

2018年07月25日

证券研究报告·宏观报告

宏观与大类资产配置系列评论



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

信用能否扩张？向何处扩张？

摘要

近日，宏观政策调整再度成为主导市场和经济预期的关键变量。上半年宏观政策以强力推进去杠杆和严监管为主，而近期宏观政策出现调整态势，国务院常务会议要求积极的财政政策更为积极，社融保持适度增长。资本市场很快给予了反映，走势体现了对未来实体经济信用扩张和基本面改善的乐观预期。

由于货币政策宽松态势明确，而且力图引导资金进入实体经济，实体信用最紧的阶段确实已经过去。是否会出现信用的大幅扩张并不确定。一方面，地方政府债务和房地产融资管控并未解除，另一方面，资管新规下，银行资本金依然对资金投放存在约束。而财政赤字和地方政府债扩张难以弥补其他融资收缩的缺口，因而实体经济资金面会有所改善，但不会出现大幅扩张。而央行货币政策宽松力度却更强，因而金融市场资金供给改善将较实体经济更为明显，资金将一定程度上再度累积在金融体系。同时，叠加监管缓和后金融体系广义货币创造能力恢复，各资本市场资金供给将持续改善，而且改善幅度可能较实体经济更为明显。因此，宽松的流动性环境下无需对利率债悲观，弱基本面和流动性改善依然将为利率债提供上升空间。而信用环境改善将降低信用利差。对权益市场来说，趋势上看，宽松的流动性同样更为有利于成长类资产。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟

执业证号：S1250517050001

电话：010-57631229

邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

1. 实体经济继续走弱，监管强压逐步缓和 (2018-07-23)
2. 新规细则落地，市场资金供给或持续改善 (2018-07-23)
3. “央行先生”和“财政先生”分歧原因及演进可能 (2018-07-17)
4. 经济下行压力上升，政策或有调整但难全面宽松 (2018-07-16)
5. 信用已紧，财政难松 (2018-07-16)
6. 贸易战影响尚未显现，内需走弱带动进口回落 (2018-07-15)
7. 中美贸易战正式打响，是否再度升级有待观察 (2018-07-08)
8. 如何看待本轮人民币贬值 (2018-07-06)
9. 经济边际走弱，控杠杆持续推进——月度经济预测 (2018-07-04)
10. 企业景气度下降，内外需或同时走弱 (2018-07-02)

近日，宏观政策调整再度成为主导市场和经济预期的关键变量。上半年宏观政策以强力推进去杠杆和严监管为主，形成实体经济信用剧烈收缩局面。而近期宏观政策出现调整风向，上周，央行和财政官员就财政政策是否积极展开辩论，背后是对去杠杆政策如何推进的分歧。而前天国务院召开的常务会议则以部署更好发挥财政金融政策作用为主题，要求积极财政政策更加积极，保持适度的社融融资规模和流动性合理充裕。而且明确指出加快地方政府专项债发行，在推动在建基础设施项目上早见成效。资本市场也很快给出反应，股市中基建板块和其它周期板块在近两日大幅拉升，而国债期货则显著下跌。

资本市场的走势反应了对未来实体经济信用扩张和基本面改善的乐观预期，但能否成为现实并不一定。事实上，上半年货币政策已经相对宽松，连续两次降准，银行间流动性保持宽松状态，但实体经济信用投放依然持续收缩。是否现在制约实体经济资金投放的因素全部消除？而国务院要求积极的财政政策更为积极，那么在“开正门、堵偏门”的环境下，财政政策发力的空间有多大？这些都是决定对实体经济信用扩张和基本面改善乐观预期能否成为现实的关键问题。而信用到底能否扩张？扩张程度？在哪些领域扩张？当前来看，依然是决定未来经济走势，以及资本市场走势的最关键变量。而这需要首先从分析货币、财政政策可能的发力方向和空间入手。

货币政策宽松态势明确，而且力图引导资金进入实体经济。从上半年央行操作和近期表态来看，货币政策宽松态势明确。央行在上半年连续两次降准，并加大公开市场资金投放，引导金融机构短端利率下行。同时，央行力图引导资金进入实体经济和降低金融体系风险。在降准的过程中，用降准释放资金定向支持债转股与小微企业融资。窗口指导商业银行，额外给予 MLF 资金用于支出发放和信用债投资，特别是低评级信用债投资。央行近期政策操作显示央行宽松的政策态度。另一方面，资管新规细则落地，在很多方面进行了柔性化处理，显示监管强压态势也有所改善。这些都对信用改善形成利好。

