

金融去杠杆、银行业资产负债调整与社会融资成本

王彬

【摘要】 2017 开始的一系列金融强监管政策从根本上改变了金融机构表内外资产负债扩张的模式。通过金融杠杆做大表内外资产、配置非标与债券等有价值证券以增厚收益的盈利模式已经基本结束。监管压力下资金供给端快速收缩对融资成本短期内抬升起到了主导作用。我国经济领域正处在一系列深化改革的攻坚阶段，经济 L 型走势在一段时期内仍将会延续，经济基本面将最终决定融资需求与融资成本走势。社会融资成本方面，企业信贷供需状况改善，当前银行资金偏好配置信贷资产，相比债券与非标，信贷融资成本上移幅度有限，拨备率下调与银行补充资本利好表内融资特别是信贷条件改善；债券融资供给今年将逐渐修复，债券配置需求面临资金压力，企业债券供需紧张格局未变，融资成本仍将处于高位，难有下降；表外融资继续受监管打压，非标融资成本持续上行，尤其是资产质量较差、限制性投资领域的非标融资。

【关键词】 宏观经济，金融去杠杆，银行，社会融资成本

【文章编号】 IMI Working Paper No. 1814



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网
<http://www.imi.org.cn/>



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn

金融去杠杆、银行业资产负债调整与社会 融资成本

王彬

【摘要】2017 开始的一系列金融强监管政策从根本上改变了金融机构表内外资产负债扩张的模式。通过金融杠杆做大表内外资产、配置非标与债券等有价值证券以增厚收益的盈利模式已经基本结束。监管压力下资金供给端快速收缩对融资成本短期内抬升起到了主导作用。我国经济领域正处在一系列深化改革的攻坚阶段，经济 L 型走势在一段时期内仍将会延续，经济基本面将最终决定融资需求与融资成本走势。社会融资成本方面，企业信贷供需状况改善，当前银行资金偏好配置信贷资产，相比债券与非标，信贷融资成本上移幅度有限，拨备率下调与银行补充资本利好表内融资特别是信贷条件改善；债券融资供给今年将逐渐修复，债券配置需求面临资金压力，企业债券供需紧张格局未变，融资成本仍将处于高位，难有下降；表外融资继续受监管打压，非标融资成本持续上行，尤其是资产质量较差、限制性投资领域的非标融资。

【关键词】宏观经济，金融去杠杆，银行，社会融资成本

一、金融去杠杆与银行表内外资产负债的调整

金融体系本身就具有高杠杆、高负债经营的特点。一段时期以来，过度的金融创新推动金融体系杠杆率持续攀升，无论是银行还是非银金融机构资产扩张速度明显加快，表外影子银行体系也迅速膨胀，金融业增加值与 GDP 的比例一度超过了英美等传统金融发达国家。金融体系过度加杠杆产生了一系列问题，加剧了金融风险和金融体系的不稳定。

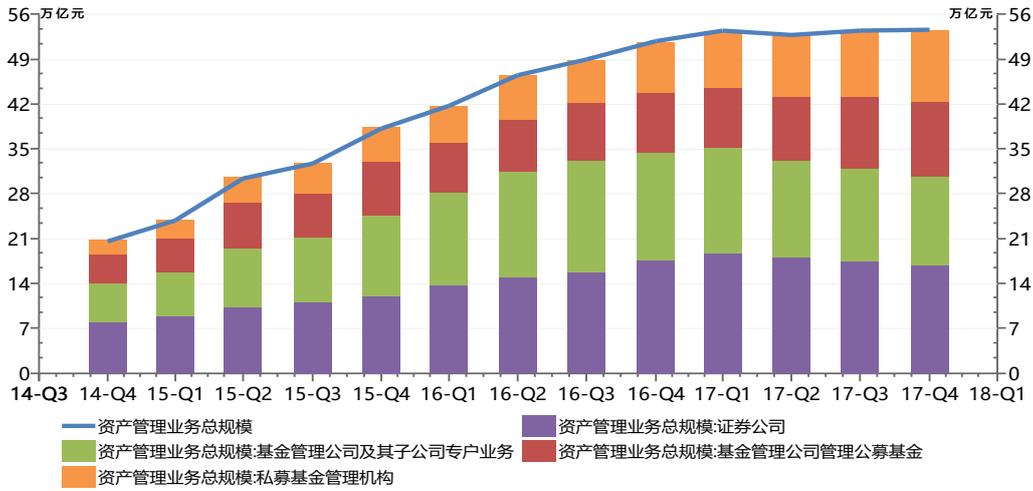
2017 年 4 月，中央政治局集体学习“维护国家金融安全”，把维护金融安全作为治国理政的一件大事，提出 6 大任务：深化金融改革、加强金融监管、采取措施处置风险点、为实体经济发展创造良好金融环境、提高领导干部金融工作能力、加强党对金融工作的领导。随后的第五次金融工作会议提出强化金融监管，设立国务院金融稳定委员会，开始了从鼓励金融创新到强化金融监管的金融政策转变。2017 年 10 月，十九大报告对金融发展重新定位。年末的中央经济工作会议提出三大攻坚战，其中金融防风险居于首位。

2017 开始的一系列金融强监管政策从根本上改变了金融机构表内外资产负债扩张的模式。2017 年金融风险整治的重点在于银行体系，尤其银行同业、表外理财和资管业务等风险点突出的领域更是重中之重，自 2017 年 4 月起，银监会发布一系列监管文件整治“三套利、三违反、四不当、十乱象”，掀起一场监管风暴。2017 年初的宏观审慎管理 MPA 考核更为严格，表外理财纳入广义信贷，此后三季度又宣布取消 1 年期以上同业存单，2018 年一季度将同业存单纳入同业负债，限制中小银行过度加杠杆，由此 MPA 系统性地对银行表内外资产和负债端进行了规模与结构上的约束。此外，大资管新规征求意见稿又专门对影子银行存在的刚性兑付、期限错配、多层嵌套问题进行了严格规范，重塑银行业资产管理业务，这对表外理财的增长与资产配置策略都产生了深远影响。

1.1 影子银行资产规模增速显著放缓

受到 MPA 考核与资管新规的影响，以银行表外理财为代表的影子银行扩张速度从之前的 40% 急剧下降至 2017 年的 2% 左右。我国当前资产管理总规模大约 60 万亿，其中银行理财资管规模在 30 万亿左右，占到一半。2017 年银行理财增速下降的主要因素是银行同业专属理财降幅明显，达到 2.7 万亿，其次是机构客户理财，降幅在 1 万亿左右，但私人银行客户理财、一般个人客户理财分别增长 1.2 万亿和 2 万亿。这反映出金融去杠杆压缩中小银行同业负债过度扩张，由此对银行同业理财增长形成抑制。此外，机构客户理财规模下降也与当前非金融机构面临的外部融资条件趋紧、投资与经营需求挤占自有资金有一定关系。预计未来银行理财产品打破刚性兑付、实施净值化管理后，之前银行理财高速扩张的逻辑不再，表内结构化存款将会对理财产品形成分流和部分替代，未来银行理财增长将持续放缓，表外影子银行规模也将随之减速。

