

1.8 万亿信贷意味着什么？

李奇霖

联讯证券股份有限公司研究院 董事总经理/首席宏观研究员

国家金融与发展实验室银行研究中心 特聘研究员

钟林楠

联讯证券研究院宏观组

6 月份的金融数据结构上没什么亮点，社融贷款化和 M2 低速化的特征依然明显。

但是，考虑到监管层在二季度已经在货币与信贷政策上做出了积极的应对，政策上的限制相对减少，6 月的金融数据会是一个较好的体现实体经济强弱的指标信号。

1. 从政策的微调说起

由于去杠杆的一系列讨论，经济需要改变债务驱动创造需求的发展模式，需要改革与创新已经被大家所熟知。

这种改变要遵循经济结构的演化规律，即一种经济结构向另一种结构演变需要先瓦解现有的旧结构，然后新结构在旧结构尚未解体前发展成为一种潜在的新稳态，最后平稳替代旧结构。

破影子银行改同业，控地方政府隐性债务是瓦解旧结构；去产能环保督察倒逼企业技术升级，提升行业集中度是在培养新结构所需的新因素。

但是，各种单个新因素再发达，它们也是托在旧结构的基础之上的，不可能独立于旧结构而存在。

由于严监管+紧信用的双重负反馈，使得周期性地扰动旧结构的大风必定要刮起，其结果将是萌芽和新因素一起被扫荡了。

因此，货币与信贷政策需要微调。定向宽松、延迟理财新规下发时间（媒体报道）是其一，给予国有大行更多的信贷额度（市场传闻）是其二。

只是，这种政策微调的效果从 6 月份的金融数据来看，并不明显。

2. 问题远没有解决

总量上，1.84 万亿的新增信贷看起来比 5 月多了不少，但是，

1) 过去三年银行信贷都呈现出六月出现峰值的季节性规律，可能因为银行在季末考核压力下有冲量的习惯，企业由于二季报披露时间有融资美化现金流的考量。

2) 如果市场传闻与媒体报道属实，则银行出于监管层的要求，为支持监管层的政策指导，会进一步加大信贷的投放。

结构上，与 2017 年相比，我们能明显看出，居民部门的信贷数据虽有小幅的减少，但总体而言变化并不明显，由信用卡贷与消费贷款支持的居民短期仍然保持较高的增长，未来仍是银行攻坚的主要业务方向。

而企业部门，用于资本开支的非金融企业中长期贷款显著恶化，票据融资一枝独秀，新增了 4500 多亿。

这背后的逻辑在于：

虽然监管对金融机构做了政策上的适度放松，但对于实体的严监管仍然存在——房地产企业与城投平台的债务规模的增长控制力度反而进一步加强。此种情况下，即使银行得到了投放信贷需要的资金与额度，但环顾实体，也会发现钱无处可投。

因为城投与房企在 2017 年一直是银行表内最大的资金需求方，有担保有抵押品，风险相对较小。现在这两部分企业融资被管控住，银行将陷入“信贷荒”的困境中。（即使央行提出了定向支持小微企业的政策福利，但风险相对高，优质客户少，单笔规模小，很难放量）

更别提，在不良要求与监管力度提升后（如降低不良偏离度），很多中小银行的不良贷款率有着较大的暴涨压力，坏账风险成为银行在放贷选择上的重点考虑。

但监管层又给了金融机构资金、额度与指导，银行有着着加强对实体经济支持的任务，因此不得不选择风险相对低、期限短的票据资产来冲量，满足监管层的要求。

未来，我们认为如果仅是金融机构这一端的政策放松，对现如今的融资格局与经济作用较小。

1) 由于利率市场化的滞后，严监管对存款的“挤水分”及财政存款的高增吸收等因素影响，银行如今面临着“存款荒”。央行此前

定向降准对金融市场的呵护尽管能够给机构相对便宜与充裕的同业资金，但同业监管的限制让这些资金很难流入大部分银行。

2) 非标回表没有想象中的那么容易，企业与银行之前之所以选择非标作为两者的合作模式，本身就是因为表内贷款无法合规地给予支持，原因可能是行业限制、授信额度管制或其他，现在压缩非标，这些限制性因素依然没有发生改变，企业在被断臂后缺乏止血措施。

3) 资本金压力较大，这种压力来源于不良的增长（严监管下隐匿不良的释放）、重资本贷款业务的消耗、严监管下资本金补提等原因，同样不是货币与信贷政策微调所能改变的。

4) 资产质量问题，现在银行仍然是以抵押品、规模与企业性质为授信与放贷的核心考察指标，定向宽松下小微企业自身存在一系列的风险与不规范，银行要批量实现规模放贷有着较高的科技与系统要求，成本相对高。

同时，现在债务风险最大，最需要银行信贷支持的企业是那些低评级的企业，它们的债券融资渠道因为破刚兑、表外资金收缩使原有买盘基本丧失，新买盘未及时培养，已经趋于瘫痪，银行面对这样的企业，很难雪中送炭。

因此，现在的信贷高增在某种程度上讲只是一只“纸糊”的老虎，要解决债务风险与经济增长动能下滑的问题，还需要更多的政策与措施。

3. 利率与高等级债的机会与确定性最大

鉴于现在银行手中持有相对偏多的超储资金但信贷领域缺乏足够优质资产，对债券的配置力量会逐渐起势，政策上为防风险与对冲经济下行压力有望进一步松绑，利率仍有下行的空间。

但由于低等级债的配置盘持续缺席，风险偏好依然较低，低资质企业的现金流即使是在债券牛市中也很难得到较好的改善，信用风险在中短期内依然较大，利率与高等级的机会与确定性相对更大。