

# “资产荒”与谜之资金

2021年6月

## 要点：

百瑞信托博后工作站  
魏文臻杰

### ○ 两轮结构性“资产荒”：

整体来看，2018年以来，市场发生过两次结构性“资产荒”，两轮“资产荒”发生在社融增速出现拐点下行的阶段，同时叠加非标融资持续压缩，这个阶段整体资金面偏宽松，但银行广义的资产派生收缩，加之非标压缩，导致银行高收益资产缺乏，进而有配置信用债需求，再加上违约潮，信用债发行遇阻，从而引发结构性“资产荒”。

### ○ “资产荒”对债市的影响：

“资产荒”的特点表现：

- 1) 市场资金价格持续较低，短端利率债收益率持续偏离资金价格；
- 2) 期限利差从被动走阔到逐步压缩的过程；
- 3) 信用评级利差逐步收窄；
- 4) 产业-城投利差走阔。

### ○ 下半年情况

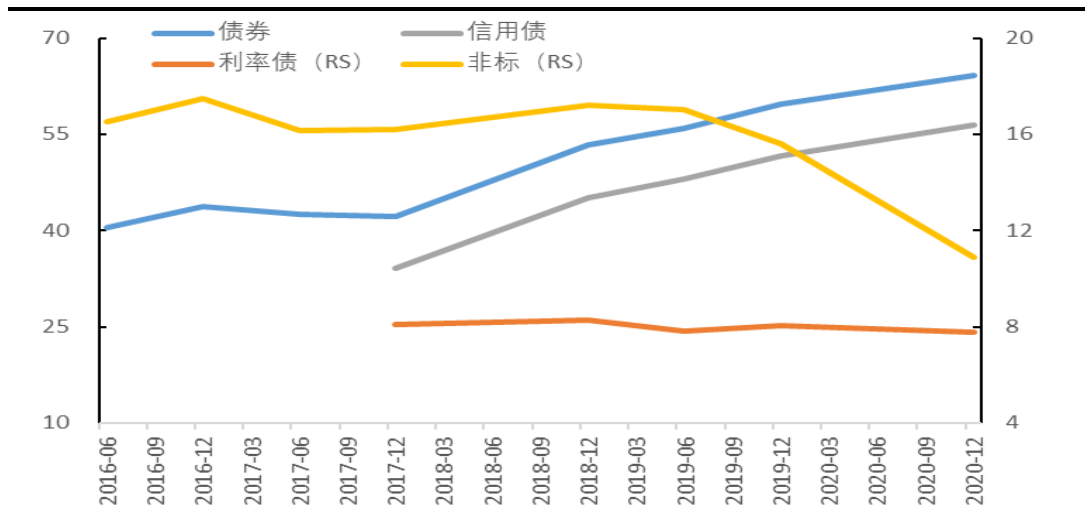
从货币供给端来看，货币政策尚未转向，但边际收紧已是表象；从债券供给端来看，后续还有3.5万亿地方债额度待发行。

综合来看，1) 下半年“资产荒”会有一定的缓解，但程度有限，主要是债券发行审核趋严；2) 流动性则存在一定的缺口，缺口的补足依然会通过公开市场净投放来操作，社融和价格上的主动偏松货币政策出台的概率较小。从以往经验来看，6-7月为资金面和金融稳定的窗口期，所以短期内央行主动收紧流动性的概率不大，但资金价格波动率将会提升，对比同样情况的2018年来看，2018年下半年资金价格波动较大，但中枢抬升幅度较小。

## 一、近两轮结构性“资产荒”

自 2018 年以来，市场发生过两次结构性“资产荒”现象，2018 年的“资产荒”主要是在 2017 年《关于规范银信类业务的通知》（“55 号文”）政策、以及 2018 年资管新规的监管指引下，商业银行压降非标资产及通道业务，导致银行理财对非标资产的配置也随之收缩，进而增持了标品类的债券，银行为了保持理财产品的收益率，主要是增持信用债。可以从银行理财产品的配置结构来看：1) 非标资产占比持续压降，从 2017 年底的 16.22% 下降至 2020 年底的 10.89%；2) 信用债占比持续提升，从 2017 年底的 34.08% 上升至 2020 年底的 56.49%，3) 利率债作为高流动性资产，收益率较低，占比一直维持在 8% 的位置。

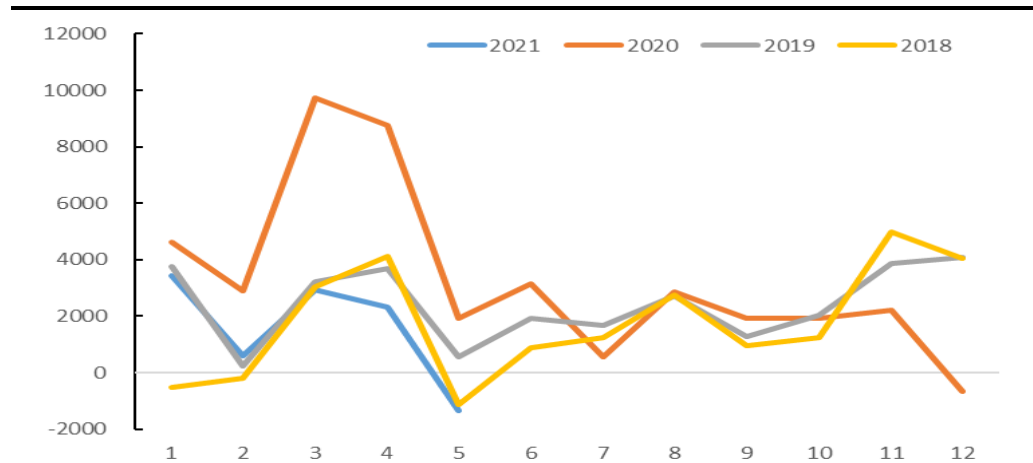
图表 1：银行理财产品配置占比 (%)



