

研究报告

2019 年第 16 期

2019.02.19

执笔人：朱妮

zhuni_csjr@icbc.com.cn

表外融资萎缩拖累社融增速放缓

- 长期以来，我国形成了以表内和表外为主导，直接融资和其他项目为重要补充的融资体系。2017 年以来，随着表外业务监管措施密集出台，我国社会融资规模中表外融资快速收缩。而以人民币贷款为主的表内融资由于银行资本补充压力加大、负债资金增速放缓、风险偏好下降等多种因素的制约，无法完全承接表外融资主体的融资需求，导致 2018 年社融规模增长明显放缓。部分长期依赖表外融资渠道获得资金的民营企业、小微企业融资难、融资贵问题凸显。
- 为支持实体经济发展，近来监管当局陆续下发相关文件，调整去杠杆节奏，1 月表外融资规模有所回升，社融增长有所恢复。在支持民营、小微企业过程中，商业银行应注意加快资本补充、做好理财子公司风险隔离，并加大对社会有效融资需求的挖掘，在防风险的基础上支持实体经济发展。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2018 年，为更好地反映社会融资（简称社融）规模，央行先后两次拓宽其统计口径。但由于表外融资规模大幅下跌，多种因素导致表内贷款无法完全对接表外融资主体需求，2018 年社融增长明显减速，民营企业首当其冲。

一、近来社融增长特点

2018 年，我国社融规模无论是新增数量还是存量增速，均呈现明显的下滑态势：全年新增社融规模 19.26 万亿元，同比少增 3.14 万亿元；12 月末，融资存量为 200.74 万亿元，同比增长 9.78%，比上年放缓 3.6 个百分点，创年增速最低水平。2019 年 1 月，在专项债提前下达、去杠杆节奏调整、年初信贷放量增长等影响下，新增社融创 4.6 万亿新高，存量增速 12 个月下行后触底回升至 10.4%。按照融资渠道不同，社融总体上可分为四个部分：表内、表外、直接融资和其他项目。长期以来，我国形成了以表内和表外为主导，直接融资和其他项目为重要补充的融资体系。2018 年以来社融增长呈三个特点。

一是表外社融增长趋势性下滑。随着表外业务监管措施陆续出台，表外融资增量占比在波动中下降。尤其从 2017 年年末开始，表外融资大幅萎缩，占社融比例从 2017 年的 18.4% 转为 2018 年的 -15.2%。2019 年 1 月，表外融资在经历十个月累计负增长后达 3432 亿元，但仍不及五年均值 4787 亿元。

表1 新增社融规模中表内融资与表外融资占比变化

年	表内融资占比 (%)	表外融资占比 (%)
2002	95.50	-2.30
2003	87.90	8.20
2004	84.30	9.90
2005	83.20	6.70
2006	77.20	11.70
2007	67.40	19.80



2008	73.10	12.10
2009	75.70	11.30
2010	60.20	25.70
2011	62.70	19.70
2012	57.90	22.90
2013	54.73	29.82
2014	61.60	17.59
2015	68.90	3.70
2016	66.69	6.14
2017	71.21	18.40
2018	79.20	-15.20

二是表内社融占比提升，人民币贷款逆势增长。表内社融以人民币贷款为主，其在新增社融中的占比长期较高，2002年达91.9%。随着资本市场发展和金融创新的推动，实体经济融资渠道不断拓宽，该占比高位回落，2017年为71.2%。2018年，人民币贷款占比回升至81.36%，创2003年以来历史同期最高。2019年1月，在年初贷款放量增长的季节性因素影响下，人民币贷款创3.2万亿元的单月最高规模，在社融中占比77%。

三是直接融资发展滞后。口径调整前，社融直接融资包括非金融企业发行债券和股票所进行的融资，该口径下的直接融资在社融中占比长期较低，2016年为23.8%，是近年来的最高占比。专项债纳入后，2018年直接融资占比为24%，2019年1月为13.7%，依然不高，反映出直接融资市场发展滞后。

综上，2018年社融结构表外下滑，表内逆势增长，尽管统计口径扩大，但社融增长仍总体放缓，说明表外萎缩是导致社融增速放缓的决定性因素。2019年1月，贷款季节性放量增长，新增表外融资由负转正，推动新增社融和存量增速均出现回升。但随着季节性因素消退，社融增速回升的可持续性有待观察。

二、表外萎缩给社融增长和实体经济带来的影响

（一）表内融资难独挑大梁

资金供给角度看，信贷扩张受诸多因素制约。一是受经营稳健性要求影响，银行风险偏好下降。2018年，全国工业企业每百元资产实现主营业务收入93.3

元，同比下降15.1元。尤其是2018下半年开始，该指标持续回落。与之对应，2018年商业银行不良呈“双升”态势，9月末，商业银行不良额、不良率分别较年初上升3265亿元和0.13个百分点。受此影响，银行风险偏好下降。

