

论文 NO. 2017 年 9

发表时间：2017 年 9 月 15 日

中国债券市场杠杆率问题研究

——基于各投资主体杠杆率的测算和分析

费兆奇 杨成元

摘要：本文从各投资主体的角度对中国债券市场的杠杆率进行了研究，发现债市中各投资主体的杠杆率差异巨大：由大到小依次为信用社、非银金融机构、基金类、商业银行和保险机构；在商业银行内部，村镇银行和农村商业银行的杠杆率较高。此外，分别对债券市场各投资主体杠杆率的运行趋势及杠杆率高企的成因进行了分析。最后，在逐渐趋紧的宏观金融环境下，本文对我国债券市场去杠杆提出了相关的政策建议，包括：坚守稳健的货币政策，避免流动性收紧和监管强化对债市的“叠加冲击”；逐步抬升负债成本，促使金融机构主动去杠杆；增加杠杆成本，规范杠杆率；实时监测债市不同投资主体的杠杆率水平，差异化去杠杆。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

引言

近些年，在我国多层次资本市场不断完善、货币金融环境持续宽松的背景下，债券市场迎来了快速发展的机遇期：截至 2016 年年末，债券市场的年度发行额达 22 万亿元，债券存量超过 64 万亿元。但与此同时，我国债券市场的杠杆率也在不断攀升，潜在的风险不断集聚。尤其是 2016 年三季度以来，货币政策逐渐收紧，监管政策不断趋严，杠杆化的债券风险开始逐渐暴露，造成了债券市场的剧烈动荡。为此，量化测算我国债券市场的杠杆率，对于分析债市降杠杆可能带来的市场冲击，宏观与监管政策如何在债市降杠杆与保持市场稳定之间寻求平衡，具有重要意义。

目前，场内加杠杆和场外加杠杆是我国债券市场加杠杆的两种主要方式。场内加杠杆主要是银行间市场为主体，交易所市场为补充，以现券作为质押物进行质押式回购融资再买入债券，反复循环，增加杠杆；场外加杠杆主要是以设计优先 / 劣后的结构化产品或债券代持等不同的途径达到加杠杆目的。唐跃等（2016）测算了我国交易所债券杠杆率，发现虽然杠杆率在整体上并不高，但杠杆率的分子端和分母端均有去杠杆的压力。李扬（2016）基于测算银行间市场和交易所市场杠杆率的研究，发现 2015 年以来我国交易所市场杠杆率显著高于银行间市场。管晓明（2016）同时测算了银行间、交易所和场外债券市场的杠杆率，发现场外杠杆率通常高于场内杠杆率的数倍。

对债券市场总体杠杆率的分析虽然有助于把握债市的系统性风险；但在我国债券市场中，各投资主体由于在资产规模、资金来源、监管方式等方面存在较大差异，各投资主体的杠杆率可能存在较大差

别。为此，细化研究和比较债券市场中各投资主体的杠杆率，有助于深入分析债券市场的结构性风险，同时为债券市场中的针对性去杠杆提供经验论证。

一、中国债券市场杠杆率测算和分析

1981 年，我国恢复国债发行之后，债券市场在曲折中前行，走过了不同寻常的发展历程。1996 年末中央托管机构建立，债券市场由此进入快速发展期。市场规模迅速壮大，市场创新不断涌现，市场主体日趋多元化，市场活跃度稳步提升，对外开放稳步推进，制度框架也逐步完善。2016 年，债券市场共发行各类债券 22.34 万亿元，同比增长 24.71%。其中，在中央结算公司发行债券 14.14 万亿元，占债券市场发行总量的 63.29%；在上海清算所发行债券 5.35 万亿元，占 23.93%；交易所新发债券 2.86 万亿元，占 12.78%。

随着债券发行量的扩大，债券市场托管总量也随之持续增长。截至 2016 年末，我国债券市场总托管债券存量达 56.30 万亿元。其中，中央结算公司登记托管的债券余额 43.73 万亿元，市场占比 77.66%；上海清算所登记托管的债券余额 8.13 万亿元，市场占比 14.44%；交易所托管登记托管的债券余额 4.45 万亿元，市场占比 7.89%。

