

## 宏觀

## 高壓監管之下，還剩多少銀行“影子”？——對中國影子銀行規模的測算

近兩年金融監管全面規範、收緊，導致過去數年連續高增長的影子銀行體系面臨收縮壓力，今年社會融資規模增速甚至出現大幅下行，而融資是經濟的先行指標，勢必引發大家對下半年經濟增長的擔憂。究竟實際社會融資增速下降多少？對經濟衝擊有多大？弄清楚我國影子銀行體系的規模變化和現狀顯得尤其重要，儘管這種測算工作非常繁瑣困難，但我們本篇專題希望嘗試一下、探個究竟。何謂影子銀行？影子銀行的起源。商業銀行作為中介最主要的盈利來源於存款和貸款之間的利差，為了利潤最大化，銀行天生就有加杠杆、擴張規模的衝動。所以全球各國都會對銀行進行監管，決定了商業銀行在監管範圍內所能投放的信用資源是有限的。但隨著金融業的發展，現實中還出現了另一類非銀行的機構或行為，與銀行扮演著類似的角色，也就是所謂的“影子銀行”。影子銀行通過非銀行的渠道、工具和結構實現加杠杆，與傳統商業銀行的存貸款功能類似，但沒有接受相應的監管。例如在美國的金融體系中，影子銀行主要是圍繞證券化實現表外融資的功能，而過度的證券化與監管的缺失，帶來了高風險、高杠杆的問題，在08年的次貸危機中起到了推波助瀾的作用。中國的影子銀行。與歐美以證券化為核心的影子銀行體系不同，中國的影子銀行較少地借助金融衍生工具，主要是圍繞商業銀行業務衍生而來。國內的影子銀行可以分為兩大類，一類是金融機構的業務，其中包括銀行借助非銀金融機構等作為通道投放信用，達到規避商業銀行監管的目的，以及非銀金融機構自身作為中介發揮融資和放貸的作用；另一類則是P2P、小額貸款公司、典當行等非金融機構開展的民間融資活動。

規模有多大？作為我國影子銀行的重要組成部分，非銀金融機構近幾年快速擴張，資產管理規模超過60萬億。但是這裡面還存在大量資管產品之間的嵌套，有很大一部分是重複計算的，進行相應剔除後，截至2017年末實際通過非銀金融機構投向實體的資金規模接近30萬億。除了非銀機構的通道業務以外，股權質押融資、P2P、小額貸款公司、供應鏈金融、消費貸、互聯網金融平臺民間機構的借貸業務也屬 影子銀行的範疇，其中P2P、股權質押融資和小額貸款公司規模較大，而P2P規模相比2014年末增長了近12倍。除了非銀機構和民間借貸以外，實際上還有部分銀行的表外業務也屬 影子銀行，主要包括委託貸款和未貼現銀行承兌匯票。根據我們測算的總量，截至2017年末我國通過影子銀行體系流入實體的資金規模達到47萬億，其中非銀金融機構、民間借貸和其他銀行表外的影子銀行形式流入實體的資金規模分別在29萬億、5萬億和13萬億。可以說，非銀金融機構是影子銀行資金流入實體經濟的主要通道，而銀行的表外業務規模也不小。

監管收緊，影響幾何？今年以來，以資管新規為代表的金融監管政策相繼出臺，其中大部分是針對非銀金融機構的通道業務，再加上P2P爆雷、股市調整衝擊股權質押融資，根據我們初步測算，今年上半年我國影子銀行融資規模萎縮約2.3萬億，遠遠高於央行非標統計中的萎縮1.3萬億的規模。社融增速下降首先衝擊的就是主要依靠非標融資的地產、融資平臺和小型民營企業。隨著融資渠道

的惡化，這些企業面臨再融資風險，導致違約率上升。而信用風險的不斷發酵將導致貨幣創造放緩，在央行維持貨幣邊際寬鬆的情況下，實體經濟獲得的流動性仍會收緊，最終將導致經濟增長承壓。

## 金融工程

### 行業輪動系列研究12——行業量價因子的使用方法探討

在之前的行業輪動系列報告中，發現基本面、宏觀、情緒面和估值類因子，對於行業輪動的驅動效果穩定，超額收益走勢平穩，唯獨量價類的技術因子表現震盪較大，在使用過程中造成一定困難。本篇報告主要針對技術類因子的用法進行探討，試圖尋找有效提升因子穩定度的用法。

對於表現較差的趨勢因子，可以嘗試通過市場外生變量預測因子收益或者因子IC，以此作為因子擇時判斷依據。最適合採用外生市場變量進行預測的是趨勢3因子（calmar因子）。預測因子收益，多頭組合全樣本的年化超額收益8.4%；預測因子IC，多頭全樣本年化超額收益15%，相對於原始因子多頭組合的負向超額改善幅度顯著。

