

# 政策回归稳增长，信用环境继续修复

## ——2020年货币及信用展望

2020年1月6日

宏观经济

专题报告

|         |     |                 |                           |                       |
|---------|-----|-----------------|---------------------------|-----------------------|
| 首席宏观分析师 | 王宇鹏 | 电话：010-66554151 | 邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480519070003 |
| 研究助理    | 杨城弟 | 电话：010-66555383 | 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn    | 执业证书编号：S1480117080049 |

### 投资摘要：

**2019年以来去杠杆和严监管带来的信用收缩正在逐渐修复；**2018年去杠杆与严监管等政策有效的稳定了宏观杠杆率、控制了金融风险，但政策同时挤压了中小企业和民营企业融资渠道，提升了银行风险偏好，引发了信用收缩和信用分层现象。2019年以来由于货币政策呵护，监管边际放松，人民币贷款、社融增速缓慢回升，信用收缩现象逐渐缓解；信用分层也正在逐渐修复，2019年1季度国企、民企信用利差、产业债等利差均呈现下降迹象；5月以来包商银行风险事件拉升中小银行负债成本，提高银行风险偏好，导致信贷、社融增长出现滑坡，不同企业间信用利差回升。

**2020年货币政策仍存在降准降息的可能性；**当前实体企业融资成本依然偏高；贷款利率改革以来央行多次调降LPR利率，但贷款加权平均利率不降反升，对比债券市场到期收益率，贷款加权利率依然处于较高水平，经济增速存在下行压力时，降低实体融资成本有助于逆周期调节；2020年央行仍存在降息的可能性，但历史经验显示贷款基准利率调整以PPI为锚，在PPI快速下行期，央行倾向于降低融资成本刺激总需求，2020年下半年随着PPI企稳，央行降息空间有限；2020年如果外汇占款增长和基础货币增长依然乏力，央行仍然存在调降存款准备金率来刺激货币创造、调节货币供给的必要性。

**需关注中小银行风险和数字货币发行对货币政策及信用扩张的干扰；**2019年4季度金稳会多次提及中小银行资本补充和公司治理改革，央行评级报告也显示仍有不少商业银行位于高风险机构评级区间；我们统计市场上拥有存续债券的商业银行经营数据，发现城商行农商行等中小银行资本充足、盈利、流动性等指标分化严重，部分城商行、农商行资本充足率为负，客户集中、流动性指标恶化。与国行股行相比，近几年城商行、农商行资本充足率、流动性和盈利指标改善缓慢，部分指标存在恶化趋势。风险机构退出或重组将对货币政策及信用扩张产生影响。

**2020年预计社融存量增速为11%左右；**2020年央行工作会议将稳增长放在首位，但这并不意味着“大水漫灌”，社融增长需与经济发展相适应；我们认为2020年社融增长将维持在11%左右，宽货币背景下，考虑到经济仍处下行期，银行风险偏好难以大幅修复，信用扩张仍存阻力。分项来看，企业贷款、直接融资新增额有望上升，PMI数据显示企业预期企稳，证监会修改再融资条件，均将直接利好以上分项增长；2020年居民贷款与表外融资将维持稳健。

**风险提示：**货币政策不及预期，中小银行风险释放

## 目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1. 2019 年信用环境逐渐修复 .....      | 4  |
| 2. 2020 年宽货币下流动性充裕 .....     | 5  |
| 2.1 降息降准仍存空间 .....           | 6  |
| 2.2 关注中小银行风险释放对货币及信用冲击 ..... | 6  |
| 2.3 央行或将推出数字货币试点 .....       | 7  |
| 3. 2020 年经济预期企稳，社融增长回升 ..... | 11 |

## 表格目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 表 1 央行与 libra 和比特币对比 ..... | 11 |
|----------------------------|----|

