

# 适度放松存贷比或是政策选项

## 遏制概念炒作 应辅以法律监管

北京市盈科律师事务所高级合伙人 李季先

民生证券研究院副院长 管清友  
民生证券研究院宏观研究员 李奇霖

近期的一系列迹象表明,在年初的两波微刺激之后,更有力的微刺激第三波正逐步浮出水面。国务院总理李克强在《泰晤士报》撰文称,中国经济全年有望实现7.5%的GDP增速目标,并表示政府已经准备调整政策,以确保政策发挥作用。我们认为,微刺激第三波已经拉开序幕,主要思路是“宽货币+宽信用+宽财政”,其中重点是“宽信用”,而适度放松存贷比可能是政策工具箱中的重要选择。

### 不可承受之重

银监会副主席王兆新日前表示存贷比规则未来有望做出调整。考虑到存贷比是《商业银行法》法定的监管指标,在取消《商业银行法》对存贷比指标的规定之前,存贷比75%的监管“红线”暂难突破,预计监管部门只会适度调整存贷比指标。根据银监会披露的信息,具体方式可能为:扩大分母范围,将过去比较稳定的存款来源计入分母,指的是固定期限非结算类同业存款;缩小分子范围,将政策性贷款(比如对小微、三农、棚改的专项贷款)不再纳入存贷比考核。

应看到,推动存款快速增长的外汇占款驱动因素正在减弱。外汇占款成为金融机构资金来源的源头活水,是改善存贷比指标的关键因素,存贷比监管对金融机构过度信贷有约束作用。时移势易,短期伴随着人民币双向波动扩大,经济下行压力和房地产价格调整,私人部门持汇量上升,新增外汇占款出现明显下降。中长期伴随着资本账户开放,中国人口红利拐点,储蓄投资差距收窄以及全球宽松盛宴终点临



近,国际收支双顺差格局未来将出现趋势性逆转,外汇占款也因此对存款增长的贡献度在减弱。在此背景之下,存贷比监管将对金融机构规模合理的信贷投放构成极大的挑战,不利于降低实体经济融资成本。

此外,金融机构负债端脱媒,一般性存款转化为同业存款,存贷比考核制约内信贷正常增长。伴随着中国利率市场化的进程,银行理财、货币基金等金融创新快速发展,深刻地改变了居民金融资产配置行为。银行理财产品余额已由2009年底的1.7万亿元迅速增长至12.2万亿

元,货币基金份额在不到一年的时间已由2013年6月的3000亿份额飙升至2014年4月的1.75万亿份。由于存贷比考核分母对应的是一般性存款,从一般性存款考核口径看,其包括了单位存款、储蓄存款、临时存款、保证金存款和保险公司的同业存款等,非存款类金融机构同业存款并不纳入一般性存款的考核口径。未来,利率市场化大趋势无法阻挡,随着金融脱媒的延续,金融机构信贷服务实体经济的能力将明显受制于存贷比监管约束。

存贷比考核制造了非标等影子银行业务,放大了金融风险,抬高了全社会融资成本,导致资金利率季季冲高。一方面,地方和部分产能过剩部门的财务约束特征对利率不敏感,能够承担较高的利率,传统行业出现明显加杠杆行为。通过信托、券商资管和基金公司等通道业务绕过存贷比监管导致融资链条被人为延长,不利于监管部门有效地控制资金流向,导致潜在金融风险积累。另一方面,由于存贷比监管采取的是月末和季末时点的考核方式,迫使金融机构在月末季末通过高息揽存以达到监管的要求,使得月末季末银行间流动性极度紧张,资金利率易冲高,“钱荒”频发,增加了金融机构内在的脆弱性和不稳定性,从而使金融风险不断产生和积累。

存贷比的松动有望驱使金融机构增加对表内信贷资产的配置,为稳增长、调结构和防风险助力。为实现全年经济目标,适度松动信贷,利用棚改、高铁等基建投资对冲甚至扭转房地产投资下行趋势是唯一的政策选项。将政策性贷款(比如对小微、三农、棚改的专项贷款)不计入存贷比考核的分子中,有助于降低金融机构提供上述部门的监管成本,鼓励和引导金融机构将信贷配置到“调结构”领域,符合政策定向宽松政策特征。

### “宽信用”助力经济回稳

短期看,宽松存贷比对信贷总量影响有限。一方面,从上市银行的数据看,目前存贷比离75%的监管红线尚有一定的距离,存贷比压力最大的是民生银行和交通,而绝大部分上市银行的存贷比都在70%之下,存贷比短期内还不是制约金融机构信贷类资产配置的主要约束。另一方面,根据我们草根调研的结果,金融机构提供信贷最主要的约束还是来自于央行对信贷额度的管控和资本约束,央行信贷额度不松,金融机构资本充足率得不到提高,单一的存贷比放松难以显著地影响金融机构当前的信贷行为。

中期看,存贷比放松有助于全社会风险偏好回升。首先,对小微、三农和其他有利于经济结构调整领域放松存贷比,有助于引导金融机构提升对上述领域信贷资产占比,信贷资金可获得性增强,有助于降低上述领域信用风险爆发的概率。其次,存贷比放松配合非标融资监管约束(127号文),可以引导金融机构表内信贷承接表外融资,表外通道业务融资链条缩减有助于降低实体经济融资成本,而实体经济融资成本的下降有助于社会整体风险偏好转暖。最后,下半年经济要“勇争佳绩”必须伴随着更大的政策支持力度,这意味着信用端将逐步宽松,央行对信贷额度的控制有望松动,优先股也有望发行补充金融机构资本金,存贷比放松降低表内资产监管成本,提升表内信贷类资产吸引力,信贷投放将有助于经济企稳和风险偏好的释放。

总体看,存贷比松动和其他宽松信贷的政策,将逐步修正机构对未来经济最为悲观的预期,金融机构信贷类资产配置意愿增强也意味着银行间流动性最为宽松的时代已接近尾声,利率品种的牛市步入下半场,转债和高收益产业债配置价值更佳。

# 中国不会爆发“美国式次贷危机”

上海易居房地产研究院副院长 杨红旭

在经济、社会、文化等很多方面,西方国家与东亚国家,都存在明显的差别。欧美发达国家的经济发展水平和房地产成熟度,整体上比东亚地区超前50-100年。同时,在住宅消费与投资方面也存在显著不同。比如,欧美国家住房自住率明显低于东亚国家,人们投资投机性购房的倾向性远低于东亚居民。然而,有趣的是,房地产泡沫不会为此而网开一面,甚至房地产波动程度比东亚还要剧烈,尤其是美国房地产泡沫破裂引发金融危机,引爆近几年全球金融动荡和经济下滑。

### 最大楼市泡沫的产生与破灭

东亚的房价变化,只能近观50年,美国却可远观100年。作为全球构建房价指数的权威,罗伯特·希勒认为,在1890年至2007年长达120年的历史中,美国实际房价指数(剔除通胀、新建住房的技术进步等多种因素,更像是地价指数),基本在100至130之间盘整(也即相对于1890年房价上涨0-30%),运行相当平稳。当然,如果看住宅总价变化,则必定持续上涨。美国人口调查局数据表明,美国住宅中位价格由1940年的2938美元,上涨至2008年的260200美元。这其中就包含了户型变大、通胀、技术进步等因素。

在美国,房地产全国性的重大变化仅发生过两次:第一次是在一战前至二战结束(1914年至1945年),房价总体疲弱,虽在上世纪20年代中期有过反弹(1923年至1926年佛罗里达楼市出现泡沫并破灭),但未能形成整体性的复苏。第二次从1992年开始,美国房价开始了一轮为期十几年的持续增长,时间之长为历史所罕见。尤其2000年以后的房地产市场繁荣,房价出现了比较罕见的大涨幅,2006年房价指数最高达203,比2000年的126点大涨61%,其后持续下

跌,直到2012年见底上行。

随着美国经济底部盘整,美国十大城市房价指数在2009年下半年至2012年上半年,一直在底部窄幅波动。值得关注的是,2012年2月开始,美国房价出现持续上涨,截至当年12月,房价指数已接近2010年二季度水平。而且,2012年开始,美国房屋销售和开工情况也在同步好转。2013年以来仍在持续上涨。2014年3月,美国十大城市房价指数较上年上升12.6%,这一增幅相比2013年有所回落,但仍高于2013年12月我国70个大中城市9.7%的房价指数增幅。至今年5月,我国70城房价同比增幅已回落至5.6%。

这些数据皆证明,美国楼市已经走出低谷,并且成为拉动经济增长的重要力量。房地产对于美国经济的影响,正所谓“成也萧何,败也萧何”。房地产在我国属于支柱产业,很多人一直觉得这不应该,但事实上房地产也是包括美国在内的很多国家的支柱产业。

### 催生房价泡沫的四个因素

第一,宽松的货币政策。2000年网络经济崩溃后,时任美联储主席格林斯潘把楼市作为拉动经济的工具,美联储连续13次下调利率,联邦基金利率由6.5%降至2003年的1%,为之前40年的最低水平,并且在1%的水平上停留了一年之久。过低的利率引发了宽松信贷,也直接刺激了民众的贷款投资热潮,越来越多收入不稳定的家庭,通过银行贷款加入到购房者的行列中。银行信贷经理的狂热叠加了穷人急盼致富的狂热,造成了次级住房贷款的大量发放,首付低于5%-10%,甚至还有零首付。这就意味着,房价只要下跌,就有房子沦为负资产,就有房贷成为坏账。

第二,金融衍生品泛滥。美国是世界最发达的经济体,有最发达的金融体系。房地产市场的发展依赖强大的资金支持,而商业银行的资金有限,金融机构通过资本市场把存量贷款证券

化(MBS)的办法,提前回笼资金,继续创造抵押贷款资产。购买MBS的投资银行则继续进行金融创新,向社会投资机构如保险公司、海外银行等发行债券抵押担保权证(CDO),从而使得房贷风险进一步向全世界扩散。

第三,信用评级机构失职。次贷危机爆发后,一些世界著名的评级机构如穆迪、标准普尔、惠誉等受到业界的质疑。各评级机构被认定过高地提升了次贷产品的评级,并极大地促进了次贷市场的发展,这些评级机构的收入主要来源于证券发行商,却要求它们对市场投资者负责,这种评级制度上的漏洞已经引起广泛关注。

第四,监管机构失职。政府对金融监管存在缺陷。放松监管一向是格林斯潘所推崇的管理之道,也正是他担任美联储主席的这段时间里,美国央行降低了抵押贷款的标准,导致相当一部分信用或生存状况不佳的贷款人以低廉的成本通过贷款购买房屋。美国监管机构对市场评级机构监管不严,也导致了评级机构在对次贷相关产品评级时的主观性。

总之,二战之后,美国楼市经历“黄金20年”后,自20世纪70年代开始,在新增自住需求趋于下降的情况下,政府和华尔街金融机构不断通过金融创新,为房地产市场注入流动性,降低购房成本,从而使得美国楼市又保持了30多年的螺旋式上升,成功避免了类似德国或日本的房地产衰退。当然,美国人口增长势头明显强于德国和日本,也是主要因素之一。然而,滥发美元、金融管制放松、房地产证券化过度、金融杠杆率过高等不良行为,终于让美国楼市“积劳成疾”,大病一场。

### 对中国的启示

美国史上最大泡沫的生成与破灭,给中国的启示有三:其一,官方在制定货币政策时,应

更多考虑对房价的影响,尤其是过度宽松的货币政策很容易催生房价泡沫;其二,政府和商业银行对于个人房贷不能过度支持,尤其是首付比例不能过低,要控制个人购房的杠杆率,以及还款能力;其三,政府应加强对与房贷有关金融机构及金融衍生品的监管。

值得宽慰的是,过去十几年,我国的货币政策与房贷政策,与2001-2005年的美国相比,总体谨慎与从紧。从货币政策看,除了2008年四季度至2010年上半年,为了救经济而实行超宽松政策外,其他时间并不算宽松,尤其是利率水平较高,只不过货币供应量总体较大。从房贷政策看,我国一直实行较为严格的管制,比如首付比例最低的时候也须二成,2010年以来首套房贷需要三成,二套房需要六成,京沪则需要七成,三套房更是禁贷。放贷银行一般要求购房者收入为按揭还款额的两倍。政府仅允许商业银行和公积金部门发放个人房贷,且基本无房贷金融衍生品。

这也就注定了一点,至少在未来五年内,我国不会爆发“美国式次贷危机”和“美国式房价下跌”。很多经济学家,都在为中国房地产贷款质量而担心,认为这块资产如果变坏,将引发“中国式金融危机”。其实不必过虑。截至2013年底,我国的房地产贷款余额近15万亿元,其中个人房贷近10万亿元,地产开发贷逾1万亿元,房产开发贷不足4万亿元。这就意味着,占大头的个人房贷基本无风险。而地产开发贷大多投给了国有企业(土地一级开发商),由国家做隐性担保,无任何风险。剩下的4万亿元房产开发贷,确实存在一定风险,风险源是开发商破产或项目烂尾,这类案例已有发生,比如宁波奉化第一大开发商破产,据传24亿贷款涉及多家银行。另外,从区域看,当前浙江片区的房地产开发不良率较高。但全国多数地区以及多数开发商,都不会出现资金断链的情况。

亲,让我们从新开始吧

新华社发布客户端V1.0版  
新主流 新体验

你的新闻客户端升级了吗?

地址:北京宣武门西大街甲97号 邮政编码:100031 电话:编辑部63070331 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真:编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格:2.00元 广告许可证:京西工商广字0019号