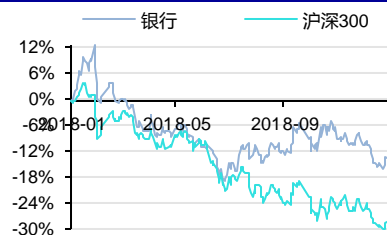


宽信用浪潮裹挟下的民企与商业银行

- 本文试图回答两个问题：①在过去两轮信用宽松中，监管层是如何进行逆周期调控，而银行又是如何支持民企、小微融资的；②本轮宽信用传导如何破局。
- 2008年“四万亿”刺激：①信贷投放迅速响应，中小微、民营企业贷款增速快于大型与国有企业贷款增速；②银行息差方面，自2008年中报开始下滑，直至2010年中报才企稳回升。资产质量方面，超常规信贷增长为后期埋下了较大的不良“隐患”；③政策宽松之后，银行股有绝对收益，但没有相对收益。
- 2014-15年连续降息降准：①信贷投放较为克制，并以支持大型、国有企业为主，民企融资相对更加困难；②银行息差方面，自2015Q1开始下降，至2017Q1才企稳。资产质量方面，上市银行不良生成率、逾期率快速上行；③政策宽松之后，银行股在短期内有明显的相对收益。
- 我们认为目前的宏观经济形势更像2014年。但面临的内外部环境更加复杂。从内部环境来看，宏观杠杆率前几年上升速度过快，需要时间与空间来缓释各种风险，居民部门、企业部门再度加杠杆的边际动能偏弱；从外部环境来看，中美贸易摩擦悬而未决，外部需求在2019年面临较大的不确定性。
- 宽信用传导方面，就表内信贷而言，银行贷款投放面临的制约因素较多，问题的症结在于怎么让银行心甘情愿地提升风险偏好。我们认为在经济预期出现向上拐点之间，银行仍会像2014年那样维持相对审慎和克制的风险偏好，不太会有显著超预期的信贷投放；
- 就表外融资而言，几乎所有的资金渠道均受到严格监管，这也是目前民企融资难的最主要原因。表外融资受阻，除了资管新规的直接影响，更为根本的原因在于整个影子银行生态体系处在“灾后重建期”。未来修复的难点，是如何在保证依法合规经营的前提下，逐渐恢复影子银行的融资功能。可行的措施包括：适当延长资管新规过渡期、对理财子公司投资非标的可操作性作出进一步优化等。
- 与历史经验相对比，我们认为在本轮宽松政策下，银行对民企与小微的支持将更多是在政策引导与风险偏好之间找寻平衡点，不会明显偏向任何一方。而对于当前宽信用落地效果不佳的情况，政策的重心可能不仅局限于银行表内信贷，还有债券、股权，以及我们认为比较关键的，如何适度修复和接续影子银行的融资功能。
- 风险提示：经济失速下行，资产质量显著恶化

投资评级 同步大市-A
维持评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.15	-13.81	3.36
绝对收益	-5.26	-20.00	-23.48

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

李双

报告联系人

lishuang1@essence.com.cn

相关报告

由奢入俭，先淡后浓——银行业 2019 年度投资策略 2018-12-05

银行三季报综述：稳中向好，符合预期 2018-11-03

银行非标投资图鉴 2018-10-11

探究商业银行信贷额度 2018-08-05

外资银行在华经营得怎么样了 2018-07-18

内容目录

1. 引言.....	4
2. 历史总是相似的.....	4
2.1. 第一轮宽松：“4 万亿” 刺激.....	4
2.1.1. 宽松政策的由来.....	4
2.1.2. 银行执行情况如何.....	5
2.1.3. 宽松政策对银行的影响.....	6
2.1.4. 资本市场的表现.....	8
2.1.5. 小结.....	9
2.2. 第二轮宽松：2014 年—2015 年.....	10
2.2.1. 宽松政策的由来.....	10
2.2.2. 银行如何执行.....	12
2.2.3. 宽松政策对银行有哪些影响？.....	13
2.2.4. 资本市场的表现.....	15
2.2.5. 小结.....	18
2.3. 从宽货币到宽信用的思考.....	18
3. 这次会不一样吗.....	19
3.1. 本轮宽松政策的由来.....	19
3.2. 近期政策有何变化.....	21
4. 总结.....	21

图表目录

图 1：2008 年国务院常务会议对经济形势的研判在下半年发生了明显的变化.....	5
图 2：金融机构信贷余额增速自 2008 年 11 月开始显著提升.....	5
图 3：2009 年—2011 年，主要金融机构小微企业贷款增速显著高于其他类型企业贷款增速...	6
图 4：2011 年—2013 年民企贷款增速远高于其他类型企业贷款增速.....	6
图 5：老 16 家上市银行净息差（加权平均）从 2008H 开始下滑，至 2010 年才企稳回升.....	7
图 6：上市银行不良生成率.....	8
图 7：“四万亿” 刺激计划公布之后，银行指数与沪深 300 指数涨跌幅.....	9
图 8：“四万亿” 刺激计划之后，申万银行指数涨跌幅在行业中的排名.....	9
图 9：2013 年 GDP 增速震荡下行.....	10
图 10：2013 年，7 天逆回购中标利率大幅度上行.....	10
图 11：2013 年 5 月之后，非标融资利率大幅度上行.....	11
图 12：2014 年国务院常务会议的政策主线.....	11
图 13：2014 年—2015 年，金融机构信贷增速并未明显超预期.....	12
图 14：2014—2015 年货币政策宽松，主要金融机构大型企业贷款增速上升较快.....	13
图 15：2014 年—2015 年宽松周期，国企贷款增速快于民企.....	13
图 16：2015 年开始，商业银行净息差进入下行通道.....	14
图 17：2014 年—2015 年，老 16 家上市银行逾期贷款相关指标加速上升.....	14
图 18：平安银行全部贷款以及小企业贷款不良率走势.....	15
图 19：2014 年 4 月 22 日，货币政策边际转向之后，银行股与沪深 300 指数涨跌幅.....	15
图 20：2014 年 4 月 22 日货币政策边际转向之后，银行股涨跌幅排名.....	16
图 21：2014 年 11 月 22 日货币政策全面宽松之后，银行股与沪深 300 涨跌幅情况.....	16
图 22：2014 年 11 月 22 日货币政策全面宽松之后，银行股涨跌幅排名.....	17

图 23: 主动型基金重仓银行股市值占重仓股总市值比重.....	18
图 24: 2018 年以来, 当月新增信托、委托、未贴现票据合计规模, 单位: 亿元.....	20
图 25: 中美中小企业融资渠道分解 (2015 年数据)	20
图 26: 政治局会议以及中央经济工作会议对经济形势的研判在 2018 年中发生边际变化.....	21

1. 引言

2018年11月至今，市场对民企融资可得性的关注度持续升温。从政策层面看，各部委、地方政府、金融机构均出台了相应政策支持民企融资，力度空前；从市场层面看，投资者对支持民企有一定担忧，一方面担心宽信用传导不下去，资金渗透不到真正有融资需求的企业手里；另一方面又担心矫枉过正，银行牺牲盈利空间与风控标准，吃进大量潜在问题资产，从而对银行中长期的资产质量产生进一步的担忧。

本篇报告试图回答两个问题：①过去两轮信用宽松背景下，银行是如何应对民企、小微融资难与融资贵的问题？②本轮宽信用如何破局？考虑到民企和小微很难严格拆分，下文分析中对两者不做实质性区分。

2. 历史总是相似的

2008年至今，政府有过两轮明显的经济刺激计划，第一轮是2008年国际金融危机之后的巨幅宽松，第二轮是2014年—2015年的连续降准、降息。这两次货币宽松从政策层面均鼓励银行加速放贷，我们下面将梳理每次政策的走向及身处其中的商业银行的经营行为。

2.1. 第一轮宽松：“4万亿”刺激

2.1.1. 宽松政策的由来

外部环境变化超预期，倒逼政策急速调整。经历了2004—2007年的经济高速增长，在2007年12月的中央经济工作会议上，决策层对2008年宏观经济的定调是：“促进经济社会又好又快发展的有利条件不少，但面临的国际经济环境复杂多变。”宏观调控的主要任务是：“防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀。”

2008年上半年，中央对经济发展偏乐观，防通胀是主要任务，因此财政和货币政策都偏紧。边际变化发生在当年9月，首次降准、降息。

美国次贷危机的急剧恶化可能超出了当时决策层的估计。从10月与11月两次国务院常务会议的公告来看，管理层对形势的判断发生了根本性的逆转：

- 1) 2008年10月17日，对宏观经济的定调是：“经济增长放缓趋势明显；相应采取灵活审慎的政策。”此次会议应该是纠正上半年偏紧的财政与货币条件，也属于常规的逆周期调节。
- 2) 2008年11月5日，对宏观经济的定调是：“近两个月来，世界金融危机日益严峻；应采取积极的财政政策与适度宽松的货币政策”，并提出两年内四万亿元的投资计划，要求扩大投资“出手要快，出拳要重，措施要准，工作要实”。可见外部环境在短时间内急剧恶化，使得决策层从常规的逆周期调节转向了超预期、超常规的政策对冲。

