

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

宏观专题

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

郑嘉伟（联系人）

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280118070016

2019年2月22日，中央政治局就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习，强调了加快金融市场基础设施建设，扩大金融对外开放，深化金融供给侧结构性改革，强化财政、货币政策的逆周期调节，确保经济运行在合理区间，推动高质量发展中防范化解金融风险。未来央行将会充分发挥信贷、债券、股权“三支箭”的作用，完善三角形支撑框架，稳健的货币政策在不搞“大水漫灌”的同时更好地服务实体经济，实现从量向质的转变，通过一系列措施推动金融业高质量发展。

● **社融数据对于宽信用指标的前瞻性意义逐步淡化。**天量社融背后结构有所改善。通过分析2019年1月天量社融数据，发现其背后的结构特征非常明显：一是延续了2018年5月以来票据融资快速增长的势头，票据融资和非金融企业短期贷款是社融回升的重要推手；二是非标融资规模快速下滑的趋势得到缓解。信托贷款由负转正（+345亿元），新增未贴现银行承兑汇票出现快速增长；三是地方政府专项债和企业债券融资成为社融回升的重要增量，成为2019年社融结构改善新的亮点。但仅凭借单个月份社融数据就判断全年宽信用企稳还为时尚早。

● **2019年社融增速将呈现结构性变化。**我们预计2019年社融规模将会呈现出2009年、2014年的天量，全口径社融总规模达到21万亿左右，社融增速呈现出前高后低特征，其中传统信贷依然是社融增速回升的重要推力，地方债和信用债发行加速将是2019年社融结构改善的新亮点，非标对社融的拖累有所减缓成为2019年社融增速回升的关键。

● **票据贴现套利之谜：**票据贴现套利并不像大家看到的那么简单，这个过程中既有我国票据市场发展缓慢，存贷款市场利率与银行间市场利率没有完全并轨的结构性问题，也有资金空转等行为，因此一方面尽快推进利率市场化改革，实现两轨并一轨，从根本上消除套利空间；另一方面，打击伪造虚假贸易背景进行套利，建立起真正的商业信用，降低银行体系内风险。

● **货币政策转向：由量向质转变。**央行四季度货币政策报告在表达对全球增速放缓，海外市场不确定因素增加的同时，强调了国内经济依然面临较大下行压力，未来货币政策调控更加注重逆周期调节和结构性货币政策工具的使用，在保持宏观杠杆率稳定的同时，引导货币市场利率下行，优化信贷政策投放效果，加大对民营和中小微企业支持力度。

● **对市场影响：改善目前信用收缩格局。**2019年，金融供给侧结构性改革将会成为贯穿全年的主线，金融供给侧结构性改革将金融上升为国家战略地位，将显著改善目前信用收缩的格局，满足实体经济以及中小微企业融资需求，推动实体经济逐步企稳。从大类资产配置角度来看，有助于近期权益市场的反弹，尤其利好大金融板块；但是货币政策短期调控政策进入空窗期，央行政策持续加码的紧迫性和必要性降低，需要警惕近期市场流动性变化对债市的冲击。

● **风险提示：**监管力度持续加大、经济超预期反弹、通胀大幅上行、海外市场不确定性增强、违约事件频率上升

相关报告

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、 社融数据对于宽信用指标的前瞻性意义逐步淡化.....	3
2、 2019 年社融增速将呈现结构性变化.....	6
2.1、传统信贷增速回升	6
2.2、监管边际放松，非标对社融拖累减缓	7
2.3、地方政府专项债发行加速	8
2.4、金融补短板推动股债融资高质量发展	9
3、 票据贴现套利之谜.....	9
4、 货币政策转向：由量向质转变.....	10
5、 对市场影响：改善目前信用收缩格局	11

