

论文 NO. 2017 年 7

发表时间：2017 年 7 月 3 日

金融去杠杆还将持续多长时间？

曾刚

摘要：今年以来，在“金融去杠杆”的基调下，货币政策和监管轮番发力，对金融市场（尤其是债券市场）产生了明显冲击，市场利率快速上行的同时，波动也明显加大。金融去杠杆的目标何在？杠杆要去到什么样的程度？以及去杠杆的政策要持续多长的时间？诸如此类的问题，成为市场参与者关注的焦点。

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》。

今年以来，在“金融去杠杆”的基调下，货币政策和监管轮番发力，对金融市场（尤其是债券市场）产生了明显冲击，市场利率快速上行的同时，波动也明显加大。金融去杠杆的目标何在？杠杆要去到什么样的程度？以及去杠杆的政策要持续多长的时间？诸如此类的问题，成为市场参与者关注的焦点。

先来看第一个问题。与实体经济不同，金融业本身就是高杠杆行业，而且，也正是利用这种高杠杆的特征来集聚社会资金，并将其导引到效率最高的领域，以促进实体经济的发展。当然，高杠杆也必然意味着高风险，当杠杆超过一定水平时，金融机构乃至金融体系的脆弱性也随之上升，危机爆发的概率会大大增加。从可持续发展的角度，金融业有必要将杠杆控制在合理水平，以取得风险与效率的平衡。

具体到我国的实际情况，如果要讲金融杠杆超过了合理水平，可能体现在以下两个方面，一是货币、信贷增速超过实体经济增长，引发资产（尤其是房地产）价格快速上涨，引发系统性风险隐患；二是金融套利盛行，部分资金在同业间空转，在拉长资金链条的同时，也加重了金融体系的流动性风险隐患。从货币创造的角度，上述两个方面存在一定关联。同业存单、同业理财加委外或通道的套利模式，虽然迂回，但实质上还是一种货币、信用的扩张途径。微观上的过度套利叠加到宏观上，就导致了货币、信用膨胀与实体经济的背离。

可以认为，此轮金融去杠杆的目的，在于为抑制资产泡沫创造更为适宜的货币金融环境，以防止潜在的系统性风险。调控着力的对象则主要在于各种过度的金融套利行为。货币政策从量、价两端入手，

一方面通过抬升利率水平来消除套利空间，推动金融机构逐步消解存量；另一方面用 MPA 考核来约束和控制增量。监管方面，则通过对各种套利行为进行全方位自查与清理，直接打压机构的套利动机。

接下来看第二个问题。什么才是合理的金融杠杆水平？去杠杆是否一定意味着商业银行资产负债表的收缩？从世界范围看，不同国家之间，以及同一个国家在不同的经济周期阶段，金融杠杆会存在较大差异，很难说哪一个水平是真正合理的。从实际情况看，要满足实体经济稳定增长的需要，货币、信贷也还要保持一定的增长速度。就这个意义上讲，“金融去杠杆”在宏观上更可能是“稳杠杆”的概念，即货币、信贷增速放缓，但仍可以维持实体经济增长需要。这意味着商业银行的资产负债规模仍需保持温和扩张，而非转向所谓的“缩表”。当然，与套利交易相关的部分业务（如理财资管和同业业务等），在货币政策转向和监管高压之下可能会出现一定程度的收缩。

总结起来，金融去杠杆并不意味着金融体系的收缩，也不意味着商业银行的“缩表”。更恰当的理解是总量上“稳杠杆”，即货币、信贷增速放缓到与实体经济相适应的水平，扭转由于金融脱实向虚而导致的背离。局部“去杠杆”，商业银行资产负债规模仍将保持适度扩张，但部分套利业务短期内会有明显收缩。

最后看第三个问题。金融去杠杆政策将维持多长时间？从长远看，监管规范是长期的趋势。但就目前的政策高压而言，在市场调整到位之后的确有转向正常化的可能性。目前来看，如果把金融去杠杆理解为消除金融套利，使理财资管、同业业务回归合理状态的话，目

前的进程已经过半。

理由之一，在经历了几轮资产抛售和委外赎回之后，由利率冲击引发的存量调整已完成大半。随着利率和债市的企稳，进一步调整的压力已明显减小。当然，监管政策方面，尤其是资管新规最后的出台，仍存在较大不确定性，需要密切加以关注。

理由之二，同业存单和同业理财在规模上都出现一定程度的收缩。尤其是同业理财，作为资管业务加杠杆和进行流动性管理的重要手段，同业理财在过去几年发展相当迅速，规模从 2014 年的 0.49 万亿飙涨到 2016 年末的 5.99 万亿，占全部理财的比重也从 3.25% 上升到了 20.61%。2016 年下半年，由于预期央行将表外理财纳入 MPA 考核，许多中小银行纷纷发力同业理财，以在短期内扩张规模、做大基数。这部分同业理财期限较短，在理财利率大幅上行的背景下，到期之后已无续作空间。从 5 月份数据看，同业理财规模已经明显下降，侧面显示去杠杆已取得一定成效。

理由之三，由于 2016 年上半年银行各项业务均处于低谷，基数偏低，加之 2016 年下半年，受实体经济回暖和理财监管预期的影响，银行表外业务扩张相对较快。这导致 2017 年的一二季度，以同比增速为主要考核内容的 MPA 评估对银行的资产约束尤为严厉，部分银行被迫抛售流动性较好的债券资产以求达标，引发债市的一轮波动，并加剧了流动性紧张的状态。预计进入三季度之后，随着银行资产负债调整逐步到位，以及上年基数较高等因素的影响，MPA 考核的约束会明显减弱，银行的资产配置能力有望得到提升。

总体上看，金融去杠杆政策已经取得明显进展，5 月份广义货币（M2）增速明显回落，与名义 GDP 增速接近，而且，金融部门持有的 M2 增速仅为 0.2%，意味着因为同业往来引发的货币创造受到了明显抑制。此外，同业存单和同业理财规模开始缩量，价格也有所回落。

对银行而言，金融去杠杆的负面影响集中在短期，主要体现在流动性风险和市场风险上升。在央行强化流动性管理的背景下，以及市场预期逐步好转，相关风险均在可控范围之内。随着资产、负债结构的逐步调整到位，无风险利率上升的环境下，银行业的净息差还有上升的可能，这会有助于盈利能力的提升。当然，不同银行的分化可能会比较明显。短时间内，“存款立行”的发展模式又将回归主流，在广义货币增速放缓，主动负债成本上升的背景下，银行间的存款竞争可能会有所升温，零售业务和渠道的价值会再度凸显。

金融去杠杆对实体经济的影响存在不确定性。在信用债发行利率飙升之后，预计下半年贷款利率可能会有明显上升：一是信用债发行规模大幅下降，成本显著上升。部分融资需求可能会转到银行信贷。二是理财资管和同业业务虽然多重嵌套，但实质上还是针对特定主体（主要是地方政府和房地产等）的融资通道。这些业务收缩，必然会影响相关融资主体的资金可得性。三是银行表内外资金成本大幅上升，也会推动贷款利率的上行。当然，贷款利率具体上升的时间和幅度，目前还难以判断，有待进一步观察。

实体经济的运行状况，决定着下一步政策的选择。如果实体经济可以承受利率的上行，则宏观调控政策大概率会维持目前的态势，

继续通过维持“紧平衡”状态来为实体经济去杠杆、防风险创造稳定的货币环境。如果实体经济不可承受，则仍需保持政策灵活性，适时适度进行调整。