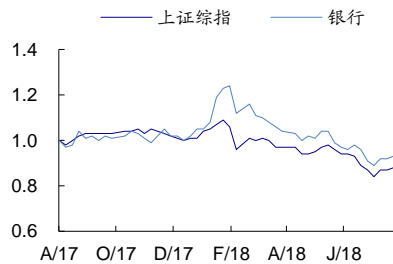


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《行业专题: 地方政府隐性债务: 金融问题财政解》——2018-07-20
 《2018年7月银行业投资策略: 地方国企债务问题不必过度担忧》——2018-07-11
 《行业重大事件快评: 低估值的背后: 新一轮地方债置换或将开启》——2018-07-02
 《2018年6月银行业投资策略: 不惧烦忧, 继续推荐“哑铃组合”》——2018-06-08
 《兼论为何我们认为四大行被低估: 富国银行成功靠什么?》——2018-05-16

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002
 联系人: 陈俊良
 电话: 010-88005302
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

拯救信用: 下半年政策、投资、社融、货币展望

● 主要逻辑与结论

2018年以来, 企业债务违约开始多发, 又叠加多项监管措施落地、中美贸易摩擦等因素, 金融机构的信用投放行为开始出现收缩的苗头, 企业面临资金链断裂, 可能造成较大风险暴露。为此, 货币当局与监管当局及时启动逆周期政策, 推动金融机构信用投放, 缓解经济下行压力。我们预计各项逆周期政策将在下半年陆续收效, 社融、货币等数据将有所好转, 企业融资条件也将有所改善。此前市场因对经济、债务的过度担忧, 而给予银行股一个过低的估值, 终会得以修复。

● 信用收缩可能引致流动性风险

作为去杠杆政策的一部分, 2017年以来金融严监管, 使部分原先以不规范方式投放的业务无法续做, 主要是非标等。而一些杠杆过高且高度依赖非标融资的企业, 无法顺利再融资, 违约事件时有发生。数据上看, 非标的收缩, 导致M2增速显著下滑, 也导致社融同比少增, 而信贷投放其实并无异常。适逢企业债务到期高峰, 企业难以接续债务, 面临较大的流动性风险。

● 政策有所调整, 保障信用投放

为缓解企业流动性风险, 保持经济平稳, 目前金融管理部门已启动逆周期政策。首先, 放宽了制约银行信用投放的监管指标, 包括合意信贷额度、流动性(以降准、MLF等方式)、MPA中的广义信贷额度等, 均以放松, 释放了银行的投放能力。但对于投放意愿, 短期内仍难见效。同时, 财政将更加积有效, 加大基建投资力度, 从而产生可观的融资需求。

● 下半年展望: 投资、社融与货币

我们预计下半年基建投资回升, 全年投资额将至5%以上。由此带动融资需求, 信贷、债券有所回升, 尤其是信贷下半年将明显放量, 全年投放16万亿元以上, 从而弥补了社融中非标收缩的缺口, 2018年底社融余额增速将回10%以上。由于信贷派生M2(而收缩的非标中仅表内部分会回笼M2), 因此M2增速的反弹比社融更快, 年末M2同比增速将达到9.5%。

● 投资建议

随着后续信贷放量、社融回稳, 企业债务违约会陆续减少, 对经济前景也无需过度悲观。维持行业“超配”评级。继续推荐“哑铃组合”, 即基本面优异、受监管影响小的大型银行, 包括工商银行、农业银行, 以及特色鲜明, 业绩增长仍有优势的优质中小银行, 包括宁波银行、南京银行。

● 风险提示

若经济因内外不利因素影响而失速下行, 则将侵蚀银行资产质量; 若政策效果低于预期, 或者部分金融数据迟迟无法见效, 也可能引发市场持续担忧; 文中部分变量的预测使用了调研得来的行业经验值, 可能存在一定偏差, 结果仅供参考。

内容目录

主要逻辑：逆周期政策托底信用投放	4
去杠杆与信用收缩：数据在说话	4
数据说话：信用如何收缩.....	4
成因分析：信用因何收缩.....	10
债务到期高峰与流动性风险.....	12
拯救信用：投放能力、投放意愿与融资需求	12
针对投放能力：逆周期政策松绑监管指标约束.....	13
但对投放意愿，一时难以见效.....	13
融资需求主要靠基建投资发力.....	14
下半年展望：投资、社融与货币	14
基建投资增速有望回到5%以上.....	14
社融将以信贷弥补非标缺口.....	15
货币增速将见底并显著回升.....	15
主要结论与投资建议	16
主要结论.....	16
投资建议.....	16
风险提示	16
国信证券投资评级	17
分析师承诺	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明	17

图表目录

图 1: 需要关注社融与 M2 的关系与异同	5
图 2: 非银部门的介入是 M2 与社融差异的原因之一	6
图 3: 2017-2018 年 M2 增速持续下滑	6
图 4: 各种派生 M2 (或影响其余额) 的渠道	7
图 5: 2018 年上半年委托贷款、信托贷款显著下降	8
图 6: 2018 年上半年社融同比少增 2 万亿元以上	9
图 7: 银行表内业务收缩会回笼 M2, 并影响部分社融, 表外收缩则影响部分社融	9
图 8: 股份行流动性不够充裕, 影响信用投放	10
图 9: 中小银行资本充足率较为紧张	10
图 10: 城投债 (中债标准) 已经进入到期高峰	12
图 11: 基建投资资金来源结构 (2016 年)	15
表 1: 2014-2018 年 M2 增量按派生渠道进行分解	7
表 2: 2014-2018 年 M2 同比增速按派生渠道进行分解	8
表 3: 2017 年底以来一系列监管文件出台	11
表 4: 目前制约信用投放的不同原因	11
表 5: 对下半年主要社融科目的预测	15

主要逻辑：逆周期政策托底信用投放

历经了约 2 年的去杠杆进程后，自 2018 年以来，企业债务违约开始多发，又叠加多项监管措施落地、中美贸易摩擦等因素，金融机构的信用投放行为开始出现收缩的苗头，企业面临资金链断裂，可能造成较大风险暴露。为此，货币当局与监管当局及时启动逆周期政策，推动金融机构信用投放，缓解经济下行压力。我们预计各项逆周期政策将在下半年陆续收效，社融、货币等数据将有所好转，企业融资条件也将有所改善。此前市场因对经济、债务的过度担忧，而给予银行股一个过低的估值，终会得以修复。

