

强化改革解决金融服务实体经济难题

——国务院金融委第七次会议及同业监管点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

郑嘉伟（分析师）

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号 S0280519040001

● **同业监管加码，意在鼓励更多信贷资金流入实体经济。**政金债纳入同业监管属旧规新解。根据监管部门 2014 年联合发布的《关于规范金融机构同业业务的通知》(127 号文) 中规定，政策性金融债早已属于同业资产的范围内。消息误读引发国债和国开债走势分化，其中 10 年期国开活跃券当日收益率上行 3.41bp 至 3.4425%；10 年期国债活跃券当日收益率下行 2.26bp 报 3.025%；10 年期国债期货主力合约创 8 月 5 日以来最大涨幅。监管意在监测同业规模并逐步压降，鼓励更多信贷资金流入实体经济，其监管不仅关注同业资产，也关注同业负债，意在监管商业银行同业资产与同业负债是否相匹配，以抑制同业空转，这一监管要求类似于央行 MPA 考核，有助于压降商业银行非信贷资产规模，倒逼资金流入表内信贷。

● **股份制银行和城商行等中小行承压。**监管新规并非针对政策性金融债，政策性金融债监管口径近期并无实质性变化，政策性金融债和国债走势分化属于市场误读。根据央行 MPA 考核框架，截至 2018 年末，城商行中，长沙银行、南京银行、杭州银行、贵阳银行四家城商行的同业资产与一级资本净额之比超过 300%，其中，长沙银行同业资产与一级资本净额之比最高，达 406.58%；南京银行、杭州银行、贵阳银行分别为 383.01%、324.10%、317.45%。而这一测算并未包括政策性金融债、同业存单等被纳入同业监管的科目，存在一定程度的低估。此外，股份制银行中的兴业银行同业资产与一级资本净额达到 347%，其余国有商业银行、其他股份制银行同业资产/一级资本净额比值相对较低，压力相对较小。这样 4 家城商行和一家股份制银行中共同特征便是其应收款项投资占同业资产比例较高，而应收款项主要投向非标资产，加剧了资金空转，将是本轮监管重点压降对象。

● **强化改革解决金融服务实体经济难题。**短期来看，政策性金融债存在被错杀的可能。由于监管的出发点在于引导更多信贷资金流入实体经济，而非在同业之间空转。因此，短期同业监管趋严，并非市场误读压降政金债同业投资规模，短期政金债回调存在被错杀的可能。金融委通过深化金融体制改革，继续实施好稳健货币政策和积极财政政策，加大宏观经济政策的逆周期调节力度，通过对基础设施、高新技术、传统产业改造、社会服务四大新领域和新增长极地区重点支持，不排除通过调整公开市场操作利率进而影响 LPR 利率，从而引导无风险利率中枢下行，加大对实体经济的支持，短期有利于政金债行情修复。长期来看，此次金融委强调多用改革的办法解决金融服务实体经济的难题，以科创板改革为突破口，加强资本市场顶层设计，为更多长期资金持续入市创造良好条件，增强资本市场活力，使其真正成为促进经济高质量发展的“助推器”。亮点在于：一是长期资金持续入市，有助于推动投资者结构将会持续优化；二是有助于蓝筹、白马股迎来长期投资机会；三是长线资金进入有助于推动资本市场更好的服务实体经济。资本市场活力、韧性增强，有助于改善上市公司杠杆率，可以重点支持有市场、有前景、有技术优势的高新技术产业，推动经济转型，促进实体经济高质量发展。

● **风险提示：政策转向；外部环境恶化**

相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

2019-06-18

信贷平稳，低基数助推社融增速回升——2019 年 5 月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观观点

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2 月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设 CBS 并非中国版 QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019 年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 同业监管加码，意在鼓励更多信贷资金流入实体经济.....	3
2、 股份制银行和城商行等中小行承压.....	4
3、 强化改革解决金融服务实体经济难题.....	4
4、 大类资产观察（2019.08.26-2019.09.01）.....	5
4.1、 股票市场.....	5
4.2、 债券市场.....	6
4.3、 外汇市场.....	7
4.4、 房地产市场.....	7
4.5、 大宗商品市场.....	8

