



去杠杆的紧缩效果

摘要

整体来看，目前金融机构去杠杆对表外融资产生了实质性影响，以前机构的违规借贷操作现在已经逐步得到修正，但与此同时，表外融资收缩产生的流动性紧张和违约风险也出现了较大范围的波及，由于金融机构风险偏好的大幅降低，企业的正常融资渠道也产生了很大影响。而且，表外融资的收紧并未带来表内融资或多或少的增加。

短期来看，社融急剧收缩已经对投资增长产生了较大影响。1-5月固定资产投资增速仅为6.1%，创1999年以来最低水平，基础设施建设投资增速仅为9.4%，是2012年以来最低水平。

与此同时，消费对宏观经济的支撑作用也非常有限，5月份社会消费品零售总额当月增速仅为8.5%，是2003年以来最低水平。流动性收缩和违约潮的蔓延迫使一些企业进行大规模裁员和降薪，这对消费也产生了较大影响。

去年以来固定资产投资实际增速从8.7%下降至0.9%，降幅近8个百分点，对GDP增长拉动率从2.8%下滑至2.1%，下降了0.7个百分点，如果投资增长维持这个下滑态势，叠加消费增速的缓慢下行，下半年GDP增速大概率降至6.5%以下。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

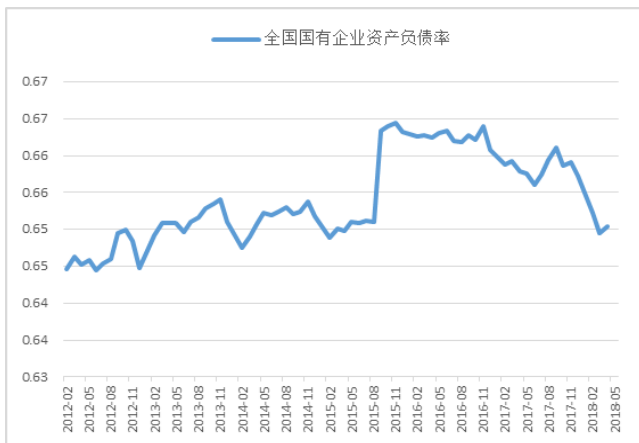
010-83168383

去杠杆的紧缩效果

一、短期投融资增速仍在继续下滑

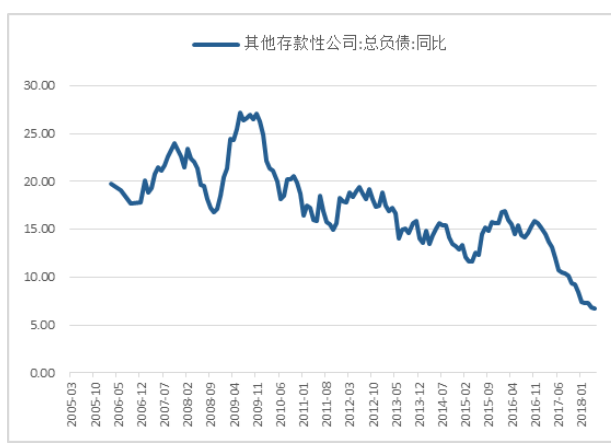
去年十九大报告提出打赢全面建成小康社会三大攻坚战，其中之一的防范化解重大风险攻坚战，今年以来已经全面铺开，去杠杆防风险的主要对象是地方政府、国有企业和金融机构，目前国有企业总负债率降至 2015 年的水平，银行业的负债增速在持续下降，说明国有企业和金融机构去杠杆已经显现初步成效，但地方政府债务余额仍在继续增长。

图 1、国有企业资产负债率情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 2、银行负债增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

从去杠杆的主要手段来看，地方政府方面主要是叫停一些地区的大型基建项目，进行 PPP 违规项目清理，限制国有企业投资，控制地方政府债务水平；金融机构方面是实施资管新规，规范金融机构表外业务行为，降低金融风险。这一系列手段不仅意在降低实体经济和金融行业风险，也对挤压过剩和低效投资起到很大作用。