去杠杆与信用收缩：数据在说话

本轮去杠杆最早可追溯至 2015 年底中央高层开始关注风险，但正式启动去杠杆行动，是 2016 年中期，首先是人行货币政策逐步转紧，先以“紧货币”的方式抬高金融机构和金融产品加杠杆的成本和难度，逐步挤压杠杆空间。而后，2017 年 3 月开始，银监会启动监管检查，整治各种监管套利和行业乱象，遏制银行不当的信用投放行为，是为“紧信用”，并最终于 2017 年底开始出台一系列监管文件加以落地。其间，证监会、财政部等金融业相关部委也有相关措施，形成一整套去杠杆的“组合拳”，在金融机构负债端、资产端以及实体部门的负债端同时发力。在这些措施多管齐下的作用下，截止目前，去杠杆已取得阶段性成效，开始进入稳杠杆阶段（详细的去杠杆分析，请参见我们 7 月 9 日的研究报告《重债之迷：从金融去杠杆、实体去杠杆到稳杠杆》）。

随着去杠杆推进，信用投放开始出现收缩，其中收缩最为明显的是非标（以信托贷款、委托贷款为主要通道）、银行承兑汇票、企业债券等。这本身是去杠杆取得成效的体现，但同时 also 造成部分企业再融资困难（债务到期后无法接续），进而债务违约，市场上有了去杠杆政策“误伤实体”的争论。同时，债务违约还导致一些金融机构因忌惮风险而风险偏好下降，使信用投放进一步收缩，有可能进一步恶化融资条件。照此下去，可能形成“金融正反馈”效应，可能放大风险。我们首先基于经典的货币金融分析框架，剖析社融、货币收缩的具体情况。然后，我们将政策走势、统计数据与微观调研结果相结合，综合评判金融机构（银行为主，包括其表内业务和表外理财）信用收缩的原因。只有找准原因，才有可能在后期对症下药。

数据说话：信用如何收缩

整个去杠杆进程，多个部门出台多项措施，错综复杂，市场人士大多通过直接观察金融统计数据，去了解去杠杆的成果。大家主要观测的数据是社会融资总量和广义货币（M2），两者分别可大致代表金融体系的资产端（社融的主体是金融机构对实体部门的信用投放）、负债端（M2 的主体是银行存款）。

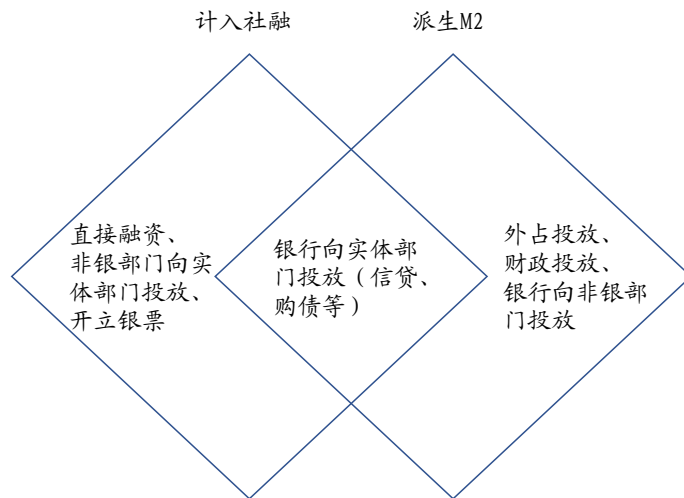
社融统计的是实体部门（不包括金融机构、政府部门）获取的融资的总量，因此金融机构对企业的信用投放被计入社融，但金融机构对金融机构的投放，以及金融机构购买资管产品、政府债券、金融债券等，均不计入社融。此外，实体与实体之间的直接融资也被计入社融，比如个人投资者购买企业发行的股票或债券。

而 M2 的主体是银行的存款（外加少许流通中的现金 M0），包括实体部门（包括企业、团队、居民）和部分非银金融部门（包括非银金融机构、金融产品，以下简称“非银部门”）的存款。在现代货币银行制度下，M2 主要来自于银行信用投放的派生，M2 的下降也大多因为信用投放的到期收回，即派生的逆过程，或“负派生”。

我们首先需要理解社融与 M2 的关系，理解它们的相同与差异。在我国，银行信用投放是最为主要的融资方式，因此社融与 M2 的增长大致相当。以银行信贷为例，银行向其企业客户投放 100 元信贷，那么这笔信贷被计入社融，同时新派生出来 100 元存款，计入 M2。可见，银行对实体部门的信用投放，既计入社融，又派生相同金额的 M2，因此社融与 M2 的增长大致相当。

但同时，也需要关注不派生 M2 的社融[比如直接融资、非银部门向实体部门投放（比如理财产品购买企业债券等）、开立银票等]，以及不计入社融的 M2 投放（或回笼。比如财政、外占投放 M2，以及银行向非银部门投放）。因此，两者实际数据又会有一定差异，需要关注。尤其是如果某些时期这些差异业务特别多，那可能会导致两者差异巨大，更需要从社融、M2 的定义上去剖析，按图索骥，找到原因。

图 1: 需要关注社融与 M2 的关系与异同



资料来源：国信证券经济研究所整理

其中，非银存款是 2011 年纳入 M2 的，这一调整导致社融与 M2 差异扩大。比如，某银行向某非银（比如，某证券公司或某资管产品）发放一笔同业拆放 100 元，会新派生一笔 100 元的 M2（即证券公司或资管产品在银行的存款）。但是这笔拆放不计入社融，因为它并不是实体部门的融资。于是，这里就出现了 M2 和社融的差异（M2 大于社融）。接着，假设资管产品将这 100 元资金出借给企业（比如通过信托贷款、委托贷款、申购新发债券等方式），因为该企业属于实体部门，因此这次出借行为计入社融。但这次出借不会新派生 M2（它只是存量 M2 的转移，资管产品的存款变成企业的存款），因此 M2 和社融再次差异（社融大于 M2）。当然，如果把上述两笔交易合并起来（比如两笔交易几乎是同时完成的），M2 与社融又一致了。但是，如果资管产品不再拿这笔资金去投放实体部门，而是仅用于二级市场投资，那么 M2 和社融的差异将无法拉平。