二是资本补充压力增大。一方面，商业银行“不良”核销需消耗资本，部分非标转成表内信贷也对资本形成消耗，理财子公司的注册资本金也将消耗银行资本。另一方面，**资本监管要求更趋严格。**与巴塞尔III相比，我国新资本办法监管标准更严。2018年11月27日出台的《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》，针对系统重要性金融机构提出了附加资本和杠杆率要求，部分全国性股份制银行或将被纳入系统重要性银行，对银行资本充足率提出了更高要求。在外部融资渠道相对有限、内部利润增速趋于下降的情况下，我国银行业的资本稳定和资本补充面临较大压力，资本约束将会长期存在。

三是负债资金增速放缓制约信贷扩张。近两年，由于基础货币投放增速放缓，货币基金、第三方支付、互联网金融等产品持续分流银行存款，金融强监管下同业负债规模收缩等原因，银行业负债规模增长明显减速。贷款余额增速持续高于存款。商业银行存贷比自2017年以来快速上升，2018年9月末已达73.55%，比2016年末提高5.94个百分点。负债增速下降对资产扩张尤其是信贷扩张直接形成约束。

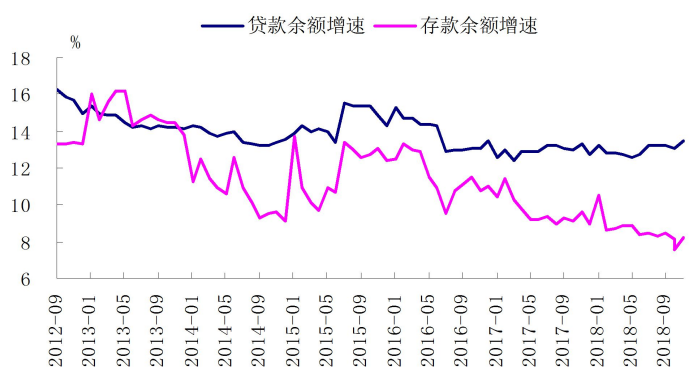


图1 人民币存款和贷款余额同比增速

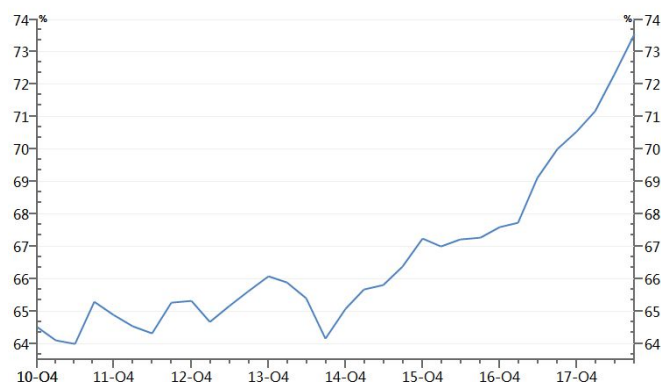


图2 商业银行存贷比近两年快速上升

资金需求角度看，表内融资有效需求有所下降。2018年以来信贷投放较快增长，主要受表外融资回归表内带动，而信贷结构却反映出有效融资需求较弱。一是新增贷款规模中票据融资占比较高。2018年人民币新增贷款同比多增2.64万亿元，其中票据融资同比多增3.47万亿元。2019年1月，贷款同比多增3300亿元，而票据融资同比多增4813亿元。二是企业贷款增长乏力。2018年，非金融性公司短期贷款和中长期贷款增加6.09万亿元，同比少增1.91万亿元。2019年1月同比多增2869亿元，但不排除一部分借新还旧的可能。

（二）表外萎缩下的社融增速放缓使民企首当其冲

融资渠道收窄导致民营企业融资成本上升。2018年信用利差累计上升146.34BP，地方国企和央企分别上升20.35BP和19.17BP。温州民间融资综合利率指数在2018年下半年以后也出现较为明显的上升趋势。

