



金融与发展论坛
Finance and Development Forum

宏观审慎政策： 新现象与新发展

主办单位：



NIFD
国家金融与发展实验室
National Institute for Financial & Development Research

协办单位：上海市黄浦区金融服务办公室

合作媒体：

第一财经
YICAI

第一财经
YICAI.COM



<http://www.nifd.cn/>



金融与发展论坛

宏观审慎政策：新现象与新发展

国家金融与发展实验室

2017年6月21日

金融与发展论坛

宏观审慎政策：新现象与新发展

邵宇：

现在中国可能位于金融周期的高峰时段，接下来如果比照美国次贷危机前后的特征来看的话，很可能会掉下来。在这个走向金融周期的过程的三个细节特别重要，一是中国整体杠杆率在过去 20 年间，仅仅是从 2005 年到 2008 年间略微有所下降，长周期视角来看，1990 代到现在中国的杠杆率都是持续是上升的；二是在最近十年的杠杆提升过程中，国有部门上升最为明显的，而一般居民，通常说的老乡，老乡则跑了。所以最后则是在企业部门，国企特别是上游资源类和基础设施类的杠杆上升最快，尤其是在 2009 年反金融危机大刺激以后，这也可以理解，毕竟在危机时刻企业的动物精神魂飞魄散，只有政府部门顶上，这是实体经济部门的特征。

至于金融部门的特征则有不同的故事，金融部门的杠杆在上升过程中分成不同的结构，大的金融机构，中小金融机构，金融市场机构，它的分布是不一样的。

我们采用的讨论框架是基于的宏观多部门的存流量的一致性模型，即 SFC 框架。不能单独看某一个部门，得看六个部门整个的变化情况，三个实体部门，企业、居民、政府，两个金融部门，我们把商业银行看做一个独立的金融部门，把中央银行视为一个金融部门。影子银行和金融市场并列为和商业银行一起的广义商业金融

邵宇

东方证券首席经济学家

部门。最后一个部门，因为是一个开放的全球化环境，就是把整个国家视为整体，是一个对外部门。

可以发现类似美国，杠杆的转移非常明显，其实中国宏观经济只有 2005 年到 2008 年杠杆是，总体而言我们觉得在过去这样一个很长的时间中，我们看到的更多是这样一种情况，即货币供应远远高于整个实体经济的增长，几乎所有的情况下都有一个接近 5% 的缺口，这不仅是中国独家的情况，而是放之四海而皆准，发达经济体也类似，它的 M2 跟实体经济也有一个 5% 的缺口，每年 5% 的额外购买力的积累，一定会堆积成一个巨大的泡沫，而且这个泡沫恐怕是跨全球连通在一块的，因为毕竟这轮全球化从资产负债表角度，是中国的央行的最终流动性释放的源头，跟美联储流动性释放的来源紧紧捆绑在一起。

这种情况下我们讨论去杠杆的情形，我觉得更多的除了移杠杆以外，我们觉得有可能这样一个情况很难破除，而且很难相信货币比例很难停下来。当然这个 M2 或者整个的不管是影子银行还是商业银行创造了整个信用体系，信用的货币，就是存在一个什么样的逻辑呢，包括分业还是混业，我是这样理解的，因为直接融资和间接融资整个的监管方法完全不一样，我们在中国看到的是什么逻辑呢？首先居民的储蓄率很高，这个储蓄先到大型银行，大型银行在整个市场流动性很充分，大银行拿了积累的资金买小银行的同业存单，小银行拿到同业存单以后就给了这些通道的金融机构，包括券商，包括券商的基金子公司、信托等等，最终来到资本市场，或者说非标，也就是房地产和金融市场相关的产品，这就是模糊了监管逻辑。在资本市场这端应该是买者或者卖者自负其责，通过这样的传导链条，所有的人混在一块。这样的逻辑在于通过类市场化的管理，其实已经突破了远有的体系，其实一行三会的监管真正最管用的监管来自于银监系统。

