

## 政策明朗后的风险偏好调整，同样适用于地方政府隐性债务问题

### 核心观点：

政策影响上，《通知》与《征求意见稿》均通过存量的包括理财在内的资产管理产品更为清晰的过渡期整改指导，降低了产品到期可能产生的金融市场流动性压力以及企业融资现金流断崖式下跌的信用风险，在一定程度上修复政策不确定性导致的市场过低风险偏好，但“稳杠杆”的趋势下难言大幅改善。

此轮适应于金融市场发展新阶段的监管框架建立，政策受力方往往容易出现预期调整滞后的情况，这是由于面对政策实施的影响，金融机构在缺乏参照标准和预测手段的情况下，需要等待政策信号明确后才会讨论风险的重新定价。

同样的政策预期调整滞后也存在地方政府隐性债务的规范管理过程中。以2017年的“50号文”为起点，监管部门一方面加强了存量政府债务问题的回溯、审查；另一方面通过负面清单形式为地方政府、金融机构以及城投等参与政府项目的企业设置了行为框架。但对于整改期间可能存在的项目建设继续和隐性债务平稳化解、后期新增项目投资规范等问题，纲领性的指导文件仍有待补充。

对于城投企业的债务风险，由于政策预期不明朗导致的预期滞后、风险偏好调整缓慢同样存在，信用风险的拐点需求政策的明朗化以及企业投资职能在规范范围内的重新确定。

**风险提示：部分地区隐性债务过高，政策风险担忧下企业再融资持续偏紧。**

### 固收研究报告

证券分析师：李云霏

电话：021-61376547

E-MAIL: liyf@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518050003

### 相关研究

《永泰违约，行业风险再起 or 个体事件？》  
——20180712

《融资压力与政策风险相互交织，城投压力何时言缓？》——20180704

《周期中企业违约风险的追溯与展望  
——基于国内外债券市场的对比分析》  
——20180629

《当前信用债的评级利差分化有何不同？》——20180613

《城投并非“一省一价”，区域利差呈三梯队分布》——20180529

## 目录

一、规范市场秩序、防范风险的方向不变，强调平稳过渡 .....	2
二、为什么市场风险偏好的修复节奏偏慢.....	2
三、政府隐性债务风险的预期改善，仍需进一步的政策明朗.....	3

## 政策明朗后的风险偏好调整，同样适用于地方政府隐性债务问题

7月20日晚，《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（下文简称《意见》）和《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（下文简称《通知》）先后发布，基于4月份发布实施的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（下文简称《指导意见》），分别针对商业银行理财这一资产管理业务以及在整体规范操作过程中的细节做了细致的安排与补充。

### 一、规范市场秩序、防范风险的方向不变，强调平稳过渡

4月底《指导意见》发布实施之后，金融市场的杠杆水平得到有效控制，多层嵌套、刚性兑付、规避监管等前期存在的问题亦加速规范化，但累计管理资产规模较高的基数上，快速的需求结构调整也传导至实体经济使得部分企业获取流动性难度明显提高，这也是《通知》出台的重要背景。

《通知》出台同时从“明确公募资产管理产品的投资范围”、“明晰过渡期内相关产品的估值方法”、“明确过渡期的宏观审慎政策安排”三个方面对《指导意见》的实施操作做了进一步明确，尤其是过渡期产品到期前后的非标资产处置，能够有助于减轻当前企业融资面临则非标债务到期难续的压力。

商业银行理财监管管理仍然在《指导意见》的框架范围内，针对前者公布《征求意见稿》在投资运作管理方面（包括投资范围、穿透监管、非标投资、集中度管理、杠杆控制、期限匹配等）与《指导意见》保持一致，同时通过负面清单管理限制银行自身以及银行之间的资金空转、通过降低投资门槛和客户集中度管理要求减少赎回风险、通过高流动性资产投资比例的限制降低产品的流动性风险，更为贴合商业理财对接低风险居民投资需求的产品特征。