（一）研究样本及测算方法

鉴于中央结算公司登记托管的债券余额占市场主要份额，托管债券覆盖银行间市场、交易所市场、柜台市场以及其他市场。为此，考虑数据的可获得性和一致性，本文以中债登登记托管的债券为样本考察我国债券市场的杠杆率。

表1 2013-2017年中债登债券登记托管各市场情况（亿元）

	总计	银行间	交易所	柜台	其它
2013/12/31	259,113.26	242,868.27	8,855.82	4,892.32	2,496.85
2014/12/31	287,296.96	265,891.86	13,215.34	5,936.13	2,253.63
2015/12/31	350,421.90	327,219.01	14,517.94	6,640.82	2,044.13
2016/12/31	437,268.14	410,525.69	18,121.83	6,858.40	1,762.22
2017/3/31	442,537.97	415,564.64	18,719.18	6,701.12	1,553.04

数据来源：中国债券信息网。

一般来说，杠杆率是指资产负债表中总资产与所有者权益的比率。高杠杆率意味着用较少的自有资金撬动更多的资金获得杠杆倍数收益。在债券市场，投资者用债券质押式回购或买断式回购（按照债券类型对应的折扣标准）获得资金重新投资，反复循环，增加杠杆，理论上，其杠杆率可以达到 $1/(1 - \text{标准折扣率})$ 。上述方式中，债券的融资金额等于待购回债券余额，包括质押式待回购余额和买断式待购回余额，据此，债券市场杠杆率可以表述为：

债券市场杠杆率 = 债券市场的债券总托管量 / 自有资金 = 债券市场的债券总托管量 / (债券市场的债券总托管量 - 债券融资金额)

= 债券市场的债券总托管量 / (债券市场的债券总托管量 - 待购回债券余额)

(二) 债券市场总体杠杆率测度

根据上述方法，在计算债券市场总体杠杆率的时候，核心变量包括债券市场的总托管量和待回购债券余额。从 2005 到 2017 年，我国债券市场不断发展壮大，以中债登托管的债券口径来看，其登记托管的各类债券总市值从 5 万亿上升至 2017 年 3 月份的 44.29 万亿，待回购债券余额从 2975 亿上升至 4.78 万亿元。依据上述方法，计算得出的中国债券市场总体杠杆率的运行趋势表现为：债市

融资量同步上升，促使我国债券市场杠杆率震荡上行。2009 年以来，债市杠杆率不断上升；在 2014 年和 2015 年，债券市场杠杆率历史高位区间，最高值达到 2015 年 6 月份的 1.1386。自 2016 年起，银行间市场杠杆率开始下降，回归至 2014 年初的水平。但是，在降杠杆成为“三去一降一补”的重要内容之一的宏观背景下，到 2017 年 3 月份，有所反弹。其中，2005 年至 2017 年平均值为 1.0758，2012 年至 2017 年平均值为 1.0979。由此可见，就宏观层面而言，我国债市总体杠杆率处于可控的水平。

表2 我国债市杠杆率总体特征

	2005年-2017年	2012年-2017年
最小数	1.0358	1.0638
中位数	1.0719	1.097
最大数	1.1386	1.1386
平均数	1.0758	1.0979

数据来源：中国债券信息网。

（三）债券市场各投资主体杠杆率测算

1. 债券市场投资主体杠杆率特征

债券市场投资主体主要为商业银行、保险机构以及基金类等，总占比达 90% 以上。中债登登记托管的债券投资主体主要有商业银行、信用社、非银行金融机构、证券公司、保险机构以及基金类 1 等。从近些年的发展趋势看，债券登记托管的债券余额和待回购债券余额均快速增长：2012 年初，商业银行、信用社、非银行金融机构、证券公司、保险机构以及基金类在中债登登记托管的债券余额分别为 143986.42 亿元、5016.32 亿元、802.79 亿元、1904.62 亿元、20654.06 亿元以及 16442.15 亿元。截至 2017 年 3 月份，各主体登记托管的债券余额分别上升至 276512.95 亿元、7778.10 亿元、