PPP 项目清理方面，财政部最新公布的数据显示，截至 2018 年 3 月份，PPP 退库项目数达到 1160 个，退库项目总投资额为 1.2 万亿，占 3 月份 PPP 总投资额比例为 6.74%；从退库项目地区分布来看，山东、新疆和内蒙古的退库项目最多，退库总额均超过 1000 亿；从退库项目行业分布来看，市政工程、交通运输和城镇综合开发的退库项目最多，市政工程和交通运输项目的退库总额均达到 3500 亿，城镇综合开发退库额为 1187 亿。目前 5 月份退库数据还未公布，但从总投资额继续减少的情况来看，退库项目还在增加。

从 PPP 总的入库情况来看，5 月份总的项目数和投资额还在继续减少，不过，进入执行阶段的项目有所增加，落地率反而有所提高，主要影响的还是处于识别、准备和采购阶段的项目。从行业分布来看，与去年 12 月相比，投资额减少最多的依次是交通运输、保障性安居工程、旅游、市政工程和水利建设项目，这些项目投资降幅均超过 1000 亿，交通运输和保障性安居工程降幅分别高达 3358 亿和 2024 亿。投资额增加的则是片区开发、生态建设和环境保护以及林业项目，但是增幅不高，最多的片区开发项目只增加了 864 亿。总的来看，PPP 清理对基建项目的影响还是最大的。由于基建投资占固定资产投资的比重高达 27.4%，因此投资增长受到了较大影响。

从金融机构的角度来看，监管整治促使表外业务收缩，表外的资金需要回到表内，但是回表内受到行业投向的限制，而且需要纳入各种信贷监管指标，所以就出现了出

去的规模大，回来的规模小的情况。表外融资规模大幅减少，表内信贷规模没有相应增长，就起到了一个实质性紧缩的效果，进而影响固定资产投资增速。

在企业负债率高和流动性紧张的情况下，相关行业的违约风险快速上升，金融机构风声鹤唳，生怕踩中地雷，机构都在想哪些领域可能作为下一阶段的重灾区，并提前进行风险应对，这反过来会进一步导致金融机构收紧对这些行业的放贷和投资，这从2018年以来基建和地产发行失败债券数量飙升的情况可见一斑，房地产和建筑业发行失败债券总额已经接近去年全年的水平，可见流动性紧缩和违约风险会产生一个循环效应，从而进一步影响实体经济融资。

表1、历年发行失败债券行业分布（单位：亿元）

行业	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
采矿业	52	205	159	23	101
电力、热力、燃气及水生产和供应业	81	20	74	217	48
房地产业		68	114	283	269
建筑业	61	65	506	587	492
交通运输、仓储和邮政业	58	93	151	263	77
金融业	281	1181	6603	8492	2747
居民服务、修理和其他服务业	14		5		
科学研究和技术服务业			7	3	
农、林、牧、渔业	3	8	27	10	7
批发和零售业	50	43	100	176	54
水利、环境和公共设施管理业	4	41	61	61	38
卫生和社会工作				4	
文化、体育和娱乐业		4	13	12	3
信息传输、软件和信息技术服务业	2		2	34	45
制造业	140	387	748	391	305
住宿和餐饮业			10		
综合	41	105	294	516	354
租赁和商务服务业		6	47	51	49
总计	785	2225	8920	11191	4620

