

论文 NO. 2017 年 5

发表时间：2017 年 5 月 30 日

防范系统性金融风险首当其冲

张晓晶；常欣；刘磊

摘要：2018 年一季度去杠杆保持了较好的开局，结构性去杠杆明显。实体部门杠杆率上升，金融部门杠杆率继续回落。而资管新规的出台，标志着金融去杠杆进程仍在持续进行。但在金融去杠杆过程中，要谨防企业偿债能力恶化发生兑付困难。未来三年面临“三大攻坚战”，第一个就是防范化解重大风险，其中系统性金融风险首当其冲。

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》。

总杠杆率微升结构性去杠杆明显

自 2015 年 10 月中央提出降杠杆目标以来，直到 2017 年宏观杠杆率才得到一定的抑制，当年仅上升了 2.3 个百分点。对比国际金融危机以来年均上升 12.3 个百分点，杠杆率增速已是大幅回落。2018 年一季度去杠杆保持了较好的开局，尽管总杠杆率略有上升，但结构性去杠杆明显。

首先是实体部门总杠杆率略有上升。2018 年 1 季度，包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由 2017 年末的 242.1% 增加到 243.7%，微升 1.6 个百分点，上升态势较为平稳。居民部门和非金融企业部门的杠杆率都有所上升：相比于 2017 年末，居民部门杠杆率上升 1.0 个百分点，非金融企业部门杠杆率上升 1.2 个百分点。

其次是结构性去杠杆继续推进。政府部门杠杆率继续下降，从 36.2% 下降到 35.5%，下降了 0.6 个百分点。金融部门杠杆率继续回落。从资产和负债两端分别统计金融部门的杠杆率皆有所下降，资产方衡量的金融部门杠杆率由 2017 年末的 69.7% 下降为 66.8%，负债方则是由 62.9% 下降为 61.7%。资产方衡量的口径下降更大，资产与负债之间的缺口进一步收拢。

分部门杠杆率风险分析

（一）居民杠杆率快速攀升得到抑制，结构性存款的异军突起稳

固偿债基础

居民部门杠杆率快速攀升得到抑制，升幅缩窄，从 2017 年末的 49.0% 上升到 2018 年 1 季度的 50.0%，上升了 1.0 个百分点。

1 季度末，居民部门贷款余额为 42.3 万亿，同比增长 20.0%，增速仍处于下降区间中。短期消费性贷款增速回落至 34.9%，中长期消费贷款的增速回落至 20.6%。住房贷款增速的拐点出现在 2017 年 2 月，当时房地产市场处于火热阶段，随后各地纷纷出台房地产限购限贷政策，房地产贷款受到严格限制，居民住房贷款增速也开始掉头向下。但此时出现了以短期贷款代替中长期住房贷款的苗头，居民短期消费贷款从 2017 年 1 月份不足 20% 的水平迅速抬升，最高的时候升到了 2017 年 4 季度的超过 40%。监管机构对这一问题也给予了充分重视，及时加强了居民短期消费性贷款的监管，遏制了居民以短期性贷款资金来支持住房购买的趋势。2018 年这一问题得到初步抑制，1 季度末短期消费性贷款增速相较 2017 年 10 月末的高点回落了 6 个百分点。

值得一提的是居民结构性存款迅猛增长及可能带来的居民偿债能力问题。所谓结构性存款，一般采取“传统存款+嵌入期权衍生品（利率、汇率等）”的形式：一方面存款人获得基本的固定收益，同时在承受一定风险的前提下也有获得较高投资收益的机会，从而形成“低风险低收益+高风险高收益”的资产组合。根据央行披露的《金

融机构信贷收支统计》，2017年下半年以来，中资全国性银行结构性存款迅猛增长，从2017年2月前的几乎零增长发展到2018年3月接近50%的增速。前3个月结构性存款新增1.84万亿元，超过2017年1.8万亿元的全年新增规模。其中的个人结构性存款增速更高，2018年3月底大型银行达到60%，中小型银行达到75%。结构性存款快速增长的一个重要原因是加强监管后银行负债端承受较大的压力，需要开发新的负债工具作为对银行表内保本型理财产品的替代；另外，互联网金融和货币基金发展对银行存款分流压力也需要加大对个人存款的吸收力度。居民存款类金融资产结构在资管新规后出现的上述变化表明其资产负债表依旧稳健，偿债基础未被削弱。

（二）国企资产负债率下降，但债务收入比依然较高

非金融企业部门杠杆率从2017年末的156.9%上升到2018年1季度末的158.2%，上升了1.2个百分点。企业银行贷款和企业债融资的环比增速较高，企业外债增速也较快。

非金融企业负债中，银行贷款是主要组成部分，2018年1季度末余额为84.1万亿元，同比上升8.9%，但相比2017年12月的环比增速达到3.8%，企业贷款增速有所恢复，表明银行表外资产继续转入表内。企业债的余额达到18.9万亿元，同比增速5.6%，环比增速也达到2.7%。2017年前两个季度企业债券融资都出现了负值，但这一趋势在2017年下半年开始有所缓解，今年1季度的企业债券融资额

复苏到 5371 亿元。由此也带来了非金融企业杠杆率的回升。

从投资结构来看，由于对未来经济的预期更为乐观，1 季度在总投资较为稳定的环境下，民间固定资产投资增速出现回升。民间固定资产投资增速前三个月的累计同比达到 8.9%，是 2016 年以来的最高值。民间投资热情上升，也导致了非金融企业主动加杠杆的行为。

非金融企业杠杆率回升也可以从工业企业资产负债率的角度显示出来。1 季度末，工业企业资产负债率触底回升，从 2017 年末的 55.5%回升至 56.4%。这一趋势与民间投资增速回升是一致的。与此同时，国企资产负债率下降的趋势较为明显，从去年年末的 65.7%回落至 65.0%，

虽然国有企业资产负债率有所下降，但其债务绝对值依然较高，国企债务与 GDP 之比在 1 季度末达到 126.0%，仍处于上升趋势之中。由此可见，国企资产负债率下降的主要动力并非来自于负债的降低，而是资产上升的速度更快。比较国企和工业企业总负债与营业收入的比值，国企的状况尚未得到好转，这一比值达到 199.1%，相比而言工业企业只有 52.9%。因此，仅从偿付能力来看，国企的债务风险依然是较重的，国企去杠杆仍是未来非金融企业部门去杠杆的重点。

2017 年实施强力去杠杆、境内债券市场利率攀升之后，企业对外发债呈加快之势，全年中资企业在国际债券市场的美元债券发行规模同比增长 80%左右，城投企业就是其中的一支重要力量。2018 年以来

境外城投债发行规模有进一步加速的迹象。我们根据中债登和上清所的企业债券持有人结构数据及部分上市公司外债数据估算，发现1季度企业外部融资增速较快。在信用风险的对外敞口可能扩大的情况下，外汇局强化了对重点领域、重点行业借用外债的管理，在一季度外汇收支数据情况发布会上强调“有特殊规定外，房地产企业、地方政府融资平台不得借用外债”。稍后，发改委、财政部还联合下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，也增加了地方政府融资平台续发境外债的难度。在平台企业多方面资金来源渠道受阻的情况下，对存量债务展期和借新还旧产生不利影响，可能导致债券偿付的流动性保障不足问题，对此应有所警惕。

（三）政府部门杠杆率季节性下降，投资增速放缓考验去杠杆决心

政府总杠杆率从36.2%下降到35.5%，总共下降了0.6个百分点。其中：中央政府杠杆率从2017年末的16.2%下降到15.9%，下降了0.3个百分点；地方政府杠杆率从2017年末的19.9%下降到19.6%，也下降了0.3个百分点。

2018年1季度共发行了4900亿国债，相比2017年末国债余额下降了212亿元，这是中央政府杠杆率下降的主要原因。今年1季度国债发行规模与前两年基本持平，主要受季节性因素影响。

1季度地方政府债券的增长规模相比前两年有较大幅度的下降，

发行进度也有所减缓。1 季度末，地方政府债券存量规模已达 14.96 万亿，相比去年年末增长 2156 亿元，而 2016 年和 2017 年 1 季度地方政府债券的增幅分别为 9000 亿和 4000 亿。当前地方政府债务的待置换余额仅剩 1.6 万亿，2017 年全年待置换债务下降了 2.9 万亿。地方政府待置换债务余额所剩不多，这方面对于地方政府债券置换发行的需求大为下降。叠加地方政府去杠杆进程的推进，使得地方政府杠杆率出现下降。

2018 年以来，在对地方举债融资行为规范化管理方面，继续保持高压态势，财政部 34 号文要求 2018 年坚决制止和查处各类违法违规或变相举债行为，23 号文对金融企业为地方政府和国有企业融资行为进行规范，都在较大程度上限制了以政府为主导的基建类项目的资金来源；再加上开展 PPP 项目集中清理工作，造成项目不建或缓建。在此背景下，2017 年以来持续放缓的基础设施投资增速在 2018 年一季度进一步降至 13%，比上年同期放缓 10.5 个百分点。固定资产投资的增速也相应受到较大影响，已经接近历史低位。一季度资本形成总额对经济增长的贡献率为 31.3%，比去年全年回落 0.8 个百分点。在外需环境存在不确定性、净出口对经济拉动的作用下降，消费也面临一定下行压力的情况下，固定资产投资增速放缓或将导致经济增速继续回落。在这种情况下，能否顶住压力，进一步矫正经济增长对投资的过度依赖症，避免因投资增速放缓就加大刺激投资力度、重回投

资拉动模式的老路，有待持续观察。

（四）金融部门杠杆率继续下降，《资管新规》再度加码

金融部门杠杆率考察金融机构间的资产负债对应关系。资产方统计口径杠杆率由 2017 年末的 69.7% 下降到 2018 年 1 季度的 66.8%，下降了 2.9 个百分点。负债方统计口径杠杆率由 2017 年末的 62.9% 下降到 2018 年 1 季度的 61.7%，下降了 1.2 个百分点。金融部门去杠杆的幅度依旧较大，且资产方口径的杠杆率与负债方口径的杠杆率继续收窄，表现出表外业务仍在向表内回归。

金融部门去杠杆的一个最为明显的表现是银行总资产的增速在持续放缓，2018 年 1 季度末商业银行的总资产为 253.2 万亿，同比增长 7.3%，仍处于增速下降的趋势中。银行总资产下降的主要原因是同业资产下降，商业银行同业资产在 2016 年年末为 31.6 万亿，商业银行对非银金融机构债权在 2016 年末为 26.5 万亿；而 2018 年 1 季度末这两个数值分别为 28.3 万亿和 28.2 万亿，增速和占比都有所下降。

2018 年 4 月，央行正式发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。资管新规的要义在于规范监管政策的统一性，对同类产品采用同一套规则，并放宽银行对其理财资金进行资产管理的限制。这使得过去借助券商、信托、基金通道的方法既不允许、也无必要。未来金融部门杠杆率有望进一步下降。

同时，资管新规还对银行的表外业务和影子银行做出了严格限制，未来的趋势是非标产品通过资产证券化等方式转为标准化产品。这会降低从影子银行渠道产生的对实体经济的债务融资规模，而对于传统信贷业务则更方便被监管部门所调控。金融环境的变化，也有利于促进居民部门金融资产的配置，当过去的理财、信托等类贷款业务的打破刚兑且无法满足居民的资产配置要求时，风险与收益更为匹配的净值型产品的吸引力会有所上升（至少对风险厌恶程度不是偏高的投资者而言），居民也会加强股权类产品的投资配置比例，这有利于实体经济稳步去杠杆。

结构性去杠杆：打好防化风险攻坚战

资管新规的出台，标志着金融去杠杆进程仍在持续进行。对于银行业金融机构而言，首先体现在负债端压力增大，在回归某种金融压抑的情况下，同业存单、表外理财受到抑制，互联网金融、货币基金也受到一定约束，打破刚性兑付对存款竞争的影响更是深远。而在资产端同样面临压力，资本约束强化和避险情绪上升影响到其放贷能力，同时各种通道业务、非标融资和非银的货币创造也受到抑制。在金融周期越过拐点、强监管下信用收缩去杠杆过程中，企业的债务清理充满不确定性。2018年以来，不仅在信用债市场，同时也有不少资管产品（涉及券商资管、私募产品、信托计划等），出现了偿债能力迅速恶化发生兑付困难直至违约的情况。因此，要谨防刺破债务泡沫后带

来的收缩性共振之类的次生风险，防止分散个案和局部风险进一步扩大，个体理性演化为集体非理性。我们特别强调，在去杠杆的过程中，要把握好监管的力度，既确保不发生系统性金融风险，也要促进实体经济与金融之间的良性互动。注意防止矫枉过正、对实体经济造成不必要的伤害。正如中央财经委员会第一次会议所提出的，要分类施策，根据不同领域、不同市场金融风险情况，采取差异化、有针对性的办法。这也是结构性去杠杆的实质。

就未来而言，三年面临“三大攻坚战”，第一个就是防范化解重大风险，其中系统性金融风险首当其冲。去杠杆是缓解系统性金融风险的重要举措。因此，对于去杠杆怎样强调都不为过；至少在2020年之前，去杠杆都将一直是工作重点。这一政策考量使得我们有理由推测，在2020年监管体制逐步完善、监管政策全面到位、宏观杠杆率得到有效控制、防化风险取得决定性进展的情况下，中国经济将会进入一个平稳健康发展的平台，那个时候，政策基调和工作重点可能会有所调整——即在金融开放、国际竞争背景下突出提升金融业的活力和效率，从而在风险与效率、稳定与创新的权衡中，逐步偏向于后者（效率和创新）。当然，这是一种乐观预期。如果防范化解风险未能取得实质性进展，政策目标远没有实现，那么，这一场去杠杆的硬仗还要继续打下去。