因此，实体信用最紧时期已经过去。货币政策的持续宽松并且力度在不断加大，而监管强压态势开始转变，相对于此前各部门统一去杠杆情况，这一转变意味着实体经济信用最紧时期或已过度。宽松的货币政策力图加快信用投放，而监管强加态势改善也将减轻对信用收缩的压力，信用将进入持续改善阶段。

图 1：央行加大资金投放，流动性持续保持宽松

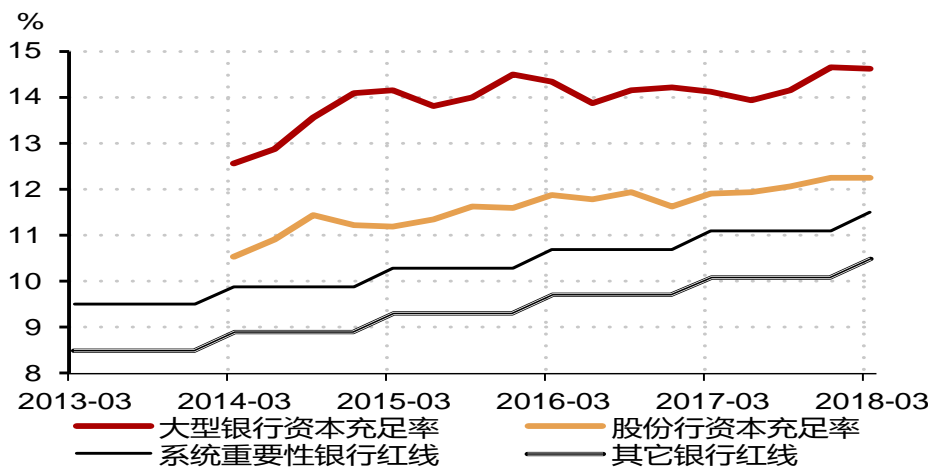


数据来源：wind，西南证券整理

然而，货币政策向实体传导的渠道并未完全通畅，实体信用大幅回升可能性有限。虽然货币政策和金融监管均有利于信用改善，但上半年持续存在的制约实体信用扩张的障碍继续存在。一方面，对实体关键部门的融资管控继续存在。地方政府债务管控是过去一年多去杠杆的主要内容之一，总体遵循“开正门、堵偏门”的思路，持续加强对地方政府隐性债务的控制。7月18日，财政部连续通报了多地地方政府违法违规举债问题，显示，政府并未放弃地方政府债务管控目标。同时，7月23日召开的国务院常务会议只字未提房地产，显示在目前低库存，房价继续具有上涨压力环境下，房地产融资政策难以改善。因而，目前来看，实体经济两个主要部门，地方政府和房地产的融资管控将持续，这将限制金融机构向实体经济投放资金的空间，进而抑制实体信用扩张空间。

另一方面，在资管新规存在环境下，金融机构资本金不足将抑制资金投放能力。虽然资管新规细则做了较多柔性化处理，但资管新规的存在依然对表外融资形成约束。特别是资管新规对非标投资的严格管控，意味着资管产品对接非标资产的规模依然将持续收缩。而表外资产回表则会对金融机构产生较强的资产负债表压力。同时，债转股的推进同样将对资本充足率产生较大压力。截止今年1季度，大型商业银行、股份制银行以及城商行资本充足率分别为14.6%、12.5%和12.7%，而系统重要性银行（五大行和招行）以及其他银行2018年底资本充足率红线分别为11.5%和10.5%，如果不考虑资本增加，我们估算银行体系能够承接的表外转表内和新增贷款的最大规模为30万亿左右，其中股份制银行能够承接的规模仅在3.7万亿左右。考虑到近30万亿的理财规模，因而在表外转表内以及债转股压力之下，银行资本依然面临不足，这将限制其资金投放能力。

图2：实体紧信用与银行间流动性宽松



数据来源：wind，西南证券整理

在地方政府债务继续受到管控环境下，积极财政政策发力空间有限。目前财政管控延续“堵偏门、开正门”的思路。堵偏门即控制地方政府隐性债务，开正门即加大地方政府债融资。然而在正门开的不够大的情况下，堵偏门带来的融资缺口难以有效弥补。我们可以估算今年下半年开正门能够提供的财政资金。首先，上半年财政赤字同比少增2000亿元左右，而全年预算赤字与去年相同，下半年财政赤字可以同比多增2000亿元。其次，地方政府新增债券可以提供1.85万亿资金（其中新增专项债1.28万亿，新增一般债5700亿元）。根据2018年财政61号文，各地新增债券规模“不得超过财政部下达的当年本地区新增债务限额”，2018年新增债务限额2.18万亿，其中一般债8300亿元，专项债1.35万亿，上半年新增一

般债 2600 亿元，新增专项债 729 亿元，因而下半年可以最多新增专项债 1.28 万亿元，新增一般债 5700 亿元，合计 1.85 万亿元。再次，下半年置换债净增规模 8000 亿元，但这部分主要用于偿还存量债务，能够提供的增量资金较为有限。因而开正门合计可以提供的资金在 2 万亿元左右。但考虑到上半年表外融资剧烈收缩，同比少增 3.8 万亿，即使下半年有所改善，但受限于非标融资，同比依然可能继续收缩。同时，PPP、城投等融资依然受到限制。因而我们预计地方政府资金来源可能有边际改善，基建投资同比增速可能由当前单月-1%的增长回升至 3%左右，但不会出现大幅回升。

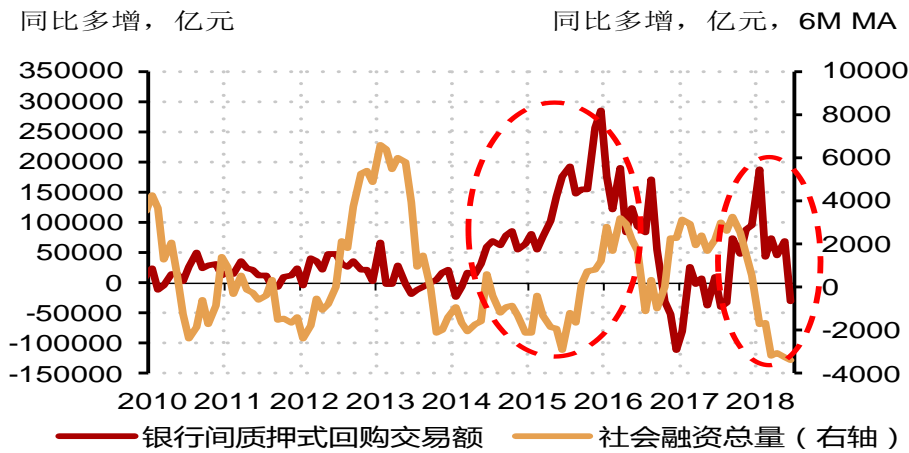
表 1：基建投资资金来源拆分

(单位：万亿元)	基建投资	贷款	预算内资金	地方政府债	城投债融资额	土地出让支出	信托资金	委托资金	PPP	专项建设基金	BT、未付款项以及垫资等	企业自有资金	其它
2004	1.75	0.59	0.17	0.00	0.00						0.26		
2005	2.22	0.73	0.22	0.00	0.04						0.34		
2006	2.70	0.86	0.27	0.00	0.03						0.41		
2007	3.14	0.94	0.35	0.00	0.05						0.47	0.60	
2008	3.85	1.13	0.47	0.00	0.05						0.58	0.57	
2009	5.47	1.65	0.71	0.20	0.28	0.47					0.83	0.61	
2010	6.48	1.96	0.76	0.00	0.25	0.75					0.98	0.74	
2011	6.69	1.73	0.83	0.00	0.32	1.04	0.31	0.31	0.00	0.00	1.01	0.89	0.25
2012	7.72	1.75	1.05	0.05	0.87	0.89	0.97	0.97	0.00	0.00	1.17	1.03	-1.02
2013	9.36	1.85	1.27	0.21	0.84	1.30	1.36	1.88	0.00	0.00	1.41	1.25	-2.01
2014	11.22	2.05	1.63	0.30	1.50	1.30	0.90	1.25	0.00	0.00	1.69	1.49	-0.90
2015	13.13	1.90	1.91	0.63	0.98	1.06	0.34	0.86	0.00	0.80	1.98	1.75	0.92
2016	15.20	2.12	2.09	1.42	1.34	1.21	0.26	0.67	0.45	1.00	2.30	2.02	0.32
2017	17.31	3.19	2.24	1.56	0.48	1.63	0.69	0.24	0.68	0.20	2.52	2.23	1.65
2018F	17.72	3.00	2.50	2.18	0.50	1.80	-0.10	-0.45	1.20	0.00	2.78	2.50	1.82

