

研究报告

2017年第86期

2017.08.14

执笔人：朱妮

zhuni_csjr@icbc.com.cn

对金融去杠杆的一点思考

要点

- 随着外汇占款趋势性下降，商业银行从央行获得低成本基础货币供给的局面发生了改变，基础货币形成了“央行-大型银行-中小银行”的流通路径。处于链条下游的中小银行主要通过发行同业存单满足流动性需求，相比外汇占款的“零成本”资金供给，中小银行资产配置压力较之以往有所加大。实体经济低回报率促使银行通过期限错配和加杠杆来实现套利。随着资金链条加长，银行对短期资金来源的依赖性逐步提高，往往通过借新还旧来使资金链条不断裂，流动性风险加大。同时，层层加杠杆的过程也是信用质量逐级递减和交叉金融风险逐渐升高的过程。金融去杠杆主要解决的即以上两类风险。在金融去杠杆初期，资金会出现流向实体经济的现象，但如果没有实体部门投资回报率的提升，资金空转的问题依然无法得到根本解决。因此，金融去杠杆的主要效用在于防范金融风险，而不是促进资金脱虚向实。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

对金融去杠杆的一点思考

从去年年底开始，金融去杠杆成为我国宏观调控中的高频词汇。在多部门的联手整顿下，金融去杠杆在今年上半年初见成效。从负债端衡量，银行业存款类金融机构杠杆率从2016年末的72.4%下降到今年一季度末的71.2%；从资产端衡量，杠杆率从2016年末的78.1%下降到今年一季度末的77.3%。两种口径的金融杠杆率基本都下降了1个百分点。金融去杠杆的由来是什么？金融机构如何加杠杆？又怎么去杠杆？去杠杆能解决和不能解决的问题是什么？这些将是本文试图回答的问题。

一、信用空转推高M2/GDP

自2008年全球金融危机爆发之后，中国的信贷增速显著超过GDP增速，如图1所示，在2008年至2016年期间，中国金融机构贷款余额与GDP的比率由95%上升至143%，而在同一时期内，中国GDP同比增速则从2008年的9.7%下滑至2016年的6.7%。这说明单位信贷推动经济增长的能力已经显著下降。与此同时，我国的信用货币依然以较快的速度被创造出来。截至2016年，我国M2/GDP已高达208。与实体经济不断下滑的增速相比，我国目前存在过度的信用创造，或者说一部分信用创造活动与实体经济生产之间并没有直接的联系。

