

人行出招寬信用 債牛進入下半場



▲分析認為，債市有望進入牛市下半場。在下半場行情中，債市不再僅僅是利率債的單邊行情，而是「利率債+信用債」的普漲行情

中新社

高談清論

中國人行和中國銀保監會再次重磅政策襲來，2018年以來「寬貨幣+緊信用」的政策組合或將再次迎來政策巨變，2018年下半年大概率呈現「寬貨幣+寬信用」的雙寬政策組合。

九州證券全球首席經濟學家 鄧海清

市場近日有傳聞人行窗口指導銀行，將額外給予MLF（中期借貸便利）資金，用於支持貸款投放和信用債投資。對於貸款投放，要求較月初報送貸款額度外的多增部分按1：1給予MLF資金，多增部分為普通貸款，不鼓勵票據和同業借款。對於信用債投資，AA+及以上評級按1：1比例給予MLF，AA+以下評級按1：2給予MLF資金，要求必須為產業類，金融債不符合。

信用風險集中爆發

2018年以來，筆者多次在報告中指出，中美貿易戰下2018年外需難以再現亮眼、樓市政策巨變下房地產投資難以明顯回升、打破地方政府「軟約束」下基建投資持續低迷、2017年消費貸高位制約2018年居民消費、政策層「緊信用」下社融存量增速頻創歷史新低，2018年經濟下行壓力巨大。

同時，信用緊縮政策導致企業融資條件大幅惡化，大量信用風險暴露事件集中爆發，形成了「融資條件惡化—信用風險暴露—風險偏好降低—融資難度進一步加大」的惡性循環，「信用緊縮」問題持續發酵下，導致經濟「失速風險」逐漸上升。

上述背景下，為了防止「緊信用」政策對經濟進一步損害，人行和銀保監會同時出台重磅政策支持「寬信用」：一方面，2018年下半年「寬信用」政策將有助於緩解當前社融收縮的不利局面；另一方面，人行額外MLF資金支持信用債投資，將起到結構性的信用支持效果，對於緩解當前信用風險有積極意義。

筆者認為，人行此次對於信用債的支持僅限於流動性層面，而且是通過獎勵的方式，而不是一刀切的行政式的手段，更

不意味着人行為信用風險兜底。

關於此次人行對於信用債投資的支持，需要明確的是，該政策並不意味着「人行對信用風險進行擔保」，而只是人行作出的給予額外MLF資金的政策激勵，換言之，如果出現違約事件，基本上不存在人行對違約部分進行兌付的可能。

該政策的核心目的，是鼓勵銀行將流動性用於信用債投資，但究竟是否投資，投資多少，信用風險與收益之間如何取捨，取決於各家銀行自己。如果信用風險識別能力強，則可以多買信用債，而如果更怕踩雷風險，則可以少買。

對於中國資本市場，我們可以看看美國第一輪QE（量化寬鬆）前後的資本市場走勢。2008年11月23日，聯儲首次公布將購買機構債和不動產抵押貸款證券（MBS），標誌着首輪量化寬鬆政策的開始。

美聯儲第一次QE之後，美國國債、信用債、股市均出現了大幅上漲的情況，10年國債、Aaa企業債、Baa企業債在一個月時間內下行幅度達到了100個基點，同時，標普500指數走勢甚至出現「V形」反轉，一個月漲幅達到了7.89%。

其中值得注意的是，美國第一輪QE之後，低等級信用債下行幅度甚至不及10年期國債。筆者認為，主要原因在於，在高違約風險的情況下，信用債的購買力能增加多少是不確定的，而人行保持貨幣寬鬆是非常確定的（絕無一邊抬高無風險利率、一邊降低低等級信用債收益率的可能性，降低無風險利率是降低低等級信用債收益率的前提），所以無風險的國債收益率下行幅度比低評級更多。

貨幣政策不會趨緊

對於中國股票市場，笔者在2016年初

提出「中國股市長期健康牛」，之後是長達兩年的牛市。其後在2017年底徹底轉向，提出「2018年股市應如履薄冰」，主要邏輯是內外部均存在高度不確定性：內部負債驅動繁榮終結，緊信用成為必然；外部市場低估「中美國運交鋒元年」，特朗普的行為被市場嚴重誤判。

經歷2018年的股市大調整，「誰在裸泳」已經表現得很充分，優秀公司水落石出，誰在圈錢、炒作一目了然。站在當前時點上，被誤殺的優秀公司可能獲得了重生的機會，而裸泳者恐怕不再有再次興風作浪的可能。

