

表外融资有所恢复 企业债地方债明显放量 货币信贷规模料延续稳增态势

上半年,我国金融运行整体平稳,社会融资规模和信贷增长较快,广义货币增速波动回升,狭义货币增速触底反弹,融资结构有所改善,货币市场及贷款市场利率水平均有所下降,金融对实体经济支持力度明显增强。下半年,预计货币、信贷及社会融资规模延续平稳增长,整体利率水平延续下行态势,我国实体经济运行的货币金融环境保持良好。

□交通银行金融研究中心首席金融分析师 鄂永健
交通银行金融研究中心高级研究员 陈冀

金融对实体经济支持力度增强

社会融资总规模明显反弹,金融对实体经济支持力度增强。上半年社会融资规模增量累计为13.23万亿元,比上年同期多3.18万亿元,同比增加较多;6月末社会融资规模存量为213.26万亿元,同比增长10.9%,较年初提高1.12个百分点,增速明显反弹。社会融资规模明显反弹的主要原因是宏观政策加强逆周期调节,在流动性保持合理充裕的条件下,金融机构加大对实体经济的融资支持力度。同时,上半年受财政减税降费、基建投资发力、住房销售保持总体平稳等因素的综合影响,实体经济融资需求也较为强劲。总之,上半年金融对实体经济支持力度明显增强,对稳定经济增长起到了显著效果。

信贷仍是社会融资增长的主力,表外融资有所恢复。从社会融资规模增量的结构上看,对实体经济发放的人民币贷款增加10.02万亿元,同比多增1.26万亿元,新增贷款在新增社会融资总规模的比例达75.8%,依然是社会融资增长的绝对主力。同时,表外融资有所恢复,其中,委托贷款减少4933亿元,同比少减3070亿元;信托贷款增加928亿元,同比多增2815亿元;未贴现的银行承兑汇票减少389亿元,同比少减2327亿元。表外融资有所恢复主因是随着监管细则陆续落地实施,各类融资方式规范发展并开始恢复增长。

企业债和地方债发行明显放量。上半年社会融资运行最为明显的特征是债券融资增加明显,其中,企业债券净融资1.46万亿元,同比多4382亿元;地方政府专项债券净融资1.19万亿元,同比多8258亿元。非金融企业境内股票融资1205亿元,同比少1306亿元。企业债券融资增加较多主要是受银行间市场流动性保持合理充裕、利率水平有所下行、相应负债成本下降所致。地方债发行提速则主要与今年地方债发行额度明显增加,以及发行进度提前有关。显而易见,除了贷款增长外,债券融资是上半年社融反弹乃至支撑实体经济平稳运行的重要力量。

M2增速波动上行,M1增速触底反弹。6月末,广义货币(M2)余额192.14万亿元,同比增长8.5%,增速与上月末持平,比上年同期高0.5个百分点;狭义货币(M1)余额56.77万亿元,同比增长4.4%,增速比上月末高1个百分点,比上年同期低2.2个百分点。M2增速尽管有所波动,但总体呈稳步上升态势。M1增速在1月创下0.4%的阶段性低点后开始反弹。作为较为直接的经济运行领先指标,M1触底反弹意味着实体经济已经有所企稳。但同时也要看到,M1反弹力度并不强且有所波动,目前的增速仍偏低,6月末的增速较3月末还略低。这可能预示未来经济运行仍有下行压力。

新增居民贷款保持稳定,新增企业中长期贷款略有下降。从人民币贷款结构来看,住户部门贷款增加3.76万亿元,同比多增1600亿元,这主要是与上半年住房销售保持平稳有关。非金融企业及机关团体贷款增加6.26万亿元,其中,短期贷款增加1.47万亿元,同比多增6000亿元;中长期贷款增加3.48万亿元,同比少增2400亿元;票据融资增加1.18万亿元,同比多增3869亿元。因此,企业贷款结构呈明



显的“短多长少”的特征,这一方面与基建投资增速并未显著提升、企业投资活动并不十分活跃有关;另一方面,上半年新增小微企业贷款较多,而小微微信贷多以短期贷款和票据融资为主。

利率水平有所下降,3月贷款加权利率略有反弹是季节性现象。上半年整体利率水平趋于下行。从货币市场利率来看,上半年R007和DR007的平均值分别为2.65%和2.53%,分别较去年全年的平均值降低0.37个和0.18个百分点。今年3月,金融机构贷款加权平均利率为5.69%,比上年12月略升0.05个百分点,其中,一般贷款加权平均利率为6.04%,比上年同期上升0.13个百分点。3月贷款利率上升主要是季节性原因,历史规律看,贷款加权利率表现出上年12月下降、下年3月回升的历史规律。从历史同期的环比增幅比较来看,今年3月的升幅较小,符合贷款利率下行周期的特点。

