

金融去杠杆对实体融资影响几何？

摘要

金融去杠杆对于实体经济融资的影响，主要从价和量两方面来考虑。价的角度主要看利率上升对融资增长的影响；量的角度主要看金融机构资产负债扩张速度下滑以及部分机构负债荒的情况是否会对实体融资构成挤出效应。

价的角度：本轮利率上升周期与过去几次有明显的不同。首先是基本面因素被弱化，以往债券市场的主流分析框架失效；第二，政策当局将金融风险提到重要高度，看淡经济增长，监管机构态度一致性强；第三，此轮利率先于经济回暖而大幅上升的情况较为明显。今年以来贷款增速明显低于去年同期水平，如果计入企业债发行减少的因素，那么实际融资情况是偏弱的。我们认为这种情况下半年还将持续存在，一方面金融部门去杠杆尚未完成，政策当局看淡经济增长，对于经济下行的容忍度在提升；另一方面，主要发达国家尤其是美国处于货币政策收紧周期当中，为保持人民币汇率和金融市场的稳定性，国内的货币政策也不会放松。

量的角度：同业存单对债券发行的挤出和对利率的扰动效应。由于市场流动性减少、融资规模下降，机构监管趋严，导致部分中小银行出现了融资饥渴症状，于是只能诉诸于未被纳入同业负债考核的同业存单，使得金融去杠杆出现按下葫芦又起瓢的情况。同业存单对企业债发行也有一个明显的挤出效应，今年以来公司债发行量锐减，推迟发行或发行失败债券规模创历史新高。同业存单的井喷不仅导致发行市场的失衡，同时也是导致近期市场利率走势怪象的主因。由于其期限以 1、3、6 月期为主，发行利率持续创新高，这对其他市场的相应期限利率都形成了拉升作用，导致货币和债券市场的 1、3、6 月期限债券利率大幅走高，并且出现大范围的利率倒挂情况。针对这种情况，不可能指望央行通过加大放水来解决中小银行负债荒问题，这种政策妥协在目前的监管基调和强度下很难发生。未来纳入同业负债监管考核的可能性较大，随着年中考核季过去，下半年对于同业存单的监管很可能提上日程，那么企业债券融资将会回升。

南华期货研究所

章睿哲

助理研究员

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎 敏

limin@nawaa.com

010-83168383

金融去杠杆对实体融资影响几何？

金融去杠杆对于实体经济融资的影响，主要从价和量两方面来考虑。价的角度主要看利率上升对融资增长的影响；量的角度主要看金融机构资产负债扩张速度下滑以及部分机构负债荒的情况是否会对实体融资构成挤出效应。我们先看利率的情况。

一、此轮利率上升的主要特点

从2002年至今，债券利率经历过6轮幅度较大的上升趋势，分别是2003年9月-2004年12月，10年期国债收益率从2.78%上升至5.41%，涨幅达263BP；2007年1月-2007年11月，利率从3%上升至4.6%，涨幅159BP；2009年1月-2010年1月，从2.67%上升至3.71%，涨幅103BP；2010年7月-2011年2月，从3.17%上升至4.12%，涨幅94BP；2013年4月-2013年11月，从3.4%上升至4.72%，涨幅132BP；2016年10月-2017年5月，从2.65%上升至3.69%，涨幅104BP。

如果把债券利率上涨的因素归结为基本面、政策面和资金面的话，在过去5次大的利率上涨周期里，并没有纯粹意义上仅仅是由于政策面收紧导致的利率长时间大幅上升，基本上或多或少都有经济好转和通胀的影子，比如2003-2004年、2007年、2011年，经济属于过热的情况，2009年是经济增速V型反转，CPI由负转正带动利率上升，除此之外，2013年虽然有政策面收紧的因素，但是前三季度CPI也呈现不断走高的趋势。

而本轮利率上升与过去几次有明显的不同。首先是基本面因素被弱化，以往债券市场的主流分析框架失效。从去年4季度到今年1季度，GDP增速有一个小幅的抬升，从去年6月份到今年1月份，CPI也处于小幅上升的趋势中，但GDP增速还谈不上像样的复苏，CPI涨幅也低于2013年的水平，投资增速虽有所上升但仍低于2015年以前的水平，这种基本面的情况显然不足以使利率有如此之高的涨幅，尤其是1月份之后在通胀断崖式下行的情况下利率仍在大幅攀升，这明显无法用基本面来解释，这也是去年四季度以来一些市场分析产生误判的主要原因；

