



五月行业信息监测与市场分析（第三期）

投资管理部

2019 年 6 月 25 日

目 录

一、 本月行业重点信息回顾.....	3
【宏观动态】	3
1. 2019 一季度中国杠杆率报告：金融部门杠杆率继续回落	3
2. 4 月信贷社融双降 回归理性还是另有缘由？	3
【政策趋势】	3
3. 改制提速 年内 40 家农商行获批筹建.....	3
4. 上海农商行加码村镇银行 一口气增资 10 家拟投逾 5 亿元	4
5. 兴业银行获批筹建理财子公司 23 家银行正在申请路上	4
【监管动态】	5
6. 银保监会发文将重点整治影子银行等五方面问题.....	5
7. 包商银行因严重信用风险被银保监会接管	5
【公司资产】	5
8. 四川银保监局深化推进债委会工作机制，共组建债委会 4170 家.....	5
9. 股权抛售潮起：农商行股权拍卖占比超八成 频遭流拍.....	6
【同业资产】	6
10. 票交所：隔夜资金利率持续走低，票据质押式回购交易量大增	6
【零售金融】	6
11. 小米金融对接系统现异常：明明还了款 为啥被逾期	6
12. 拍拍贷 2019 年一季度撮合额达 190.80 亿元 连续三季度环增.....	6
13. 奥马电器终止设立消费金融公司 去年亏损 19 亿元	7
【地产金融】	7
14. 统计局：前五月房地产开发投资 37595 亿元 增速放缓.....	7
【特殊资产】	7
15. 华夏银行回复：141 亿逾期超 90 天贷款未计入不良	7
二、 本月全国融资成本	8
三、 行业观察报告分享	8
《5 月社融数据的亮点与隐忧》	9
《穿过风雨——2019 年中期宏观经济分析与展望》	11
《银保监 23 号文后：房地产前端融资怎么做》	21
《金融“代工厂”崛起：一家房抵贷助贷平台的成长》	25
《供应链金融风险控制的全部套路》	27

一、 本月行业重点信息回顾

【宏观动态】

1. 2019 一季度中国杠杆率报告：金融部门杠杆率继续回落

5月28日，国家金融与发展实验室国家资产负债表研究中心与中国社会科学院经济研究所共同发布《2019年一季度中国杠杆率报告》。报告显示，总体上看，实体经济部门杠杆率（即宏观杠杆率）在2019年一季度有较大幅度的增长，已达历史高点。

报告认为，一季度开局良好，经济增长甚至“超预期”，是以宏观杠杆率的再度大幅攀升为代价的。报告同时指出，在面临内外不确定性增强、经济下行压力加大情况下，突出稳增长无疑是正确的选择；但如何保持定力、坚持结构性去杠杆，仍是未来政策面临的严峻挑战。

报告显示，包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由2018年末的243.70%上升至248.83%，增长了5.1个百分点。从结构上来看，非金融企业的杠杆率反弹最大，从153.6%升至156.9%，仅一个季度就上升了3.3个百分点；居民部门和地方政府杠杆率的增幅也很明显，前者上升了1.1个百分点，从53.2%升至54.3%；后者由2018年末的20.4%上升至21.4%，上升了1个百分点；政府总杠杆率从37.0%上升至37.7%，上升了0.7个百分点；金融部门杠杆率继续回落，资产方统计口径的金融杠杆率由2018年末的60.64%下降到60.54%，下降了0.1个百分点，负债方统计口径的金融杠杆率由2017年末的60.94%下降到59.42%，下降了1.5个百分点。

对此，报告提出，坚持结构性去杠杆，更多从体制上作文章。一是把握稳增长与稳杠杆的微妙平衡，保持政策定力；二是在稳增长前提下结构性去杠杆；三是处理好国企与地方政府的债务，更多从体制上做文章。

报告指出，中央推出从体制机制上抑制国有企业与地方政府加杠杆的举措，对于硬化约束机制、打破刚兑和减弱隐性担保都将起到十分重要的作用，这样的改革努力，不要因为重心偏向稳增长而放弃。

2. 4月信贷社融双降 回归理性还是另有缘由？

4月份的金融数据没有延续一季度的强势，5月9日中国人民银行发布的数据显示，4月的新增社会融资规模和新增信贷双双回落，有市场分析认为这反映实体经济融资意愿回落，实体经济有效需求不足的状况。

2019年5月10日周五下午，中国人民银行就2019年4月份金融统计数据解读召开媒体吹风会，就此问题进行了回应。

5月9日公布的4月份金融数据显示，4月新增人民币贷款1.02万亿元，较上月减少6700亿元；社融增量1.36万亿元，环比几近腰斩，同比少增4161亿元；二者均处于2018年以来较低水平；货币供应数据亦不及预期，M1增速重新大幅下滑。央行调查统计司副司长张文红指出，如果看社融的回落，“我们认为还是主要受季节性影响，以及今年信贷投放的节奏跟去年不同有关”。

货币政策司司长孙国峰则进一步表示，总的来说货币信贷保持了平稳增长的态势，不存在4月份货币信贷增速下滑的问题，稳健货币政策是松紧适度的。孙国峰称，下一步判断货币信贷走势可以从两方面来看：一方面从作为货币创造核心环节的银行角度来看，去年以来我们采取多方面货币政策的措施，缓解了银行的流动性约束、资本约束和利率约束，促进银行主动的增加信贷，支持实体经济。另一方面，从资金需求端来看，随着供给侧结构性改革的推进和经济的转型升级，从我们了解的情况看，信贷需求还是比较强的。

从供求两端来分析，孙国峰表示，未来的货币信贷还会保持平稳增长的态势。货币政策还会继续坚持稳健的取向，保持松紧适度。

【政策趋势】

3. 改制提速 年内40家农商行获批筹建

全面完成农商行改制是防范化解金融风险、维护地方金融稳定取得的重要成果，在改制的大背景下，农商行获批速度也明显加快。5月28日，北京商报记者根据银保监会官网数据统计发现，今年1月至今，新批筹建和开业的农商行数量明显增多，主要范围也涉及

较广，包括宁夏、河南、山东、云南、广东等地。

例如，宁夏银保监局一天内批准筹建 2 家农商行，分别是宁夏海原农村商业银行股份有限公司、宁夏泾源农村商业银行股份有限公司。云南银保监局在 4 月 1 日发布获批筹建公告，设立 2 家农商行，分别为云南彝良农村商业银行股份有限公司、云南永平农村商业银行股份有限公司。

从批复的农商行来看，各家发展参差不齐。有的农商行体量较小，有的资产规模已突破千亿元。例如，银保监会近日发布的批复公告显示，同意佛山农商行吸收合并高明农商行、三水农信社，并承继上述两家机构的债权、债务。合并后，新佛山农商行的资产规模突破 1000 亿元。根据批复要求，筹建期为批准决定之日起 6 个月。未能按期筹建的银行应当在筹建期限届满前一个月向银保监局提交延期报告。按此推算，上述获批筹建的农商行有望在今年挂牌开业。

来自银保监会官网的数据显示，农商行以在银行业 10% 的资产占比，贡献了涉农贷款和小微企业贷款 22% 和 21% 的规模，成为支持“三农”和小微企业名副其实的“主力军”。截至 2018 年 9 月末，全国有农村商业银行 1436 家，资产、负债规模均超过 23 万亿元，涉农贷款和小微企业贷款在各项贷款的占比长期保持在 60% 和 50% 左右。

4. 上海农商行加码村镇银行 一口气增资 10 家拟投逾 5 亿元

日前，上海银保监局批复同意了上海农商行增资山东、湖南、云南 10 家村镇银行的请示。上海农商行将以每股 1 元的价格，对上述村镇银行进行增资，增资规模合计 5.14 亿元。《证券日报》记者发现，上海农商行对每个村镇银行的增资金额不一，最低仅为 728 万元，最高则高达 1.38 亿元。增持后，上海农商行对于这 10 家村镇银行的持股比例均超过 50%，在 57%-87% 之间。

增资村镇银行的具体信息为：增资涟源沪农商村镇银行 728.35 万元，增资后持股比例为 57%；增资阳谷沪农商村镇银行 1977.62 万元，增资后持股比例为 65%；增资宁阳沪农商村镇银行 1127.39 万元，增资后持股比例为 68%；增资弥勒沪农商村镇银行 3038.61 万元，增资后持股比例为 70%；增资日照沪农商村镇银行股份 1804.47 万元，增资后持股比例为 74%；增资东平沪农商村镇银行 5796.97 万元，增资后持股比例为 77%；增资茌平沪农商村镇银行 7485.95 万元，增资后持股比例为 80%；增资泰安沪农商村镇银行 3132.58 万元，增资后持股比例为 82%；增资个旧沪农商村镇银行 12476.9 万元，增资后持股比例为 86%；增资临沧临翔沪农商村镇银行 13800.22 万元，增资后持股比例为 87%。

上海银保监局在批复中还指出，上海农商行投资入股资金应为自有资金，不得以委托资金、债务资金等非自有资金入股。同时，还应制定积极稳妥的投资发展策略，采取稳健的财务政策，确保投资入股后各项审慎监管指标持续符合监管要求。

5. 兴业银行获批筹建理财子公司 23 家银行正在申请路上

兴业银行发布公告称，兴业银行股份有限公司近日收到《中国银保监会关于筹建兴银理财有限责任公司的批复》（银保监复〔2019〕569 号）。根据该批复，本公司获准筹建兴银理财有限责任公司。筹建工作完成后，本公司将按照有关规定和程序向中国银行保险监督管理委员会提出开业申请。

2018 年 12 月 2 日，银保监会发布实施《商业银行理财子公司管理办法》，商业银行可以结合战略规划和自身条件，按照商业自愿原则，通过设立理财子公司开展资管业务，也可以选择新设理财子公司，而是将理财业务整合到已开展资管业务的其他附属机构。商业银行通过子公司展业后，银行自身不再开展理财业务（继续处置存量理财产品除外）。

截至目前，六大国有银行、三家股份制银行的理财子公司均获银保监会批准筹建。国有大行中，6 月 3 日，中国建设银行全资子公司建信理财有限责任公司（简称“建信理财”）在深圳市举行开业仪式；6 月 6 日，中国工商银行全资子公司工银理财有限责任公司（简称“工银理财”）在北京市举行创新产品发布会暨战略合作签约仪式。6 月 13 日，交通银行全资子公司交银理财在上海开业运营。股份行中，4 月 18 日，光大银行率先公告理财子公司获准筹建；4 月 19 日，招商银行公告其理财子公司获准筹建；兴业银行是第三家获批筹建理财子公司的股份行。

据融 360 大数据研究院统计，目前还有 23 家银行正在申请设立理财子公司。具体而言，股份行有中信银行、华夏银行、平安银行、民生银行、广发银行、浦发银行等 6 家；城商行有江苏银行、北京银行、宁波银行、南京银行、杭州银行、徽商银行、青岛银行、重庆银行、长沙银行、吉林银行、成都银行、上海银行、威海市商业银行、朝阳银行、甘肃银行等 15 家；农商行有顺德农商行、广州农商行 2 家。可以预见下半年将迎来更多的理财子公司开业。

【监管动态】

6. 银保监会发文将重点整治影子银行等五方面问题

为全面贯彻党中央、国务院关于金融工作的决策部署，打好防范化解金融风险攻坚战，巩固前期整治工作成果，防止市场乱象反弹回潮，推动银行业保险业实现高质量发展，银保监会印发《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》。

《通知》指出，2019 年整治工作力争实现三个目标：一是查处屡查屡犯，消化存量，在推动银行保险机构合规建设方面取得新成效；二是查处重点风险，遏制增量，在推动银行业保险业生态修复方面取得新进展；三是推进金融供给侧结构性改革，在实现高质量发展和提升服务实体经济水平、能力方面取得新突破。

《通知》强调，2019 年整治工作要坚持四个原则：一是防风险与稳增长相结合，实现防风险、治乱象和稳增长、调结构的有机统一。二是削减违规存量问题与遏制违规增量问题相结合，坚持已发现问题整改和新问题查处两手抓，两手都要硬。三是强内控与严监管相结合，银行保险机构要落实乱象治理与合规建设的主体责任，各级监管机构要牢固树立法治意识、规矩意识，将严监管坚持下去。四是保持定力与把握力度相结合，既坚持对市场乱象的“零容忍”，又主动适应宏观形势变化，把握好节奏力度，严防处置风险的风险。

《通知》明确，2019 年整治工作包括四项任务：一是夯实乱象整治工作的思想根基。要以党的政治建设为统领，以贯彻落实习近平总书记对完善金融服务、防范金融风险的要求为首要的政治责任。二是巩固乱象整治工作成果。开展对 2018 年深化整治市场乱象工作的“回头看”，一看问题整改，二看问责处理，三看机制建设。三是持续推动重点领域问题整治。银行机构从股权与公司治理、宏观政策执行、信贷管理、影子银行和交叉金融业务风险、重点风险处置等五个方面开展整治；非银行领域各类机构按照相关要点开展整治，突出处罚和问责，下大力气解决违规成本过低的问题。四是开展强内控促合规建设。督促银行保险机构通过增强内部控制的充分性和有效性，提升合规水平和全面风险管理能力，厚植合规文化。

7. 包商银行因严重信用风险被银保监会接管

5 月 24 日，央行、银保监会联合发布公告，鉴于包商银行股份有限公司出现严重信用风险，为保护存款人和其他客户合法权益，依照《中华人民共和国中国人民银行法》《中华人民共和国银行业监督管理法》和《中华人民共和国商业银行法》有关规定，银保监会决定自 2019 年 5 月 24 日起对包商银行实行接管，接管期限一年。建设银行组建托管工作组，在接管组指导下，按照托管协议开展工作。

这是继安邦保险集团被监管部门实施接管外，近年来又一家金融机构被监管部门接管的案例。今年“两会”期间，来自央行、银保监会的代表委员就频频吹风银行高风险金融机构处置，这也是金融供给侧结构性改革的重要内容之一。

【公司资产】

8. 四川银保监局深化推进债委会工作机制，共组建债委会 4170 家

5 月 16 日，在银行业保险业例行新闻发布会上，四川银保监局党委委员、副局长童梦介绍，截至今年 3 月末，全省债委会组建工作基本完成，四川银行业共组建债委会 4170 家，涉及用信余额 2.03 万亿元。其中，集团和单一法人企业比例为 24：76，国有企业和民营（含外资、合资）企业比例为 32：68，呈现出点多、线长、面广的特点。

在建立机制及硬性约束下，2017 年以来，四川银保监局系统累计对辖内银行业机构债委会工作开展专项督导 300 余次。截至今年 3 月末，全省债权人协议签订率 75.68%，3165 家债委会已召开债权人联席会议，占比超过 75%，累计召开联席会议 5496 次。

此外，按照支持类、帮扶类、退出类大致分类，已有 4021 家债委会对债权企业（集团）完成分类认定，其中支持类企业 2941 家，帮扶类企业 599 家，退出类企业 481 家。同时，在分类施策的基础上，针对企业具体问题，结合逆周期管理，综合运用银团贷款、联合授信、调整贷款利率、展期续贷、债务重组、市场化法治化债转股、破产重整等手段，切实做到“支优扶困限劣”。截至今年 3 月

末，全省债委会对帮扶类企业的续贷金额达 978.35 亿元。

9. 股权抛售潮起：农商行股权拍卖占比超八成 频遭流拍

银行股权频遭市场抛售的态势还在延续，以“银行股权”为关键词在阿里司法拍卖平台上搜索可以发现，2019 年开年至今已有 1288 起股权被拍卖，这一数额同比往年明显增多。2016 年、2017 年、2018 年同期被拍卖的银行股权数分别仅有 103 起、313 起和 866 起。在被拍卖的 1288 笔银行股权中，中小银行居多，其中有 1126 起是关于农村商业银行股权的，占比约 87.42%。