图 1：2008 年国务院常务会议对经济形势的研判在下半年发生了明显的变化



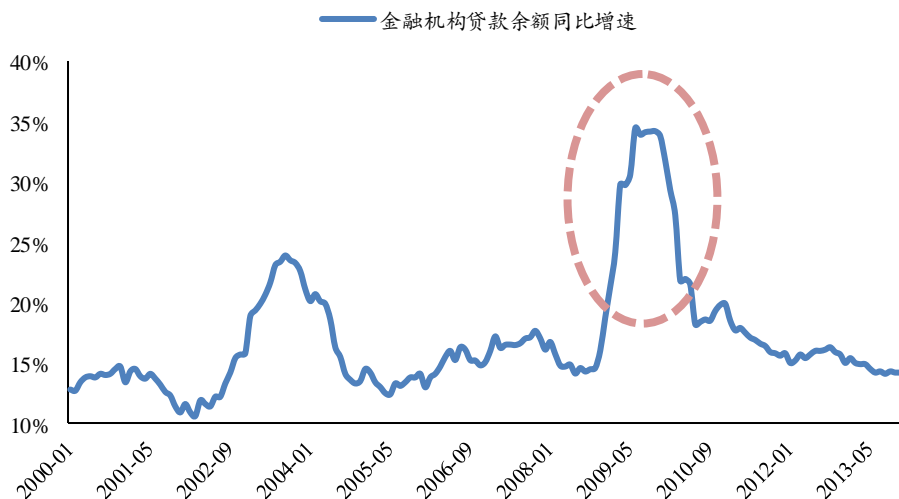
资料来源：国务院官网、安信证券研究中心

2.1.2. 银行执行情况如何

银行为响应刺激政策的出台，信贷投放明显加快。商业银行作为货币与信用传导的主要渠道，在这轮政策宽松中扮演了重要的角色，具体来看：

- 1) 政策层面对商业银行有一系列的放松与支持措施：①取消对商业银行的信贷规模限制，并要求合理扩大信贷规模；②要求商业银行最大限度将新增贷款真正用于支持小企业的发展，对中小企业贷款利率要单独定价、合理浮动。
- 2) 为支持各项投资迅速落地，金融机构超常规信贷投放从 2008 年 11 月开始，一直持续到 2010 年底，两年时间内，信贷余额增长了 61%。

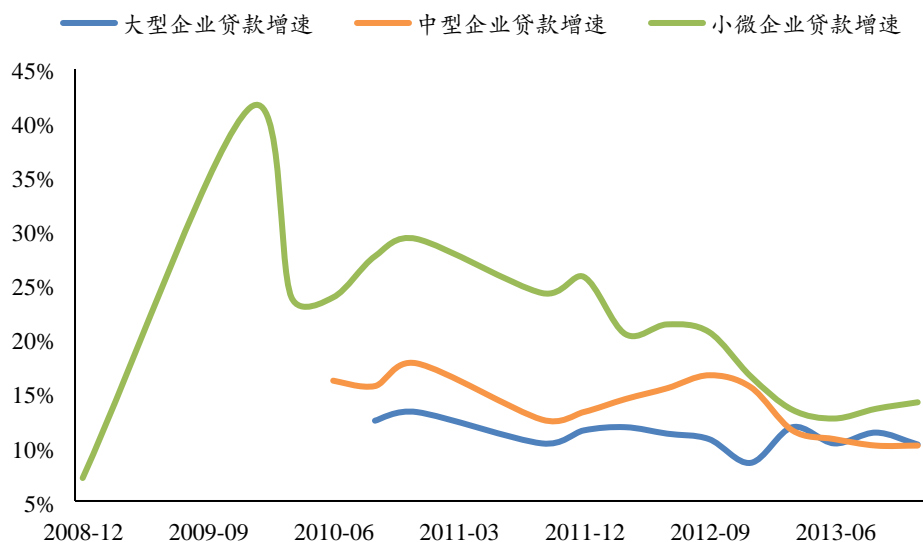
图 2：金融机构信贷余额增速自 2008 年 11 月开始显著提升



资料来源：Wind、安信证券研究中心

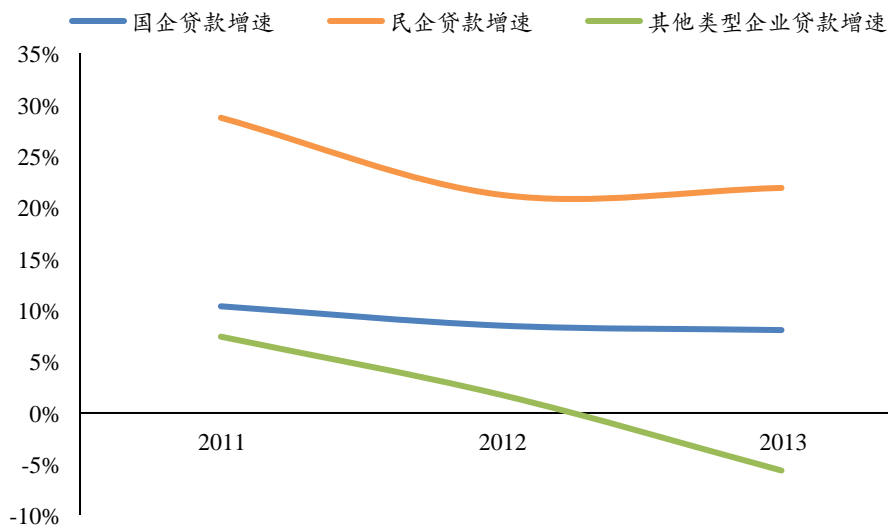
从信贷融资主体来看，呈现出以下特点：①中小微企业贷款增速显著快于大型企业贷款增速；②民营企业贷款增速显著高于国有企业及其他类型企业贷款增速。可以说，这次政策宽松对民企与小微的支持力度非常大，这部分企业主体对政策变动也更加敏感，能先于国企做出投资决策。

图 3：2009 年—2011 年，主要金融机构小微企业贷款增速显著高于其他类型企业贷款增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：2011 年—2013 年民企贷款增速远高于其他类型企业贷款增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

备注：图中国企为国有企业+集体企业；其他为港澳台商控股企业+外商控股企业。

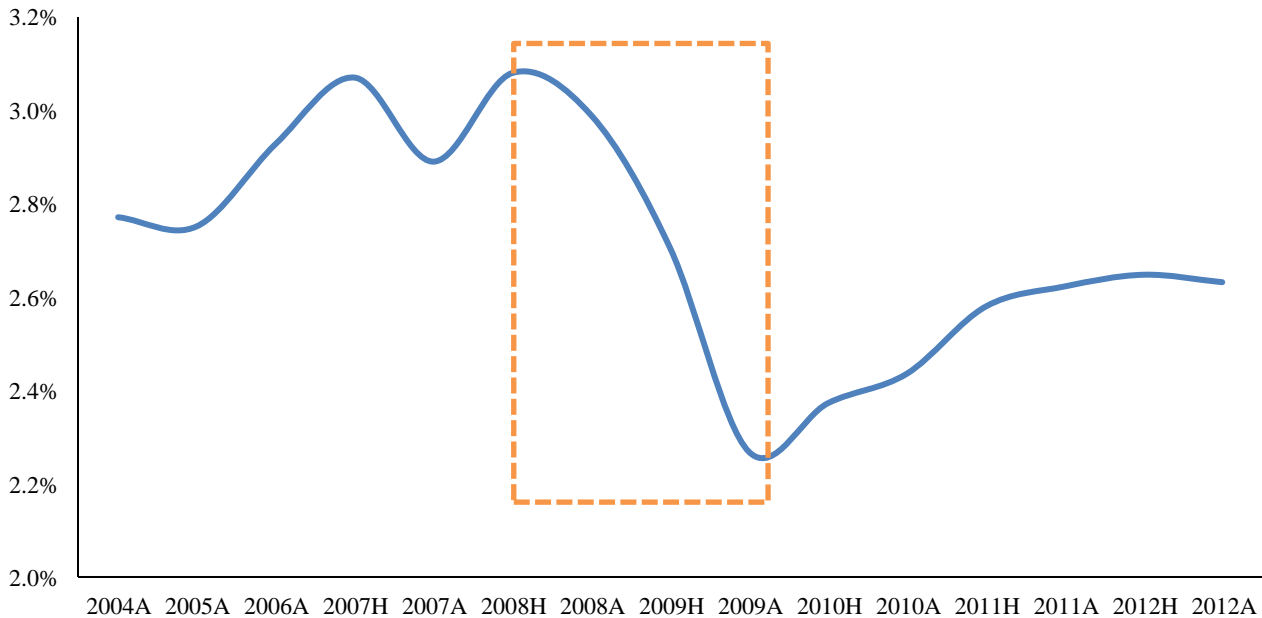
2.1.3. 宽松政策对银行的影响

超常规信贷投放给银行带来了哪些影响？可以从两个角度来观察：

- 1) 从息差角度看，2008 年 11 月前后，经济景气度下行，财政和货币政策均宽松，信贷开始以超常规的速度增长。一方面 M2、社融增速显著上行，银行资产规模快速扩张；另