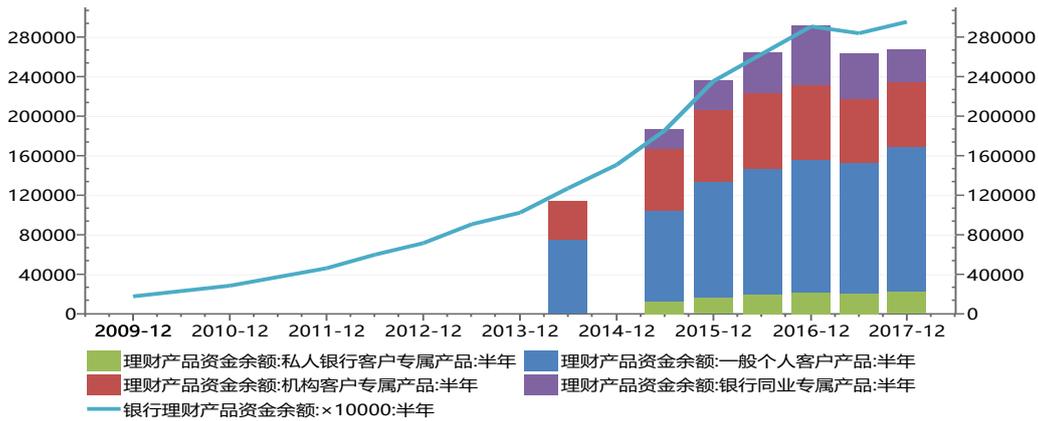
图 1：资产管理规模增速



数据来源：Wind

资料来源：BIS, Wind, 工行投行研究中心

图 2：银行理财规模增速



数据来源：Wind

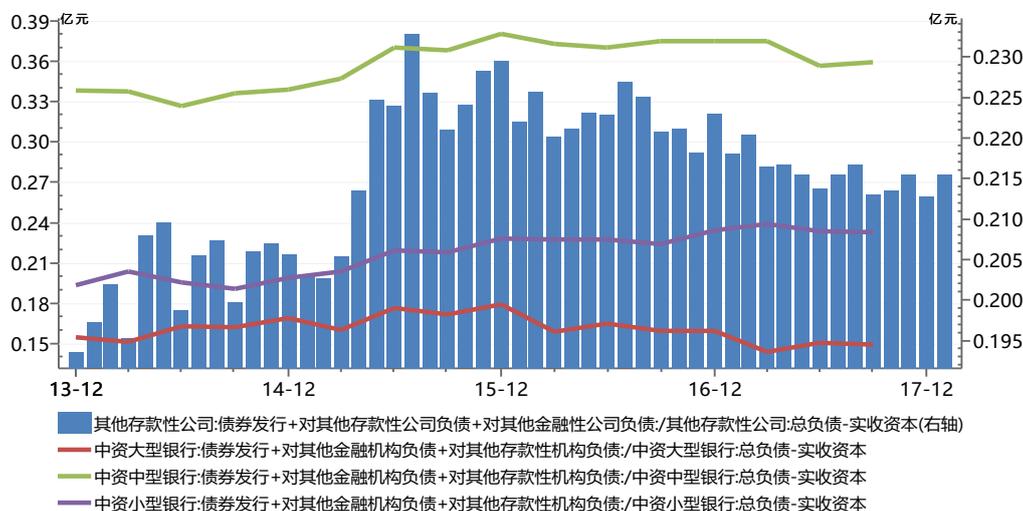
资料来源：BIS, Wind, 工行投行研究中心

1.2 同业去杠杆约束表内同业负债扩张

一段时期以来，同业业务高速扩张是部分银行尤其是部分中小银行扩张表内资产负债规模的利器。同业负债主要包括同业拆入、同业存放、卖出回购等。随着监管政策的打压，同业负债的扩张科目和同业合作形式也不断变换，从最初的银银合作到后来的银行与其他金融机构合作，包括信托、保险、券商资管和基金子公司等。部分中小银行通过提高同业负债在总负债的比例来弥补其在传统负债上的竞争劣势。一些地方银行积极扩张同业负债不仅可以做大规模，还可以通过对接同业投资绕开狭义信贷规模和投放领域限制。2014 年一行三会和外管局发布《关于规范金融机构同业业务的通知》（127 号文）后，由于当时同业存单不计入同业负债，因此快速成为部分银行加杠杆的重要渠道。2018 年一季度宏观审慎管理开始

将同业存单纳入同业负债，由于股份制银行同业负债占比最高，同业业务收缩对其资产规模影响最大，2017年四季度股份制银行资产增速已降至国有大行以下。

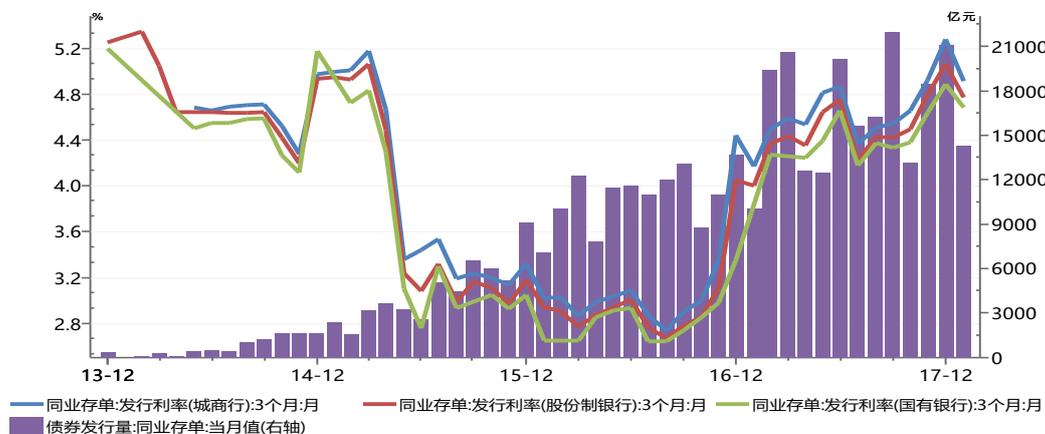
图 3：同业负债占银行总负债的比例



数据来源：Wind

资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

图 4：同业存单发行与同业存单利率



数据来源：Wind

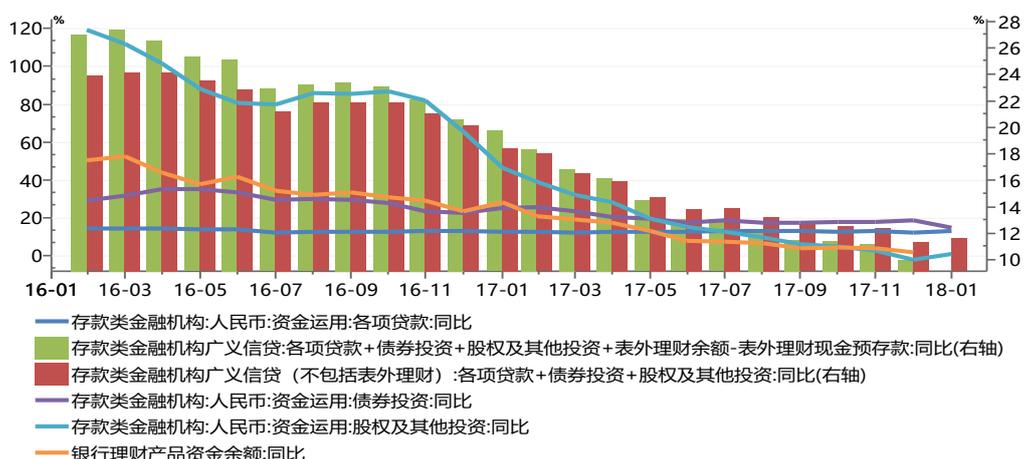
资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

1.3 广义信贷增速显著回落，结构分化明显

MPA 考核的核心指标是银行的广义信贷增速。这里面包含了两个层面的约束指标，一是通过宏观审慎资本充足率来约束广义信贷增速（我国目前尚未要求追加总损失吸收资本，TLAC）。按照宏观审慎资本充足率计算公式，银行的广义信贷增速每超过 GDP 增速目标与 CPI 目标之和一个百分点，对资本充足率的要求会增 0.4%-0.8%，这对银行广义信贷的扩张是一个强约束。粗略的计算，按照 2016 年末的数据，即便是最宽松的条件，仍有很多中小

银行广义信贷增速显著高于目标增速要求，这包括部分全国性股份制银行和一些较大的城商行。另一个约束指标是，广义信贷增速不超过 M2 增速 20%-25%，这相对前一个指标来讲，是一个相对弱一些的约束条件，这一指标大多数银行都可以满足。因此，真正对银行广义信贷增速有约束意义的是第一个条件。事实上，本次政府工作报告公布了经济增长与通胀目标，没有提出 M2 增速具体目标，更加凸显了第一个约束条件的重要性。2016 年以来，受到考核压力，银行整体广义信贷增速持续下降，这其中股权及其他投资、债券投资增速下降最多，表内信贷增速则一直较为稳定。表内外非标资产、同业理财投资等正在受到明显的监管约束，之前银行通过表外理财做大影子银行（实际上影子银行在我国更准确的表述应该是银行的影子）、同业加杠杆发行同业存单扩大表内资产负债表、资产端配置非标与债券等证券以增厚收益的盈利模式已经基本结束。