北京商报记者注意到，在最近 3 天时间里就有 32 起银行股权转让，大多数被转让的股权在 3 万-190 万元不等，千万元的大额股权交易也不在少数。例如，江苏丽晶装饰工程有限公司持有的江苏丰县农商行 565.92 万股金，评估价为 1216.728 万元，起拍价为 1100 万元。

【同业资产】

10. 票交所：隔夜资金利率持续走低，票据质押式回购交易量大增

根据票交所数据，今年 1 至 4 月质押式回购交易量共为 3.66 万亿元，较去年同期增长了 57.28%，其中 3、4 月份质押式回购交易量分别突破 1 万亿元，达到 2017 年 6 月以来的峰值。

与之相对应的是，交易结构短期化，贴现结构长期化，这种特点在近期的票据市场上尤其明显。票交所数据显示，今年一季度，隔夜的质押式回购占总交易量的 33.05%；贴现票据中，9 至 12 个月的占比达 51.92%；两项占比均较去年同期上升约 10 个百分点。

事实上，随着交易系统完善，电票化推进，票据交易量增长是大趋势。

广东某农商行金融市场部人士表示，票交所上线前交易量统计不完全，票交所上线后有交易量的考核，机构进行交易的积极性明显提高。

【零售金融】

11. 小米金融对接系统现异常：明明还了款 为啥被逾期

日前，许多在小米金融 APP 上借款的金融消费者反映，自己明明向小米金融还了款，却莫名其妙地收到银行发来的“逾期”警告短信。用户林先生展示了自己收到的“逾期短信”，短信警告称将把逾期信息报送至“金融信用信息基础数据库”。林先生称，自己一年前开通了小米金融，总共申请了大约 5 万元贷款，每一笔都按期归还，没想到突然遭遇“被逾期”。

据了解，小米金融主要是围绕个人金融需求来提供服务的互联网金融公司，从事投资理财、贷款、证券、保险等。小米金融公开披露信息称，出现“还款被逾期”，原因是小米金融与银行之间的对接系统出现异常。

对此，中国人民大学国际货币研究所研究员甄新伟表示，此事说明金融领域的技术性风险因素已不容忽视。当前，利用“互联网+”、人工智能、大数据等技术手段提供的金融服务，涉及主体多、业务流程长，相关方需要高度重视技术性风险，特别是金融科技平台公司、银行与客户三方之间的业务处理。

12. 拍拍贷 2019 年一季度撮合额达 190.80 亿元 连续三季度环增

北京时间 5 月 15 日，金融科技拍拍贷（NYSE：PPDF）发布了其 2019 年第一季度未经审计的财务报告。报告显示，拍拍贷 2019 年第一季度撮合额达 190.80 亿元，从历史情况来看，拍拍贷撮合额已经连续三个季度上升，本季度又重回 2017 年以来的历史高位。同时，2019 年第一季度营收和净利润均保持健康，总营收达到 14.583 亿元，净利润达到 7.031 亿元。截至 2019 年 3 月 31 日，拍拍贷的累计注册用户数已达 9386 万人。

数据显示，目前拍拍贷 2019 年第一季度笔均借款额为 3387 元，平均借款期限为 9.6 个月，大量的借款撮合服务被付诸在真实的生活消费场景中呈现。据了解，拍拍贷平台借款中将近六成被用于日常消费，其余则被用于装修、旅游、医疗、兼职创业等生活需求中，在公司的不懈努力下，普惠金融正持续地触达更广泛的地区和人群。

13. 奥马电器终止设立消费金融公司 去年亏损 19 亿元

近日，广东奥马电器股份有限公司（以下简称为“奥马电器”）发布公告表示，因公司经营情况发生变化，其已不具备继续推进消费金融公司的申报条件，决定与甘肃银行及金徽酒协商解除签订的相关协议，终止设立消费金融公司。

《每日经济新闻》记者了解到，这家消费金融公司名为陇银消费金融股份有限公司（以下简称为陇银消费金融）。是奥马电器于 2017 年拟出资 1.26 亿元与甘肃银行股份有限公司（以下简称为“甘肃银行”）及金徽酒股份有限公司（以下简称为“金徽酒”）共同发起设立的，3 家发起设立方于 2017 年 11 月 23 日签订了《关于共同出资设立消费金融公司的协议书》（以下简称为《三方协议》）。

根据奥马电器 2017 年 11 月披露的《关于参与发起设立消费金融公司的公告》，陇银消费金融注册资本为 3 亿元，经营范围为：向中国境内居民发放的以消费（不包括购买房屋和汽车）为目的的贷款；接受股东境内子公司及境内股东存款；向境内金融机构借款等。奥马电器强调，上述经营范围须以工商行政管理部门核准的范围为准。

对于对外投资参与发起设立消费金融公司的原因，奥马电器在当时公告中表示，符合公司发展战略，有利于拓展公司业务范围，提升公司核心竞争力。

时隔近两年，奥马电器却选择了终止此次对外投资。对于终止的原因，奥马电器表示，其公司于 2018 年实现营业收入 78.03 亿元，归属于上市公司股东的净利润-19.03 亿元，扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润-18.38 亿元。因经营情况发生变化，根据《三方协议》及《中国银监会非银行金融机构行政许可事项实施办法》（中国银监会令 2015 年第 6 号）的相关条款规定，奥马电器已不具备继续推进消费金融公司的申报条件，公司决定与甘肃银行及金徽酒协商解除《三方协议》，终止设立消费金融公司。奥马电器提到，终止本次对外投资不会对其公司财务状况和经营状况产生重大影响。

【地产金融】

14. 统计局：前五月房地产开发投资 37595 亿元 增速放缓

据国家统计局网站消息，统计局今日发布今年前 5 月全国房地产开发投资和销售情况，显示 1-5 月份，全国房地产开发投资 37595 亿元，同比名义增长 8.8%，增速比 1-4 月份回落 0.5 个百分点；商品房销售面积 54820 万平方米，同比增长 14.3%，增速比 1-4 月份回落 1.4 个百分点。

1-5 月份，商品房销售面积 54820 万平方米，同比增长 14.3%，增速比 1-4 月份回落 1.4 个百分点。其中，住宅销售面积增长 11.9%，办公楼销售面积增长 38.3%，商业营业用房销售面积增长 29.6%。商品房销售额 43632 亿元，增长 18.6%，增速回落 1.5 个百分点。其中，住宅销售额增长 15.3%，办公楼销售额增长 37.4%，商业营业用房销售额增长 39.0%。

【特殊资产】

15. 华夏银行回复：141 亿逾期超 90 天贷款未计入不良

针对 2018 年末不良贷款偏离度较高的问题，华夏银行近日官方回应《每日经济新闻》记者，经过努力，一季度末全行逾期 90 天以上贷款与不良贷款之比已压降至 100%以内，即逾期 90 天以上贷款已全部计入不良。

近日，银保监会统计信息和风险监测部副主任刘志清明确表示，逾期 90 天以上贷款计入不良是统一、硬性要求，银保监会也鼓励有条件的银行可更加审慎地把逾期 60 天以上的也纳入不良，这不是硬性要求。

《每日经济新闻》记者稍前报道，华夏银行 2018 年归属于公司股东净利润比上年增加 10.35 亿元，达到 208.54 亿元。增量相对上年增长数倍。2017 年归属于公司股东净利润为 198.19 亿元，较上年增 1.42 亿元，2017 年营业利润较上年仅增加 800 万元。数据表明，2018 年业绩明显改善，但与此同时，华夏银行至少 140.46 亿元逾期 90 天以上贷款未计入不良，逾期 90 天以上贷款与不良贷款比例为 147.12%。上述报道发布后引发市场广泛关注。

华夏银行官方表示，以一季度末逾期 90 天以上贷款与不良贷款之比压在 100%以内达标为契机，集中精力抓好问题贷款处置工作，坚持控新增、清存量双管齐下，通过各环节的认真履职、严格把关，加强新增逾期管控，加大存量处置化解力度。

二、 本月全国融资成本

2019 年 5 月 1 日至 2019 年 5 月 13 日，106 家发行人新发行的 136 只债券，涉及融资规模 2202.87 亿；以及 29 家非银金融机构新发行的 87 个融资项目，涉及融资规模 297 亿。

2019 年 5 月 14 日至 2019 年 5 月 27 日，111 家发行人新发行的 165 只债券，涉及融资规模 3889.76 亿；以及 30 家非银金融机构新发行的 78 个融资项目，涉及融资规模 271.9 亿。

地 区	项目数	融资金额 (亿)	平均 融资成本	地 区	项目数	融资金额 (亿)	平均 融资成本
直辖市	14	44.4	11.85%	直辖市	9	30.2	11.86%
华东地区	33	117.9	11.69%	华东地区	34	115.3	11.86%
华中地区	9	33.3	12.14%	华中地区	6	15.5	12.59%
华南地区	12	40.3	12.08%	华南地区	10	43.7	10.91%
华北地区	3	3.0	13.25%	华北地区	3	12.7	11.47%
西南地区	7	16.9	13.10%	西南地区	15	44.6	12.68%
西北地区	9	41.3	12.69%	西北地区	1	10.0	12.80%
全 国	87	297.0	12.03%	全 国	78	271.9	12.03%

表 1:五月上旬全国各地区非银金融机构融资成本
(2019. 05. 01-2019. 05. 13)

表 2:五月下旬全国各地区非银金融机构融资成本
(2019. 05. 14-2019. 05. 27)

三、 行业观察报告分享

投资管理部基于每周万德研报、优质微信公众号的 50 篇+阅读研究，每周精选 5 篇摘录核心观点内容分享如下，部分文章为摘录，如需原文请联系我部。

《5 月社融数据的亮点与隐忧》

(联讯麒麟堂 李奇霖)

和年初跌宕起伏的数据比，5 月份的金融数据平淡了些，其中的亮点也不多，有几个需要注意。

1、5 月的数据总量不差



看增量，2016-2018 年社融分别新增 6700、13000、9500 亿，均低于今年 1.4 万亿的增量规模。

看存量，在低基数（去年资管新规等文件正式下发使非标大幅收缩引致）的助力下，新口径社融增速反弹至 10.5%，提升了 0.2%，旧口径增速（不含专项债）也提升了 0.2%。

数据出来后，十年国开活跃券 190205 的收益率之所以出现了小幅的下行，表达出了数据不及预期的信息，主要是由于：

第一，预期经过反复，被打的较高。月初多数预期信贷在 1.1-1.2 万亿，社融在 1.3 万亿，之后部分研究修正，预期信贷会在 1.3 万亿左右，社融预期因此也一同被推高；

第二，数据的结构较差，结合当前的经济与金融情况，未来社融维持高增长的可持续性存在疑问，这一点我们在后文再详细展开。

2、信贷的结构问题再次显现

1.18 万亿的信贷总量与过去三年（1.15 万亿，1.1 万亿，9800 亿）相比，也不算低，但结构上再次出现了较大的问题。

企业部门的中长期贷款仅有 2500 亿左右的增长，占新增人民币贷款总额比例只有 21%，是今年以来的新低。

图表1：企业中长期贷款占新增人民币贷款的比例是 2019 年的新低



之所以会出现这种状况，原因在于：

1) 部分企业自身变得谨慎。5 月初，中美贸易谈判再起争端，部分企业尤其是出口企业对未来的需求难以判断，或比较悲观，扩张的意愿被打压；

2) 银行监管的压力增大，突发事件影响。

一是银保监会 4 月底发布《商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）》，国内商业银行的不良分类向国际看齐，逾期 90 天以上的贷款全部归入不良，银行的不良压力未来将进一步增大，风险偏好被打压。

尤其是对中小银行而言，本身不良的压力偏大，5月又出现银行因为信用风险被托管事件，负债成本未来直接与资产质量等指标挂钩，信贷业务会更加谨慎。在获得定向降准的中长期流动性后，自然会更偏好短贷、消费贷等低风险的信贷资产。

二是银保监会下发的23号文，虽然对银行而言，大部分是对过往监管条例的重复，但仍对银行有警示作用，其中新提出“对违规向资产负债率超出重点监管线的国企贷款进行检查”可能会打击部分银行的信贷业务。

3、非标与债券更大的隐患在后面

以信托贷款+委托贷款为口径的非标在5月份新增-683亿，较2018年同期大幅转好，环比也不差。但后续改善的空间不大，甚至有进一步恶化的可能。

委托贷款没什么可说，一直在高额负增长过程中，未来只要委托贷款层面的监管没有松动+信用环境没有出现大幅的好转（流动性外溢），那么委贷这种大额负增长就不会出现明显的改善。

信托贷款变动较大，业务模式也更为自由，多以房地产+基建为主要的业务载体。虽然和银行表内一样，在房地产融资这一端都遵循着“四三二”的要求，但实际操作时比较灵活。

比如在房地产前端拿地融资上有着较强的市场，是信托贷款增长的主要依托，常使用“股权投资+股东借款”的模式，即信托计划投资某个地产项目，成为项目公司的股东，然后以股东借款的形式，间接为没有拿到“四证”的项目进行债务融资，帮助地产在土地市场上拿地。

但5月中旬后，23号后对信托提出了较高的要求，切断了信托向房地产企业进行前端拿地融资的渠道，信托贷款相应的受到较大的影响。

据我们草根调研，已经有部分大行暂停了地产信托的代销，用益信托网显示集合信托的成立数量与规模也在之后出现了明显的缩量。

随着时间的推移，这种负面影响会进一步显现，对信贷贷款构成冲击，未来可能要更加依靠基建信托的发力。

债券融资和非标有着相同的问题。

5月份接近500亿的新增规模环比出现了明显的下滑，除了地产端融资收紧外，更多的可能是季节性回落的因素，即企业会较多选择在年报和一季报披露前的4月份进行债券融资，所以同比去年来看，500亿的债券融资并不算差。

但是，现在银行间市场出现了明显的分层，非银质押融资难度明显加大，如果这种现象持续没有出现明显改善，那么企业债券融资尤其是中低评级的企业债券融资可能会受到较大的影响。

一方面，非银尤其是产品户（广义基金）是信用债的主要配置机构，资金面的结构性收紧，使其流动性出现了明显的缺口，加杠杆难度与成本大幅提升，未来信用债可能会出现较大的抛压；

另一方面部分中低评级的债券发行对非银的依赖较深。

《穿过风雨——2019 年中期宏观经济分析与展望》

(广发证券首席宏观分析师 郭磊 博士)

【报告摘要】

2019 年上半年的经济特征是建筑业景气、制造业疲弱。年初以来，建筑业景气度较好（一季度建筑业 GDP 甚至是过去 9 个季度最高），建筑产业链的房地产、钢铁、水泥、工程机械等行业亦量价强势。但制造业增加值和投资增速却在不断下移。通过一个小案例，螺纹钢和热卷的走势分化我们也能看到建筑业和制造业的景气分歧。

建筑业偏强源于货币修复和财政前移；制造业偏弱则主要与出口下沉有关，一个证据是工业用电量的变化和出口交货值的变化高度同步。沿着产业线索进一步追踪，房地产施工随货币条件走高、财政支出节奏前移、基建类财政支出高增速可以大体解释建筑业；关于制造业，我们倾向于认为出口下行是它偏弱的主要背景。工业用电量的变化和出口交货值的变化高度同步，制造业就业与出口订单变化亦高度相关。

这意味着外部贸易环境接下去怎么走将会是下半年宏观面的关键假设之一。我们梳理了贸易环境变化的基本过程。贸易摩擦以来进出口的经验特征之一是出口较关税有一个滞后反应。我们假设了后续贸易环境的两种可能，简要分析了建筑产业链和汽车并在此基础上推演了下半年经济走势的大致情形。

实际上全球主要经济体货币政策决策都放在了三季度。目前国内亦处逆周期稳增长政策左侧，若增长压力显性化，则政策会全面稳增长。对“稳中求进、突出主线、守住底线、把握好度”的政策基调来说，“守住底线”是指全年的经济增长及就业目标。二季度隐含的增长率已明显下行，目前处于逆周期稳增长的左侧。从顺势推进利率市场化到“旧改”，我们广泛探讨了货币政策、财政政策的各种理论空间。

