果仅依赖于贷款，没有不同风险偏好和不同投资风格的融资工具做支撑，是无法惠及更宽泛的融资主体的，很容易导致实体出现结构性融资难题。

即使是用今年相对高增长的信贷数据观察，形势也不容乐观。6 月 1.84 万亿新增信贷看起来比 5 月多了不少，但是过去三年银行信贷都呈现出六月出现峰值的季节性规律，可能因为银行在季末考核压力下有冲量的习惯，企业也因二季报披露有融资美化现金流的考量。

根据我们草根调研，6 月不少银行反映信贷额度有所放松，但信贷数据中票据融资却一枝独秀，新增了 4500 多亿，银行拿票据融资冲了信贷额度，对非银贷款新增 1600 亿，流动性仍然淤积于金融体系内部，而真正能对实体资本开支起作用的企业中长期贷款相比去年同期显著恶化。

图表5： 6月信贷结构并不理想



那么，究竟是什么阻碍了货币政策向实体的传导？

1、金融监管加强，同业资金收缩，产品净值化改造后，市场缺乏风险偏好高的配置主体。

过去资管类资金多以资金池模式运作，其滚动发行、分离定价的特征意味着该类型资金对风险有较强的承担能力（违约了大不了滚动发行，借新还旧）。

强监管导致同业资金收缩，叠加资管新规要求资金池改造为净值型并打破刚性兑付，净值化转型由于产品频繁申赎以及分账经营等特性，市场偏爱确定性强的短久期资产和高等级资产，市场资金风格开始“嫌贫爱富”、“嫌长爱短”了。

2、流动性传导机制不畅。

比如央行扩容 MLF 抵押品范围，是为了增加市场对低评级发行人配置力度，缓释机构投资者“嫌贫爱富”的特性。但由于低评级债由

资管类资金持有，不是一级交易商，无法直接通过把券抵押给央行换取流动性支持。这个时候就需要银行自营对资管类资金提供流动性支持。

对中小行来说，自营与资管类资金合作受流动性管理新规、现场检查 and 自查等监管约束，资管产品户配置放在表外，由自营资金持有也会受到资本金约束，部分农商行自营资金甚至被要求无法出省。

对属于一级交易商的大型银行来说，监管指标的约束压力相对较轻，但大行内部由于风控、激励惩罚机制的不对称等原因不会主动拿低等级债，所以需要窗口指导，给予一级交易商正向激励。（据媒体报道，央行开始对一级交易商配债额外给予 MLF 支持，新增信用债投资 AA+以上 1:1 配 MLF，AA+以下 1:2 配资金）

3、资本金约束。

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。一方面是表外回表和社融的贷款化，需要重新按照 100% 的资本占用来计提资本。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。

302 号文等监管文件也让过去通过抽屉协议等灰色的出表、隐匿不良贷款等手段失去了意义，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。

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，开展资本节约型业务，进而约束了银行对实体的支持力度。

4、“存款荒”制约。

银行揽储压力大原因是多方面的。首先，现在银行在存款利率上没有获得完全自主定价权，依然受到自律定价机制约束，叠加互联网、资管产品的类存款化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，大量储蓄资金得以脱离银行表内。

其次，严监管对存款的“挤水分”，过去银行可利用承兑汇票滚动贴现套一般性存款，但随着票据监管趋严，三三四检查银监禁止票据空转，该模式走向末路。

由于存款缺失，迫于盈利与资产负债表平衡的压力，银行只能更多的寻求央行的公开市场操作、同业负债以及其他的高息且不稳定的负债来源（比如，结构化存款）。

与资产端信贷资产的期限相比，央行公开市场操作与同业资金过于短期化且不稳定，还存在同业负债占比总负债不超过三分之一的约束。从这点来看，通过降准释放长期稳定的流动性在对冲存款流失方面有一定积极的意义，但仍无法替代或抵消存款流失、负债来源不稳定给银行信贷投放所带来的困境。

