

## 贷款利率市场化对信用债市场的影响浅析

联合资信评估有限公司 首席信用官 陈东明

2013年7月19日，中国人民银行宣布，自2013年7月20日起全面放开金融机构贷款利率管制。取消金融机构贷款利率0.7倍的下限，由金融机构根据商业原则自主确定贷款利率水平；取消票据贴现利率管制，改变贴现利率在再贴现利率基础上加点确定的方式，由金融机构自主确定；对农村信用社贷款利率不再设立上限；为继续严格执行差别化的住房信贷政策，促进房地产市场健康发展，个人住房贷款利率浮动区间暂不作调整。联合资信认为，利率政策性保护放开后，商业银行的竞争有助于带动社会融资成本整体下移，减少资金在金融同业间的空转，推动资金逐步流入企业等经营实体。

根据央行发布的信息，2013年上半年社会融资总额为10.15万亿元，其中企业债券净融资额为1.22万亿元，占比为12.1%，同比高1.5个百分点，人民币贷款占同期社会融资规模的50.0%，同比低12.4个百分点；外币贷款占比5.7%，同比高2.1个百分点；委托贷款占比11.0%，同比高4.8个百分点；信托贷款占比12.1%，同比高7.8个百分点。经由信托贷款及委托贷款形式的影子银行融资规模的快速增长，正在逐步削弱传统银行信贷的影响力，银行表外资产的扩张，对有效监管及风险控制提出了新的挑战。贷款利率市场化释放了央行持续推动改革的信号，金融机构贷款利率自主调整有助于各商业银行根据自身的客户特点进行结构性调整，减少通过影子银行规避监管及跨市场套利的冲动，有利于金融资源的优化配置。

贷款利率下限放开，优质的大型企业议价能力强，其贷款资金成本可能进一步降低，但不会简单地对信用债市场形成替代及挤出效应。根据联合资信的统计，截止2013年6月30日，包括短期融资券、中期票据、企业债、公司债、可转债、可分离交易可转债在内的非金融企业债券存量达到5417只，8.18万亿元，纯信

用发行的债券存量在 6 万亿左右，以银行间市场中期票据及短期融资券为主（其金额为 5 万亿，在信用债中占比超过 80%）。债券市场，尤其是银行间市场信用债市场快速发展，得益于其成本优势和效率优势。中国债券市场发债主体目前还是集中于信用评级 AA 以上的国有大中型企业，其信用债券融资成本相比同期银行贷款利率有十几到几十 BP 的利差。可以说，在贷款利率市场化推行前，国有大中型企业经由信用债市场，已经实现了对借款利率下限的突破。

银行间市场成员构成为商业银行、保险公司、基金、券商等，商业银行既是债券市场最主要的投资者，也是银行间债券市场的主承销商，承销债券已成为商业银行争取优质企业客户的手段之一，主承销商和投资者身份的重合，也使各家商业银行有条件以更低的利率在债券市场给优质企业客户提供融资，以换取在承销、结算及存款方面的收入。贷款利率下限放开，会加剧银行对优质企业客户的争夺，高级别债券的收益率也有进一步降低的空间和可能。在资金面整体仍适度偏紧的背景下，债券发行渠道很大程度上还是稀缺资源，企业不会简单地缩减直接融资规模而转向间接融资。

伴随宏观经济增速放缓，周期性行业经营压力显著加大，银行信贷资产中，信用贷款占比呈现下降的趋势。根据对中国工商银行的经营数据分析，截止 2012 年底，贷款总额为 8.80 万亿元，以担保方式划分，信用贷款额为 2.69 万亿元，占比为 30.59%，而 2011 年底为 32.12%，信用贷款占比同比下降 1.53 个百分点；以中小企业贷款特点较为突出的民生银行为例，截止 2012 年底，其贷款总额为 1.38 万亿元，以担保方式划分，信用贷款额为 1953.13 亿元，占比为 14.11%；2011 年底占比为 14.87%；信用贷款占比同比下降 0.76 个百分点。2013 年，实体经济增速呈进一步萎缩态势，各银行对担保、抵押等风险保全措施的要求显著提高，信用贷款占比可能呈进一步下降的趋势。与此形成对照的是，依靠企业自身信用基本面为支撑，发行信用债券，是中国债券市场的发展趋势。纯信用发行，无需抵质押等担保措施，注册制的发行程序，对降低发行成本，提升资金使用效率都起到了积极促进作用；企业对资金安排的自主性提高，维护成本降低，这是企业青睐信用债市场的根本原因。短期内，因各债券监管机构自查金融系统性风险，

债券发行速度可能阶段性放缓，但货币政策对贷款总额大幅增长形成制约，利率市场化带来的结构性分化调整量有限，不会构成信用债市场进一步发展的阻碍。

目前中国债券市场投资者的风险偏好大多仍体现为极度的风险厌恶，加上监管层对债券违约的零容忍，造成了中国债券市场准入门槛高，行政及保护色彩浓厚的现状。高评级的国有大中型企业是中国债券市场发行中的绝对主力，信用评级相对较低的民营及中小企业所占份额仍有待提升。以短期融资券为例，2012年全年发行总量为8930亿元，其中国有企业发行规模7713亿元，占比为86.38%；从发行主体信用等级分布看，AA及以上信用级别主体发行规模占比为87.54%，AA-及A+以下级别主体发行规模占比为12.46%。截止2013年中期，中小企业债券（包括中小企业集合债、中小企业私募债、中小企业集合票据）发行量为309只，发行金额为508.38亿元，在企业债券发行中数量占比为5.70%，金额占比仅有0.62%。利率政策性保护取消，加强商业银行的竞争，一些风险控制能力较强的银行，从提升自身盈利水平考虑，有动力为信用质量相对较低的企业提供贷款，民营及低评级企业融资手段选择余地加大。债券市场和贷款市场的良性竞争有助于拉低债券发行的准入门槛，丰富发债主体类型及债券品种，形成真正多元化的债券市场。

利率上限放开意味着监管层对风险的容忍度有所提升，经济增速下滑带来周期性行业盈利能力及偿债能力的显著弱化，债券市场零违约的记录有可能很快被打破。监管层对“零违约”态度逐步转变，可能会进一步放低债券市场的准入条件，把风险判断和风险控制交给市场；债券投资相对稳定的收益已吸引众多的私募基金进入债券投资领域，投资人的多元化及风险偏好的差异，客观上对可投资债券产品的多元化也提出要求；通过推出评级相对较低的高收益产品，如结构化及私募产品，有助于丰富债券市场的内涵和容量。如果说影子银行及非银行金融机构融资规模的快速扩张，在某种程度上带动了利率市场化的进程，那么我们也期望商业银行利率市场化的进一步推进，能够对建立多层次的信用债市场，起到一定的借鉴和推动作用。