金融供给侧今年破局，我们理解它有三条主线。金融供给侧推进过程中可能面临一定程度内生的信用收缩。金融供给侧是今年结构性改革的重点，它的主线是要改变“三个结构”。其中扩大直接融资的过程伴随着市场规则改进，将对应制度红利；但金融供给侧推进过程中会有一定程度的内生性信用收缩，当然，本轮政策对此有较早的反应。

简言之，和 2018 年很相似，贸易条件、经济走势、信用环境依旧是宏观面的主要变量。短期三者都有积极信号，但中期尚待观察。三个变量都不乐观的时段一般是风险收益比的极值点。短期三个变量皆有积极信号：G20 前中美重启沟通；专项债用于资本金支撑地方基建；对中小银行增信及明确大行支持非银流动性。边际定价原则下这对短期资产定价有利；风险收益比开始底部改善；但中期情况尚待进一步观察。

往下半年看，我们进一步推演了宏观面和资产定价的三种可能情形：

情形一：外部贸易条件继续变差，政策全力稳增长。宏观逻辑可概括为“经济退、政策进、风险可控”，类 2018 年四季度末-2019 年初。权益市场可能会先反映风险，再反映逆周期，风险兑现后会偏系统性机会。利率可能在逆周期前段集中下行，逆周期中后段确认底部。

情形二：外部环境没有继续变化但保留不确定性，政策稳增长同时金融供给侧推进。宏观逻辑为“经济退、政策进、阶段性信用收缩”，类 2018 年三季度。对信用环境反作用于经济的担忧会一直存在，经济拐点这一“定价锚”的缺失对权益形成约束，但阶段性逆周期政策形成支撑，权益偏结构性机会。利率可能震荡中中枢下行，信用会有分化。

情形三：外部环境显著好转，经济韧性，逆周期微调风格。权益市场可能会先反映基本面修正和风险偏好抬升；之后取决于信用环境与逆周期期间的阶段性更替。利率上下行空间都不明显，信用则会有分化。

从长期看，贸易环境改变不了全球新一轮产业分工趋势。“要素相对优势”决定分工和专业化，要素相对优势取决于要素成本（存在分工驱动）、规模（能够承担分工），以及非优势要素不存在硬约束（发展门槛）。中国和东南亚依然是全球制造业的两块 α。

【正文】

国内经济的产业特征

1. 为什么建筑业产业链整体景气

今年一季度建筑业 GDP 是过去 9 个季度以来最高，建筑业 PMI 也持续在高位。2019 年 Q1 实际 GDP 增速为 6.4%，这一增速基本上过去十年以来的低位（持平于 2018 年 Q4 和 2009 年 Q1）；但建筑业的实际 GDP 增速为 6.2%，是过去 9 个季度以来的新高。同样，虽然 PMI 指数在不断走低，但建筑业 PMI 一直在 59-60 的相对高位。

从行业表现来看，建筑产业链的房地产、钢铁、水泥、工程机械等景气度偏高。行业表现也可以验证这一特征。年初以来房地产、钢铁、水泥、工程机械等行业景气度显著偏高，相关产品产量持续走高（图 1）。供给侧背景下上游价格信号钝化或许是一个原因；但另一方面则主要还是与需求有关。

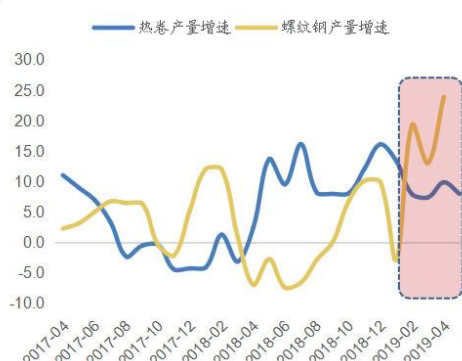
螺纹钢和热卷的走势分化似乎也验证建筑业和制造业的景气分歧。我们知道，螺纹钢用于基建地产比例较高，而热卷下游广泛用于制造业行业。可以看到 2019 年 Q1 二者产量增速走势分化比较明显（图 2）。这显示同期建筑业景气度偏高，而制造业相反。

图1：建筑产业链相关行业产量：以钢铁、水泥为例（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：热卷和螺纹钢产量增速的分化（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

年初以来建筑业产业链景气度偏高的原因之一：货币条件修复和房地产施工上行。从终端驱动来说，建筑业产业链的驱动显然是房地产和基建。房地产施工在 2019 年的逐步走高是一个重要背景。我们可以看到年初以来水泥产量跟随房地产施工面积同步上行（图 3）。那么房地产施工为何在 2019 年快速走高？我们理解主要和同期货币条件修复有关（图 4）。历史数据显示货币环境对房地产施工走势有较强的解释力。2018 年房企新开工规模较大，随着货币条件的改善，这部分新开工转化为 2019 年的施工。

图3：水泥产量伴随房地产施工增速快速上升（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

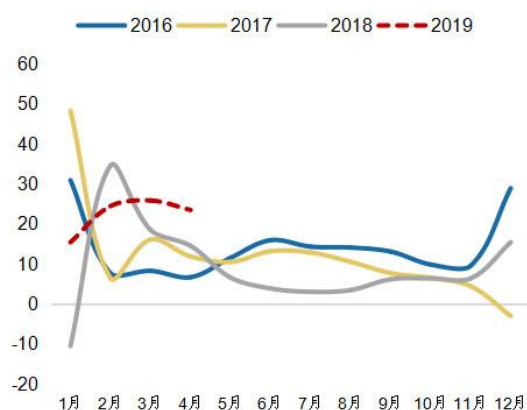
图4：房地产施工改善与货币条件改善同步（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

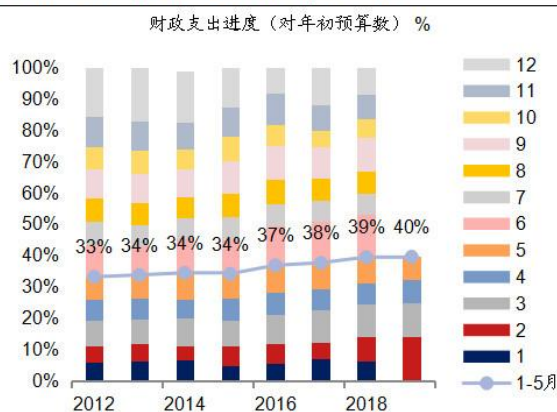
年初以来建筑业产业链景气度偏高的原因之二：财政节奏前移和基建开工上行。从财政支出进度来看，2019 年是近年最快。基建类财政支出（交通运输、农林水利、城乡社区）增速也一直在高位运行。尽管目前基建投资完成额（滞后指标）尚在低位，但项目新开工应该处于活跃状态。

图5: 基建类财政支出累计增速季节走势 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 2019年财政支出进度靠前 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

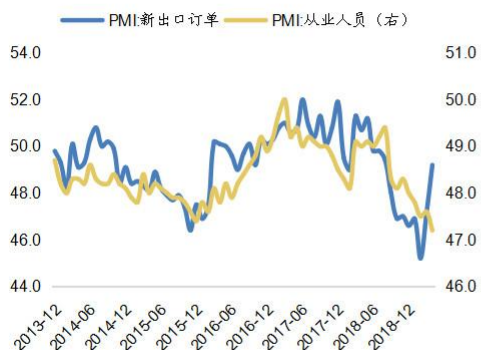
2. 为什么制造业产业链表现偏弱

从工业用电量来看,制造业目前表现明显偏弱。制造业工业增加值增速 2018 年四季度在 5.5% 以上,今年 4 月和 5 月下降到只有 5.3% 和 5.0% 了。1-4 月工业用电量累计增速 3%, 显著低于 2018 年同期的 6.7% 和 2018 年全年的 7.1%。工业用电是比较有说服力数据,它显示当前制造业景气度偏弱。

制造业投资也显著偏低,显示制造业企业对中长期投资偏谨慎。1-5 月制造业投资累计增速 2.7%, 显著低于 2018 年同期累计增速的 5.2% 和年累计增速 9.5%。这显示出企业对于中长期投资仍偏谨慎;这一点与同期中长期贷款数据可相互验证。

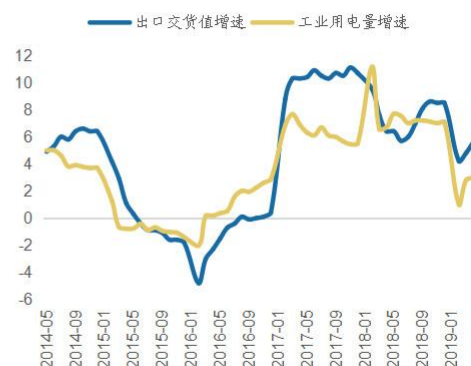
出口是制造业终端需求之一,制造业景气度及就业与出口订单经验上相关。出口是制造业的终端需求之一,从经验数据上看,制造业就业与出口订单走势高度相关;出口交货值走势对于工业用电量也有明显的解释力。

图7: 制造业就业与出口订单走势高度相关



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 出口交货值与工业用电量增速同步 (%)

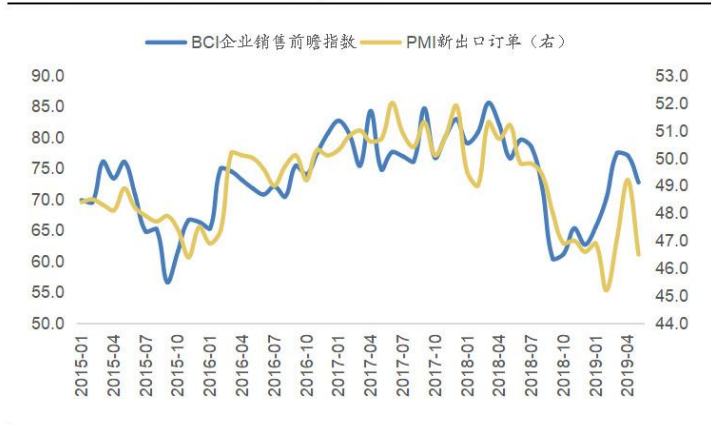


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

简言之,为什么制造业景气度走低?我们理解和同期出口增速中枢逐步下沉有关。外需的增速下沉是制造业表现低迷的主要原因之一,包含二季度(4-5月合并)的过去四个季度出口增速分别为 11.7%、3.9%、1.3%、-0.7%。出口增长中枢的下移通过产业链上下游向制造业部门广泛传递。

我们可以从企业销售预期指数的变化中同步感受到出口订单的影响。BCI 企业销售前瞻指数在某种意义上代表制造业企业对于销售环境的预期,PMI 新出口订单代表出口状况,可以看到二者有很好的历史相关性。2018 年一季度之后,贸易摩擦影响逐渐上来,出口订单和企业销售预期同步下行;至 2019 年一季度,关税影响部分被消化,出口订单和销售预期有明显修复;4 月之后,随着贸易环境不确定性的再次上升,出口订单再度掉头往下,企业销售预期也随之回调。

图9：企业销售前瞻指数与出口订单变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

外部环境的变化线索

1. 本轮贸易环境变化的过程

2018年3月22日，美国政府抛出对华“301调查”报告，并基于此宣称将对从中国进口的价值500亿美元商品加征25%关税（见《关于中美经贸磋商的中方立场》白皮书）。7月6日，其中340亿美元的部分正式生效；8月23日，另外160亿美元的部分正式生效。为捍卫自身利益，中国对美国相关商品亦开征关税。7月6日，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征25%的关税，其中545项约340亿美元商品自2018年7月6日起实施加征关税。8月23日，根据《国务院关税税则委员会关于对原产于美国约160亿美元进口商品加征关税的公告》，中方对美约160亿美元商品加征25%关税。

2018年9月17日，美国称将于9月24日起对约2000亿美元的中国产品加征关税，税率为10%，并将在2019年1月1日起上升至25%。

2019年5月9日，美国政府宣布自2019年5月10日起对从中国进口的2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%。为捍卫多边贸易体制，捍卫自身合法权益，中方不得不对原产于美国的部分进口商品调整加征关税措施（见国务院关税税则委员会5月13日公告）。

5月13日，美国宣布启动对剩余约3000亿美元中国输美商品加征关税的程序（见《关于中美经贸磋商的中方立场》白皮书）。

2. 贸易环境变化对出口的影响

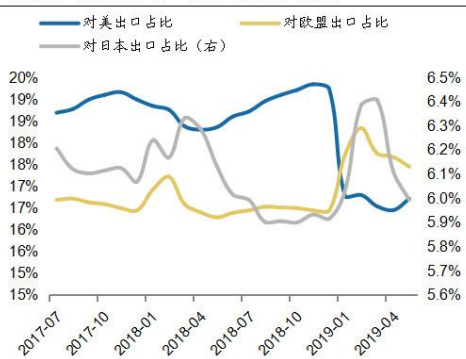
《关于中美经贸磋商的中方立场》白皮书指出，“美国的关税措施导致中国对美出口额下滑，2019年1月至4月同比下降9.7%”。

从贸易环境变化到现实出口：关税影响的经验规律。从具体的出口走势看，在贸易摩擦和关税落地之后，对美出口先有一个占比提升的过程，即我们前期报告所提到的“抢出口”效应；2019年一季度关税影响形成压制，对美出口占比快速下降。

这一点很容易理解，贸易订单有一个正常周期，比如3个月或者6个月。在预期关税将要落地的时候，贸易供需双方会把部分需求提前释放，形成出口短期走高；等到关税落地，新单将受到影响，但现实出口来自于已经形成的订单，因此下降过程会滞后一个时段。

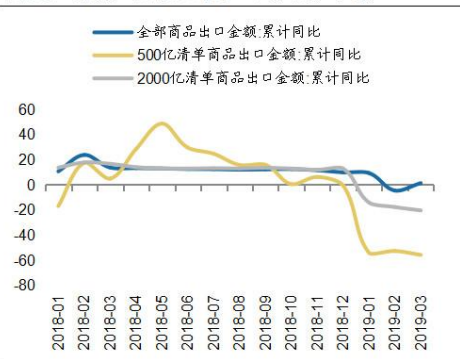
再进一步观察征税相关商品的细项走势，可以看到500亿相关商品的出口在二季度抢出口效应比较明显，二季度末就开始趋势性下行；2000亿相关商品的出口在四季度末开始趋势性下行。

图10：对美欧日出口占比的变化（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11：前期征税商品的出口节奏拆分（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3. 关于后续贸易环境变化的假设

在前期报告《出口-制造业链条仍是观测宏观经济走势的关键》中我们指出，“出口-制造业”链条依然是当前宏观框架的关键变量，我们仍需要根据对后续贸易环境的继续观察来调整宏观假设。

我们假设两种基本情形：

1) 外部贸易环境继续变差，3000 亿关税落地。根据前面 500 亿和 2000 亿美元商品关税影响的经验情形，我们需要把出口见底时间后推两个季度左右。保守来看，2019 年四季度末至 2020 年一季度初将是关税影响脉冲消退、出口再次企稳的时段。

2) 外部贸易环境后续基本稳定。考虑到 2000 亿美元商品 10%升级为 25%前期已经落地，影响仍在传递，我们需把出口见底时间后推至三季度末-四季度，同时关于出口的增长斜率假设高于上一种情形。

经济走势的可能情形

1. 作为上半年经济的主要支撑，建筑产业链后续将会是一个上下行力量的均衡，不至于太差

建筑产业链是上半年经济的重要支撑，建筑业产业链的源头驱动是地产和基建。2019 年上半年，建筑业产业链是一个重要支撑。建筑业 GDP、PMI 景气度均在近年来的高位。以 5 月经济数据为例，工业和固定资产投资均疲态明显，但即使在这样的背景下，建筑产业链的钢材、水泥及其上游的原煤、焦炭等行业的工业增加值表现依旧偏强；铁路投资、房地产施工在投资端的表现依旧偏强。