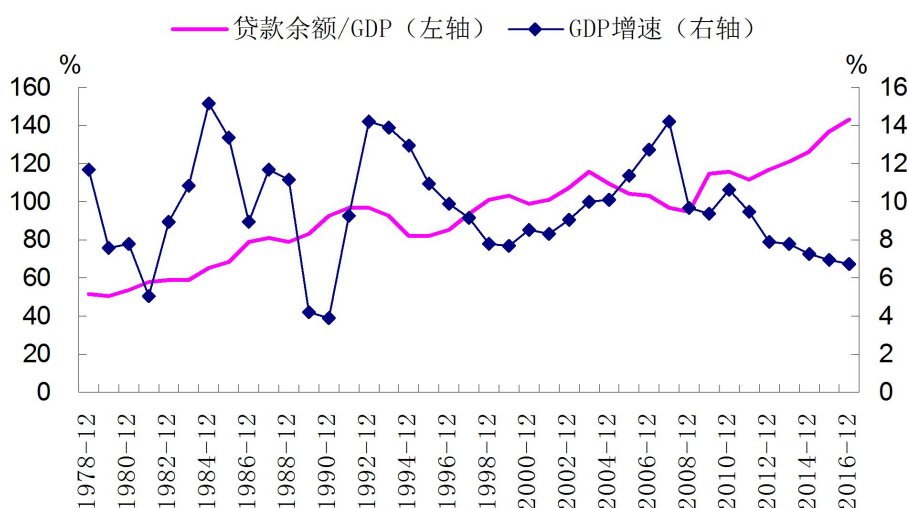


图1 信贷增长对GDP的拉动作用减小



传统的信用衍生过程主要集中于“银行-企业”之间。以央行释放调节基础货币为起点，以银行为代表的金融机构担当中介，来满足企业的投融资需求，从而实现信用派生。在整个过程中，实体经济部门的较快发展使企业产生向银行贷款来扩大生产和投资的动力，而这又进一步促进经济发展，催生企业进一步融资扩规模的需求，最后形成一个互相促进的循环，在数据上表现为货币乘数与 GDP 增速同增同减，两者之间具有比较明显的正相关关系。这种信用衍生过程也存在于银行与非银机构之间。比如，银行将资金借给非银机构，非银机构再将其存放于银行体系。不过与“银行-企业”之间信用衍生规模相比，过去这种“银行-非银”的规模较小，对于货币乘数与经济增速之间的正相关关系干扰较小。

但 2014 年后，原本“银行-企业”信用衍生链条的主导地位逐渐被“银行-非银”所取代，在数据上表现为货币乘数与经济增速开始加快背离（见图 2）。

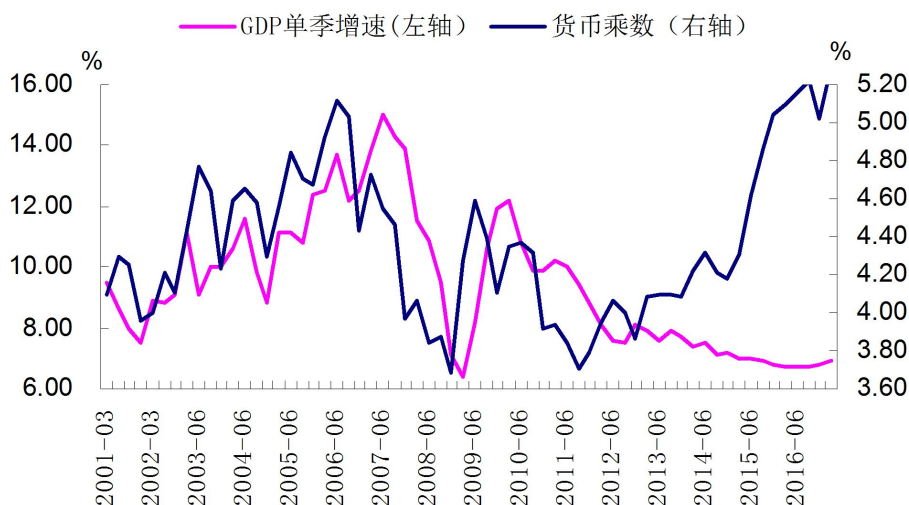


图 2 货币乘数与 GDP 增速出现背离

金融体系内部的信用创造活动成就了近年来金融业规模的壮大与“自我繁荣”。2008 年到 2016 年，中国金融业增加值占 GDP 的比重，由 5.7% 上升至 8.3%，不仅超过了中国房地产业增加值占 GDP 的比重（见图 3），甚至比享有世界金融强国之称的美国还要高（美国为 7%，见图 4）。2016 年，中国银行

业实现净利润 1.6 万亿元，同期全国规模以上工业企业实现利润总额 6.9 万亿元，银行业利润相当于规模以上工业利润的 1/4。金融业的相对繁荣对社会资金产生了巨大的吸引力，才出现了我们看到的企业一哄而起办金融，各种新金融、准金融、类金融机构遍地开花，加剧了资金的空转，引发了部分学者对经济过度金融化的担忧。