图表目录

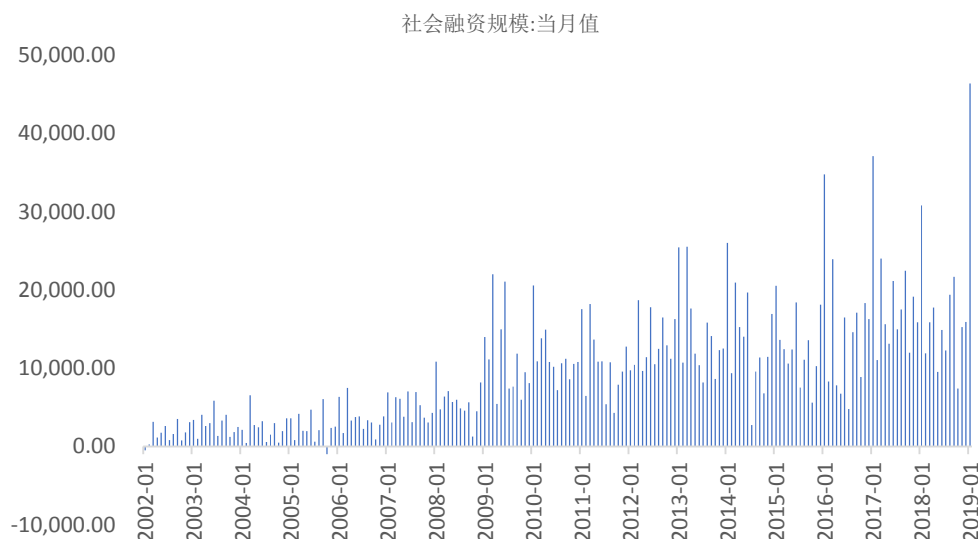
图 1： 社融规模显著回升（%）	3
图 2： 社融结构变化特征分析（%）	5
图 3： 非标对信用周期影响较大（%）	6
图 4： 传统信贷增速显著回升（%）	7
图 5： 信贷规模月度测算（亿元）	7
图 6： 2019 年非标到期规模测算（亿元）	8
图 7： 2019 年地方债发行提速（亿元）	9
图 8： 2019 年地方债发行规模（亿元）	9
表 1： 监管政策边际宽松	7

2019年2月22日，中央政治局就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习，强调了加快金融市场基础设施建设，扩大金融对外开放，**深化金融供给侧结构性改革**，强化财政、货币政策的逆周期调节，确保经济运行在合理区间，推动高质量发展中防范化解金融风险。这是在1月份天量社融数据背景下，国务院常务会议中重申稳健的货币政策没有变，坚决不搞“大水漫灌”之后，中央再次重视防范金融风险的重要性。结合四季度货币政策执行报告，可见，未来央行将会充分发挥信贷、债券、股权“三支箭”的作用，完善三角形支撑框架，稳健的货币政策在不搞“大水漫灌”的同时更好地服务实体经济，实现从量向质的转变；在防范金融风险方面，监管部门将做到“管住人、看住钱、扎牢制度防火墙”，通过一系列措施推动金融业高质量发展。

1、社融数据对于宽信用指标的前瞻性意义逐步淡化

天量社融背后结构有所改善。通过分析2019年1月天量社融数据，发现其背后的结构特征非常明显：一是延续了2018年5月以来票据融资快速增长的势头，其中票据融资新增4813亿元，是天量社融的主要贡献，非金融企业短期贷款增加了2169亿元，也是社融回升的重要推手；二是非标融资规模快速下滑的趋势得到缓解。信托贷款由负转正（+345亿元），新增未贴现银行承兑汇票出现快速增长，比去年同期增长了2349亿元，非标对社融增速的拖累有所减缓；三是地方政府专项债和企业债券融资成为社融回升的重要增量。由于2019年财政部专项债发行提前，1月发行地方政府专项债1088亿元，主要用于基础设施建设和“借新还旧”，同时随着信用环境改善，企业新增债券融资规模4990亿元，两者合计对天量社融贡献达到1/3，成为2019年社融结构改善新的亮点。短期无论是票据、短贷导致信贷数据激增，还是表外非标融资缓解以及债券发行回暖，**仅凭单个月份社融数据就判断全年宽信用企稳还为时尚早。**