政策影响上，《通知》与《征求意见稿》均通过存量的包括理财在内的资产管理产品更为清晰的过渡期整改指导，降低了产品到期可能产生的金融市场流动性压力、企业融资现金流断崖式下跌的信用风险，在一定程度上修复政策不确定性导致的市场过低风险偏好，但“稳杠杆”的趋势下难言大幅改善。

### 二、为什么市场风险偏好的修复节奏偏慢

2018年以来在经济基本面未发生明显变化的情况下，民营企业违约风险加速暴露、一级市场低评级主体发债频频取消以及二级市场评级利差的明显走高，其实反映了市场对再融资风险的预期与投资风险偏好降低的相互强化。虽然监管政策实施进入深化阶段，对于政策变化减少以及冲击降低的预期依然难以激起金融机构对于中低评级主体的关注。

我们认为，此轮适应于金融市场发展新阶段的监管框架建立，政策受力方往往容易出现预期调整滞后的情况，这不同于对经济波动周期的预期，后一种情况利用丰富的历史经验和可参考指标预测到经济拐点并提前将预期体现到金融资产价格中。对于政策实施的影响，金

### 政策明朗后的风险偏好调整，同样适用于地方政府隐性债务问题

融机构在缺乏参照标准和预测手段的情况下，需要等待政策信号明确后才会讨论风险的重新定价。

### 三、政府隐性债务风险的预期改善，仍需进一步的政策明朗

2017 年以来与金融市场“去杠杆”同样受到关注的，还有地方政府隐性债务问题，且后者的规范管理实施与资管市场存在一定的可比性，同样涉及了存量问题的定性、规范框架的出台。

以 2017 年的“50 号文”为起点，为实现地方政府隐性债务的风险监控、存量化解以及抑制新增，监管部门一方面加强了存量问题的回溯、审查，对突破 43 号文规定的新、老违规债务问题逐个定性、要求整改甚至处以相应行政处罚；另一方面通过负面清单形式为地方政府、金融机构以及城投等参与政府项目的企业设置了行为框架。从政策效果上，初步的规范已经达到：

一方面，地方政府与城投企业之间的资金关系基于项目投资更为健康，过去地方政府随意分配、上马基建项目，并通过“财政补贴”弥补不规范的协议导致企业收入不稳定的问题，在 2017 年得到了明显的改善，真正的代建经营收入成为企业的收入主要来源（参见报告融资压力与政策风险相互交织，城投压力何时言缓？）；

另一方面，审批趋严加上外部需求减弱，城投公司债务扩张得到有效控制，降低了区域财政金融风险的进一步累积。

虽然明确了投融资模式的负面清单，也对存量问题提出了整改，但对于整改期间可能存在的项目建设继续和隐性债务平稳化解、后期新增项目投资规范等问题，纲领性的指导文件仍有待补充。一方面，地方层面的基础设施建设在资金压力和模式不确定的风险下大幅下滑，理想情况下通过财政资金撬动社会资本发挥的杠杆效应难以实现；另一方面存量债务化解过程中，外部金融机构出于政策不确定性的担忧将区域性债务风险溢价普遍加于当地企业尤其是城投身上，埋下了再融资风险进一步激化的导火索。

上述两个问题的化解，均需要在多方面规范管理地方政府举债行为的同时，通过另一框架式的政策指导，明确在政府隐性债务化解的过渡期以及之后的长期规划中“什么能做”以及“如何做”，进而实现地方政府债务的规范管理、风险防控以及过渡期的审慎调控。

那么，对于城投企业的债务风险，由于政策预期不明朗导致的预期滞后、风险偏好调整缓慢同样存在，信用风险的拐点需求政策的明朗化以及企业投资职能在规范范围内的重新确定（参考报告《融资压力与政策风险相互交织，城投压力何时言缓？》）。



## 重要声明

太平洋证券股份有限公司

具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证  
编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566