

金融去杠杆缘起与进展

徐 枫 姚 云 郭 楠

2016年7月中央政治局会议首次提出“抑制资产泡沫”，随后金融去杠杆迅速成为金融市场和监管机构热点词汇。从生命周期理论角度回顾中国金融去杠杆历程：从加杠杆环境看，宽松的货币政策是金融加杠杆“天时”，监管分业而治是金融加杠杆“地利”，银行同业膨胀是金融加杠杆“人和”。从加杠杆逻辑看，金融加杠杆体现为金融机构主动增加负债，扩张资产负债表或表外资产。而去杠杆措施主要表现为，实施中性偏紧货币政策，完善金融监管制度框架，整顿违规金融套利乱象等。从去杠杆进展看，金融机构去杠杆总体成效显著，金融市场杠杆率保持低位运行。未来金融去杠杆需要继续实施中性偏紧货币政策，完善逆周期宏观审慎政策和健全资管新规实施细则多措并举。

金融加杠杆环境

宽松的货币政策是金融加杠杆“天时”。一是存款准备金率大幅下调增加市场流动性。2011年12月以来，人民银

行8次降准为经济增长提供宽松货币环境，大型存款类金融机构人民币存款准备金率较国际金融危机以来最高点21.5%下降了4.50个百分点。尤其是2015年为维护股票市场稳定，人民银行连续4次实施降准，累计向市场释放流动性3.31万亿元。二是政策利率连续下调降低企业融资成本。信贷市场利率方面，2012年6月以来，人民银行8次下调人民币存款基准利率，一年期定期存款利率较国际金融危机以来最高点3.50%下降了2个百分点。其中2015年连续5次降息，导致一年期定期存款利率下降1.25个百分点。货币市场利率方面，2013年最后两个月7天逆回购利率稳定在4.10%高位，而后不断下降，2015年10月跌至2.25%，并连续16个月保持稳定。三是货币政策工具多点创新定向支持薄弱环节。例如，引导金融机构支持小微企业和三农等重点领域，创设中期借贷便利（MLF）。2015年推出MLF以来，6个月期和一年期MLF累计投放分别高达4.21万亿元和6.58万亿元。又如，平抑市场利率波动和构建“利率走廊”上限，创设常备借贷便利

（SLF）。2013年推出SLF以来，隔夜和7天SLF累计投放分别3500亿元和6500亿元。

监管分业而治是金融加杠杆“地利”。分业监管虽有助于提高传统金融业态监管效率，但存在跨部门协作沟通乏力、监管政策难以形成合力等问题，难以明晰交叉性和创新性金融业务监管权责，导致监管空心或重叠现象出现。一是监管真空诱发金融产品快速扩张。以同业存单为例，在银监会对银行“四不当”进行专项整治之前，同业存单不用缴纳存款准备金、不纳入广义信贷统计，完全游离于监管之外，同时具有流动性高、收益率堪比短期融资券等优势，市场配置需求强烈。二是监管协调不足难以抑制杠杆叠加。2015年股票市场暴涨暴跌根源是杠杆资金，尤其是场外配资，资金来源多种渠道、多层嵌套，既有银行、证券、保险和信托机构结构化产品，也有P2P等互联网金融理财。监管机构分业管制，无法穿透资金流动全程，难以掌握真实资金规模和杠杆水平。三是监管标准差异提供政策套

REITs业务相差甚远。参考国际惯例和经验，未来我国公募REITs的试点和发展需要专注于持有型物业的稳定运营与价值提升，不应投资于空地和开发性业务，这也契合习近平总书记在党的十九大报告中明确指出的“坚持‘房子是用来住的、不是用来炒的’定位”，建议相关部门着力从租赁住房REITs市场推动公募市场发展。住房租赁市场潜力巨大（一线城市未来10年可以形成的房屋租赁现

金流可达到万亿元规模），如果创建租房新的体制，组建商业代租房公司，比如借鉴美国、日本经验成立专门的住房机构等方式来运营——业主把房子租给代租房公司，承租人通过代租房公司租房，集中收取房租，这样形成稳定的应收账款作为证券化的基础资产会有很多益处——能够稳定出租和承租人行为；能够降低租金违约/损失风险；能够提高租房业务透明度；租房公司在取得证券化

融资后，可以发展壮大自身业务；同时对政府也有好处——便于征税，提高税收保障，有助于居民安居乐业和市场稳定。总而言之，在我国建立多层次资本市场的背景下，相关部门应积极培育公募REITs，以满足新时代对金融工作的要求。■

作者单位：北京鼎诺投资管理有限公司；中国投资公司

（责任编辑 刘宏振）

利空间。机构监管差异性方面，银行存款要求缴纳准备金而非银行金融机构存款无需缴纳，银行存在强烈动机将资金委外投资转移至后者。市场监管差异性方面，以债市直接杠杆为例，公募基金场内回购融资杠杆率不超过1.4倍，交易所回购融资杠杆率上限为5倍，证券公司质押式回购融资规模不超过注册资本的80%，场外权益类资管计划杠杆不超过5倍。场内监管严格、场外相对宽松，导致分级基金等结构化场外产品迅速涌现。