图1：社融规模显著回升（元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

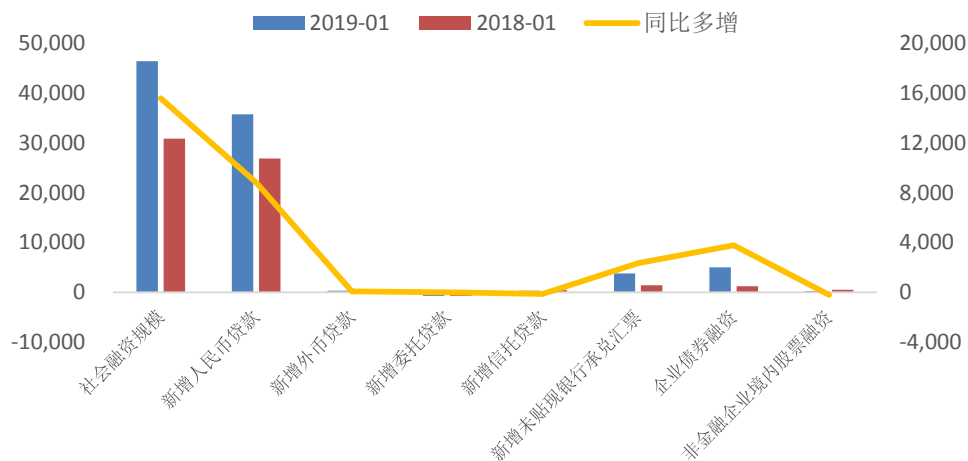
社融底部回升对宽信用以及后期经济回升的前瞻性指标意义越发淡化，反而导致杠杆水平的攀升。通过系统分析我国历次天量社融之后，发现其对宽信用以及实体经济的表现出现分化：2002年9月我国单月社融规模达到3507亿元，主要表现为人民币贷款，占比达到94%，并没有显著改变当时经济的双底态势，CPI增速步入负增长区间，工业增加值环比率先上升，增速达到13.8%，之后稳步上升带领实

体经济走出底部区间，经济增速从年初的 7.1% 上升为年末的 11.5%，在信贷投放带动下宏观经济向好，但是债市 V 型调整，股市持续下跌。由于市场情绪对于通胀过于悲观，债券市场出现了 30 年期和 1 年期国债期限利差仅 100BP 的最窄利差水平，市场普遍追逐长期债券，导致 30 年期国债发行利率创出 2.9% 的历史低位。股票市场更多取决于政策面的变化，“6.24” 新政明确了“停止通过国内证券市场减持国有股”，这一政策结束了 2001 年“国有股减持风波”，点燃了市场做多热情，沪深股市涨幅分别达到 9.25% 和 9.05%，国企大盘股和 MBO 个股成为市场关注热点。但是单月信贷投放并没有改变股市后市的调整，最终市场击破 1400 点，收于 1357.65 点，回到三年前的起点。

2004 年 3 月单月社融规模突破 6000 亿元，达到 6557 亿元，市场开始高度关注信贷投放，中央在召开季度经济形势分析会上认为经济运行中存在信贷规模过大和通胀的风险，各部委开始重点抑制固定资产投资增速过快，央行上调法定存款准备金率，CPI 突破 3% 上行至二季度末的 5.3%，债市出现急速调整，10 年国债收益率短短一个月上行 117 个 BP 至 5.35%，终结了债市长达 8 年的牛市，在宏观调整和通胀压力下出现了调整的下跌行情；股市亦跌势惨烈，在“国九条” 新政创出新高后持续走低，在信贷投放过大、部分行业投资增速过快、物价持续上涨压力下，央行最终加息，股市跌破 1300 点，创出 2000 年以来新低。