第二，政策当局将金融风险提到重要高度，看淡经济增长；监管机构态度一致性强。去年四季度至今监管机构对金融市场去杠杆的一致行动，是在去年中央经济工作会议上就定下基调的。可能去年三季度政策当局对于应该加息还是降息还存在分歧，比如8月份发改委政研室还发过文章讨论“择机进一步实施降息降准政策”，而央行则表态“下半年继续实施稳健货币政策”，随后发改委又在其文章中删除了“降准、降息”的表述。后来这种分歧随着下半年大宗商品价格的暴涨、产能过剩企业资产负债表的修复而得到消除，实体经济的风险有所减轻，金融部门的风险浮上水面。去年底中央经济工作会议指出：“要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险……要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。”所以今年以来央行的“加息”动作、银监会的监管动作，是去年中央会议精神一以贯之的，这种对监管趋严的一致性预期是利率上涨背后的主要逻辑。

第三，此轮利率先于经济回暖而大幅上升的情况较为明显。从利率和实体经济融资的关系来看，两者之间是一种相互影响的关系，也即低利率条件下投融资

大幅上升导致经济出现过热和通胀,从而引起了利率上升和货币当局收紧资金面,这反过来又遏制住了融资的势头;随着企业生产活动放缓,经济增速和通胀回落,债券利率又开始下降。我们从2002年以来10年期国债利率和贷款余额增速的对比可以看到,两者之间的反向关系是比较明显的,在2002年以来的几个利率上升周期里,比如2003-2004年,贷款增速从最高的23.4%降至13.3%;2007-2008年,贷款增速从17.7%降至14.1%;2010-2012年,从19.9%降至15%;2013年,从14.5%降至13%;2016年以来信贷增速也出现回落,从13%上下的区间降至12%左右,2017年3月信贷增速12.4%是2005年以来的最低水平。与前几次周期不同的是,此次利率上升缺乏基本面的支撑,导致融资增速不是从高位回落,而是从低位滑落至更低水平,利率先于经济回暖而大幅上升的情况明显。

图1、10年期国债利率和GDP、CPI增速对比



图2、10年期国债利率和贷款余额增速对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

二、利率上升对近期融资增长的实际影响

5月份M2同比增长9.6%，比上月下滑0.9个百分点，增速创历史新低，M1同比增长17%，比上月回落1.5个百分点。据央行观点，“主要是金融体系降低内部杠杆的反映，5月份商业银行股权及其他投资科目同比少增1.42万亿元，下拉M2增速约1个百分点。5月末金融体系持有的M2仅增长0.7%，比整体M2增速低8.9个百分点；非金融部门持有的M2增长10.5%，比整体M2增速高0.9个百分点。”央行认为：“金融体系控制内部杠杆对于降低系统性风险、缩短资金链条有积极作用，对金融支持实体经济也没有造成大的影响。”

从信贷方面来看，5月份新增人民币贷款为1.11万亿，同比多增1264亿元，新增社会融资规模为1.06万亿，同比多增3855亿元，新增社融规模低于新增信贷规模，主要是企业债券融资大量减少所致。信贷结构中一个乐观的情况是中长期和企业中长期贷款仍保持较快增长，新增企业中长期贷款为4396亿元，同比多增2571亿元，悲观的因素主要在于，居民信贷占比仍高于企业信贷，而且以房贷为主，在1月份企业信贷占比短暂超过居民户之后又开始持续地低于居民信贷，与去年的情况类似。与此同时，贷款余额和社融存量增速均为12.9%，贷款增速

明显低于去年同期水平，如果计入企业债发行减少的因素，那么5月份实际融资情况是偏弱的。

对于实际融资偏弱的这种情况，我们认为下半年还将持续存在，一方面金融部门去杠杆尚未完成，政策当局看淡经济增长，中央会议文件没有再提降低企业融资成本，说明由于去杠杆对经济产生的抑制作用已被纳入考虑，政策当局对于经济下行的容忍度在提升；另一方面，目前主要发达国家，尤其是美国处于货币政策收紧周期当中，为保持人民币汇率和金融市场的稳定性，国内的货币政策也不会放松。