1118.71 亿元、3423.63 亿元、20381.63 以及 73024.47 亿元。2012 年至 2017 年各主体登记托管的债券余额平均分别为 191374.54 亿元、6377.21 亿元、831.91 亿元、2222.28 亿元、22080.84 亿元、36770.73 亿元。从待回购债券余额来看，2012 年以来，商业银行、信用社（含城市信用社和农村信用社）、非银行金融机构 2、证券公司、保险机构以及基金类商业银行、信用社、非银行金融机构、证券公司、保险机构以及基金类分别从 11338.55 亿元、1566.43 亿元、178.90 亿元、1105.92 亿元、930.67 亿元以及 1560.51 亿元上升至 2017 年 3 月份的 23014.66 亿元、2724.82 亿元、127.97 亿元 2279.10 亿元、1134.45 亿元以及 18405.87 亿元。

表3 2012-2017年各投资主体债券托管余额数据特征（亿元）

债券托管余额	商业银行	信用社	非银行金融机构	证券公司	保险机构	基金类
最小数	143986.42	4872.75	727.75	1377.18	19151.85	16432.63
中位数	177477.09	6163.46	791.32	1855.56	22630.31	31224.98
最大数	276512.95	8541.57	1169.65	3460.08	23920.88	73024.47
平均数	191374.54	6377.21	831.91	2222.28	22080.84	36770.73

数据来源：中国债券信息网。

由于证券公司交易的债券主要托管在中证登，中债登样本计算的杠杆率无法代替证券公司真实杠杆率。鉴此，本文不再用中债登样本测算证券公司杠杆率。根据以上历史数据，可测算出商业银行、信用社、非银行金融机构、保险机构以及基金类等杠杆率，如表 4 所示，2012-2017 年期间，其杠杆率平均值最大为信用社，平均杠杆率为 1.5050；其次为非银行金融机构，平均杠杆率为 1.2086；最小为保险机构，杠杆率为 1.0821。商业银行杠杆率 1.0944，位于债市平均水平以下（平均杠杆率 1.0979）。

表4 2012-2017年各投资主体待回购债券余额数据特征（亿元）

待回购余额	商业银行	信用社	非银行金融机构	证券公司	保险机构	基金类
最小数	8433.25	1092.45	16.6	981.12	466.93	1136.8
中位数	15678.85	1959.71	120.15	1903.24	1603.08	3993.02
最大数	28731.76	3583.25	306.39	3308.72	3842.13	18405.87
平均数	16402.93	2091.58	136.87	1948.52	1656.42	4996.6

数据来源：中国债券信息网。

表5 2012-2017年我国债市各类投资主体杠杆特征（亿元）

	商业银行	信用社	非银行金融机构	保险机构	基金类
最小数	1.0577	1.2706	1.0215	1.0232	1.0444
中位数	1.0936	1.4523	1.1831	1.0766	1.1421
最大数	1.1514	2.1436	1.5656	1.2235	1.3414
平均数	1.0944	1.505	1.2086	1.0821	1.1544

数据来源：中国债券信息网。

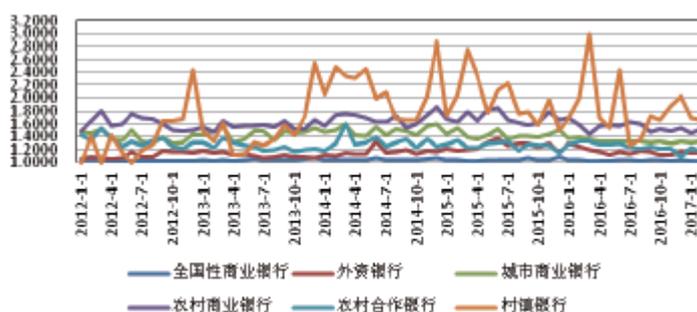
2. 商业银行债券市场杠杆率情况

首先，商业银行债券市场平均杠杆率水平的变化。商业银行作为我国债券市场最大的投资主体，2011 年以来，其杠杆率经历了三次峰顶，分别为：2013 年 12 月的 1.1241，2014 年 12 月的 1.1421 以及 2015 年 6 月的 1.1486；其后，从 2015 年年末开始，其杠杆率从 1.1484 开始下降至 2017 年初的 1.10，但从 2017 年 3 月份开始，杠杆率有所抬头，但仍低于其历史平均值。

