

采访 NO: 7月20

**采访主题：**央财之争背后：应该流入实体经济的钱去哪儿了？

**采访时间：**2017年07月20日

**采访对象：**李奇霖

**摘要：**“现在市场上资金非常多，大家都在‘减点出钱!’”最近金融业内人士都感受到了资金面的宽松，但这种现象着实奇怪。债务违约频发到处高喊“钱紧”的今天，市场上哪来这么多钱？央行和财政部面对这种现象显然也很头大，所以我们看到了这几天央行和财政部的“互怼”。货币政策已非常宽松，财政又在努力减费降税，实体经济的流动性却仍不见好转。“央财之争”背后折射出的是宏观调控政策在解决实体经济流动性上的困境。

## 货币政策已比较宽松 资金短缺的问题却愈发严重

联讯证券董事总经理, 首席宏观研究员李奇霖在接受凤凰网财经采访时表示, 目前央行的货币政策实际上已比较宽松。从 Shibor 利率和质押回购利率可以看出, 市场上的资金利率降得特别快。既然货币政策已比较宽松, 为何资金短缺的问题却愈发严重? 2018 年上半年债市频发违约潮, 据券商中国统计, 上半年已有 28 只债券违约, 涉及债券余额达 289.27 亿元。而这个数额已赶上去年全年的债券违约量! 信用风险频发, 企业融资难上加难, 实体经济面临的问题越来越严峻。

### 高信用风险+高资本金压力 银行谨慎放贷

李奇霖表示央行降准后流动性首先传导到了银行间, 但银行更愿意把钱留在金融市场上, 对贷款发放比较谨慎。造成这种情况的原因有两点: 第一, 信用风险高, 各个银行都在担心坏账风险, 资产质量无法保证。第二, 银行自己也缺钱。

银行为什么会缺钱? 李奇霖认为目前资管类产品具有类存款特征, 且产品的收益率普遍高于定价受管制的表内存款, 银行留不住存款, 而存款短缺意味着银行没有稳定的负债来源。此外, 非标受限后银行面临着巨大的资本金压力。一方面要应对非标转标: 之前银行非标可以用理财投, 现在回到表内后面临资本的约束。另一方面, 之前银行可通过一些通道来做非标, 现在通道被“堵死”后银行需要用贷款直接去对接。据李奇霖测算, 这大约消耗了银行 7000 到 8000 亿的

资本金。

此外，随着资管新规的落地，表外业务开始往表内走，银行普遍存在一个资本金的约束。这样的条件下银行很难去进行资产投放，开展新的项目。

### **流动性没了 企业上哪儿融资？**

在去产能，降杠杆的背景下，企业的融资环境发生了明显变化。而新出台的一些金融监管政策进一步降低了市场的风险偏好。

据联讯证券首席宏观研究员李奇霖介绍，之前银行最大的一个特点就是资金池模式运行，滚动发行和分离定价特征意味着该模式能够承担更高的风险。虽然这个模式持续下去会触发一些流动性风险，但它对企业信用风险的容忍度相对较高。所以以前企业想举债融资相对容易。然而随着金融监管的加强，资管新规的出台，资金池模式去化后，产品转为净值型，净值型产品对企业发行人的风险容忍度越来越小。

举个例子来说，新出台的资管新规中对资管机构提出了净值化管理的要求。净值化产品频繁申赎兑现特征，金融机构会更偏好于去选择利率债、高等级信用债等一些流动性好的品种做配置，而不愿意再去碰那些低等级的债券，如AA债、私募债、PPN等等。同时，净值化管理还要求分账户管理。即账户之间不能够互相对冲风险，调节利润。而现在单个账户对应管理人也是独立的。那么管理人将更看重债券资质，毕竟大家都担心踩雷。

有券商调研结果显示，目前市场上净值型产品的负债结构已经严重短期化了，而短期性的债务又怎么能支撑长期性的基建投资？当这些债券失去了流动性，市场越来越害怕风险，企业上哪儿弄钱呢？此外，今明两年是企业偿债的高峰期。还不起债又融不到资，也就不难理解近期债务频繁暴雷的现象了。

李奇霖认为目前很多好的企业被错杀。“低等级债券不代表它的资质真的就弱，关键要看收益风险比，高风险对应高收益，但现在高收益债券在严监管和产品净值化改造后被机构一刀切了。现在大家都只买高等级债，虽然今年市场流动性宽裕，但基本上没有外溢到低评级融资主体。”

“我们在清理掉不合理模式的同时并没有建立可替代的新东西，这是个很大的问题。目前我们缺乏健全的风险对冲工具。”李奇霖建议设立一些高风险偏好基金，比如专门设立一些垃圾债基金，或者完善一些信用风险的对冲工具。

### **市场缺乏好的融资主体**

从数据来看，6月财政支出已有所增长，但基建投资增速仍在下降。今年3月份23号文下发后，地方政府和企业之间的一些隐性担保和回购条款等等被打破，缺少了这部分融资，基建投资速度就降得很快。李奇霖表示，从历史经验看来，财政往往是一个好的融资主体，因为政府可以解决风险问题。

目前财政支出仅有30%用于基建，绝大部分用于民生。所以没有

融资的支持，单靠财政支出去拉动基建增长的空间是有限的。“现在真正的问题在于财政体系没有一个很好的融资需求，把这些趴在银行的钱真正的用起来。虽然目前市场上的资金链条很宽松，但大量的资金却堆积在银行间债券市场，反映在价格上就是短端利率运行中枢持续下移。”

据媒体报道，针对实体经济“钱紧”问题，央行和银监会已开始行动。昨天下午有消息称央行电话指导要求银行投AA+以下债券” 具体做法是，给一级交易商提供流动性，让他们给企业增加普通贷款投放，以及多买企业发的债券。而且强调，投的信用债等级越低，配给的资金量越多。此外，银保监近日会召开对银行业金融机构座谈会，意在疏通货币政策传导机制以及做好民营企业和小微企业融资。

李奇霖表示“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核心因素。”