图 5：银行广义信贷结构的调整



数据来源：Wind

资料来源：BIS, Wind, 工行投行研究中心

二、社会融资成本的短期与长期影响因素

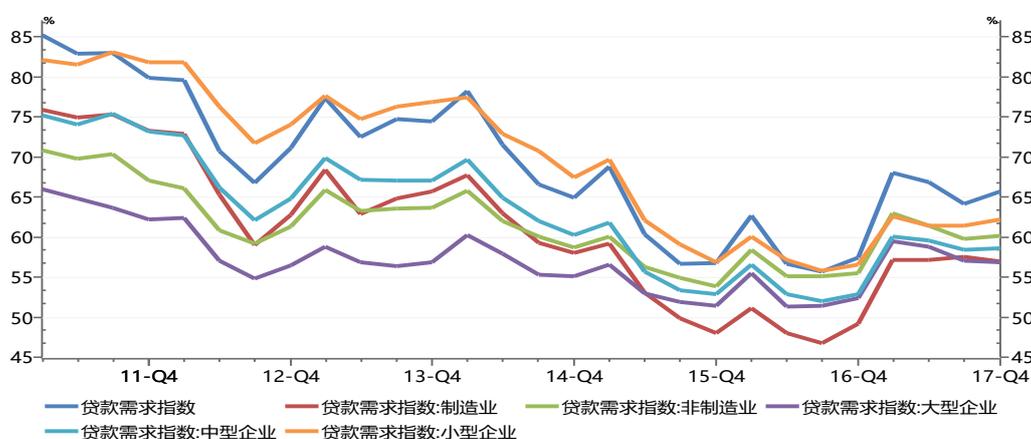
2.1 短期内金融去杠杆主导融资成本上升

2.1.1 当前经济增长与社会融资需求整体稳定

社会融资需求与总需求直接相关。2016 年下半年以来的经济回升高点出现在去年二季度。在国内去产能、去库存持续推进抑制相关行业库存周期反弹、去年以来地方融资受到严格规范和房地产企业融资渠道收紧等因素的影响下，经济增长在随后没有出现进一步扩张，相反固定资产投资出现缓慢下行。当前虽然我国经济扩张的高点已过，但整体表现仍较为稳

健,主要原因有两方面:一是外部需求稳固支撑国内出口。近期欧美等主要经济体持续扩张,2017年四季度美国GDP增速创近十个季度最高,其中消费的拉动占主导地位。欧元区2017年四季度GDP增长较上年同期明显加快,2018年1月欧元区经济景气指数仍处于高位。外部经济复苏是我国出口持续好于预期的基础。二是对冲地产投资回落托底因素较多,包括三四线棚改和地产转向“商品房+政府保障房+租赁住房+共有产权住房”的多元化供应。其中仅就棚改方面来看,2018年到2020年未来三年棚改计划再改造各类棚户区1500万套,预计今后三年棚改完成投资额达到4.2万亿。事实上,虽然消费在我国经济中的占比处于绝对位置,但一直波动不大,净出口和固定资产投资则波动性较高,是影响经济增速最重要的两个部门。2016年以来的经济企稳回升与出口回暖、房地产投资反弹密切相关。预计未来这两个部门至少在短期内仍表现稳定。从融资需求来看,2017年全年经济增速6.8%,社会融资规模增速11.3%,2018年经济增速虽然预计比去年有所下降,但回落将会比较缓慢,国内融资需求仍会比较强劲。此外,2016年上游行业去产能和房地产去库存以来,相关行业盈利情况大幅改善,但中下游行业盈利则受到挤压。随着去产能进入后半程,上游行业盈利也会回落,这将增加行业外部融资需求。

图6: 实体部门有较强的信贷需求



数据来源: Wind

资料来源: BIS, Wind, 工行投行研究中心

2.1.2 金融供给短期内显著收缩抬升社会融资成本

2017年以来的金融领域“去产能”成为社会融资成本持续上行的主导因素。首先,金融去杠杆叠加央行公开市场操作的影响,中小银行、非银机构面临的流动性压力持续加大,但货币市场流动性分层没有影响央行货币政策调控,从利率走廊区间看,DR007、SHIBOR1W是央行公开市场操作关注的重要利率,表明了货币政策作为总量政策保持稳健中性、管好流动

性总闸门的政策导向。其次，受到金融去杠杆的影响，影子银行规模下降，同业业务扩张受到抑制，银行业表内外资产规模与结构调整明显。银行广义信贷增速在最近一年以来显著下行，银行对信贷以外的非标、债券等资产的配置需求明显降低，非标融资、信用债配置特别是低等级信用债的资金供给受到挤压。其中股权及其他投资增速已经低于信贷增速，部分商业银行开始出现缩表。国内总需求相对稳定，监管压力下资金供给端快速收缩对实体部门融资结构与融资成本抬升起到了主导作用，尤其是非标、债券方面的融资成本。

2.2 经济基本面最终决定社会融资成本走势

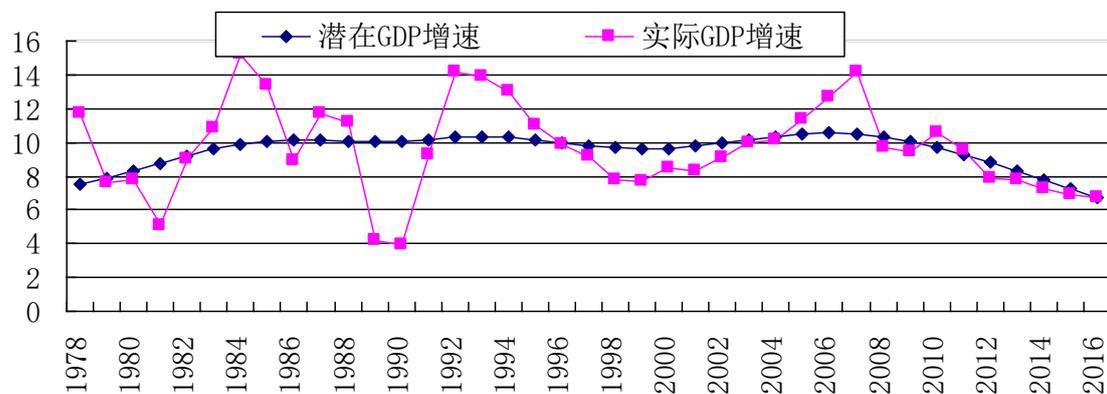
金融监管导致金融供给快速收缩，进而影响社会融资成本，更多表现在短期层面。最终影响社会融资需求和成本的是经济总需求。因此，在货币金融条件保持中性的前提下，判断未来经济基本面对融资成本走势具有指导意义。

2018 年政府工作报告提出经济增长目标是 6.5%左右，这与去年时的目标相同，但删去了 2017 年报告中的“争取取得更好成绩”的表述，表明决策层对经济增长目标进一步淡化，更加强调经济的高质量发展。带动本轮经济回升的重要因素如房地产投资、出口增长都已经基本进入后半程，预计今年经济增速将出现小幅调整。首先，从投资来看，在防范金融风险、金融供给收缩的情况下，国内投资需求面临下行压力。今年 1-2 月我国固定资产投资反弹，其中制造业、基建投资增速同比偏弱，房地产投资是固定投资增长拉升的主要因素，但如果剔除 1-2 月土地购置费后的房地产投资增速为 2.99%，延续 2017 年 2 月以来建筑安装工程+设备工器具购置等真实反映房地产投资增速持续下行的趋势。其次，贸易与外部需求方面，当前外部经济表现持续向好，但当前两大因素可能对全球经济复苏进程构成影响，一是美联储加息过快导致全球货币金融条件持续收紧，中央银行线性收紧货币条件对金融市场的影响可能非线性的，货币金融条件的持续收紧可能最终影响到经济基本面；一是贸易争端加剧给经济增长和全球金融市场稳定构成风险。从历史上经验看，贸易争端都无益于全球经济复苏与增长。囚徒困境的思维、以邻为壑的政策最终会伤及全球经济复苏进程。

从影响我国经济潜在产出增长率的因素看，我国已接近或越过人口红利高点，人口老龄化会降低储蓄率，抑制投资增长和经济潜力。从国别经验来看，人均 GDP 在达到一定水平后经济往往会从高增长阶段过渡到中速增长阶段，增长率会有较为明显地下降。我国已经历长达十多年的投资率持续上升阶段，未来投资增长有可能逐步向常态水平回归，这会使经济增长速度回落。此外，随着产业结构从制造业向服务业转移，全社会整体劳动生产率增速会出现下降，进而影响潜在产出水平。更为重要的是，当前我国经济领域正处在一系列深化改