地产目前处于销售周期底部区域，下行风险并不大。从长周期来看，地产销售受很多结构性慢变量影响；但从短周期来看，地产销售周期比较规律，基本上 3-4 年左右是一轮短周期更替。地产销售的边际变化方向取决于价格预期、收入预期和资金成本，三者均与货币供应量有一定关系。从历史数据看，地产销售与 M1 具有很好的经验相关性。在 M1 周期的底部位置，地产销售下行风险并不大。

地产新开工后续可能会逐步下行。但需要考虑的是 2018 年新开工数据的特殊性，其真实影响未必等价于数据趋势。施工可能比新开工有韧性。房地产新开工一般略滞后于地产销售和 M1，但 2018 年地产开工和 M1 周期背离明显，出现了一轮异常走高。我们猜测在金融去杠杆和实体去杠杆的背景下，房地产企业现金流紧张，于是倾向于加快开工，以符合预售条件加快回现金流。这一经验规律背离时段开工统计未必反映真实的开工意愿，数据质量亦可能值得商榷。在一轮新开工脉冲过去，以及基数抬高的背景下，2019 年新开工回落压力比较明显。但这一过程的真实影响未必等价于数据趋势；且由于开工的波动并不完全反映开工需求，施工端可能会比新开工有韧性。

图12: 地产销售周期与M1周期 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 2018年房地产新开工的透支 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

专项债用于资本金将有利于基建回升；同时目前整体处于逆周期政策左侧，基建后续上行概率更高。《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》明确指出文件目的是加大逆周期调节，更好地发挥专项债作用，增加有效投资和稳定总需求。这一政策直接影响等于年内剩余的专项债规模*符合重大项目的比例*杠杆倍数，我们估计政策将在一定程度上带动基建投资回升。同时目前整体处于逆周期政策左侧，其他财政、货币政策仍可期待。整体来看，基建后期上行概率更高，我们估计基建累计增速将逐步向 8-10% 靠近。

2. 制造业产业链仍处于出口所带来的压力传递的过程中

从订单来看，2018 年年中之后下行趋势就比较明显。从可以对照的企业用工前瞻指数来看，此时企业谨慎预期已经普遍形成。

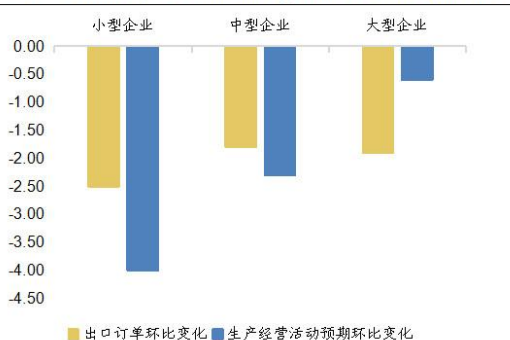
2018 年四季度-2019 年一季度现实的出口开始下行。与此同时，逆周期政策力度显著加大。

伴随着逆周期政策的加码和社融的企稳，企业预期开始好转。同时，随着关税冲击脉冲的基本释放，出口订单底部小幅反弹（4 月），出口预期有底部企稳迹象出现。

5 月 9 日，美国政府宣布自 2019 年 5 月 10 日起对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 25%。为捍卫多边贸易体制，捍卫自身合法权益，中方不得不对原产于美国的部分进口商品调整加征关税措施（见国务院关税税则委员会 5 月 13 日公告）。

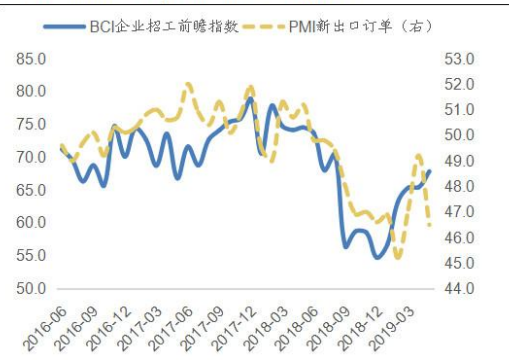
新出口订单在 5 月出现了大幅下探，环比回落了 2.7 个点。值得注意的是，以加工贸易和代工为主的小型企业在订单、生产经营活动预期下行更为显著。从订单到出口的经验关系看，这部分订单下行从三季度开始将影响出口。

图14: 2000亿升级后小企业订单和预期变化更明显 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 新出口订单与企业招工前瞻指数



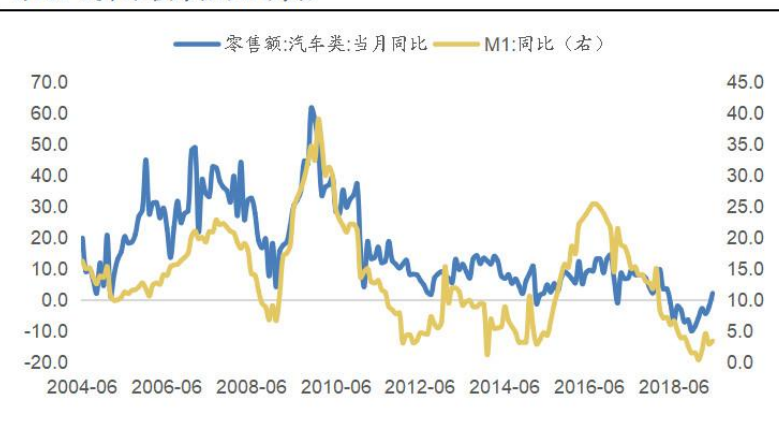
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3. 汽车对于消费端的拖累将明显下降

5 月汽车产量增速只有 -21.5%，低于 4 月的 -15.8% 和 1-4 月的 -11.8%，生产端去库存加速的特征明显，预计到三季度某个时段可能会去库存结束；但汽车零售端数据却在疲弱中缓慢走高，汽车零售额从去年 11 月的 -10%，上升至 2-4 月的 -2% 至 -4%，以及 5 月的 2%，整体还是在改善趋势中。即使考虑基数因素这块至少也不再明显恶化。这也验证了我们去年底的判断，汽车零售端大致持平于 M1 周期。

对于 2019 年下半年来说，汽车对于消费拖累将明显下降，这有利于实际消费数据的走稳。对于这两年的消费数据来说，汽车是最主要的影响项。

图16：汽车零售周期与M1周期



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4. 关于经济走势的两种假设

我们预计实际消费大致平稳；年内建筑产业链整体不会对经济形成明显下拉。那么，经济走势关键看“出口-制造业”链条。

首先看我们去年底判断的基准情形

在这轮贸易摩擦二季度再度升级之前，我们曾推断基准情形下经济于年中前后（Q2末或Q3初）见底。我们在去年底报告《峰回，路转》以及后续一系列报告中详细阐述过理由，后续相关领域走势亦初步验证。从建筑业产业链看，基建边际启动2-3个季度传递至经济。房地产销售滞后于社融见底，大致持平于M1周期；从制造业产业链看，社融对于制造业部门的传递经验上一般两个季度左右。出口是制造业的原发需求之一，出口带来的影响脉冲一般2个季度左右时间达到最大。随着关税脉冲的减弱，Q1末-Q2初出口环比企稳特征明显，保守看Q2将处于底部区域。

在5月9日2000亿关税税率由10%升至25%之后，情况已有所变化。我们需要调整宏观假设：

新的假设情形一：贸易条件止于5月

2000亿升级为25%的影响可能在Q3-Q4初达到最大，同时伴随着Q2末后的一些小幅逆周期政策，Q3末Q4初可能形成名义增长的一个底部区域。在这一情形下，我们需要小幅下调前述基准情形下对于名义GDP的假设。

新的假设情形二：贸易条件继续变差

如前所述，5月13日美国宣布启动对剩余约3000亿美元中国输美商品加征关税的程序（见国务院办公厅《关于中美经贸磋商的中方立场》白皮书）。如果相关关税进一步落地，则贸易条件的变化事实上进一步深化。

关税带给美国经济的负面影响也将推动全球经济进一步加快放缓，从而进一步影响至全球贸易。

我们需要把出口见底时间进一步后推至Q4末-2020年Q1，并进一步下修对于名义增长的假设。按照IMF模型对于贸易摩擦的估算，则全部关税落地对于中国名义GDP的影响大致在1.2%-1.6%之间[1]。

这一情形下内需作为“压舱石”的作用将进一步显现，逆周期政策升温的特征也将进一步明显，并对经济下行压力形成对冲。在后面一部分中，我们将对政策空间进行探讨。

【宏观政策的对应组合】

1. 逆周期政策的逻辑与空间

目前整体处于逆周期政策的左侧。5月工业增加值增速均值5.2%（一季度6.5%），发电量累计增速3.3%（一季度4.2%），出口增速-0.7%（一季度1.3%），消费增速均值7.9%（一季度8.3%），目前隐含的趋势增长率已显著低于一季度。

一季度政治局会议指出要“稳中求进、突出主线、守住底线、把握好度”，这里的“突出主线”是供给侧（今年重点是金融供给侧），“守住底线”则是指十三五和全年的经济增长目标。二季度经济景气度已显著下行，在“守住底线”精神下，目前处于逆周期稳增长左侧。

如易纲行长6月初在G20财长和央行行长会议所说，中国宏观政策空间充足，政策工具箱丰富，有能力应对各种不确定性。

逆周期政策的理论空间。逆周期政策有哪些空间？从理论上包括：

1) 货币政策。在下半年经济压力可能继续上升，逆周期政策有较大概率进一步强化的环境下，货币政策值得关注的方向包括：

货币供给趋于中性偏宽，支持稳增长。从年初以来的信贷、社融数据来看，一季度处于一轮典型的货币条件修复期，整体来看货币环境偏宽；央行货币政策执行报告对此的描述是“针对前期一度出现的社会信用收缩问题……采用市场化的手段鼓励银行主动加大对实体经济的支持力度”；同时肯定了政策效果，“有效应对了社会信用收缩压力，保持了流动性合理充裕和货币信贷合理增长，改善了市场预期，促进了国民经济实现平稳开局”。

在经济平稳开局的背景下，4月货币环境则明显有边际收紧。5月后宏观环境的变化之一是外部环境不确定性快速上升。当月社融总量虽大致中性，但值得注意的是货币需求下行的趋势初步显现，显示出同期微观预期的变化。若后续外部贸易环境变化继续变差，三四季度稳增长压力进一步显性化，则政策空间包括新一轮货币条件修复，在货币环境上恢复“类一季度”的合理水平。

进一步择机定向降准。4月17日的国务院常务会议曾指出“抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，针对融资难融资贵主要集中在民营和小微企业的问题，要将释放的增量资金用于民营和小微企业贷款”。5月6日央行宣布对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率，分别在5月15日、6月17日和7月15日3次实施到位。在外部贸易环境继续变差，经济压力逐步上升的背景下，下半年央行依然有定向降准的空间。

为中小银行提供定向流动性支持，阻止信用收缩的情况传递。央行网站6月9日公告，金融委办公室召开会议，研究维护同业业务稳定工作。央行指出人民银行将运用多种货币政策工具，保持金融市场流动性合理充裕，并对中小银行提供定向流动性支持。

推动利率市场化改革，客观上发挥类降息效果，降低实体融资成本。一季度货币政策执行报告指出“继续深化利率市场化改革，稳妥推进利率两轨合一轨”。中国人民银行行长易纲5月18日出席中债指数专家指导委员会第十五次会议时指出，贷款利率实际上已经放开，但仍可进一步探索改革思路，如研究不再公布贷款基准利率等，同时要继续深入研究贷款利率走势，以及存量贷款合同切换的问题，坚持在有利于老百姓、有利于解决中小企业融资难融资贵问题的前提下推进改革。

2) 财政政策。在目前的政策导向下，积极财政政策亦有进一步空间：

盘活财政“小口袋”和“大口袋”，支持稳增长。5月非税收入增长43.5%，1-5月累计增长16.1%，为近年来最高水平。我们理解这一数据背后一则是央企加大利润上缴力度，二则地方政府多渠道盘活存量资金和资产。

目前存量资金可以分为两部分，一部分已经趴在财政存款账面上、理论上就是被用来填补公共财政收支缺口的这部分资金，可以称为财政小口袋。另外一部分资金是不在财政存款账上，当然也就不在国库里面，而主要是地方政府在银行体系开设的财政专户里面的资金，可以称为财政大口袋。根据我们学术估算，加总财政存款内的1.8万亿财政小口袋存量资金，以及表外尚待盘活的财政专户存量资金6000亿元存量资金，保守估量共有约2.4万亿存量资金可被盘活。具体可以参考我们前期发布两篇系列专题报告《财政小口袋知多少》和《财政大口袋摸底》。

更积极和灵活使用地方专项债，支持基建投资。5月财政支出开始有分化特征，其中在铁路项目带动下，交通运输支出增速升至30.4%高位；而城乡社区支出、农林水支出增速则放缓明显，形成拖累。这一份分化的原因之一是交通运输类支出中央项目较多，城乡社区支出等项更多反映地方项目。地方财政支出放缓背后可能是普遍存在的部分项目资本金和配套资金问题，我们理解这也是6月10日《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》的出台背景和政策目标。

不难理解，这一导向下的政策直接影响=年内剩余的专项债规模*符合重大项目标准的比例*杠杆倍数，那么理论上未来一旦有稳增长需要，未来在专项债额度、重大项目标准、资本金比例上都存在进一步空间。

积极使用广义财政下的其他工具。以PSL为例，过去主要投入棚户区改造项目，如今棚改数量有所收缩，PSL也可以投以其他领域，如乡村振兴等。还有PPP，2019年3月财政部发布PPP规范文件财金[2019]10号文。10号文定调在公共服务领域推广PPP模式“是党中央、国务院作出的一项重大决策部署”，文件指向要在控制隐性债务风险的前提下，发挥PPP模式在基建补短板等领域的积极作用。

旧城区改造：新增基建需求。国务院总理李克强6月19日主持召开国务院常务会议，部署推进城镇老旧小区改造等。会议认为，加快改造城镇老旧小区，群众愿望强烈，是重大民生工程和发展工程。据各地初步摸查，目前全国需改造的城镇老旧小区涉及居民上亿人，量大面广，情况各异，任务繁重。

国务院参事仇保兴今年 3 月曾指出，据初步估算我国城镇需综合改造的老旧小区投资总额可高达 4 万亿元，如改造期为五年，每年可新增投资约 8000 亿元以上。我国尚有约 5 千亿左右的住房公共维修基金沉淀在各级财政和房管局账户中，应积极发挥作用[2]。

我们知道，2018 年全国完成各类棚户区改造 626 万套，棚改投资 1.74 万亿；2019 年全国大部分省市棚改目标均较 2018 年有所收缩。若“旧改”落地，则能部分填补棚改收缩对应的基建需求。

3) 产业政策。产业政策亦有一定空间：

汽车产业目前处于消费周期低位区间，适合鼓励消费。在棚改货币化比例下降，以及国六标准等因素综合影响下，汽车消费市场景气度处于低位区间。发改委多次强调要促进汽车消费，未来若有进一步的政策性鼓励措施在逻辑上也顺理成章。

新产业在投资上预计会加快布局。以 5G 为例，工业和信息化部已正式发放 5G 商用牌照，这意味着我国正式进入 5G 商用元年。5G 进入成熟 C 端和 B 端应用尚待时日，但它对于新一轮产业投资的影响将会是广泛的，部分省市为抢占产业高点会加快产业布局。

2. 金融供给侧的理解

对金融供给侧主要内涵的理解。金融供给侧的核心内容是什么？

3 月底，在由国务院发展研究中心主办的中国发展高层论坛上，全国政协经济委员会副主任、中央财办原副主任杨伟民曾表示，金融供给侧结构性改革要调整三个结构，即“市场结构、银行结构与产品结构”。

我们根据此框架简单谈一下对金融供给侧的理解：

一) 改变融资市场结构，扩大直接融资比重。直接融资包括一二级市场，未来应该是在银行体系之外更多地培育和发挥直接融资对于规模以上企业的融资功能。这样做的战略意义可能有三点：一是中长期降低宏观杠杆率，降低经济体系的脆弱性；二是实现多元化融资，通过股权和债权的有效结合，降低企业的融资成本；三是通过一个强化的直接融资市场支持战略新兴产业和产业升级。