图 2: 非银部门的介入是 M2 与社融差异的原因之一

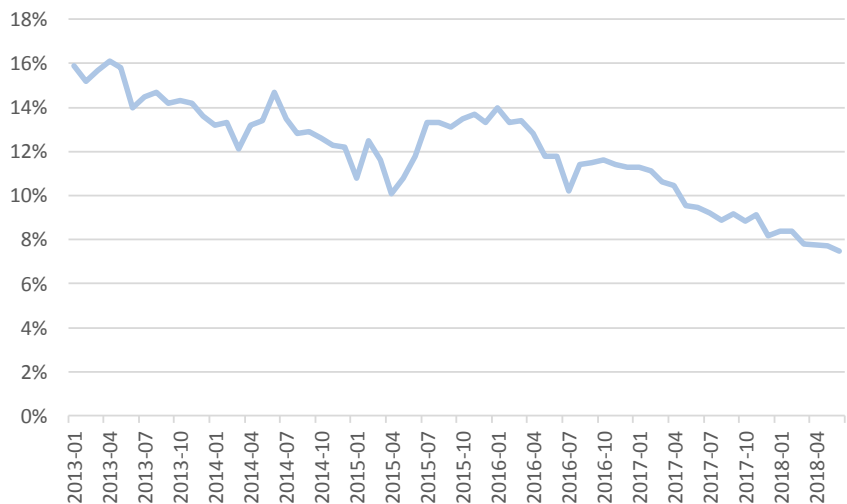


资料来源：国信证券经济研究所整理

依据上述原理，我们需要剖析 M2 的派生来源（有些来源计入社融，有些不计入），再结合社融数据，从而科学、准确地评判信用投放情况。

截止 2018 年 6 月，M2 余额为 175.24 万亿元（老口径，即不包括纳入 M2 的那部分货币市场基金。为估测数，仅供参考。下文如无特别说明，亦同），同比增速为 7.5%，为近年新低。自 2017 年以来，在去杠杆政策作用下，M2 增速基本上逐月下降，从 2017 年 1 月的 11.3%，降至 12 月的 8.2%，然后进入 2018 年后继续走低，3 月开始跌破 8%，而后数月均在 8% 以下。

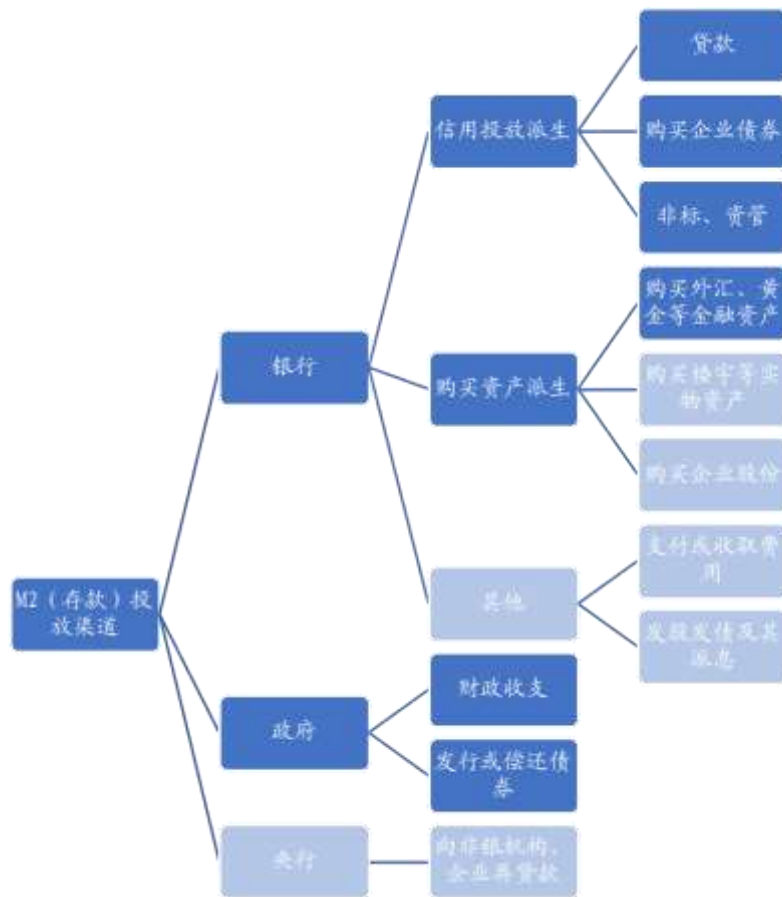
图 3: 2017-2018 年 M2 增速持续下滑



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

M2 的主体成分为银行存款，主要源自银行表内向实体部门、非银部门的信用投放行为的派生，包括投放信贷、购买企业债、各种投资（表内投资于非标、资管产品等）等。此外，财政收支、外汇占款也会影响 M2 余额。我们将影响 M2 余额的渠道总结如下（其中，浅蓝色的渠道为非常规渠道或金额较小，日常研究中一般忽略处理）：

图 4: 各种派生 M2 (或影响其余额) 的渠道



资料来源: 国信证券经济研究所整理

2017-2018 年以来 M2 增速快速下滑, 根本原因是各种去杠杆政策, 制约了银行的部分信用投放行为, 从而减少了 M2 派生。甚至某些信用投放是负数 (当期投放量小于当期回收量), 从而回笼 M2 (负派生)。我们按照我们一以贯之的方法, 将 2014-2018 年的每年 M2 增量按其派生来源进行分解, 可以观察到 2017-2018 年 M2 增长乏力, 是哪些渠道在少投放甚至回笼 M2。

表 1: 2014-2018 年 M2 增量按派生渠道进行分解

M2 来源分解	2014	2015	2016	2017	2018H1
外占投放	6,411	-16,851	-34,405	-4,637	329
银行投资债券派生	8,254	25,817	-1,222	-15,731	-3,415
银行信贷派生 (注)	97,809	154,770	164,946	168,392	98,746
财政投放	-2,665	4,096	2,116	-3,563	-3,643
其他 (银行投放非银等)	12,041	-3,929	26,354	-17,759	-15,369
M2 增量	121,850	163,903	157,789	126,702	76,647

资料来源: 人民银行, 国信证券经济研究所预测 (单位: 亿元。注: 此处信贷为加回地方债务置换后的数据)