革的攻坚阶段，体制机制创新所蕴含的经济增长新动能正处于重构与积聚阶段，从行业增加值来看，当前新经济的规模尚不足以带动当前经济增长出现显著回升，经济 L 型走势在一段时期内仍将会延续。

图 7： 1978 年以来的中国实际 GDP 与潜在 GDP 增速比较



资料来源：Wind，工行投行研究中心

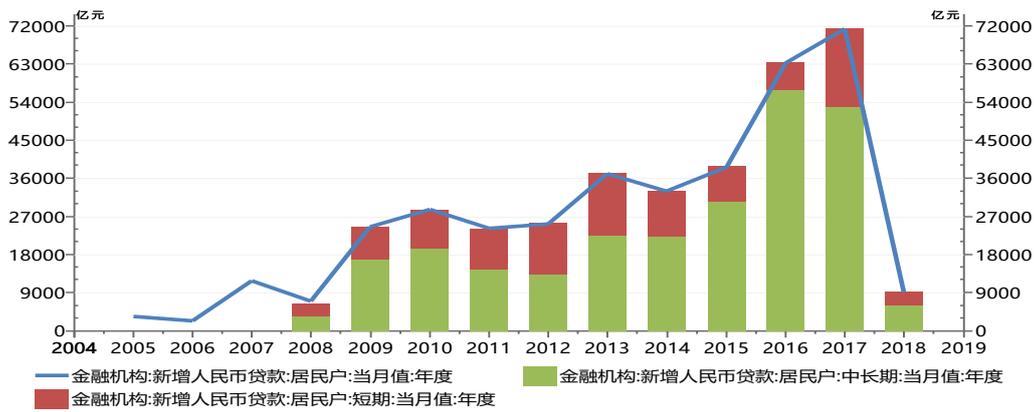
三、金融去杠杆下的社会融资结构与融资成本

3.1 表内信贷：企业信贷供给增加，成本继续上行空间有限

3.1.2 居民信贷回落，企业信贷供需状况改善

居民信贷主要包括短期的消费信贷和中长期的住房按揭信贷。短期消费信贷在近年来一度快速增长，但相当一部分是作为首付款变相进入楼市。随着楼市调控趋严，消费贷在未来增速将会回落。居民中长期信贷是居民信贷的主要部分，一般在 80%以上，主要用途是住房按揭。从历史数据来看，居民中长期信贷增速与房地产销售具有较强的联动关系。2016 年房地产去库存政策推行以来，各线城市房地产价格开始轮番上涨，快速上涨的价格使得很大一部分居民购房需求被集中提前释放，当年居民中长期信贷也达到 5.7 万亿的历史新高，占当年人民币新增信贷的近一半。2017 年开始执行“房住不炒”政策后，房地产销售增速开始回落，2017 年居民中长期信贷从 2016 年的历史顶峰小幅降至 5.3 万亿。预计未来房地产销售将继续下降，带动居民中长期信贷规模继续下降，严格的房地产调控政策也将使得居民住房按揭贷款成本整体继续高于去年。

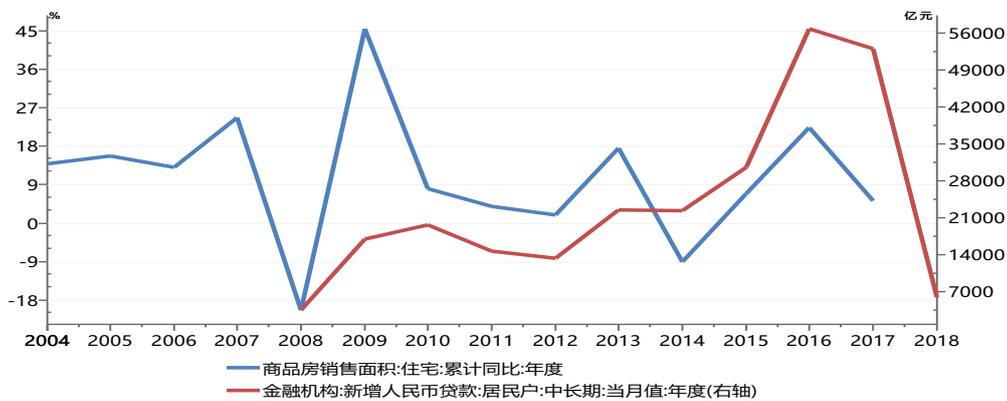
图 8：2018 年居民短期信贷规模将低于去年



数据来源：Wind

资料来源：BIS, Wind, 工行投行研究中心

图 9：住房销售回落带动居民中长期信贷下行



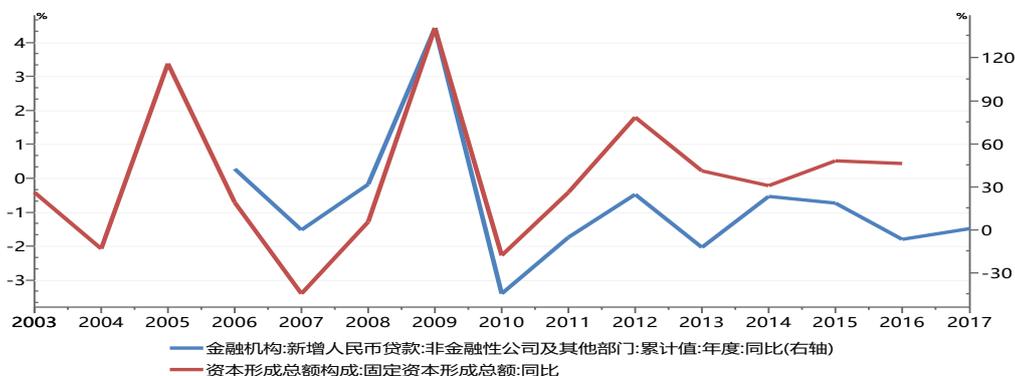
数据来源：Wind

资料来源：BIS, Wind, 工行投行研究中心

从企业信贷融资需求来看，非金融企业信贷特别是其中的中长期信贷与企业投资行为关系密切，两者走势基本一致。基建、房地产与制造业是企业固定资产投资三大领域，2018 年这些领域的投资将延续 2017 年下半年以来的下行趋势。房地产方面，本轮地产短周期扩张周期已经进入后半段，2018 年我国房地产投资将延续回落，但住房租赁市场发展、棚改等因素会形成一定的托底因素；中央对地方财政风险的严格管控将压制基建投资反弹；制造业投资一直低于固定资产投资增速，在本轮经济回稳中的反弹幅度也不大，2017 年下半年以来也结束了其反弹的走势，进入平稳增长期，这与我国外部贸易扩张边际放缓、国内部分行业去过剩产能抑制设备投资扩张有很大关系，预计未来制造业投资将继续保持低速增长。此外，去产能对中小企业的冲击大于大型企业，行业集中度提升、中下游生产成本上升短期内不利于民间投资，我国制造业投资一半以上来自民间投资，这在一定程度上也限制了制造业投资的增长。结合银行对信贷供给结构的情况看，随着房地产销售与居民中长期信贷需求从

高点回落，银行信贷投放会再次转向侧重非金融企业部门，因此企业信贷供需状况将会有所改善。

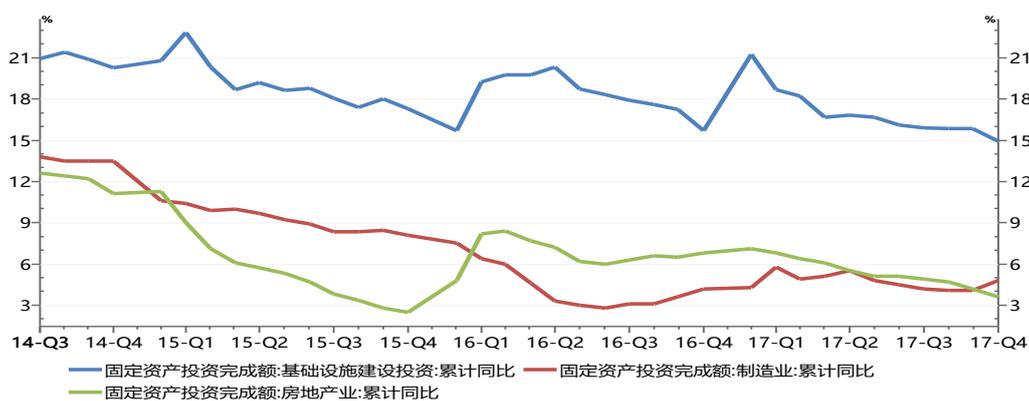
图 10：非金融企业信贷与固定资产形成总额增速



数据来源：Wind

资料来源：BIS, Wind, 工行投行研究中心

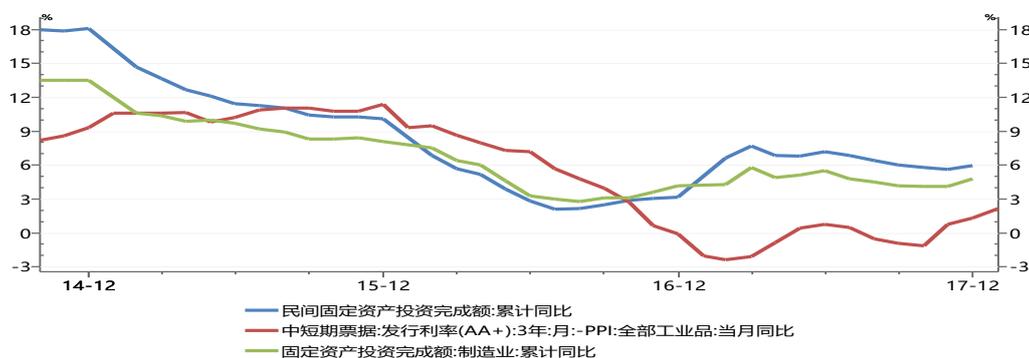
图 11：2017 年下半年以来基建、房地产与制造投资总体呈现下行趋势



数据来源：Wind

资料来源：BIS, Wind, 工行投行研究中心

图 12：生产型企业实际融资成本、民间投资与制造业投资增速



数据来源：Wind

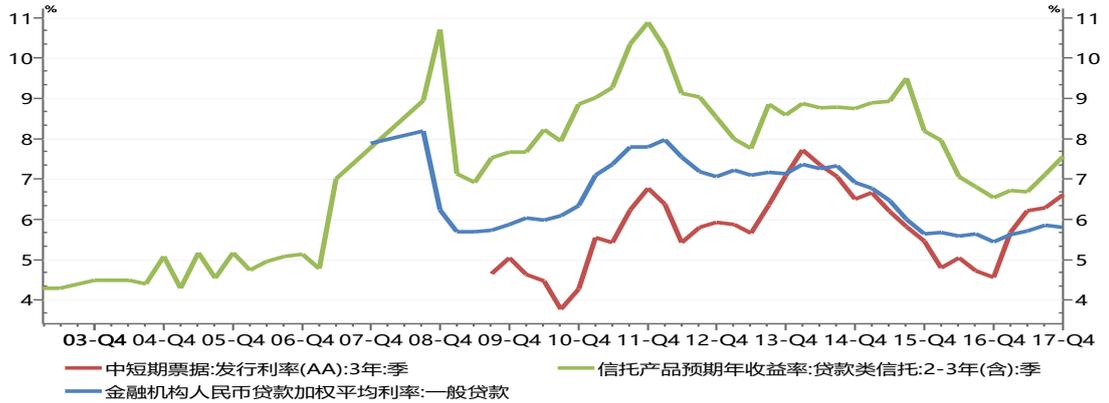
资料来源：BIS, Wind, 工行投行研究中心

3.1.2 其他融资工具向信贷融资需求的转移

一个值得关注的问题是，随着非标融资受到严格监管、信用债券发行利率大幅上行，会有多少融资需求转向表内信贷，进而对信贷融资成本有何影响？从社会融资规模来看，2017年非标融资新增 3.5 万亿，企业债券融资新增 0.45 万亿，人民币信贷新增 14 万亿。非标融资的大部分投向是地方融资平台和房地产投资，这些都是当前金融风险防范的重点领域，融资渠道受到严控，融资主体很多也不能满足信贷要求，很难获得表内信贷的大规模支持。退一步讲，即便是所有的非标融资均转为表内信贷，对新增银行资本金需求就接近 5000 亿，近期虽然有拨备率下调、商业银行资本工具创新意见出台，但短期内资本金缺口约束不会消除，也不允许非标融资大规模转向信贷。事实上，从 2018 年 1 月的社会融资规模来看，新增非标融资大幅收缩，非金融企业新增信贷为 1.78 万亿，2016-2017 年 1 月分别为 1.94 和 1.56 万亿，同比涨幅没有因为非标减少而出现明显扩大。此外，一些具备转表内的非标融资主体又可以选择发债，比如地方政府通过发行专项收益债进行基建领域的融资是未来发展方向，这对信贷融资需求形成一定分流，客观上减轻了非标转表对表内信贷的压力。

相比于非标融资，债券与信贷融资之间的替代性更明显。目前，3 年期 AA 中票融资成本高于一般信贷利率，这在以前 2013 年钱荒时才有出现，而且当时持续时间很短。本轮金融监管对债市的影响最为明显和突出，导致当前债券融资成本上行幅度超调，企业债券融资有向信贷转移的需求。另一方面，2017 年企业债券融资增量大幅缩减与 2017 年初和年末债市利率大幅调整、债市持续动荡关系很大，随着 2017 年二三季度债市趋向稳定，债券发行量又重新恢复，但全年远低于 2015-2016 年时接近 3 万亿的融资规模。因此，2018 年债券融资需求能否恢复与债市利率走势是否稳定有关。我们认为，目前对债市最大的利空因素来自监管政策，以资管新规为代表的监管政策尚未真正落地，利空影响没有出尽，当前经济基本面也相对稳定，债市至少在上半年很难看到利多因素，债市利率可能会持续在顶部震荡。2018 年债市融资比 2017 年不会有明显改善，债券融资主体决策可能会出现分化，一些可能逐渐适应当前较高发行成本，在当前利率相对平稳期间选择发债融资，另一些议价能力强、信用等级高的企业转向选择信贷，由此增加企业信贷融资需求和成本压力。