5、非标转标的困境。

资管新规要求非标产品期限一一匹配，且向上穿透投资者来源，叠加同业收缩和产品净值化改造，非标的资金来源会因此大幅收缩，这意味着部分非标存在转标的需求，否则对非标项目方而言，就面临债务偿还的压力。

非标转标之所以困难，其原因在于，非标过去实现较快规模的增长，源于信贷额度约束、行业信贷约束（比如对融资平台贷款、开发商购地、产能过剩贷款做出限制）以及相对于表内信贷较低的资本占用，也就是说，不少非标项目在放在表内可能就是不合规的。

即使项目合规，非标转标意味着表外资产需要回表，由于表外非标资本占用是 0，回表后要重新计提 100%的资本占用，需要消耗资本金，这就又回到了资本金约束的问题了。

6、有效的融资需求缺失与资产质量担忧。

有效融资需求缺失一方面源于对信用风险的担忧下银行自身风险偏好回落，另一方面更重要的是在房企融资受限，地方政府违规提供担保、承诺等行为被约束后，实体缺乏收益-风险比合适的资产。

尽管政策一直在定向支持中小微企业，但由于大行经营风格保守，小微企业抵押品缺失、自身经营风险高等特点，对实体整体有效融资需求的改善相对偏弱。

综上，考虑到上述六大原因，即使目前流动性充裕，短端利率持续下移，但仍未有效向实体传导，市场目前缺的不是“水”，而是能够有效“引水”的渠道。进一步释放基础货币只会导致流动性进一步

淤积于短久期、高评级、无风险资产，压低短端和无风险收益率，无法外溢到更广泛的融资主体，对实体支持的作用有限，也无助于经济结构调整，反而会加剧已有的汇率风险、资产价格泡沫和金融杠杆等问题。

不得不关注的汇率风险。美国联邦基准利率 1.9%，以 DR001 衡量的我们短端利率水平目前约为 2.5% 左右，若 9 月、12 月美联储两次加息共计 50BP，美国联邦基准利率越来越接近我们的短端利率水平。

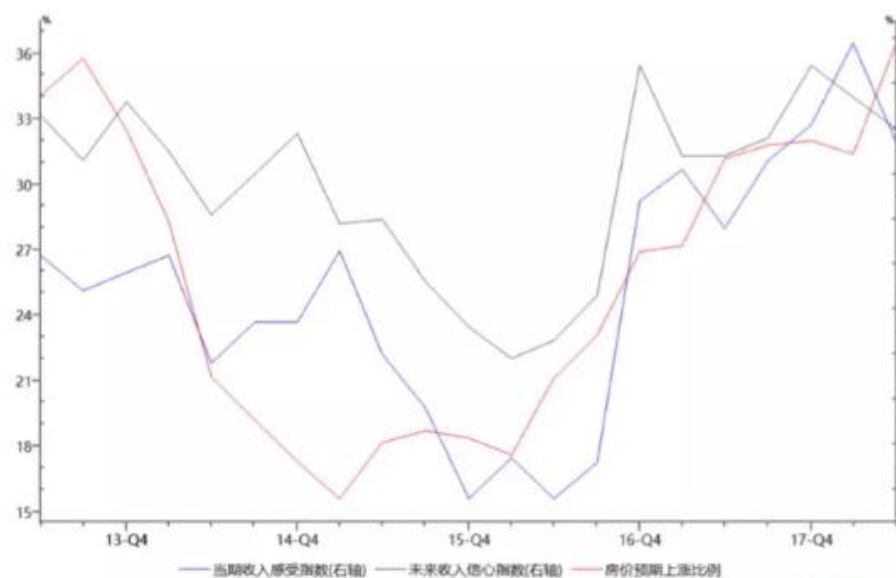
现在 1 年期中美国债利差约为 50BP，中美 10 年期国债利差约为 60BP，如果中美货币政策分化，中国央行持续释放基础货币继续压低短端和无风险收益率水平，两国利差只会进一步收窄，甚至倒挂，会不断加剧人民币汇率贬值的风险。