2005 年 9 月社融单月达到 6041 亿元，但是通胀已经出现显著回落，在 CPI 涨幅回落，央行主动引导央票发行利率下行背景下，债券市场步入一场波澜壮阔的大牛市，10 年期国债收益率从年初的 5.22% 下行至年末的 3.1% 左右。整体利率下行幅度超过了之前历次债牛下行幅度。股市在股权分置改革中开启了牛市格局，而社融并不是影响国内股市和债市的最重要因素，CPI 低位徘徊和政策改革是 2005 年牛市的基础，央行引导利率下行才是导致 2005 年股市和债市双双走牛的关键。

2009 年 3 月单月社融规模达到 2 万亿元，当年也创出社融投放的天量，全年社融投放总量达到 13.9 万亿元，全年增速达到 34.8%，创出历史新高。伴随着工业增加值和通胀的显著上升，宽信用起作用，经济触底反弹。其中经济增速年末达到 9.5%，工业增加值在 2010 年 1 月增速达到 29.2%，通胀也有所上升，CPI 由 -1.7% 上升为正 1.9%。债券市场波动加大，出现了从低位向中枢水平回升的行情，10 年期国债收益率从年初的 2.71% 上行 93BP 至 3.64%。上证指数年度涨幅 79.18%，深证成指年度涨幅 110.38%，十大产业振兴、区域协同发展、地产金融等主体投资轮番上演，2009 年股票市场报的历史第五大年度涨幅。

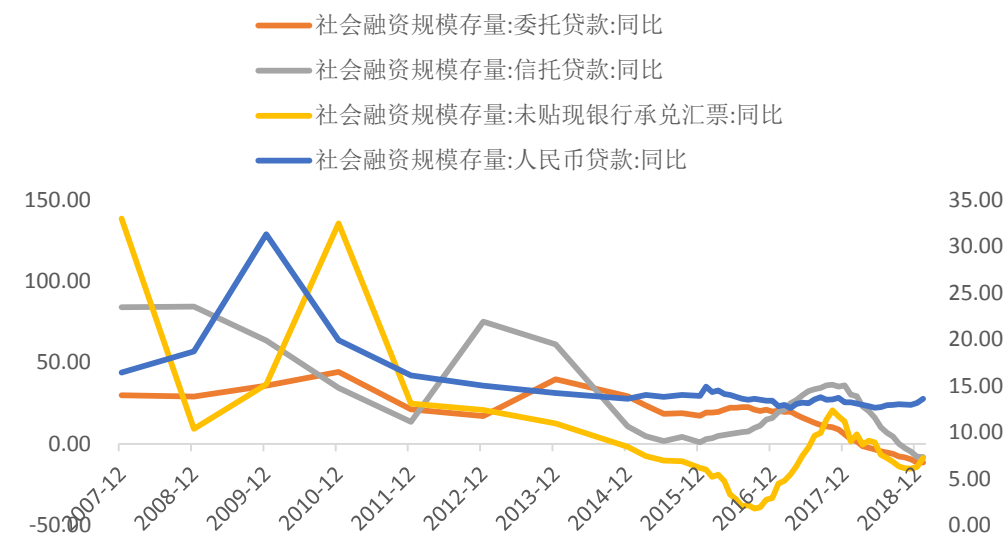
图2：社融结构变化特征分析（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2012年之后，我国信用结构发生改变，社融增量中的非标快速崛起，传统信贷增速对信用周期的影响逐步弱化，那么往往较快的社融增速没有转变为宽信用和经济增长，而是更多的转变为政府和企业的债务水平，整个社会杠杆率快速提高。2012年6月社融增量虽然是4月触底之后出现显著回升，但是没有带来经济的显著回升，显示社融增速的回升更多是债务水平的回升，并非是宽信用和经济基本面回升。

2014年7月份，6月信贷数据一公布，引发市场轩然大波。当月仅新增人民币贷款就达到10793亿元，市场陷入刺激政策下实现稳增长的纠结中。金融数据引发投资者对稳增长的担忧，那么实体经济增长数据也大大超过投资者预期，其中，6月固定资产投资增速达到17.3%（前值17.2%），工业增加值增速显著回升至9.2%（前值为8.8%），高于市场预期的9%。经济金融数据的超预期回升引发了市场对经济复苏的猜想，10年期国债收益率从7月初的4%迅速回升至7月24日的4.2967%，回升接近30BP。股票市场在走出连续七年的漫长熊市之后，初现牛市特征。央行于4月、6月开展了两轮定向降准、9月创设MLF（中期借贷便利）向市场提供中期基础货币，先后四次下调正回购操作利率，正回购操作利率累计降幅达60个BP，非对称方式下调金融机构人民币存贷款基准利率，针对性地引导市场利率下行，资金面宽松程度加强了市场乐观情绪，沪指突破3200点，创出近五年新高，成交量突破万亿大关，可谓是从熊途末路走向牛冠全球。

总的来说，随着影子银行发展，我国信用结构已经发生显著改变，传统信贷已经无法衡量政策的宽信用效果，2013年之后，**社融数据对于宽信用指标的前瞻性意义逐步淡化，更多的投放带来的是杠杆水平的攀升**，2018年社融增速创出2003年以来新低，主要原因在于非标增速的快速下滑。非标以及表外融资回升将会成为未来宽信用的关键。

图3： 非标对信用周期影响较大（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

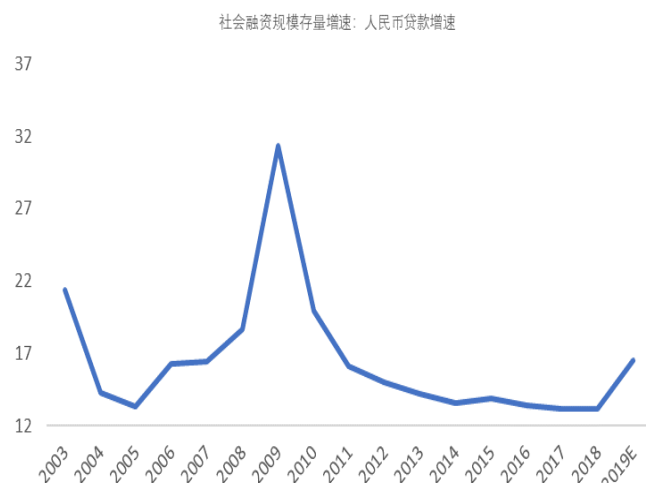
2、2019 年社融增速将呈现结构性变化

2018 年随着信托贷款、委托贷款等非标融资下滑，传统信贷占比从 2017 年的 71.19% 迅速上升为 2018 年末的 81.37%，企业债券融资有所回暖，但总体来看，非标下滑成为 2018 年社融创出新低的重要拖累项。社融增速的这一显著结构变化在 2019 年依然会延续，但也会呈现一些新的趋势：一是随着监管政策缓和，去杠杆逐步向稳杠杆转变，非标等进一步下滑压力减缓，存量社融增速有望在 2019 年企稳；二是为了加强中小微和民营企业支持力度，表外融资回归表内，2019 年传统信贷将会显著回升；三是深化金融供给侧改革，资本市场直接融资比例将会显著增加，企业债券、科创板 IPO 以及 ABS 等改善项将会填补传统社融缺口，成为 2019 年社融结构变化的新亮点。

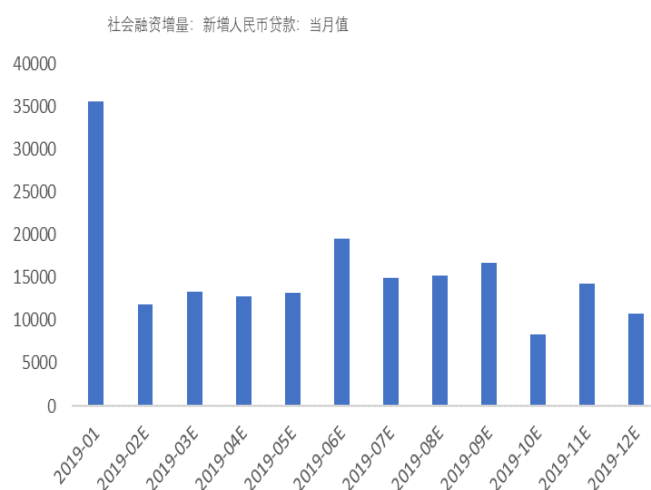
2.1、传统信贷增速回升

2018 年传统信贷增速与 2017 年持平，略低于市场预期，其中期限结构趋于短期化，新增信贷从中长期贷款向票据和短贷集中。随着 2018 年信用违约风险不断增加，无论是违约数量，还是违约规模都超过历年总和，商业银行的风险偏好持续下降，虽然 2018 年银行间流动性较为充裕，但在经济下行压力增加和风险偏好短期难以修正的背景下，2018 年传统信贷表现整体不及市场预期。

展望 2019 年，传统信贷增速将会显著回升，贷款增速将会在 2018 年基础上显著回升 3 个百分点，整体增速逐步回升至 16.5%，预计整体信贷新增规模将达到 18 万亿元，一是有助于对冲经济下行中非标融资的萎缩；二是信贷增速不同程度回升，有助于支持实体经济发展，推动信用风险偏好回升；三是节奏上年初和年中均会出现不同呈现抬升；四是信贷结构将有所改善，随着宽信用的持续推进，商业银行风险偏好有所提升，逐步从依靠票据和短贷向中长期信贷投放转变，从而推动整个社融结构改善，有助于更好的满足实体经济融资需求。我们预计，**传统信贷在 2019 年增速将会显著回升至 16.5%，信贷结构改善推动宽信用进程，新增人民币信贷规模将达到 18 万亿**，再创 2009 年和 2014 年以来信贷投放的天量，有效填补非标融资萎缩产生的融资缺口，推动传统信贷支持实体经济发展。

图4：传统信贷增速显著回升（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：信贷规模月度测算（亿元）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、监管边际放松，非标对社融拖累减缓

资管新规之后，虽然颁布的一系列细则与新规原则和方向上保持不变，但是具体实施中均出现了缓和迹象。例如，商业银行理财新规明确指出商业银行可以投资认可的金融合作机构，也就为委外预留了空间，只是在具体操作上商业银行委外业务要求控制杠杆水平和套嵌层数，而不是一刀切的全面禁止；《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》降低了证券期货经营机构从事私募资产管理业务的门槛，集合资管计划投资采用资产组合的方式，非标债权资金不得超过其管理的全部资产管理计划净资产的 35%。相关资管新规配套细则正式稿发布，例如近期的《信托公司资金信托管理办法》，将放宽信托的公募资质，公募信托产品认购起点与银行公募理财产品一致，显示了监管政策的边际放松。

表1：监管政策边际宽松

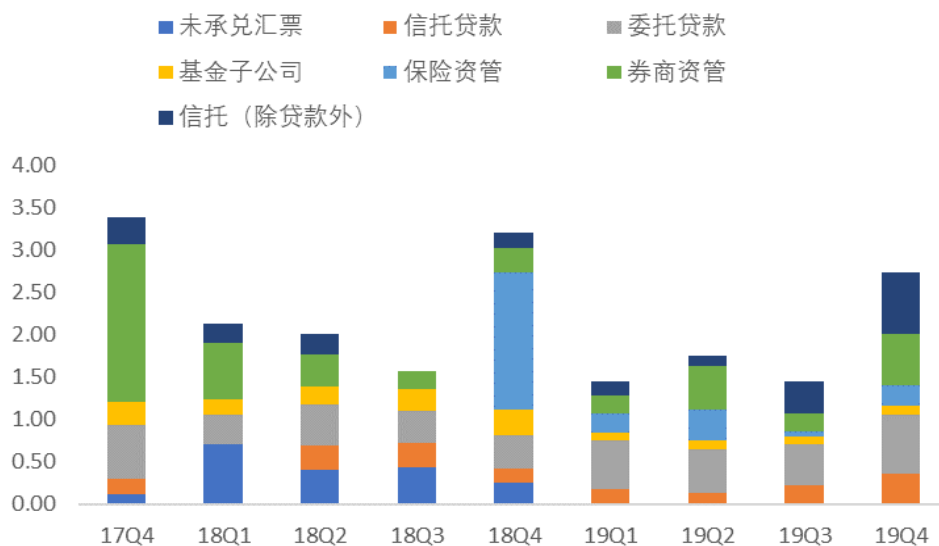
日期	部门	文件
2018 年 4 月 27 日	央行、银保监会、证监会、外汇局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》
2018 年 7 月 20 日	央行	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》
2018 年 9 月 28 日	银保监会	《商业银行理财业务监督管理办法》
2018 年 10 月 22 日	证监会	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》
2019 年 2 月 26 日	银保监会	《信托公司资金信托管理办法》（征求意见稿）

资料来源：中国人民银行、银保监会、证监会官网，新时代证券研究所

非标主要包括通道业务和非通道业务，其中券商、保险、基金子公司、信托等通道业务到期后不再续作，属于资管新规重点压缩对象；社融中的委托贷款和信托贷款、银行承兑汇票等非通道业务可以部分回归表内或续作，按照资管新规，假如通道业务到期后不再续作，根据证券基金业协会统计，2019 年底仅信托、券商等通道业务非标到期规模分别达到 1.3 万亿和 1.4 万亿，基金子公司 2019 年非标规模较少，总计达 3200 亿左右，通道非标业务 2019 年底总计到期规模将达到 3 万亿；社融增速中 2019 年委托贷款和信托贷款到期规模分别达到 2.26 万亿和 0.9 万亿，这样扣除保险资管和银行承兑汇票，2019 年整个非标到期规模预计在 4.5-6 万亿左

右。2019 年二季度和四季度是通道业务非标的到期集中期，不排除部分非标逾期和违约的可能。但是随着 2019 年监管态度的转变，从强监管方向出现边际宽松，有助于稳定市场预期，恢复市场信心，缓解非标融资的进一步下滑，预计 2019 年非标净融资规模将在 2018 年（社融口径累计缩减 2.93 万亿）基础上缩减幅度有所缓解，对社融的拖累也会减缓，有助于稳定 2019 年社融增速。

图6： 2019 年非标到期规模测算（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3、地方政府专项债发行加速

2018 年 12 月 29 日，第十三届全国人民代表大会常务委员会决定，在两会批准地方政府债务限额之前，授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增一般债务限额 5800 亿元、新增专项债务限额 8100 亿元，合计 13900 亿元。这也意味着 2019 年地方债发行进度提前，规模和数量也会显著增加。根据 2019 年财政赤字率为 2.8% 估算，2019 年我国新增地方政府一般债务发行规模将达到 1 万亿，同时 2019 年将重点发挥基建补短板力度，预计 2019 年专项债发行规模将在 2018 年 1.35 万亿基础上增长至 2 万亿左右，2019 年地方债合计新增债券规模 3 万亿左右，叠加 2019 年到期的 1.3 万亿地方债，预计 2019 年全年地方债发行规模将达到 4.3 万亿左右，有助于 2019 年社融增速企稳。

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_13952