资料来源：Wind，百瑞信托

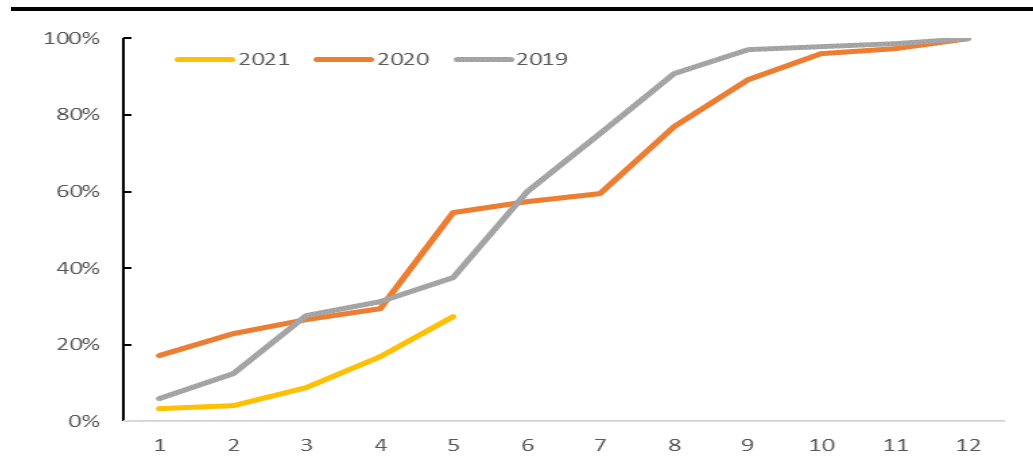
而本轮的结构性“资产荒”，除了银行理财配置结构倾向信用债以为，还叠加了其他因素：1) 自去年 11 月中旬“永煤事件”发生后，信用债发行受阻，净融资持续低迷，特别是 2020 年 12 月份及 2021 年 5 月份，信用债市场月净融资额为负值，分别为 -655.30 亿元、-1344.32 亿元；2) 上半年地方债发行节奏滞后明显，1-5 月地方政府专项债新增累计占比为 27.4%，而 2020 年、2019 年前 5 月累计占比为 54.5%、37.5%；3) 自 2020 年三季度开始，公募纯债债基发行增量，对债券有较大的配置需求，公募纯债债基及货币基金从 2020Q3 的 7.01 万亿元上升至 2021Q1 的 8.40 万亿元，而其中债券市值从 1.08 万亿元上升至 1.30 万亿元。以上原因导致了本轮的资产供给不足，进而发生了结构性资产欠配的现象。