进一步在货币政策上做文章或进一步加剧资产价格泡沫问题。当前仍然维持了严格的限贷、限购措施，在控制房价进一步上涨方面起到了一定的积极作用，但从央行的城镇储户问卷调查来看，尽管当期居民的收入感受指数和未来收入信心指数均出现了下滑，但预期房价上涨的比例仍大幅上升。可见，公众对房价继续上涨仍存有预期，而央行进一步对货币政策进行微调，会继续强化全社会对房价上涨的预期。

此外，货币政策如果进一步压低无风险资产收益率，在实体有效融资需求尚未恢复的前提下，按揭贷款由于其安全性叠加长久期等特

征，银行将加大对按揭类贷款的投放力度，降低购房约束。从历史经验来看，当 10 年期国债收益率位于 3%-3.3% 的区间内，就需要关注房价上涨的风险了。

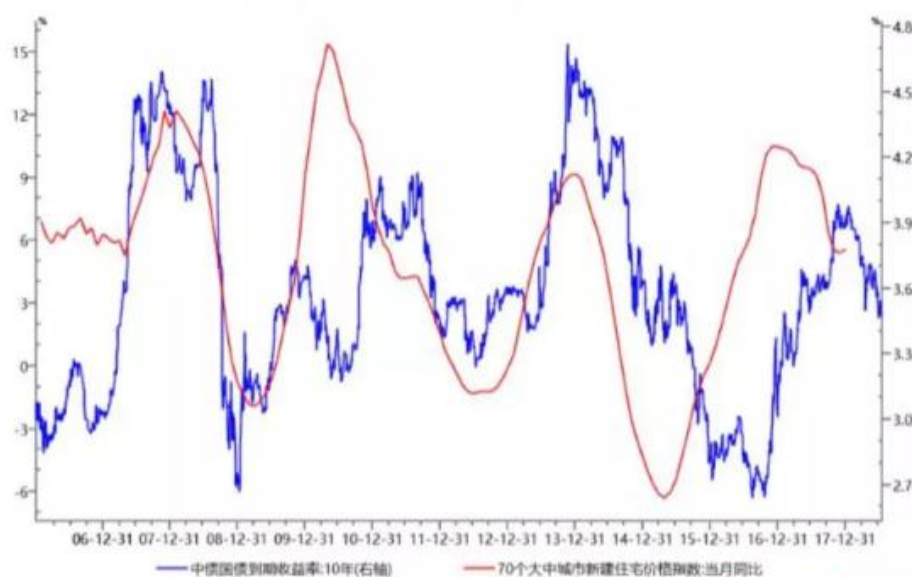
图表6： 房价上涨预期比例在收入感受指数下降时仍在上升



数据来源: wind, 联讯证券

资料来源: wind, 联讯证券

图表7： 10 年期国债收益率位于 3-3.3% 的区间内预示了房价上行风险



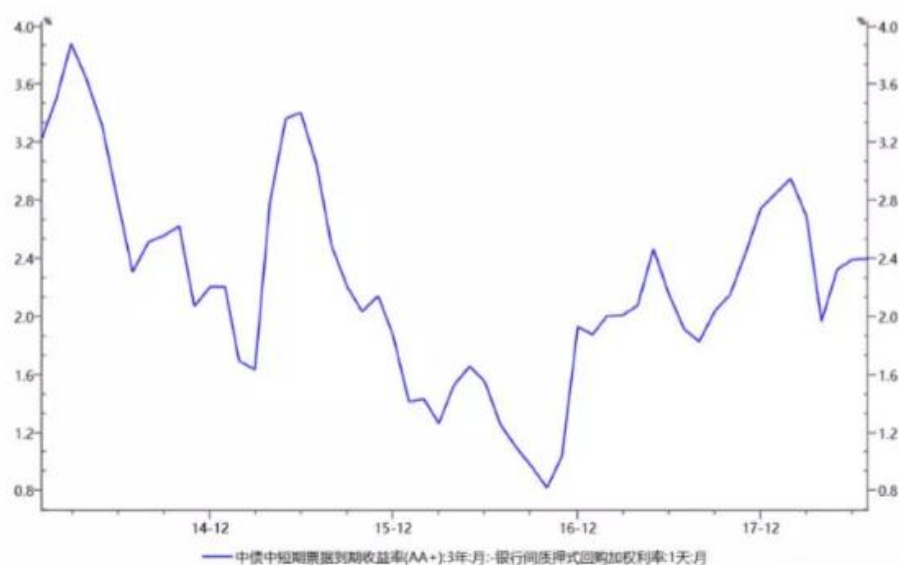
数据来源: 中国债券信息网, 联讯证券

资料来源: wind, 联讯证券

金融杠杆对货币政策的制约仍未消除。过于稳定的宽松流动性预期和持续低位的短端利率水平无疑会促进机构加杠杆的动力，当前，3 年期 AA+中票与隔夜质押式回购套息空间约为 240BP，2014 年至今套息空间的均值为 220BP，已位于历史均值之上。2015 年过于宽松的流动性环境压低短端利率引发了金融杠杆快速扩张历历在目。

当然，当前仍需要维持相对稳定的流动性环境，以迎合严监管、紧信用背景下金融防风险的需要，针对金融杠杆的限制只能依赖于 302 号文通过对杠杆/净资本的上限来管控。但无论如何，过于宽松的流动性环境继续压低短端利率对于降低金融杠杆而言，明显是不合时宜的。

图表8： 套息空间约为处于近几年来相对高位



资料来源: wind, 联讯证券

