



## 宏观经济日报

2018年7月6日星期五

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

### 【今日主题】

紧信用化解今年的债务危机.....2

【全球股市】.....5

【南华指数】.....6

免责声明.....9

南华期货研究所

黎 敏

*limin@nawaa.com*

010-631317-855

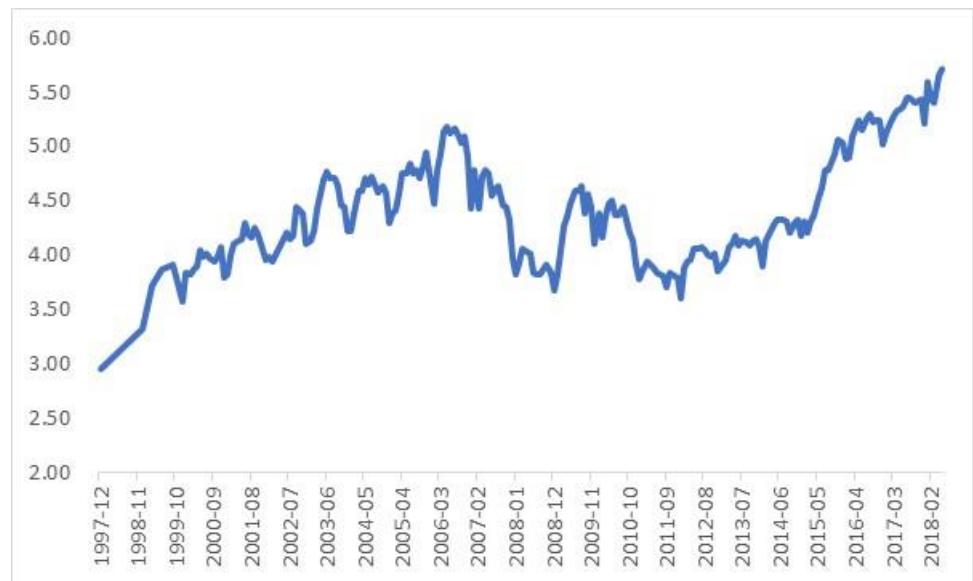
投资咨询: Z0002885

### 紧信用化解今年的债务危机

信用扩张导致债务增加，泡沫出现，风险急剧。2012 年我国信用扩张迅速，特别是小型机构的风控能力较弱，叠加负债成本较高，促使他们在进行投资的时候优先考虑高收益资产，而往往能够承受高融资成本的企业主要是存在高信用风险在银行很难贷到款，同时小型银行的吸储能力弱，同时理财产品需要走非银通道，这都导致金融机构的同业业务频繁，增加金融系统性风险。

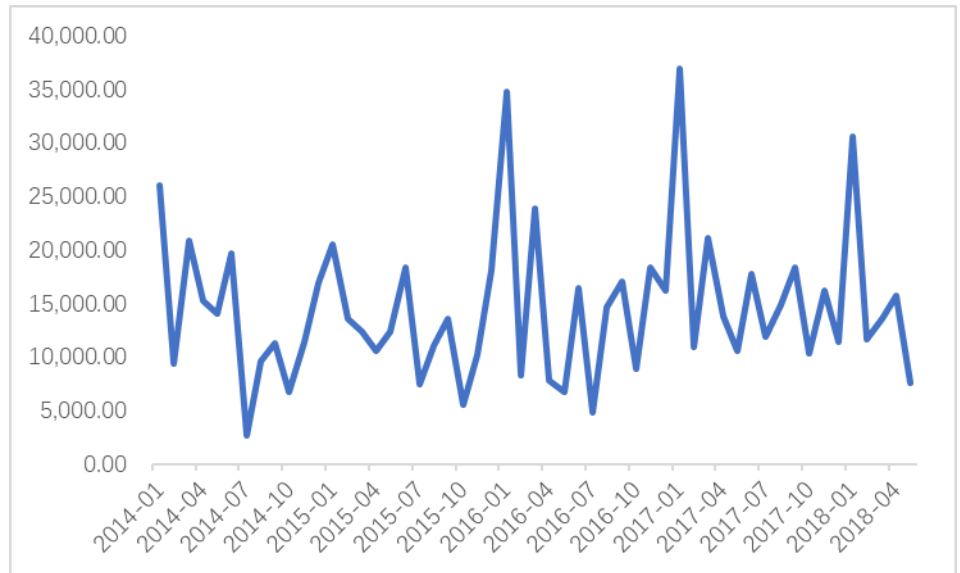
小型企业之所以愿意提供货币或者信贷，是基于预期能够收回更多。因此，这个体系良好运行的前提是有大量的资本的提供者（投资者/贷款方）以及大量的资本接受者（借款方、权益的卖方），资本的提供方相信他们能够获得多于投入的回报。而中央银行则控制着货币的总量；信贷的多少受货币政策的影响，但是信贷量可以轻易产生，只需要双方在信贷上达成一致。泡沫的出现，是因为信贷创造多了，难以履行偿还义务，进而导致了泡沫的破灭。我们看到新增社融的规模在经历 2014-2015 年收缩之后，在 2016-2017 年明显反弹，同时伴随着货币乘数的快速提升。而这意味着对于这一轮加杠杆的主体（地方政府、房地产）而言，其金融风险是进一步累积的。在经济复苏期，金融风险并不会明显体现出来，然而当托底政策本身的效果逐步消退之后，风险则会逐步暴露出来。