## 插图目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 1: 2019 年社融增速有所恢复 (%) .....          | 4  |
| 图 2: 2019 年 05 月后人民币贷款增速下滑 (%) .....   | 4  |
| 图 3: 2019 年银行资产端重启扩张 (%) .....         | 4  |
| 图 4: 2019 年表外融资收缩放缓 (%) .....          | 4  |
| 图 5: 18 年下半年等级利差扩大 (BP) .....          | 5  |
| 图 6: 18 年下半年国企民企利差上升 (BP) .....        | 5  |
| 图 7: 2019 年中低等级净融资额未显著恢复 (单位: 亿) ..... | 5  |
| 图 8: 18/19 年高等级债券净融资额较高 (单位: 亿) .....  | 5  |
| 图 9: 实体融资成本偏高 (%) .....                | 7  |
| 图 10: 贷款基准利率调整以 PPI 为锚 (PPI: 右) .....  | 7  |
| 图 11: 准备金率波动与基础货币增长呈反向 .....           | 7  |
| 图 12: LPR 改革效果 (%) .....               | 8  |
| 图 13: 高风险评级机构占比不低 .....                | 8  |
| 图 14: 2019 年基础货币增速较低 (%) .....         | 8  |
| 图 15: 商业银行资本充足率均值分布 (%) .....          | 8  |
| 图 16: 商业银行资本充足率最小值分布 (%) .....         | 8  |
| 图 17: 商业银行核心资本充足率均值分布 (%) .....        | 9  |
| 图 18: 商业银行核心资本充足率最小值分布 (%) .....       | 9  |
| 图 19: 商业银行核心一级资本充足率均值分布 (%) .....      | 9  |
| 图 20: 商业银行核心一级资本充足率最小值分布 (%) .....     | 9  |
| 图 21: 商业银行核心一级资本充足率均值分布 (%) .....      | 9  |
| 图 22: 商业银行核心一级资本充足率最小值分布 (%) .....     | 9  |
| 图 23: 商业银行短期资产流动性比率均值分布 (%) .....      | 9  |
| 图 24: 商业银行短期资产流动性比率最小值分布 (%) .....     | 9  |
| 图 25: 商业银行前 10 大客户贷款占比最大值分布 (%) .....  | 10 |

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 26:商业银行前 10 大客户贷款占比均值分布 (%) .....  | 10 |
| 图 27:商业银行净息差均值分布 .....               | 10 |
| 图 28:商业银行净利差均值分布 .....               | 10 |
| 图 29: 央行数字货币 DC/EP 采用双层的运营投放体系 ..... | 10 |
| 图 30:2019 年企业贷款基本持平 2018 年 .....     | 12 |
| 图 31:居民长贷较为稳定，与房地产销售相关度大 .....       | 12 |

## 1. 2019 年信用环境逐渐修复

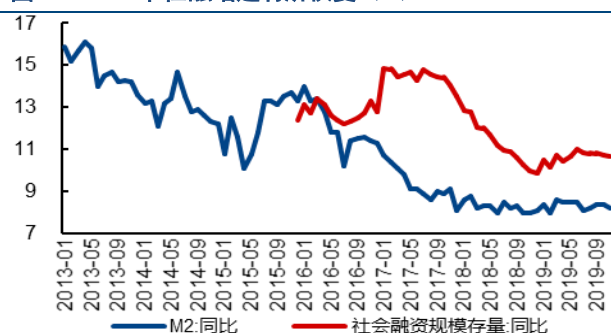
2018 年以来去杠杆和防范金融风险等一系列政策有效的稳定了宏观杠杆率，尤其是非金融企业杠杆率，降低了银行表外金融风险。但政策同时也压制了部分融资需求，导致产业链上下游无信用背书和合格抵押品的民营及中小企业经营情况恶化、风险上升，商业银行出现惜贷情况。此外银行表外的信托贷款、委托贷款曾是中小和民营企业较为重要的信贷资金来源，资金信托余额中近 30%投向工商企业。从表内贷款发放来看这部分融资需求难以满足风控要求，而表外创新业务通过嵌套和通道将风险转移至非银金融机构，实现资金贷出；严监管下该部分融资需求被挤压，从而出现“信用收缩”和“信用分层”现象；18 年以来人民币贷款增速下滑，国企民企产业债利差、产业债等级利差等上升至新高。严监管使得表外融资需求回归表内，信贷供需失衡，贷款利率攀升，17 年至 18 年 09 月人民币贷款加权平均利率呈上升趋势。

2019 年以来宏观杠杆率趋稳，金融监管边际宽松，18 年四季度以来货币政策边际宽松，信用收缩现象得到缓解。2019 年表外融资收缩幅度有所下降，社融增速触底小幅回升，信用扩张有所恢复；18 年表外融资需求向表内转移，人民币贷款增速回升幅度较大，19 年随着表外融资稳定，人民币贷款增速稳定。