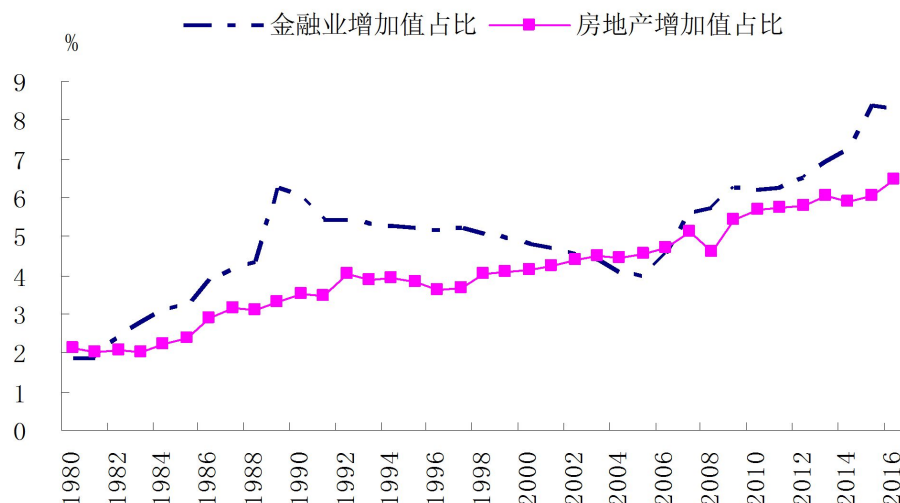


图 3 金融业增加值占 GDP 比重超过房地产

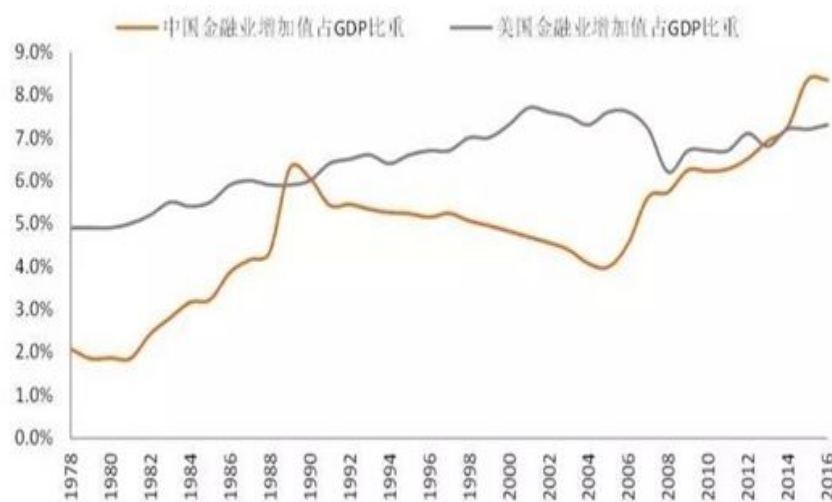


图 4 中国金融业对 GDP 的贡献超过美国

二、降低金融内部信用创造：“紧货币+严监管”



要遏制资金空转、经济过度金融化的势头，按照前面的分析，应从降低金融体系内部的信用创造入手。而要降低信用创造，又可以从基础货币和货币乘数两方面着力。从上半年监管层的做法来看，体现在“两手抓”：央行抓基础货币供给，“三会”抓各类游离于监管之外的信用创造业务，即“紧货币+严监管”的政策搭配。

首先，央行在基础货币投放上更加谨慎，目的是从资金供给的源头（基础货币供应）上遏制过度信用创造的势头。在外汇占款出现趋势性下降以后，央行创造了多种新型货币政策工具进行货币投放。在新的基础货币投放方式中，中央银行对货币总量增长的把控能力较以往有所增强。一季度，我国基础货币余额净减少 7000 亿元，其中由外汇占款下降导致的基础货币下降约为 3216 亿元，由央行公开市场操作及各类借贷便利工具（包括跨年到期资金）导致的基础货币下降约 3780 亿元。可见，央行在有意控制基础货币余额的增长速度。

表 1 一季度基础货币变化

基础货币余额	-7000 亿元
其中： 外汇占款	-3216 亿元
央行操作（包括跨年到期资金）	-3780 亿元

其次是加强业务监管，严控金融体系内部加杠杆行为。进入二季度以后，在央行继续控制基础货币投放节奏的同时，银监会、证监会、保监会连续出台文件，敦促金融机构对同业、资管、理财等业务进行清理整顿，主要目的是控制金融体系内部的过度加杠杆行为。从数据上看，就是要降低货币乘数。二季度末，货币乘数为 5.37，尽管在 3 月末的基础上进一步提高，但提升的幅度已经比 3 月末有所收窄。