图 1：货币乘数



数据来源：WIND 资讯

图 2：社融的规模



数据来源：WIND 资讯

去杠杆就是降低债务负担的过程，主要是通过以下组合：1) 债务重组，减少还贷 2) 勒紧裤腰带，减少支出 3) 财富的重分配 4) 债务货币化（政府购买债务，增加信贷）。今年债务问题的核心是非标到期压力大，且债务滚动难度明显上升。面对今年的债务问题，我国需要采取紧信用宽货币的货币政策进行对冲。

紧信用主要体现的是“紧非标融资”，受金融强监管下表外非标融资的影响，融资需求从表外向表内转移，新增委托、信托贷款、未贴现银行承兑汇票减少，在资管新规实施的背景下，非标融资的萎缩是大势所趋。

“紧信用”带来基建、地产等低迷，这些行业也是融资的大户且负债率高，融资收紧的情况下，受到影响较大，进而影响固定资产投资增速；并且基建地产行业违约风险也较高，反过来会进一步导致金融机构收紧对这些行业的放贷，基建和地产发行失败债券数量飙升，从而影响投资进度。

上半年，央行已经实施了两次定向降准。第一次是 1 月 25 日开始实施的面向普惠金融的定向降准，释放长期流动性约 4500 亿元。第二次是 4 月 25 日实施的定向降准置换 9000 亿元 MLF，同时释放增量资金约 4000 亿元。央行这两次定向降准的效果显著，让市场流动性呈合理稳定状态，尤其是第二次定向降准的作用更为明显，定向降准置换 9000 亿元 MLF，同时释放增量资金约 4000 亿元，部分化解了金融机构因 MLF 累积而形成的潜在风险，央行称此次降准是为了对冲即将到期的 MLF 但我们发现央行在 6 月 6 日，继续投放一年期的 MLF 额度高达 4630 亿，利率与上期的 3.3%持平，这说明降准也并非对冲到期的货币政策工具，而是实实在在的开始实施“宽货币”。

表 1：上半年降准次数

1 月 25 日	开始实施的面向普惠金融的定向降准，释放长期流动性约 4500 亿元
2018 年 4 月 25 日	中国人民银行决定，从 2018 年 4 月 25 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点。定向降准置换 9000 亿元 MLF，同时释放增量资金约 4000 亿元。

资料来源：南华整理

为了对冲“紧信用”可能造成的信贷恐慌，及一些不利的影响，下半年央行降准置换较久到期的 MLF 仍将可能进行，而 MLF 合格担保品扩容也为增加流动性做好铺垫。流动性宽松力度可能加大，既是金融机构、实体经济的需要，也是资本市场稳定发展的需要。在去杠杆的大背景下，需要商业银行调整资产结构，以适合大资管时代的监管要求，提升其防范金融风险的能力，然而实现这一目标的最好办法就是定向降准。

