

论宽信用的三种措施

——宽信用专题报告

宏观专题报告

2019 年 03 月 11 日

报告摘要：

宽信用想要真正和尽快见效，需要促发债、多放贷、宽表外“三板斧”同时发力。目前前两把板斧已经使出，取得了一定成效但仍面临一些困难，需要使出第三把板斧。

● 2月金融数据的重要特征

票据为主要拖累。2月表内票据融资和表外未贴现票据均明显收缩，构成信贷和社融拖累项。原因可能在于，1月超高的票据业务引发了市场对是否存在套利的热议，监管部门和商业银行对票据业务的态度趋于谨慎。

结构有喜亦有忧。喜在信贷结构有所好转，忧在非标融资继续减少。企业中长期贷款在全部新增信贷中占比为 57.9%，创 11 个月来新高，但信托贷款和委托贷款继续减少，非标融资尚未企稳，仍是社融的拖累项。

● 宽信用取得的进展和面临的困难

宽信用已取得一定成效。政策制订者决定施行宽信用相关政策以来，首先发力的方向就是支持企业发债，目前企业发债已取得明显改善。在一系列政策支持下，银行信贷也曲折中有所改善。

但宽信用还没有真正见效。我们构建“私人部门广义信贷”指标，作为评判宽信用是否见效的指标，该指标代表的是“市场之手”和经济内生力量，因此比社融更适合作为评判宽信用是否见效的指标。该指标仍在走低，显示宽信用还没有真正见效。

宽信用仍面临一些困难。核心困难是，虽然银行贷款审批条件已有明显放松，但有效贷款需求仍然不足。此外，美联储加息预期再度升温也有可能在下半年构成宽信用的制约因素。

● 宽信用真正见效还需要关键一招

非标融资对实体经济具有重要意义。非标是实体经济融资的重要来源之一，在私人部门广义信贷中占比至今仍在 10%以上。非标（信托贷款和委托贷款）从 2018 年 7 月起进入负增长，此后存量降幅不断扩大，构成私人部门广义信贷的重要拖累因素。

资金信托对实体经济支持明显增强。包括去杠杆在内，供给侧结构性改革取得阶段性成效，2018 年末按照麦肯锡算法计算的金融杠杆率较上年末回落近 10 个百分点。作为金融去杠杆的一大成果，资金信托对实体经济的支持已明显增强。

合规的非标新产品应予以政策支持。目前资管新规相关配套办法正在制定中，我们预计，符合资管新规的非标新产品有望获得政策支持。可能的支持方式包括消除非标认定的不确定性、支持合规的通道业务发展、支持新型信托产品发行等。

● 市场展望

下一阶段债券市场表现或强于股票市场。对于债市而言，未来利率水平下降和新一轮债牛行情可期，而对于股市而言，则面临宽信用和经济企稳晚于预期等风险因素。综上，我们认为下一阶段债券市场比股票市场更具投资价值。

● 风险提示：

宽信用和经济企稳晚于预期、美联储政策态度重新转鹰等。

民生证券研究院

分析师：伍艳艳

执业证号：S0100513070007

电话：010-85127654

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

目录

1、2月金融数据的重要特征	3
(一) 票据为主要拖累	3
(二) 结构有喜亦有忧	3
2、宽信用取得的进展和面临的困难	4
(一) 宽信用已取得一定成效	4
(二) 宽信用还没有真正见效	5
(三) 宽信用仍面临一些困难	6
3、宽信用真正见效还需要关键一招	8
(一) 非标融资对实体经济具有重要意义	8
(二) 资金信托对实体经济支持明显增强	10
(三) 合规的非标新产品应予以政策支持	11
4、市场展望：下一阶段债券市场表现或强于股票市场	12
风险提示	12

1、2月金融数据的重要特征

（一）票据为主要拖累

2月票据业务大幅缩水，构成信贷和社融拖累项。2月信贷和社融大幅回落，有季节性因素在，2月通常为信贷小月。但即便考虑季节性因素，信贷和社融也不及市场预期，主要拖累项为票据业务，表内票据融资环比减少3465亿元（同比仍为多增），表外未贴现票据同比少增860亿元（图1）。原因可能在于，1月超高的票据业务引发了市场对其是否存在套利的热议，监管部门和商业银行对票据业务的态度趋于谨慎。

图1：2月票据业务大幅缩水



资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）结构有喜亦有忧

喜在信贷结构有所好转，忧在非标融资继续减少。2月企业中长期贷款增加5127亿元，在全部新增信贷中占比为57.9%，创11个月来新高（图2），但同比仍少增1458亿元，表明信贷真正企稳仍有一段路要走。社融增量中，信托贷款和委托贷款继续减少，前者减少37亿元，后者减少508亿元，非标融资尚未企稳，目前仍是社融的拖累项。