二) 差异大小银行的服务及功能定位。我们理解这一块的方向一则可能包括培育各种不同功能的银行，比如对区域实体服务的地区性银行，对社区服务的银行，对民企、小微、三农服务的银行以及定为全市场服务的银行；二是把小银行从复杂功能定位中剥离出来，直接对接实体。如果我们将现代银行理解为“融资”、“定价”两块功能，前者更多体现于传统银行业务，后者在影子银行中表现更为明显，则未来合意方向应是区域性小银行不过多参与金融市场的定价功能，实现回归本源。

三) 在表外回表、利率市场化的大方向下重塑银行产品体系，回归“简单金融”。过去影子银行框架下的产品体系过于复杂，增加监管难度与金融风险性。未来政策合意的一个方向预计是在扩大利率弹性的基础上实现表外缩量、表内扩量，引导信贷和金融产品链条简单化，更直接对接实体。

金融供给侧的深远影响。金融供给侧这一顶层设计的这一核心思想是金融服务实体，提升金融供给的“效率”，减少金融体系因复杂而产生的监管难度和脆弱性。从中长期来看，金融供给侧将对金融供给端结构、需求端结构，乃至整个金融生态产生深远影响。短期来看，扩大直接融资的过程伴随着市场规则改进，将对应一定制度红利。

从以上关于金融供给侧三点内涵的分析中不难看出，目前三个线索都已初步破局。

金融供给侧改革过程可能会伴随着一定程度的信用收缩。任何改革都会有阵痛和副作用。2018 年金融去杠杆的过程中，“信用二元化”的特征就明显显现。2018 年 Q3-Q4 曾出现一定程度上的信用收缩，央行货币政策执行报告对此也有过详细阐述。

金融供给侧也存在内生的信用收缩传递机制。第一，中小银行同业存单发行规模走低，发行成功率下行，叠加同业存单到期，可能会阶段性放大流动性风险；第二，依赖于向中小银行借钱的非银机构受到影响，风险部分向非银机构传递；第三，中小金融机构或有缩表风险，中小银行及非银对接的企业融资需求受牵连，部分实体信用或有收缩风险。

政策已经有积极行动化解信用风险，出现系统性风险的概率较低。但对金融市场来说，预期形成后会有一自强化的过程，比如对中小银行来说，在非银机构个体产品风险识别比较困难的情况下，往往会一刀切先停掉，信用在某种意义上就“二元化”了，从而产生信用风险的传递。对于 2019 年下半年来说，仍需关注类似 2018 年下半年的阶段性信用收缩风险。

【大类资产的情景坐标】

和 2018 年有点相似，贸易条件、经济走势、信用环境依旧是宏观面的三个主要变量，短期内三者都有积极信号，但中期尚待观察。

新华社报道，商务部新闻发言人高峰 6 月 20 日在例行新闻发布会上说，中美双方经贸团队牵头人将按照两国元首的重要指示进行沟通。双方经贸团队将认真落实两国元首的重要指示，为大阪峰会期间两国元首会晤做好相关准备。

6 月 10 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。

6 月 10 日，锦州银行在中国货币网发布公告称，该行拟发行的 2019 年第 141 期 20 亿元同业存单由“民营企业债券融资支持工具”提供信用增进。这是自去年 10 月末央行创设该工具以来首次为同业存单提供增信。6 月 18 日，央行证监会开会讨论大行支持非银方案。

短期内三个层面都带来了边际上的积极信号。资产价格根据边际定价的原则，将反映这些积极信号。但中期逻辑仍存在明显不确定性，仍需进一步观察。

往下半年看，我们进一步推演了宏观面和资产定价的三种可能情形：

1. 外部贸易条件继续变差，政策全力稳增长，宏观逻辑可以概括为“经济退、政策进、风险可控”，类 2018 年四季度末-2019 年初。

我们假设外部贸易环境变化继续变差，比如已经启动程序的 3000 亿美元商品关税落地。内需作为压舱石的作用将进一步显现，年中政治局会议大概率会进一步定调稳就业、稳增长在内的“六个稳”。财政、货币、产业政策陆续升温。

同时，鉴于经济增长压力，已经完成破局的金融供给侧改革审慎推进；货币环境重回一轮修复期，信用环境大致平稳。

这一情形下宏观逻辑类似于 2018 年四季度末-2019 年初。权益市场可能会先反映风险，再反映逆周期。“经济退、政策进、信用环境平稳”的逻辑一旦确认，将对应权益市场一轮系统性机会。

对于债券来说，也会先反映风险，再反映逆周期。在逆周期政策前段，名义 GDP 下修的预期之下，利率先有一轮显著的下行；而逆周期政策完成布局并有初步效果的时候，利率大致见底。

2. 外部环境没有继续显著变化，但保留不确定性；政策稳增长同时金融供给侧推进，宏观逻辑可以概括为“经济退、政策进、阶段性信用收缩”，类 2018 年三季度。

我们假设外部贸易环境变化止于当下，没有进一步深化。但不确定性继续存在，而且前期部分关税影响仍在一定程度上继续向出口-制造业链条传递。政策进一步推动稳增长，但同时按计划推动金融供给侧。金融供给侧改革的推进伴随着一定程度信用环境的收缩。

这一情形下宏观逻辑类似于 2018 年三季度。信用收缩部分抵消货币政策的效果，约束财政政策的效果。

对于权益市场来说，对信用环境收缩反作用于经济的担忧会一直存在，经济作为“定价锚”存在不确定性对权益市场形成约束，阶段性逆周期政策形成支撑，权益整体偏结构性机会。

对于债券市场来说，利率可能会在震荡中中枢下行，信用则会有分化。

3. 外部环境显著好转，经济韧性，逆周期将是微调风格，金融供给侧推进。宏观逻辑可以概括为“经济韧性、政策边际变化”，部分类似于 4 月前后。

我们假设外部贸易环境显著好转，经济呈现出韧性特征，逆周期政策没有必要进一步加码，整体将会是微调风格。同时，政策进一步推进金融市场结构性改革的预期有所强化。

这一情形下宏观逻辑类似于今年 4 月份前后。

权益市场可能会先反映风险偏好的抬升；之后则取决于信用环境与逆周期期间的阶段性更替。利率上下行空间都不明显，信用则会有分化。

从对三种情形的拆解中我们不难看出，目前并不属于宏观逻辑比较确定的阶段；相反，由于外部贸易条件作为一个独立变量的加入，2018-2019 年宏观逻辑的不确定性特征更强，很多阶段都是二元化的，也更难以预测。目前阶段的特点属于对资产定价来说风险收益比尚可：在未来能见度较低的时段，风险已有一定程度的充分定价，即资产已经反映不确定性折价；而未来逻辑的演进整体抬升确定性，宏观面的能见度会有所上升。

贸易环境改变不了全球新一轮产业分工趋势

全球产业分工和专业化取决于“要素相对优势”。从经济学原理来讲，全球分工和专业化主要取决于要素的相对优势。这种相对优势一般由几个因素决定，一是要素成本低，能内生出全球分工和专业化；二是存在一定规模，能够承担分工；三是非优势的要素不存在硬约束，即越过了“发展门槛”。

战后全球经济经历过几轮比较典型的产业分工变化。战后的全球产业分工格局变化也验证了上述过程：第一轮是上世纪60-80年代的日本和德国，主要特征是技术外溢和产业集群；第二轮是80年代-2000年代的“四小龙”，主要特征是全球加工贸易和转口贸易；第三轮是2000年之后的“金砖四国”，主要特征是低资源成本、低劳动力成本。

中国经济正在经历经济增长模型的第三个阶段。从新古典增长模型来看，

$$G = (1 - a)\Delta L/L + a\Delta K/K + \Delta T/T$$

经济增长的三要素分别是劳动、资本、技术。

人均GDP在3000美元以下，就要素驱动来说基本以劳动力驱动为主（以世界银行统计数据，中国1987-2007年人均GDP从251美元增长到2695美元），中国在这一时段恰逢1980-1987年出生的年轻人口处于黄金年龄的时段。这一阶段的宏观过程相当于人口红利转为高储蓄。

人均GDP在3000-8000美元左右的时段经济增长呈现出典型的以资本驱动为主的特征（以世界银行统计数据，中国2008-2015年人均GDP从3471美元增长到8069美元），中国这一时段实现了基建产业链、房地产产业链的快速发展。这一阶段的宏观过程相当于高储蓄转化为高投资。

当前中国进入第三个阶段，人均GDP已在10000美元附近。劳动力已经出现“刘易斯拐点”，宏观杠杆率形成一定约束，劳动和资本的边际驱动显著趋弱。同时经济结构已有初步转型，新兴产业在经济中的贡献已有明显上升，微观经济在经历比较典型的技术替代劳动、技术塑造品牌、技术进步争取市场（工程师红利形成）的过程，技术和人才的要素驱动开始发挥作用。

中国的“工程师红利”和东南亚的“低成本替代”都是新一轮全球产业分工趋势的重要组成部分。如前所述，形成产业分工趋势需要满足三个条件：一是成本低；二是存在一定规模，能够承担分工；三是越过了“发展门槛”。从这三个标准判断，中国的“工程师红利”和东南亚的“低成本替代”都是全球产业分工趋势的重要组成部分。中国未来在全球中高端制造上应该能承担一定的分工和专业化角色。这一点并非短期的贸易摩擦能够改变和逆转。

日本是比较典型的经历了贸易摩擦的经济体，60年代的纺织、70年代的钢铁、80年代的汽车、90年代的半导体都经历过贸易冲突。但日本还是从人均GDP1000美元不到顺利发展到人均GDP40000美元。

看短期用显微镜，看长期用望远镜，对于中长期经济趋势来说，大的经济逻辑是更具决定性的。中国和东南亚依然是全球制造业的两块α。

《银保监23号文后：房地产前端融资怎么做》

金融监管研究院

2019年5月17日，银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），再次对房地产融资进行特别“关照”，引起广泛关注，尤其是对房地产前端融资的关注。

一、 房地产前端融资的含义及市场需求

（一）什么是房地产前端融资

房地产前融俗称“前融”，并非一个标准的法律概念，业内通常指房地产项目在符合“432”标准之前的融资，更狭义的理解指向用于支付或者置换土地出让金的融资。“432”为银行、信托等金融机构提供房地产项目债权性融资的合规前提，具体指的是：

- 4：项目已取得四证，即土地使用权证书、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证和施工许可证；
- 3：已投入30%自有资金。后续该比例有所调整，不过市场上仍采用“3”的说法，且多数银行仍沿袭自有资金比例达到30%的内部风控标准；
- 2：项目公司或控股股东拥有二级开发资质。

“432”规定的雏形见于《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》（银发[2003]121号），后历经多次调整、重申、细化、扩大适用范围，主要文件脉络将在下文中进行梳理。

（二）为什么前融有市场

1、房企对前融资金的需要

根据国家统计局的公开信息，2018年度，全国房地产开发投资120264亿元，同比增长9.5%；房屋施工面积822300万平方米，同比增长5.2%；土地购置面积29142万平方米，同比增长14.2%；土地成交价款16102亿元，增长18.0%；商品房销售面积171654万平方米，同比增长1.3%；商品房销售额149973亿元，增长12.2%。将全国划分为东部、中部、西部和东北地区，其中东部地区和东北地区商品房销售面积有所下降，但四个地区的销售额均达到6.5%-23.4%的增长幅度。2019年1-4月份，全国房地产开发投资34217亿元，同比增长11.9%^①。

从以上数据可以直观看到，在“房住不炒”的宏观调控政策严格不变、同时因城施策的背景下，房地产投资整体仍呈增长态势。房地产这一典型的资金密集型行业，对资金是非常渴求的。

近年来，房地产项目的土地成本占项目总投资的比例保持在高位，尤其在一二线城市，土地成本在总投中的占比达到50%的项目比比皆是，成为房企最迫切的资金需求点。利用外部资金解决土地成本支付压力，或将已投入的土地成本快速回笼、提高资金使用效率，是房地产企业的一致诉求。“现金为王”的经营思路下，开源节流是房企保持竞争力的关键。^②

2、前融投资对于资金方的吸引力

从资金方的角度而言，前融在收益和安全性方面都有独特的吸引力。

关于房地产领域的调控已经进行了好几轮，尤其是自2016年来，监管机构对银行、信托、公司债、私募基金等各方面收严，打击对房企的违规融资，可以提供前融的机构和资金量急剧减少。因此，仍然可以提供前融的资金供不应求，资金方可以拿到远高于标准432项目的收益。

同时，项目后期满足432后，如果融资方届时可接受的资金成本仍可以满足原资金方的诉求，原资金方可以继续对项目提供融资；不然，因为此时其他受监管机构的资金可以接棒进入，前融资金通常可以实现安全退出。

二、23号文对银保监会体系内机构的影响

自2003年起开始，房地产行业调控已进行多轮，相关的投融资政策层出不穷，其中尤以银保监会发布的各项文件及进行的窗口指导居多。23号文是对之前政策的延续，在实质方面与此前的相关规定一脉相承，同时，有如下突破：

- （1）适用主体更加广泛，银行、信托、保险、金融资产管理公司、财务公司、金融租赁公司等全部包含在内；
- （2）就业务模式采取穿透性的视角，以更为具体的方式列示禁止行为，尤其是对于信托公司而言。

1、23号文对银行开展前融业务的影响

关于不得提供土地出让金融资或向四证不全的项目提供融资，与此前的监管要求并无二致。

对于并购贷款资金不得挪用于房地产开发，为银保监会层面第一次提及。在地方银监局层面，上海银监局曾于2018年1月24日下发《关于规范开展并购贷款业务的通知》，对于并购贷款投向房地产开发土地并购或房地产开发土地项目公司股权并购的，要求按照穿透原则，严格遵守《中华人民共和国城市房地产管理法》等法律法规，拟并购土地项目应当完成在建工程开发投资总额的百分之二十五以上。^③严格来讲，并购贷款都需要满足该规定。

对于经营性物业贷款，并没有专门的法律法规，但存在相对一致的市场标准，各家银行也均以内部发文予以把控。经营性物业贷款指经营性物业的所有人以物业作为抵押物进行融资，并以物业的经营收入作为第一还款来源。资金用途上，不得触碰拿地或置换土地出让金的监管红线，一般用于置换开发建设时的外部融资或自有资金，同时需关注置换后自有资金比例仍符合要求。

23号文关于并购贷款和经营性物业贷的规定，是对银行的进一步提醒，银行以后操作此类业务必然会关注这根弦。不过，并购贷款及经营性物业贷款的规模在银行房地产业务占比并不大。

因为直接或变相提供前融，陆续有多家银行被监管机构开过罚单，单独2019年以来就有多个罚单和前融相关。^④不过整体而言，银行业的风控标准相对严格，近年来基本按照432标准提供房地产融资，少以明显的方式参与前融，23号文并未导

致银行业务萎缩。同时，市场规则愈加清晰，其他主要竞争机构的“创新”模式难以持续，加之银行资金成本低的优势，银行的市场相应变大。

2、23号文对信托公司开展前融业务的影响

银行和信托公司一直同受银（保）监会监管，政策相近。不过，因为信托公司的主要定位是资产管理人，资金成本和收益要求相对偏高，所以信托公司惯常按照更灵活的尺度开展业务，以在市场中保持竞争力。相对银行来说，信托公司整体而言用途穿透程度较宽松、增信措施可适当放宽、监管方案更为灵活，这是信托公司在市场竞争中的一贯优势，也是其成为前融业务重要参与主体的原因之一。嗅觉灵敏的信托公司通常在房企支付竞拍保证金前便开始业务对接，同时，不同信托公司在放款时间上内控要求有所不同：相对保守的信托公司要求在房企已拿到土地证并抵押给信托公司后放款，或可以在房企支付土地出让金之后、拿到土地证之前放款，土地证后置抵押，而更为激进的信托公司在房企拿地成功后即可放款。