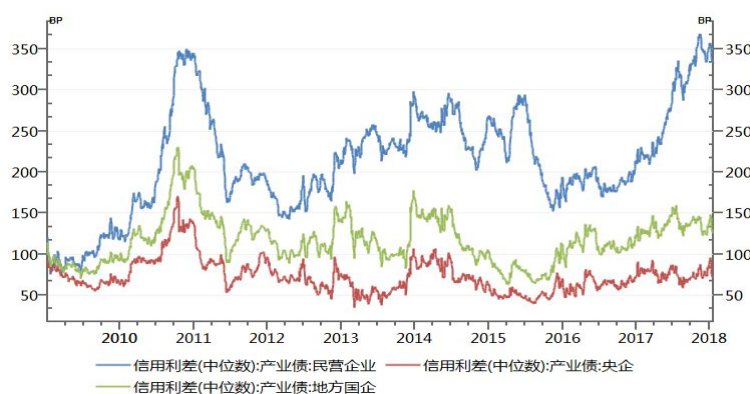


图3 产业债信用利差（中位数）

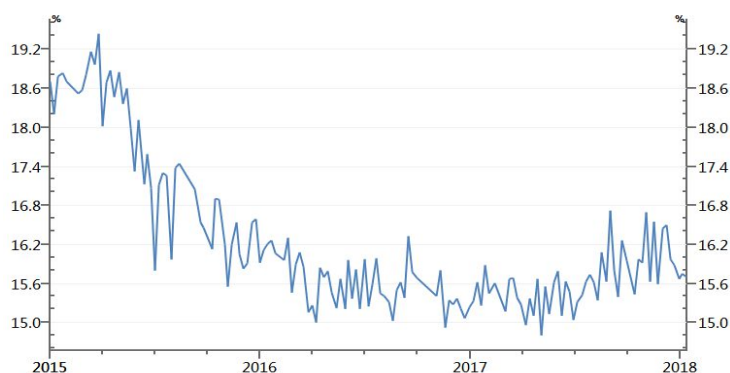


图4 温州地区民间融资综合利率指数

民营企业首当其冲，主要因为三点。一是表外融资渠道收窄¹，导致部分长期以来依赖表外融资的市场主体（主要是民营经济、小微企业）资金“断供”。这些企业大多处于产业链末端、资产规模较小、治理结构不完善、财务管理不规范，抗风险能力较差，存活率较低²。因此，难以获得银行信贷支持。

二是大、中型企业效益下滑，使民营、小微企业开展企业间借贷的通道收窄。去年下半年开始，规模以上大、中型工业企业利润增速持续回落，全年增长9.8%。小微企业和民营企业通过企业间借贷融入资金的难度加大。而民营企业债务风险事件不断，也降低了大中型企业向其融资的意愿。

三是由于发行股票、债券的条件严格，民营企业直接融资数额并不大。此外，银行理财是信用债市场最重要的机构投资者³，资管新规以来，银行理财信用债投资规模下降，对信用债市场的资金供给产生影响，不利于企业尤其是民企融资。

三、对商业银行的建议

多渠道加快补充资本。针对当前银行资本消耗加快的情况，以永续债的发行为突破，我国已启动新一轮银行资本补充。监管层也相应加快了资本补充审批进度。目前，国内版系统重要性金融机构监管办法正在酝酿当中，随着相关

¹比如资管新规严格禁止期限错配，开放式产品难以配置非标，使得大量存量非标资产难以承接，同时也将导致新增非标投资难以上量，不利于企业融资。

²根据《中国民营企业发展报告》，中国的民营企业平均寿命只有2.9年至3.5年，60%的民营在五年之内破产，85%在十年内消亡。

³银行所持有信用债占整个信用债市场存量规模的40%以上。



监管措施的最终确认，预计未来三年内，将有更多银行出于监管需要和业务开展需要加入到资本补充队列中。受内源性资本补充放缓，企业信用等级变化，股权投资、债转股等高风险权重业务加速发展的影响，我行资本供需紧平衡状态加剧。应抓住当前时机，积极通过定向增发、发行优先股、可转换公司债、IPO、永续债等外源性补充方式加快补充资本。

筹建理财子公司，做好制度设计。过去十年，银行资管业务承担了间接融资市场向直接融资市场过渡的资金分配功能。鉴于此，监管层出台《商业银行理财子公司管理办法》，鼓励银行通过理财子公司形式开展资管业务，为银行理财业务转型发展提供了选择。目前，我行在内的五大行理财子公司已全部获批，并将按照监管要求尽快开业运营。在此过程中需做好理财子公司与原资产管理部之间的业务划分和信息隔离、交易隔离，防范关联交易风险，为资管业务壮大奠定扎实基础。

挖掘有效需求，加强风险防范。表外融资转表内，给银行支持民营、小微企业融资需求提出了要求。在当前企业盈利增速普遍下滑、企业有效融资需求总体下降的背景下，如何在支持民营、小微企业发展的同时有效防范风险、挖掘具有可持续性的有效融资需求，是商业银行面临的重大课题。