



金融与发展论坛

管理结构性减速期间的金融风险

国家金融与发展实验室

2017 年 4 月 19 日

金融与发展论坛

管理结构性减速期间的金融风险

连平

交通银行首席经济学家

连平：

首先感谢李扬和实验室邀请我，给我一个学习、交流的机会。刚才认真听了两位演讲者的演讲，这些研究成果对我来说确实也是很有启发，这里谈一点看法。先说建峰的报告，这个报告中间大部分的观点和结论，我都赞同；有很多问题的揭示，有非常好的角度，对于目前很多问题的解释，尤其是关于货币信贷，货币政策监管这个领域中间的许多问题，谈得还是很透彻的。说实在的，有的话可能我们不便说，但是他点得还是非常到位的。

第一个想评论一下影子银行。目前中国所谓的影子银行的发展迅速，这本书我也粗粗地看了一遍。关于这一块，我觉得点得还是挺清楚，关键就是银行的影子，这一点跟前些年影子银行的发展有所不同，刚才他数据中间有很多关于前一段时间发展的情况介绍。在 2013 年以后，曾经有一段影子银行迅速发展。那一段时间发展的特点，是非银行金融机构及其业务得到了快速发展，之后又通过监管。目前发展的特点就是他在这本书里面说到的，叫银行的影子。主要是商业银行跟非银行的金融机构，通过很多渠道进行许多合作，银行用它的同业业务对外进行拓展，产生了很大的银行的影子。

一两年前，银行业业内很多人在说，我们要在银行表内业务的基础上，大量发展表外业务，表外要再建

一家银行。这个话话音落了没多久，回过来看，很多银行表外业务这一块，已大大超过表内。银行业整个来看，表外这一块，已经是表内的一倍还多一点。我的数字没记错的话，大概可能是 1:1.4，表内是 1，表外已经是 1.4 了，这就是银行的影子，大量的银行同业业务跟非银行的机构进行合作，做了非常多的所谓影子银行业务。

这一块业务的迅速发展，我觉得确实需要关注它的风险，包括流动性风险，包括信用违约风险，还有杠杆率风险。因此当前加强监管确实是很有必要。如果再放任这种态势继续发展下去，金融领域中爆发较大规模的风险恐怕就不会太远了。

去年底，中央经济工作会议讲了八个风险，之后政府工作报告提了四个风险，最近银监部门公布了一系列监管指导意见，其中谈到了许多更为微观和具体的风险，共有十六个方面，加强监管确实是十分必要。

第二个想评论的方面，就是目前的货币状况已经不能够真正反映国家金融整体信用的状况。

乍一看，信贷的增速平稳，甚至于还有所回落；M2 增速也很平稳，也在下降。但我个人认为这些数据是有假象的，也就是事实上它并没有回落。其中重要原因之一就是地方政府债务置换。2015 和 2016 年，地方政府通过发行债券，共置换银行信贷 6 万亿左右。

债务置换对地方政府来说第一个好处是利息支付大大减少，经测算，两年可能减少利息支付大概在八千亿左右，因为本来是贷款，利率相对较高，贷款在前些年投放利率比较高，15%甚至于更高。而通过发债获得的资金成本只有 3%多些。但事实上钱都是银行出的。本来银行给地方政府的是贷款，现在银行是买他的债券；所以对地方政府来说基本没有还银行的钱，对银行来说基本没有从政府收回他的贷款资金，只是形式变了一下。但这一转变之后带来就是利息支付的大幅度减少，同时等于将债务又做了重新安排。

从这个角度去看的话，其实银行的信贷在 2015 年尤其是 2016 年没有少放。虽然其增速是下来了，但我们要注意的是银行在填补了存量中减少的这个 6

万亿左右的信贷，实实在在选择了新的客户进行了投放。银行业通常是 1/3 的存量在每年是要收回再贷，而这个收回再贷中有相当部分信贷很大程度上是在原来的客户基础上进行的。现在是地方政府把这一块信贷存量转移掉后，选择了新的客户进行投放，而不是收回再贷。在这个基础上，银行信贷还要有较高的增速难度就非常大了，因为他已经花了很大力气填补了存量中间下沉的这一块。所以我们说从整个信用情况来看，加上刚才讲的表外业务快速的发展，膨胀是比较明显的。2015 年和 2016 年银行业的实际信贷增长可能达到 16%和 18%。

从银行业的资产增长情况来看，总资产增长这两年明显是加快。因为表外业务有大量的拓展，同时刚才我们讲了表内信贷看上去好像是减少，但是事实上又是进行了投放，所以总资产是上升的，和 M2 的运营跟信贷增速的运行明显是分离的，分道扬镳的。所以这个现象就说明信贷的增速已经也不可信，M2 的增速已经也不可信，就是无法用数据像过去那样比较准确的来看待中国的整个信用运行情况。

因此这一点上，继续往下推的话，就是调控和监管政策、宏观调控和货币政策等等都需要加以转型。否则的话，在数据状况都发生了很大变异的情况下，政策机制不做转型，毫无疑问将来是要出偏差的。