而23号文明确将“股权投资+股东借款”、“股权投资+债权认购劣后”、“应收账款”、“特定资产收益权”等方式变相向不符合432的项目提供融资，这四大方式是实操中常见的信托公司绕432标准的方式。其中，“应收账款”和“特定资产收益权”的常见操作模式均为“受让+回购”，为典型的债权性投资；“股权投资+股东借款”一般为小股大债；“股权投资+债权认购劣后”，是以融资企业（或其关联公司）对项目公司的债权作为信托计划劣后级，以保障信托（优先级）股权投资的本金和收益，为名股实债。也就是说，被点名的四大变相方式实际上全部落入债权性投资的范畴。^⑤

可以说23号文几乎全面封堵了信托公司以债权性方式提供前融的路径，信托公司大多反映前融业务难以为继。

不过，也有认为23号文影响不大的信托公司。因为，实操中还存在另一种常见的前融操作模式，即以房企符合432标准的项目作为名义融资项目，实际上将资金用于该房企新拿地的项目。即俗称的“套壳”模式。该模式未被列入23号文中，是否可继续操作取决于各地银监备案把控及各家信托公司内部风控标准。该模式的具体操作路径及可行性分析，将在下文予以探讨。

三、目前背景下的合规前融模式探讨

在当前监管背景下，仍然存在前融的市场需求，以及合规的前融模式。本部分将分主体探讨。

（一）银行

银行虽不能直接介入前融项目，不过也有合规路径间接参与到该类项目中，以获得中间业务收入或潜在业务机会：

1、代销信托计划

代销标准各行在合规的前提下自行确定，但比以自营资金或理财资金投放的标准灵活。

代销各类资管产品是当前商业银行业务转型、扩大非息业务收入的主要方式之一。某些大型银行利用客户资源优势，已在信托代销方面取得了令人瞩目的成绩。例如，2018年度，招商银行实现代理信托类产品销售额3,223.06亿元、代理信托计划收入59.88亿元；^⑥兴业银行“私人银行客户信托销售突破528亿元，占全行信托总销量的66%”（反推出，兴业银行2018年信托销售额800亿），同时，信托手续费收入21.18亿元。^⑦鉴于房地产业务一直为信托项目的重要投向，银行代销的信托计划中有一定比例为前融。

2、接续前融业务

银行和其他可以提供前融的机构保持交流对接，互相推介项目，在项目满足432标准后、前融资金机构退出时，银行接续提供开发建设资金。

（二）信托公司

对于信托公司提供债权性前融的路径，23号文进行了有针对性的封堵。此后信托公司参与前融业务的可行方式探讨如下：

1、股权投资

限于《商业银行法》的规定，银行不能直接对非金融企业进行股权投资，而信托公司不受限制。只是实践中，由于股权投资的难度更大，信托公司习惯于债性投资。

监管层层加码，股权投资是信托公司转型、适应新形势的一个可持续发展方向。相关难题也需要逐步解决，包括股权投资资金募集不畅、地产项目营运能力缺乏。这对信托公司的专业能力提出了一定的考验。实践中，可以通过和私募基金管理人合作，防范风险。

2、关于套壳模式

套壳模式信托公司普遍采用，有时外界把套壳和错位抵押视为一体。套壳通常伴随错位抵押，不过错位抵押的项目并不一定是套壳项目，需要结合错位抵押的原因、具体监管措施等来判断。

不同城市的具体抵押解押登记要求各有不同，有时根据当地抵押政策、拟融资项目的建设及拿证进度，可抵押内容很少，抵押意义不大，或项目即将拿预售证，房企考虑到抵押后很快面临陆续解押，希望不抵押融资项目对应的不动产，而是提供其他地块抵押，为 432 项目融资做增信，同时资金监管及项目监管同时加在两块不动产上（或至少在 432 项目本身上），资金用于 432 项目的开发建设。这种情况有客观原因，资金并不用于不符合 432 的抵押地块，应不属于“套壳”范畴。而且，资金方获得的资金安全保障并未因为错位抵押而减损，反而可能更大。

套壳宜从狭义理解，常见模式为向 432 项目提供融资，但并不抵押该项目，也不对该项目进行强监管，而是以新地作为抵押物、对新地项目进行监管，并以新地项目作为还款来源。对于目前还能否继续操作，各地银监监管尺度不同，据了解部分银监备案实务中并未受 23 号文影响。

但从监管大方向而言，狭义的套壳模式并不符合监管要求，信托以套壳项目向银行募集资金时，通常难以通过银行的合规审核标准。此类项目的主要资金来自其他资金方，尤其是不受监管的机构。另外，套壳模式通常需做错位抵押，有些地方不动产中心要求土地/在建工程只能为本项目融资提供抵押担保，不接受错位抵押，加之各地方银保监局的备案标准可能收严，实际上套壳项目已较为难找。

（三）保险公司

1、股权投资

根据《保险资金投资不动产暂行办法》等相关规定，保险资金可以直接投资企业股权或者通过股权投资基金间接投资企业股权。就房地产领域，除在本文上一部分提及的不能投向住宅、投资比例及投资方式受限等情形外，主要还包括如下关注点：（1）股权直投模式，仅限于与保险业务相关的养老、医疗等企业的股权；（2）允许“股+债”模式投资，即不动产项目公司可用自身资产抵押担保，向其保险公司股东借款，融资规模不超过项目投资总额的 40%。

2、以企业年金基金投资信托计划

出于维护住宅房地产市场的稳定及控制保险业自身风险的双重目的，如前一部分所示，保险资金“不得投资开发或者销售商业住宅”。而商业住宅是房地产投融资的主力市场，也是银行与信托公司的主要发力领域，这导致保险资金丧失了一大收益来源。不过，部分保险机构为企业年金基金管理机构，⑩在遵守投资比例限制的条件下，可以以管理的企业年金基金投资信托计划。鉴于相关规定并未限制“信托计划”的具体类别和标准，实操中其投向较为灵活，可以投向商业住宅项目信托计划，为一些信托公司所青睐。相关规定梳理如下：

（四）金融资产管理公司

2019 年以来，资管公司瘦身、转型的速度加快，既面临回归不良资产处置主业的政策要求，也面临新一轮经济增长放缓导致不良率攀升的市场机遇，资管公司在房地产融资领域，尤其是前融领域的角色将面临进一步收缩。在回归主业的基调下，金融资管公司仍会以股权或债权的方式参与前融，但不会再是专门的前融投资业务，而是伴随不良资产处置的前融业务。此前监管松散时期的模式，已无操作空间。

（五）私募股权投资基金

私募股权投资基金可以继续以真正的股权投资模式操作。股权结构中包含对赌的，需要判断对赌条件是否切合实际，若约定的对赌条件实现的可能性很小，将可能被认定为名股实债。同时，资金募集也是私募基金面临的难点之一。

关于私募股权投资基金的备案需关注：

- 根据《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》（中基协发[2014]1 号）关于私募投资基金的定义，判断一个有限合伙是否属于需备案的私募基金，关键在于两点：是否以非公开方式募集资金，是否以投资活动为目的。实操中需结合其他具体情形确定。
- 根据基金业协会 2017 年 2 月 13 日发布的《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，证券期货公司设立私募资管计划、私募基金管理人开展私募投资基金业务，

投资于 16 个热点城市普通住宅地产项目的，暂不予备案，其中四种债权性投资方式^⑪被明令禁止；同时，无论投向是否热点城市，私募资管计划或私募基金不得通过银行委托贷款、信托计划、受让资产收（受）益权等债权性方式向房企提供土地出让金融资或补充流动资金。

（六）其他不受监管的主体

1、大开发商小股操盘

大开发商小股操盘，帮助有潜在优质土地资源但资金缺乏、融资困难的小开发商共同拿地、代为开发建设。对于大开发商而言，可以获取股权收益、管理费用、项目超额收益；对于小开发商而言，可以获得更通畅的融资渠道、更低的采购成本、更好的品牌溢价。

2、总承包商代垫土地款

为了获取总承包资格，市场上一直存在承包商代垫部分拿地资金的情况。对于一般的不动产项目，承包商垫资拿地或垫资建设并不违反法律法规，承包商与发包方之间的相关权利义务根据合同约定履行。^⑫但近年来随着房地产市场景气程度降低、相关纠纷多发，愿意铤而走险的总承包商减少。

3、民营企业以股权、债权等模式操作

资金充裕的民营企业也是前融资金方的一份子，合作对象一般是中小开发商。根据民营企业老板风格的不同，该群体参与前融的项目选择标准、交易条件、运营管理等各方面各有不同。例如，在选择标准上，住宅、商业、酒店等物业性质各有所好，区位下沉情况下尺度不一，对开发商的排名要求不同；在交易模式上，有的是在大开发商操盘代建模式下，可适当比例参与股权投资，有的以低对价受让项目公司绝大多数股权并向项目公司提供股东借款，有的全权委托专业机构代为投资和进行投后管理，有的不接受任何中间角色，而是派驻本公司人员全程盯盘。

四、总结

房地产市场宏观调控的大背景下，保障房地产市场健康发展和居民生活稳定，是监管基调。“432”为房地产市场宏观调控的一个方面，是从房企融资角度做出的调控措施，其他调控措施还包括限购、限售、限（按揭）贷、限价、不得向房企发放流动资金贷款等。相关措施多管齐下，共同保障房地产行业有序发展。

23 号文后，多种前融渠道被叫停。对于房企而言，优质房企可以通过其他渠道为融资开源，比如通过各类资产证券化、（类）REITs、开发贷款、国内和国外发债融资；与之对比，小开发商的竞争力将进一步减弱。因此，可预见的是，房地产领域的资金和资源将进一步向头部企业聚集。对于受监管的资金方和资产管理机构而言，债权性的前融基本全部不可操作，股权投资将逐步发挥作用，各资金机构及资产管理机构需及时调整方向，与房企开展关于股权合作的磨合，补上股权投资的课。尤其是在 6 月 13 日召开的第十一届陆家嘴论坛上，银保监会和证监会高层明确强调房地产金融存在的风险，释放出房地产调控不可放松、融资可能收紧的信号。政策目标既要压缩房地产行业挤占的社会金融资源，又要稳定整体房地产投资格局，房地产前融在政策调整中扮演何种角色，值得从业人员密切关注。

《金融“代工厂”崛起：一家房抵贷助贷平台的成长》

华夏时报记者 金微

在实体企业领域，“代工”是一种常见的模式，最典型的是苹果的代工厂“富士康”。近年来，金融领域也悄悄出现一批的“代工厂”，也就是俗称的助贷模式，这些专注于垂直领域的“代工模式”正迅速改变重塑着传统金融业态。

以房抵市场为例，目前我国房抵押市场有十万亿的规模，活跃着小贷、典当、银行、互联网金融等机构。而金融代工厂的出现，让这个市场更细分专业，他们专注于批量地生产优质资产，金融机构则提供资金。

“我们就是金融机构的代工厂，OED 和 OEM 的模式，既有设计又有生产两大块，又不同于富士康，而这一切有赖于金融科技的手段。”日前，房互网联合创始人侯宇翔直言，利用科技助贷，可以让融资变简单。

侯宇翔在凤凰 WEMONEY 新金融普惠实践峰会上详细阐述了自己的模式：通过构建高效的风控体系，打破审批期限、业务条线、展业成本桎梏，跨越了高利率障碍，改善运营效率，颠覆了行业格局，解决了小微企业融资难、融资贵的问题。

日前，侯宇翔接受《华夏时报》记者采访，详解房互网助贷模式。

一、为小微企业救急

房互网成立于 2015 年 9 月，至今刚两年，目前房互网累计助贷金额超过 140 亿元，月增速近 20%，业务覆盖北上广深等 9 个城市（北上广深、南京、武汉、苏州、成都、天津）。

谈及房互网助贷模式，侯宇翔认为，传统房抵模式的思路是老中医式的，他们在互联网技术的应用有些仅仅局限在资金募集，“而我们是把从获客到风险识别，到风控的流程，再到对接资金，再到最后的形成资产，全面应用了互联网技术，得到金融机构的认可。”

在侯宇翔看来，两种模式的区别是，前者是帮助银行来获客，而房互网则是帮助银行开发产品。

房互网面对的是我国小微企业这个巨大市场。目前我国小微企业数量达到 7000 多万，占企业总数的 98%，其创造了国内 60%以上的 GDP。有数据显示，小微企业从银行获得贷款总额仅占银行放贷总额的 24%。

也就是说，银行相当部分的信贷资源并没有流向小微企业，这也是实体企业融资难融资贵的主要困境。一方面，小微企业处于起步阶段，所需贷款量不多，对金融机构而言缺乏吸引力；另一方面，小微企业贷款“短、急、频”的特点使得商业银行贷审的成本收益不对等，进一步降低了商业银行的贷款积极性。

举个例子说，同样一笔贷款，花费银行同样的人力、风控等，如果一个只贷 10 万，一个贷千万，银行自然倾向于后者。

当然目前我国监管部门要求金融机构大力支持中小微企业，但各项数据显示：金融的血液依然难以浇灌到广大实体中小微企业身上。

在侯宇翔看来，主要还是金融机构做这块不经济，不赚钱，但他们从意愿上绝对是有的。“别的领域竞争已经很激烈了，这里其实还是个蓝海，但因为金融机构人员结构设置，做这块业务很不经济的。”

正是因为市场的需求无法满足，没有被银行“宠幸”的小微企业不得不转向民间借贷，他们需要忍受高定价的贷款利率，俗称高利贷。

尽管需要 5-10 倍的价格来获得融资，但这种民间的抵押贷仍然成为了小微企业获得自己的经营资金的一种主战场。这种融资模式中，房抵押是不少企业获得经营性贷款的主要来源。

在侯宇翔看来，资金周转对于企业主来说就像马拉松运动员在长跑过程中需要补水，是很正常的需求。这种“补给”应该是随时的、可获得性强的、门槛低的。

“小微企业从开始经营基本停不下来，就像一个马拉松选手需要不断向前跑。在间歇里面再厉害的选手也是需要过渡的，需要补水的，但补水要有条件，不能说你停下来，要测量体温，还要测量三天等，他需要随时补水，为他提供救急的流动性、经营性的资金，要快要匹配场景要符合金额的要求。”

房互网的平台设计正是基于此：对准精确的用户群体—中小企业主，从他们的经营需求出发，力求解决用户办理贷款周期长、中间过程不透明而造成的体验不好、利率高、到账慢等市场现状，希望能提高中小企业主“经营抗风险性”，在传统银行和民间小贷之间打造一个最市场化的平台。

“我们专注于房抵贷，把它规模化、标准化了，我们的成本低，而且效率传统银行难达到。

这就相当于对房抵押贷进行流水化、规模运作，这就像是富士康代工厂模式，而银行作为一综合性的经营机构，专注于一个房抵市场显然不现实。”

二、致力于流水线化标准化

事实上，早在 2015 年，当房互网创业团队开始切入到房抵贷市场时，他们考虑更多的问题是标准化。

“如果是按原先都是老中医一条龙的办法，效率低下，所以我们从第一天开始希望这个市场往标准化流程走，从系统开发开始，逐步弥补风险点，弥补产品的特点，我们原先的审批大概 80%依靠风控人员，到现在不到 5%，这就是变化，而且标准化程度还在不断提升。”

目前，房互网标准化的产品主要涉及三方面：房子、人、企业本身。一个中小企业主如果想用房子抵押来借款，不仅需要对房子本身进行评估抵押，还涉及到企业主的个人信用，还有其自身经营的企业。

国内移动互联网、大数据的发展，为房互网创造了有利条件。

“我们采用了非常多的 IT 技术，IT 和互联网技术需要很专业，尤其在风控方面需要专业，要下很大成本和功夫，这两年来不停地完善，尤其是这类的复杂业务实际很难标准化的，如果放到纸面上，这个标题体系大概有 100 多页，涉及到上万个