三、金融体系内部加杠杆过程

一季度末，我国货币乘数在没有降准的情况下创下 5.29 的历史新高，使得在基础货币净减少的情况下，M2 增速依然实现了 10.6% 的较快增长。货币乘数创新高，与金融机构（主要是中小银行与非银金融机构）的加杠杆行为有关，

其中一个原因在于央行基础货币投放方式的改变推动金融机构资金成本有所上升。

（一）基础货币投放环节增加，中小银行资金成本上升

在传统以外汇占款为主的基础货币投放方式中，商业银行通过居民企业的售汇行为换得外汇，再将外汇拿到中央银行进行兑换。这种方式下，商业银行从央行直接获得基础货币，成本很低。2012年，我国外汇占款增长的月度波动加大（见图5），2012年末，外汇占款余额仅比上年末增长4281亿元，传统的基础货币投放渠道受阻，对央行流动性管理提出了挑战，促使央行在2013年初推出了常备借贷便利（SLF）。2014年，央行又先后创立了短期流动性调节工具（SLO）、抵押补充贷款（PSL）和中期借贷便利（MLF）等新型货币政策工具，作为货币投放的补充渠道，基础货币投放逐步向新型货币政策工具转移。2015年和2016年，外汇占款余额出现持续下降，央行通过市场工具投放基础货币的力度加大。这些流动性投放工具需要商业银行提供高质量的抵押品，包括国债、央行票据、政策性金融债、高评级信用债等。相对于大型商业银行，中小行能提供的抵押品非常有限。因此，大银行吸收了大部分的基础货币投放，中小银行为了获得资金，就要借助银行间市场工具向大银行融资。基础货币投放渠道演变成为“央行-大型商业银行-中小商业银行”，即中央银行通过货币政策工具为大型商业银行提供流动性，再由大型商业银行通过银行间市场工具“搬运”给中小商业银行。

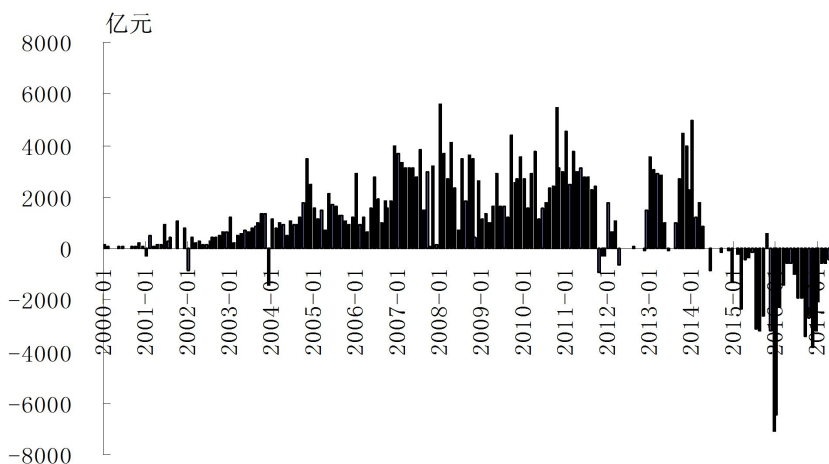


图5 外汇占款月度净增额

2014年，为了规范同业业务，防止监管套利，银监会127号文划定了一条同业负债/总负债不能超过三分之一的红线，限制了中小银行通过传统的“同业存放”、“拆入资金”和“卖出回购”等同业负债业务融资的能力。2013年12月，为了推进利率市场化而启动的银行间市场同业存单业务恰恰未纳入同业负债进行管理，而且资金融入方不必提供质押，资金到手后不缴纳存款准备金；于资金融出方而言，同业存单能作为质押回购标的和MLF的质押品，其投资收益不仅高于经济下行期实体经济投资回报率，还免征利息收入增值税，因而受到欢迎。于是，同业存单毫无悬念地成为了中小商业银行（主要是股份制银行和城商行）主动负债、扩张规模的利器¹。2015年和2016年，同业存单发行规模出现井喷，分别达到5.1万亿和13万亿元，年增长率高达464%和156%。可以看到，同业存单规模飙升的年份刚好与外汇占款余额下降相重合，一个原因就是央行基础货币发行方式的转变。