再结合刚才晓晶在前面报告中间讲到的杠杆问题，我也谈一点看法。中国确实杠杆是比较高的，有很多数据都可以用来说明这个问题。拿到全球来看，当然算不上最高，也属于是比较高。我认为对中国来说，恐怕更大问题不在于这个杠杆的水平比较高，最突出的问题还是它的结构问题。具体来说企业部门、居民部门、中央政府和地方政府四大块，主要问题是企业部门的负债水平太高。整个经济体的运行，它的活跃程度，当然要看政府，当然也要看居民部门，但从中国目前的经济结构来看，最关键还是企业部门。试想，我们的企业债务负担非常高，每年还本付息的压力非常大，这样的企业毫无疑问经营活力要比那些负担轻的要来得小的多，这是第一个问题。

第二个问题，在高水平债务状况下，整个环境一旦有风吹草动，对他有一些不利影响，就容易出现违约。整个债务水平高，要还本付息就要有很强的能力，但达到这个状态之后，你还有很强的能力来应对运行中出现的风险吗，

毫无疑问顶不住了就是违约，债券违约，贷款违约。所以从某种意义上讲，在地方政府或者是中央政府的负债水平还不是很高的情况下，宁可让企业部门的债务降下来，而把中央和地方政府债务适当抬高。而地方政府杠杆率和债务水平已经是比较高了，其实财政部在 2015 年推出债务置换这一点来说，减轻他们的还本付息压力，因为地方政府确实是负债总体水平是比较高的。

我们认为以中央政府现在债务水平和杠杆率水平，完全可以再更多地担当一点，而且中央政府还有这么多资源。实验室有过一个国家资产负债表的报告，里面说得非常清楚。中央政府拥有相当多的资源，在许多国家中央政府来说是不可能，但就是这样一个拥有相当丰富资源的中央政府，其负债水平是比较低的。尤其是目前处在经济下行压力比较大的情况下，中央政府的负债水平还在下降，我认为是不合理的。中央政府的负债水平应该上升，发挥其对于经济的薄弱环节的支持、推动和刺激的作用，这才是中央财政应该发挥的作用。

还有一个探讨的角度就是通常讲的主权债务，就把央企的债务都放进去了，这个角度没有问题。但我们还是需要把他掰开。作为政府来说他有这个能力和资源，可以对于整个经济体的运行有更好的推动，更好的调节，乃至刺激。而企业部门债务水平越来越高，对他的压力越来越大，可能出现问题的概率就越来越大，所以这个时候应该通过中央财政所掌握的资源资源以及他的债务杠杆水平的提高，来对整个经济体有更好的支持和调节。

最近，宏观金融调控和监管明显加强。货币当局优化了 MPA 的考核，银监部门推出了一系列严管措施。我觉得这些总体来看是有必要的。但我想对于这一系列的调控和监管的重大新变化，有一些问题还是需要加以探讨。

这里我想提四个问题加以探讨和思考。第一，宏观、微观、审慎监管政策以及货币政策的合力问题。现在从货币当局来说是两大支柱，一个是货币政策，一个是宏观审慎政策。再加上监管部门，就是微观审慎的监管，三个放在一起叫做三大支柱。在这些政策推进过程中，是不是应该更多地关注一下政策的合力问题。

举一个最浅显的例子，一支军队经过一个桥梁，往往这个时候就不喊口令了，队伍脚步就乱一点。因为过去曾经发生过步伐整齐结果这座桥就塌了。当下政策，监管，调控都在趋严，各相关部门都在下大力气同步控制风险的时候，是不是应该关注合力问题。应该避免在短期内对整个经济体的运行带来过度紧缩的可能性，进而影响到实体经济平稳运行的能力。

第二，各个监管机构之间的已有政策的协调问题，这是有所指的。货币当局推出来一个MPA的考核，就是宏观审慎评估体系，这里有必要来看监管部门原来的资本管理办法，还有所谓“腕骨”指标体系，这些也都是对于金融机构的总量和结构管理风险的体系。这些体系，相互之间是一个什么关系？MPA这个考核里面涉及到资本和杠杆，流动性，定价行为，不良资产，资产负债比例，境外业务的发展以及信贷政策执行等等七个方面。其中有一些或者是大部分跟监管部门的考核体系在一定程度上是交叉的。这样就有可能会形成多种不同要求同时出现的局面。金融机构有可能无所适从。所以这之间怎么更好的来协调，恐怕还是需要加以思考和探索。

第三是宏观审慎监管的范围问题。这次MPA很清楚是对商业银行的。而银行的影子是拖在银行后面的，所有这些问题从根源来看，主要还是在商业银行，这一点没有错。但既然是一个宏观审慎评估体系，加上目前非银行体系发展又如此的迅速，恐怕只对商业银行体系去进行监管还是不够的，这个范围至少应该要能够拓展到所有相关的领域中。

第四是监管政策的评估和动态调整的问题。政策都出台了，并在继续推进过程当中。一个阶段之后，这些政策谁来评估？评估不能只是监管部门评估，还需要有一个全面的评估。只有在准确评估的基础上，才能搞清楚政策的效能如何、影响如何，有多大不利影响等等。否则，下一步的政策可能就有偏差。这个调整是必须建立在比较合理、客观、理性的评估基础上。只有这样下一步可能才会走得更稳一些，避免系统性风险的目标才能够真正达到。否则的话，往往是一个倾向来了，可能又掩盖了另外一个倾向。我就说这些，谢谢大家。