图表目录

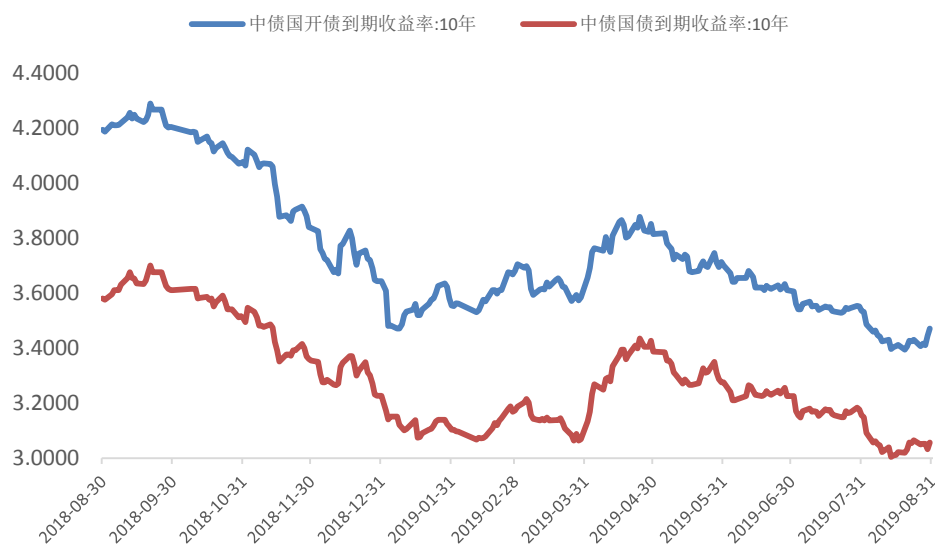
图 1: 政金债与国债走势分化（%）.....	3
图 2: 发达经济体主要资本市场表现.....	5
图 3: 新兴经济体主要资本市场表现.....	5
图 4: 中债国债到期收益率曲线.....	6
图 5: 美国国债到期收益率曲线.....	6
图 6: 美元指数与人民币汇率.....	7
图 7: 日元、欧元、英镑兑美元汇率.....	7
图 8: 30 大中城市商品房成交套数和成交面积.....	8
图 9: 一二三线城市商品房成交分化.....	8
图 10: 原油期货价格指数.....	8
图 11: 黄金价格指数.....	8
图 12: 南华商品涨跌幅度.....	9
图 13: 南华农产品涨跌幅度.....	9
图 14: 南华能化涨跌幅度.....	9
图 15: 南华工业涨跌幅度.....	9
图 16: 南华金属涨跌幅度.....	9
图 17: 南华贵金属涨跌幅度.....	9

2019年8月31日，国务院金融稳定发展委员会（以下简称金融委）召开第七次会议，研究金融支持实体经济、深化金融体制改革、加强投资者合法权益保护等问题。会议强调，要通过深化金融改革提供机制保障，提供动力支持，多用改革的办法解决问题。货币政策方面继续保持稳健，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长；财政政策方面要更加积极，通过专项债发行，把财政与货币金融政策地结合起来；重视基础设施、高新技术、传统产业改造、社会服务等领域和新增长极地区的发展；以科创板改革为突破口，构建良好市场生态、增强资本市场活力，通过资本市场发展，使其真正成为促进经济高质量发展的“助推器”。同时，8月29日，根据路透报道，监管将严格执行金融债等纳入同业投资监管，说明政策正通过各种渠道促使银行把更多资金投向实体经济。