尽管央行推出的各类新型货币政策工具弥补了外汇占款下降对基础货币增长的影响，中小银行也找到了同业存单这个从大银行快速融入资金的办法，基础货币投放“量”的问题解决了，却带来了“价”的升高。与外汇占款几乎为

¹截至2016年底，城市商业银行占到全部同业存单发行总量的46%，股份制银行占53%，国有商业银行仅占1%。

零的资金成本相比，央行发行的新型货币政策工具的加权平均利率基本都在 3% 以上，今年一季度，央行还上调了 MSL 和 SLF 发行利率。处于基础货币流通链条末端的中小银行资金成本上升压力更大，同业存单利率在资金紧张时更是一度冲到了 5%。加上实体经济投资回报率下降，迫于资产负债压力，中小银行不得不通过购买同业理财、委外等金融产品，将资产管理压力逐步向其他银行和非银金融机构传导。非银金融机构再通过证券、基金等产品，把大部分被资金投到了债市、股市。同一笔资金，在银行之间、银行与非银金融机构之间反复流转，被冠以不同的金融产品名称，再被反复抵押。有的通过对接房地产、两高一剩行业，还算是进入了实体部门，有的则持续在金融领域空转，最后可能以同业存款的方式又回到了银行体系。在这个过程中，信用仅仅在金融领域就被“凭空”不断地创造出来，推动货币乘数在进入 2015 年以后出现快速攀升，与 GDP 增速间出现明显背离，且程度不断加大。