货币信贷料保持较快增长

当前信贷保持较快增长,总体运行较为平稳。影响下半年信贷增长主要因素来自三方面:

一是经济下行压力依然较大,实体企业信用状况能否改善,很大程度上会决定信贷增速回升幅度,减税降费以及专项债大量发行势必会明显提振信贷需求。

二是货币政策仍将针对当前的压力适时适度增加逆周期调节力度,这为机构加大信贷投放创造良好流动性环境。但需要注意的是,目前银行业机构间存在流动性不平衡问题,中小银行信贷投放受到流动性约束,积极效果可能相对有限。

三是外部不确定性的冲击可能直接加重实体经济的运行压力,尤其是对美出口企业,进而影响信贷可得性。笔者预计,2019年信贷增速可能位于13.5%左右,全年总信贷投放约18.5万亿元。

下半年,监管新规对于表外融资的影响将延续此前持续减弱的态势。下半年社融增长依然由表内信贷和直接融资支撑。考虑到信贷增速逐渐反弹且高于目前社融存

量增速,以及地方政府专项债快速发行,社融增速将会形成反弹趋势。为配合下半年积极财政政策和适度加力的货币政策,将对社融增速和信用创造产生积极的影响,推动M2增速回升。稳健货币政策下,M2增速维持8.5%左右概率较大。预计M1增速延续小幅反弹态势,但反弹幅度也不会太大。

银行间市场流动性将保持充裕

银行间市场流动性维持合理充裕。货币政策取向是银行间市场流动性的主要决定因素。下半年,国内市场稳定的一个重要基础即是保持银行间市场流动性合理充裕。解决好流动性问题,也是释放金融支持实体经济的重要前提。下半年货币当局将维持流动性适度充裕的目标,甚至在压力较大的时期加大流动性投放力度。

短期内,央行流动性调控的重点在于缓解银行业信用分层和流动性不平衡的问题。从近期央行定向支持流动性的效果以及市场反应来看,流动性分层问题解决仍需时日。信用类回购与质押类回购之间利差走势仍存不确定性。预计2019年DR007中枢会较2018年底小幅下行至2.0%-2.3%区间,协议类回购R007等可能出现时点性冲高。

贷款加权利率延续下行的可能性较大。今年一季度经济运行呈现企稳迹象,这也导致前一段时间货币政策没有进一步放松,货币市场利率甚至还略有上行。但二季度以来的主要经济数据再次转弱,表明实体经济仍有下行压力,迅速企稳回升的可能性不大,这会削弱融资需求。预计下半年货币市场利率将进一步下行。

此外,监管当局持续推动降低小微企业融资成本,继续要求金融机构降低小微企业贷款利率。需要注意的是,若央行推进利率并轨,通过将LPR与政策或市场利率挂钩来变相“降息”,则会进一步推动贷款加权利率下行。综上分析,预计下半年将继续下行趋势,粗略估计2019年末非金融企业及其他部门一般贷款加权平均利率可能在5.2%-5.4%,个人住房贷款加权平均利率在5.1%-5.3%。

监管升级 房地产信托全面回归

□广东省住房政策研究中心首席研究员 李宇嘉

二季度以来,楼市调控措施升级。一二线城市普遍创新供地模式,“限地价、竞配建”常态化,地价和房价联动调控机制基本建立。由此,地价上涨拉动房价上涨,倒逼调控松绑的现象未来不会再出现。近期,调控转向融资端,监管部门发文,加强监控银行和非银金融违规给地产企业融资。7月以来,监管部门对地产信托进行“窗口指导”,暂停新增项目募集和投放等。

同时,下半年以来,有关部门对辖区内的信托公司强化“窗口指导”。根据部分区域披露的信息,下半年信托公司地产业务“能与不能”的正负面清单一目了然:股权收益权、特定资产收益权,或安排对赌的方式等为房企提供拿地前置融资等模式都被叫停,能做的只有符合“432”(项目四证齐全、30%资本金和二级资质)要求的贷款类、真股权投资;行业投向方面,保障性住房、产业孵化、城市更新或旧城改造、刚需类住房等项目被大力鼓励。由此可知,信托开始全面回归实体经济。