我们认为在这段时间里面我们看到增长最快是银行类的中小金融机构，当然不一定很小，通过同业或者资本市场的同业操作使得资产的速度提升的很快，它们是很关键的，这个情形很像刚才讲的，它们就像雷曼这个机构，它的杠杆率甚至高达 30 倍，当然我们的金融体系不可能那么高，当然我们的存单能力也没有那么强，我们的创新能力已经不可同日而语，但是我们仍然看到资产价格

高起，以及价格拉长。我们每一个金融机构在整个的到资本市场产品传导过程中，每个金融机构加 0.5 年的错配，如果 20 家在一块，从资产端到负债端有 10 年，那就是很大的错配，这个游戏大家一直在玩。现在我理解央行的思路，我希望价格提升，提高成本，从而挤出金融机构的利润，如果真心实意做一次类似于美国的去杠杆，你应该怎么样？你学美联储就可以了，在三年里面加几次息就可以了，三年加了七次息，最后就是次贷危机，所以我们做的工作无非是希望这个过程慢一点，缓一点。但是根本的问题，为什么它加几次息就加爆，我们面临什么问题？

因为有很多的反映，对整个部门的资产负债表都做了动态反映，我们发现对企业部门、居民部门，如果提升 1% 的准备金或者利率，你看到截然不同的情况。如果你通过货币紧缩去杠杆的话，最终的结果可能是完全不一样的。最关键的问题你必须明白中国的经济增长如果还有一个 6% 的增长速度的话，恐怕很难再见到所谓的纯粹的杠杆去化，回到一个关键的问题，在我们目前这样一个状态下，维持多少的杠杆的比率，当然经过一部分的影子银行去化，维持多少的总体杠杆比率可以匹配我们的经济增长，这是很关键的，这要给出最终去杠杆或者监管的思路，有没有一个关键的节点，到什么时候算杠杆去化，就是 OK，那是不是说类似于我们一定要破产一些在银行当中加杠杆特别快的金融机构，如果它被去掉的话，是不是就算了解了，我们可以稳定下来再做其他的事情。所以我们觉得其实关键的原因就在这里，如果从整体的金融包括整个经济的发展，我们看到这样一个逻辑。

在整个体系里面，改革并不虚拟，是很真实的东西。比如说这个框架里面，是以最快的速度冲了进去，金融体制改革就是提供充分的流动性，按照市场的方式配置到最有回报的资产上面去，所以不管是融资、融券、混业经营，大资管，讲的就是这个东西，当流动性通过这么多久期错配释放出来，你用什么面综合这些，如果没有面，到处是泡沫，如果要素够充分，有技术、人才、劳动力、管理者的经验，有国有资产的混合，如果你没有水的话，这个面就拓了，没有办法吃。整个金融机构的总量不断上升，甚至超过了英美这些传统的金融强国的构成，我们把它 hold 住一点，按照我们期望的值供给更多的要素，当然

这些要素有更多的集中，而不是像撒胡椒面一样的，如果这样的话，我们仍然可以保持一个比较均衡的增长，而且比较持续。

落实到金融风暴，金融监管风暴，现在我们看到控制，大家已经提到了，从流动性的收缩，金融监管的风暴，甚至金融反腐已经形成明确的控制，这个控制在4月份到6月份大家体会的非常明确，已经形成了对我们资产市场各类资产大类资产的冲击，当然冲击的过程中随着价格的下行，包括债券、股票等等有一轮风险已经释放掉。我们可能考虑到新老划断，以前的问题更多是认识清理，整改的话会有一个合适的时点，包括互联网最终的清偿也延迟到明年6月份。证监会最新的表态，对并购，因为现在处于中国就像美国的80到90年代，需要做大龙头企业，只能通过并购来实现转型和集约的生产，鼓励的态度，市场的情绪带来一定的提振，关键时候还是我们的中央银行平息了不断上升的资金成本，我相信注意到整个去杠杆的过程当中的风险，不要在防范风险的过程当中产生新的风险，这样对于稳定市场的情绪和预期，包括有序释放金融风险会带来更为良好的结构，这方面下半年的预期相对良好一点，当然总的去杠杆需要有标志性的事件出现，我们仍然在讨论真正以什么作为核心的标准，但是我们已经注意到决策者联合的行动已经出现这样的管理，共振的效应下降，我们对未来的金融市场判断更为乐观一点。