综上所述，我们认为，紧信用款货币政策能化解今年的债务危机，并且对冲一些风险。

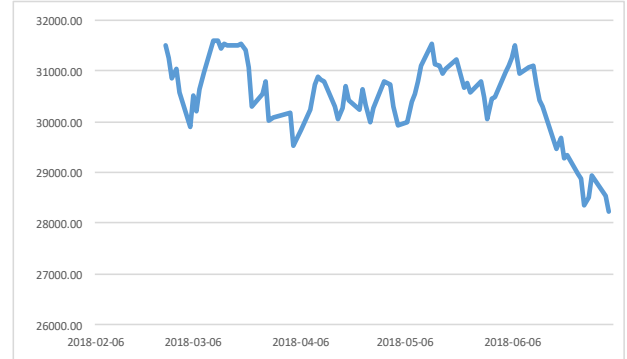
**【全球股市】**

2018年7月6日

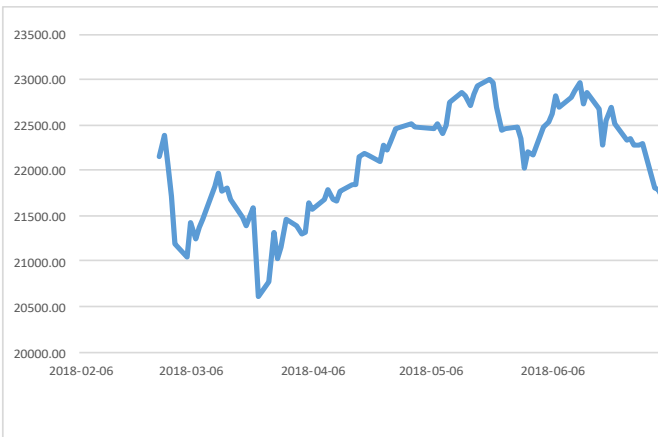
上证综指



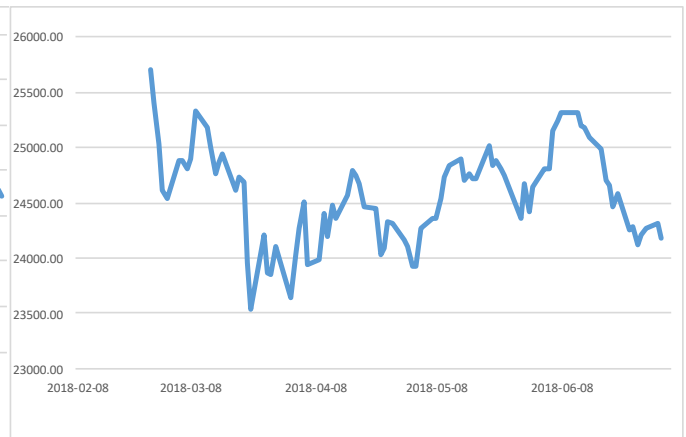
恒生指数



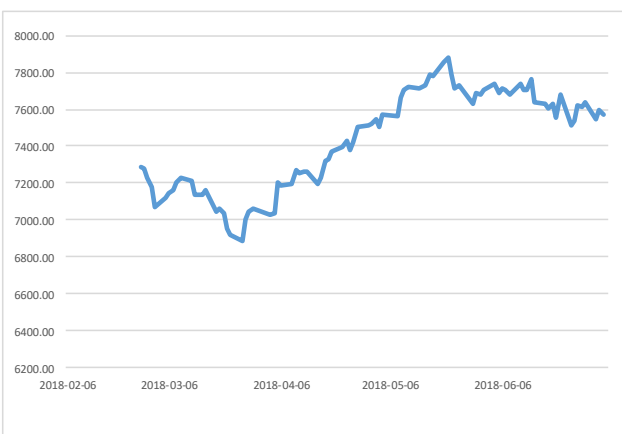
日经 225



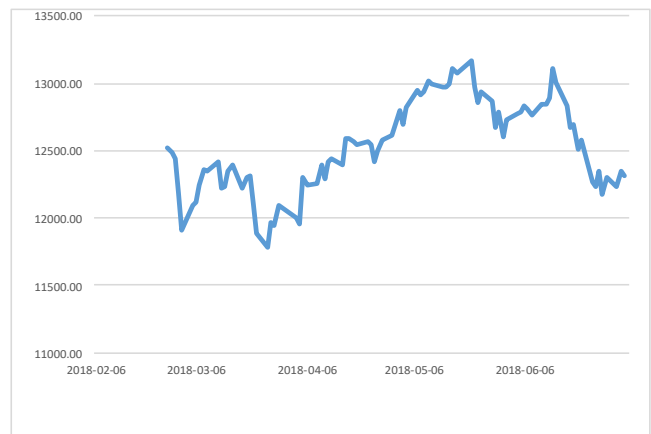
道琼斯工业指数



富时 100



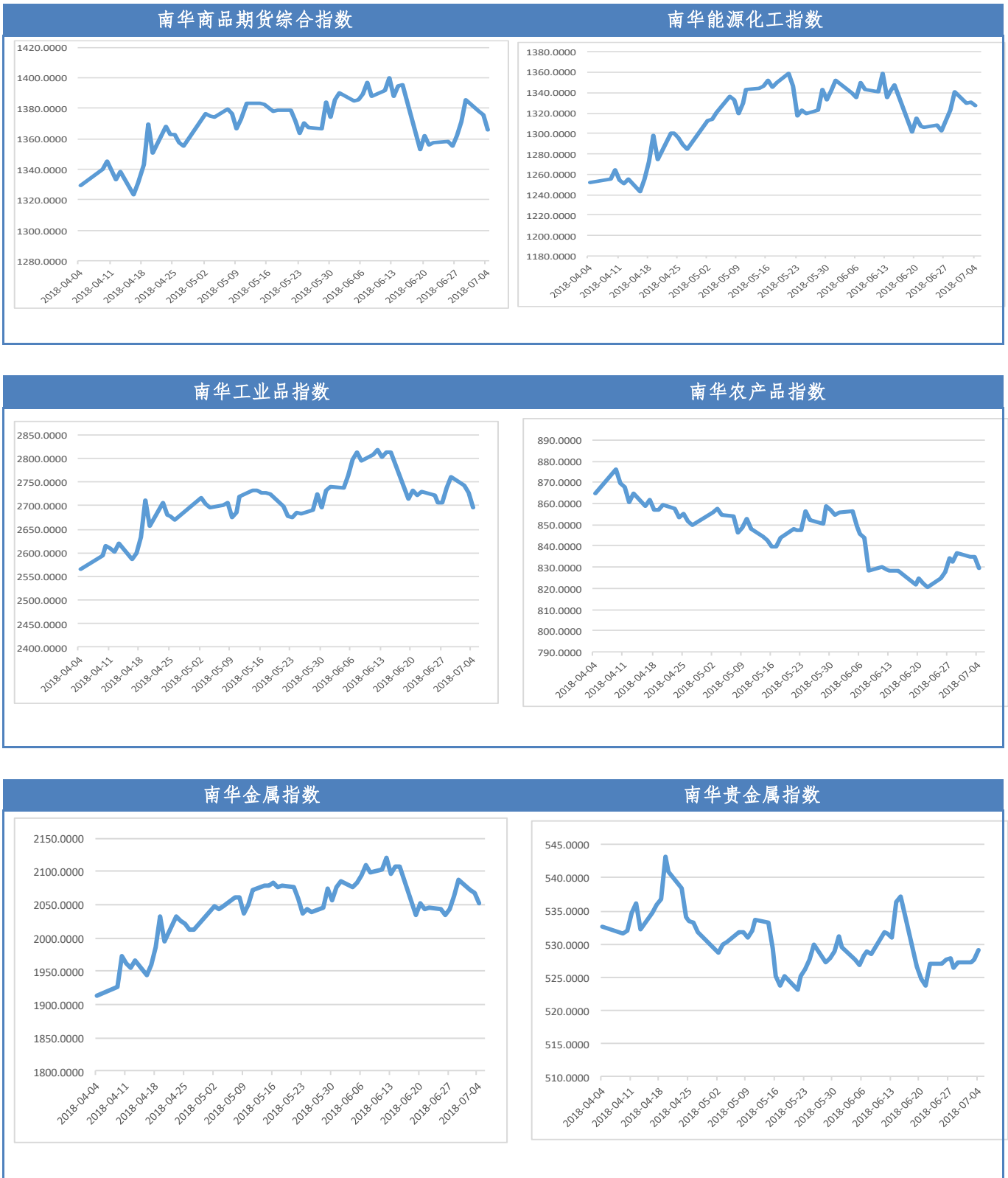
德国 DAX



资料来源: WIND 南华研究

**【南华指数】**

● 2018年7月6日



资料来源: WIND 南华期货研究所

## 南华期货分支机构

### 总部

杭州市西湖大道193号定安名都2、3层  
客服热线：400 8888 910

### 上海分公司

上海市浦东新区芳甸路1155号801、802单元  
电话：021-20220312

### 上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路663号1楼、7楼  
电话：021-52586179

### 上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路1155号8层803、804单元  
电话：021-50431979

### 普宁营业部

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

### 厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二钻石海岸B栋1903单元  
电话：0592-2120291

### 南通营业部

南通市南大街89号（南通总部大厦）六层603、604室  
电话：0513-89011168

### 广州营业部

广州市天河区花城大道68号2008房，2009房  
电话：020-38809869

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦A座1003  
电话：022-28378072

### 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

### 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

### 太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号8层805室  
电话：0351-2118001

### 宁波分公司

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

### 余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室、104室  
电话：0574-62509011

### 永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼  
电话：0579-89292777

### 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

### 绍兴营业部

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

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801室  
电话：0577-89971808

### 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

### 嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心3幢1801室  
电话：0573-89997820

### 慈溪营业部

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

### 宁波营业部

宁波市和义路77号汇金大厦9楼  
电话：0574-87274729

### 台州营业部

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

**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

**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

**芜湖营业部**

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002  
电话：0553-3880212

**舟山营业部**

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

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话：0579-85201116

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼  
1405 室  
电话：0791-83828829

**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 室  
电话：010-63161286

**沈阳营业部**

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室  
电话：024-22566699

**青岛营业部**

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
电话：0532-80798985

**大连营业部**

辽宁省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

**郑州营业部**

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

**兰州营业部**

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号  
电话：0931-8805351

**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

**深圳分公司**

深圳市福田区莲花街道金田路 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

**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](http://www.nanhua.net)