图表 2：信用债净融资额自“永煤事件”后持续下滑（亿）



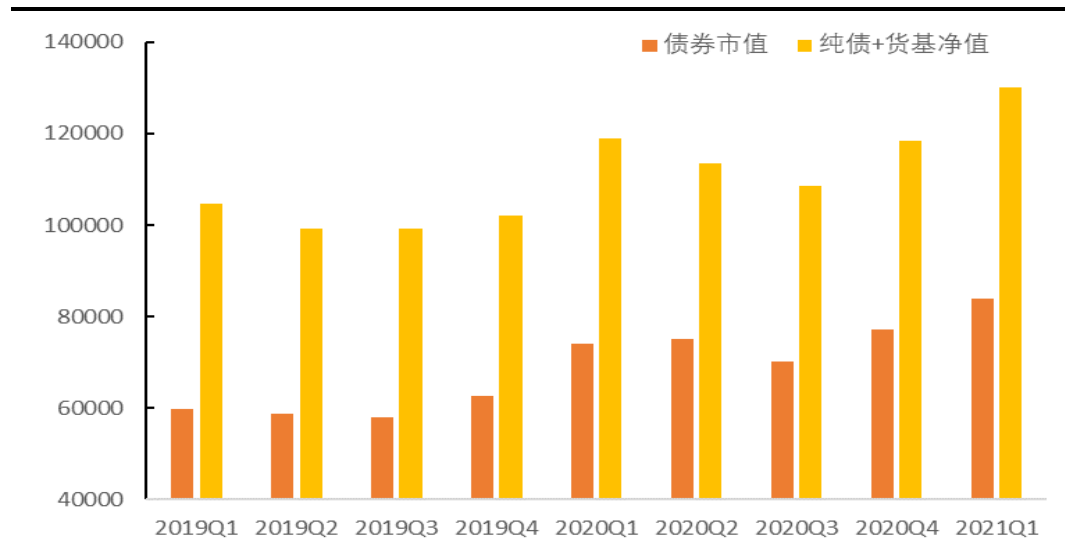
资料来源：Wind，百瑞信托

图表 3：地方政府专项债新发累计占比滞后（%）



资料来源：Wind，百瑞信托

图表 4：公募纯债债基+货币基金的债券配置情况（亿）



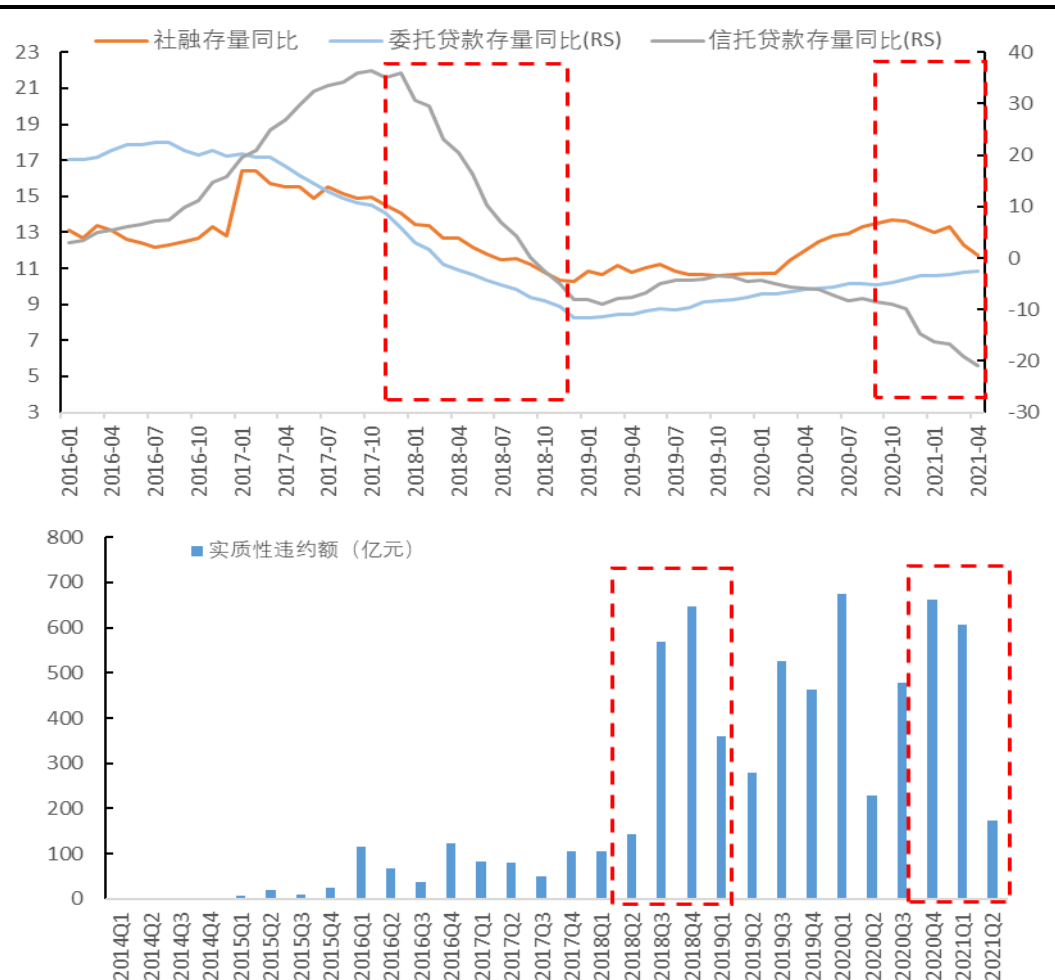
资料来源：Wind，百瑞信托

整体来看，两轮“资产荒”在政策环境及信用环境上有些相似。

政策环境方面，都强调“紧信用，稳货币，压非标，降杠杆”。2018 年为非标压缩的大年，信托贷款存量同比从 36% 的高点下降至 -5% 的低点，加之，委托贷款存量也在压降，同比从 10% 下降到 -10%；使得社融存量同比从 15% 下降至 10%。与之相比，本轮稍微温和，一是信托贷款在前期收缩较多的情况下，下降幅度有所减弱；二是委托贷款近期有抬头趋势。

信用环境方面，2018 年受供给侧结构性改革影响，部分“僵尸企业”化解过剩产能，违约行业以煤炭石化为主，比如：永泰能源、华信国际。而本轮主要是控地产、降杠杆（国企债务/地方债务），违约企业包括 AAA 国企及大房企，比如：永城煤电、紫光集团、华夏幸福等，加之，政策指向化解地方政府隐性债务，导致尾部平台风险加剧，环境相较而言更加严峻些。