可见, 2017 年和 2018 年上半年, 其他 (主要是银行投放非银, 即包括表内投放非标、投资资管产品等) 渠道分别回笼了约 1.78 万亿元、1.54 万亿元的 M2, 是造成 M2 增速下滑的主要原因。2017 年, 银行投资债券还回笼了 1.57 万亿元的 M2。而信贷渠道的派生, 则一直维持在一个相对平稳的水平, 2018 年上半年信贷投放量也并不低。

还可作更进一步的精确分解。我们再把近几年的 M2 同比增速也按不同派生渠

道进行分解，换算为每个渠道贡献的增速（即，2018年6月末7.5%的M2同比增速，不同渠道分别贡献其中的几个百分点）。数据显示，拉低2017年和2018年上半年的M2同比增速的，主要是其他（银行投放非银等）渠道。比如，以2018年6月末M2增速为例，增速为7.5%，其中其他（银行投放非银等）渠道拖累增速2.2个百分点（即，若无此拖累，M2增速可达到9.7%）。因此，其他（银行投放非银等）渠道回笼M2，是导致M2增速过低的主要原因。

表 2: 2014-2018 年 M2 同比增速按派生渠道进行分解

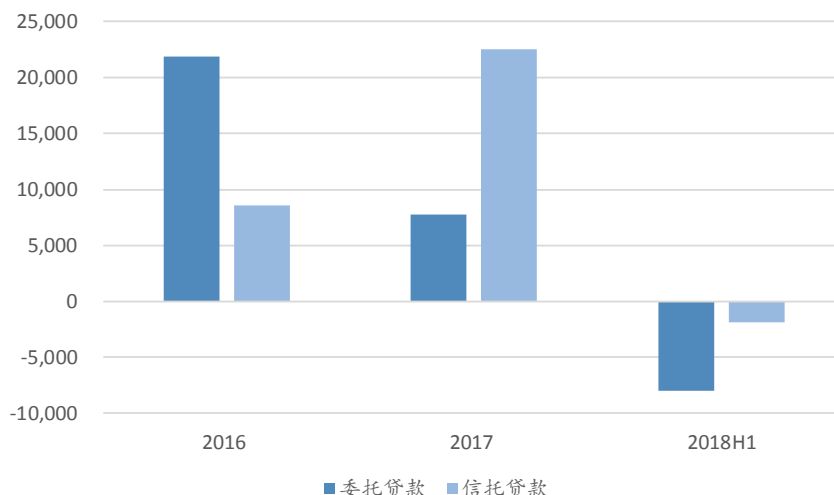
M2 增速分解	2014	2015	2016	2017	2018H1
外占投放	0.6	-1.4	-2.5	-0.3	-0.2
银行投资债券派生	0.7	2.1	-0.1	-1.0	-0.3
银行信贷派生（注）	8.8	12.6	11.8	10.9	10.4
财政投放	-0.2	0.3	0.2	-0.2	-0.2
其他（银行投放非银等）	1.1	-0.3	1.9	-1.1	-2.2
M2 增速（%）	11.0	13.3	11.3	8.2	7.5

资料来源：人民银行，国信证券经济研究所预测（单位：个百分点。注：此处信贷为加回地方债务置换后的数据）

投放非银负增长是拖累 M2 增速的主因。但是，这些“投放非银”并非全部是投向实体部门的。比如，银行购买资管产品，而资管产品将资金主要运用于债券二级市场，则不体现在社融中。这类投放的收缩，会拖累 M2 增速，但不影响社融。而有些“投放非银”会再接着由非银部门投向实体部门，比如非标业务（银行先投资于通道资管产品，再由该产品投向实体，以信托贷款、委托贷款的形式），它的收缩，既拖累 M2 增速，又拖累社融。因此，单就“投放非银”这一科目而言，它的收缩，拖累 M2 增速的幅度，大于拖累社融余额增速的幅度。反映在数据上，2018 年以来，社融余额增速虽然也在下行，但依然保持在 10%左右，明显高于 M2 的同比增速。

而从社融结构上看，2018 年上半年，委托贷款、信托贷款均出现了较大幅度的下降，两者的大部分资金来源是银行表内的投放非银，因此两者的下降，既回笼 M2，又拉低了社融。同时，两者另有一部分资金来源是银行表外理财（这部分不会派生 M2，因此不体现在 M2 余额变化之中），也处于收缩状态，影响社融。