一方面，资产端利率下行，主要因为逆周期调节时，信贷供给远大于有效需求。总体表现为“量升价跌”，净息差收窄。若观察老 16 家上市银行的整体数据，我们发现自 2008 年中报开始，净息差便开始下滑，直至 2010 年中报才企稳回升，从高点下行 81 个 bp。

图 5：老 16 家上市银行净息差（加权平均）从 2008H 开始下滑，至 2010 年才企稳回升



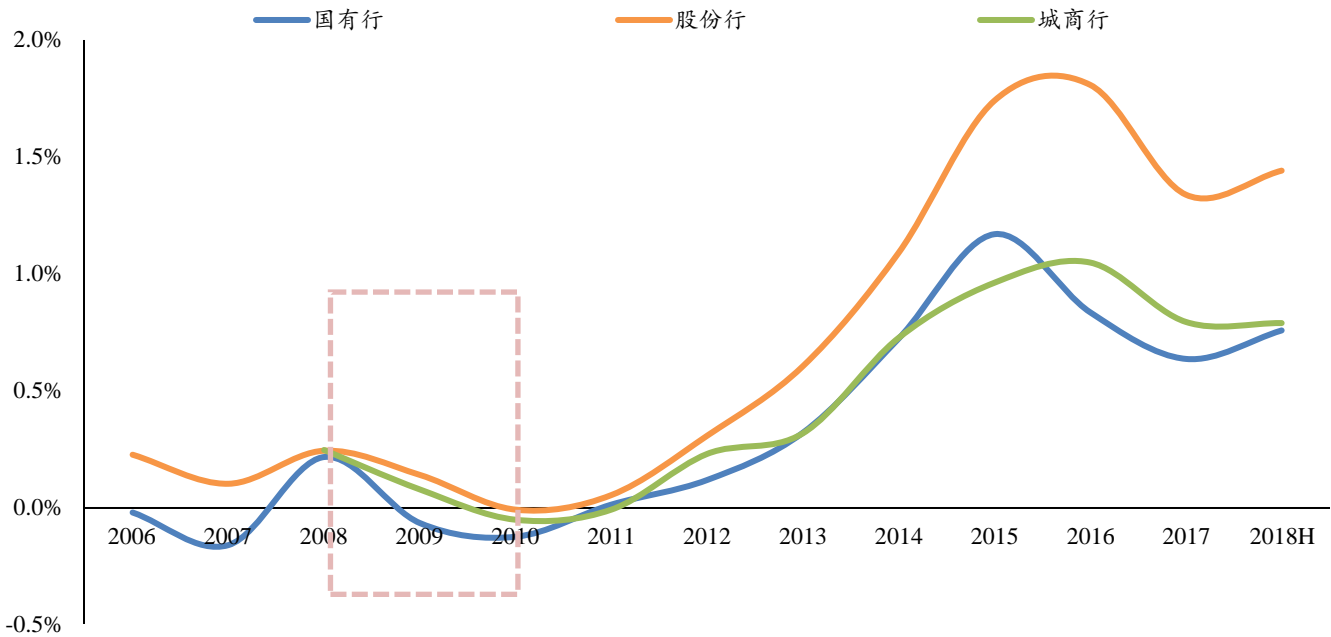
资料来源：Wind、安信证券研究中心

2) 从风险角度看，银行资产质量具有明显的滞后性，不良恶化大约滞后于经济下行 2-3 个季度。因此，在衰退期银行不良生成的潜在压力明显加大，投资者也会对银行未来的资产质量产生较为悲观的预期。具体来看：

①不良生成率与宏观经济有明显的负相关性。一般在经济下行期，不良生成率会有上升的苗头；在经济企稳回升时，不良生成率会有所下降。但是随着宽松政策的出台，信贷投放增加，其实是可以“降低”不良生成率的，因为短期内不良贷款的增速远没有信贷增速快。我们发现上市银行的不良生成率在 2008 年之后经历了 2 年的下降窗口期。

②短期来看，银行资产质量并未因为 2008 年的货币宽松而显著恶化，但超常规的信贷投放却给之后的几年埋下了较大的“隐患”。“四万亿”刺激计划结束后，银行不良生成率从 2010 年开始上升，直至 2015 年底才出现向下拐点。

图 6：上市银行不良生成率



资料来源：上市公司公告、安信证券研究中心

2.1.4. 资本市场的表现

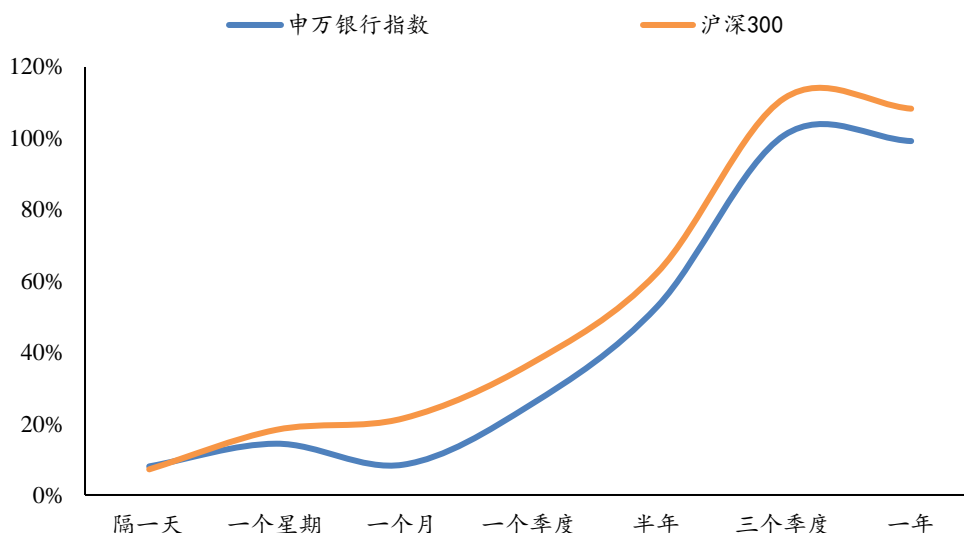
资本市场对刺激计划的反应非常强烈。以沪深 300 指数为例，在 2008 年 11 月 9 日刺激计划公布之后第一天便上涨 7.4%，一个月内涨幅达 21.6%。但银行股在刺激计划公布之后的一段时间内并未展现出超额收益，在申万 28 个行业中的涨幅排名也靠后。

为什么银行股涨幅排名靠后？我们给出以下几方面的解释：

- 1) 经济下行压力加大时，银行景气度也在下行。综合上文对息差和资产质量的分析来看，宽松政策对银行基本面的改善并没有那么立竿见影，反而在短期内，会导致息差收窄。即便有宽松政策的支持，也很难在短时间内改变这种景气度下行的趋势，直至实体经济开始有复苏迹象或市场对经济的预期出现向上拐点。
- 2) 资产质量预期会比较悲观。超常规加速信贷投放时，银行风险偏好被动提升，市场会对其未来的资产质量产生担忧，并且这种预期短时间内难以证伪。这样不明朗的走势与其他行业相比并不占优势。

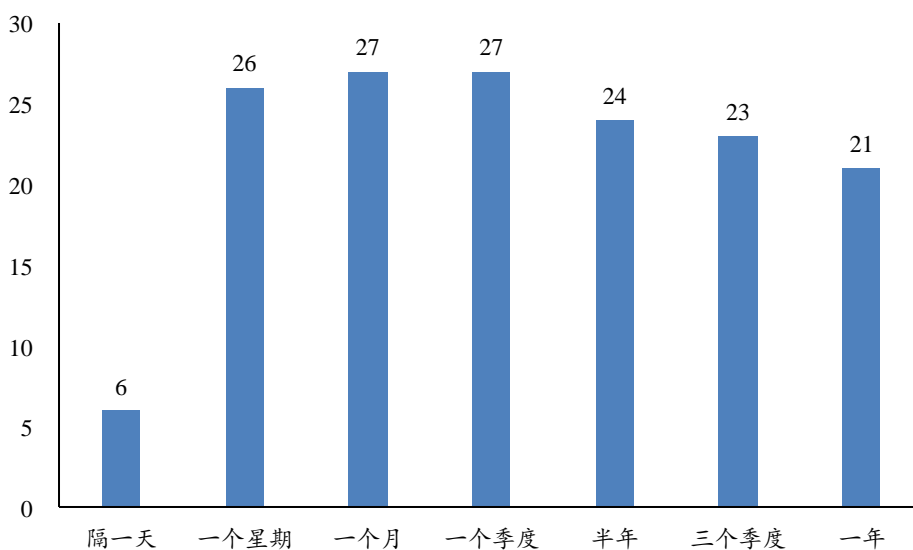
虽然银行股没有相对收益，但有较为可观的绝对收益。收益来自流动性宽松对估值的提振。

图 7：“四万亿”刺激计划公布之后，银行指数与沪深 300 指数涨跌幅



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 8：“四万亿”刺激计划之后，申万银行指数涨跌幅在行业中的排名



资料来源：Wind、安信证券研究中心

备注：11月9日为星期天，图7、图8涨跌幅计算以2008年11月7日收盘价为基准

2.1.5. 小结

本轮宽松政策的效果立竿见影。从宽货币到宽信用的传导“几乎”没有时滞，宏观经济景气度呈现出“V型”反转。主要体现在：①M2增速从2008年11月低点14.8%一路上升至2009年11月29.74%，商业银行信贷投放在政策出台之后立即加速；②中小微企业、民营企业在政策的支持下，获得的信贷资源明显增加，贷款余额增速高于其他类型企业贷款；③GDP增速在2009年一季度达到历史低点6.4%之后，也开始企稳回升。

为什么政策的效果会如此明显？从两个方面来理解：①从资金需求端来看，彼时政府、居民、企业杠杆率处在较低水平，具备加杠杆的空间；财政政策刺激力度空前，“4万亿元”投资计划对总需求有直接提振；②从资金供给端来看，在当时的环境下，广义口径的影子银行尚处于萌芽阶段，企业的主要融资渠道是银行信贷。在决策层取消商业银行信贷额度之后，贷款

投放的制约因素消失，当时以规模扩张为发展导向的商业银行有放贷冲动。因此本轮宽松政策出台之后，资金供给与需求一拍即合，信用传导的速度非常快。

为什么金融机构对民企、小微的支持力度较大？主要有三方面原因：①从民企融资需求来看，“四万亿”刺激政策对产业链上下游的拉动作用非常明显，民企有增加投资的动力和信心，融资需求旺盛；②从民企融资渠道来看，信贷仍是其主要的融资方式，在信贷额度的限制取消之后，融资可得性是不错的；③从融资供给端来看，商业银行的风险偏好大幅度回升，一方面因为政策强力鼓励支持，另一方面，有大量政府信用背书的低风险基建项目提振总需求。综上，民企、小微的融资便利性大幅度提高。

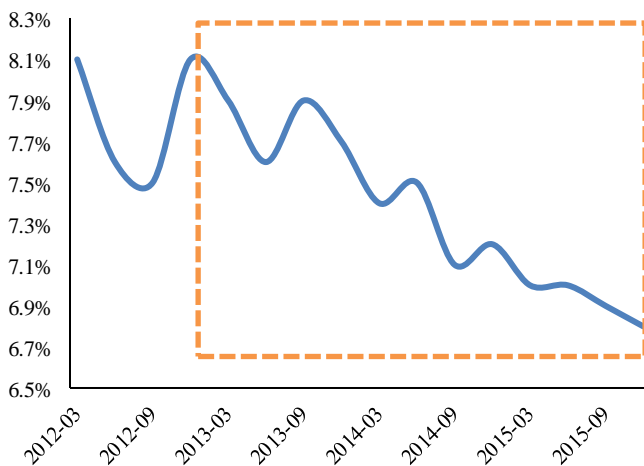
2.2. 第二轮宽松：2014年—2015年

2.2.1. 宽松政策的由来

货币紧缩之后经济再现下行压力。在经济未明显复苏，并且还有下行压力的2013年，央行主导了两次超预期的“钱荒”，7天逆回购中标利率在当年7月30日高达4.4%，较年初上行100bp。偏紧的货币政策带来两个结果：①实体经济融资成本上行，我们观察到非标利率在当年5月之后便加速上升；②经济下行压力进一步加大，部分民企、小微的经营更加困难。

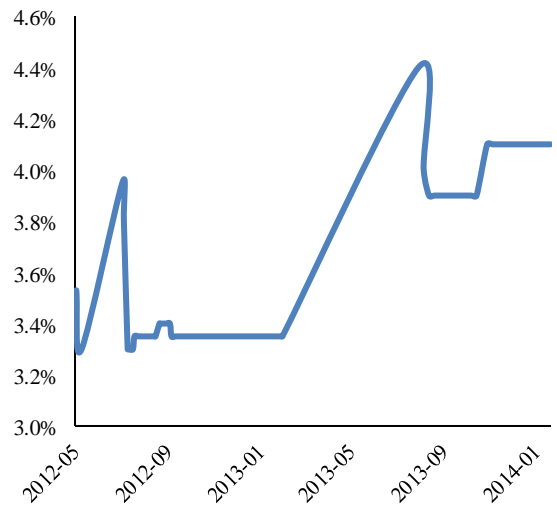
央行紧缩货币政策的初衷在于去杠杆，抑制影子银行的过快扩张，重点是监管非标，引导资金流向实体企业。但这也为2014年的政策宽松埋下了伏笔。

图 9：2013 年 GDP 增速震荡下行



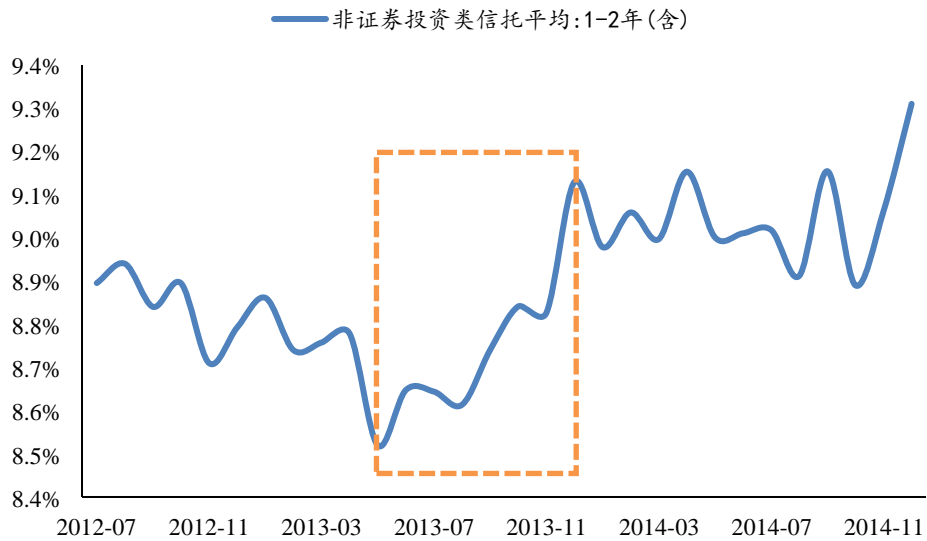
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 10：2013 年，7 天逆回购中标利率大幅度上行



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 11：2013 年 5 月之后，非标融资利率大幅度上行



资料来源：Wind、安信证券研究中心

降低融资成本、扶持小微成为这轮宽松的主基调。2014 年 5 月，国务院对宏观经济的定调发生了边际变化，从“经济下行压力仍然存在”转变为“下行压力仍然较大”，在政策层面的突破口是降低企业特别是小微的融资成本，并引导金融机构将信贷资源向中小微企业倾斜，设置相应的考核指标。

2014 年的政策制定和前几年的经济情况结合来看，显得非常合乎情理。2013 年货币极度紧缩之后，银行间市场、信贷市场、非标市场利率大幅度上行，对实体企业特别是中小微企业的融资成本有非常大的负面影响。因此货币政策成为 2014 年政策放松的突破口，连续 6 次降准降息营造宽松的货币环境也就是应有之义了。

图 12：2014 年国务院常务会议的政策主线



资料来源：国务院官网、安信证券研究中心

2.2.2. 银行如何执行

这一轮宽松，银行信贷投放较为谨慎。2014年10月—2015年2月，信贷增速小幅提升，有两方面的原因：①2014年11月19日，国务院常务会议决定改善存贷比考核指标，同时放松信贷额度；②积极财政政策支持下，项目审批速度明显加快，银行对基建方向的贷款投放有所增加。2015年7月，信贷增速有脉冲式的提升，并不是因为实体经济融资规模大幅度增加，而是商业银行为应对救市加大了对证金公司的贷款。

总体来看，2014年之后的宽松，银行信贷投放比较“克制”。政府当时的刺激政策以货币政策为主，力求降低企业的融资成本，而货币政策在短时间内没法提振总需求，在有效需求不足的情形下，商业银行信贷投放并未显著超预期。财政政策以托底经济为主，并未像2008年那样出台强的刺激计划。

图 13：2014 年—2015 年，金融机构信贷增速并未明显超预期

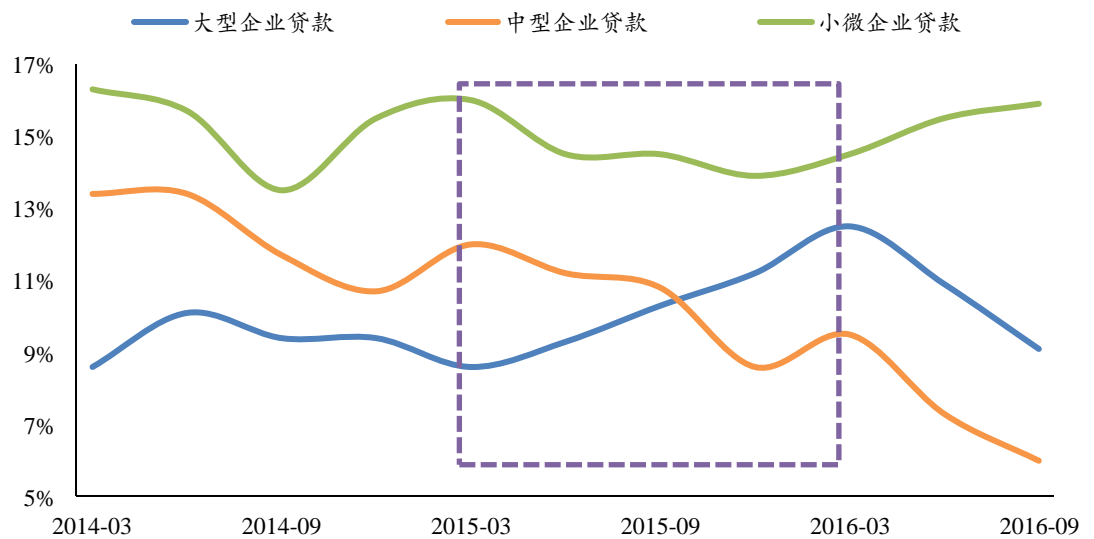


资料来源：Wind、安信证券研究中心

从信贷投向主体来看，以大型企业、国有企业为主。①2014年9月—2016年3月，大型企业贷款增速从低点8.6%回升至高点12.5%；中型企业贷款增速从高点12%回落至低点8.6%；小微企业贷款增速在15%左右震荡，大型企业充分受益于这一轮政策宽松。②从企业所有制角度来看，国企贷款与民企贷款的增速之差从2014年的6.6%上升至2016年的16.5%，民企融资相对国企来说变得更加困难。

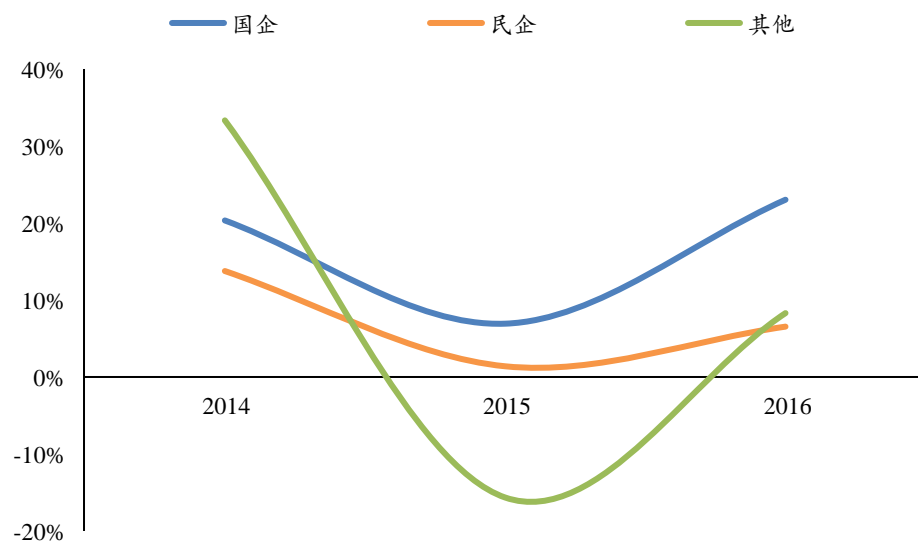
为什么以定向降准为主的货币宽松政策未能改变民企、小微的融资困境？2014年-2015年以货币政策为主的逆周期调节，降低了企业融资成本，但并未改善民企、小微融资难的困境，反而边际上有恶化的倾向。①一般来说，财政政策侧重结构调整，而货币政策偏向总量调节，对于结构性货币政策是否能起到定向调控作用的争议较大；②2014—2015年是银行中小企业贷款大规模暴发不良的阶段，多数银行对不良压力较大的行业采取非常谨慎保守的信贷投放策略，对民企、小微的放贷动力更是不足。

图 14：2014—2015 年货币政策宽松，主要金融机构大型企业贷款增速上升较快



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 15：2014 年—2015 年宽松周期，国企贷款增速快于民企

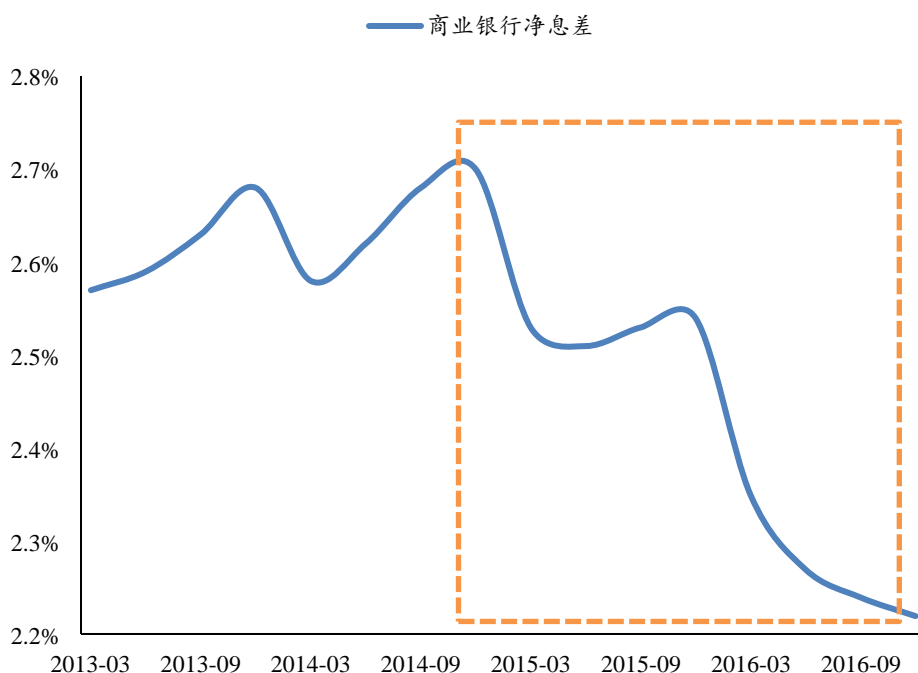


资料来源：Wind、安信证券研究中心

2.2.3. 宽松政策对银行有哪些影响？

从息差角度来看。商业银行单季净息差自 2015Q1 开始下降，至 2017Q1 才企稳，总共下行 67bp。以降低融资成本为主的降息、降准货币政策，使得银行盈利空间大幅度收窄，与此同时，信贷投放并未大规模扩张，表现为“量稳价跌”。

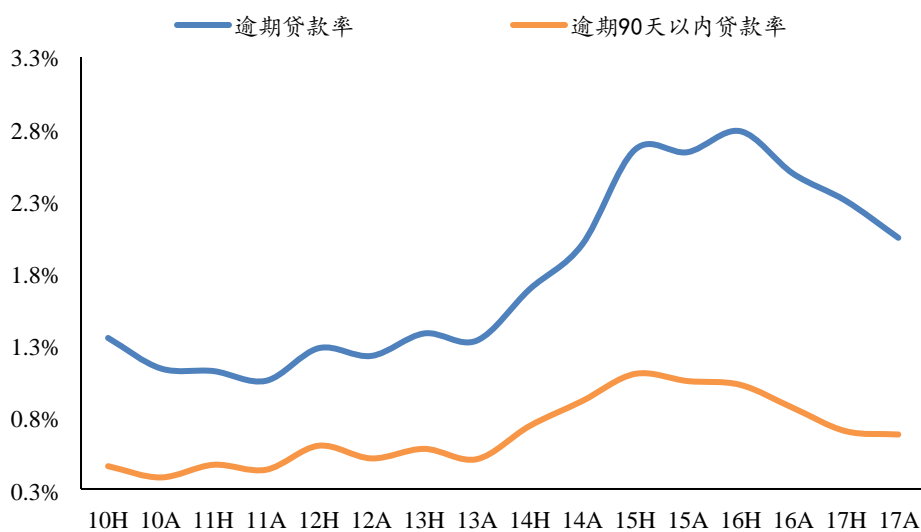
图 16: 2015 年开始, 商业银行净息差进入下行通道



资料来源: Wind、安信证券研究中心

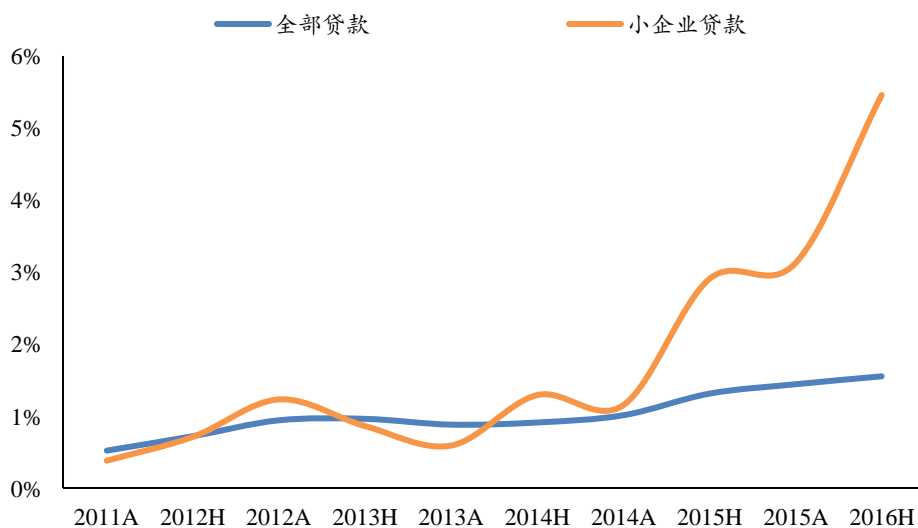
从资产质量来看。2011—2015 年, 老 16 家上市银行不良生成率快速上行, 2014 年—2015 年, 逾期率相关指标也逐步恶化。前期银行超常规信贷投放, 使得在 2014 年经济下行期逾期贷款和不良贷款加速暴露。以平安银行为例, 2014 年之后, 其上海钢贸、杭宁温民营中小企业、小微联保互保及山东两高一剩行业的问题资产陆续暴露, 不良率大幅攀升。

图 17: 2014 年—2015 年, 老 16 家上市银行逾期贷款相关指标加速上升



资料来源: 上市公司财务报告、安信证券研究中心

图 18: 平安银行全部贷款以及小企业贷款不良率走势



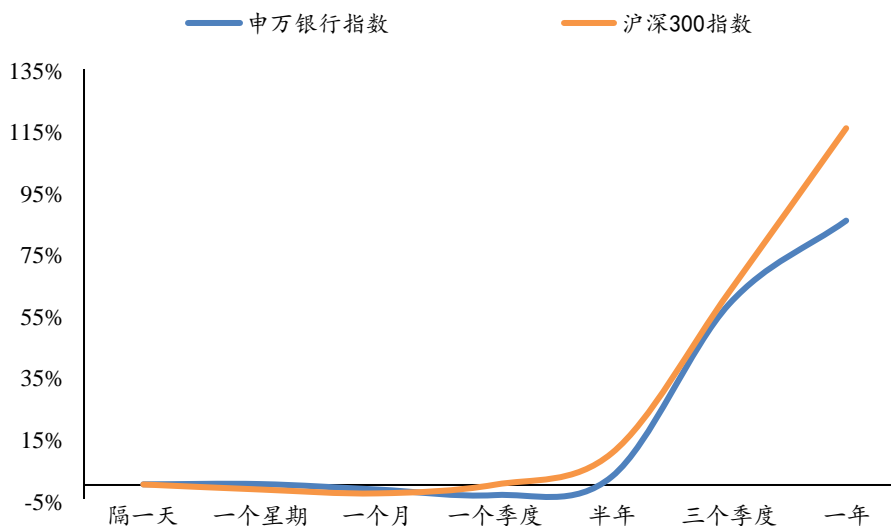
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

2.2.4. 资本市场的表现

流动性催生股票牛市。从两个角度来观察本轮宽松政策对银行股和大盘的影响:

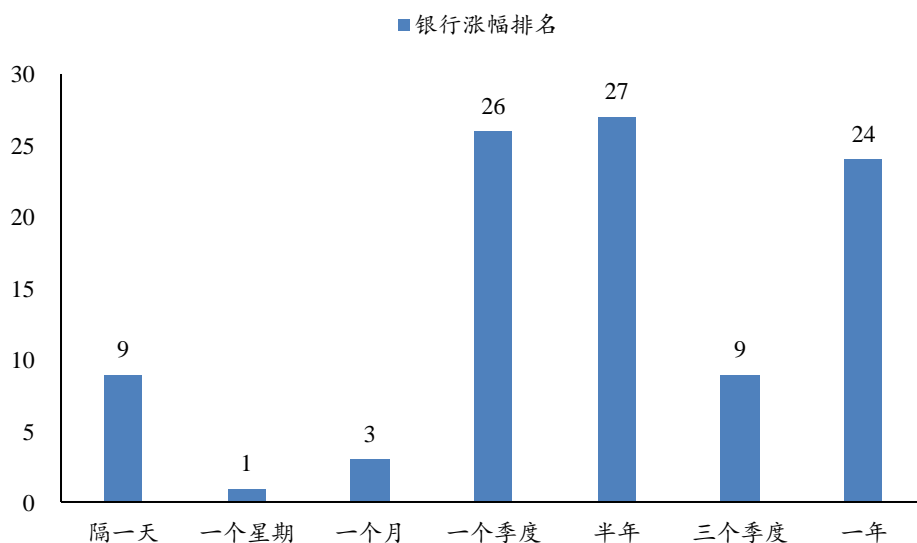
- 1) 本轮宽松政策的边际调整从 2014 年 4 月 22 日央行下调县域农商行存款准备金率开始。银行股涨跌幅在一个月內排名靠前。

图 19: 2014 年 4 月 22 日, 货币政策边际转向之后, 银行股与沪深 300 指数涨跌幅



资料来源: Wind、安信证券研究中心

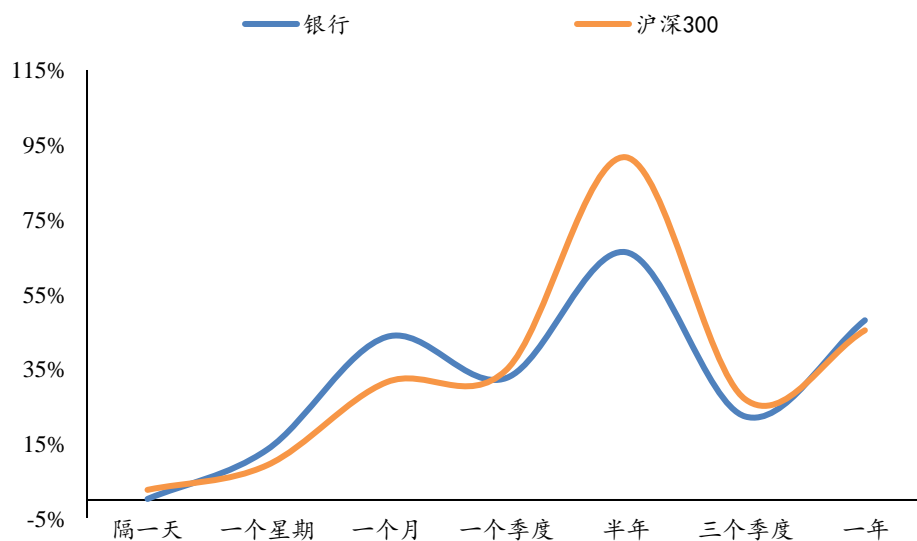
图 20: 2014 年 4 月 22 日货币政策边际转向之后, 银行股涨跌幅排名



资料来源: Wind、安信证券研究中心

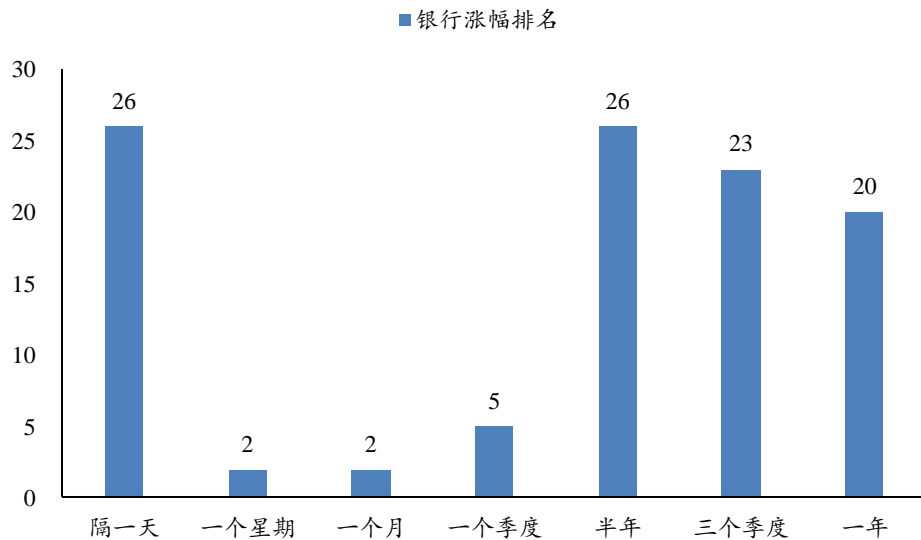
- 2) 全面宽松从当年 11 月 22 日降息开始。由于是非对称降息, 对银行短期是利空, 但接下来三个月时间内, 以银行为代表的大盘蓝筹股涨幅明显靠前。三个月之后, 市场风格发生变化, 银行股涨幅落后。

图 21: 2014 年 11 月 22 日货币政策全面宽松之后, 银行股与沪深 300 涨跌幅情况



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 22：2014 年 11 月 22 日货币政策全面宽松之后，银行股涨跌幅排名

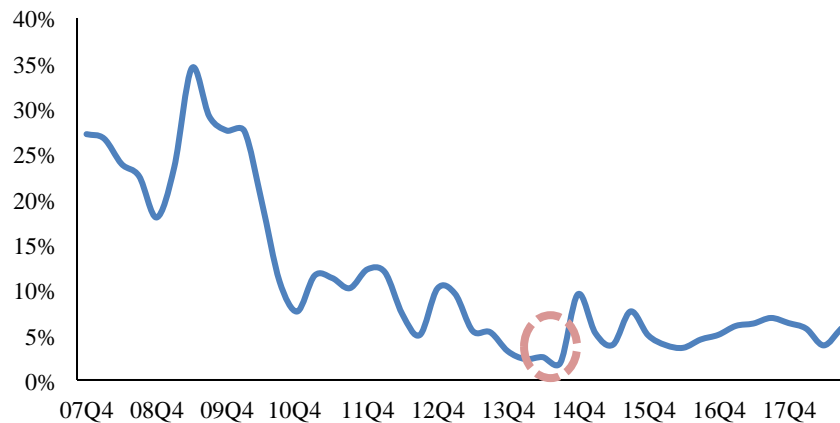


资料来源：Wind、安信证券研究中心

为什么这次银行股在货币政策转向后的短期内有较为明显的相对收益？在 2008 年那轮宽松政策中，银行股从行情开始到结束都只有绝对收益而没有超额收益，而在本次宽松政策之后，银行股有一小段时间的超额收益。从三个角度来思考这个问题：

- 1) 基本面。两轮宽松环境下，银行业息差均处于大幅下降的趋势中，且资产质量的悲观预期也比较浓，特别是 2014 年，银行逾期和不良加速上升。因此从银行业景气度来看，无法解释 2014 年为何银行股有相对收益。
- 2) 估值层面。两轮宽松政策启动时，银行股估值均处历史低位，其中第一轮宽松，银行（申万）板块 PB 估值在 2008 年 10 月 27 日达到当时的历史最低，为 1.63X；第二轮宽松，银行（申万）板块 PB 估值在 2014 年 5 月 19 日达到当时的历史最低，为 0.85X。更低的估值是获取相对收益的必要非充分条件。
- 3) 交易层面。2014 年与 2008 年明显的区别在于，2014 年三季度末，主动型基金重仓银行股市值占重仓股总市值的比重仅为 1.98%，这意味着机构几乎不持有银行股。此外，也是最重要的原因是，当时场外增量产业资金进场，先买以金融股为代表的低估值蓝筹股，直接促成了银行板块的超额收益。

图 23：主动型基金重仓银行股市值占重仓股总市值比重



资料来源：Wind、安信证券研究中心测算

2.2.5. 小结

这轮政策宽松见效比较慢。从 2014 年 4 月 22 日定向降准开始，至宏观经济企稳复苏，大致用了 20 个月，从几个关键经济指标来看：社融增速在 2015 年三季度末边际改善；PPI 在 2015 年 10 月触及这一轮经济下行周期的底部，并缓慢回暖；PMI 在 2016 年 2 月触底回升；GDP 增速在 2016 年二季度企稳。

为何政策的传导时效与 2008 年比有明显差异？主要是因为两次经济托底的措施有很大区别。从宽货币传导到宽信用需要满足两个条件：一是实体经济有融资需求；二是金融机构有资产投放的意愿。①从融资需求来看，2008 年四万亿是用大规模财政刺激创造政府部门的需求，从而带动私人部门需求回升，而 2014 年财政政策刺激力度较弱，并且边际效应在递减。②从金融机构的风险偏好来看，因为资产质量形势严峻，放贷远不如 2008 年积极。

为何金融机构不愿意放贷给民企、小微？前期政策刺激进入消化期，中小企业贷款不良压力大增，同时该阶段也是自 2007 年以来不良暴露最快的时期，在盈利能力快速下滑以及资产质量压力增大的背景下，银行给民企、小微放贷的动力不足。

2.3. 从宽货币到宽信用的思考

物极必反，否极泰来。历史给我们提供了非常好的预测未来的视角，2008 年至今我们经历的经济环境与政策变化，每一轮总有诸多的相似之处：

①2007 年下半年至 2008 年一季度，国内实行适度从紧的货币政策以及偏稳健的财政政策。在经济下行压力加大的情况下，决策层作出了非常及时的调整，从紧缩到宽松，催化剂是国际金融危机。

②2013 年两次“钱荒”，使得银行间市场资金价格、实体企业的非标融资利率大幅度上行，名义上虽是稳健的货币政策，但市场从业人员与企业感受到的确是大幅紧缩的货币金融环境。从 2013 年的“紧缩”到 2014 年的“宽松”，催化剂是经济下行压力加大、中小微企业融资出现困难。

而每一轮政策紧缩，对民企、小微的负面影响均较大。①首先体现在融资可得性变差。2010 年政府决定退出宽松政策，逐步收紧信贷供给，但具有软约束的城投和地产企业依然占用了大部分的银行新增信贷资源，这实际上对中小民营企业信贷融资有一定的挤出效应。为保证企业生产经营，中小民营企业开始寻求影子银行融资，包括金融机构表外理财、民间借贷、民企与国企之间的委托贷款等，融资链条逐渐变长。到 2013 年，央行为了防范影子银行风险，希望通过提升金融市场利率来减少机构之间的套利行为，从而达到“去杠杆”的目的，但最终却致使通过表外融资的这部分企业主体融资可得性变差；②其次融资成本上升。融资可得

性变差的直接结果体现为利率上升，这也就是 2014 年决策层一直强调降低企业特别是小微企业融资成本的政策背景。我们认为，相较于融资贵，融资难的问题是更不容易解决的，融资难本质上是信用环境的恶化，2014—2015 年连续降息、降准使得企业融资成本下降，但民企、小微的融资困境却并未得到根本性的改善。

每一轮从紧缩到宽松，政府部门均起到了关键的作用。虽然经济在下行时期具有内生修复功能，但通缩预期持续容易使经济陷入长期衰退，政府部门的作用在于扭转悲观预期。可问题在于政府部门驱动经济增长的效率比较低，边际效应也是递减的。所以在经济平稳时期，政府应致力于在体制机制上激发企业与个人的活力。

3. 这次会不一样吗

3.1. 本轮宽松政策的由来

信用紧缩致企业融资出现困境，民企问题尤为突出。从政策脉络来看，2017 年 7 月，全国金融工作会议重点强调要把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置僵尸企业工作，表明政策重心从金融去杠杆边际转向实体领域的去杠杆；2017 年年底，政治局会议进一步明确：防范化解重大风险要使宏观杠杆率得到有效控制。

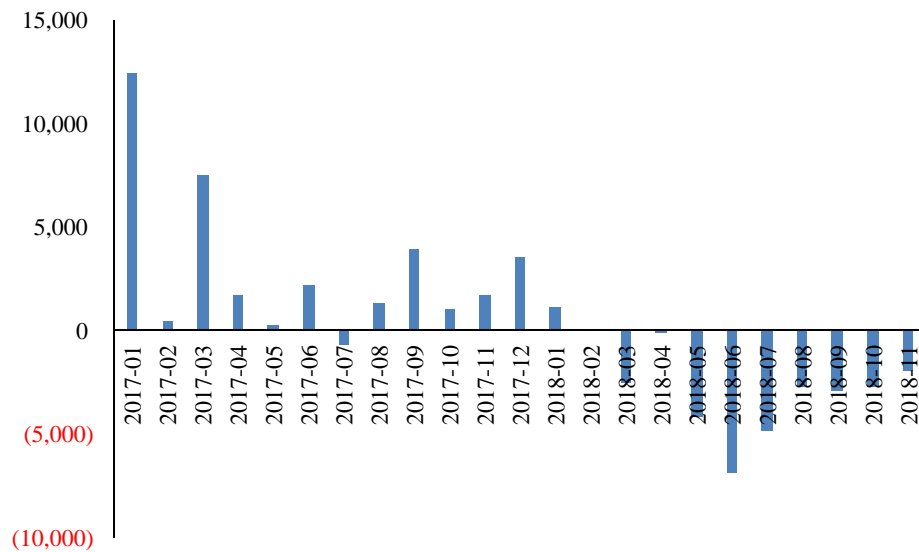
在政策层面体现为对影子银行、地方政府隐性债务的治理，资管新规、规范银信合作业务、委贷新规、规范地方政府及国有企业投融资行为等政策在 2018 年上半年陆续出台；而这些政策最终落实到微观层面，则体现为企业现金流变得异常紧张，其中尤以民企的问题最为突出，具体来看：

- 1) **地方国企融资首先受到冲击。**本轮去杠杆的核心之一在于治理地方政府隐性债务，而国企降杠杆成为重中之重。①从资金供给端看，2018 年年初，财政部 23 号文要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；②从资金渠道端看，2018 年 4 月，资管新规正式稿限制表外理财非标投资期限错配，使得以往非标融资主体——地方政府融资平台资金链开始紧张。这是以去杠杆为核心的信用紧缩对实体经济带来的第一重影响。
- 2) **民企融资渠道受阻，并且受到的影响最大。**民企融资渠道分为信贷、债券、股票、广义影子银行（此处将除了银行表内信贷、债券、股票之外的其他融资渠道统称为广义影子银行）。①其中信贷渠道受到金融机构风险偏好降低以及资本金约束下放贷意愿不强的影响。截至 2018 年 11 月，民企贷款余额同比增长仅 5% 多一点，而金融机构人民币贷款余额同比增长 12.6%；②债券与股票渠道历来不是民企的主要融资方式，在 2018 年的大环境下，也显得格外艰难。

对民企影响较大的是广义影子银行的治理。这其中包括两个方面：①民企通过非标融资受到资管新规的限制；②国企通过金融机构向民企发放委托贷款、信托贷款，受到国企融资困难和监管趋严的影响，资金来源和渠道受阻。相关研究文献表明，我国中小民营企业有 19.1% 的融资是通过自有资金、银行信贷、债券以及股票以外的其他融资方式取得的，在 2018 年以来表外非标、P2P、民间借贷等广义影子银行受到严格监管的背景下，民企融资难问题变得更加突出。这是以去杠杆为核心的信用紧缩对实体经济带来的第二重影响。

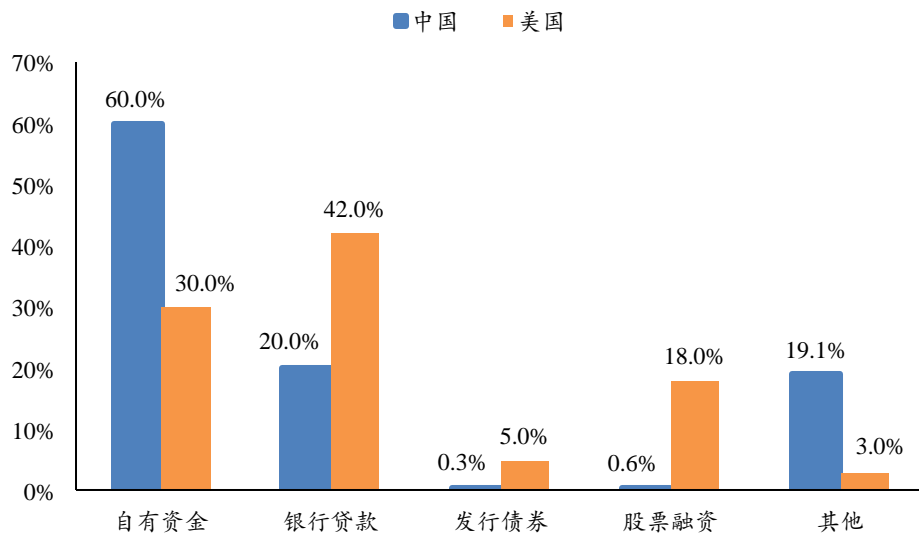
因此，我们认为此次民企、小微融资难的根源是对表外融资的严监管，进而“传染”至银行表内渠道。

图 24：2018 年以来，当月新增信托、委托、未贴现票据合计规模，单位：亿元



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 25：中美中小企业融资渠道分解（2015 年数据）



资料来源：李学峰. 金融产权设计对解决投融资问题的效应[J]. 产权导刊, 2016(11), 安信证券研究中心

信用紧缩致经济下行压力加大，政策边际放松加强逆周期调节。一切紧缩的措施最终均会反映为企业融资困难。2018 年上半年，是在货币相对稳健中性环境下，实体经济信用出现问题，企业现金流极度紧张，总需求有下滑的苗头；虽然 2018 年下半年流动性合理充裕，严监管政策边际放松（未全面放松），但企业信用环境修复缓慢，经济下行压力有所加大。

图 26：政治局会议以及中央经济工作会议对经济形势的研判在 2018 年中发生边际变化



资料来源：政治局会议官网、安信证券研究中心

3.2. 近期政策有何变化

政策变化的方式是加大逆周期调节，目标是稳定总需求。从以下几个维度来看：

- 1) **货币政策从 2018 年上半年的“稳健中性”，变为目前的“松紧适度”。**央行 2018 年四次降准以及 2019 年年初全面降准，为实体经济释放流动性；通过 TMLF、再贷款、再贴现等政策鼓励银行将信贷投向民企、小微。
- 2) **财政政策从 2018 年上半年的“偏稳健”，变为目前的“积极”。**2018 年上半年地方债发行量较少，财政支出偏慢，下半年地方政府债券发行明显加快。2019 年，积极的财政政策有望加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。
- 3) **信贷政策边际放松，修复民企融资渠道。**2018 年下半年，央行鼓励金融机构设立民营企业债券融资支持工具，稳定和促进民营企业债券融资；银保监会窗口指导银行加大对民企、小微的信贷投放力度。
- 4) **去杠杆政策有微调。**2018 年上半年的主基调是去杠杆，2018 年下半年调整至稳杠杆，并侧重于结构性去杠杆，节奏和力度更加温和。2018 年 7 月 20 日，央行出台对资管新规的补充通知，进一步明确：过渡期内，金融机构可以发行老产品投资新资产；公募资产管理产品可以适当投资非标准化债权类资产。对前期过紧的表外监管政策有适当松动。

4. 总结

将 2018 年下半年至 2019 年宏观经济所面临的问题与历史相比，我们认为更像 2014 年，主要体现在：小微与民企融资难、融资贵问题突出；政策导向以逆周期调节为主，相对较为克制。

但目前面临的内外部环境相较于 2014 年更加复杂。从内部环境来看，宏观杠杆率前几年上升速度过快，积累的问题较多，需要时间与空间去缓释各种风险，居民部门、企业部门再度加杠杆的边际动能与 2014 年相比明显偏弱；从外部环境来看，中美贸易摩擦悬而未决，外部需求在 2019 年面临较大的不确定性。

从宽信用的传导情况来看，当下面临的困境在于：

就表内信贷而言，银行贷款投放面临的制约因素较多，譬如受到资本、流动性、利率等多重约束。但这些都并非主要矛盾，问题的症结在于怎么才能让银行心甘情愿地提升风险偏好。在经济预期出现向上拐点之间，我们认为银行虽然会在政策的激励下适度加大信贷投放力度，但仍会像 2014 年那样维持相对审慎和克制的风险偏好，不太会有显著超预期的信贷投放；

就表外融资而言，几乎所有的资金渠道均受到较为严格的监管，这也是目前民企融资难的最主要原因。表外融资受阻，除了资管新规的直接影响，更为根本的原因在于整个影子银行生态体系处在“灾后重建期”。未来修复的难点，是如何在保证依法合规经营的前提下，逐渐恢复影子银行的融资功能。可行的措施包括：适当延长资管新规过渡期、对理财子公司投资非标的可操作性进一步作出优化等。

与历史经验相对比，我们认为本轮宽松政策下，银行对民企与小微的支持将更多是在政策引导与风险偏好之间找寻平衡点，不会明显偏向任何一方。而对于当前宽信用落地效果不佳的情况，政策的重心可能不仅局限于银行表内信贷，还有易纲行长说的“三支箭”里的其他两支——债券、股权，以及我们认为比较关键的，如何适度修复和接续影子银行的融资功能。

风险提示：经济失速下行，资产质量显著恶化

■ 行业评级体系

收益评级:

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;
- 同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;
- 落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034