图表 5：两轮“资产荒”在政策环境及信用环境上较为相似（%，亿）



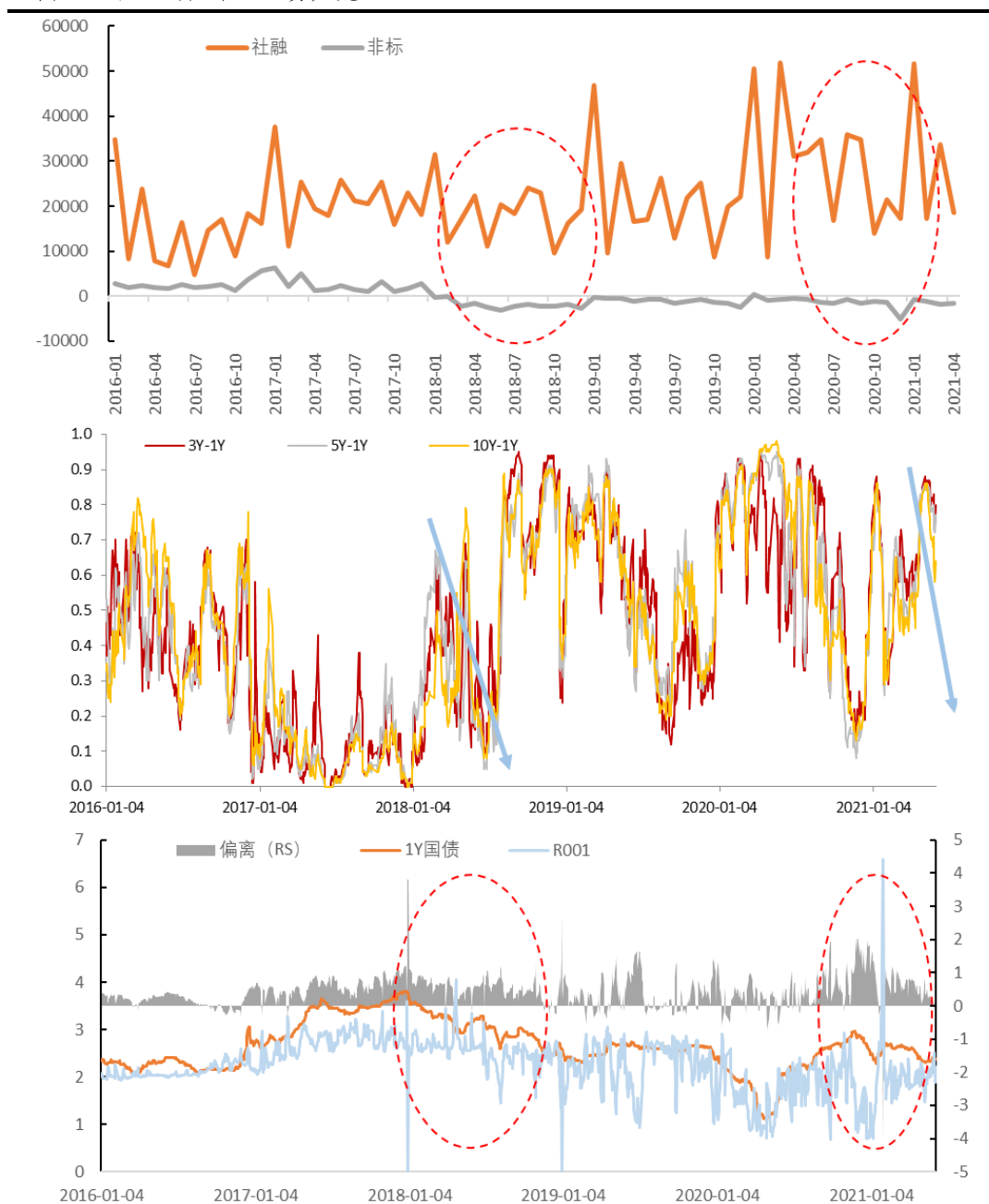
资料来源：Wind，百瑞信托

## 二、“资产荒”对债市的影响

“资产荒”一般发生在社融增速出现拐点下行的阶段，同时叠加非标融资持续压缩，这个阶段整体资金面偏宽松，但银行广义的资产派生收缩，加之非标压缩，导致银行高收益资产缺乏，进而引发结构性“资产荒”。

“资产荒”的特点表现：1) 市场资金价格持续较低，2) 短端利率债收益率持续偏离资金价格，3) 期限利差逐步压缩，4) 信用评级利差逐步收窄。

图表 6：社融拐点下的“资产荒”（亿）



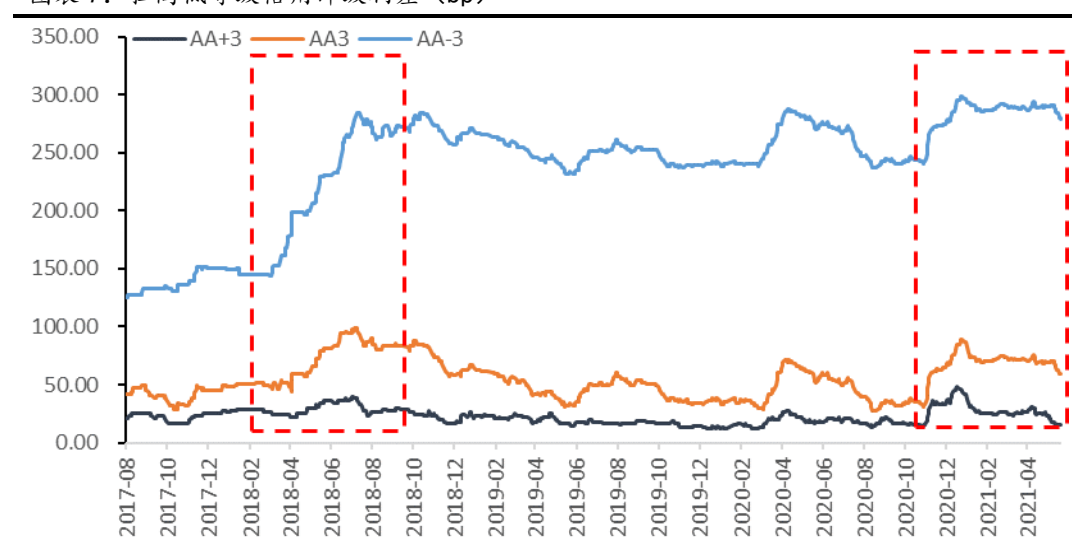
资料来源：Wind，百瑞信托

“资产荒”使**资金价格持续低迷**。可以看到，两轮结构性“资产荒”都发生在社融掉头向下的阶段，同时非标融资大幅下降，且跌入负值区间，市场在投资潜在需求较大，又无高收益资产可配置的情况下，导致市场资金面持续宽松，进而造成资金价格与短端利率债收益率间的偏差持续走阔。2018 年银行间质押式回购隔夜利率中枢在 2.5%左右，而 1 年期国债到期收益率中枢在 3.0%左右，偏差中枢在 50bp 左右；本轮银行间质押式回购隔夜利率中枢在 1.8，而 1 年期国债到期收益率中枢在 2.3%左右，偏差中枢也在 50bp 左右。

“资产荒”也带动了**期限利差从被动走阔到收窄**的过程。在“资产荒”导致的流动性持续宽松的环境下，一般短端利率债收益率会跟随资金价格先下行，这使得期限利差开始走阔，中长端收益率性价比便逐渐提升，在机构的持续配置下，进而带动长端收益率下行，使得期限利差迅速收窄。2018 年“资产荒”时期，期限利差分位数从最高的 62%下降至最低的 8%；本轮“资产荒”时期，期限利差分位数从最高的 83%下降至目前的 52%。

由于“资产荒”常发生在金融数据扭头向下，且非标融资大幅压降的阶段，所以都伴随着信用收缩，信用风险暴露，出现违约，市场对信用风险容忍度较低，使得**前期低等级评级利差走阔**明显。2018 年为债券取消刚兑后的第一次大型违约潮，使得 3YAA- 的评级利差中枢骤升，从 130bp 上升到 260bp；。2020 年“永煤事件”及华夏幸福拉开了 AAA 国企及大房企的违约潮，也出现了低等级评级利差持续走阔的现象。

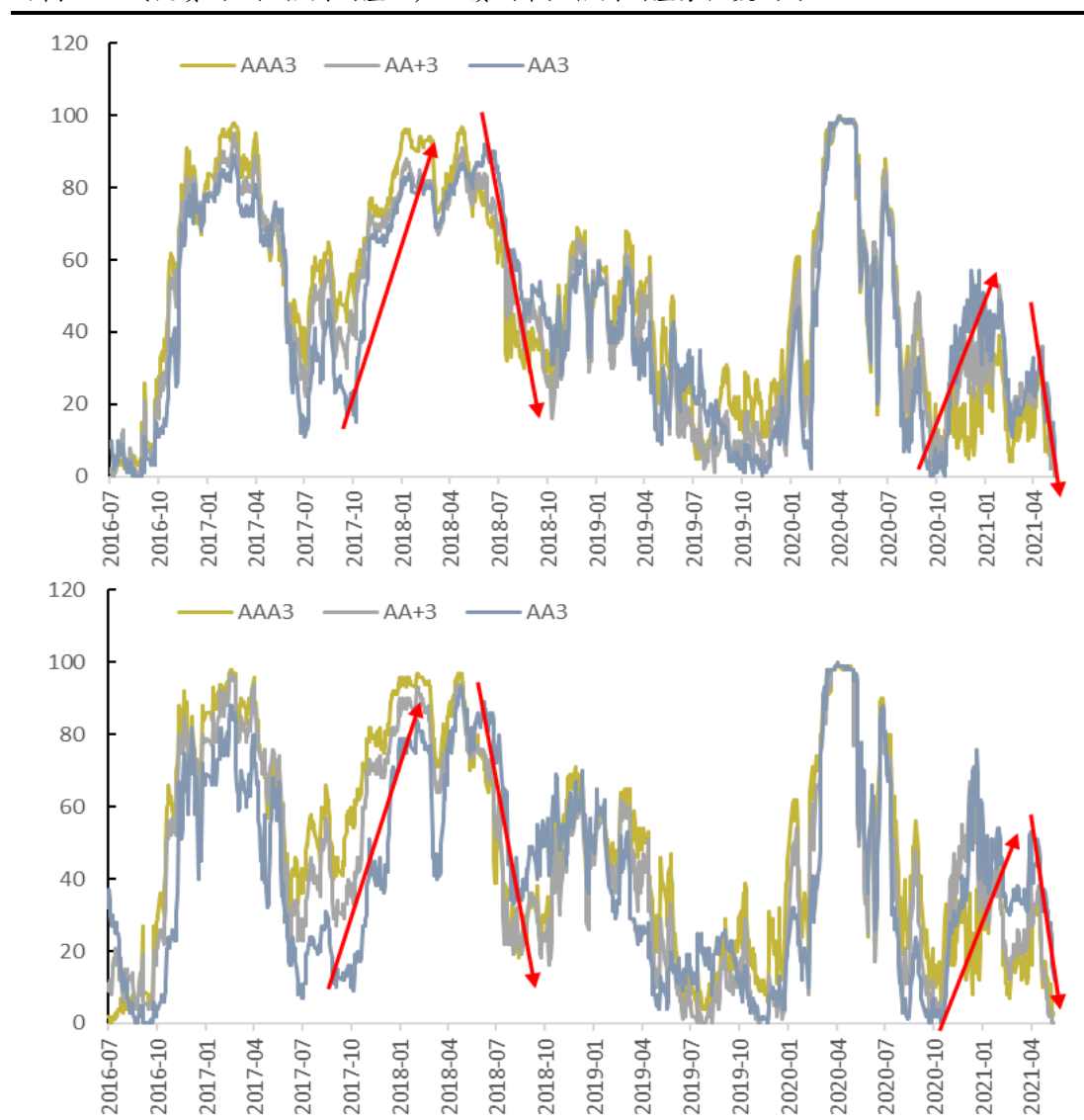
图表 7：拉高低等级信用评级利差 (bp)



资料来源：Wind，百瑞信托

“资产荒”期间，高评级信用债满足不了市场的配置需求，于是增加了对中低评级信用债的配置，从而压缩了信用利差。可以看到，不管是城投债还是产业债，在违约出现时，信用利差都迅速走阔，分位数不断走高；但在资产欠配的情况下，配置中低评级信用债，从而压缩了信用利差，分位数不断走低。

图表 8：城投债（上）信用利差及产业债（下）信用利差分位数（%）

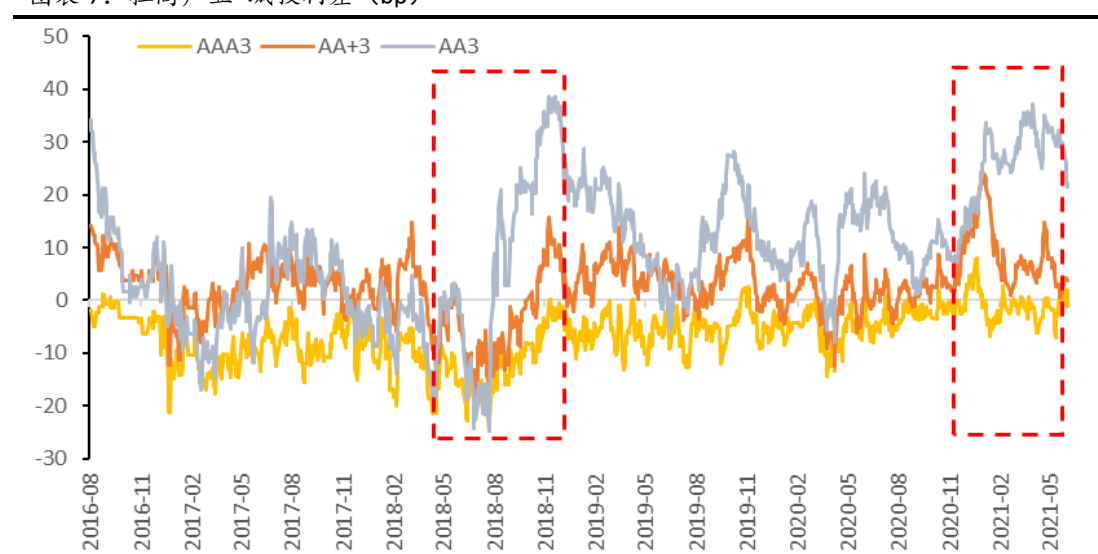


资料来源：Wind，百瑞信托

不仅如此，“资产荒”也带动了产业-城投利差走阔。总体来看，可以分两个阶段：1) 由于信用收缩导致产业债出现违约潮，从而使得产业-城投利差被动走阔，2) 而在“资产荒”的背景下，城投债相对而言为安全垫较高的信用债，成为配置的首选资产，于是进一步拉高了产业-城投利差。

但与 2018 年不同的是，2021 年为隐性债务化解的政策大年，政策相继不断推出，比如：2021 年两会政府工作报告指出“稳妥化解地方政府债务风险，及时处置一批重大金融风险隐患”；4 月 13 日国务院印发的《进一步深化预算管理制度改革的意见》指出“清理规范地方融资平台，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算”，“切实防范恶意逃废债”；4 月末，“交易所和银行间交易商协会对城投债进行分档审理”的消息已被落实；以及 6 月财政部发布《关于将国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金四项政府非税收入划转税务部门征收有关问题的通知》，将土地出让金划转至税务部门，旨在健全现代财税机制，以及从制度设计上、问题根源上来防范地方财政运行中可能存在的风险。上述原因，导致尾部城投风险加剧，从图形上来看，与 2018 年略微不同，进入 2021 年 3 月以后，中、低等级的产业-城投利差有所收窄。

图表 9：拉高产业-城投利差 (bp)