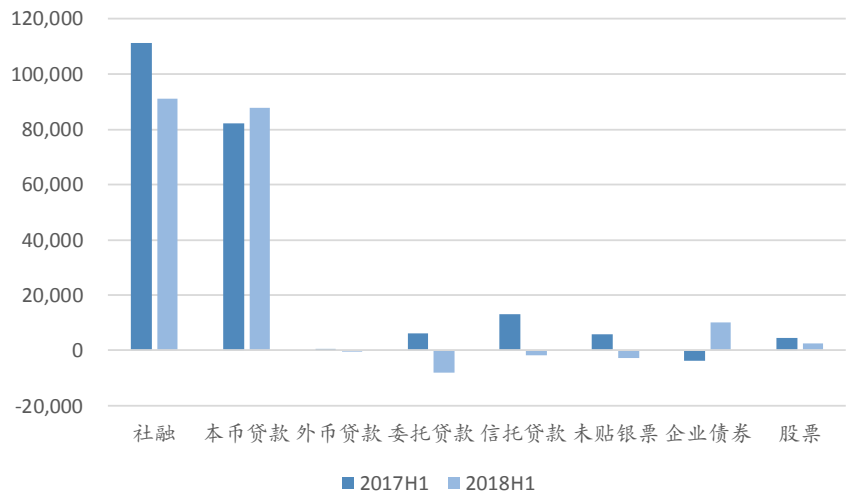
图 5: 2018 年上半年委托贷款、信托贷款显著下降



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

同时，2018年上半年，银票开立等也出现同比少增，最终导致整体新增社融规模同比少增2万亿元以上。

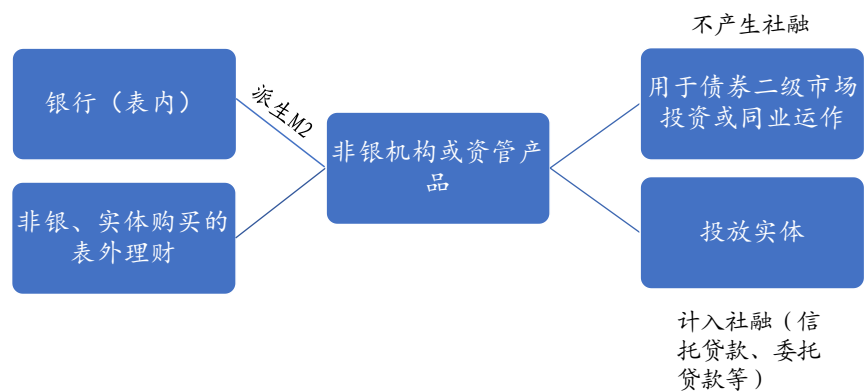
图 6: 2018 年上半年社融同比少增 2 万亿元以上



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

通过以上分析，我们得出结论：2017-2018 年，银行投放非银的下降，起到回笼 M2 的作用，直接拉低了 M2 增速，同时也一定程度上拉低了社融。该科目中包括银行购买资管产品（包括委外）以及投放非标（中间也需要通过一个资管产品，即通道），部分资管产品的资金运用于债券二级市场投资或同业运作，不产生社融，另一部分资金则投放实体，计入社融。同时，表外理财收缩也导致社融下降。这里的社融主要科目是信托贷款、委托贷款，即资管产品投放实体的主要业务模式，亦即我们通称的非标。

图 7: 银行表内业务收缩会回笼 M2，并影响部分社融，表外收缩则影响部分社融



资料来源：国信证券经济研究所整理

而在上述分析中，我们未发现银行的“主营业务”——信贷的数据出现异常。2018 年上半年，信贷投放量为 8.80 万亿元（不包括向非银金融投放的贷款），同比多增 5779 亿元，未见收缩。因此，所谓的信用收缩，主要是指银行表内非标和其他投放方式的收缩，以及表外理财（对外表外非标和债券等其他投放方式）的收缩。接下来，我们需要梳理，是什么原因导致了收缩。

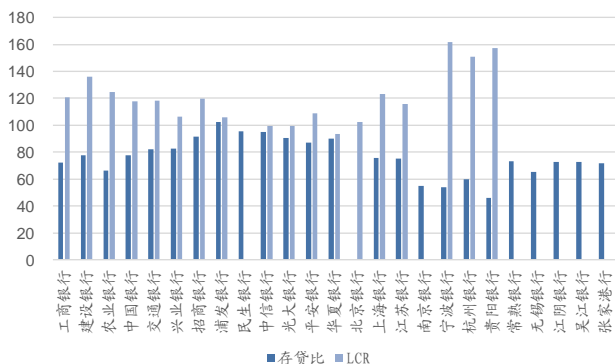
成因分析：信用因何收缩

我们参考经典的供需分析。银行表内外信用投放行为的收缩，又可大致分为主客观两方面原因，客观原因即“投放能力”，主观原因即“投放意愿”。

(1) 客观原因，是指各种监管措施和监管指标不再容许它们投放，统称为“投放能力”。这里又可分为两小类原因，一是因为监管指标制约导致无法投放，比如资本充足率、流动性监管指标、合意信贷额度等不达标，导致无力投放。从近期调研情况来看，制约银行信用投放的因素很多，并且不同银行的制约因素不同。比如，小型银行普遍反映是合意信贷额度不足，此外 MPA 考核中的广义信贷增速也构成制约；而中小型银行则情况较多样，有些是流动性（基础货币）不足（比如存款吸收不力，导致存贷款比例、LCR 等指标压力较大）制约投放，有些则是资本充足率不足（哪怕账面上的资本充足率是够的，但考虑到可能有些资产未来需要回表，可能资本并不十分充裕）；而大型银行则情况稍好，监管指标制约并不明显，但是由于基数较大，一般有着自己既定的投放计划，也不会无度放大投放量。大中型银行一般不会受制于合意信贷额度。

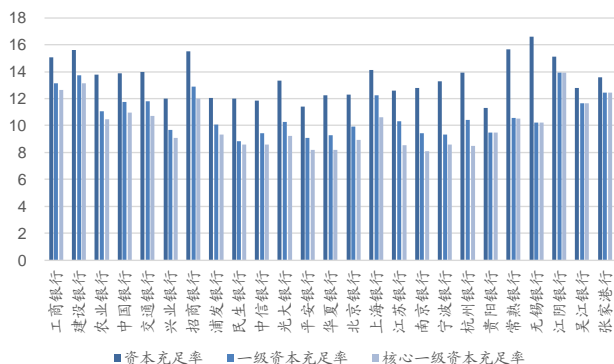
从 2018 年一季报数据来看，大多股份行流动性不够充裕（存贷比较高，LCR 较低），影响信用投放的力度。有些股份行、城商行还存在资本充足率压力较大的问题，已经比较接近监管红线，急需补充资本，否则也将影响信用投放。大型银行监管指标制约并不明显。

图 8：股份行流动性不够充裕，影响信用投放



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（2018 年一季报。单位：%）

图 9：中小银行资本充足率较为紧张



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（2018 年一季报。单位：%）

二是原先的很多投放方式，在“严监管”背景下，已经被定性为监管套利和业务乱象，已经不符合新的监管要求，不能再续做。或者虽然原来没说不合规，但也被新规叫停了。我们梳理了 2017 年底以来重要的监管文件，可以发现，很多业务模式被叫停，直接制约了银行表内外资金的对外投放能力。我们甚至可以断言，这一项原因，是导致这次信用投放收缩最为核心的原因。

比如，传统上表内外的非标业务，大多是以资管产品作为通道，由该通道以委托贷款、信托贷款的方式实现对实体的投放，而目前，资管产品从事委托贷款已被明确叫停，银信合作也被规范，非标的通道已较困难。同时，资管新规、理财新规的出台，原有有的存在刚兑情形的理财产品将被逐步整改，余额要在过渡期中逐步压缩，直接制约了表外理财的投放能力。