资料来源：WIND 资讯 南华研究

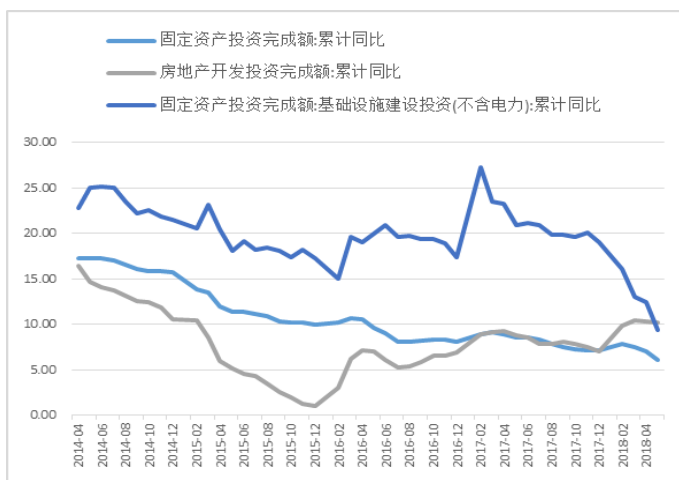
从具体的金融数据来看，5月份M2同比增长8.3%，与上月持平，M1同比增长6%，比上月增速下滑1.9个百分点。社融方面，5月份新增7608亿元，环比少增7996亿，同比少增3022亿，委托贷款和信托贷款继续下滑，委托贷款下降1570亿，与上月差不多，信托贷款下降904亿，降幅有所扩大。5月份社融腰斩的原因主要还是承兑汇票和企业债券发行量大幅减少，新增未承兑汇票下降了1741亿，企业债券发行量下降434亿，环比少增4210亿。信贷方面，5月份新增信贷1.15万亿，环比少增300

亿，同比多增 400 亿，其中居民户新增信贷为 6143 亿元，环比多增 829 亿，企业新增信贷 5255 亿，环比少增 471 亿，居民贷款依然是信贷融资的主要来源。

整体来看，目前金融机构去杠杆对表外融资产生了实质性影响，以前机构的违规借贷操作现在已经逐步得到修正，但与此同时，表外融资收缩产生的流动性紧张和违约风险也出现了较大范围的波及，由于金融机构风险偏好的大幅降低，企业的正常融资渠道也产生了很大影响。而且，表外融资的收紧并未带来表内融资或多或少的增加，5 月份信贷增量基本与上月以及去年同期持平。

短期来看，社融急剧收缩已经对投资增长产生了较大影响。最新宏观经济数据显示，1-5 月固定资产投资增速仅为 6.1%，环比少增 0.9 个百分点，创 1999 年以来最低水平，其中房地产开发投资增长 10.2%，环比少增 0.1 个百分点；民间固定资产投资增长 8.1%，环比少增 0.3 个百分点；基础设施建设投资增速仅为 9.4%，环比少增 3 个百分点，是 2012 年以来最低水平。