图 2：企业中长期贷款在全部新增贷款中占比提高

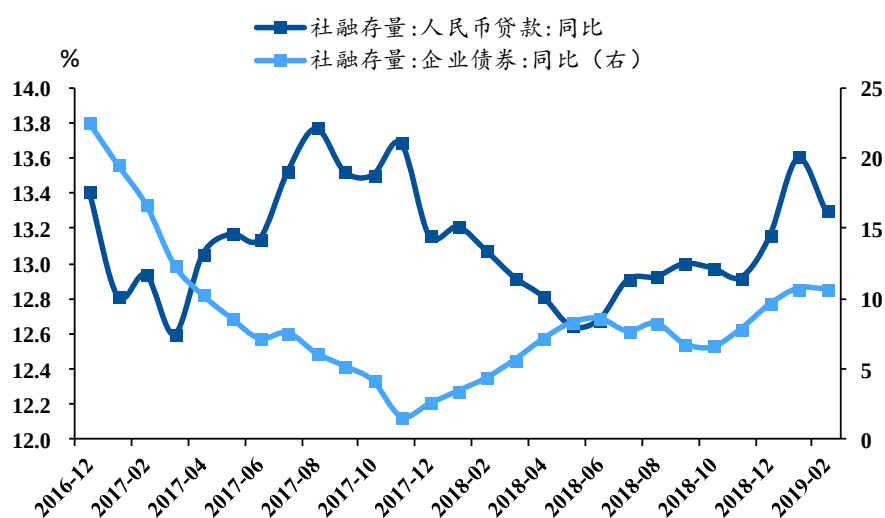


资料来源：Wind，民生证券研究院

2、宽信用取得的进展和面临的困难

（一）宽信用已取得一定成效

图 3：企业发债取得明显改善，银行信贷曲折中改善

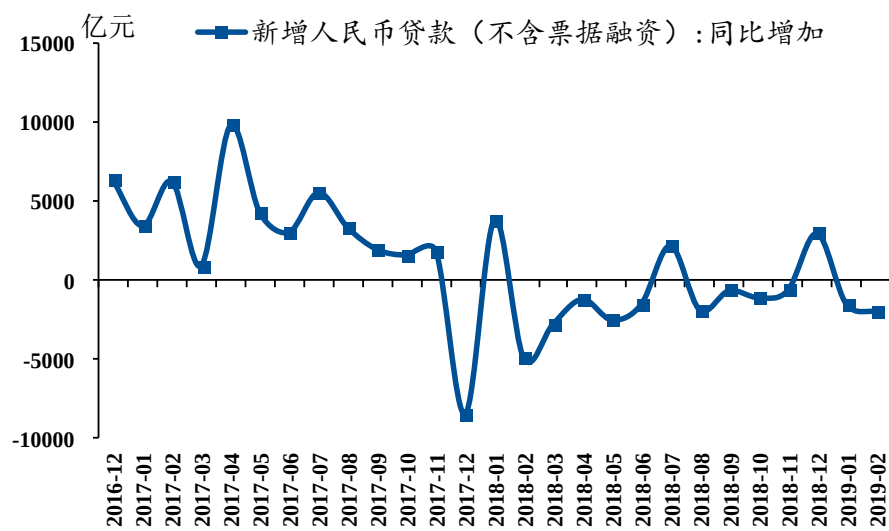


资料来源：Wind，民生证券研究院

企业发债取得明显改善。政策制订者决定施行宽信用相关政策以来，首先发力的方向就是支持企业发债。2018年11月6日，中央民营企业座谈会刚刚结束不久，央行行长易纲在接受媒体采访时即表示，央行采取增加民营企业信贷、支持民营企业发债、研究设立民营企业股权融资支持工具等“三支箭”，缓解民营企业融资难问题。政策设计中选择债券作为突破口，为此，专门推出了民营企业债券融资支持工具。在相关政策推进的影响下，当月企业债券发行就出现回暖，此后不断改善。2019年2月，社融存量中企业债券同比增速为10.7%，与上月持平，较政策施行前的2018年10月回升了4.1个百分点（图3）。

银行信贷曲折中改善。为激励引导商业银行加大对实体经济尤其是对小微企业和民营企业的信贷支持力度，央行、银保监会等相关部门也出台了一系列措施，着力缓解银行在放贷方面面临的资本、流动性和利率等三大约束，具体措施包括支持银行发行永续债、创设央行票据互换工具（CBS）、通过MLF和降准释放流动性、推进利率市场化、要求银行改革内部考核体系等。应该看到，这一系列举措对于支持和促进银行放贷具有一定促进作用，但并不能解决银行放贷仍然面临的一些问题（下文分析），作为结果，银行信贷出现一定改善，但短期内很难快速回升。2018年5月资管新规开始实施以来，社融存量中人民币贷款增速呈曲折上行趋势（图3）。2019年1-2月，剔除票据融资后，新增信贷连续两个月同比少增（图4）。