不可否认，货币政策在结构性去杠杆、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以及缓释金融风险方面有着积极的作用，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。要想真正降低实体融资成本，防范债务风险，促进经济转型，是一个系统性工程，需要加强各部门政策协同。

严监管后同业资金大幅收缩，产品去资金池化，固然对金融防风险有积极作用，但金融业务回归传统的过程必然意味着资产配置保守化，无法满足实体融资多样化的需要。

吐固还需纳新，在去掉不合规的资金池业务的同时，还需要完善市场参与主体，建设完善高收益债市场来对冲，保证不同评级企业正常的债券融资功能。但是，高收益债市场的建设是一个长期的工程，中短期内可能还是需要政策上的进一步支持。

针对“存款荒”抑制银行信用投放等问题，一是需要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，二是继续推进产品净值化改造，稳步破除刚兑，减缓类存款工具对表内存款的分流作用。

对于非标转标的约束，一方面在扩大银行信贷额度的同时，要适度放松对表内贷款的行业约束，并丰富资本金扩充渠道，提高表外非标回表的效率。另一方面在监管政策上有收有放，修复严重受损的非标融资功能，在合规的情况下继续承接表内无法满足的融资需求，比如非标私募产品可采取摊余成本法的要求上，在理财投资非标的额

度上等方面做文章。

中小微企业的定向降准措施落到实处，需要畅通流动性传导机制，最重要的是提高中小微企业的收益风险比。如提高国家融资担保基金对小微企业融资的担保比例，弱化对小微企业抵押品的要求，更重要的是，要改善小微企业的盈利能力，持续盈利能力是提高小微的资产质量的关键，这也是银行支持小微企业能走多久的核心因素。

综上，货币政策继续调整压低短端和无风险收益率只会导致愈加明显的流动性分层，很难外溢到更宽泛的融资主体，且继续释放基础货币会受到金融杠杆、资产价格泡沫以及中美利差收窄汇率贬值风险等多方面因素制约，要解决好流动性传导问题，需要化解高风险偏好投资主体缺位、“存款荒”、资金本不足、银行风险偏好回落、小微企业自身担保和盈利能力不强等一系列问题，而这些问题均需要强调政策的协同效应。