数据来源：wind，西南证券整理

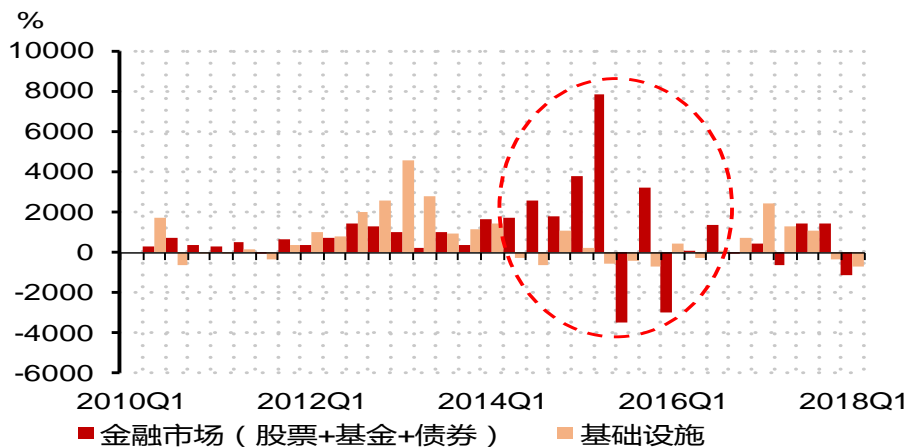
实体信用投放渠道障碍没有完全扫清情况下，宽松政策能够带来实体信用的边际改善，但实体信用难以大幅扩张。由于地方政府和房地产这两个实体经济融资的主要部门，融资依然受到限制。同时，在表外转表内以及债转股压力下，金融机构资本金不足抑制资金投放能力。因而，宽松货币政策向实体经济传导渠道并不顺畅。积极财政政策发力将带来实体资金供给的边际改善，但由于体量难以完全弥补融资收缩，因而基建等实体投资难以大幅回升。实体信用将小幅缓慢改善，因而整体经济依然保持偏弱态势。

而央行宽松的货币政策将导致资金再度在金融市场堆积，实体与金融市场之间的资金跷跷板再度出现。央行货币政策持续保持宽松状况，对金融市场资金投放呈现加码态势，因而金融体系流动性持续宽松。当前对流动性定调为合理宽松，显示下半年宽松的流动性状况不会改变。而实体经济融资渠道不畅的情况下，金融体系宽松的流动性难以完全传导到实体经济，进而形成金融市场的流动性堆积。导致金融市场资金宽松，以及市场经济信用相对偏紧的跷跷板效应再度出现。

图 3：金融市场资金宽松与实体信用偏紧的背离再度出现


数据来源：wind，西南证券整理

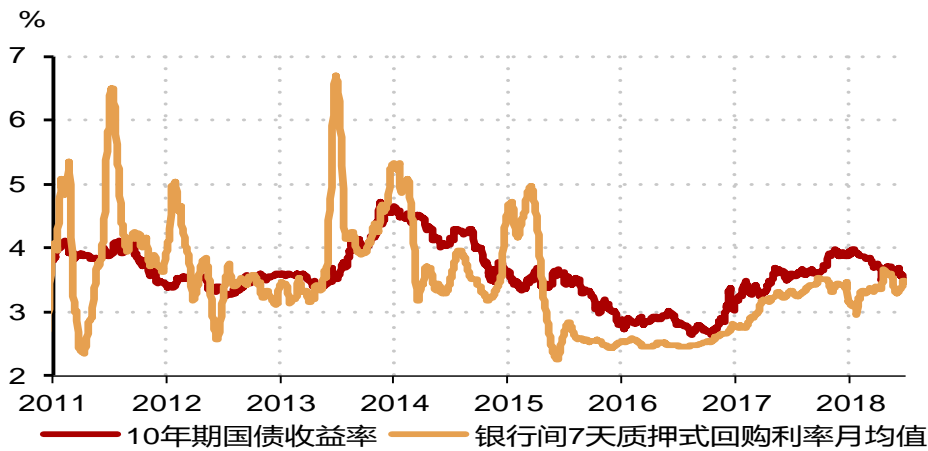
金融市场配置资金或持续改善。虽然上半年流动性已经显著宽松，但由于金融监管强化，表外融资持续收缩，金融机构广义货币创造能力下降，因而各资本市场配置资金供给并未有明显增加。股市资金供给减少导致市场持续调整。而从债市托管数据来看，非银机构基本上是减持趋势，其中主要减持信用债，而银行增持利率债规模也较为有限。但随着资管新规细则落地，特别是进行了一些柔性化处理。资管资金配置标准化资产的难度下降，因而资本市场资金供给或持续增加。特别是存在通过信托等渠道，甚至新的金融创新，来增加资本市场资金供给的可能。因而金融市场资金供给或持续改善。