图 3、固定资产投资增长情况

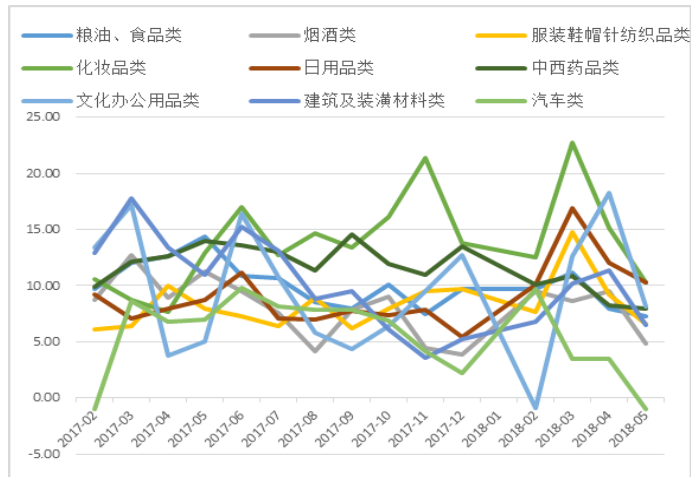


资料来源：WIND 资讯 南华研究

投资下滑是意料之中的事情，然而与此同时，消费对宏观经济的支撑作用也非常有限。1-5 月社会消费品零售总额累计增长 9.5%，环比少增 0.2 个百分点，5 月份当月增速仅为 8.5%，是 2003 年以来最低水平。统计局对此解释是受端午节假日移动（去年端午节在 5 月，今年在 6 月）和汽车税收政策调整影响（7 月 1 日进口税下调，购车行为推迟），这种说法可以解释 5 月份消费增速下滑的部分原因，但不足以解释消费增速创新低的原因，因为往年端午节错位的情况也非常多，而且 5 月份并不只是食品和汽车消费增速下降，包括服装、化妆品、日用品、药品、办公用品等在内的大部分消费品类都出现了增长下滑。

整体来看消费增长乏力是一个宏观经济现象，并不仅仅只是节假日因素或者某个税收政策的问题。从导致消费增长下滑的因素来看，高房价挤出消费已是一个众所周知的问题，而流动性收缩和违约潮的蔓延也迫使一些企业进行大规模裁员和降薪，这对消费也会产生较大影响。消费增长的萎靡不振可能会促使宏观当局出台相关刺激措施，目前利好消费的进口减税政策已经开始，另外个人所得税法修正案草案已于 6 月 19 日提请人大常委会审议，工资薪金、劳务报酬、稿酬和特许权使用费等劳动所得将首次实行综合征税，个税起征点将由每月 3500 元提高至每月 5000 元，预计这些减税措施将对消费增长起到一定的提振作用。

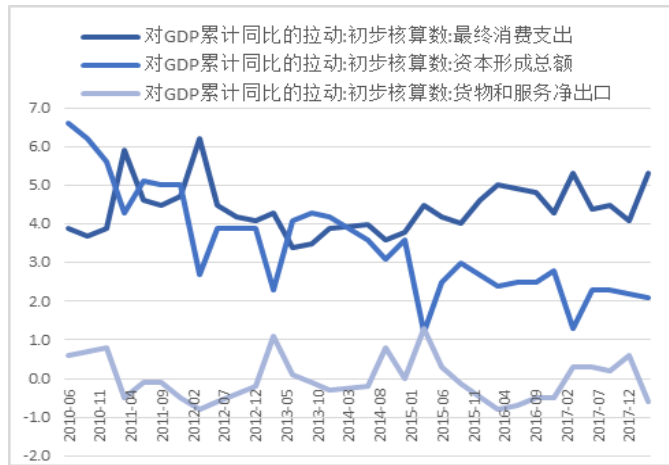
图 4、部分商品零售额增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

去年以来固定资产投资实际增速从 8.7% 下降至 0.9%，降幅近 8 个百分点，对 GDP 增长拉动率从 2.8% 下滑至 2.1%，下降了 0.7 个百分点，如果投资增长维持这个下滑态势，叠加消费增速的缓慢下行，下半年 GDP 增速大概率降至 6.5% 以下。

图 5、三大需求对 GDP 拉动情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

二、银行资本补充可能适当缓解实体经济缺血状态

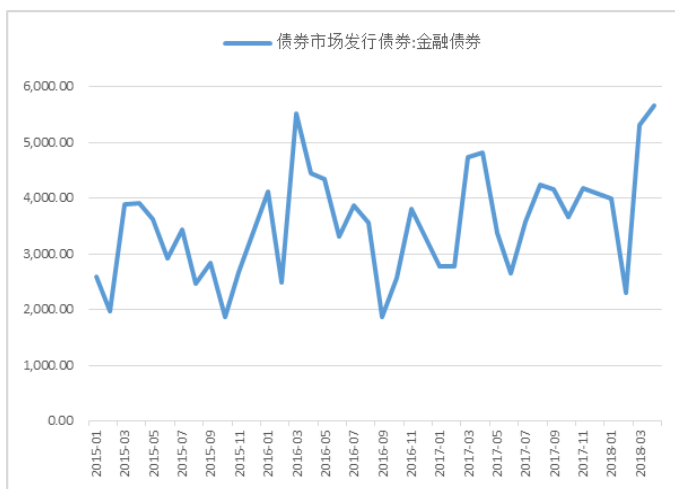
金融机构行为的整顿，对行业的长远健康发展是有利的，但短期而言，银行的资产规模也在收缩，这对于实体经济来说就是流动性减少，导致实体经济处于一个缺血状态。因此，如果既要防范金融风险，又要支持实体经济融资，就必须补充银行资本。