银行同业膨胀是金融加杠杆“人和”。随着实体部门投资收益下降，银行信贷类资产坏账率不断攀升，亟须配置新的安全资产，金融机构同业产品开始膨胀。从需求端看，同业存单相对中短期票据投资收益更高，为债券和货币基金以及资金实力较强的大型商业银行提供套利机会。从供给端看，资金实力较弱的股份制银行和城商行面对业务竞争压力，存在强烈动机发行高流动性、低风险权重的同业存单扩张资产规模和补充流动性缺口。据Wind统计，2014~2016年同业存单发行规模从0.89万亿元迅速攀升到12.99万亿元，其中股份制银行和城商行占比超过85%。

从金融机构视角看，金融加杠杆体现为金融机构主动增加负债，扩张资产负债表或表外资产。金融机构加杠杆模式随着监管规则不断演变：第一阶段(2012.01~2013.03)，随着利率市场化加快，银行通过发行理财产品扩张规模，借道信托和证券等非银行金融机构投向非标资产。第二阶段(2013.04~2014.05)，银监会下发《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》后，理财资金投资非标资产占比受到约束，转而借道“买入返售金融资产”投向非标资产。第三阶段(2014.06~2015.05)，《关于规范金融机构同业业务的通知》出台后，同业融资比例受到限制、买入返售资产禁止投向非标，银行将非标资产转移到应收账

款，同时利用自有资金购买非标资产。第四阶段(2015.06至今)，银行同业存单规模井喷，并成为中小银行重要融资渠道。同业存单发行主体也从国有银行和股份制银行逐渐转移到城商行。

金融去杠杆措施

实施中性偏紧货币政策。从总量调控看，强化货币政策定力，消除金融机构套利源头。2017年12月，中央经济工作会议对货币闸门管控的论述从2016年末“调节”升级为“管住”，措辞更加严厉。2017年M1月均增速为15.50%，同比减少7.23个百分点。2017年有三个月M2增速低于9%，尤其12月更是跌至8.2%，成为1996年以来历史最低点。从结构调控看，实施“锁短放长”策略，提高金融机构融资成本。逆回购操作方面，2017年14天和28天公开市场操作(OMO)累计投放6.09万亿元和3.68万亿元，分别同比增加56.03%和22.50%；7天OMO累计投放10.77万亿元，同比减少39.85%。中期借贷便利操作方面，2017年3个月MLF暂停；6个月MLF累计投放0.81万亿元，同比减少66.38%；1年期MLF累计投放0.81万亿元，同比增加207.63%。

完善金融监管制度框架。一是成立金融监管协调机构。2017年7月，第五次全国金融工作会议决定设立国务院金融稳定发展委员会，将“统筹协调金融监管重大事项”“研究系统性金融风险防范处置和维护金融稳定重大政策”纳入监管职责。二是统一业务监管标准。2017年2月，人民银行会同中央编办、法制办、证监会、银监会、保监会、外汇局成立“统一资产管理产品标准规制”工作小组，起草《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》，统一同类资管产品的监管标准，努力消弭监管套利。三是完善宏观审慎政策框架。2017年第一季度起，商业银行表外理财纳入广义信贷考核内容。2017年第三季度，人民银行明确规定同业存单期

限不超过1年，同时部署将同业存单纳入宏观审慎评估体系(MPA)同业负债占比指标准备工作。2018年第一季度，资产规模5000亿元以上的银行发行同业存单正式纳入MPA考核。

整顿违规金融套利乱象。针对银行金融机构，2017年3月，银监会启动“三违反”“三套利”“四不当”专项治理工作，针对银行业金融机构同业业务和理财业务中高杠杆、多嵌套等问题进行整顿。2017年4月，银监会发布《关于银行业风险防控工作的指导意见》《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》等文件，要求提升监管有效性，防范化解金融风险。2017年11月，人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》，治理业务发展不规范、刚性兑付和多层嵌套等问题。2018年1月，银监会发布《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》，并随文发布2018年整治银行业市场乱象工作要点，包括公司治理不健全等八大类、22个方面。针对非银行金融机构，一是维护投资者合法权益。2016年12月，证监会发布《证券期货投资者适当性管理办法》，要求区别专业投资者和普通投资者，强调证券期货经营机构应该为中小投资者提供特别保护。二是打破资管产品刚性兑付。2017年11月，人民银行会同银监会、证监会、保监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》，提出“资产管理产品应当实行净值化管理”“及时反映基础资产收益和风险”，打破资产管理行业刚性兑付痼疾。三是实施信托业分类监管。2017年4月，银监会发布《信托业务监管分类试点工作实施方案》，并随文发布《信托业务监管分类说明(试行)》，根据资金投向将信托业务划分八大类别，分类施策监管。