表 3: 2017 年底以来一系列监管文件出台

文件名	文号	发布日期	主要内容
关于规范银信类业务的通知	银监发〔2017〕55号	2017年12月22日	不支持信托充当通道
商业银行股权管理暂行办法	银监会令〔2018〕1号	2018年1月5日	
商业银行委托贷款管理办法	银监发〔2018〕2号	2018年1月5日	不允许资管产品作为委托贷款的委托人
关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知	银监发〔2018〕4号	2018年1月13日	进一步整治乱象
关于印发衍生工具交易对手违约风险资产计量规则的通知	银监发〔2018〕1号	2018年1月16日	
关于外资银行行政许可事项实施办法	银监会令3号	2018年2月24日	
银行业金融机构从业人员行为管理指引	银监发〔2018〕9号	2018年3月21日	
商业银行大额风险暴露管理办法	银保监会令〔2018〕1号	2018年4月24日	增加了银行购买资管产品的难度
关于规范金融机构资产管理业务的指导意见	银发〔2018〕106号	2018年4月27日	全面规范了资产管理业务
商业银行流动性风险管理办法	银保监会令〔2018〕3号	2018年5月25日	为满足流动性要求,银行资产投放难度也有所加大
商业银行理财业务监督管理办法	征求意见稿	2018年7月20日	全面规范了银行理财业务

资料来源: 人民银行、银保监会等, 国信证券经济研究所整理

第二项原因甚至在融资需求端也有作用。2017年以来, 财政部门也出台了一系列措施, 遏制各级地方政府借用各种名目违规举债。因此, 监管手段从供给端、需求端双管齐下, 导致信用收缩。

可见, 上述两项原因最大的本质区别, 是前者并无合规问题, 只是监管指标的制约, 后者则不合新规。对于不合规行为的监管治理, 不太可能放松, 刚刚颁布的一系列业务规范文件不可能推翻 (仅在过渡期做些放松)。因此, “严监管”不会松驰, 这将导致部分业务的收缩仍会继续 (只是节奏放缓)。所以后续信用托底工作, 主要着力于第一类原因, 货币当局和监管当局启动逆周期政策, 适度放松监管指标约束, 鼓励银行合规的信用投放, 这本身也是逆周期调节的基本要义。总之, 是用合规的投放弥补不合规业务的收缩。

(2) 主观原因, 则是指银行自己业务能力、战略定位、风险偏好等原因, 不愿意从事某些方面的投放, 统称为“投放意愿”。比如, 有些银行本身战略定位便不是小微企业业务, 常年服务大中型客户, 因此政策开始鼓励他们从事小微业务之后, 可能主观上并不愿意 (不愿投)。即使主观上愿意参与, 学会怎么做小微业务也需要有一个过程, 需要较长时间的学习培训和团队建设, 不是很快可以上量的 (不会投)。

主观原因上还有一点, 近期表现比较明显的, 就是债务违约 (或准违约, 即未实质违约, 但发生资金紧张的信用事件, 开始与债权人、政府协助还款事宜) 多发, 导致部分金融机构风险偏好大幅下降, 不再愿意从事偏中高风险业务的投放 (不敢投)。

因此, 投放意愿方面的问题, 我们可统称为“不愿投、不会投、不敢投”。

我们将上述主客观多方面原因提炼如下:

表 4: 目前制约信用投放的不同原因

两大类	成因	举例	政策当局的对策
客观原因 (投放能力)	监管指标约束	比如资本充足率、合意信贷额度等制约投放能力	逆周期调节, 适度修订指标
	业务不再合规	新规出台后, 原有投放方式已被禁止	治理方向不动摇, 但可放缓治理规范的节奏
主观原因 (投放意愿)	不愿投	不愿意从事特定领域的投放, 比如小微	政策宣贯, 引导参与
	不会投	自身尚不具备某些领域的投放的业务技术或团队	帮助机构进行能力和团队建设的
	不敢投	风险偏好过低	无太好办法, 可允许“信用中介”存在

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

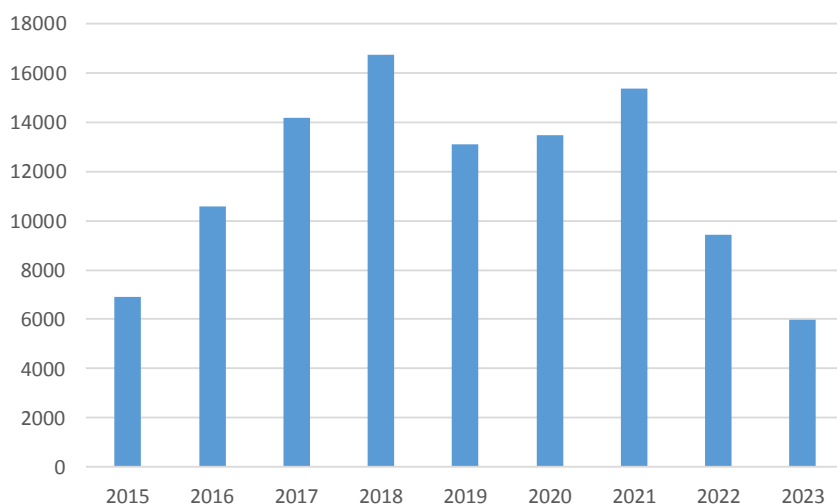
从社融、M2 分析结果来看，目前最主要的制约投放的因素，是原先很多业务不符合新的监管要求，因此在新规陆续落地后，投放开始回落甚至负投放。同时，主观原因也体现得较为明显。很显然，不是所有原因都是可以靠政策短期内给予改善的。

债务到期高峰与流动性风险

信用投放收缩，恰好又遇到新一轮债务的到期高峰。部分杠杆过高的企业，原本准备以借新还旧的方式接续流动性的，目前却因信用投放收缩，难以新借债务，于是实体部门的债务违约（或准违约）开始多发。

我国宏观政策从 2014 年底开始进入新一轮宽松，市场利率保持低位，这期间发行了大量的信用债。同时金融监管松弛，不完全合规的业务投放量也较多，以非标为主，投向则以城投企业、房地产等行业为主。这些债务主流到期期限为 2-3 年左右，因此 2018 年开始进入到到期高峰。以城投债（中债标准）为例，2017 年以来开始进入到到期高峰，2018 年到期量较大，2019-2021 年仍是高峰。至于非标的到期情况，则缺乏较为详细的期限数据，但根据调研经验，非标的到期期限为 1-3 年为主流，近年也是到期高峰。而在去杠杆压力下，各类企业借新还旧变得困难，面临较大的偿债压力。

图 10: 城投债（中债标准）已经进入到到期高峰



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

从这一角度而言，本轮违约更大程度上是企业的流动性风险（或者说，由流动性风险导致的信用风险），而非经营风险。企业经营情况虽然说不上非常好，但宏观经济也暂时未出现严重恶化，因此企业经营风险并不突出。既然是流动性风险，那么相对应的，需要以支持信用投放等方式来加以解决。