资料来源：Wind，百瑞信托

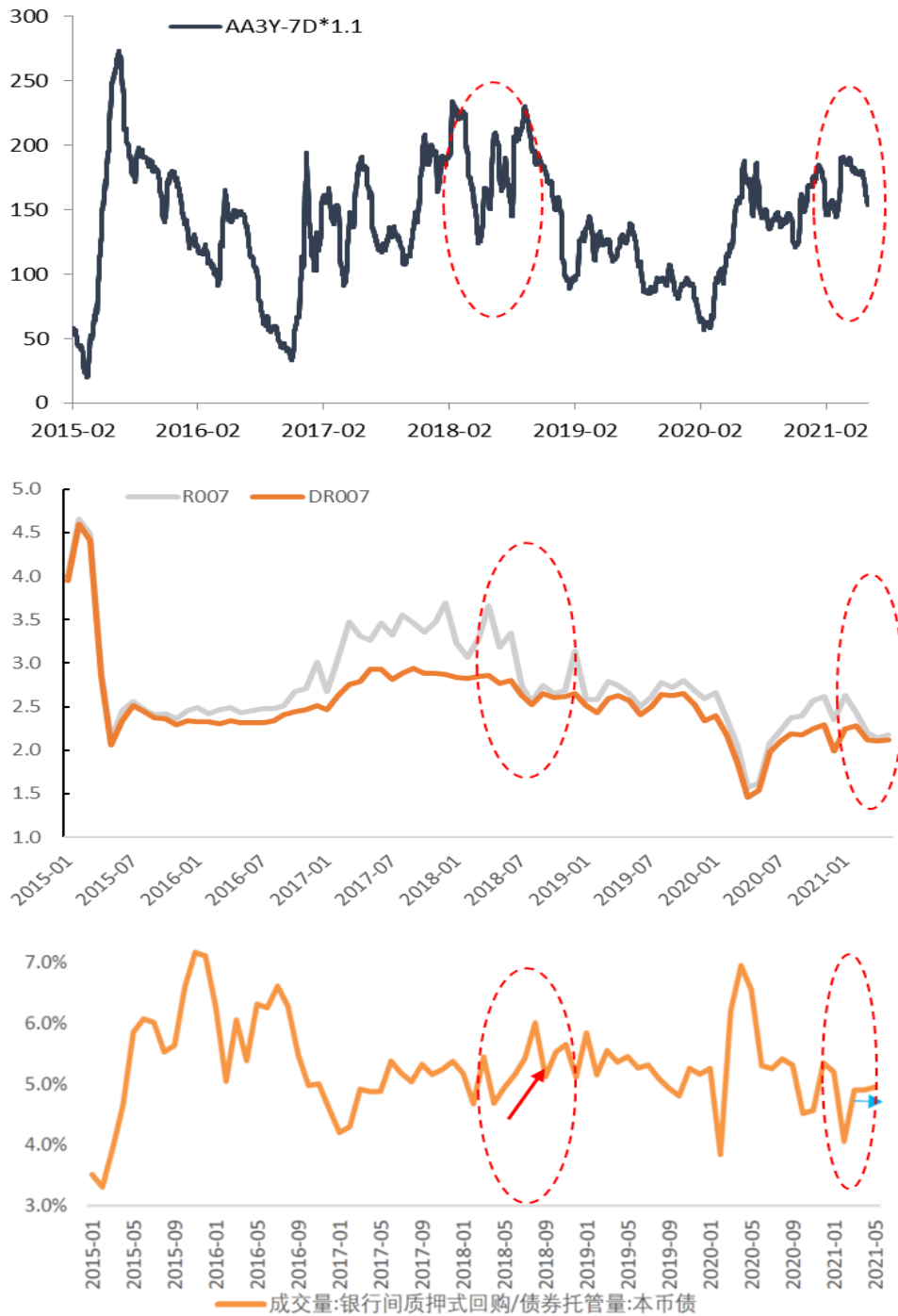
本轮“资产荒”下的杠杆意愿不高，我们用 3YAA 产业债到期收益率-1.1 倍 R007 来衡量杠杆价值，用每月银行间质押式回购的日均成交量和债券托管量之比衡量债券市场的杠杆意愿。可以看到两轮“资产荒”的杠杆价值均在 150bp 以上，在 R007 向 DR007 收窄的情况下，2018 年机构的杠杆意愿有所抬升，主要原因是 2018 年下半年货币政策走向稳健偏松，除降准外，央行还通过 MLF 释放流动性，一度出现政策利率与市场利率倒挂的现象，DR007 跌至 2.51%，低于 7



天逆回购利率 2.55%。

相比之下，本轮的杠杆意愿有所持平。原因可能有二：一是市场对下半年货币政策的态度还是持观望态度，二是自 3 月以来，央行连续 3 个月公开市场零投放，银行超储率逐渐走低。

图表 10：尽管存在杠杆价值，但机构的杠杆偏好不高

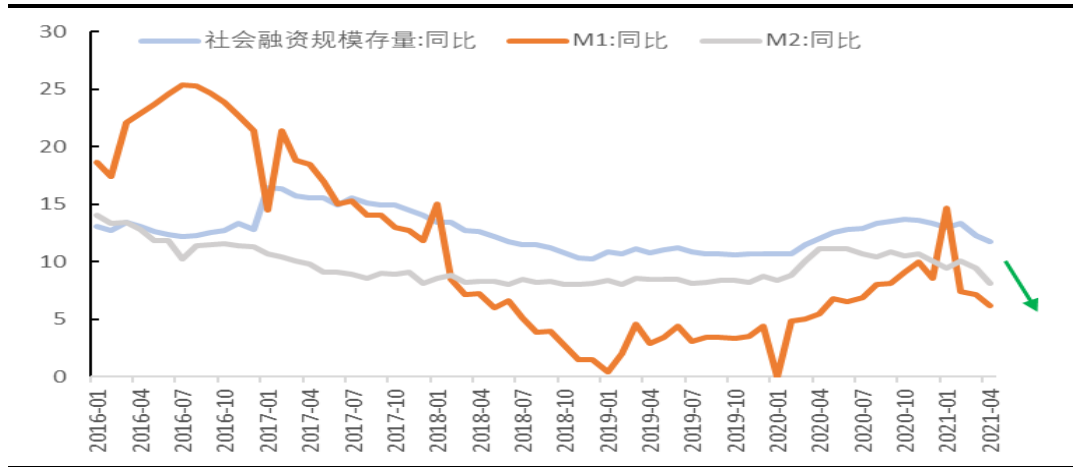


资料来源：Wind，百瑞信托

### 三、下半年情况

从货币供给端来看，货币政策尚未转向，但边际收紧已是表象，从2020年年底以来，M2、社融、M1数据相继见顶回落，加之，央行一季度货币政策执行报告来看，删除2020年四季度的“不急转弯”，强调“保持货币信贷和社会融资规模合理增长”的稳健货币政策。总体来看，下半年货币政策将以“灵活精准、合理适度”为导向，维持“控量稳价”的主基调。