2016 年开始，债市杠杆率逐步下降，这与 2016 年初实施的 MP A（宏观审慎评估）不无关系。在利率市场化、同业大发展的背景下，央行通过广义信贷考核指标直接控制调节银行的资产负债表，其广义信贷指标除了各项贷款之外，增加了债券投资、股权及其他投资、买入返售资产及存放非银金融机构款项在内的各项资产。在广义信贷考核指标的限制下，商业银行资产规模的扩展速度需保持在监管要求的合理区间内，直接限制了商业银行的资产扩张，流入债市的资金流相应减少，对债市形成影响。尤其是 2016 年 10 月和 11 月，中央政治局会议和央行三季度货币政策执行报告中都已提及“去杠杆、防泡沫”的政策取向；银监会也随后提出，将银行表外理财纳入 MP A 考

核，进一步控制债市的“水源”。理财业务规模增速下降，从源头上减少了债券配置需求。

其次，银行业各类主体债市杠杆率变化情况及特征。银行业各类投资主体分别为全国性商业银行、外资银行、城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行以及村镇银行等，按照在中债登托管的债券余额来看，商业银行各类投资主体主要为全国性商业银行、城市商业银行和农村商业银行。截至 2017 年 3 月份，前三位在中债登债券登记托管余额分别为 212689.09 亿元、37994.63 亿元以及 22259.15 亿元；待回购债券余额分别为 6,210.57 亿元、9,269.35 亿元以及 7,027.88 亿元。城市商业银行和农村商业银行待回购债券余额明显超过全国性商业银行，说明其在债市融资加杠杆的动机要高于全国性商业银行。



数据来源：中国债券信息网。

图 1 2011-2017 年商业银行各投资主体债市杠杆率走势图

根据 2012 年至 2017 年历史数据测算商业银行内部各投资主体，从杠杆率历史平均值来看，从大到小依次为村镇银行、农村商业银行、城市商业银行、农村合作银行、外资银行以及全国性商业银行。其中，村镇银行平均杠杆率达到 1.7716，杠杆率波幅最大；农村商业银行平均杠杆率达到 1.6133，其最高值达到 2014 年年末的

1.8581，其后逐步下降；杠杆率最小的为全国性商业银行，其平均杠杆率为 1.0385，其最高值为 2015 年年末的 1.0831，此后稳步下降，截至 2017 年 3 月份，其杠杆率下降至 1.0302，低于历史平均数。

第三，非商业银行投资主体杠杆率情况。从中债登托管余额来看，其他投资主体按大小依次为基金类、保险机构、非银行金融机构以及信用社等。其中，基金类杠杆率震荡较大，历史平均数为 1.1544，2017 年 3 月达到 1.3414，处于历史高位时期；保险机构杠杆率平均数为 1.0821，其杠杆率在 2012 年年末达到最高值 1.2235；信用社杠杆率平均数为 1.5050，在各投资主体中，其整体杠杆率是最高的，在 2015 年 6 月达到最高值 2.1436；非银行金融机构杠杆率平均数为 1.2086。

二、债券市场杠杆率高企的成因分析

从以上分析可以看出，中国债券市场在近些年确实经历了一个显著的加杠杆的过程。这是由多方面因素促成的：

（一）宽松的货币金融环境是促成债券市场加杠杆的最重要因素

其一，宽松的货币政策使得资金成本低廉，流动性充裕，为债券市场加杠杆提供了合适的环境。危机后，伴随着主要发达经济体量化宽松政策的实施，我国货币供应量 M2 也呈现出快速增长的态势，其规模和增速均远高于 GDP；相比之下，我国的经济运行则由高速增长进入中高速增长阶段，降至 7% 以下，M2/GDP 之比从 2000 年的 5.8 逐步攀升至 2017 年 3 月份的 8.8 以上。M2/GDP 之比不断扩大，意味着货币供应为金融市场提供了充裕的流动性。债券市场

成为众多金融机构过多流动性配置的最重要场所。

其二，为了稳定经济增长，加快供给侧结构性改革，中央政府力促降低实体企业的融资成本，人民银行不断下调存贷款基准利率，多次下调法定存款准备金率，不断扩张中央银行对金融机构的债权，使我国整体利率处于下行周期中。这为债市加杠杆提供了前提条件。同时，宽松货币政策带动货币市场利率持续下行，加大了旧券票息与货币市场利率之间的利差，激发了金融机构的套利动机。