拯救信用：投放能力、投放意愿与融资需求

去杠杆的大方向仍然不变，但为缓解企业面临的流动性风险，对冲近期面临的内外经济不确定性，去杠杆的结构和节奏有所调整，同时启动了松绑银行信用投放能力的逆周期政策。

从目前政策调整来看，政策当局已经有针对性地出台相应的措施，缓解银行信用投放收缩的问题。我们以表 4 中的各类成因为对照，逐一分析目前政策当局已经出台的政策，是否能够针对性地解决问题，以及如果政策效果还不够，那还需要什么样的政策。但不是所有成因均可用政策改善的，初步分析，监管政

策已放松监管指标约束，以实现逆周期调节，能够取得一定效果，但政策在改善银行的投放意愿方面，难以很快见效。

针对投放能力：逆周期政策松绑监管指标约束

前文已述，制约银行信用投放能力的，一是监管指标约束，二是业务的合规整顿。很难想象，监管当局可以因为稳经济、稳金融就又会允许银行继续以不合规的方式投放资产，刚刚颁布的监管文件也不能马上作废，因此，预计合规整顿不会放松，最多就是放缓整顿的节奏，比如延长过渡期，或者放松过渡期内的要求。

7月20日，人民银行颁布《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》，对此前《资管新规》的一些规定不明之处给予明确，并放松了过渡期内的要求，在过渡期内允许：（1）发行老产品（即不符合新规的产品）去投新资产，以防止理财整体规模出现断崖式下降；（2）符合条件的资管产品的资产可用摊余成本法，便于形成稳定的产品净值，以便利销售，防止理财规模下降；（3）过渡期结束后仍无法消化的资产，监管当局协助其回表或妥善处置，防止集中处置导致波动；（4）银行自主决定老产品压降计划，不硬性设立类似“每年压降1/3”之类的硬指标。这些措施，归根结底是为了防止过渡期内理财规模出现过快下降，进而理财对实体的信用投放也过快收缩。

此外，人行还调整了其他监管措施，有针对性地放松其他制约银行信用投放的监管指标。在经济面临下行压力或其他风险时，放松监管指标，这本身就是逆周期政策的要义，不能简单理解为“大水漫灌”。正如2016年以来经济复苏进程中，提高监管指标要求，也是一种逆周期政策。

从近期媒体报道的情况来看，人行已经先后通过调整存款准备金率、MLF投放、合意信贷额度、MPA（广义信贷额度）等方式，为银行松绑了信用投放的制约。比如，对于合意信贷额度不足的银行，人行已给予增加额度；对于流动性不足的银行（比如存款基础不佳的银行），在发放贷款、购买信用债时，可以向人行申请MLF，用于补充基础货币，此前还有过降准补充基础货币（但指定用于小微信贷和债转股）；对于广义信贷额度不足的银行，人行也已调低宏观审慎资本充足率考核公式中的结构性参数，这意味着银行在资本充足率不变的情况下，能够实现更高的广义信贷增速，初步估计，这一调整将使大部分银行的广义信贷增速上限可达30%左右，大部分银行实际中不可能触及这一上限，这相当于基本解除了广义信贷增速的制约。

至此，原先制约信用投放的合意信贷额度、广义信贷额度、流动性不足等因素，已经基本解除，银行信用投放能力得到了松绑、释放。不过，截止目前，对于资本金不足的银行，还没有发现监管部门出台补充股权资本的措施出台，预计后续会有举措。

但对投放意愿，一时难以见效

投放意愿与投放能力不同，情况更为复杂，在短期内很难通过政策手段给予快速提高。

比如，实体中融资最为困难的领域，是中小微企业等，监管部门也做了不少工作，尤其是6月20日国务院常务会议部署“进一步缓解小微企业融资难融资贵”的工作之后，很多措施陆续出台。但实践中，很多银行仍然是“不愿投、不会投、不敢投”。政策所能做的，对于“不愿投”，首先是从政策上引导；对于“不会投”，则是推广一些小微业务专业技术，辅导银行建立相应团队与机制；对于“不敢投”则需要担保基金、税收优惠、资金支持等其他支持手段。因此，这方面工作会长期坚持下去，小微业务也是银行未来的战略方向，但很难指望短期内起效。我们后续将进一步观察。

融资需求主要靠基建投资发力

上述投放能力、投放意愿均为融资供给端的问题，我们还需要关注融资需求端，否则信用投放依然困难。可事实上，在经济面临一定下行压力、去杠杆政策仍在执行的情况下，尤其是在一些违约事件的刺激下，很难指望私人部门投资意愿上升，产生可观的融资需求。况且，这些领域由于风险偏高，银行投放意愿仍然有所保留。

因此，后续政府若想通过政策能够拉动融资需求（并且是“有效需求”，即银行愿意投放的融资需求），只能来自于基建等少数领域。从近期高层会议表态来看，加大基建投资已多有提及，尤其是7月31日中央政治局会议上，也指出“加大基础设施领域补短板的力度”。因此，我们预计下半年基建投资的加大，会驱动融资需求回升。我们将在后文展望政策和金融数据的趋势。

下半年展望：投资、社融与货币

综上，下半年的政策取向，可以总结为“继续规范业务，鼓励合规投放”，包括以下几方面：

- 金融管理部门（货币当局、监管当局）继续出台逆周期政策，松绑银行的信用投放能力。但鼓励的是信贷、债券等合规的投放方式，不合规业务的整治仍在推进（只是节奏有所放缓）。
- 继续想方设法提升银行信用投放意愿，当然短期内很难大幅改观。
- 需求端，财政将发力基建，符合规定的基建项目将带来一定的融资需求。但治理违规举债的行为仍在推进（也会挤压一部分融资需求）。

因此，预计下半年信贷、企业债券融资的金额将有所提升，整体社融不会再呈现同比大幅少增的局面，可能持平甚至小幅多增。与之伴随的，是M2增速也将有所回升。但在“严监管”压力下，预计非标仍将缓慢下行（降幅可能低于上半年），部分高度依赖于的问题企业，因无法找到合理的融资渠道，违约事件仍会时有发生。