图 4：信托资金投向金融市场和基础设施规模季度净增量


数据来源：wind，西南证券整理

利率债无需悲观，宽松流动性和基本面弱平稳环境下调整压力有限，将延续小幅走牛态势。由于央行将继续保持流动性宽松，因而短端利率将延续低位，长端调整空间有限。同时，实体经济信用不会大幅改善，经济将延续弱平稳环境，因而基本面对债市利率调整压力也不大。而金融机构货币创造能力提升将增加债市配置资金，进一步支持债券利率下行。流动性宽松和基本面弱平稳环境下利率债将延续小幅走牛态势。

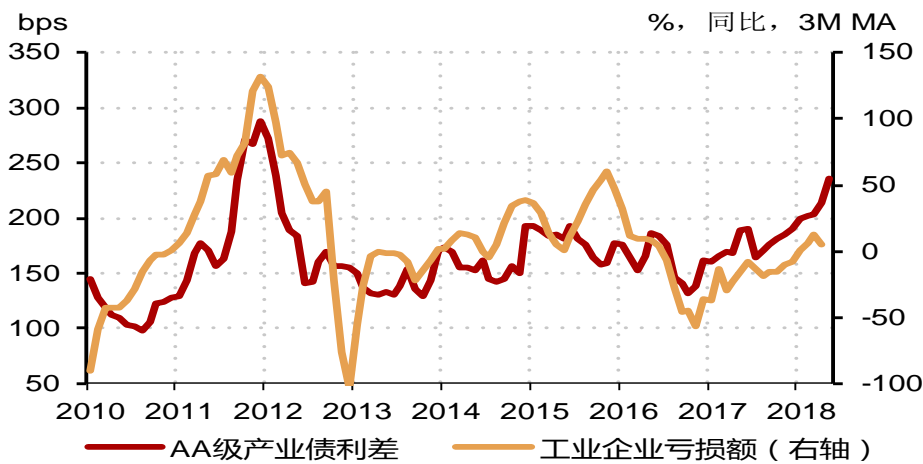
图 5：宽松流动性环境下长端利率调整空间有限



数据来源：wind，西南证券整理

信用风险下降，高评级债券依然更具吸引力。实体经济信用边际改善和债市资金供给增加将带动信用风险下降，信用利差持续收窄。而基本面变化可能导致不同评级债券利差走势分化。高评级债券更为受益于流动性改善，而由于基本面短期继续走弱，低评级债券可能继续受基本面压制，利差收窄幅度将相对教育。而财政政策发力和资金供给增加将降低城投风险属性，城投风险利差有望持续收窄。

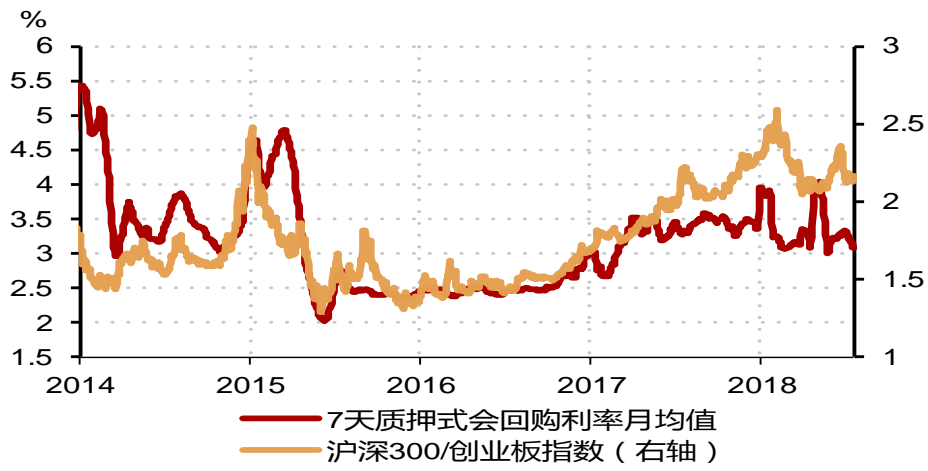
图 6：基本面偏弱可能继续抑制低评级债券利差



数据来源：wind，西南证券整理

对权益市场来说，宽松的流动性同样更为有利于成长类资产。由于实体经济融资渠道并不完全顺畅环境下，实体经济资金面改善弱于金融市场，因而流动性推动的板块可能会具有更好表现。虽然短期来说周期预期的修复会带来周期回升机会，但从趋势来看，增量资金推动下，对流动性更为敏感的成长板块行情或更为可期。

图 7：对流动性敏感板块从趋势上看可能更为受益



数据来源：wind，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn