

# 调整去杠杆政策才能实现宽信用 ——银行业月度报告（2019年1月）

■ 一刀切去杠杆导致信用载体萎缩，要调整为结构性去杠杆并叠加对冲政策才能实现宽信用。2018年下半年以来社融增速依然持续下滑，显示宽货币难以传导到宽信用，其症结就在于前期的去杠杆政策导致了主要的信用载体全面萎缩。一是紧货币政策抬升全社会融资成本；二是全面清理影子银行误伤实体经济融资渠道；三是政府全面去隐性杠杆却没有对冲加显性杠杆；四是房地产载体受政策调控，信用创造能力被抑制。货币政策不能解决信用荒问题，必须调整一刀切去杠杆的做法，采取结构性并且有对冲的去杠杆政策，才能实现信用扩张。建议如下：1、进一步压低市场利率，用宽货币来对冲结构性去杠杆；2、政府要加显性杠杆来对冲去隐性杠杆；3、从量着手，扩张房地产信用载体；4、允许民企进入高利润而被国企垄断的行业；5、政策性担保扶持商业信用。

李关政，行业研究员

☎：0755-83078085

✉：lgzh8202@cmbchina.com

吴峰桥，博士后研究员

☎：0755-83166839

✉：wufqiao@cmbchina.com

杨荣成，行业研究员

☎：0755-82901273

✉：yangrongcheng@cmbchina.com

成骏，行业研究员

☎：0755-83169269

✉：chengjun@cmbchina.com



## 目录

一、调整去杠杆政策才能实现宽信用.....	1
1.1 信用载体：社会信用创造的基础.....	1
1.2 一刀切去杠杆导致信用载体全面收缩.....	2
1.3 调整去杠杆政策，修复和扩张信用载体.....	4



## 图目录

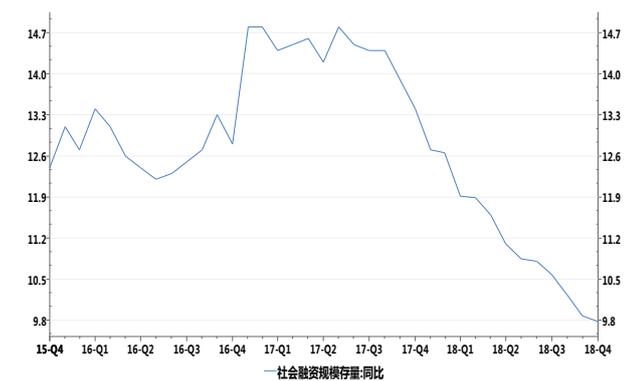
图 1：社融增速下滑趋势未改.....	1
图 2：表外融资和股票融资持续滑落.....	1
图 3：紧货币导致社会融资成本大幅上升.....	2
图 4：中央和地方政府债券发行规模.....	3
图 5：政府目标财政赤字率.....	5



## 一、调整去杠杆政策才能实现宽信用

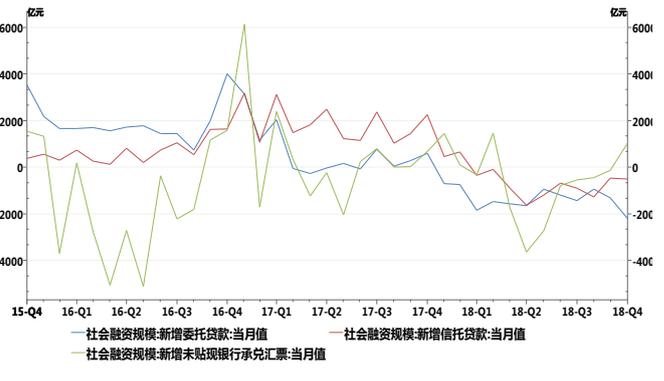
央行在1月15日发布2018年12月金融数据，可以看到2018年社会融资总量增速持续下滑。2018年10-12月社融存量分别同比增长10.2%、9.9%、9.8%，维持自2017年8月以来的下滑态势；2018年当年新增社融规模19.3万亿，同比负增长14%。社融增速的持续下滑显示全社会信用紧缩的态势依然没有扭转，结构上则主要是表内信贷扩张难以填补表外融资收缩的缺口。2018年虽然银行表内信贷显著放量，但是表外融资出现了大幅萎缩，委托、信托、未贴现银行承兑汇票累计减少约3万亿元；8月末商业银行表外理财产品规模较上年末减少7.2万亿元，资管规模较上年末减少1.3万亿元。

图1：社融增速下滑趋势未改



资料来源：Wind，招商银行研究院

图2：表外融资和股票融资持续滑落



资料来源：Wind，招商银行研究院

央行其实从2018年的第二季度就开始放松银行信贷额度，鼓励多投放；然后多次降准释放长期流动性；但是全年来看宽货币依然没能传导到宽信用。货币政策传导不畅的症结何在？又该如何破解？从银行自身来看是风险偏好下降的问题，似乎无解；但是从银行信用扩张所依赖的载体来看，就可以发现症结在于前期的去杠杆政策导致了主要的信用载体都是萎缩的，所以破除货币政策传导瓶颈的关键在于调整前期的一刀切去杠杆政策，修复和扩张信用载体。

### 1.1 信用载体：社会信用创造的基础

银行的每一笔信用资产投放，都要求授信对象具备相应的信用水平。而能够体现某一主体的信用水平的载体我们可以称之为信用载体，主要有以下几种：1、政府信用，基本代表零信用风险，拥有政府信用的主体包括中央政府和地方政府，还有城投公司、国企背后也关联着隐性政府信用。2、商业信用，本质上

是企业或者个人经营体的未来现金流贴现，存在于绝大多数企业融资业务。3、个人消费信用，本质上是个人的工资等稳定性收入的现金流贴现。主要适用于个人按揭、信用卡、消费贷等消费性金融业务。如果是个人的经营性收入，则属于上面商业信用的范畴。4、房地产，主要以押品的形式存在，大部分的银行信贷都依赖于房地产抵押。5、上市公司股权。这个信用载体比较特殊，主要存在于上市公司股权质押业务。

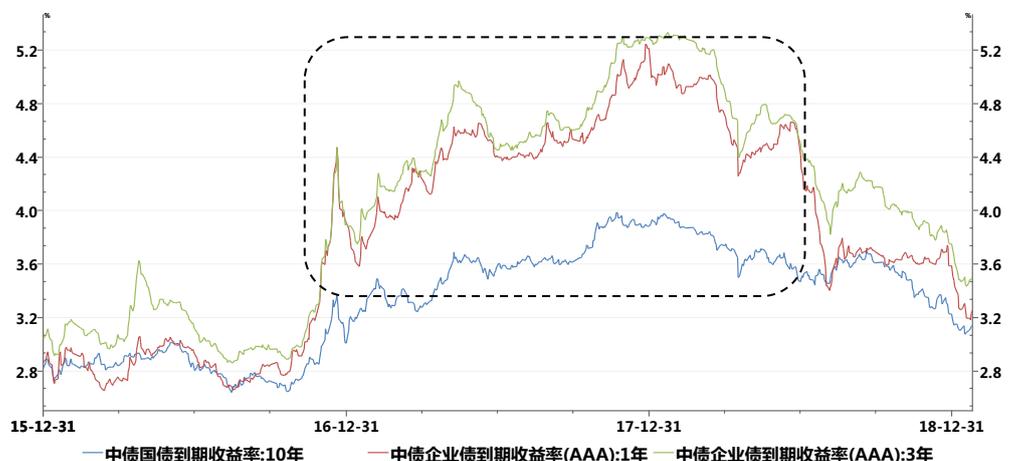
银行就是基于对信用载体的评估来衡量授信对象的偿债能力，从而确定愿意给予的授信额度。所以信用载体相当于是银行将货币资产转化为信用资产的桥梁，是整个社会信用创造的基础。当前货币政策传导不畅的关键原因就是上述信用载体的收缩；而信用载体的收缩是前期一刀切去杠杆政策导致的。

## 1.2 一刀切去杠杆导致信用载体全面收缩

政府从 2016 年底开始，出台了一系列去杠杆的政策措施以防控债务风险，但是由于多头发力而且采取简单一刀切的方式，导致了所有的部门都面临融资收紧的压力，不该去杠杆的部门也出现了被动去杠杆。几大信用载体在去杠杆政策下出现了全面收缩的情况：

1、紧货币政策抬升全社会融资成本。按照政策思路，去杠杆要以紧货币为基础，所以央行从 2016 年年底开始收紧货币市场流动性，抬高市场利率。紧货币的目标是针对影子银行常用的期限错配策略，通过抬高资金成本来打击资金空转。该策略是正确的，但副作用很大，因为市场利率上升是牵一发而动全身，银行整体资金成本、国债、企业债的发行成本都全部被动提高了。