图3、货币供给情况

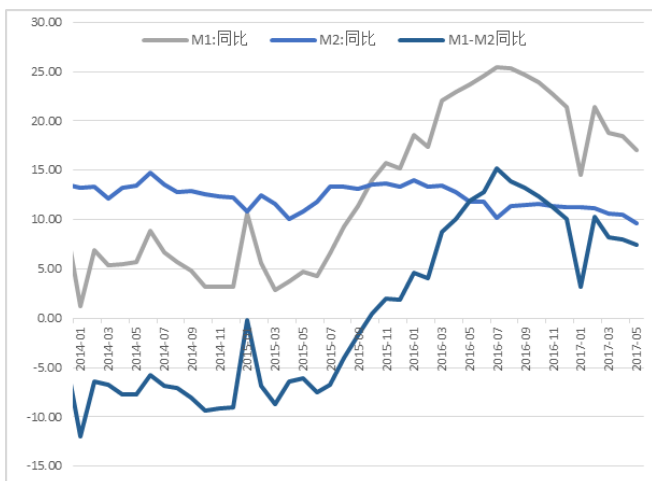


图4、贷款余额和社融规模存量增长情况

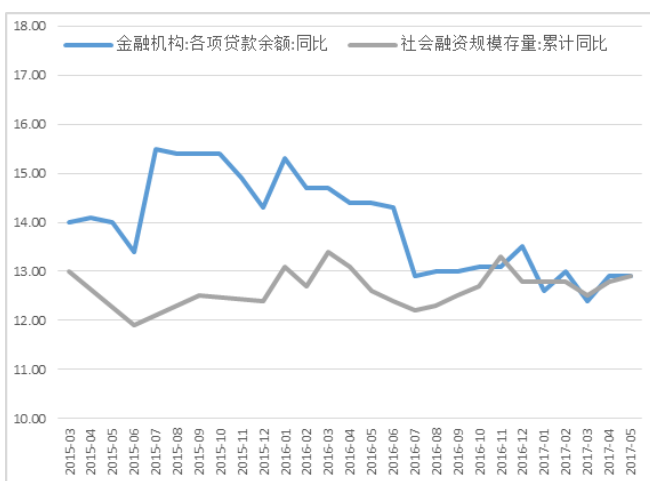


图5、信贷分类情况

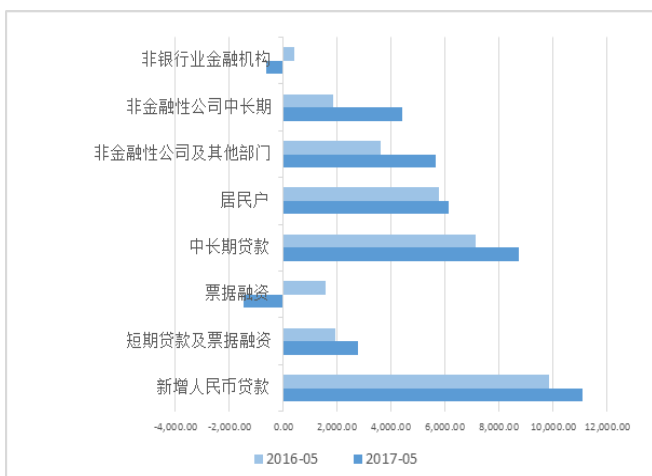


图6、社融规模和新增信贷情况

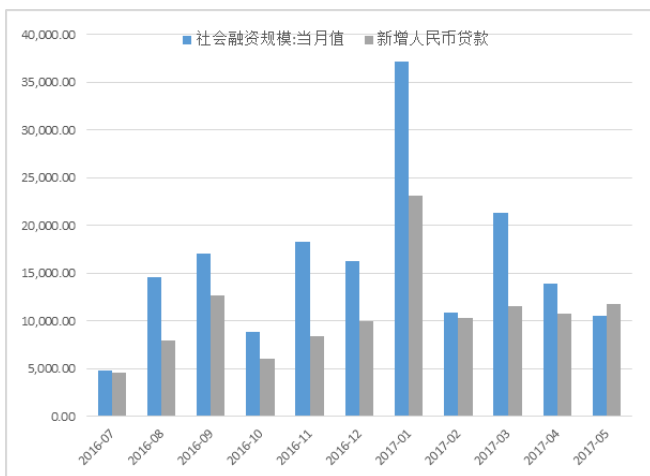
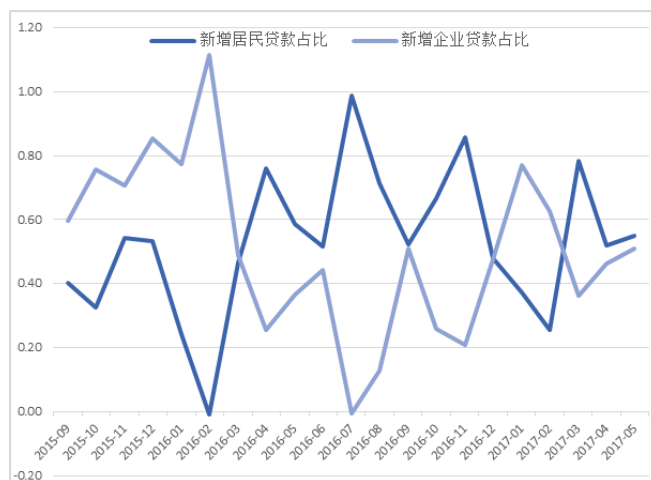
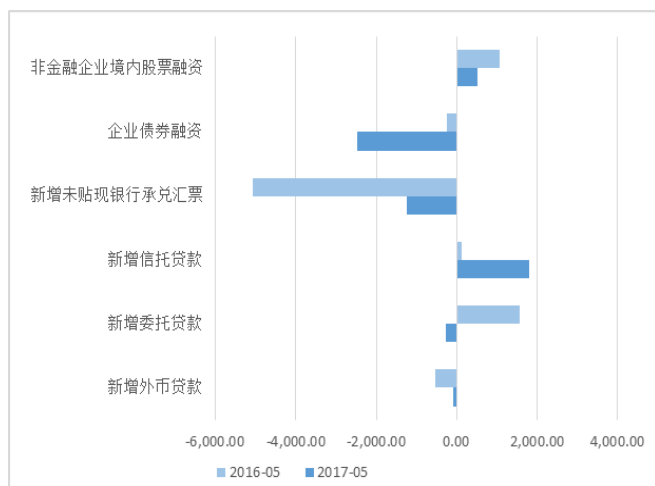


图7、社融规模分类情况

图8、居民和企业信贷占比情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

三、量的角度：同业存单对债券发行的挤出和对利率的扰动效应

从总体来看，银行间同业拆借成交量与去年相比有所下降，质押回购成交规模下降不明显，2月份之后有明显的反弹迹象；银行的资产和负债规模增速都在下降，尤其是银行对非银机构的债权增速在大幅地下降。从金融机构内部情况来看，大型银行和中小型银行资金融出量大幅减少，非银金融机构资金融进量大幅下降，主要是大型银行和非银金融机构的资产负债规模在缩减，但是中小银行的负债增速并未下降。可以看到存款性公司对其他存款公司债权、存款性公司对其他金融公司负债的同比增速仍在上升，这说明有一部分银行的负债规模不仅没有减少，反而在增加。

增加的这一部分主要是同业存单。由于市场流动性减少、融资规模下降，机构监管趋严，导致部分中小银行出现了融资饥渴症状，于是只能诉诸于未被纳入同业负债考核的同业存单，使得金融去杠杆出现按下葫芦又起瓢的情况。可以看到同业存单的发行量在3月份创历史新高之后，4、5月份有所回落，总体存量在5月份也出现回落，但本周发行量再一次创新高，达到7000多亿，6月份发行量已经超过4、5月份的水平。和企业债和公司债发行情况相对比，也可以看到同业存单对后两者有一个明显的挤出效应，公司债发行量锐减，推迟发行或发行失败债券规模创历史新高。如果金融去杠杆仅是减少银行和非银机构的同业资产负债规模，减少机构在债券市场不断加杠杆博取收益的行为，这本身从量的角度来看对实体经济的影响有限，但如果中小银行由于负债荒而把手伸向债券一级市场的话，那么对实体经济就会产生较大影响了。

图9、拆借和回购市场成交情况

图10、金融机构资金净融入情况

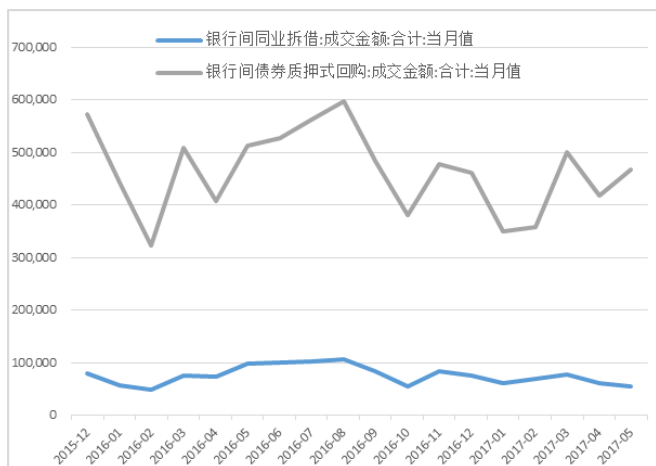


图 11、存款性公司资产和债权增长情况

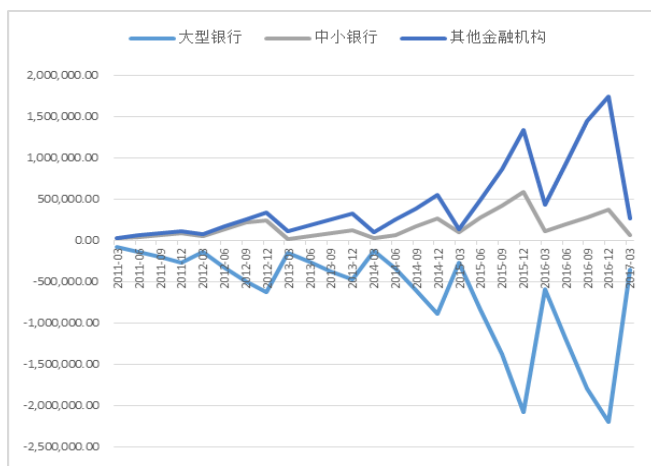


图 12、存款性公司负债规模增长情况

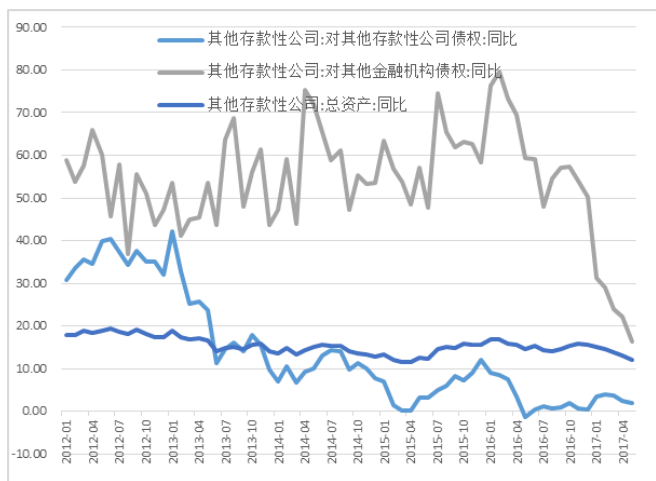


图 13、同业存单存量规模

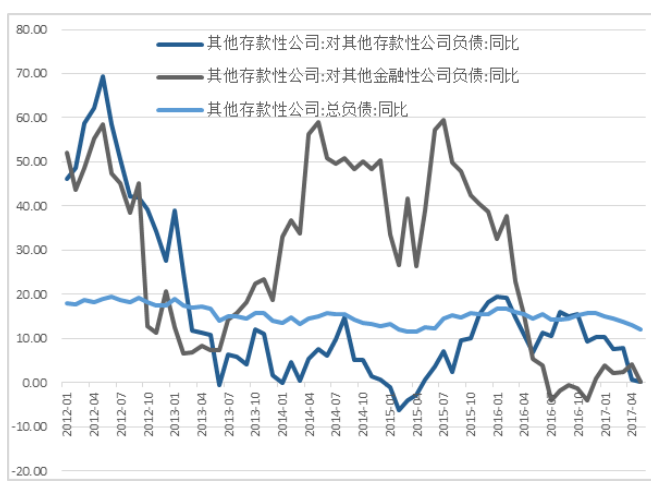


图 14、同业存单和企业债券发行情况

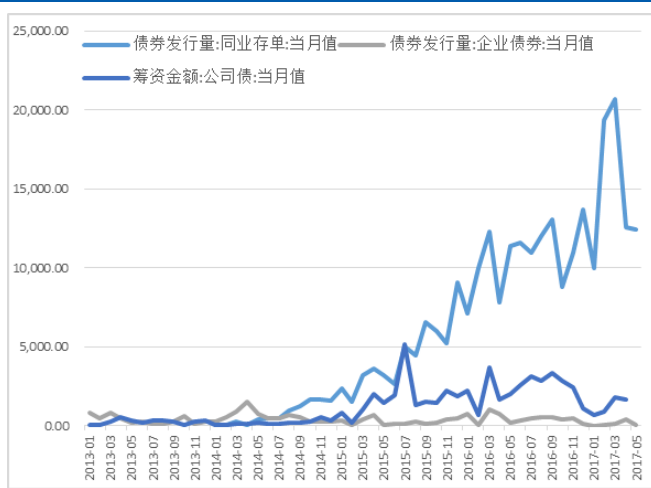
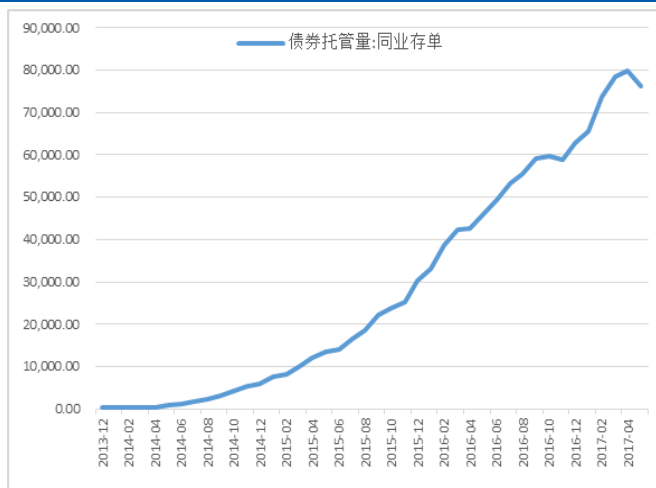
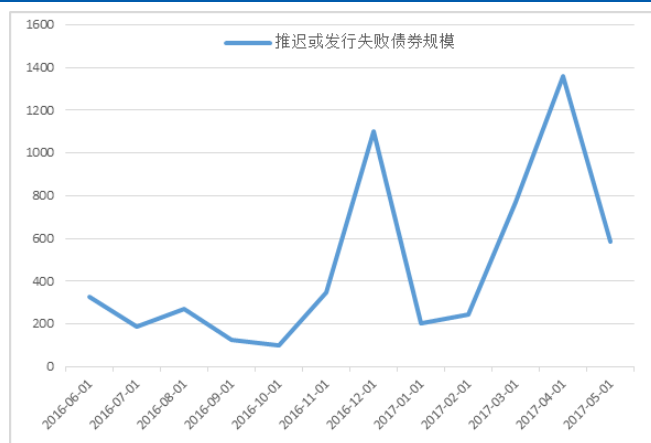


图 15、推迟或发行失败债券规模



资料来源：WIND 资讯 南华研究

同业存单的井喷不仅导致发行市场的失衡，同时也是导致近期市场利率走势怪象的主因。分类来看，拆借市场方面，近期 SHIBOR 隔夜和 7 天利率走势较为稳定，但 1 月、3 月、6 月和 1 年期利率仍在大幅攀升，尤其 1 月和 3 月期利率上升幅度很大，目前和 6 月、1 年期倒挂情况明显；银行间质押回购利率同样是 1 月以下期限的利率回落，但接近 1 月期的 21 天利率近期上行明显，1 月及以上期限利率大幅走高；国债和企业债利率走势相近，一样是 1 年期以下利率大幅攀升，1 年及 1 年期以上利率有从高位回落的迹象，导致利差出现罕见的持续倒挂现象。

为什么债券市场利率走势会出现这种奇怪现象，特别是各个品种都出现 1 月份以下利率回落，1、3、6 月期攀升且出现倒挂，同时 6 月、1 年、2 期国债和 10 年期国债倒挂的情况？1 月份以下期限利率回落可以理解，这部分期限利率的走势主要与央行公开市场操作密切相关，4 月份之后央行没有再上调公开市场操作利率，也没有出现大规模货币净回笼的情况，所以短期利率走势有所缓和。而其他利率走高和倒挂的现象，我们认为主要是由于同业存单大量发行的扰动所致。同业存单毫无疑问是债券市场的主要供给方，从其 2017 年以来的发行期限来看，以 1、3、6 月期的比例最高，分别为 25.11%、28.87% 和 22.22%，三者占比达 76.2%。由于供给量井喷，发行利率也持续走高，4 月份存单发行创纪录之后，5 月份有所回落，但本周又出现发行量单周创历史新高的情况，导致 3、6 月期发行利率创新高，这对其他市场的相应期限利率都形成了拉升作用，导致货币和债券市场的 1、3、6 月期限债券利率大幅走高，并且出现大范围的利率倒挂情况。

针对同业存单的这种情况，不可能指望央行通过加大放水来解决中小银行负债荒问题，这种政策妥协在目前的监管基调下很难发生。未来纳入同业负债监管考核的可能性较大，随着年中考核季过去，下半年对于同业存单的监管很可能提上日程，那么企业债券融资将会回升。