其三，利差收窄。随着中国利率市场化的持续推进，金融脱媒现象加剧，居民投资渠道增加，导致商业银行一般性存款下降。为了应对利率市场化对传统存款市场的冲击，诸多商业银行纷纷上浮了存款利率，商业银行传统的负债成本相对提高，导致银行净利差有所收窄。与此同时，理财业务快速发展，理财收益率具有一定的竞争优势。如图 9 所示，理财的预期收益率明显高于同期限国债收益率，并与贷款利率接近，甚至高于贷款利率，产生倒挂现象；另一方面，金融机构面临着“资产荒”，金融市场呈现金融机构负债端成本的刚性和资产端收益率的下行并存现象，利差不断收窄，为增厚收益，不得不加杠杆。

（二）监管的差异刺激了债券市场加杠杆

在我国现行分业监管模式下，不同类型金融机构面临的监管约束条件存在差异。这也造就了各金融机构通过各种通道进行监管套利的动机。在自身的盈利要求和外部的监管指标考核等因素推动下，商业银行通过委外形式进行投资，存款从银行向非银行机构转移，这一方面可以实现依托非银行机构进行信用扩张，提升存款派生乘数效应的

作用。另一方面，通过非银行机构可以更方便地实现金融加杠杆效应。同时，银行业大力发展资产管理业务，理财规模迅速扩大，并直接或通过各种通道进入债券市场，通过加杠杆可以提高资产管理的收益。

（三）金融机构资产快速扩张，致使债券资产配置需求增加

金融机构资产规模快速扩张，在其资产组合配置下，对债券资产的需求相应上升，推动债券收益率水平下行。

一方面，资本金的约束、银行本身盈利结构的调整等因素，促使表外资产规模快速增长，尤其是商业银行理财规模扩张更为迅速。据统计，截至 2016 年 6 月份，商业银行理财余额为 26.39 万亿元，债券配制比例在 40% 以上，在强大的资产配置需求下，债券收益率水平快速走低。资产端收益率下降，而负债端成本并未下降，极端情况下甚至二者呈现倒挂现象。当资产端收益率高于负债端的综合成本率时，通过加杠杆增厚收益成为一些金融机构在债券配置时的重要选择。

表6 2013-2016年我国商业银行理财规模与投资债券比重情况

(万亿元)

指标名称	理财产品投资资产余额	理财产品投资资产占比:债券	理财产品投资资产占比:债券:信用债	理财产品投资资产占比:债券:利率债
频率	半年	半年	半年	半年
2013-12	10.21	38.64%	-	-
2014-12	15.02	43.75%	-	-
2015-12	23.67	50.99%	25.42%	4.07%
2016-12	26.39	40.42%	28.96%	6.92%

数据来源：WIND

表7 2014-2016我国资产管理业务规模情况（万亿元）

指标名称	资产管理 业务总规模	基金管理 公司管理 公募基金	基金管理 公司及其 子公司专 户业务	证券公司	期货公司 (亿元)	私募基金 管理机构
频率	季	季	季	季	季	季
2014-12	20.5	4.54	5.88	7.95	124.82	2.13
2015-3	23.82	5.24	6.96	8.79	275	2.79
2015-6	30.35	7.11	9.05	10.25	419	3.89
2015-9	32.69	6.69	10.17	10.97	819	4.77
2015-12	38.2	8.4	12.6	11.89	1,045.00	5.21
2016-3	41.68	7.77	14.34	13.73	1,398.00	5.7
2016-6	46.48	7.95	16.47	15	2,273.00	6.83
2016-9	48.92	8.83	17.39	15.77	2,679.00	6.66
2016-12	51.79	9.16	16.89	17.58	2,792.00	7.89

数据来源：WIND

另一方面，近年来，金融机构资产管理业务快速发展，对多元化的资产配置需求不断增强。2014 年年末，金融机构资产管理规模 20.5 万亿，截至 2016 年年末，规模上升至 51.79 万亿。催生出庞大的债券配置需求，促使债市收益不断收窄，通过杠杆增加收益成为一种现实的选择。

（四）资产组合调整，债券的主动配置需求上升

债券作为一种固定收益资产，具有风险低、收益率相对稳定的特性，这为投资者在债券市场加杠杆操作提供了主观基础。近年来，我国实施宽松的货币政策，国内利率不断下行，银行一年期存款利率已处于低于通胀率的负利率区间，储蓄存款实际收益率为负，迫使储蓄存款搬家，资金转而流向债市和股市的比重上升。自 2015 年下半年以来，随着国内股市价格调整和风险水平上升，投资者调整资产组合，股市投资比重下降；同时，在利率下行，债市为牛市的背景下，增加债券投资比重成为一种选择，特别是在我国当前仍以债券为主要品种，金融衍生债券尚未成为市场重要组成部分的情况下，通过加杠杆操作获得低风险和稳定收益的资产配置模式成为市场主体的选择。

三、债券市场降杠杆的宏观金融环境及政策建议

(一) 趋紧的宏观金融环境

债券市场加杠杆的前提是，负债端成本稳定，并处于下行趋势；但当负债端成本反转上行，并超过投资债券收益率时，投资亏损将会成倍放大，严重时可能引发债券抛售潮，债券投资收益率进一步下行，形成恶性循环。此外，刚性兑付预期的形成也为加杠杆提供了信心支撑。然而，从目前国内外环境看，债券市场加杠杆获取稳定收益的基础环境正在发生变化：

一是宽松的货币环境正在逐步收紧。2016 年下半年以来，主要经济体的货币政策开始转向，截至 2017 年 3 月末，美联储的三次加息使得基础利率上升至 0.75%-1% 的区间内；部分新兴经济体在美联储加息的背景下，为防止资本外流和汇率过度贬值，转向被动加息，全球货币政策继续宽松的基础环境已出现逆转。中国人民银行自 2016 年四季度以来，通过在货币市场的“锁短放长”、抬升货币市场利率、降低公开市场操作与 MLF 净投放的规模等方式，将货币政策逐步转向偏紧的状态。此外，中国人民银行在 2017 年以来的“缩表”进程也限制了市场流动性的无序扩张（彭兴韵、张运才，2017）。

二是金融监管不断强化。中国人民银行在 2017 年一季度正式将表外理财纳入宏观审慎政策的监管范畴，使得银行通过表外理财进行资产扩张的道路受到了限制（杨荣，2017）。此外，银监会主导的针对“三违反”、“三套利”和“四不当”等监管措施逐步落实，在此背景下，银行逐步清理资产。特别是监管对于同业链条扩张较快的机构提出了重点监管的要求，而银行快速增长的同业负债在资产端对

应的是委外和债券投资的增长，为此，同业链条的清理将进一步给债券市场带来抛压（屈庆，2017）。

三是债券的刚性兑付正在打破。在隐性刚性兑付背景下，债券评级、信用风险溢价并未得到价值体现，信用利差不断收窄，甚至与国债收益率接近，但是，随着债市的不断成熟，我国债市隐性刚兑正在逐步打破，尤其是 2016 年以来，我国债券违约频发。截至 2016 年 7 月底，我国信用债市场共有 38 只债券违约，涉及 18 家发行主体，总金额高达 247.6 亿元，总金额比前两年 2 倍还多，债券市场打破刚性兑付已成为市场的共识。

（二）债市去杠杆的政策建议

1. 坚守稳健的货币政策，对密集出台的金融监管政策应进行适度缓冲

2017 年以来，我国宏观金融环境形成了“流动性”和“行政监管”双收紧的格局。这种格局固然有利于债券市场的快速去杠杆，但却不利于债券市场的长期稳定和发展。货币政策调整所引发的流动性收紧和行政监管的强化会对债券市场造成“叠加冲击”，进而引发债券类资产价格的大幅下跌，市场流动性风险会进一步抬升货币市场利率，严重时会引起系统性金融风险。考虑到我国债券市场的发展阶段，货币政策应坚守“稳健”的总基调：其一，为了回笼近几年极度宽松的流动性，人民银行应渐进、有序地收紧流动性，避免快速收紧流动性可能引发的市场风险；其二，配合金融监管政策的密集出台进行适度缓冲，维持金融市场流动性的稳定；其三，人民银行应重视发挥“货币政策 + 宏观审慎政策”双支柱政策框架的作用，通过货币政