事实上,据统计,房地产开发商资金来源中,包含信托类融资的房企自筹资金,占比不到30%,信托类融资占比只有10%左右。为何此次融资端调控如此寒气逼人?笔

者认为,主要在于资金违规进入楼市,且又从信托撕开一道口子。

据克尔瑞数据,2019年上半年典型房金融资总额为7169.2亿元,同比下降3.6%。但截至2019年5月末,房地产信托资产余额同比增长15.15%。据用益信托数据,2018年6月-2019年6月,房地产信托的月度成立规模连续13个月排名集合信托首位。上半年地产信托募集资金占信托市场资金增量的40%。5月份,地产信托占比只增不减,当月金融、工业企业、基础产业信托募资都在下降,唯独地产信托募资在增长。5月和6月,地产信托募资占比分别达到42.4%和44.4%,位居首位。

去杠杆转向稳杠杆,续作项目的信托融资闸门以后,市场认为信托繁荣的“窗口期”出现。因此,期望能抓住短暂的“窗口期”机会,在“关窗”之前抢先机、早投放,这与监管部门的初衷背道而驰,这也是触发监管部门重拳祭出窗口指导的主要原因。银行方面的情况也类似,2018年信托新增规模下降21.9%,资金回流给银行带来机会。数据显示,2018年33家上市银行对公项下房地产贷款余额达到5.4万亿元,较年初增长16.2%,增速高于2017年。

大型银行房贷占比和余额双增,中小银行更是全面发力房贷,新增房贷增速基本在30%以上,有的甚至增长

100%。今年4-6月份,房贷占新增贷款的比重在45%左右,远高过2017-2018年40%以下的规模控制要求。一季度热点城市楼市“小阳春”,开发商继续“高周转”,开发投资、新开工、销售全链条回升,资金多方接济是助推器。一二线城市土地市场从去年流拍,逆转到今年火热。

楼市陷入资本催化的套利,与地产实体没有关系,更是违背资金回归实体经济和“房住不炒”的基调。资金回归实体经济,“房住不炒”是底线,关系到经济转型升级以及防范系统性风险、包容性增长和城镇化内需。值得注意的是,“稳房价、稳地价、稳预期”中,稳字当头是调控总基调,但是一些资金对此产生“刚性兑付”的误读,一定程度上助长炒房客、开发商继续加杠杆获利,倒逼“刚性兑付”进一步强化。

针对信托业,监管部门强调夯实“去通道”和“穿透式监管”,每一笔信托都杜绝“违规杠杆”。未来地价和房价联动、土地和资金共监管,这是调控的杀手锏。当然,地产信托整顿是有针对性的,符合“432”条件的贷款项目、民生项目、旧改项目等信托供应不会受限。因此,楼市杠杆将继续受限,房地产投机情绪不会失控,“房住不炒”方向不会偏离。同时,又能发挥地产信托分散融资风险,助推房企对接实体经济和百姓安居需求。

加强立法 防范四类应收账款 资产证券化业务风险

□海通证券资管公司产品与业务创新部总监 刘巍

近期,基于应收账款开展的资产证券化业务受到了一些市场质疑,众说纷纭。有观点认为是金融行业“重营销轻风控”的结果,需对开展资产证券化的管理人及中介机构进行严格管控;有观点则认为应当从源头抓起,对那些为了获得融资而进行欺诈或造假行为的原始权益人等进行严惩。

上述观点有一定的道理。笔者认为,各方需要理性地正视问题,不能因此类基础资产出现信用风险,就心存排斥,甚至因此限制资产证券化业务的发展。

资产质量受到市场认可

我国资产证券化开始于上世纪90年代初期,以海南推出的“地产投资券”作为早期的探索阶段,之后陆续出现几单尝试性质的证券化产品,但影响不大且发展不稳定。直到2005年初才在国内银行业正式试点,本土资产证券化才算拉开帷幕。但随着2008年美国金融危机全面爆发,我国证券化业务面临较大的舆论压力,资产证券化试点也戛然而止。2011年重启试点,资产证券化业务转向常规化发展,同时推出了新的操作模式——资产支持票据(ABN),产品结构进一步丰富。在经历了早期探索(1992-2004年)、短暂尝试(2005-2008年)、停滞不前(2009-2011年)、重启试点(2011-2013年)后,受益于政策的推动,资产证券化审核方式也由事前审批改为事后备案,资产证券化产品发行效率大大提高,信息披露更加完全,国内资产证券化迎来了加速发展阶段。

据Wind统计,截至2019年上半年,资产证券化产品全市场规模累计发行3205只,累计发行规模已突破6.4万亿元,存量规模达3万亿元左右。其中,2019年上半年新增发行项目数量597只,新增发行规模已达9,272亿元,其中,信贷类资产证券化(CLO)新增发行67只,新增发行规模达3,568亿元;企业类资产证券化(ABS)新增发行429只,新增发行规模为4,802亿元;资产支持票据(ABN)新增发行105只,新增发行规模达1,210亿元。整体而言,资产证券化产品的发行规模及数量均保持稳定增长,资产质量也受到了市场的认可,越来越多的机构开始陆续进入资产证券化市场。