今年 3 月 12 日，银监会、人民银行、证监会、保监会和国家外汇局联合发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，支持银行补充资本工具创新，提出“推动修改有关法律法规，研究完善配套规则，为商业银行发行无固定期限资本债券、转股型二级资本债券、含定期转股条款资本债券和总损失吸收能力债务工具等资本工具创造有利条件”。

在监管机构鼓励下，今年以来金融债发行量已经创历史同期新高，2018年1-4月累计发行量达到1.7万亿；股市定增方面，农行1000亿已经获批，宁波银行和南京银行的240亿正在走审批流程；可转债方面，2018年以来银行的可转债发行预案总额已经达到1060亿，而去年全年预案才1455亿。

整体来看，银行在债券市场的融资进展较快，但在股市的进度不是很快，主要也是受今年以来股市表现低迷和融资（包括IPO和定增）增长放缓的影响，股市融资的放缓很可能是为独角兽的上市和回归腾出空间，所以估计下半年股市的压力还是很大，银行的定增和可转债计划未必能够获批，主要还是以债市融资为主，未来或多或少还是能够起到缓解流动性紧缩的作用。

图6、金融债发行情况

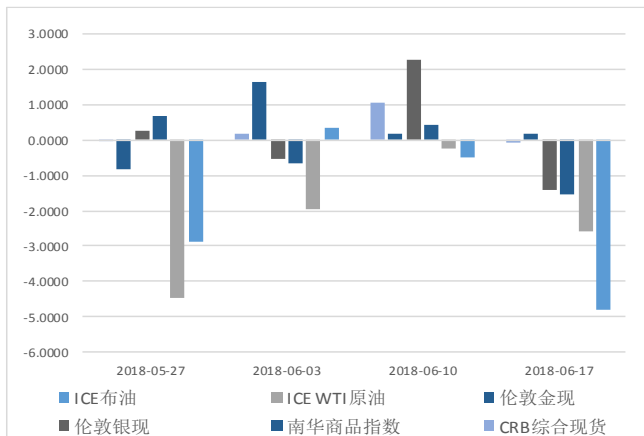


资料来源：WIND 资讯 南华研究

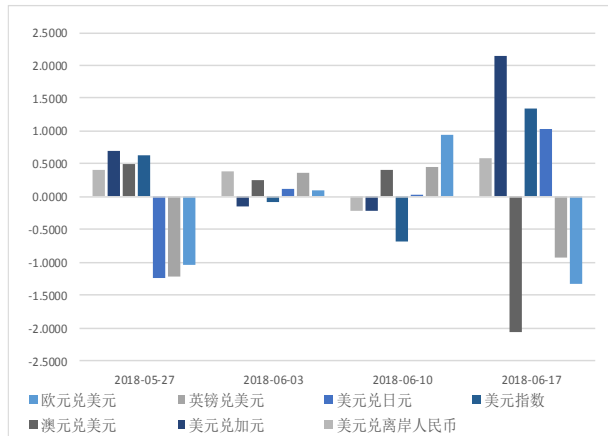
【本周全球大类资产表现】

2018年6月17日

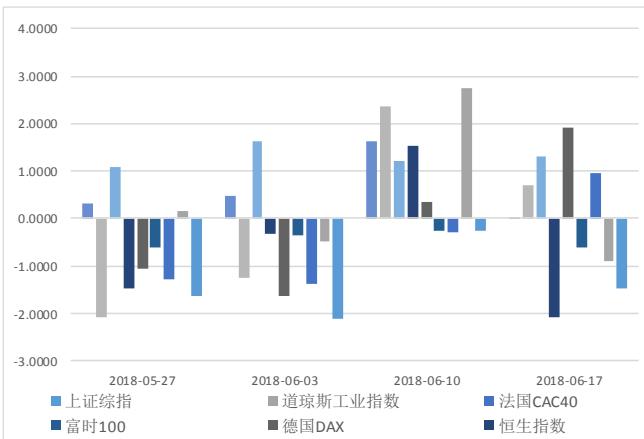
主要大宗商品涨跌幅



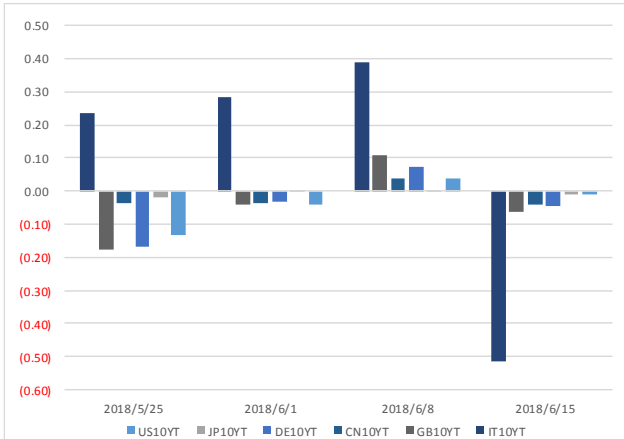
全球主要货币对涨跌幅



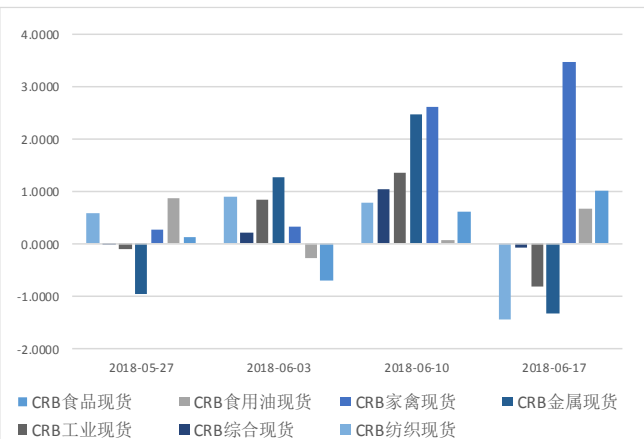
全球股指涨跌幅



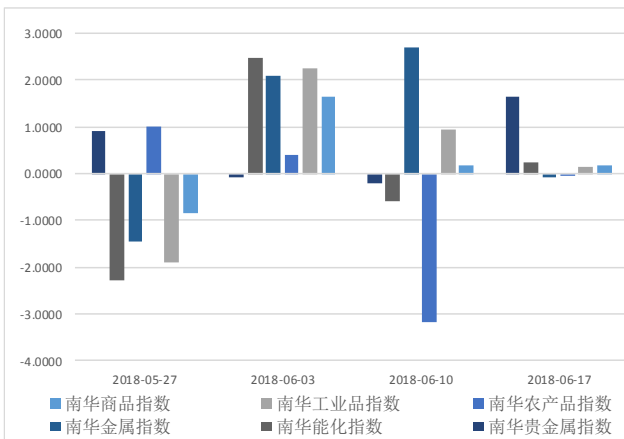
全球债市涨跌基点



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: 0577-89971808

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: 0931-8805351

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801、802、810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1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话: 021-20220312、021-50431979

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

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话: 020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611588

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8层805室
电话：0351-2118018

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

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话：0573-83378538

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号之二砖石海岸B栋1903单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金沙路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

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室
电话：025-86209875

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