但不同性质、不同评级企业之间信用的结构性分化恢复缓慢；中低等级（AA+以下）主体公司在债券市场净融资规模 18 年以来恶化，19 年未见显著恢复。而高等级债券（AAA 与 AA+）净融资额近两年处于较高水平。18 年中发债主体等级利差、国企民企信用利差迅速上升，19 年以来国企民企利差小幅下降，信用分化有所缓解，但仍难回 17 年水平。

19 年年中包商银行风险爆发使得信用扩张与结构性改善受阻，社融与人民币贷款增速出现掉头向下的趋势，等级和信用利差重回上升态势。银行负债端主要源于对公对私存款、主动负债和同业负债，其中中小银行同业负债占比较高；而同业刚兑的打破引发银行系统尤其是中小银行负债成本上升，导致信用被动收缩；中小银行集中服务于当地中小企业，经济下行期银行风险偏好较高，风险事件更是加剧其风险偏好，导致银行主动收缩信用，出现惜贷现象。

图 1: 2019 年社融增速有所恢复 (%)



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 3: 2019 年银行资产端重启扩张 (%)

图 2: 2019 年 05 月后人民币贷款增速下滑 (%)

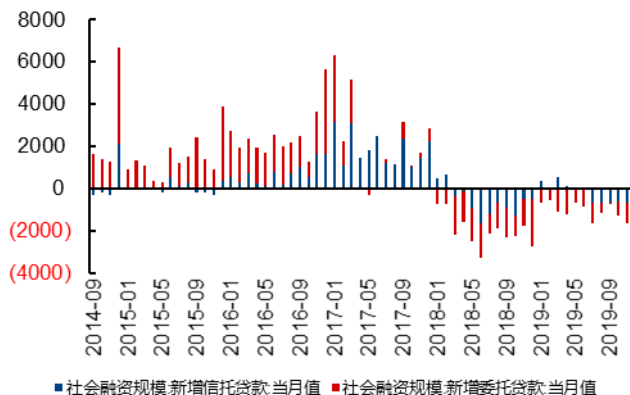


资料来源：wind，东兴证券研究所

图 4: 2019 年表外融资收缩放缓 (%)

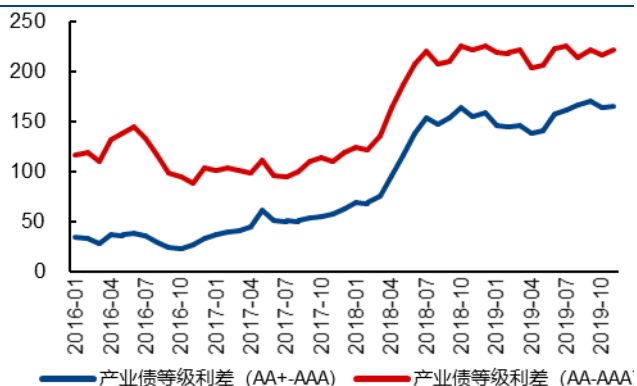


资料来源: wind, 东兴证券研究所



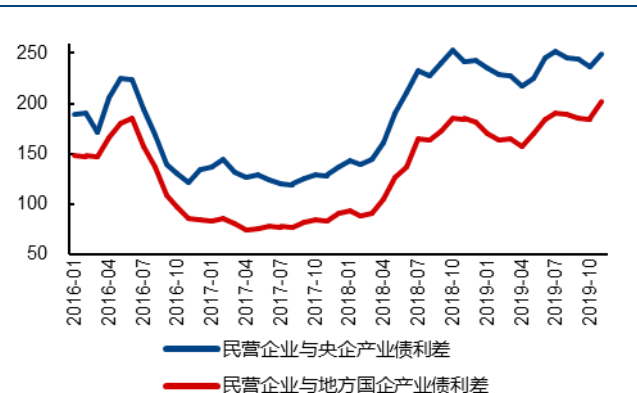
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 5: 18年下半年等级利差扩大 (BP)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 6: 18年下半年国企民企利差上升 (BP)



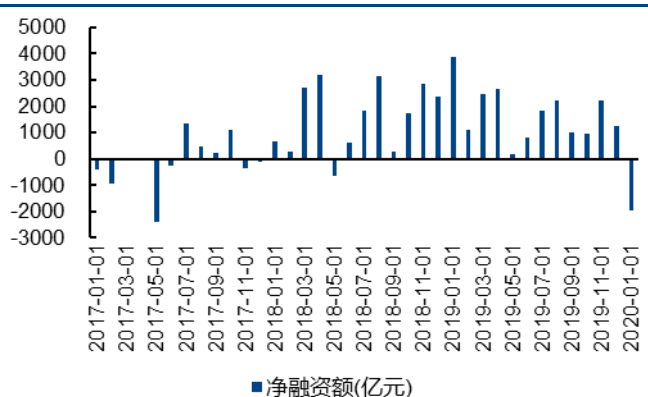
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 7: 2019 年中低等级净融资额未显著恢复 (单位: 亿)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 8: 18/19 年高等级债券净融资额较高 (单位: 亿)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 2. 2020 年宽货币下流动性充裕