若从企业资产证券化(ABS)发行的各资产类型来看,应收账款发行规模最大,新增217只,发行规模达1,572亿元,稳居企业资产证券化市场第一位。它不仅是众多企业拓宽融资渠道、降低融资成本、盘活存量资产、提高资产使用效率的重要途径,而且也是金融服务实体经济能力的具体表现之一。因此,笔者认为,更应正确看待应收账款资产证券化。

保驾护航资产证券化业务

从法律意义上,应收账款可定义为企业在经营过程中因销售商品、提供劳务等形成的债权,因此应收账款证券化的广义划分为普通贸易类、贸易融资类、购房尾款类和工程类等类型。但上述各类应收账款资产支持证券在基础资产和交易结构等方面信用风险特征有所不同。

普通贸易类应收账款资产支持证券,主要是以生产贸易型企业因销售货物或提供服务对其下游客户的应收账款,作为基础资产的证券化产品。这类基础资产通常是企业之间的债权债务关系,通常债务期限较长,且债务人无需对支付利息,不存在抵押物等担保措施,纯粹以企业的商业信用作为担保。因此,在交易结构设计中一般需设立保证金账户,同时需要外部保证或超额抵押等额外的增信措施。

贸易融资类应收账款资产支持证券为信用证、保理、保函方式增信的应收账款或票据收益权为基础资产的资产证券化产品,且一般具有商业银行的信用支持,故此类应收账款资产支持证券的信用质量保持非常好的水平。

购房尾款类应收账款资产支持证券是以房地产公司的银行按揭贷款购房尾款或公积金贷款购房尾款为基础资产的资产证券化产品,基础资产的本质为房地产公司因销售商品房对购房人的应收账款。但是此类应收账款资产支持证券受房地产调控政策、银行审批流程和开发贷截留等因素影响,其基础资产回款时间和金额面临较大不确定性。

工程施工类应收账款资产支持证券则是以建筑施工类企业在为其他客户提供建筑施工服务时,所形成的应收账款为基础资产的资产证券化产品。但这类基础资产的债务人信用资质分化比较大,同时部分债务人可能属于强周期或资金周转时间较长行业,基础资产现金流回收时间具有一定不确定性且易受行业波动影响,但交易结构设计方面通常采用折价购买、信用触发机制和关联方差额支付或担保等外部增信措施,缓解基础资产无利息注入、回款时间和金额不确定性等风险。

然而,对于上述资产证券化的各类应收账款,即便在项目实际尽职调查中,仍不能规避和防范不法原始权益人为获得融资而虚构应收账款或虚增应收账款等欺诈或造假行为。在此,笔者认为,应当结合目前资产证券化业务经验和教训,同时借鉴发达国家的经验,尽快对资产证券化业务进行立法,确定资产支持证券的法律地位,并明确对资产证券化业务中进行欺诈的行为予以严惩,为资产证券化业务保驾护航。除此之外,资产证券化业务的立法,还有以下几方面的原因:

首先,资产证券化是一种结构复杂的金融创新,其业务横跨银行、证券、信托、担保、保险等多个金融领域,是极为典型的混业经营。此外,资产证券化产品在创设、发行、交易、监管等环节还涉及其他政府部门,无疑增加了发行的资金成本和时间成本。不仅如此,目前信贷资产证券化与企业资产证券化分属不同的监管主体与监管规则,并在彼此分割的市场上发行,这也限制了资产证券化的发展。

其次,资产证券化的核心是“破产隔离”,即原始权益人在法律上将基础资产真实出售给特殊目的载体(SPV)。尽管国内现有规定证券公司、基金管理子公司为开展企业资产证券化业务专门设立的特殊目的载体——专项计划,其专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有资产。但该专项计划是否法律意义上的特殊目的载体(SPV),并由此实现基础资产的真实出售和破产隔离,尚存争议。

最后,资产证券化的相关税收规定也不太完善,未能实行税收中性原则,即未能因特殊目的载体(SPV)的设立而避免重复征税。因此,建议尽快完善资产证券化税收法规,形成与资产证券化业务发展相配套的税收法律法规。

除此之外,资产证券化也是一项高风险业务,其风险是可想而知的。笔者认为,只有具备一定资本实力的管理机构方才能承受相应风险。因此,建议将资产证券化的开展资质与管理人的净资本相挂钩,未满足资质要求的管理机构不得参与资产证券化业务。