图 16、央行公开市场净投放情况

图 17、SHIBOR 利率走势

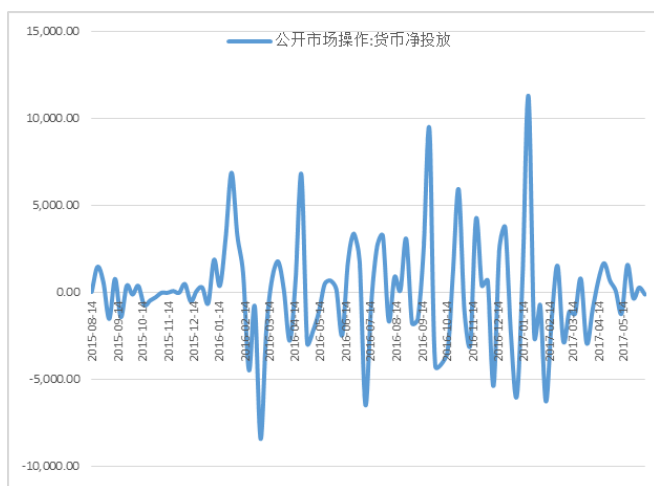


图 18、银行间质押式回购加权利率走势

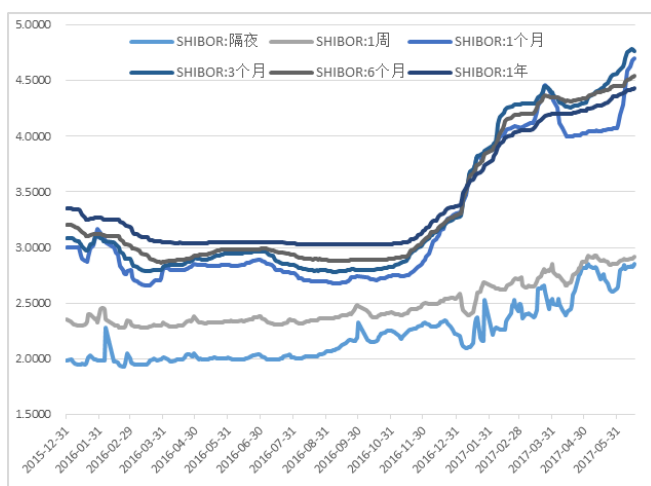


图 19、国债到期收益率走势

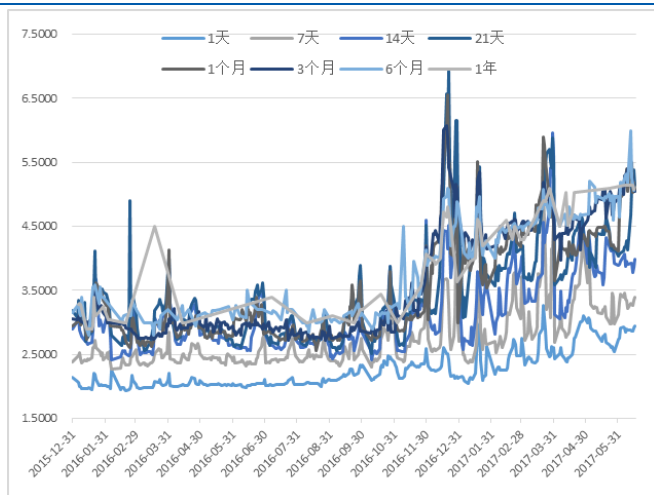


图 20、同业存单发行利率走势

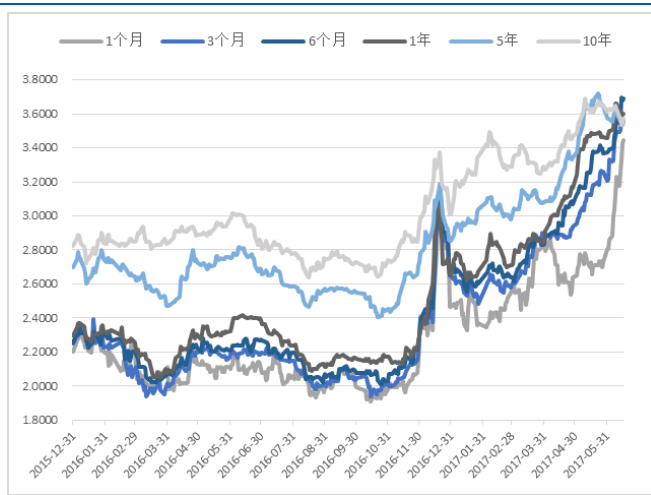
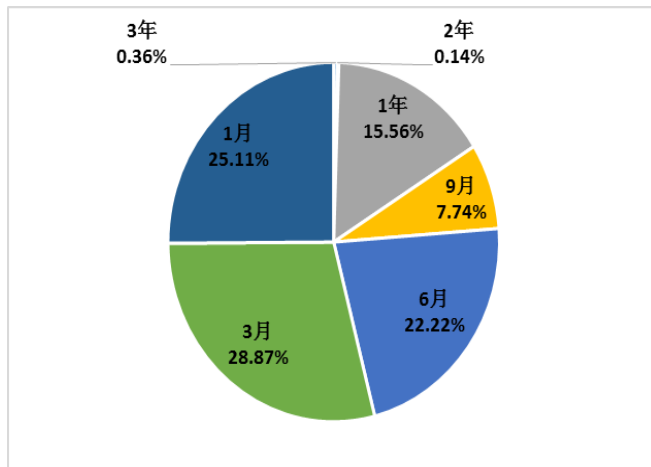