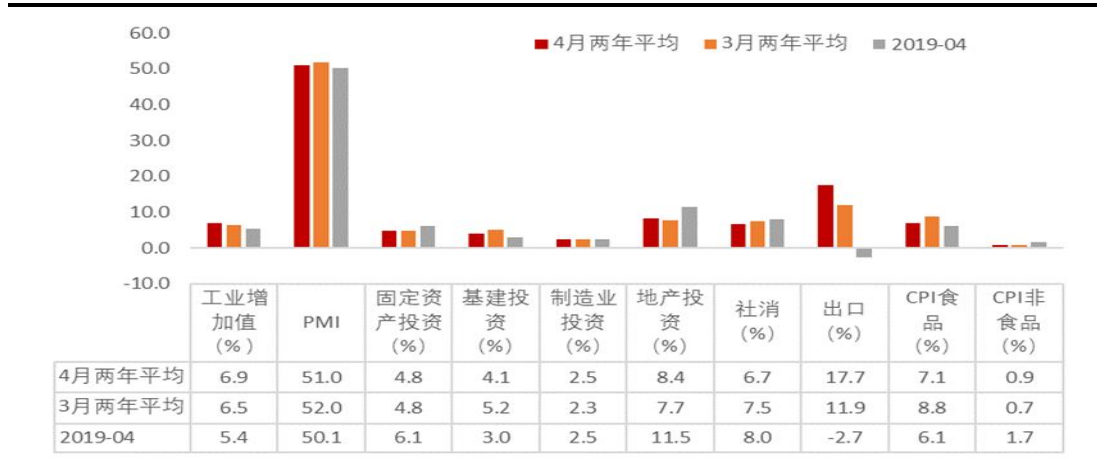
图表 11：金融数据早已见顶回落（%）



资料来源：Wind，百瑞信托

从货币需求端来看，受地产政策趋严影响，下半年房地产景气度或有一定减弱，居民中长贷款可能随之下滑，而从工业增加值来看，工业依然有较强的韧性，所以企业中长贷将会是下半年的主要支撑。

图表 12：工业有韧性



资料来源：Wind，百瑞信托

从债券供给端来看，6月3日，经国务院批准并报全国人大常委会备案，财政部下达2021年新增地方政府债务限额42676亿元。其中，一般债限额8000亿元，专项债限额34676亿元。此前，经十三届全国人大四次会议审议批准，财政部2021年预算安排新增地方政府债务限额44700亿元，其中一般债务限额8200亿元、专项债限额36500亿元。据Wind数据统计，截至5月末，新增地方政府债合计发行9464亿元，后续还有3.5万亿额度待发行。

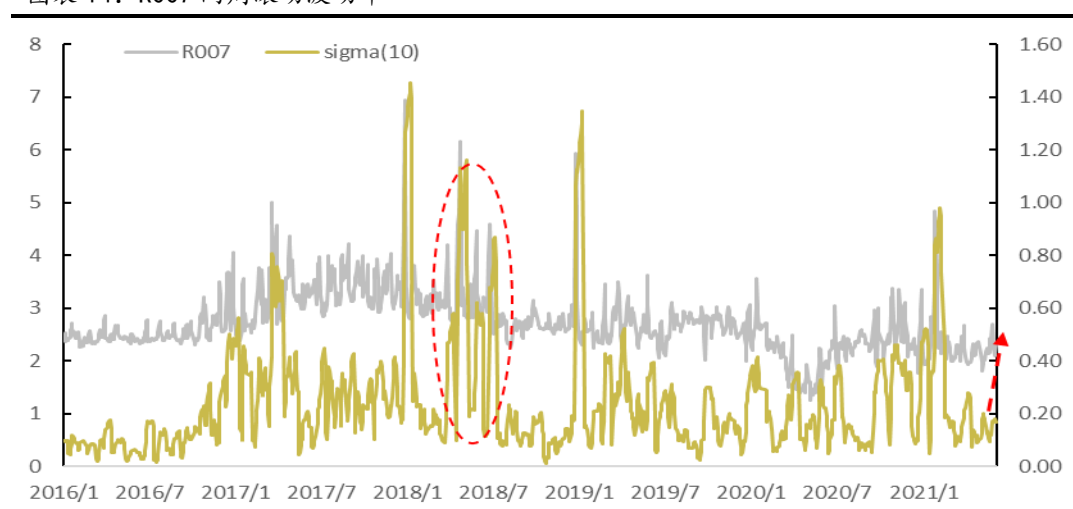
图表 13：地方债发行（亿）

	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	累计	限额	缺口
地方政府债	0	0	364	3,399	5,701	9,464	44,700	35,236
地方一般债	0	0	100	1,343	2,181	3,624	8,200	4,576
地方专项债	0	0	264	2,056	3,520	5,840	36,500	30,660

资料来源：Wind，百瑞信托

总体来说，1)“资产荒”在下半年会有一些的缓解，但程度较为有限，主要是受债券发行审核趋严影响；2)流动性则存在一定的缺口，缺口的补足依然会通过公开市场净投放来操作，社融和价格上的主动偏松货币政策出台的概率较小。从以往经验来看，6-7月为资金面和金融稳定的窗口期，所以短期内央行主动收紧流动性的概率不大，但资金价格波动率将会提升，对比同样情况的2018年来看，2018年下半年资金价格波动较大，但中枢抬升幅度较小。

图表 14：R007 两周滚动波动率



资料来源：Wind，百瑞信托