风控识别点。”侯宇翔举例说，像北京的经适房 2008 年 4 月 11 日之后是不可以转商的，这类房产是不做的，这就是动态风险点，需要我们不断完善。

从最初的 IT 技术、互联网技术到现在的人工智能等，传统的金融业务模式不断地从线下走到线上。侯宇翔说，核心竞争力和目标，就是把这种复杂业务尽量从线下向上迁徙，从原来金融复杂业务，变成一个复杂的金融科技业务。目前线下环节主要是收集资料、人工录入等环节，未来这些都可以用 AI 方式解决掉，而且效率会大大提升，“高度标准化和高度的智能化，是未来的发展方向。”

当然，技术也不是万能的。如侯宇翔所说，每一项技术都是有它的局限性，“我从来都认为有一个风控的技术是可以解决所有问题，采取一项技术来解决这么复杂的业务，但是它是它的特长所在。”

对于房互网的服务对象中小企业主来说，房互网对他们带来最大的变化是融资效率的提升。

“我们用标准化、流程化的操作，极大地提高贷款审批效率，实现快速放款。”侯宇翔说。

通过两年的发展，目前，**房互网成功将平均融资成本降低 70%，抵押贷款的平均年化利率在 10% 左右，最快融资时间可缩短到 48 小时以内**，跻身行业龙头。对急需短期资金的小微企业主来说，这样的助贷服务可以说是雪中送炭。

在获客方面，对于类似京东这样的互联网巨头来说，房互网可以满足平台高端用户的产品需求，提高粘性，房到网在京东金融上就设有流量入口；对于金融机构来说，房互网可以降低传统金融的获客成本，提高风控效率。

正是这样的模式创新，无疑吸引了一大批知名金融机构伸出橄榄枝。**目前，京东金融、北京信托、中航信托、长安保险等金融机构都是房互网的重要合作伙伴，而房互网也就像是这些金融机构的代工厂，为他们生产优质的资产和提供服务。**

“这个市场比较大，而且未来会诞生几家这类的专职代工模式，如果是领头羊的话，到 2020 年每年做到 1000 亿的助贷规模不成问题。”侯宇翔说，这也是房互网的愿景，让更多中小企业这样的马拉松选手及时补液顺利到达目的地。

《供应链金融风险控制的全部套路》

来源：供应链金融

一、供应链金融风险的起因

1、授信企业具有产业链相关性

基于供应链的供应链金融为融资业务带来了更广阔的融资空间，风险也就由传统的单一贸易环节向供应链上下游拓展，意味着供应链上下游的不确定性也为贸易融资带来了风险。特别是当供应链金融的覆盖范围达到“端到端”时，供应链金融的风险也就随之覆盖了整个供应链。

此时，风险不再单纯来源于客户信用风险、贸易背景真实性等传统的风险来源，而是由贸易环节为出发点向供应链上下游扩散，因此不仅是客户自身的信用水平和还款能力应继续得到关注，对客户上游供应商、下游客户的关系、商誉、信用度、财务报表真实性等都应当进行关注。

且银行现阶段发展的供应链授信对象多集中在几个大型的产业链上，如汽车业、医疗器械类、电力类等。当这些大型产业链上的任意一个重要结点发生使银行撤出资金的风险问题时，不仅银行在链上其他企业的授信业务会受到影响，甚至整个产业链的发展也会受到波及。

2、供应链上主要授信企业规模较小

在传统的信贷业务中，银行倾向于选择大型信用评级较高的企业作为授信对象。而在供应链金融业务中，最需要资金支持的往往不是一条供应链上的核心企业，而是其上下游的供应商、分销商等相对小的企业。

由于中小企业在供应链中处于买方或卖方的劣势地位，流动负债在其报表中所占份额很大。银行给这些中小企业放贷，面临着授信对象规模小、信用评级历史短或有空缺的情况，相较规模大的企业而言风险较大。

银行授信以交易为基础决定其风险与传统业务不同。供应链金融是基于企业间的实质性交易来发放贷款的，这就决定了交易的可控性、真实性成为贷款能否收回的重要保障。

二、6 大常见供应链金融风险

传统业务中，银行会将目光放在企业的评级、财务状况上，不会对企业的每笔交易都做调查。而供应链金融业务中，授信因交易而存在，如果企业造假交易信息而银行又没有及时发现，就会产生巨大的信用风险。在控制企业的交易过程中，银行也容易处于被动地位，所以说授信以交易为基础给银行信贷带来了与传统信贷不同的风险。

1、核心企业信用风险

在供应链金融中，核心企业掌握了供应链的核心价值，担当了整合供应链物流、信息流和资金流的关键角色，商业银行正是基于核心企业的综合实力、信用增级及其对供应链的整体管理程度，而对上下游中小企业开展授信业务，因此，核心企业经营状况和发展前景决定了上下游企业的生存状况和交易质量。

一旦核心企业信用出现问题，必然会随着供应链条扩散到上下游企业，影响到供应链金融的整体安全。

一方面，核心企业能否承担起对整个供应链金融的担保作用是一个问题，核心企业可能因信用捆绑累积的或有负债超过其承受极限使供应链合作伙伴之间出现整体兑付危机；

另一方面，当核心企业在行业中的地位发生重大不利变化时，核心企业可能变相隐瞒交易各方的经营信息，甚至出现有计划的串谋融资，利用其强势地位要求并组织上下游合作方向商业银行取得融资授信，再用于体外循环，致使银行面临巨大的恶意信贷风险。

2、上下游企业信用风险

虽然供应链金融通过引用多重信用支持技术降低了银企之间的信息不对称和信贷风险，通过设计机理弱化了上下游中小企业自身的信用风险，但作为直接承贷主体的中小企业，其公司治理结构不健全、制度不完善、技术力量薄弱、资产规模小、人员更替频繁、生产经营不稳定、抗风险能力弱等问题仍然存在，特别是中小企业经营行为不规范、经营透明度差、财务报表缺乏可信度、守信约束力不强等现实问题仍然难以解决。

与此同时，在供应链背景下，中小企业的信用风险已发生根本改变，其不仅受自身风险因素的影响，而且还受供应链整体运营绩效、上下游企业合作状况、业务交易情况等各种因素的综合影响，任何一种因素都有可能导致企业出现信用风险。

3、贸易背景真实性风险

自偿性是供应链金融最显著的特点，而自偿的根本依据就是贸易背后真实的交易。在供应链融资中，商业银行是以实体经济中供应链上交易方的真实交易关系为基础，利用交易过程中产生的应收账款、预付账款、存货为质押/抵押，为供应链上下游企业提供融资服务。

在融资过程中，真实交易背后的存货、应收账款、核心企业补足担保等是授信融资实现自偿的根本保证，一旦交易背景的真实性不存在，出现伪造贸易合同、或融资对应的应收账款的存在性/合法性出现问题、或质押物权属/质量有瑕疵、或买卖双方虚构交易恶意套取银行资金等情况出现，银行在没有真实贸易背景的情况下盲目给予借款人授信，就将面临巨大的风险。

4、业务操作风险

操作风险是当前业界普遍认同的供应链金融业务中最需要防范的风险之一。供应链金融通过自偿性的交易结构设计以及对物流、信息流和资金流的有效控制，通过专业化的操作环节流程安排以及独立的第三方监管引入等方式，构筑了独立于企业信用风险的第一还款来源。但这无疑对操作环节的严密性和规范性提出了很高的要求，并造成了信用风险向操作风险的位移，因为操作制度的完善性、操作环节的严密性和操作要求的执行力度将直接关系到第一还款来源的效力，进而决定信用风险能否被有效屏蔽。

5、物流监管方风险

在供应链金融模式下，为发挥监管方在物流方面的规模优势和专业优势，降低质押贷款成本，银行将质物监管外包给物流企业，由其代为实施对货权的监督。但此项业务外包后，银行可能会减少对质押物所有权信息、质量信息、交易信息动态了解的激励，并由此引入了物流监管方的风险。

由于信息不对称，物流监管方会出于自身利益追逐而做出损害银行利益的行为，或者由于自身经营不当、不尽责等致使银行质物损失。如个别企业串通物流仓储公司有关人员出具无实物的仓单或入库凭证向银行骗贷，或者伪造出入库登记单，在未经银行同意情况下，擅自提取处置质物，或者无法严格按照操作规则要求尽职履行监管职责导致货物质量不符或货值缺失。

6、抵质押资产风险

抵质押资产作为供应链金融业务中对贷款的第一还款源，其资产状况直接影响到银行信贷回收的成本和企业的偿还意愿。一方面，抵质押资产是受信人如出现违约时银行弥补损失的重要保证；另一方面，抵质押资产的价值也影响着受信人的还款意愿，当抵质押资产的价值低于其信贷敞口时，受信人的违约动机将增大。

供应链金融模式下的抵质押资产主要分为两类：应收账款类和存货融资类。应收账款类的风险主要在于应收账款交易对手信用状况、应收账款的账龄、应收账款退款的可能性等。

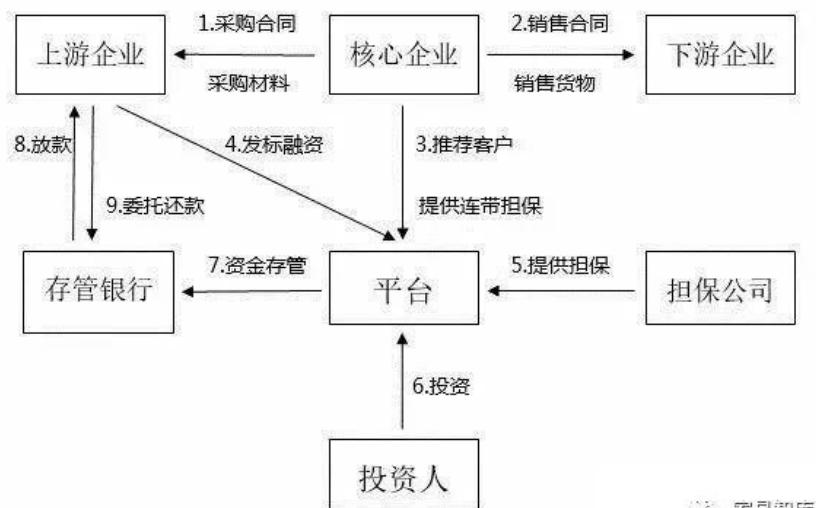
存货类融资的主要风险在于质物是否缺失、质物价格是否波动较大、质物质量是否容易变异以及质物是否易于变现等。

三、不同供应链金融模式的风险点的识别方法

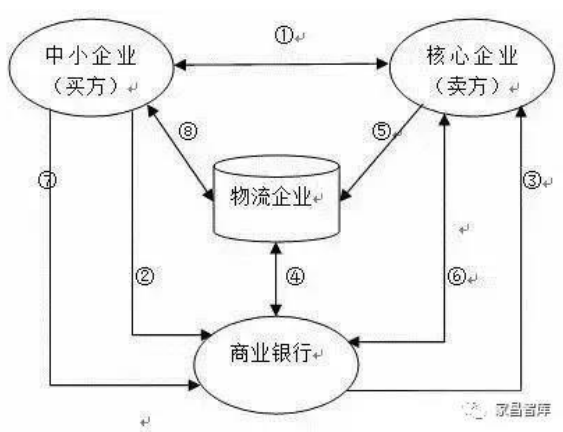
整体来看，供应链金融服务是对当前银行贷款融资方式的强化，金融机构（主要是商业银行及其互联网金融平台）通过引入核心企业、第三方企业（如物流公司）等，实现对信息、资金、物流等资源的整合，有针对性地为供应链的某个环节或全链条提供定制化的金融服务，达到提高资金使用效率、为各方创造价值的目的，并把单个企业的不可控风险转变为供应链企业整体的可控风险。

根据资产种类的不同，商业银行主导下的供应链金融在又主要可分为应收账款融资、预付款项融资、动产质押融资三种模式：

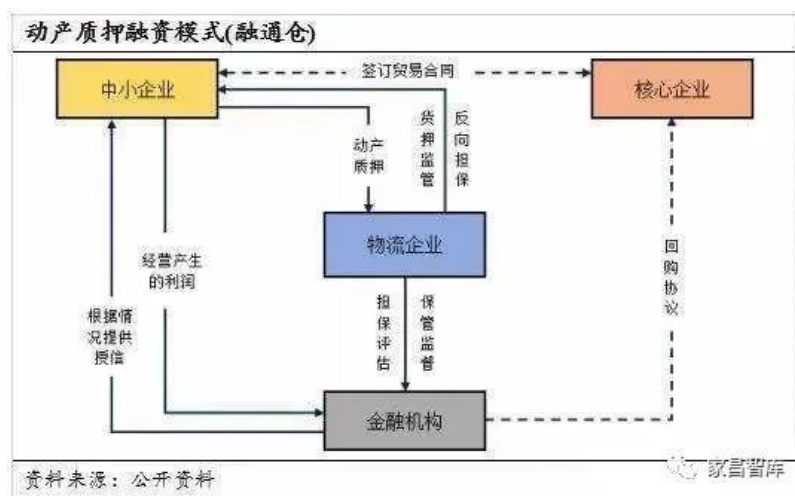
- 应收账款融资模式：上游的中小企业将核心企业给它的赊账凭证转让给金融机构，进而取得融资用以继续自身再生产，若到还款期限中小企业不能还款，则金融机构可凭应收账款向核心企业收款；



- 预付款项融资模式：下游的中小企业向金融机构上缴一定押金并凭借核心企业的信用向金融机构贷款，所获贷款用以向核心企业进货。而为确保中小企业的融资是为了进货，通常会引入第三方物流企业对货物进行监管；



● 动产质押融资模式：中小企业利用手头上的货物抵押申请贷款，货物存放在第三方监管公司，由第三方监管公司负责货物的监管、货价的评估以及货物的发放等，金融机构在一定程度上借鉴监管公司给出的评估结果发放贷款，中小企业用运营所得还贷。



1、应收账款融资模式的风险点

应收账款融资是主要针对核心企业上游供应商的融资方式，是债权人将其应收账款转换成银行应收账款的过程。商业银行在进行应收账款融资业务设计时，应该注意审查和识别以下几个风险点：

◆ 融资企业的经营状况。应收账款模式下，融资企业的资信状况由于核心企业的信用担保与传统业务相比变得不是特别重要，但元立方金服研究员认为，融资企业的生产经营状况直接关系到整个供应链的正常运行，关系着供应链金融业务的持续性和风险性。商业银行在授信审核时应重点考察融资企业借款的原因、企业的发展状况、企业的经营绩效、技术情况及产品竞争力、履约记录及能力、核心企业对该企业的依赖程度等；

◆ 核心企业的资信状况。应收账款模式下，核心企业是债务人，是银行贷款得以顺利回收的最为重要的保障，其规模实力以及信用状况直接关系到风险的大小。商业银行在授信审核时重点考察核心企业在整个行业中的地位及市场份额、企业规模与实力、股东结构、主营业务收益、资产负债情况、信用记录、发展前景以及核心企业对于银行的协助能力等。

◆ 应收账款的质量。应收账款模式下，应收账款是该模式下融资企业向银行借款的唯一质押物，其质量的好坏关系着风险的大小。商业银行在授信审核时重点考察核一下几点：一是应收账款的真实性，核心企业与融资企业的交易是否真实存在，相关合同以及票据是否真实，应收账款是否得到核心企业的承认，相关票据有没有承兑，应收账款的要素是否明确具体等；二是应收账款的合法性，即双方签订的买卖合同是否符合《合同法》的相关规定，各民事主体是否符合法律所承认的资格，应收账款有没有超过法律规定的诉讼时效以及是否多‘次质押等；三是应收账款的可转让性，即债券债务双方是否允许转让，有无双方约定或者法定的禁止转让的事实存在，应收账款的告知流程等。

◆ 供应链的整体状况。供应链是供应链金融得以开展的基础，其状况的好坏对于供应链金融风险的高低意义重大。商业银行在授信审核时重点考核以下几点：

供应链所在行业的成熟度及特点；供应链的长度以及资金流状况；供应链上企业之间的关联程度、合作时间、交易频率，信息共享程度以及核心企业对于上下游企业的管理能力等。

2、预付账款融资模式的风险点

预付账款融资主要针对核心企业下游经销商，其与应收账款融资最大的区别是质押物由应收账款转为实物。除了融资企业的经营状况、核心企业的资信状况、供应链的整体状况外，其特殊的风险控制点主要有以下特征：