策调节好“流动性闸门”，通过宏观审慎政策从负债端和资产端同时对银行开展同业业务进行约束。

2. 稳步抬升负债成本，促使金融机构主动去杠杆

在投资收益不变时，资金成本稳定或单边下降，会促使金融机构举杠杆的意愿增强，反之，资金成本提高或呈现上行趋势，举杠杆的风险大大增加，会迫使金融机构主动去杠杆。自 2016 年开始，央行开始逐步提高市场利率，一方面是为了去杠杆，另一方面是防止信贷过度投放。2016 年 3 季度，央行便采用拉长流动性工具久期的方式抬高了市场资金成本中枢，收窄资金利率和债券 / 理财收益率之间的利差，降低金融机构杠杆收益，引导金融机构主动去杠杆。2017 年以来，央行上调 MLF、OMO、SLF 利率也是金融去杠杆的体现，通过利率走廊上浮来影响资金成本。2017 年 1 月，央行继推出 TLF 后，上调 6 个月和 1 年期 MLF 利率 10bp 分别至 2.95% 和 3.1%；2017 年 2 月份，接连上调逆回购和 SLF 利率，同业存单和同业理财方面，MLF、OMO 等流动性工具利率上升，将使银行总负债成本抬升，收窄资产和负债之间的利差，迫使金融机构主动去杠杆。

3. 增加杠杆成本，规范杠杆率

监管机构可以通过增加交易成本，规范杠杆率，增加杠杆成本，从而减少金融机构增加杠杆的意愿，包括通过实施风险准备金制度、杠杆率的上限设定等规定。例如 2016 年商业银行出台了《商业银行理财业务监督管理办法》（征求意见稿），要求商业银行应按时计提风险准备金，直至达到理财产品余额的 1%；商业银行每只理财产品的总

资产不得超过该理财产品净资产的 140%。又比如证监会要求基金子公司按照管理费缴纳风险准备金,且这一政策可能扩展至基金母公司。而杠杆率规定方面,2016年证券资管“八条底线”修订版正式出台,固收类结构化产品的产品杠杆不超过 3 倍,规定股票类结构化产品的产品杠杆不超过一倍,结构化产品的资产杠杆率不超过 140%,一对多非结构化产品的资产杠杆率不超过 200%。

4. 实时监测债市不同投资主体的杠杆率水平,差异化去杠杆

根据本文对不同投资主体杠杆率的测算,我国债市杠杆率最高的是信用社(2012 至 2017 年的均值 1.5050,以下同),其后依次为非银行金融机构(1.2086)、基金类(1.1544)、商业银行(1.0944)和保险机构(1.0821);从商业银行内部看,杠杆率从大到小依次为村镇银行(1.7716)、农村商业银行(1.6133)、城市商业银行(1.4145)、农村合作银行(1.2784)、外资银行(1.1635)和全国性商业银行(1.0385)。由此来看,债券市场中不同投资主体的杠杆率差异巨大,通过总量调控的方式(例如货币政策)难以解决杠杆率的结构性问题。人民银行和相关监管部门应加强部门之间的监管协调,根据债券市场中各投资主体在资产规模、资金来源、杠杆率水平等方面存在的差别,制定差异化的监管政策,进而实现差异化去杠杆的目的。

注：

本文获得国家金融与发展实验室中国债券论坛的资助。

1. 基金类：含证券投资基金、年金、基金公司、社保基金、基金会、产业基金、保险产品、信托计划、基金特定。
2. 信用社：含城市信用社和家村信用社。
3. 非银行金融机构：含信托投资公司、财务公司、租赁公司、汽车金融公司等金融机构。

参考文献：

- [1] 管晓明 . 中国债券市场杠杆率问题探讨 [J] . 南方金融, 2016(7): 32-38.
- [2] 李扬 . 中国债券论坛 [M] . 社会科学文献出版社, 2016 : 223-241.
- [3] 彭兴韵、张运才 . 央行缩表与流动性如何监管 [N]. 上海证券报, 2017-5-11.
- [4] 屈庆 . 去一个同业杠杆, 续一世金融平安 [R] . 华创证券研究报告, 2017(5): 1-24.
- [5] 唐跃 . 杠杆率表面上并不高, 但为何有去杠杆的压力 [R]. 兴业证券研究报告, 2016(12): 1-16.
- [6] 杨荣 . MPA 监管与金融去杠杆 [R]. 中心建投证券研究报告, 2017(4): 1-42.