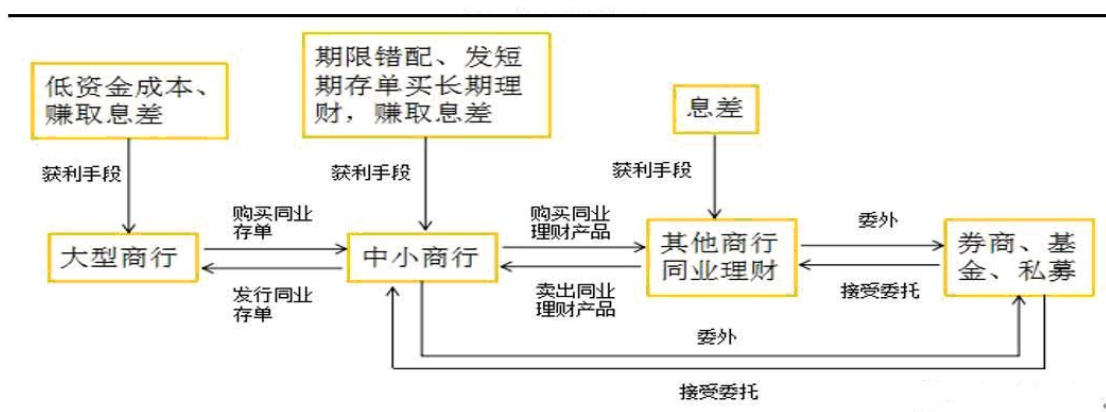


图 6 资金套利过程

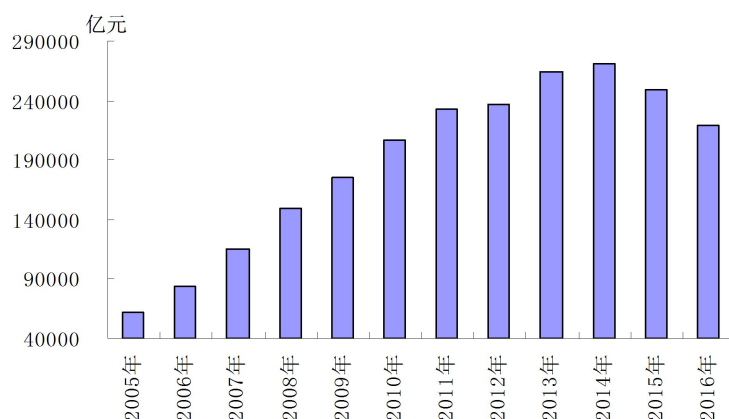


图 7 外汇占款余额在 2015 和 2016 年出现净减少

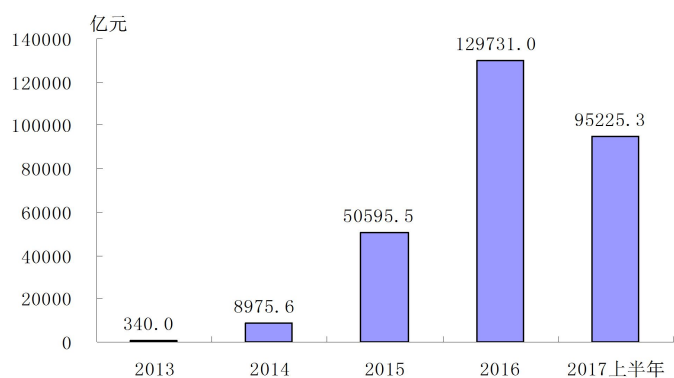


图 8 同业存单发行规模在 2015 和 2016 年井喷

(二) 金融加杠杆的套利模式

图 7 中，银行是如何通过加杠杆实现套利的？首先，大型银行从央行获得流动性后，从中小银行购买同业存单。从去年 12 月开始，同业存单一个月期利率不仅超过同期限的 SLF 利率，甚至比一年期 MLF 还要高。大银行购买中小银行同业存单具有低成本高收益的套利空间。根据对历史数据的简单计算，通过抵押获取央行流动性，再购买同业存单进行套利的平均利差在 62BP 左右。

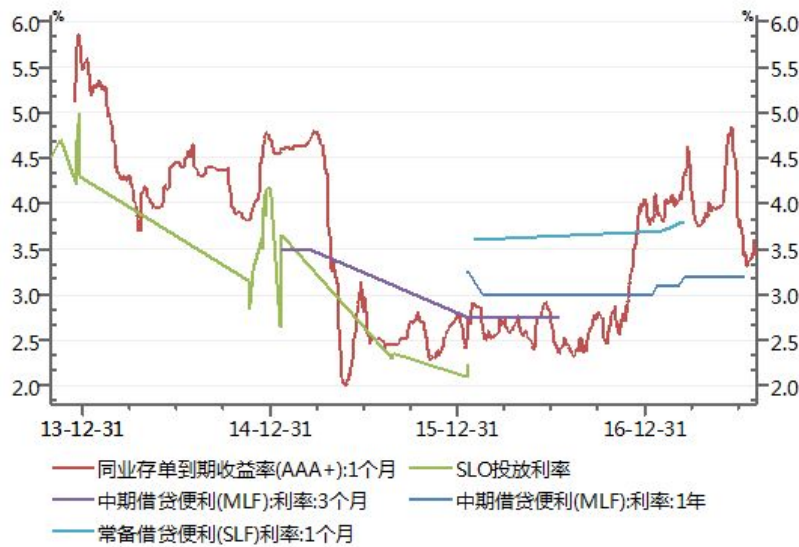


图9 同业存单利率超过央行新型货币投放工具

其次，中小银行发行同业存单，购买收益更高的同业存单或同业理财。不同期限和不同风险级别同业存单具有不同的收益率。大多数情况下，中长期同业存单利率高于短期同业存单利率，风险高的银行发行的同业存单利率高于风险低的银行同业存单。因此中小商行存在发短买长以及购买风险更高的同业存单进行套利的动机。大致匡算，通过发短买长形成的套利率差平均值为16BP-25BP；通过购买更高风险的同业存单的套利率差平均值在6BP-31BP之间。

中小银行发行同业存单获取的资金除了购买收益更高的同业存单外，也会购买其他银行同业理财。无论是股份制商业银行还是城市商业银行，其发行的同业理财的收益率大多数情况下都高于同期限的同业存单收益率（图10）。简单计算，使用相同1个月期限的同业存单购买同业理财的套利率差平均值在97BP-112BP之间。近几个月来由于同业存单的迅速扩张，其收益率提高，造成中小银行通过发同业买理财的套利方式成本上升，套利空间被压缩。