金融去杠杆进展

金融机构去杠杆总体成效显著。一是银行与投资者之间杠杆增速显著下降。2017年12月银行理财产品资金余额合计29.54万亿元,同比增长1.69%,增速同比下降21.93个百分点。二是中小银行与大型银行之间加杠杆与去杠杆并存。以同业存单为例,2017年12月债券市场同业存单托管余额8.01万亿元,同比增长27.55%,增速同比下降79.76个百分点。以同业负债为例,2017年第三季度25家上市银行同业负债占负债总额比例为9.96%,同比下降1.35个百分点。以同业资产为例,2017年第三季度25家上市银行同业资产合计2.79万亿元,同比下降16.81%,增速同比下降16.01个百分点。三是非银行金融机构与银行之间杠杆显著降低。以金融机构信贷收支为例,2017年12月金融机构股权及其他投资(主要是商业银行购买的非银行金融机构资管信托计划)合计21.76万亿元,同比减少1.46%,增速同比下降65.85个百分点;2017年12月非银行金融机构贷款合计0.64万亿元,同比下降33.28%,增速同比下降44.90个百分点。

金融市场杠杆率保持低位运行。一是货币市场杠杆率大幅下降。考虑隔夜回购是投资者借短买长最重要标的,采用银行间债券质押式回购隔夜成交量与金融机构超额存款准备金之和除以金融机构超额存款准备金衡量货币市场杠杆率。2017年第四季度货币市场杠杆率为38.05倍,同比增加7.03倍,但较最高点2017年第三季度下降了26.41倍。二是股票市场杠杆率微弱下降。考虑蓝筹股短期流动性较差、市值占比较高等特点,采用沪深两市融资融券余额与流通市值之比衡量股市场内杠杆率。2017年12月股票市场杠杆率为2.28%,同比下降0.10个百分点,较最高点2015年6月下降2.06个百分点。三是债券市场杠杆率微弱增加。债券市场杠杆率表现为债券融入资金与自有资金之比,采用债券

托管量除以债券托管量与待购回债券余额之差衡量。2017年第四季度债券市场杠杆率为111.19%,同比增加0.89个百分点,但较最高点2015年第四季度下降1.01个百分点。

金融去杠杆未来

继续实施中性偏紧货币政策。一是管住货币政策闸门,切断金融去杠杆源头。应对未来可能出现的流动性紧张和经济增速放缓,更加保持货币政策定力。二是银行间市场继续“锁短放长”,提高金融机构套利成本。继续降低隔夜逆回购资金投放规模,提高7天和14天逆回购资金占比;增加1年期中期借贷便利投放规模,减少3个月和6个月中期借贷便利资金占比。三是维持存贷款基准利率,创造舒适实体融资环境。允许银行间市场利率和存贷款基准利率适度偏离,锁定银行存贷款利率,减少金融市场资金成本抬升对实体经济融资干扰。

完善逆周期宏观审慎政策。一是扩大同业存单考核主体范畴,逐步将资产规模5000亿元以下商业银行发行的同业存单纳入考核体系。二是降低拨备覆盖率,创造条件加快处置不良贷款,释放更多流动性支持实体经济。三是稳妥处置银行委外业务。针对存量业务,坚持到期不续策略;针对新增业务,控制委外投资业务比例。

健全资管新规实施细则。充分吸收各类市场参与者有效建议,尽快出台资产管理业务指导意见。建议重点修改内容包括:规范银行委外理财,出台理财新规实施细则;界定非标业务范围,加快制定标准化债权资产认定规则;健全资管产品统计制度。延伸资管产品统计层级,追溯资管产品最终投资者和对应的底层资产,为实施穿透式监管做准备。■

作者单位:中国社会科学院金融研究所
(责任编辑 张晓哲)

中国金融出版社图书推荐



《中央银行独立性:
文化密码与象征表现》
[美]卡洛·托尼亚托 著
定价: 48.00元

本书从社会文化角度解读中央银行独立性问题。以往对中央银行独立性问题探讨,多从一国宏观经济管理角度展开,鲜有从社会传统、文化认识、历史沿革的视角来研究,本书以德意志中央银行、欧洲中央银行和美联储为研究对象,通过描述和对比,阐述了不同文化背景下中央银行在制定政策以及保持独立过程中一些耐人寻味的问题。



《法定数字货币》
宝山、文武 著
定价: 60.00元

本书以研究法定数字货币为主线,剖析货币机理,晾晒货币细胞,透视货币全集,求索货币子集,力图构建原生型实体货币、抽象转账支付清算货币及法定数字货币三种货币形态的立体学说,全书内容涵盖货币与支付工具诞生与发展理论、法定数字货币基础理论与技术、法定数字货币行业管理与风险防范等方面。



《农村普惠金融供给侧结构性改革》
穆争社 著
定价: 48.00元

本书以中国农村普惠金融供给侧结构性改革为主线,阐述了农村普惠金融供给侧结构性改革的演变历程、发展机制,分析了普惠金融的服务对象、产品特征、商业可持续原则,与农村金融、扶贫金融、金融供给侧结构性改革的关系,探讨了普惠金融实质,提出了发挥农村信用社的比较优势和普惠金融服务主力军作用的政策建议和措施。