



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

殷剑峰

国家金融与发展实验室

副主任

殷剑峰：

我在讲内容之前，我先就晓晶刚才提出的利息支出和 GDP 之比大于金融业增长值和 GDP 之比，这个道理很简单。非金融部门的利息支出是金融机构的利息收入，但金融机构的利润是要扣除了金融机构本身的利息成本，所以中间金融机构的利润，实际上构成了金融业增长值的主要部分。所以金融业的利润，肯定要比它收到的利息要低。这个很好理解。

我来讲一下我们国家金融体系的新变化。2009 年之后，我们国家的金融体系有三个非常重要的变化。第一个变化是非银行中介机构快速发展。我们可以看到在 2010 年的时候，保险业的总资产大概 3 万亿，2016 年是 15 万亿，5 万亿涨到 15 万亿，涨了三倍，大家都说保险业是野蛮人，比保险业更野蛮的是信托，信托 2010 年大概是 3 万亿，现在是 18 万亿，涨了 6 倍。事实上这些非银行金融中介机构，在其他国家有不同于银行部门的功能，但是在中国，这些非银行金融机构事实上做得很大一部分业务，都是类存款和类信贷业务。比如说信托公司，信托公司的资金信托，18 万亿信托资产中，16 万亿是资金信托，资金信托干的就是信贷业务。第二个变化是非金融债券市场快速发展。在 2010 年前，如果扣除国债之后，包括地方政府债，非金融企业债券，扣除国债之后的债券规模，只相当于银行信贷的不到 5%，目前是 20% 多，这个债券市场发展非常快，

我们国家的企业债的规模已经是世界上第二大了。非银行金融机构和非金融债券市场的快速发展，按理说都是银行部门的，都会对银行部门产生脱媒的压力，我们国家的银行，通过自己商业模式的变化，使得脱媒的压力，变成发展的动力。这张图，我们给出了，左边这张图给出了全部存款货币类机构负债的特点。我们可以看到，对居民的债务，就是居民在银行的存款，目前只占到银行全部负债的 30%，对非金融企业债务，就是非金融企业在银行的存款大概只有 31% 左右，两者合计 60%，全部的银行业，就包括城商行、农信社等等，政策性银行，目前 40% 的来源是非存款。从资金运用，右边这张图，我们可以看到对居民的债券，包括按揭贷款，占银行资产的比重在不断上升，到 2016 年，大概是 14%、15% 左右。

与此同时对非金融企业债券，包括对非金融企业的贷款和持有的债券，占比不断下降，目前大概是 30% 多，两者合计 50%。也就是说我们的银行业，50% 的资产业务和信贷，已经和传统的信贷没有关系了，如果再扣除持有的央行的准备金，银行的资产中，40% 左右与信贷没有关系，所以银行部门内部的商业模式已经完全发生了变化，从传统的吸收存款，放放贷款，变成了另类的业务，包括市场业务，包括同业业务。通过这种商业模式的转型，我们国家银行业的总规模，不仅没有下降，而且在持续上升。事实上如果我们将所有，包括债券，包括非银行金融机构做的这些准信贷业务，全部放在一块，我们统计了一个所谓的信用总量，就是非金融部门获得的全部的债务融资，我们可以发现，银行主要还是银行，银行提供的债务融资，创造的信用，占全部的比重大概是 85% 左右。

所以尽管有那么多的创新，各种非银行金融机构，各种非金融债券，但事实上非金融部门，政府居民企业的债务融资的来源，85% 左右还是靠的银行。从银行信用创造的类别来看，我们可以看到信贷的占比在不断下降。从 2007 年的 80%，下降到现在大概只有 70% 左右，而银行持有的非金融债券和银行同业业务创造的信用，占比上升接近 30%，这也是银行业的变化。总体来看，我们国家金融体系的新变化，从传统的存贷款业务，转向了新型的市场同业业务。这种变化造成了什么影响？第一个影响是货币和信用分离。我们知道货币是银行部

门的负债，信用是银行和非银行金融部门的资产。如果是以传统存贷款业务为主的银行业主导的金融体系，货币和信用是一致的，我们可以看到在 2009 年之前，境内外信贷和 M2 之比，大概是在 70%，差不多加上准备金，差不多就是这么一个水平，就是百分之百。这个指标一直没变化。非银行金融部门的总量，就是非银行金融部门获得的各种类型的债务融资与 M2 之比，在 2009 年之前，大概是 80%左右，2009 年之后，这个指标开始持续上升，目前已经上升到，这个指标上升到 120%，也就是说非金融部门的债务融资，已经相当于 M2 的 1.2 倍，所以现在很多人还在用 M2 比 GDP 来衡量中国的杠杆，实际上这个已经落伍了，因为在信贷之外有大量的准信贷业务的活动。

第二个变化是货币结构的变化布局，随着非信贷业务，我们可以看到，由于信贷是银行的资产，所以信贷的变化通常与银行的负债端，尤其是狭义货币有紧密的关系。

我们可以看到在 2010 年前，信贷周期和 M1 是完全同步的，但 2010 年之后，信贷的增速稳步下降，但有一个很重要的现象，就是从 2015 年开始，M1 增速突然加快，M1 和 M2 之间形成剪刀插，当时有人解释为所谓的流动性陷阱，事实上不是如此。M1 增速的加快在 2015 年之后，主要是非信贷信用活动的迅速加快。

为什么要讨论 M1 呢？原因很简单，因为 M1 和通货膨胀有着密切的关系。我们可以发现，之后 6 个月的 M1 和 CPI 之间有非常稳定的关系，也就是说这个月 M1 涨，差不多 6 个月之后，CPI 就会出现反弹。最近 CPI 水平，就是 0.8、0.9，其中很重要的一个原因就是食品价值，如果扣除食品价格之后，核心的 CPI 一直是上升的趋势。

由于货币总量已经不能反映信用总量，尤其由于 MD 的货币结构的变化，事实上央行盯住 M2，盯住广义货币供应量的这种货币政策操作，实际上已经完全不能够控制经济金融活动了。

第三个影响就是形成了所谓的两套利率体系，一套利率体系是传统的存贷款利率，这个存贷款基准利率一直是由央行控制的，还有一套就是市场利率，

我们就以拆借利率为例。我们可以看到一年期拆借利率基本上位于一年期存款利率和贷款利率之间，这个道理非常好理解，比如说对于银行来说，如果没有太多的存款，他愿意用高于存款成本的利率，从市场融入资金。所以拆借利率高于存款利率。同时从资金融出方来说，一家银行如果不愿意贷款，它愿意用较低的利率，在市场拆出资金，因为同一债券的风险权重是小于非金融企业的债券的。所以通常情况下，拆借利率，市场利率在存款利率和贷款利率的确定的空间中运行，但是在异常的情况下，比如说 2013 年钱荒的时候，拆借利率会超过存款利率，最近拆借利率也超过了贷款利率。从隔夜拆借利率现在已经超过了存款利率，我们前面已经说了，银行的资金来源中，有 40%不是靠存款，而是靠的市场同业。所以目前这个拆借利率持续高于存款利率，甚至高于贷款利率的情况，对于银行业的打击是非常大，特别对于那些存款规模不够的中小银行来说，是影响非常大的。

在市场利率不断上升的过程中，我们发现一个现象，央行统计的执行贷款利率基准下浮的比重，银行放贷的下浮利率的比重在不断上升，上浮利率的比重不断下降。总的状况就是银行的贷款给企业实际拿到手的贷款利率，实际上是在不断下降的。大家在银行业都知道，现在五年期贷款利率，比如说给一个平台，五年期贷款利率 4 点几，但是在同业拆的话，也差不多这个水平。前期国债回购，甚至利率能高达十几，这种状况反映的，我想一方面是短期流动性过于紧张，与货币政策操作有关。另一方面从贷款市场来看，反映了两件事情，第一，目前经济尚没有完全起稳，真正有效的贷款需求依然不足。同时第二个原因，由于非银行金融机构，包括信托，包括保险公司的债券投资，干的都是准信贷业务，信贷市场供给的竞争在加强。供给竞争加强了，同时有效需求不足，所以总体的贷款利率在下降。这个现象对银行业是一个打击。

现在又有一个问题，刚才提到去杠杆，现在都说金融要去杠杆，金融有没有去杠杆呢？金融已经在去杠杆了，这个图给出了银行全部资产的增速，以及蓝色这条线是扣除银行持有的外汇资产和银行持有的央行债权之后的资产增速与 M2 的增速。因为我们知道 MPI 中重要的指标就是广义信贷，人民银行考察广义信贷的标准就是广义信贷的增速不得超过 M2 增速的 20%，大型银行，其他

小型银行更高一点。银行资产增速与 M2 之比，我们可以看到，减去 M2 增速，我们可以看到从去年 9 月份之后，就急速下跌。所以银行已经在去杠杆，但是现在出现的问题就是现在监管在不断地加强，从某种角度来说，我觉得现在监管部门是在监管尽严。以前大家都不管，比如说互联网金融出了问题，银监会推给地方政府，地方政府又没办法管，以前是监管尽松，现在是监管尽严，提高监管的要求，这种现象是不正常的，过山车式的监管，违背市场规律，一定会造成很严重的问题。

另外一个指标，我们可以看到金融去杠杆的速度，事实上并不慢，过去几年，金融加杠杆，金融业加杠杆，一个加的是银行对其他金融机构的债券，比如说银行给信托的债券。另外一个就是银行持有的政府债券，主要的是地方政府债。我们看这两个指标，红色的线是银行对其他金融公司债券，我们看到在 2015 年高的时候，同比增速能够达到 80%，但是现在已经下降了 20% 多一点，所以金融业去杠杆的速度，比想象中的要快，这也意味着，现在尽管尽严的做法是非常值得商榷的。