图 21、同业存单发行期限结构

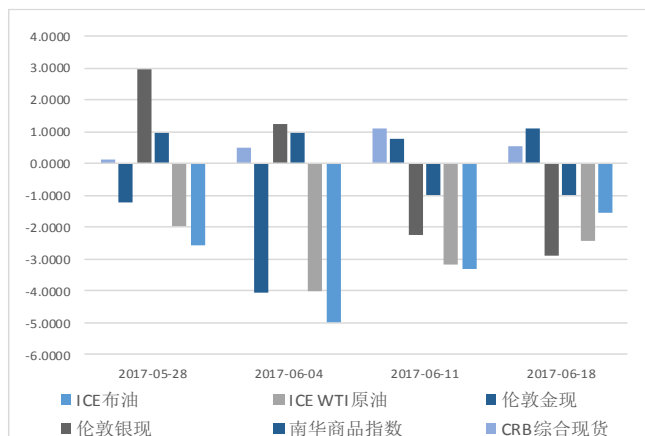


资料来源：WIND 资讯 南华研究

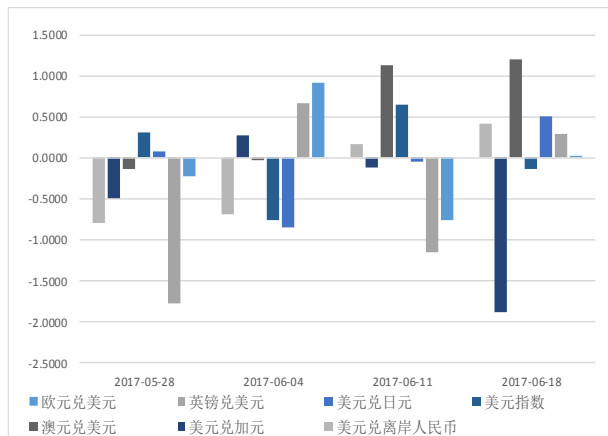
【本周全球大类资产表现】

2017年6月17日

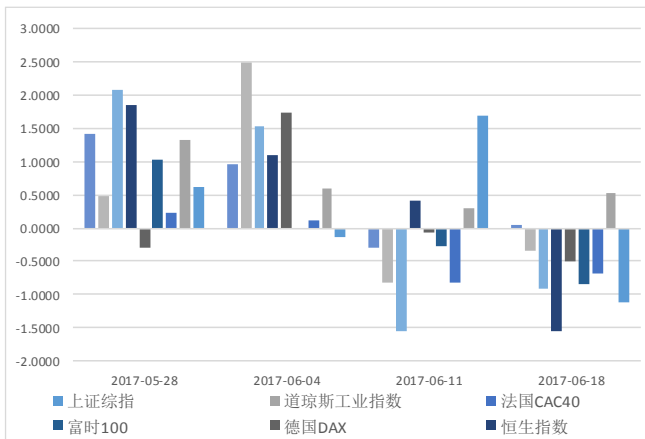
主要大宗商品涨跌幅



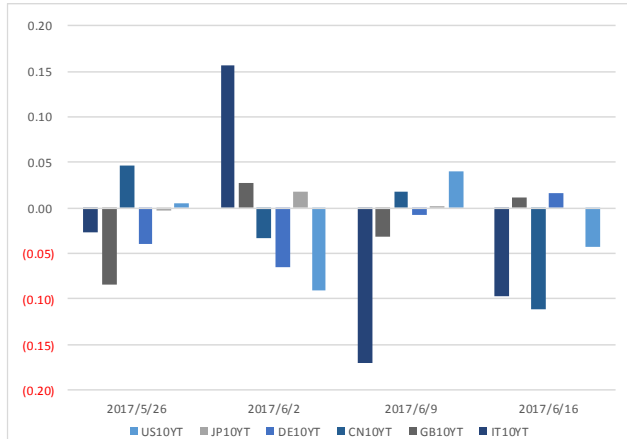
全球主要货币对涨跌幅



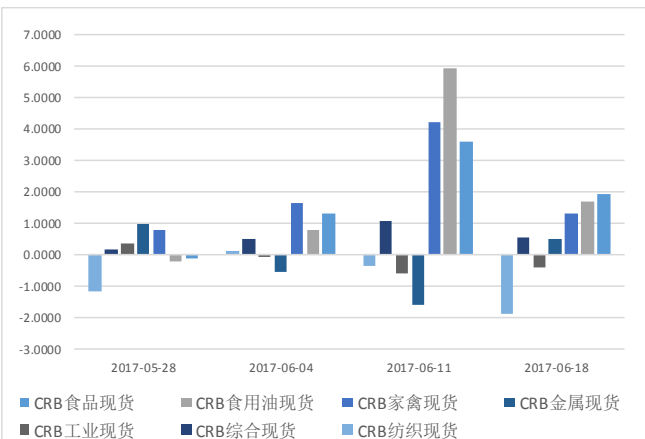
全球股指涨跌幅



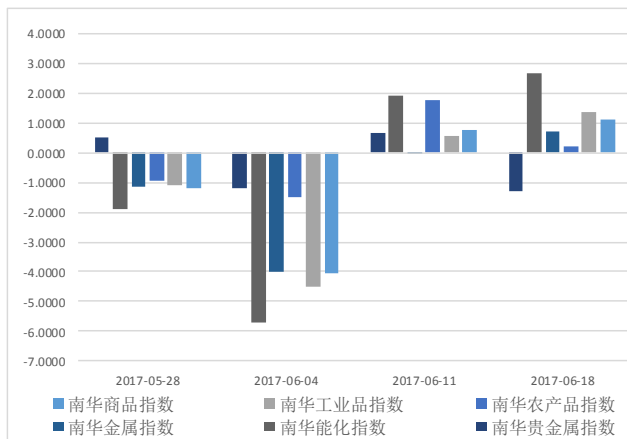
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
电话: 022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话: 021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611626

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话：0573-80703000

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室
电话：0592-2120366

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net