我们分别就基建投资、社融、货币的增速进行初步预测。

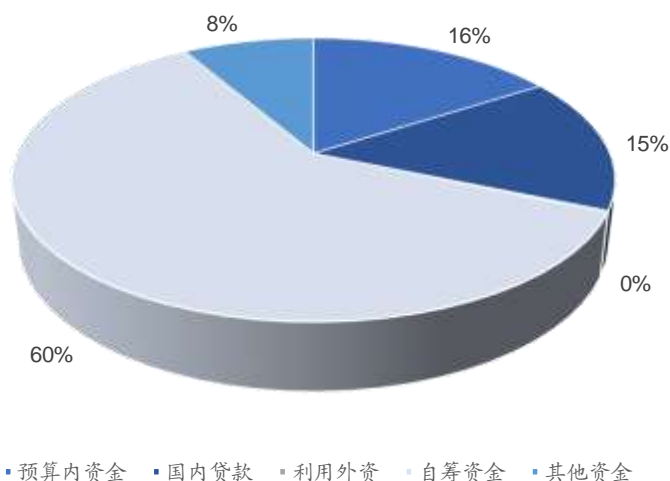
基建投资增速有望回到5%以上

全国基建投资（包括交运仓储、电热燃水、水利环境公共三个行业）完成额的增速，2018年上半年在3%左右，增速较低。下半年，在“财政政策更加积极有效”的表述下，预计下半年基建投资会加快。

然后我们粗略测算基建投资增速。根据2018年中央和地方财政预算草案，2018年一般财政支出预算为20.98万亿元，简单按照2017年的“基建投资总额/一般财政支出”经验比例85%左右，则今年基建投资总额在17.9万亿元左右，增长3.2%左右。

更为完整的算法，则是按照：一般财政支出中有多少比例的资金用于基建投资（经验比例为10%左右，近年略有提高，至13%左右），再以这部分资金作为资本金，按一定杠杆比例撬动杠杆资金（来自信贷、债券等融资方式），从而得到基建投资总额。预算内资金占基建投资的比例，近年在15%左右，然后信贷占15%，自筹（包括债券、非标等）占60%。预计2018年将是信贷占比提升，但自筹占比下降。

图 11: 基建投资资金来源结构 (2016 年)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

因为目前财政政策取向是“更加积极有效”,则有很大可能适度提高财政支出中用于基建的资金的比例,或者加大配套信贷的比例,以便扩大基建投资。甚至在财政收入超预期情况下,可用于支出的资金也会增加。因此,我们预计 2018 年全年基建投资完成额将在 18.2 万亿元以上,增速在 5% 以上。其中, 2.73 万亿元为预算内资金,而 15 万亿元左右为融资金(其中又以信贷、债券等为主)。

社融将以信贷弥补非标缺口

按此估计, 2018 年全年信贷投放将比年初的预期值有所增加,可能达到 16 万亿元以上。同时,委托贷款、信托贷款下半年可能仍然略有下降(因为监管整顿仍然推进,只是节奏放缓)。债券和股票融资仍保持与上半年相近的增量。以此,我们预计全年社融增量在 17.6 万亿元左右,相比 2017 年仍然少增近 2 万亿元,缺口主要来自信托贷款、委托贷款等,缺口高达近 5 万亿元,但信贷多增 3 万亿元,因此社融仅少增近 2 万亿元。

表 5: 对下半年主要社融科目的预测

年份	社融	本币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴银票	企业债券
2017	194,430	138,432	7,770	22,555	5,364	4,495
2018E	175,972	167,645	-13,008	-3,863	-2,717	20,172
同比多增	-18,458	29,213	-20,778	-26,419	-8,081	15,677
余额同比增速						
2018H1	9.8%					
2018E	10.1%					

资料来源: 人民银行, 国信证券经济研究所预测(单位: 亿元。股票、外币贷款等略)

至年底,社融余额的增速在 10% 以上,已较 6 月末的 9.8% 显著回升,体现社融企稳的效果。

货币增速将见底并显著回升

依据上述社融的预测,并根据其中信贷全部派生 M2,债券、非标则部分派生 M2(居民直接或通过产品间接购买的债券、非标则不派生 M2),财政继续投放等假设,我们预计下半年 M2 增量在 8.4 万亿元左右,全年共增 16 万亿元左右,这将导致 2018 年底 M2 余额超过 183 万亿元,同比增速达到 9.5%。

M2 增速显著回升，主要是由信贷投放派生 M2 所驱动。同时，其他社融（非标、未贴银票等）依然不振，继续小幅收缩，但不会如数回笼 M2。准确地讲，表外资金对接的非标、未贴银票等均不影响 M2，因此它们的下降不会如数回笼 M2，仅会回笼一部分（只有银行表内资金对应的非标下降，会回笼 M2）。因此，M2 的增速反弹会比社融增速反弹更快。

主要结论与投资建议

主要结论

前期一段时间的去杠杆政策，尤其是金融“严监管”政策，导致部分信用投放收缩，部分高杠杆企业面临资金链断裂的风险，进而引发市场对银行资产质量的担忧。而目前，政策转向非常明显，金融管理部门逆周期政策出台，支持银行通过信贷、债券等规范的方式支持实体，而一些不完全合规的方式仍将有序压降。同时，财政政策更加积极有效，基建投资力度加大，带来有效信贷需求。预计下半年，信贷投放弥补部分非标收缩的缺口，社融增速将启稳，M2 增速则将见底回升。

投资建议

社融回稳缓解了企业的流动性风险，因此银行面临的资产质量风险警报也可暂时缓解。后续可持续跟踪信贷、社融的投放情况。

目前 A 股银行股自 7 月初的最底部已有一定反弹，但估值仍处低位，仍然反映了较高程度的资产质量风险。我们认为，在上述政策调整的作用下，随着信贷放量、社融回稳，企业债务违约会陆续减少，对经济前景也无需过度悲观。

维持行业“超配”评级。继续推荐“哑铃组合”，即基本面优异、受监管影响小的大型银行，包括工商银行、农业银行，以及特色鲜明，业绩增长仍有优势的优质中小银行，包括宁波银行、南京银行。

风险提示

若经济因内外不利因素影响而失速下行，则将侵蚀银行资产质量；

政策调整后，若后续政策效果低于预期，或者部分金融数据迟迟无法见效，也可能引发市场持续担忧；

文中预测时，部分变量无权威统计数据，使用了调研得来的行业经验值，可能存在一定偏差，结果仅供参考。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032