实体经济去杠杆，随着金融体系的变化，实体经济的杠杆率，我们看到还在上升，我们统计的指标到 2016 年，实体经济的杠杆率是 244%，比 2015 年高 13 个百分点，尽管实体经济在加杠杆但加杠杆的速度在放慢，2015 年比 2014 年杠杆率上升 21 个百分点，所以 2016 年杠杆率的速度在下降。从部门来看，我们这里拆解了居民、政府、企业，政府分为地方政府和中央政府，我们发现企业部门的杠杆率下降了 1 个百分点，中央政府的杠杆率保持在 16%，加杠杆的主要是两个部门，一个是地方政府一个是居民。地方政府杠杆率上升 8 个百分点，居民上升 5 个百分点。

我们一直在说中国企业部门的杠杆率最高是去杠杆的重点，但是从这两年的局势来看，要防止政府和居民部门过度加杠杆。居民部门加杠杆很显然，与房地产市场有着密切的关系，而且我们的分析发现，事实上中国的居民部门，承受杠杆率的能力，比其他国家，比如说比美国要低很多。

地方政府杠杆率上升的一个重要原因是债务置换，我们这里给出了，需要注意的是我们讲的地方政府债务，包括地方政府直接的发债以及平台贷款和

城头债。我们可以看到红色的线是地方政府债务，从 2015 年 3 月份，财政部推出地方政府债务置换之后，这个指标持续上升，目前是 10 万亿。准地方政府债务，就是包括平台债，包括城头债，是 9 万亿，9.6 万亿。所以地方政府债务置换是地方政府杠杆率上升的主要原因。而且地方政府债在各个区域分布非常不均，有的区域，像贵州省，GDP 全国排名第 15，但是它的地方政府债务规模是全国第 8。有的省份，比如说江苏省，GDP 排名不错，但是城头债的规模应该是 1.2 万亿，比第二名要高好几倍，这都是风险因素。

非金融企业去杠杆的速度事实上正在加快。我们从非金融企业的几类债务融资来看，它的境内外信贷增速是 2008 年以来最低水平。银行同业，比如说通过同业代付，创造的信用是负增长，债券增速，非金融企业，发行的债券增速，自去年 3 季度开始，增速显著下降，只有一个增速是加快的，就是非银行金融机构提供的信用，包括信托、委托贷款、保险债券计划、质押贷款等等。

在非金融企业去杠杆的过程中，我们过去一个被忽略的因素，就是地方政府债务置换。实际上地方政府债务置换过去两年是我们杠杆率上升和流动性膨胀的一个重要原因。因为债务置换之后，银行将空出来的贷款额度，重新用于投放，就会导致货币创造和信用创造。存量债务置换，大概 9.5 万亿，2015 年一季度到去年四季度，重新投放，形成了一个巨大的货币信用创造效应，另外刺激了新生的信贷，两者合计大概接近 20 万亿。粗略的估算，我们发现地方政府债务置换的效应，信用创造效应，大概相当于下调法定存款准备金率 7.5 个百分点，加上 2015 年以来的四次降准，相当于降了 10 个百分点的法定存款准备金率，也就是说相当于 20 万亿的法定存款准备金扣掉了 10 万亿，这种信用创造效应被学界，包括监管当局都忽略了。当然现在监管部门已经认识到，广义信贷，包括已经将持有的债券，银行持有的债券纳入广义信贷。如果当年在 2015 年一季度，地方政府债务置换就事实广义信贷的话，事实上非金融企业去杠杆的速度会更快，我们估算了一下，如果当年就实施广义信贷的监控的话，目前非金融企业杠杆率是 144%，会下降 16 个百分点，如果进一步控制信贷，到 2016 年是 136%，如果进一步控制信贷的话，2016 年非金融企业的杠杆率是 123%，企业部门如果不是我们人为创造的债务置换，非金融企业部门去杠杆的

速度应该很快。未来如何把握去杠杆的节奏？我们可以看这个图，这个图给出了 2008 年四季度和 2016 年三季度，非金融部门的债务融资的来源，我们可以看到，在 2008 年四季度，信贷占了非金融部门 78% 的比重，非金融部门债务的 78%，目前是 59%，也就是说非金融部门 40% 以上的资金来源是信贷之外的同业、市场等等。这是什么意思？这个意思非常明确。如果目前监管如果竞相严格，从而导致去杠杆的速度过快，很可能会使得实体部门失血过度，尽管我们一季度有 6.9 的增速，但是很有可能按照目前的监管措施，二季度、三季度会急速往下掉。除此之外，很有可能会由于这种监管尽严在某种程度上是野蛮去杠杆，有可能会产生导致系统性风险的爆发，谢谢。

李扬：

谢谢剑峰，也是不同的角度给大家提供了一个角度，从机构，从负债角度，现在全面讲到资产，讲到信用的角度，转到了实体经济获得的资金支持的角度，我觉得这个角度应当说是更加接近实际的，更加符合金融和实体经济的关系，从这个关系的角度来讨论这个问题更实一点。这样的话，其他的都是泡沫。再一个这里面讲到一个，我们不能简单地说银行占比，用银行的占比的数字，没什么变化，或者银行占比提高了，在这个占比没有变，甚至高一点的情况下，背后发生的融资活动的天翻地覆的变化，我们的银行已经不是纯粹的银行了，我们的银行干了很多市场上的事，这个是很中国特色的东西，所以在研究这个问题的时候，一定注意到。