图 3：紧货币导致社会融资成本大幅上升

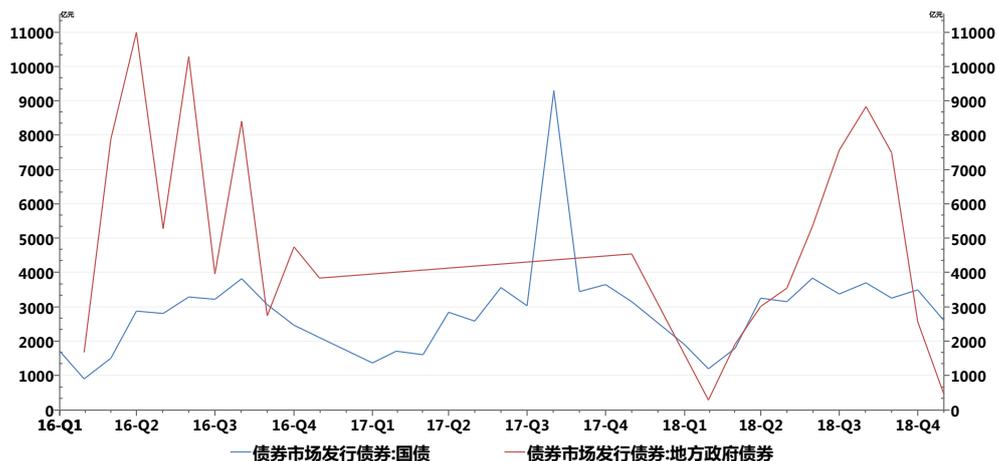


资料来源：wind，招商银行研究院

2、全面清理影子银行误伤实体经济融资渠道。金融去杠杆的主要监管措施就是清理影子银行，包括将表外理财和大量存单纳入MPA考核，监管出台整顿非标、同业、通道业务的系列新政、“四三三三”检查以及颁布资管新规、理财新规等。这些政策直接砍断了银行资金与政府信用和房地产两大信用载体之间的重要渠道——影子银行，同时还回收了银行理财、同业资金。政策的本意是防止资金空转，驱动金融脱虚向实，但事实上已经有大量的实体企业在受到信贷歧视的情况下也借助表外非标、股权质押等渠道进行融资。所以清理影子银行也导致民企融资都受到了冲击。综合来看，清理影子银行的政策显著压缩了政府信用、房地产、商业信用和企业股权四大信用载体。

3、政府全面去隐性杠杆，没有对冲加显性杠杆。在地方政府隐性债务高企的情况下，中央整肃地方的财政纪律，推行债务终身问责制，地方投融资明显收紧。清查隐性债务、规范投融资、清理PPP等系列措施，本质上就是划清城投企业和地方政府之间的界限，把城投公司的信用载体从隐性的政府信用降为商业信用。虽然地方政府隐性债务还缺乏官方统计数据，市场普遍估计超过20万亿元。这部分信用载体的降级必然导致融资规模的大幅萎缩，如果要保持全社会信用扩张能力，就需要央地两级政府增加显性杠杆来进行对冲。但是中央和地方政府在2017、2018两年都没有显著增加债券发行规模。

图4：中央和地方政府债券发行规模



资料来源：wind，招商银行研究院

4、房地产载体受政策调控，信用创造能力被抑制。本轮房地产调控号称史上最严，还出台了限售限离等多项新的措施。调控政策对房地产信用载体的影响体现在价和量两个方面。房价在高压之下已经转头向下，但是尚未明显影响到作为押品的价值；量的方面影响就比较大，一是银行面向个人的按揭贷款提高了首付比例；二是银行对房地产开发企业的融资显著收紧，在白名单以外的

房企即便持有土地或者房产也很难从银行获得贷款。所以，虽然 2017、2018 年的土地购置面积都还是保持正增长，但是进入市场的这些土地作为信用载体的融资支持能力是下降的。

综上所述，几大主要的信用载体都受到了一刀切去杠杆政策的挤压。虽然货币政策在 2018 年下半年出现了较大幅度的转向，但是前期的去杠杆政策导致主要信用载体都还是处于收缩态势。在隐性政府信用被剥离、房价由涨转跌、商业信用萎缩（经济不景气、地方政商关系未修复、企业家信心受损）、股权质押爆仓的背景下，银行即便持有大量货币也找不到足够的信用载体来转化成信用资产，当然无法顺利进行信用扩张。这是宽货币无法传导到宽信用的关键所在。