◆ 质押物的选择。预付账款融资模式下，银行对于融资企业的授信时间较长，需要经历“预定—生产—运输—存储—销售”等环节，对于质押物的特性以及价格稳定性要求较高。

除此之外，抵押物是融资企业违约后银行减少损失的最为重要的保证，应当容易变现。因此，预付账款融资模式下，质押物应当具备以下几个特征：

1) 稳定性。作为抵质押的货物最好具有比较稳定的物理化学特征,不宜接受易碎、易爆、易挥发、易霉变等货物做质押,否则容易造成质押物价值的减损;

2) 流动性。一旦融资企业违约,银行需要把质押物进行变卖或拍卖,因此,质押物应当易于转让和出售;

3) 保值性。质押物应当价值和价格稳定,受市场波动的影响较小,货物价值要始终高于贷款的额度;四是产权明晰。融资企业提供的抵质押物应当符合法律规定,允许抵质押,而且权属清晰,不存在任何争议。

◆ 质押权的实现。预付账款融资模式下,参与主体较多,各主体之间物流、资金流以及信息流纵横交错,操作风险加大,一旦发生将导致银行质押权难以实现。例如,银行在支付了预付款后,如果核心企业无法供货、不及时发货或发货不到以及物流企业监管出现漏洞均会造成银行质押权的延迟或者落空。

3、动产质押融资模式的风险点

动产质押融资与预付账款融资类似,同样针对核心企业下游企业,但元立方金服研究员认为,在这种模式中更加强调第三方物流企业的作用。

◆ 第三方物流企业的资信状况和监管能力。动产质押融资模式下,第三方物流企业负责对质押物进行监督管理和评估,有时甚至直接参与贷款授信和风险管理,因此,其资信状况和监管能力与该模式下的风险关系巨大。商业银行在授信审核时重点审核第三方物流企业的管理运营能力(重点审查出入库程序、规章制度的完善性和执行情况),规模实力,仓促、运输和监管条件,信用记录,与核心企业以及银行的业务联系和数据信息共享程度等。

四、供应链金融的风险管控机理

供应链金融业务风险管控机理与传统业务一样分为风险识别、风险度量和风险控制,但是侧重点不同。

1、风险识别

风险识别是风险管理工作的第一步,也是风险管理的基础。在这个过程中,银行对可能带来风险的因素进行判断和分类。这部分做法和传统信贷业务基本一致,但识别风险时,要注意与传统业务风险种类的区别。

2、风险度量

风险度量则是运用定量分析的方法分析与评估风险事件的发生概率。传统信贷业务有开展多年积累的数据基础,各银行都有完备的数据库,量化分析时有比较成熟的模型。而供应链金融业务是一个比较新的金融服务领域,数据积累少,且客户群中小企业较多,所以目前并不具备量化模型评估的条件。这就要求银行在供应链金融业务风险度量时注意数据的积累,逐步推进风险量化与模型构建。

3、风险控制

风险控制指银行采取相应措施将分析结果中的风险控制在一定范围之内。通常意义上,银行对于风险可采取的措施包括风险回避、风险防范、风险抑制、风险转移和风险保险等。

在我国供应链金融业务中,风险转移和保险还很不普遍,风险防范和风险控制主要通过操作控制来完成,因此风险控制在此业务风险管理中是很重要的步骤。

五、供应链金融业务风险管控手法

1、创建独立的风险管理体系

健全的风险管理组织体系是实现全方位、全过程风险管理的组织保障,也是完备的风险管理制度和科学的风险管理流程的基础载体。

因为供应链金融信贷业务具有与传统信贷业务不同的风险特征,所以在对其进行风险管理时,要创建独立的风险管理体系。把供应链金融业务的风险管理系统独立出来,可以使风险管理系统的整体运行更有效率。不要用传统的财务指标来约束供应链金融信贷业务的发展,要引入新的企业背景与交易实质共同作为评判因素的风险管理系统。

2、审慎选择拟授信的供应链群

供应链金融信贷业务以供应链群体企业之间良好的合作关系为信用风险管理的主线,优势行业与畅销产品是维护良好的供应链合作关系的前提,也是银行有效控制供应链信贷业务信用风险的重要前提。

银行应事先选择允许开展供应链融资的行业和产品,将贷前的市场准入为控制供应链信用风险作为第一道防线。

3、建立快速的市场商品信息收集和反馈体系

买方市场时代，产品的质量、更新换代速度、正负面信息的披露等，都直接影响着质押商品的变现价值和销售。因此，物流企业和银行应根据市场行情正确选择质押物，并设定合理的质押率。

一般来讲，选取销售趋势好、市场占有率高、实力强、知名度高的产品作为质押商品，并对其建立销售情况、价格变化趋势的监控机制，及时获得真实的资料避免由信息不对称引起对质押货物的评估失真，控制市场风险。

4、强化内部控制防止操作风险

操作风险主要源于内部控制及公司治理机制的失效。因为贷后管理是供应链金融信贷业务中重要的一步，所以发生操作风险的概率比传统业务要高，这就要求银行成立专门部门负责贷后跟踪与对质押物的管理。

质押物管理环节多由物流公司或仓储公司负责，银行要加强与这些企业的联系，注意对其资格的审查，并且随时进行抽查。

具体地说，就是要督促物流企业不断提高仓库管理水平和仓管信息化水平，并制订完善的办理质物入库、发货的风险控制方案，加强对质物的监管能力。有针对性地制定严格的操作规范和监管程序，杜绝因内部管理漏洞和不规范而产生的风险。

5、明确各方的权利义务，降低法律风险

因为供应链金融业务涉及多方主体，质物的所有权在各主体间进行流动，很可能产生所有权纠纷加之该业务开展时间较短，目前还没有相关的法律条款可以遵循，也没有行业性指导文件可以依据。

因此，在业务开展过程中，各方主体应尽可能地完善相关的法律合同文本，明确各方的权利义务，将法律风险降低到最小。

由于动产的流动性强以及我国法律对抵质押担保生效条件的规定，银行在抵、质押物的物流跟踪、仓储监管、抵质押手续办理、价格监控乃至变现清偿等方面都面临着巨大挑战，这一矛盾曾一度限制了银行此类业务的开展。

因此，在尽量避免对“物”的流动性损害的前提下，对流动性的“物”实施有效监控，将是供应链金融服务设计的核心思想。

第三方物流企业在动产抵质押物监管及价值保全、资产变现、和货运代理等方面具备优势，在进行了贷款后的抵、质押物提供全面的监管服务外，还将为银行提供一系列面向提高抵质押物的授信担保效率的增值服务。包括对授信对象所在行业的发展前景及抵质押物的价格走势分析，对抵质押物的价值评估，银行不良资产项下抵质押物的处置变现等。

这些专业化的服务有利于降低银行抵质押担保授信业务的交易成本，为银行的供应链金融服务提供风险防火墙，拓宽了银行的授信范围，也为供应链节点企业提供了更加便捷的融资机会。

6、逐步构建完善的供应链金融风险评估模型

在发展供应链金融业务的同时，也要注意信用评级系统数据库中数据的逐步积累。当今银行风险控制的发展趋势是数量化、模型化，供应链金融作为一项新的信贷业务，风险评估模型更是不可或缺，而构建完善模型的基础就是具有代表性数据的收集。所以银行要注意投入物力人力开发供应链金融风险的评估模型，使此业务今后的风险管理成本减少、更有效率。

7、组建专业的供应链融资操作队伍

开展供应链金融业务不仅需要掌握传统融资的方法与技巧，更需要具备创新型融资的知识与技能，以及深层次的从业经验。从事供应链融资，需要对产品特性的深入了解，也需要有卓越的风险分析能力与交易控管能力，以使银行能够掌控供应链金融业务风险。

六、供应链金融风险特点

1、业务闭合化

业务闭合化指的是供应链运营中价值的设计、价值的实现、价值的传递能形成完整、循环的闭合系统，一旦某一环没有实现有效整合，就有可能产生潜在风险。

值得指出的是业务闭合不仅指的是作业活动如技术、采购、生产、分销、销售等作业活动的有效衔接，而且也涵盖了价值的完整结合、循环流动，亦即各环节的经济价值能按照预先设定的程度得以实现，并有效地传递到下一个环节，产生新的价值。

影响业务闭合性的另一类因素是行业或区域性系统风险。供应链金融一定是依托于一定的行业供应链而开展的金融创新活动，因此，供应链服务的行业和区域特征必然对供应链能否稳定持续运行产生作用。

具体讲，供应链金融只能在持续或者稳定发展的行业中实施，对于限制性的行业或者夕阳型行业，实施供应链金融会具有较大的风险，这是因为行业走低或者低迷会直接使供应链运营遭受损失，进而影响到了金融安全。

供应链本身的业务结构也是保障闭合的主要方面，一个稳定、有效的供应链体系需要做到主体完备到位、流程清晰合理、要素完整有效。主体完备到位指的是供应链设计、组织和运营过程中，所有的参与主体必须明确，并发挥相应的作用。

供应链金融活动是基于生态网络结构的金融性活动，网络中涉及到诸多的参与主体，如供应链上的成员（上下游、合作者、第三方等）、交易平台服务提供者、综合风险管理者以及流动性提供者，如果某一主体缺失，或者没有能够起到预期的作用，业务的闭合性就会产生问题。

2、交易信息化

交易信息化原本指的是将企业内部跨职能以及企业之间跨组织产生的商流、物流、信息流、人流等各类信息，能及时、有效、完整反映或获取，并且通过一定的技术手段清洗、整合、挖掘数据，以便更好地掌握供应链运营状态，使金融风险得以控制。

而今，交易信息化的含义进一步得到扩展，为了实现金融风险可控的目标，不仅是能够获取和分析供应链运营中直接产生的各类信息和数据，而且能实现信息全生命周期的管理，实现有效的信息治理。

显然，信息治理行为包括了交易管理、规则确立、信息安全、数据流管理以及信息的全生命周期管理等。有效的供应链金融信息治理，需要解决好几个问题：

第一，确保供应链业务的真实性。即所有在供应链中发生的业务是真实、可靠的，并且产生的价值是持续、稳定的。要做到前一点，就需要通过对交易凭证、单据和供应链运营状态的查验，来确保交易的真实。

此外，还可以运用大数据辅助判断供应链业务真实可靠，即关、检、汇、税、水、电等间接性数据挖掘分析，例如，供应链参与企业一般纳税人取得资格的时间、纳税等级与缴税情况、结汇状态、常年用电用水的程度等，通过对这些数据进行分析，能够间接地了解生产经营的真实程度。

第二，确保供应链物流能力和质量。即在从事供应链物流服务过程中，物流作业的质量、数量、时间、地点、价格、方向等明确、清晰，例如，物流运营的能力、库存周转率、物流网络等能否完全符合供应链交易或者相应主体的要求，此外单货相符也是需要关注的重要信息。

第三，确保供应链中资金财务风险清晰可控。交易信息化管理一个很重要的方面是能清晰地了解供应链中资金流和财务的状态，否则该信息的缺失就会直接导致供应链金融风险。

要做到这一点就需要采取各种渠道把握几个方面的信息：一是现金流和利率状态，二是企业自身的财务管理和内控体系；三是借贷状态。

3、收入自偿化

收入自偿化是指供应链金融活动中所有可能的费用、风险等能够以确定的供应链收益或者未来收益能覆盖，否则一旦丧失了自偿原则，就容易出现较大的金融风险。而决定自偿原则的因素就包括了供应链运营中相应的货物、要素的变现能力。

需要指出的是，在供应链金融运营互联网化、网络化的条件下，可能对收入自偿产生影响的因素，不仅仅是静态地考察货物、要素的变现，还要动态地分析影响变现和收益的时空要素。

所谓时间要素指的是供应链金融活动中融资借贷的长短时间匹配问题。融资周期也是产生风险的因素，周期时间越长，可能的风险就会越大。具体而言，在供应链融资过程中，长借长还（即借贷时间长，还款时间长），甚至长借短还（即借贷时间长，分阶段偿还）都有可能对收入自偿产生挑战。

如果借贷时间较长，就有可能因为外部环境或者其他各种因素，产生行业或业务的波动，对产品或业务的变现能力和程度产生消极影响。尤其是在中国信用体系尚不完善、中小企业不稳定、不规范的环境下，短借短还应当是收入自偿化遵循的准则。

空间因素指的是产生供应链收益的源地。由于不同的国家、地域因为政治、经济等因素的作用，会有不同程度的风险，这种风险必然影响到了交易主体的信用和行为，以及交易产品价值的变动和交易的安全，这些都是收入自偿化原则需要关注的要素。

4、风险结构化

风险结构化指的是在开展供应链金融业务的过程中，能合理地设计业务结构，并且采用各种有效手段或组合化解可能存在的风险和不确定性。在理解风险结构化的过程中，同样有两点需要考虑：

一是针对于不同的风险来源，因应和降低风险的手段和途径是具有差异性的。供应链金融是供应链风险和金融风险的双重叠加，具有高度的复杂性，因此，在结构化分散风险的过程中，必然需要多种不同形态的手段和要素。

显然，针对于不同状态的风险类型，就需要采用多种手段加以弥补，并且还需要考虑这些手段的组合效应；

二是尽管存在着各种化解、分散风险的手段，但是应当看到不同手段和要素的重要程度和风险分散能力是不尽一致的，也就是说风险手段存在着优先级，例如，在特定的供应链金融业务中，保险可以作为分散风险的手段之一，但是往往不能成为化解风险的最后或唯一方式。甚至作为担保方的主体也存在着优先顺序，这是因为不同主体的信用状况具有较大的差异性，自身的经营历史、文化、对法规和契约精神的理解都会影响到对风险出现之后的应对方式。

5、声誉资产化

首先是企业基本素质。企业基本素质是影响企业信用状况的内部条件，较高的企业素质可以保证企业具有较好的法律合规意识，以及良好的契约精神，保障企业正常、合理、持续地发展，获得合法的经济效益。

其次是偿债能力。企业偿债能力是企业信用状况的最主要表现，也是企业信用评价的首要指标。企业偿债能力及反映企业经营风险的高低，又反映企业利用负债从事经营活动能力的强弱。

第三是运营能力。营运能力是指通过企业生产经营资金周转速度等有关指标所反映出来的资金利用的效率，它表明企业管理人员经营管理、运用资金的能力。企业生产经营资金周转的速度越快，表明企业资金利用效果越好、效率越高、企业管理人员的经营能力越强。营运能力的大小对盈利的持续增长与偿债能力的不断提高，产生决定性影响。

第四是盈利能力。企业的盈利能力是企业信用的基础，企业只有盈利，才有可能按期偿还债务。盈利能力是指企业在经营过程中获取利益的能力，使企业管理水平和经营业绩的集中体现。

第五是创新能力。企业的技术创新能力对于形成竞争优势起到了举足轻重的作用，尤其对于科技型的中小企业尤为重要。

第六是成长潜力。成长潜力是推动企业不断前进，改善资信状况的作用力，只有成长潜力大的企业才能保证盈利的持续性，其信用状况才会好。这包括三方面：一是企业所在行业的发展前景，以及企业能否真正从事符合产业发展趋势的供应链运营；二是企业能否获得关键利益相关方的支持，特别是国家政策支持；三是企业自身的成长能力。

第七是信用记录。信用记录是企业以往借贷和履约状况，它不仅反映企业的偿债能力，同时也客观的反映企业的偿债意愿。我国的信用基础非常薄弱，对中小企业进行信用评价，必须注重企业的借贷渠道、借贷的状况以及偿债意愿分析。

值得指出的是在对企业声誉进行评估的过程中，企业主个体的生活行为和要素也是需要关注的重要方面，这是因为中小企业主的个体行为往往对整个企业的运营产生直接影响，也决定了供应链金融中的潜在风险。

投资管理部

2019 年 6 月 28 日