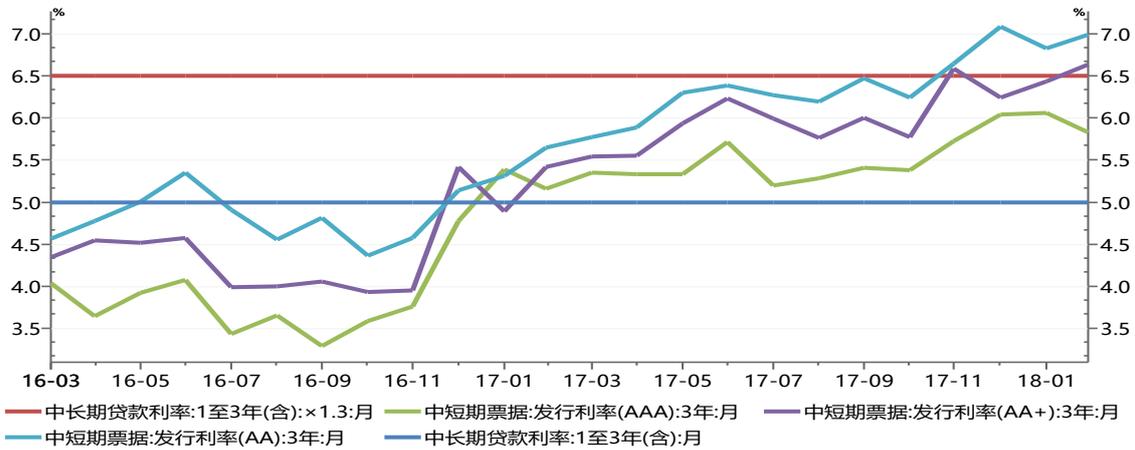
图 13：主要融资成本 2017 年以来持续上升



数据来源：Wind

资料来源：BIS, Wind, 工行投行研究中心

图 14：债市超调导致信用债成本高于一般信贷



数据来源：Wind

资料来源：BIS, Wind, 工行投行研究中心

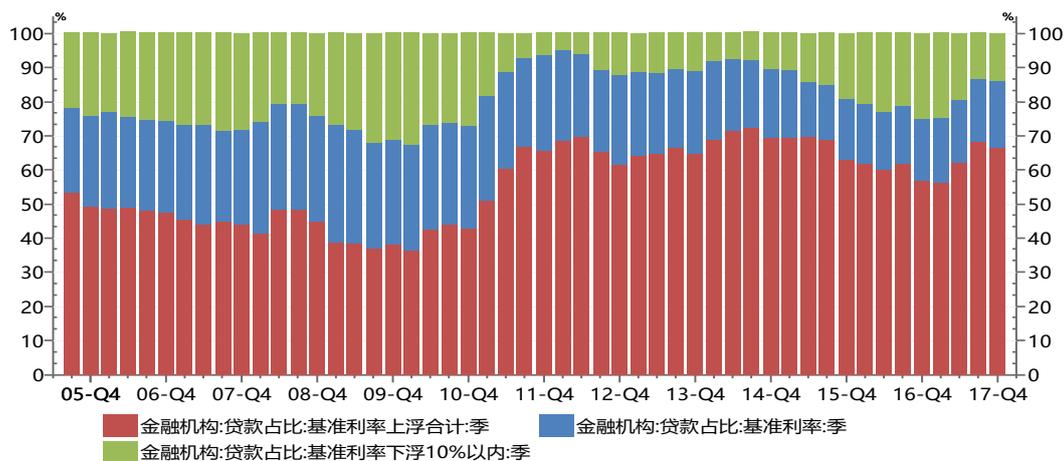
3.1.3 相比债券与非标，信贷融资成本上移幅度有限

逆回购、SLF 和 MLF 等政策利率抬升，同业收缩导致存款竞争加剧，因此短期内即便是企业信贷供需相对宽松，由于银行负债成本在上升，也会间接增加信贷成本的上行压力。与其他融资工具相比，信贷融资成本上升幅度最小。需要指出的是，2017 年四季度我国金融机构一般信贷利率出现小幅下降，这与年末商业银行信贷额度收缩、政策性银行正常投放导致低利率政策性信贷占比上升有关，未来企业信贷利率回升是趋势。

信贷融资成本上行幅度低于非标、债券，主要原因是，首先，当前金融监管、金融去杠杆对非标融资和信用债的影响最大，导致这些融资工具成本抬升幅度显著高于表内信贷。其次，随着货币金融条件收紧与经济基本面的缓慢回落，银行正在面临着从“负债荒”到“资产

“负债荒”的转变，表内信贷客户相对较好优质，融资成本议价能力更强。信贷数据显示，即使是金融机构人民币信贷加权平均利率上升，但以基准利率、低于基准利率成本获得信贷的企业仍占有三分之一的比例。再次，虽然实体部门在融资时有将其他融资工具转向信贷的需求，但资本金约束、信贷额度与信贷投放领域限制、融资主体的财务状况要求，都决定了转移性的信贷的增长空间是比较有限的。总的来看，未来信贷融资成本趋势有上行压力，但升幅度相对有限，不太可能出现类似非标、信用债由于监管影响短期内成本超调的情形。

图 15：基准信贷利率浮动比率



数据来源：Wind

资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

图 16：2017 年四季度一般信贷利率下降不具有趋势性



数据来源：Wind

资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

3.1.4 拨备率下调、银行补充资本利好表内融资条件改善

近期银监会拟差异化调整商业银行信贷损失准备监管标准，对相关指标达标的银行，适

度下调信贷损失准备监管要求。我国银行业拨备率一直处于较高水平。2017 年底商业银行不良信贷率 1.74%，不良信贷余额 1.71 万亿元，拨备覆盖率 181.42%。此次银监会调整商业银行信贷损失准备监管要求，拨备覆盖率监管要求由 150%调整为 120%-150%，信贷拨备率监管要求由 2.5%调整为 1.5%-2.5%，按照市场估算，释放净利润上限可以达到万亿左右。拨备覆盖率下降首先有利于银行加大不良资产处置，其次也为银行表内资产扩张提供更多的资本金支持。

3 月 12 日，银监会网站发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，意为进一步支持商业银行拓宽资本补充渠道，提升银行体系稳健性，强化银行支持实体经济能力。当晚，农业银行公告称募集资金规模不超过 1000 亿元（含本数），扣除相关发行费用后将全部用于补充核心一级资本。实际上，近期多家上市银行已经开始通过定增、发行优先股、发行可转债等方式进行资本补充，据估计，今年上市银行再融资规模约为 4200 亿。

当前，金融监管导致表外融资需求转向表内，表内融资需求大幅上行，资本金约束、银行表内流动性趋紧造成信贷利率面临持续上行压力。持续的金融去杠杆已经对实体部门融资产生影响。表外理财规模增速大幅下降，广义同业负债收缩限制了表内资产扩张，银行表内外资产负债规模下降、宏观审慎管理下的广义信贷增速受到约束，这些不仅降低了非标融资的资金供给，也降低了债券配置的资金供给，表外融资回表也面临着资本金约束。此次拨备覆盖率下调、银行资本补充对社会融资规模和成本都是利好，特别是表内信贷空间的扩张，有利于金融去杠杆条件下保持实体部门融资与经济增长的稳定。

3.2 企业债券：供需紧张格局未变，融资成本难有下降

3.2.1 债券融资供给今年将逐渐修复

2017 年债券总发行量为 40.8 万亿，总偿还量为 29.8 万亿，净融资额 11 万亿，发行偿还比为 1.36，这一比例为近年来最低，显示出 2017 年受到金融监管与货币转向影响，债市动荡导致债券融资下降。未来债券发行供给来看，利率债供给总体稳定，地方新增债券发行空间加大。2018 年政府工作报告下调赤字率 0.4 个百分点，但计算下来的赤字额度与去年相同，均为 2.38 万亿，其中地方财政赤字 8300 亿。去年金融债 2.2 万亿，政策性金融债预计与去年相差不大，但表内额度扩张与资本金需求下，商业银行发债补充二级资本可能会增加。地方债方面，2017 年我国地方债发行总量为 4.36 万亿，其中置换债券为 2.77 万亿，新增地方债 1.58 万亿。目前我国置换债累计已经超过 10 万亿元，按照财政部数据，截至 2017 年 11 月末，全国地方政府债务余额 16.59 万亿元。其中，非政府债券形式存量政府债务 1.88 万

亿元。2016年是地方债务置换的高峰，地方债发行随之上行，高达6.05万亿。2017年债务置换规模同比下滑43%左右，债市利率波动也导致新增债务发行推后，2017年合计地方债发行同比下降近四分之一。按照财政部对新增地方政府债务限额管理的要求，预计2018年地方债务限额可以达到2.26万亿。2018年到期地方债腾挪出的空间大约在0.8万亿，因此2018年债务置换与新增地方债发行总规模可以达到5万亿的规模，高于2017年，低于2016年的峰值。值得注意的是，2018年地方债发行结构出现了明显变化，债务置换退居其次，新增债发行成为主流。此外，由于专项债规模显然不能满足地方基建等领域的资金需求，未来类似土地储备、高速公路建设等专项收益债的品种和规模都有较大的扩长空间。

同业存单到期量低于去年，新增发行空间将继续被压缩。同业存单是影响2017年发行偿还比大幅下降的另一个重要原因。同业存单受到严格监管，2018年一季度纳入同业负债进行MPA考核，同业存单发行总体减速，一方面是中小银行新发行目的大多是为了续接原有到期同业存单，填补资产负债期限错配下的同业负债缺口。另一方面则是由于大行显著低于同业负债比例监管要求，近期大行同业存单发行规模开始上升，当前同业存单与同期限同业理财产品收益率利差几乎倒挂，从收益角度来看同业存单发行的吸引力已经大为下降，大行同业存单发行扩张说明当前银行面临的负债端压力正在上升。总的来看，由于中小银行是同业存单发行主力，预计未来随着这些银行同业存单到期量的逐步收缩，新发行存单的总量也会随之减少。