## 2.1 降息降准仍存空间

2014 年以来随着经济动能转变，央行外汇占款增速负增长，由于缺乏其他有效且长期的基础货币投放工具，近两年基础货币余额甚至出现负增长，因而央行多次使用降准来刺激货币创造、调节货币供给。相应的在实体经济层面，经济增长模式逐渐转化为信贷、投资驱动；降准拉升货币乘数，银行货币创造推升货币供给，也带来了企业杠杆率的快速上升。但高杠杆率下企业或个人债务负担重，借新钱还旧钱比例高，常规的货币政策工具难以对实体经济增长产生显著调控效果。降准、降息意在鼓励银行信用创造，但经济下行期银行风险偏好较低存在惜贷现象，且债务压力挤占信贷资源，央行需要增加货币政策力度才能起到稳定经济增长的效果。因此我们认为在宏观杠杆率稳定和金融风险可控、央行逆周期调节压力较大的背景下，2020 年货币政策仍然存在一定空间，但这并不意味着搞“大水漫灌”，社融增长仍需与经济发展相适应。

**当前银行一般贷款加权利率依然偏高，降低实体融资成本具有必要性：**与 1 年期、5 年期企业债到期收益率相比，代表企业融资成本的一般贷款加权利率和 LPR 利率依然处于较高水平；银行新增贷款大部分以 LPR+加点的方式定价，9 月 LPR 挂钩 MLF 利率后，83%新增银行贷款通过 LPR 加点进行定价，超 60%加点幅度在 0.5%以上。降低企业融资成本将有助于宽信用并减少经济下行压力。

与 MLF 发行利率挂钩后，LPR 几次调降，但一般贷款加权利率不降反升，一方面中长期贷款占比增加导致的利率上升，另一方面银行负债成本刚性约束下贷款利率下行有限；银行确定贷款利率时在资金成本基础上加人力等其他成本和利润。而资金成本是决定贷款利率的重要影响因素，存款和同业存单是银行资金来源的两大渠道；央行降低 OMO 利率可传导至银行间市场并降低同业存单利率，但难以传导至存款利率。

此外宏观杠杆率较高前提下降低融资成本能够缓解企业还本付息压力，从而实现缓慢且风险较低的去杠杆化。我们认为随着 PPI 在下半年逐步趋稳，LPR 调降空间集中在上半年；历史经验证明存款基准利率以 PPI 同比变化为锚，PPI 下滑较大时央行倾向于调降贷款基准利率。LPR 改革后 LPR 报价利率行使了贷款基准利率功能；**2020 年随着库存周期进入补库存阶段，PPI 下行触底回升，LPR 下降空间有限。**

降准作为央行调控货币供给的工具与基础货币增长存在明显的反向关系；从央行资产端来看，外汇占款和公开市场操作、再贴现、再贷款等构成基础货币投放的两大工具，2014 年之前外汇储备波动主导基础货币波动，2018 年以来外汇占款增速稳定，但央行对其他存款性公司债券增速下滑导致基础货币增长乏力。因此展望 2020 年如果外汇占款维持负增长，基础货币增长乏力，**央行仍然存在降准的必要性。**

**2020 年央行将继续完善利率市场化改革：**推行 LPR 改革旨在打通以 LPR 为核心的货币政策传导机制，提高货币政策调控的有效性，有效利用常规货币政策操作空间。2020 年央行将继续完善 LPR 改革，督促银行提高以 LPR 为核心的贷款定价能力；当前存款利率市场化仍不具备条件，政策对存款的监管重心或将放在规范银行吸储行为上来，防止出现高息吸储拉高存款利率现象，如 2019 年 10 月银保监会下发文件规范结构性存款，致力于从负债端降低银行资金成本。