動量類別因子，其因子收益、因子IC與前期因子表現負相關，因子波動大，無法直接加入模型，且因子的不穩特徵增大預測難度，無法進行因子擇時。

動量因子的有用特徵體現在極值空頭效應上，但是與現有因子的相關性高，無法帶來額外空頭信息，對原始策略無法增強。由此，在行業維度我們不推薦使用動量類別因子。

趨勢類因子對於原始輪動策略有貢獻，體現在：其一，引入趨勢2（jensen alpha）因子的新策略相對原始策略，多頭組合勝率、超額收益以及策略信息比都得到改善。此外：趨勢因子對於原始策略的提升，主要在市場單邊牛市中得到體現。其他情況下，新策略和原始策略淨值沒有過大區別。由此，在使用過程中投資者可以選擇不進行市場環境判斷直接使用趨勢因子，但因子優勢可能在很多市場環境下難以兌現；也可以在對未來市場有觀點判斷的時候，引入趨勢因子，因子效用可能會立刻兌現。

其二，因子擇時後的趨勢3因子是一個優化策略的可選方向，勝率從65%提升至70%，信息比從1.19提升至1.71，超額收益從13%提升至19%。但因子擇時是否在模型中進行使用，不同投資者會有一定爭議，我們後續會跟蹤一定時間因子擇時的樣本外效果，暫且不會直接將因子納入模型。

風險提示：流動性風險、模型失效風險、因子失效風險。

## 策略

### 為何A股美股冰火兩重天？

核心結論：①08年金融危機最低點以來標普500指數累計漲幅312%，上證綜指漲幅只有66%，中美企業利潤同比年化為8%、1%，差異源於A股制度上的不足。②A股上市標準較為嚴苛使得BAT類創新型企業漏出，MSCI海外中國指數危機低點來漲幅為1231%，超過美股。退市制度不完善使得A股退市率

只有0.3%，美股為6.3%。③A股中機構投資者占比僅24%，美股為90%，機構投資者占比低使得A股龍頭公司沒享受估值溢價，標普500前十大權重股過去十年平均PEG中位數為2.5，高於滬深300的0.5。A股美股冰火兩重天。長期來看中美股市走勢分化，08年金融危機至今標普500指數至今累計漲幅為312%，而上證綜指的漲幅只有66%。兩者表現分化的原因並非源於基本面：全部A股淨利潤年化同比增速為8%，遠高於美股的1%。我們認為，A股表現不佳的原因是A股沒有享受到與基本面匹配的估值。08年至今標普500指數平均PE（TTM，倍，下同）為18，上證綜指的PE為16。指數表現分化部分源於指數編制方法及權重股的差異。上證綜指因其編制機制並不能完全代表A股，上證綜指編制時用的是總市值加權平均法，且只包含在上交所上市的股票。但指數編制差異並不能完全解釋中美指數走勢分化。細究中美股指漲幅，我們發現一是美股多年上漲主要源自權重股的上漲，且權重股漲的多主要是估值高。二是在美國上市的中國股漲幅遠大於在A股上市的中國股：MSCI海外中國指數（99%的權重股為美國上市的中概股）08年底至今上漲1235%，漲幅遠超過美股三大指數與A股三大指數。我們認為，A股與美股有這些差異主要源自A股制度上的問題。

A股制度問題一：上市公司未優勝劣汰。A股的上市標準較為嚴苛，許多創新型企業只能遠赴美股上市。較為嚴苛的上市制度導致A股市值及利潤行業結構扭曲，美國中資股裡科技股和消費股的市值占比為72%、利潤占比為60%，遠高於A股的35%和14%，代表新經濟的企業如阿裡巴巴、百度、京東、攜程等在早期由於虧損無法在A股上市，若它們曾在A股上市，那滬深300指數的行業結構會更為合理。除了績優股從A股漏出外，大部分已存的績差股無法從A股退市也拉低了A股整體的標的質量。因為退市制度不完善，大部分績差股不能從A股退市。過去5年美股退市率為6.3%，A股為0.3%。我國的上市制度與退市制度目前正在不斷完善中。

A股制度問題二：機構投資者占比低。A股機構投資者占比低，權重股沒有享受到溢價。A股的龍頭股們雖然相比美股的同類股票有更好的基本面，但是市場並未給予他們更高的估值，比如同為酒類龍頭，貴州茅臺18年淨利潤增速預計為34%（Wind一致預期，A股下同），18年PEG為0.9，而帝亞吉歐的18年淨利潤增速預計為7%（Bloomberg一致預期，美股下同），對應PEG為3.6；同為家電龍頭，惠而浦18年淨利潤增速預計為14%，對應PEG為2.6，而格力的增速為22%，PEG為0.5。標普500前十大權重股過去十年平均PEG中位數為2.5，高於滬深300的0.5，可見對於每單位盈利增速美股給予了龍頭股更高的估值。龍頭享受溢價主要原因是美股的機構投資者占比高。截止2017年，美股中機構投資者市值占比為90%，而A股機構投資者自由流通市值占比只有24%。我國正在積極引導養老金、外資等長線資金入市來培養機構投資者。

風險提示：註冊制改革進程和退市制度改革不及預期。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例（香港法例第571章）中第一類（證券交易）及第四類（就證券提供意見）受規管活動之持牌法團－海通國際證券有限公司（“海通國際證券”）所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司（「海通國際證券集團」）並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作

出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。