1、 同业监管加码，意在鼓励更多信贷资金流入实体经济

政金债纳入同业监管属旧规新解。根据监管部门2014年联合发布的《关于规范金融机构同业业务的通知》（127号文）中规定，政策性金融债早已属于同业资产的范围内。127号文明确了商业银行同业业务为金融机构之间开展的以投融资为核心的各项业务，同业资产包括拆出资金、同业存款、买入返售和同业投资，其中同业投资就包括金融债、次级债等在银行间市场交易的同业金融资产和。根据8月29日路透社报道，之前同业投资中被豁免的政策性金融债等并未严格执行，目前已被监管部门开始严格执行纳入同业投资管理。这一消息传出，引发国债和国开债走势分化，其中10年期国开活跃券190210当日收益率上行3.41bp至3.4425%，盘中一度上行4.91bp触及3.4575%；10年期国债活跃券190006当日收益率下行2.26bp报3.0250%，盘中一度下行4.51bp触及3.0050%；10年期国债期货主力合约当日收涨0.32%，创8月5日以来最大涨幅，盘中最大涨幅0.51%。

图1： 政金债与国债走势分化（%）



资料来源：wind，新时代证券研究所

监管意在监测同业规模并逐步压降，鼓励更多信贷资金流入实体经济，而非针对政策性金融债。8月30日，21世纪经济报道辟谣称，监管部门意在监测同业规模，并逐步压降，而非针对政策性金融债，国债与政金债走势再次趋同。同时根据21世纪经济报道，商业银行已经收到同业监管文件，不同监管评级对应不同监管要求，商业银行全部同业资产与一级资本净额之比的比例按不同评级分别不能超过300%、400%、500%；与之对应，全部同业负债与一级资本净额的比值分别不能超

过 200%、300%、400%。其实监管不仅关注同业资产，也关注同业负债，意在监管商业银行同业资产与同业负债是否相匹配，以抑制同业空转，这一监管要求类似于央行 MPA 考核，有助于压降商业银行非信贷资产规模，倒逼资金流入表内信贷，以解决在无风险利率中枢处于低位，部分银行信贷资产与非信贷比重分配不合理，点差较大的商业银行结构性问题。

2、股份制银行和城商行等中小行承压

监管新规无关政策性金融债。根据 2014 年 5 月监管部门联合发布的 127 号文规定，同业投资包括金融机构购买同业金融资产、特殊目的载体 SPV。同业金融资产包括金融债、次级债等同业金融资产，特殊目的载体 SPV 包括银行理财产品、信托投资计划、证券投资基金、证券公司资产管理计划、基金管理公司及子公司资产管理计划、保险业资产管理机构资产管理产品等。127 号文要求单家商业银行对单一金融机构法人的不含结算性同业存款的同业融出资金，扣除风险权重为零的资产后净额，不得超过该银行一级资本的 50%；单家商业银行同业融入资金余额不得超过该银行负债总额的三分之一。可见监管新规并非针对政策性金融债，政策性金融债监管口径近期并无实质性变化，政策性金融债和国债走势分化属于市场误解了政策性金融债作为同业投资子项目填报“1104 报表”。

部分股份制银行和城商行等中小行负债端承压，非银机构受冲击。根据央行 MPA 考核框架，按照全国系统重要性金融机构、区域性系统重要性机构和普通机构分别设置三类标准：即，同业负债占比指标在“资产负债情况”项下，分值最高为 25 分，同业负债在总负债中的占比 $\leq 33\%$ ，则可得 15-25 分。根据 21 世纪经济报道统计，截至 2018 年末，13 家 A 股上市城商行中，长沙银行、南京银行、杭州银行、贵阳银行四家城商行的同业资产与一级资本净额之比超过 300%，其中，长沙银行同业资产与一级资本净额之比最高，达 406.58%；南京银行、杭州银行、贵阳银行同业资产与一级资本净额之比分别为 383.01%、324.10%、317.45%。而这一测算并未包括政策性金融债、同业存单等被纳入同业监管的科目，存在一定程度的低估。此外，北京银行、成都银行、江苏银行、苏州银行的同业资产与一级资本净额之比超过 200%，分别为 294.88%、250.49%、232.39%、217.62%。上海银行、宁波银行这一比值低于 200%，西安银行、郑州银行、青岛银行低于 100%。在该口径下，股份制银行中的兴业银行同业资产与一级资本净额达到 347%，其余国有商业银行、其他股份制银行同业资产/一级资本净额比值相对较低，压力相对较小。这样 4 家城商行和一家股份制银行中共同特征便是其应收款项投资占同业资产比例较高，而应收款项主要投向非标资产，加剧了资金空转，将是本轮监管重点压降对象。

3、强化改革解决金融服务实体经济难题

短期来看，政策性金融债存在被错杀的可能。虽然同业监管趋严，监管部门开始严格执行将政策性金融债纳入同业投资管理，但由于监管的出发点在于引导更多信贷资金流入实体经济，而非在同业之间空转，有助于抑制部分股份制银行和城商行等中小银行同业资产无序扩张，从而促进中小企业融资成本下降，实现金融委确定的金融更好支持实体经济。因此，短期同业监管趋严，并非市场误读压降政金债同业投资规模，短期政金债回调存在被错杀的可能。同时，金融委通过深化金融体制改革，继续实施好稳健货币政策和积极财政政策，加大宏观经济政策的逆周期调节力度，通过对基础设施、高新技术、传统产业改造、社会服务四大新领域和新增长极地区重点支持，不排除通过调整公开市场操作利率进而影响 LPR 利率，从而

引导无风险利率中枢下行，加大对实体经济的支持，短期有利于政金债行情修复。

长期来看，此次金融委强调多用改革的办法解决金融服务实体经济的难题，以科创板改革为突破口，加强资本市场顶层设计，为更多长期资金持续入市创造良好条件，增强资本市场活力，使其真正成为促进经济高质量发展的“助推器”。亮点在于：一是长期资金持续入市，有助于推动投资者结构将会持续优化，遏制市场投机，平复我国资本市场短期波动，显著改善我国 A 股投资者结构，引导广大中小投资者走向成熟和理性，有助于发挥资本市场“稳定器”作用，促进我国资本市场健康发展。二是有助于蓝筹、白马股迎来长期投资机会。部分行业龙头公司在经济下行压力下，业绩依然保持着稳定，这些龙头公司未来将成为中国经济转型的动力，长线资金将会超配这些龙头公司，从而迎来长期发展机遇。三是长线资金进入有助于推动资本市场更好地服务实体经济。资本市场活力、韧性增强，有助于改善上市公司杠杆率，可以重点支持有市场、有前景、有技术优势的高新技术产业，推动经济转型，促进实体经济高质量发展。

4、 大类资产观察（2019.08.26-2019.09.01）

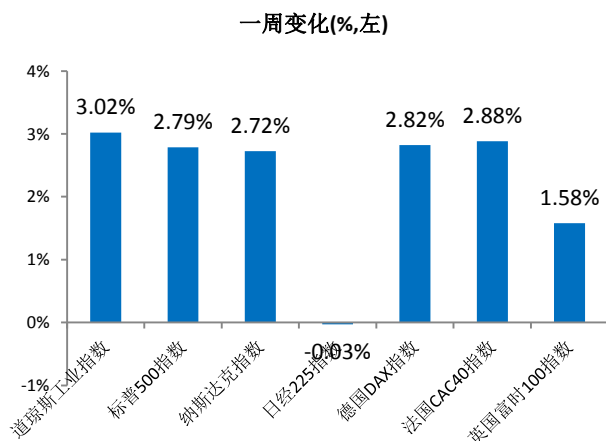
4.1、 股票市场

美三大股指集体反弹，依然录得 5 月以来最差月度表现。上周，经济数据方面，美国 7 月核心 PCE 物价指数同比升 1.6%，环比升 0.2%，符合市场预期；美国 7 月 PCE 物价指数同比升 1.4%，环比升 0.2%，符合市场预期。美国 7 月个人支出环比升 0.6%，高于市场预期 0.1 个百分点；个人收入环比升 0.1%；7 月实际个人消费支出环比升 0.4%，高于市场预期 0.1 个百分点。受经济数据影响，美国三大股指集体反弹。其中，道指周涨 3.02%，收于 26403.28 点；标普 500 指数周涨 2.79%，收于 2926.46 点；纳指周涨 2.72%，收于 7962.88 点。由于 8 月美国关键国债收益率曲线多次出现倒挂，加重了美股的波动率和投资者对美国经济前景的担忧，美国主要股指 8 月均出现一定幅度的下行，其中，道指月跌 1.72%，标普 500 指数月跌 1.81%，纳指月跌 2.6%，录得 5 月份以来最差月度表现。

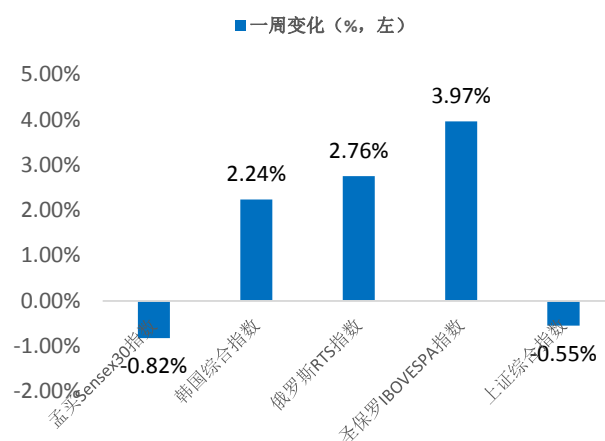
欧洲和亚太股市本周收盘涨跌不一。上周，法国 CAC40 指数周涨 2.88%，收于 5480.48 点；德国 DAX 指数周涨 2.82%，收于 11939.28 点；英国富时 100 指数周涨 1.58%，收于 7207.18 点。亚太方面，韩国综指周涨 1%，收于 1967.79 点；日经 225 指数周跌 0.03%，收于 20704.37 点；上证指数周跌 0.39%，收于 2886.24 点。

图2： 发达经济体主要资本市场表现

图3： 新兴经济体主要资本市场表现



资料来源: Wind, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

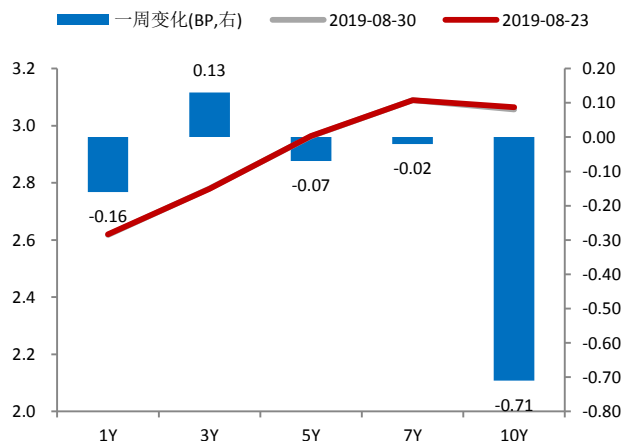
4.2、债券市场

美债收益率多数下行，10Y-2Y 美债收益率继续倒挂。上周，市场对于美国国债需求依然保持旺盛，全球负利率带动美债收益率继续下行。其中美债10年期收益率整个8月下行50BP，从7月末的2.014%下行至8月末的1.516%，创下自2015年1月以来的最大跌幅。短端债券收益率1年期美债收益率上行3BP至1.76%；3年期、5年期、7年期美债收益率分别下行1BP、1BP、1BP，报1.42%、1.39%、1.45%；10年期美债收益率下行2BP，报1.503%；30年期美国国债收益率下行6.3BP，收至1.965%，首次跌破2%，促使美国财政部出售50年和100年期更长期限债券的意愿。

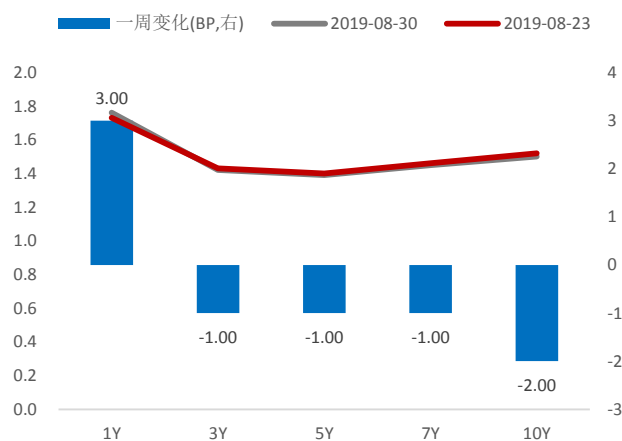
国内债券市场：期限利差收窄，国债收益率多数下行。上周，央行公开市场开展逆回购1400亿元，开展MLF1500亿；有2700亿逆回购到期，800亿国库现金定存到期，1490MLF到期，全口径下央行实现资金净投放（包含国库现金定存）2090亿元。下周公开市场有1400亿元逆回购到期，资金面将维持紧平衡，货币市场利率出现小幅上行，其中银行间质押式回购利率上行9.36BP，至2.8098%，国债收益率多数下行，其中1年期国债收益率下行0.16BP至2.6179%。3年期国债收益率上行0.13BP、5年期、7年期国债收益率分别下行0.07BP、0.02BP，10年期国债收益率小幅下行0.71BP，至3.0573%。10Y-1Y期限利差收窄0.55BP至43.94BP。

图4：中债国债到期收益率曲线

图5：美国国债到期收益率曲线



资料来源: Wind, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

4.3、外汇市场

美元指数创逾两年来新高，非美货币大幅下行。上周，8月末美元需求旺盛及欧元区疲弱的经济数据，美元指数大幅攀升。由于投资者预期欧洲央行(ECB)将大幅放宽政策，根据货币市场反映，9月12日欧洲央行会议将降息15BP，欧元区将推进至更深的负利率区域。美元指数大幅上行，周涨1.21%，重回98关口以上，收于98.8366。非美货币大幅下行，其中，欧元兑美元周跌1.36%，报1.0991，刷新逾两年新低，连跌两月；英镑兑美元周跌0.14%，报1.2165；美元兑日元周跌0.23%，报106.28。在岸和离岸人民币兑美元汇率再次下行，美元兑人民币汇率中间价贬值307BP，收于7.0879。

图6: 美元指数与人民币汇率

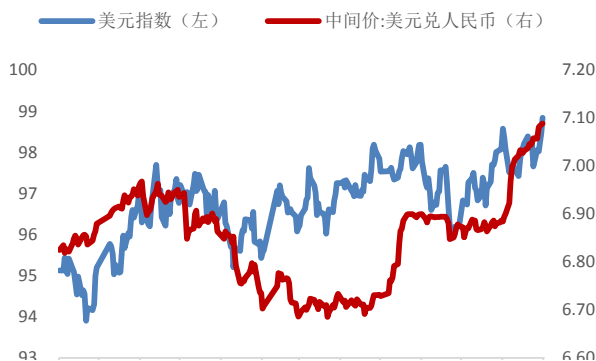
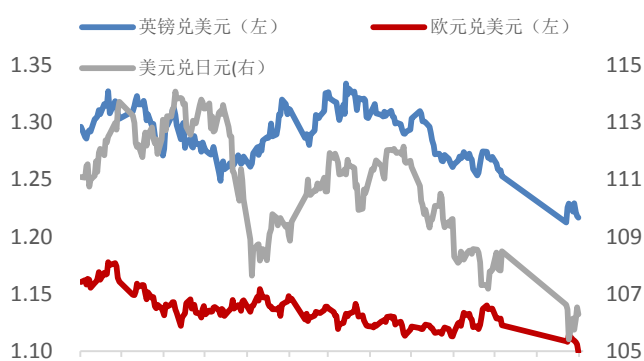


图7: 日元、欧元、英镑兑美元汇率



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10367