對於債券市場，筆者認為，債券牛市有望進入牛市下半場。在下半場的牛市行情中，債市不再僅僅是利率債的單邊行情，而是「利率債+信用債」的普漲行情。

目前市場對於該政策對利率債的影響存在較大分歧，有觀點認為，由於政策層對信用債的支持，會導致信用債配置加大對利率債形成擠出效應，進而利空利率債；筆者認為，這種分析市場的觀點是靜態的、片面的，與2018年以來強調「供給壓力」犯的是一樣的錯誤。不少市場觀點認為，2018年二季度利率債供給大幅增加，使得債券市場承壓明顯，但事實卻是10年國債下行26基點、10年國開債下行40基點，看所謂「供給壓力」者不斷踏空；從歷史來看，2015至2016年是債券市場，特別是信用債供給最大的時期，反而同時也是中國利率債史無前例的大牛市時期。

之所以出現所謂的「供需關係失靈」，是因為債券本身是一種金融資產，其真正的定價在於價格與價值的偏離幅度，只要價值上升，而價格還處於低位，那麼自然會有存量市場的交易者對其進行購買，導致價格上升，向價值回歸，靜態分析供需基本毫無意義。

舉個不是非常恰當的例子，假設信用債配置需要增加1500億，而當前全市場債券總規模大約80萬億，需要整體加0.2%的槓桿足以消化，比如全市場從1.1倍槓桿加到1.12倍足矣，而在人行流動性合理充裕、想方設法給銀行錢的情況下，這點增量根本不算什麼。

筆者認為，該政策意圖，在於無風險利率低位的前提下，希望信用利差能夠收斂；為了有效降低中小微企業融資成本，更需要保證銀行流動性合理充裕、無風險利率下行，市場擔憂的所謂「貨幣政策轉緊」、「資金面重新緊張」將不可能發生。這意味着，利率債牛市的根基將更加牢固。

合規問題引發P2P爆雷潮

蘇寧金融研究院互聯網金融中心主任、高級研究員 薛洪言



盛世洪言

在各類從事放貸業務的機構中，網絡借貸（P2P）平台的借款客戶資質相對較差，在當前的宏觀環境下，自然面臨更大的資產質量壓力，風險承受能力差的平台爆出問題，也就不足為奇了。站在投資者的角度，合規經營只是平台的基本門檻，在打破剛性兌付的大趨勢下，還應當建立更為長效的投資者保護機制。

6月中下旬以來，隨着唐小僧、聯璧金融等明星平台陸續出問題，P2P行業陷入平台密集爆雷潮。據不完全统计，6月份以來，爆雷平台已經超過百家，在市場恐慌情緒蔓延下，流動性壓力已經從少數平台蔓延至全行業，網貸行業正在經受一場嚴峻的考驗。

從2016年8月《網絡借貸信息中介機構業務活動管理暫行辦法》（下稱《暫行辦法》）的出台算起，P2P行業的合規整改已經持續了近兩年時間。整體上看，效果是顯著的，平台合規意識大幅增強，存量違規業務得到集中清理。互金協會數據顯示，專項整治以來共有5074家從業機構退出，不合規業務規模壓降4265億元。而據深圳互金協會披露的數據，截止2018年6月末，整改類P2P機構的不合規業務餘額較整改初期下降87%。

合規整改的成績有目共睹，但由於集中整改並未結束，某種程度上，P2P行業仍處於「無證駕駛」期，不少平台都存在或多或少的合規性問題，這也是集中整改期不可避免的階段性特徵。在金融行業，合規要求是機構抵禦風險的安全鎖，在此次爆雷潮中，表現得尤其明顯，問題平台或多或少都存在合規問題，且合規性越差，越容易出問題，出的問題也越大。

坦白來講，此次P2P爆雷潮的發生，宏觀經濟去槓桿等外部性原因也不容忽視。數據顯示，2018年1至6月，社會融資規模累計為9.1萬億元，同比下降17.9%，去槓桿取得明顯成效，問題的另一面，便是很多殭屍類企業、調控類行業企業失去了續命的資金，開始陸續違約。在各類從事放貸業務的機構中，P2P平台的借款客戶資質相對較差，在當前的宏觀環境下，自然面臨更大的資產質量壓力，風險承受能力差的平台爆出問題，也就不足為奇了。