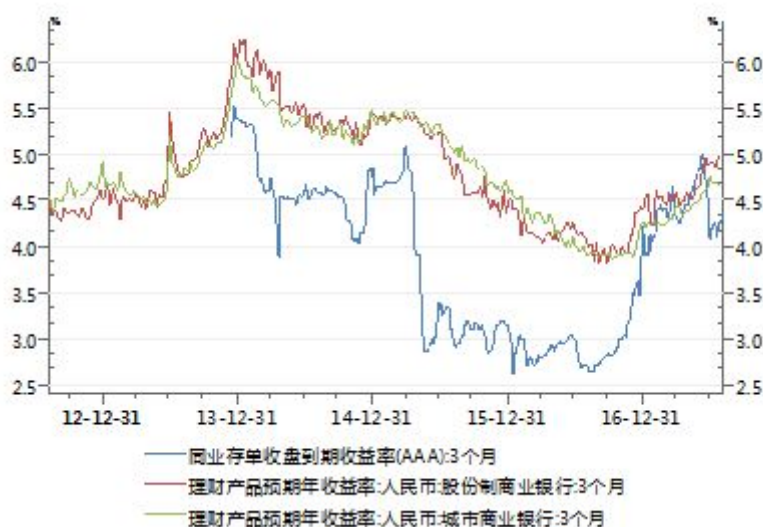


图 10 同业存单收益率一般低于同业理财收益率

第三，同业存单和同业理财资金委外管理。在前面环节中，中小银行通过存单、同业理财募集资金已经相当于加了一次杠杆，而在配置资产时为了提高收益，还会进一步加杠杆。中小银行由于信贷需求以及资金管理能力有限，常把通过同业理财或者同业存单筹措的资金委托券商、基金和私募等代为管理。银行及承接其委外的非银机构在投资债券市场产品时，通常会通过不断的质押式回购等杠杆操作，来放大投资收益，这就是第二次加杠杆。所以银行间质押式回购成交量从早期的不足 5000 亿元，近两年飙升至 2 万亿以上的规模，最高时达到 3 万亿元。相比于 3 个月、6 个月续发一次的存单和理财，质押式回购银行和非银机构可能每天都需要续做。

至此，我们可以大致总结出金融加杠杆的过程：一是中小银行通过互持同业存单的方式，获得利差收入。互持同业存单套利之所以存在，一方面是因为不同评级银行发行的存单利率不一，AA 级同业存单收益率始终比同期限 AAA 级收益率高。银行发行存单加杠杆，购买评级更低银行发行的同业存单，赚取息差。另一方面是因为不同期限的同业存单利率不同，一般而言，期限越长，收益率越高，银行通过卖短买长的期限错配的方式加杠杆套利。二是中小银行发

行同业存单购买同业理财，同业理财又购买同业存单，层层嵌套。三是银行将同业理财或同业存单募集的资金通过委外业务配置债券类，再通过质押式回购进行短期资金融通，并将融入的资金投于中长期产品，实现又一次的加杠杆和期限错配。委外业务还通过将债券市场、股票市场与银行连结，提高了银行业的输入性风险。

四、金融去杠杆不能从根本上解决资金空转

（一）急速去杠杆的风险——流动性危机

一般地，快速去杠杆的后果是带来流动性的骤然紧缩。当大量的杠杆交易者借贷条件受到限制，理性选择不是去借用昂贵的资本，而是通过卖出自己的已有头寸来降杠杆。但通常这时候市场流动性已经非常紧张，具有强烈降杠杆需求的投资者，就不得不用更低的价格来卖出自己的头寸。这让担保物价值下滑更多、借贷条件更加收紧，投资者损失进一步加大，流动性进一步紧张。最终形成市场流动性水平螺旋式快速下降。

结合我国当前情况，金融体系内部加杠杆的动力主要来自于期限错配带来的利差。产品的相互抵押期限错配越严重，银行及非银机构对短端资金的依赖性就越强，整个金融体系就变得越脆弱。一旦短期资金来源无法续接，银行只能通过赎回未到期金融产品来应对流动性风险，由此引发一连串的赎回行为，掀起赎回潮，带来流动性的快速收紧。

今年上半年尤其是二季度，我国在实施金融去杠杆政策过程中所引发的资金短缺、利率飙升事件，就是金融体系期限错配风险的爆发。原因在于金融去杠杆政策将原本不受监管的加杠杆业务（同业理财、委外、同业存单）纳入（或即将纳入）监管框架，银行筹措短期资金的能力受到了限制，短期资金来源规模受限，导致以往“借短投长”模式下，利用短期资金的不断滚动续接来勉强维持流动性收支平衡的做法难以维系。

因此，未来监管层在金融去杠杆的节奏把握上会更加谨慎，在给予金融机构更长的业务调整期的同时，在市场流动性吃紧的节点，也会配合货币政策工



具，适度加大流动性供给，及时平复去杠杆过程中不时会出现的市场恐慌情绪，坚守住不发生系统性金融风险的底线。

（二）解决资金空转关键在于提高实体经济回报率

即使我国实现了金融去杠杆的平稳推进，但要彻底解决资金空转问题，仅仅依靠金融去杠杆是不够的。确切地讲，金融去杠杆所针对的主要是金融风险问题：一是由期限过度错配所产生的资金链的脆弱性，目的是降低金融机构对短期资金的依赖程度，防范的是流动性风险；二是金融机构在反复加杠杆过程中所产生的信用质量递减问题和风险交叉问题，目的是要降低单一信用风险事件通过相互交叉的信用关系，从债市和股市向银行传导，防范的是信用风险和交叉风险。然而我们应该认识到，金融机构之所以热衷于在金融体系内部加杠杆进行信用创造，而不是通过发放贷款（即居民或企业部门加杠杆）来进行信用创造，根本原因在于这样做更加有利可图。如果实体经济领域在较长时间内依然没有可以覆盖资金成本的项目可投，金融去杠杆并不一定带来资金的脱虚向实。当然，从固定资产投资资金来源累计增速看，今年3月份开始的确出现了增速下滑持续收窄，直到6月末由负转正达到1.4%；其中国内贷款增速回升明显。说明资金对投资的支持有所加大。但随着房地产投资调整的开始、基建投资受融资因素制约加大，金融去杠杆初期所出现的资金流向实体经济的局面恐怕难以长久，金融机构依然有较强的动力进行产品“创新”来获取更高的投资回报率。因此，要从根本上解决资金空转问题，金融去杠杆仅仅是一个开始。只有加强供给侧结构性改革，切实提高实体经济回报率，才能真正促使资金流向实体经济部门。

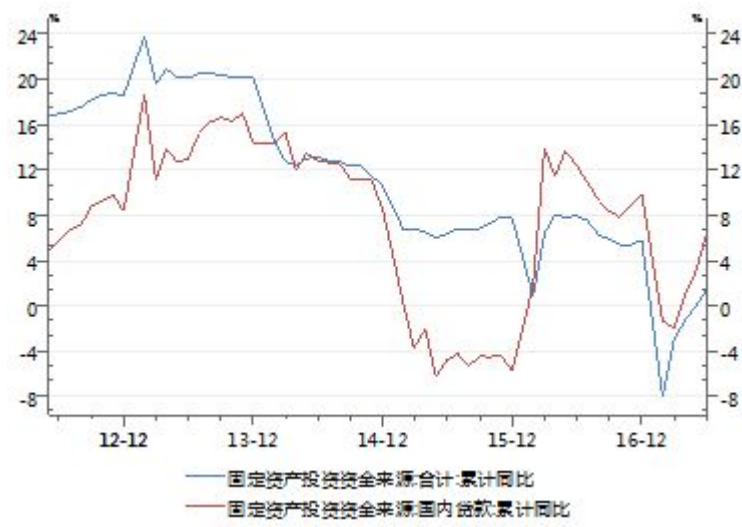


图 11 固定资产投资资金来源增速回升