## 2.2 关注中小银行风险释放对货币及信用冲击

**中小银行存在风险隐患，或将影响信用扩张：**《央行金融机构评级结果分析》显示中小银行评级结果分化；从机构类型看，村镇银行、城市商业银行、农村商业银行中，分别有 88.9%、75.6%、73.2%的机构分布于 4-7 级；农村信用社和农村合作银行中，分别有 43.3%和 32.7%的机构分布于 8-10 级。其中 8-10 级和 D 级的机构被列为高风险机构。2019 年下半年以来金稳会多次就中小银行风险和改革表态，当前中小银行风险集中在公司治理与流动性领域，我们对公开的银行发债主体财务数据进行统计分析。

观察城商行农商行三大资本充足率指标，其均值表现优于股份制银行，然而近三年指标变化不大，而国有行、股份行资本充足率则在不断提升，说明城商行、农商行缺乏有效的渠道进行资本补充；中小银行间资本充足表现分化，部分农商行资本充足率为负，城商行资本充足率最小值也远低于股份行、国有行。以存贷比和短期资产流动性比率来衡量银行流动性，与股份行、国有行流动性不断提升相比，城商行、农商行等中

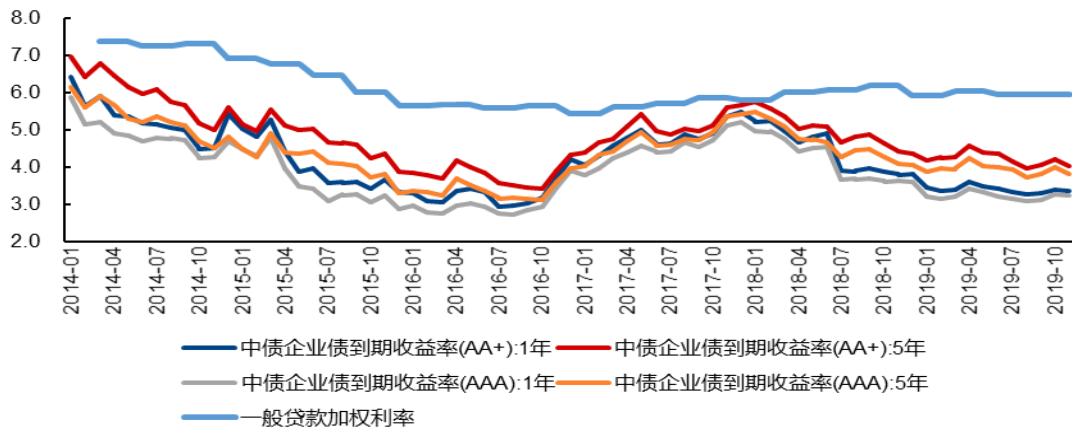
小银行近三年以上指标变化不大，甚至存在恶化现象；中小银行之间流动性分化较为严重，存贷比、短期资产流动性等指标最小值均远低于股行国行。此外城商行农商行贷款业务集中，前十大客户贷款占比较高且高于国行股行；近三年城商行盈利能力恶化，净息差、净利差下降幅度较大，最小值均为负值。从各指标绝对值来看，城商行、农商行的以上指标均在合理范围内，但16年-18年城商行、农商行的资本、流动性、客户集中度和盈利指标改善幅度不大，部分指标甚至存在恶化现象；中小银行之间分化严重，部分银行资本充足率、净息差、净利差为负，客户高度集中，存在较大的风险。

对中小银行的改革与风险处置具有必要性，可兼顾稳增长和防风险。中小银行是服务民营和小微企业的主力军，截止2018年底城商行、农商行小微企业贷款余额占比高达52%，参考包商银行事件处置，货币政策方面央行会营造充足的流动性环境防止风险传递，但短期来看高中小银行退出、个别银行信用风险或流动性风险的爆发仍将提高银行整体风险偏好，拉升中小银行负债成本，阻碍信用扩张和实体融资成本降低，一定程度上会加剧中小银行融资难问题。

### 2.3 央行或将推出数字货币试点

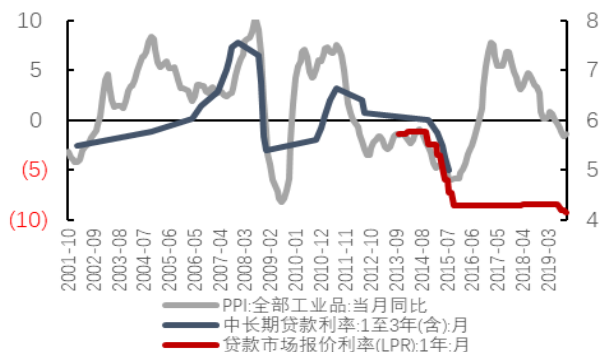
**数字货币发行提上日程；**央行数字货币（DC/EP）发行旨在去现金化，与比特币、LIBRA不同，具有中心化的特性；央行数字货币的发行有助于优化央行货币支付功能，数字货币具有可追踪性，其对纸币的替代有助于优化货币政策传导、优化货币政策调控，此外也能够为负利率政策实施创造空间。DC/EP仍在研发中，预计2020年将开展试点。

图 9: 实体融资成本偏高 (%)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 10: 贷款基准利率调整以 PPI 为锚 (PPI: 右)



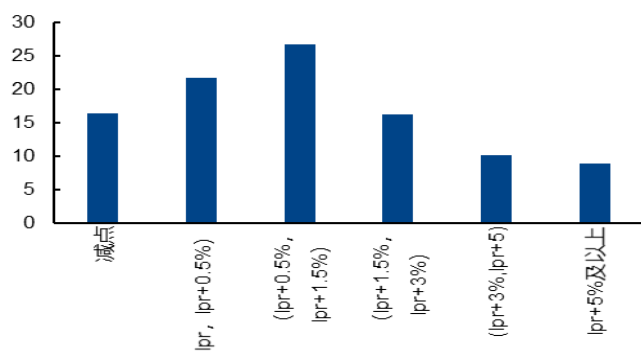
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 11: 准备金率波动与基础货币增长呈反向



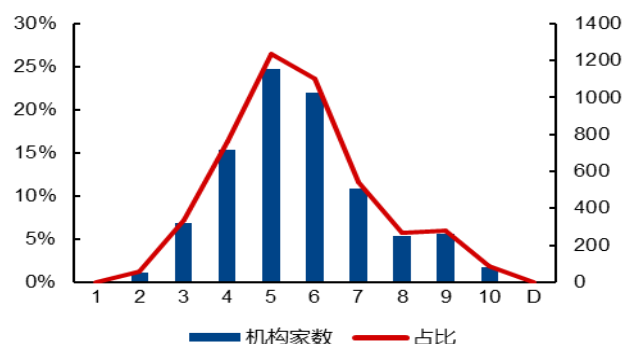
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 12: LPR 改革效果 (%)



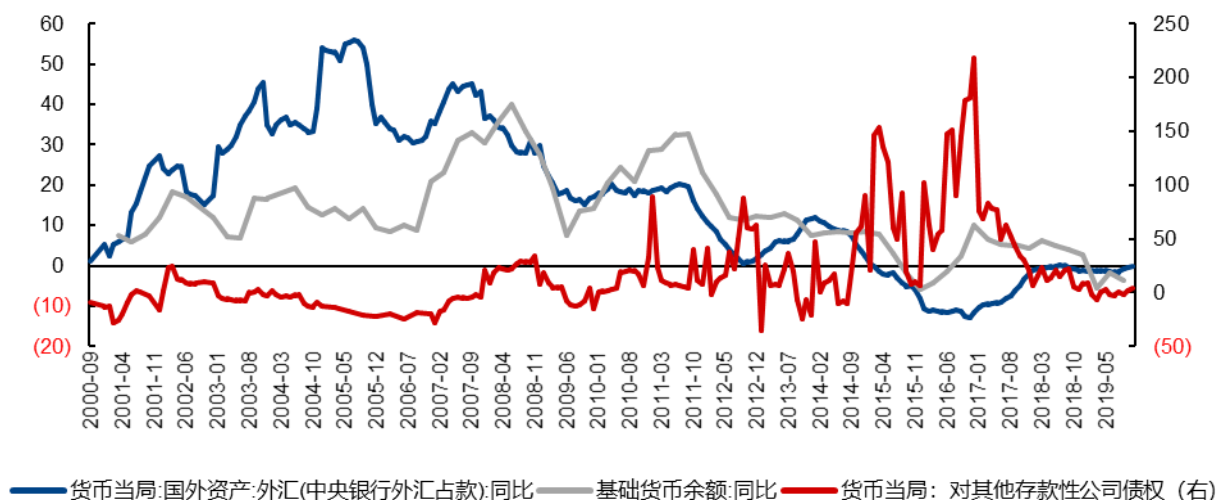
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 13: 高风险评级机构占比不低



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 14: 2019 年基础货币增速较低 (%)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_7963](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7963)