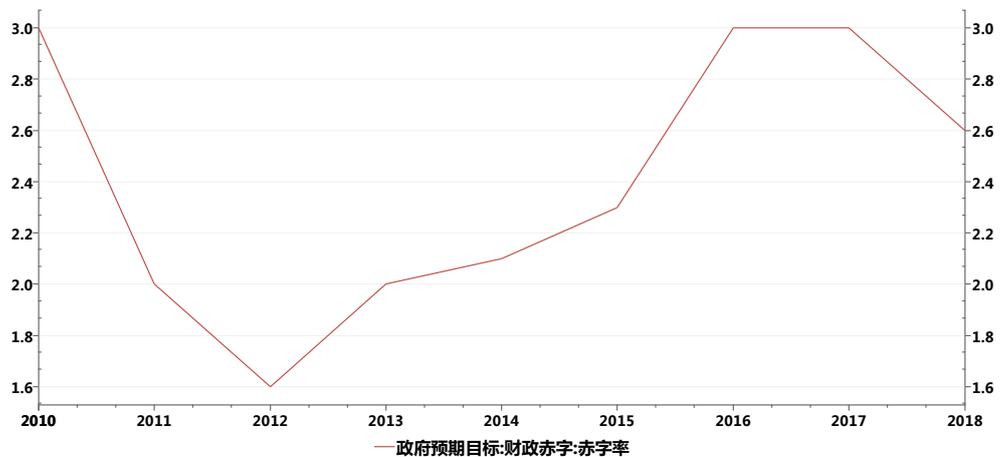
### 1.3 实施结构性去杠杆叠加对冲政策，修复和扩张信用载体

政府已经针对货币传导不畅的问题实施了系列对策，但是从信用载体的视角来看依然不足以化解信用荒。比如监管部门鼓励和敦促银行支持民营经济和小微，本质上是要求银行大幅降低自身的信用门槛，来迎合企业孱弱、缺损的商业信用。下指标、派任务的行政方法固然行不通；如果只有优化激励机制而没有修补企业的商业信用，必然不可持续，很可能会重蹈 2012 年-2013 年小微业务的覆辙。要想实现有效的信用扩张，必须有针对性地调整前期的一刀切去杠杆的做法，采取结构性、精准的去杠杆政策，并且叠加足够的对冲政策。

**1、进一步压低市场利率，用宽货币来对冲结构性去杠杆。**全面去杠杆需要紧货币，但是结构性去杠杆则未必。事实上，我国当前存在的高杠杆问题，根本的驱动力都不是融资成本低，而是地方政府的预算软约束。所以结构性去杠杆的措施应该是针对需要去杠杆的部门，实施定向的融资限制，并不必然要以紧货币为基础。比如 2013 年以前银监会严格限制对地方平台的贷款，就不依赖于紧货币环境。在当前经济下行压力大、社会融资成本高的情况下，更有必要用低利率来刺激实体经济的融资需求，以对冲结构性去杠杆的影响。当前的 10 年期国债收益率在 3.2% 左右，距离 2016 年的低点还有 40BPs 左右的空间。

**2、政府要加显性杠杆来对冲去隐性杠杆。**中国的政府信用分为显性信用和隐性信用两部分，去杠杆政策正在剥离地方城投的隐性政府信用，而显性信用就需要加杠杆来实现总量对冲。但是财政赤字在 2018 年不增反降，所以政府信用整体都是收缩的。在结构性去杠杆思路下，应该提高财政赤字率水平，维持政府总体信用规模。

图 5：政府目标财政赤字率



资料来源: wind, 招商银行研究院

**3、从量着手，扩张房地产信用载体。** 房地产作为实体经济最重要的信用载体，其实仍有很大的扩张空间。首先，在“房住不炒”的原则下，不能够为了稳经济而放任房价上涨；但是需要防范调控政策矫枉过正，因为房价大幅下跌导致房地产信用受到严重伤害。从信用载体的角度，房地产对于宏观经济的作用不仅仅是可以拉动多个相关产业的支柱型产业，也不仅仅是地方政府预算外收入的重要来源，同时还是全社会信用扩张的重要基石。所以房地产在产业、财政、金融三个维度都对宏观经济的稳定起到至关重要的作用。房地产的大起大落，就必然导致经济的大起大落。只有坚持“房住不炒”，维持房价的稳定，才有可能保证宏观经济的稳定。所以扩张房地产的信用能力不能依靠价格，而只能从“量”着手。其实我国还有大量的土地资源因为制度问题而不附着有信用功能，只要破除制度障碍，就可以到银行进行抵押获得融资。建议加快推动集体用地入市、实现农村用地的流转，把大量未能进入信用体系的房地产资源，通过土地制度的改革实现商品化。这些新进入流通市场的土地就可以有效扩张房地产信用载体。

**4、允许民企进入高利润而被国企垄断的行业。** 企业的投资回报率受需求不振的影响而持续下滑，这是商业信用不足的根本原因。但是中国经济还存在很多高利润的行政垄断行业是民企难以进入的，比如烟草、电信、电力、石油化工、高速公路等。这些行业缺乏市场化竞争而享受超额利润，却给其他行业造成了高成本。高利润行业的投资具有很高的商业信用属性，自然会吸引银行信贷。所以放开这些行业的准入限制这才是刺激民间投资的最有效手段，也是修复商业信用的最直接方法。



5、**政策性担保扶持商业信用**。银行在当前环境下支持民营经济和小微企业，最大的瓶颈不是内部激励问题，而是商业信用的缺损和不足。政策性担保可以迅速为中小企业增信，修复商业信用载体，是当前应该重点着力的政策方向。

## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有。保留一切权利。

## 招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号  
或一事通信息总汇