外因固然重要，內因才起到決定性作用，行業性的問題，還是要

去找行業性原因。這個內因，在外在表現上是合規性差，而更深層次則是P2P的發展偏離了行業的初心。

P2P是Peer to Peer的簡稱，最早產生於英國，是基於互聯網的普惠金融模式創新，致力於為個體間的借貸行為提供撮合服務。國內最早的P2P平台誕生於2007年，當時還沒有互聯網金融的概念，那個時候的P2P創業，非但沒有納斯達克敲鐘的憧憬，還需要克服因政策環境變化而隨時被取締的恐懼，是需要一些理想和勇氣的。發展到2010年間，國內P2P平台數量不過10家左右，截至2012年底，數量也不過150家左右。

後來，為吸引投資者，不少平台開始提供「本息保障」，偏離了信息中介的初衷。再後來，有了「互聯網金融」名分的加持，P2P開始承載創業者的各種夢想，數量很快擴張至數千家，行業變得魚龍混雜。這裏面，既有類似e租寶搞非法集資的詐騙圖夥，也有些平台不再滿足於普惠金融，把影子銀行那一套玩法搬了過來，對接起了房地產、地方融資平台等大標資產，搞起了期限拆分，從P2P到P2F（個人對通過互聯網對接金融機構的產品的模式）、P2G（嫁接民間資金與政府信用介入項目的互聯網金融服務平台），資產端的那個P不見了蹤影。

倡建投資者保護機制

當P2P不再小而美，當P2P不再聚焦於普惠金融領域的縫隙性業務，也就埋下了今天引發行業危機的種種隱患。相對而言，2016年《暫行辦法》的出台，不過是對行業發展模式的糾偏，某種意義上，合規整改的過程，也是行業回歸初心的過程。

P2P平台回歸初心、合規發展，對於維繫投資者信心至關重要。不過，即便平台合規發展，因底層資產質量惡化帶來的經營性風險也不可避免，一旦經營失敗，依舊會影響投資者的資金安全。

所以，站在投資者的角度，合規經營只是平台的基本門檻，在打破剛性兌付的大趨勢下，還應當建立更為長效的投資者保護機制。比如，某些平台正在實踐的通過引入第三方保險公司為投資者資金加一道保障。短期來看，則是要明確平台爆雷後投資者資金追回流程和機制，給資金受損的投資者穩定的預期，也為行業的持續發展奠定基礎。

危機總會過去，危機也總是一種契機，希望P2P行業的此次危機，能夠成為行業回歸初心和聚焦投資者保護的一個契機。

貿戰無礙買樓計劃

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

美國與中國的貿易戰正式展開，並有惡化跡象，但變數甚多。筆者建議具實力買家可量力而為去買樓，因為買樓屬於長線投資，必須經過將來發生難以預料的政經大事，如果要做到萬無一失才入市，可能是買不成樓。

本月6日美國對價值340億美元的中國出口產品加徵25%的關稅，預期稍後再對160億美元貨品加稅。中國同日向相等價值約340億美元的美國產品加徵25%關稅反擊，涵蓋美國貨品545項，包括農產品、汽車及水產等，顯得點到即止。

人民銀行貨幣政策委員會委員馬駿表示，美國500億元關稅措施對中國經濟影響有限，估計只拖累經濟增長0.2個百分點。不過，美國實施幾小時之後，美國貿易代表署表示，公司可有90天時間在爭取豁免，有效期限為一年。儘管如此，貿易戰變數甚多，因為美國總統特朗普是一個難以捉摸的人物，他曾揚言向5500億美元的中國貨加徵入口稅。本月11日美國公布對另外2000

息魔步伐勢必放緩

美國拉開貿易戰戰幔，不但殺敵一千自傷八百，更會傷害到美國各行各業，亦會產生連鎖效應連累相關行業，美國經濟受損也不輕，甚至打擊就業。假如傷害經濟嚴重，美國加息步伐將會阻力重重。但從另一個角度看，卻有利本港供樓人士，不必面對大惡的息魔。

特朗普曾要求沙特阿拉伯每日增加原油產量200萬桶，以填補伊朗等國的空檔，因為油價太貴造成美國通脹。他希望壓低油價，成功的話美國自然不必急於加息去對付通脹。倘若沙地增產數量不夠，美國自己亦可以披甲上陣，因為美國早已由石油進口國變成石油出口國，本身有大量石油供應。其實美國對付通脹的手段還有很多呢。

中美貿易戰只是世界上政治及經濟問題之一，將來發生無法估量的政經大事多不勝數，假如為了貿易戰而擱置買樓計劃，那麼將來還有數不清的政經大事發生，豈不是不用買樓？