企业信用债券融资需求将有所恢复。2017年包括企业债、公司债、中票短融等信用债券净融资仅为647亿，是导致债券总发行偿还比例大幅下降的一个重要原因，1.01的比例表明企业新增债券融资几乎全部用来到期债务偿还。2017年债市利率抬升主要出现在年初和年末两个季度，一季度金融监管层开展一系列集中治理检查和央行上调政策利率，2017年末的四季度资管新规落地预期强化，债市受到明显冲击，大量债券弃发或者延迟发行，导致当季发行量大幅下降，2017年二三季度随着当时债市利率趋于稳定，发行供给又有所恢复。随着利率持续抬升，企业对融资成本上行可能更加适应性，信贷额度紧张、非标压缩也将导致债券发行供给增加。预计2018年企业信用债发行偿还比将得到一定程度的修复，净融资会有所增加。

消费信贷类ABS放缓，非标ABS有一定增长空间。资产支持证券发行增速近年来一直较快，2017年净融资额达到9807.19亿。目前，融资租赁、小额信贷债权等金融债权类产品占比最大，发行规模占比达到一半，其次是信托受益权类产品、企业应收款类产品等。消费

信贷 ABS 是 2017 年资产支持证券发行最为显著的增量部分，去年发行总规模为 5572.77 亿元，占市场总发行金额的 22.75%但消费信贷领域资产证券化特别是互联网金融公司的高杠杆放贷业务，与金融去杠杆的主旨存在背离，未来消费信贷类 ABS 将面临监管约束，增速有所放缓。另一方面，非标转标的需求下，非标资产证券化是一个转标路径，预期企业应收款类和信托受益权类的资产证券化产品未来将有一定的增长空间。

表 1：近年来债券发行供给于 2018 年债券到期情况

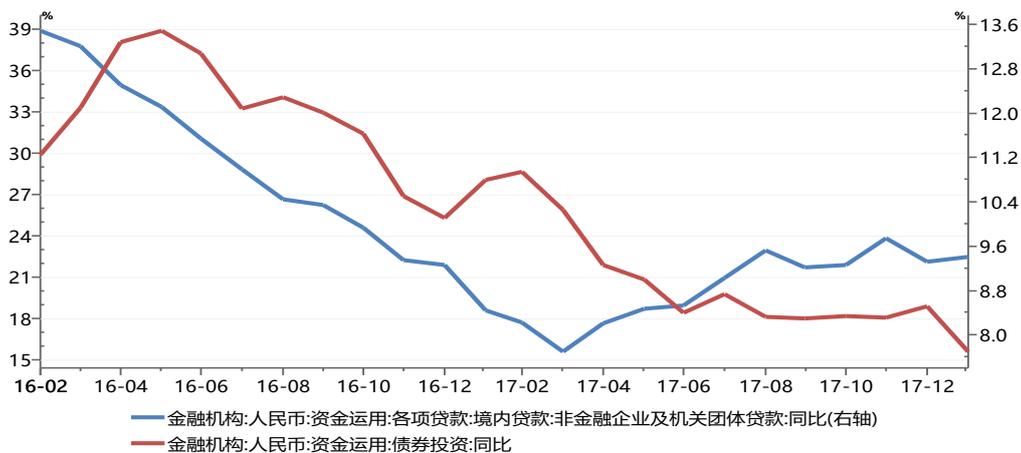
债券类型	时间	总发行量(亿元)	总偿还量(亿元)	净融资额(亿元)	发行/偿还比率
总发行量	2016	363,563.43	201,753.94	161,809.49	1.802014
	2017	407,972.48	298,078.09	109,894.38	1.368677
	2018	--	223,292.10	--	-
国债	2016	30,657.69	17,507.51	13,150.18	1.751117
	2017	40,041.79	25,307.46	14,734.33	1.582213
	2018	--	19,004.17	--	-
地方债	2016	60,458.40	2,436.72	58,021.68	24.81139
	2017	43,580.94	2,414.50	41,166.44	18.04967
	2018	--	8,389.37	--	-
同业存单	2016	130,211.30	97,456.60	32,754.70	1.336095
	2017	201,675.70	184,581.50	17,094.20	1.092611
	2018	--	111,202.10	--	-
金融债	2016	46,288.50	23,051.38	23,237.12	2.008058
	2017	49,521.41	27,030.25	22,491.16	1.832074
	2018	--	33,204.07	--	-
企业债+公司债+中票短融	2016	84,770.98	54,205.63	30,565.35	1.563878
	2017	53,852.67	53,205.26	647.41	1.012168
	2018	--	43,237.69	--	-
资产支持证券	2016	8,771.25	2,775.30	5,995.95	3.160469
	2017	14,660.01	4,852.82	9,807.19	3.020926
	2018	--	6,704.62	--	-
可转债/可交换债	2016	886.81	5.30	881.51	167.3226
	2017	2,119.95	19.20	2,100.75	110.4141
	2018	--	144.97	--	-

3.2.2 债券配置需求面临资金压力，融资成本仍将处于高位

2017 年以来，我国货币宽松周期结束，重新回归稳健中性的主基调，同时 2017 年一季度的宏观审慎管理框架 MPA 将表外理财纳入考核体系，2018 年一季度又将银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核。货币条件转换、MPA 考核趋严造成的债券投资配置需求下降是债券融资成本显著上升的最主要原因。MPA 考核框架下，宏观审

慎资本充足率要求直接约束了广义信贷扩张的增速，此前银行广义信贷中高速增长债券投资、股权及其他投资增速都出现了大幅下降，信贷增长则一直较为平稳。配置信用债的主要机构中，广义基金占据一半以上的比例，其次是银行和非银机构包括券商自营、保险等机构，银行中又以股份制银行和城商行为信用债配置的主要机构，大行配置利率债和高等级信用债为主。金融去杠杆以来，表外影子银行压缩，表内同业负债扩张受到约束，中小银行资产规模增速从2017年四季度开始出现明显下行，非银机构流动性紧缩明显，GC007-DR007利差持续走扩，银行理财增速大幅下降也使得银行资金委外投资规模也受到很大影响，在一定程度上限制了广义基金的扩张。因此，当前货币金融条件下，银行表内外资金配置信用债的需求仍处于受压制状态。按照去年广义信贷（含表外理财）大约200万亿存量规模、同比增速10%来估算，今年新增的广义信贷在20万亿左右，这其中，由于信贷利率和利率债收益率持续上行且剔除风险资本占用、增值税和所得税后的实际收益率相比于信用债更具优势，因此新增广义信贷对表内信贷、利率债的配置需求将作为优先考虑。存款竞争加剧也会使得银行加强企业信贷投放。随着同业业务被监管收紧，传统存款业务在银行业负债来源中的重要性增加，相对于配置企业债券，银行增加企业信贷投放有利于银行对企业客户的维护，增加存款来源。此外，即便是银行拨备覆盖率下降、补充资本等因素会提升广义信贷增速，新增的资金也会优先考虑信贷、利率债和高等级信用债，对信用债尤其是低等级信用债的利好相对有限。今年利率债、信用债发行供给相比去年将会反弹，而前几年银行债券投资中很大一部分是地方政府置换债券，2017年以来地方债置换规模逐步回落，银行配置地方债的资金将得到部分释放，但基于上述原因，更多的会配置到信贷资产，信用债供需紧张程度不会有明显改善。总的来看，未来信用债融资成本仍将处于高位，表内信贷融资成本的相对优势将会持续。