图4：剔除票据融资后，新增信贷连续两个月同比少增



资料来源：Wind，民生证券研究院

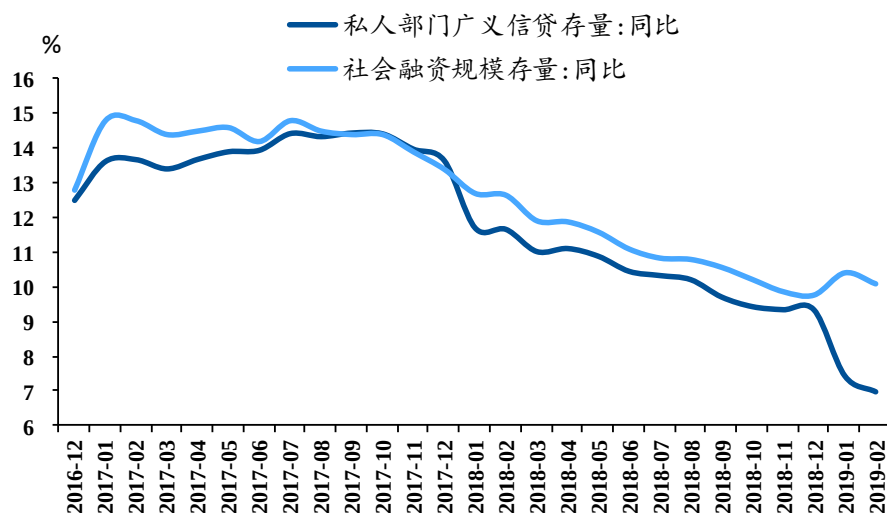
（二）宽信用还没有真正见效

我们构建“私人部门广义信贷”指标，作为评判宽信用是否见效的指标。社会融资

规模是衡量实体经济从金融体系所获融资支持的指标，但并不适宜直接作为评判宽信用是否见效的指标。原因在于：其一，社融中非金融企业境内股票融资一项，属于股权融资范畴，并不属于信用范畴；其二，地方政府专项债券一项，主要反映政府的逆周期调节，代表的是“政府之手”，而不是经济内生力量。因此，我们在社融中剔除这两项得到“私人部门广义信贷”指标，该指标代表的是“市场之手”和经济内生力量，因此比社融更适合作为评判宽信用是否见效的指标。

从该指标来看，目前宽信用还没有真正见效。私人部门广义信贷存量同比增速于2017年10月达到顶点14.4%，此后即进入下行通道。2019年2月，该指标录得7%，较上月继续回落0.4个百分点，同时也创下了有数据记录以来的最低值（图5）。此外，值得注意的是，2019年之前，私人部门广义信贷存量增速与社会融资规模存量增速走势基本一致，但进入2019年后二者走向出现明显背离。2019年1月，社会融资规模存量增速出现明显反弹，但私人部门广义信贷存量增速则呈加速下行趋势，实际上，这反映的恰恰是代表“政府之手”的地方政府专项债券的扰动。综上，可以明显看到，代表“市场之手”的私人部门广义信贷仍在下行通道，宽信用还没有真正见效。

图5：私人部门广义信贷存量增速仍处下行通道



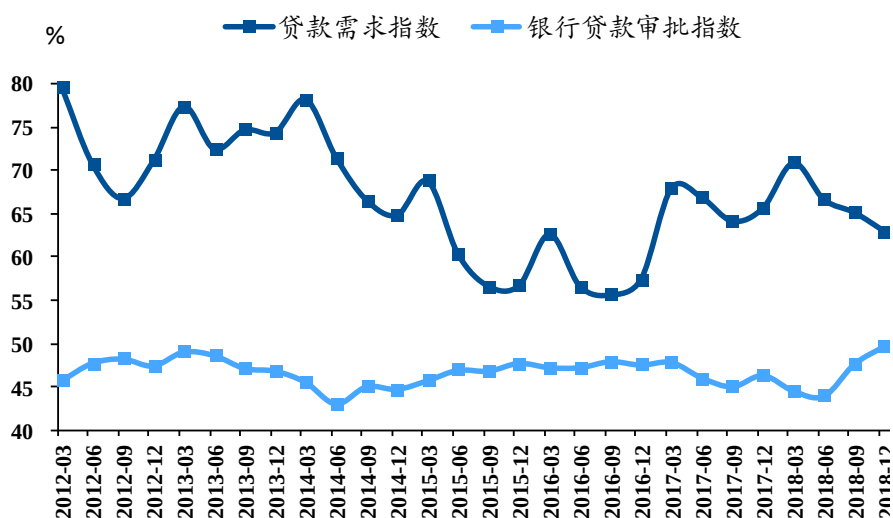
资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）宽信用仍面临一些困难

宽信用，尤其是银行贷款扩张，面临的一个核心困难是有效需求不足。央行组织的银行家问卷调查显示，尽管2018年下半年以来，在相关部门的不断督促下，银行贷款审批条件已有明显放松（指数向上表示放松），甚至截至2018年四季度已处于2010年以来

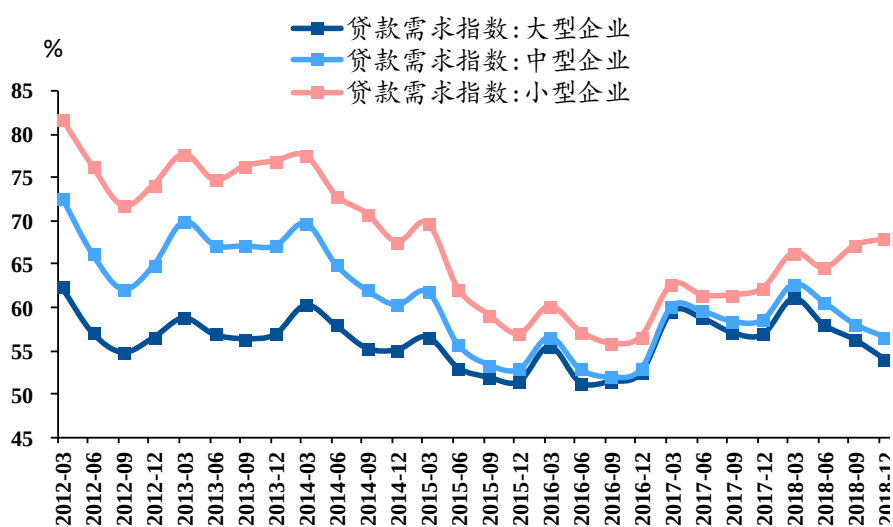
最宽松的水平，但贷款需求仍然不断走低（图 6）。具体来看，在大、中、小型企业中，除政策全力支持的小型企业贷款需求在回升外，大型企业和中型企业的贷款需求均仍在走弱（图 7）。考虑到商业可持续性原则，银行的贷款审批条件不可能无限度放松，因此，在经济下行背景下，银行贷款扩张将不可避免地面临有效需求不足的问题。事实上，这正是银行贷款扩张的核心困难。

图 6：尽管银行贷款审批条件不断放松，贷款需求仍然不足



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：除小型企业外，大型企业和中型企业贷款需求均不断走弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

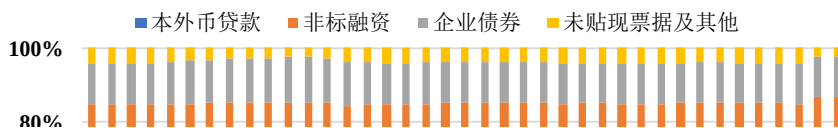
此外，美联储加息预期再度升温也有可能在下半年构成宽信用的制约因素。美国 2 月非农就业数据呈现出非常有趣的特点，一方面是新增非农就业仅为 2 万人，创 17 个月新低，大幅低于市场预期的 18 万人；另一方面，薪资同比增速回升 0.1 个百分点至 3.4%，创 2009 年 4 月以来最大增速，失业率下降 0.1 个百分点至 3.8%，劳动参与率平稳。究其原因，就业人数跳水固然与严寒和暴风雪天气有关，但也反映出美国处于充分就业和劳动力市场紧张的状况。目前市场对于 2019 年美联储加息基本没有预期，但若薪资增速持续回升，下半年美联储加息预期可能再度升温，由此带来的对国内宽信用的风险不可不防。

3、宽信用真正见效还需要关键一招

（一）非标融资对实体经济具有重要意义

非标是实体经济融资的重要来源之一。过去，一些机构在非标业务开展中存在规避监管、未及时隔离投资风险等问题，非标业务过快增长或占比过高，给有关机构带来潜在风险，因此，对非标业务加以治理是十分必要的。但也应该看到，非标业务也具有某种合理性，非标资产相比标准化资产，具有较高的流动性溢价、较长的投资期限，本身具有重要的配置价值，也是金融机构支持实体经济的重要举措，故而，对非标业务也不应该一棒子打死。以我们构建的私人部门广义信贷为例，非标始终是其中重要组成部分，2017 年时占比曾达到 13% 以上，2018 年以来占比虽不断下降，但至今仍在 10% 以上（图 8）。

图 8：非标是私人部门广义信贷的重要组成部分



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_13699