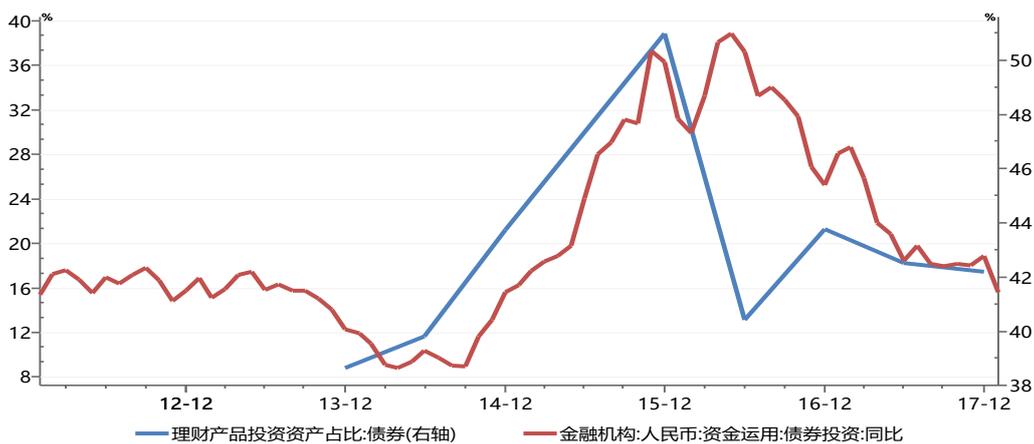
图 17: 银行信贷配置需求上升, 债券配置需求继续回落



数据来源: Wind

资料来源: BIS, Wind, 工行投行研究中心

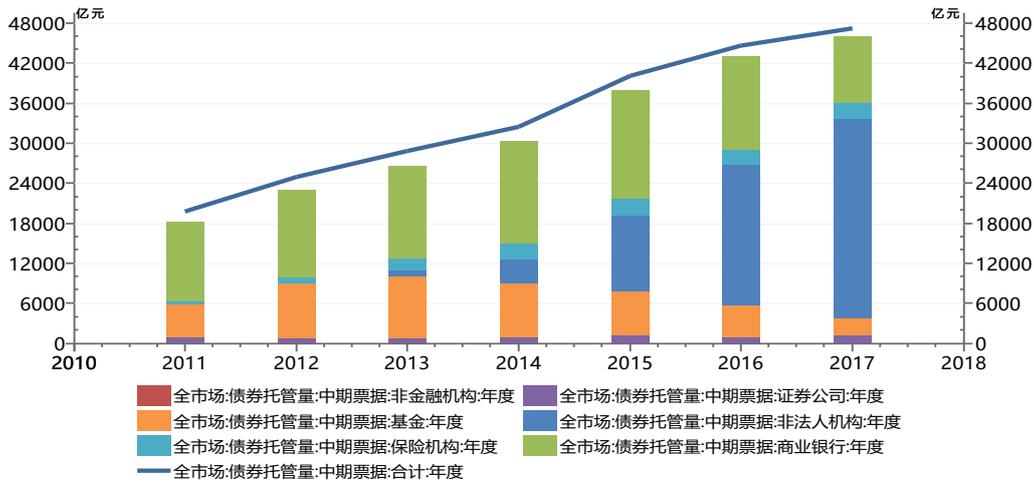
图 18: 银行表内外资金对债券配置需求情况



数据来源: Wind

资料来源: BIS, Wind, 工行投行研究中心

图 19：企业债券的主要持有机构



资料来源: BIS, Wind, 工行投行研究中心

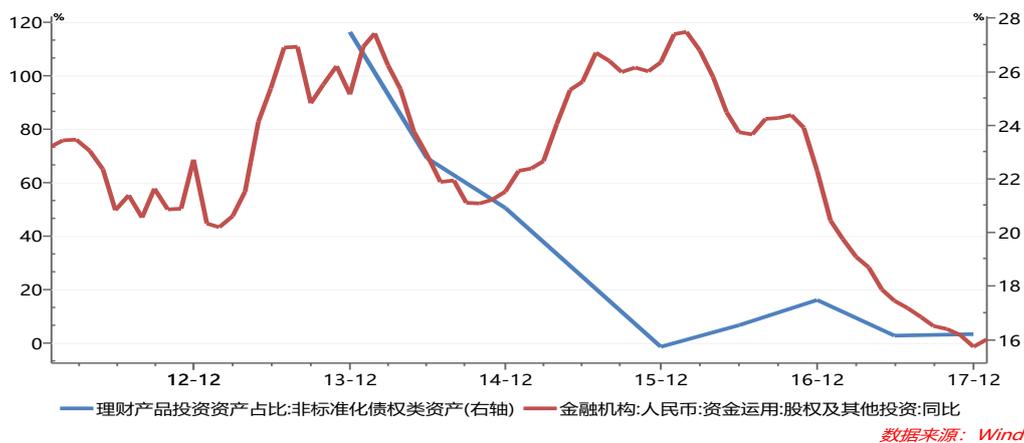
3.3 非标融资：继续受监管打压，融资成本将持续上行

本轮金融监管的重点治理对象之一就是非标融资。银行自营资金投表内非标的一个重要目的是在一些地方银行借此可以绕开信贷额度和地域、行业投放限制。银行理财投表外非标则可以节约资本计提，但普遍存在期限错配、刚性兑付、多层嵌套等问题。从表内自营资金的资产配置需求看，随着同业业务持续收缩和广义信贷约束，同业负债扩张负债规模对接高收益非标资产的链条未来会受到很大制约。从表外理财投资非标的条件看，资管新规的意见稿对非标融资的影响巨大，其中最值得关注的是，非标融资的资金供给压力明显增大。意见稿在对资金池的规范中专门提出“单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务”。目前我国资管产品普遍存在资金来源期限短、资金投放期限长的问题，银行理财产品存在着滚动发行、分离定价、产品与非标项目之具有期限错配特征。在长期匹配资金有限的市场背景下，非标融资需求面临资金制约，未来新增非标需求将没有对接的银行理财资金，表外非标资金供给需要向保险、社保等长期资金寻求合作，但我国近 30 万亿的非标存量资产和去年 4 万亿左右的新增非标融资都远超保险资金，去年保险业资产规模在 16 万亿左右，当年新增不到 2 万亿，且保险资金配置非标资产仅在 15-20%左右，市场上缺乏足够的长期资金，失去理财资金对接的非标融资资金来源渠道变得十分狭窄。存量非标也面临资金供给压力，由于当前存量非标资产期限较长，资管新规意见稿设定的过渡期之后仍会超过银行理财期限，存量非标资产缺少新增资金对接，这可能使得非标资产出现抛售压力。此外，意见稿所又规定了合格投资者门槛，个人投资者要求较之前大幅提高，规定私募必须面向合格投资者发售，且未上市公司股权只允许私募产

品进行投资，这对非标股权类项目也造成很大的限制。

2017 年新增非标融资大幅回升，但这仅是一个下行通道上的反弹，大量非标融资需求意在监管政策落地之前集中释放。进入 2018 年 1-2 月，非标融资再次大幅下降，印证了上述观点。非标融资基本属于特殊历史时期的产物，非标转标是必然的路径，但短期内又很难找到大规模对接非标融资需求的有效模式，也不是所有非标都能转标。首先，从非标转表内信贷、发行债券的路径来看，这只能承接部分合意的非标融资需求回表，由于非标融资包括了大量的地方融资平台和房地产项目，这些显然是表内信贷不支持或者审慎进入的领域，地方融资平台脱离政府隐性担保后，金边债券的特征逐渐消失，发债成本会进一步上升。其次，非标转标可以选择银登中心、北金所进行交易和转让，但当前存在的问题是，这些交易平台标准化产品的属性尚未完全明确，对非标资产转标规模的承载能力有限，非标资产公允价值的衡量也缺乏一个标准的估值框架，这些都影响了非标资产的流动性。最后，非标资产证券化是一个长期发展方向，但非标资产证券化要求底层资产较为优质、现金流稳定，由于非标融资项目很多不具备上述要求，一些地方融资平台项目的内生性现金流差，难以形成资产证券化产品。非标资产证券化包括非标存量与新增资产证券化的两个维度。符合相关要求的一些优质存量非标资产的证券化可以实现从银行表内外的转出，但企业融资需求更多指向的是新增非标。资产证券化实现新增非标转标的方式，如利用企业适合的资产做证券化产品，银行认购优先级，实现非标融资转标，但这又涉及到对企业较高的资产要求；另外银行也可以首先实现非标融资，之后将收益权进行资产证券化后转让，但这没有改变底层资产的非标实质，依然会监管受到约束，非标资产的合理估值也是问题，因此短期内很难大规模转标。总的来看，非标资产能否转标更多决定于非标资产自身的资质情况，主要包括所属行业领域、项目经营状况等，资质较好的项目转标途径多，而地方融资平台、房地产等受到重点监管、现金流较差的行业的非标融资需求将在资金来源、融资通道等方面不断受到压缩，未来融资成本将持续上行。

图 20：商业银行表内外对非标资产配置需求情况



资料来源: BIS, Wind, 工行投行研究中心

图 21：1-2 月非标持续收缩，传统信贷占比社会融资规模重新上升



资料来源: BIS, Wind, 工行投行研究中心



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn