

采访 NO: 5 月 25

金融与实体经济的背离在不断加剧

曾刚 时间：2017-05-25 来源：21 世纪经济报道

摘要：曾刚认为，近年来 M2/GDP 比值上升，金融业增加值占 GDP 的比重也上升。这些都反映了金融与实体经济的背离在不断加剧。“这一方面导致资产价格的过快上涨，进一步扭曲了实体经济结构；另一方面，过度宽松的货币、信贷，也阻碍了供给侧结构性改革，尤其是去杠杆工作的推进。”

各界对金融风险的关注不断增加。去年 12 月召开的中央经济工作会议提出，金融风险有所积聚，要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点。今年 4 月 25 日，中共中央政治局就维护国家金融安全进行第四十次集体学习。这都显示，中央对于防控金融风险高度重视。

“一行三会”迅速采取措施，不断强化金融监管，例如，开始对资管业务整体监管框架进行统一设计，央行将表外理财纳入 MPA 考核，银监会对“三套利”进行专项整治，证监会要求证券基金经营机构不得从事让渡管理责任的所谓“通道业务”，保监会为保险产品的开发设计划出“底线”等等。不少人慨叹，今年的金融监管力度超乎想象，而且有继续强化的趋势。

就金融风险及金融监管相关问题，21 世纪经济报道记者专访了社科院金融所银行研究室主任曾刚。曾刚认为，近年来 M2/GDP 比值上升，金融业增加值占 GDP 的比重也上升。这些都反映了金融与实体经济的背离在不断加剧。

“这一方面导致资产价格的过快上涨，进一步扭曲了实体经济结构；另一方面，过度宽松的货币、信贷，也阻碍了供给侧结构性改革，尤其是去杠杆工作的推进。”曾刚说。

《21 世纪》：如何评估当前的金融风险？哪些风险最为突出？今年会处置哪些风险点？

曾刚：总体来看，目前金融风险仍在可控、可承受范围。但在过去几年中，在稳增长的政策导向下，为降低实体经济融资成本，货币环境偏宽松，为金融套利提供了机会，形成了新的一些风险隐患。就主要风险类型来看：

首要的仍然是信用风险。因为经济结构调整，以及去产能、去库存、去杠杆的加速，部分过剩行业及其上下游企业的经营状况持

续恶化，预计还将持续一段时间。从不良率变化趋势上看，从 2016 年 4 季度起，上市银行的不良率已经开始趋于平稳，预计随着实体经济的企稳，新增不良的压力将会逐步减弱。但即便如此，随着市场资金面趋紧，融资成本上升，一些负债率较高企业的资金链断裂风险加剧。在这种背景下，预计未来一段时间，银行仍面临较大的信用风险挑战，不仅体现为银行信贷风险，信用债违约概率也在上升。

其次是跨市场交叉风险。最近几年以来，随着金融市场化改革进程加快，金融市场竞争日趋激烈，不同机构间的交叉、融合不断加深，业务、产品创新不断涌现。这种交叉、融合的趋势，有效地打破了金融市场的分割，成为推动我国利率市场化的重要力量。不过，在提高金融效率、创造新盈利空间的同时，金融风险的交叉和传递也变得日益复杂，使流动性风险和市场风险愈发突出。2013 年的“钱荒”和 2015 年的股市波动，在很大程度上都根源于此。目前，跨市场交叉风险的主要来源是各类跨市场产品和业务创新，主要集中在“大资管”领域。根据相关研究，截至 2016 年末，我国各类金融机构提供的大资管类产品总量已超过 100 万亿，即便扣除重复计算部分，也应在 60 万亿左右。资管产品发展相当迅速，也由此积累了一定的风险。

第三是民间金融泛滥造成的风险。过去几年中，在互联网金融和创新金融的旗号下，民间金融(正规金融机构之外)又出现了一轮迅速的发展。与以往情况不同，这轮民间金融的泛滥多有借助互联网的名义或互联网的平台，实质上是非法的金融活动，但覆盖和影响的范围更加广泛。过去几年中，好几个暴露风险的平台，涉案金额都在几百亿数量级，涉及的投资人都在几十万人，遍布全国各地，其危害已远远大于传统的民间金融，甚至也要大于小型金融机构破产的影响。

《21 世纪》：金融风险集聚的主要原因是什么？

曾刚：信用风险主要还是来自于实体经济本身的调整。受国内外经济增速放缓影响，小微企业面临成本上升、资金紧张等问题，因抗风险能力较弱，对经济环境变化高度敏感，此轮商业银行信用风险反弹首先表现为小微企业违约率上升。随着风险不断扩散，许多中型企业、大型企业也开始陆续出现违约现象，商业银行不良贷款余额快速增长，信用风险集中爆发。

跨市场风险则在一定程度上源自于金融的过度创新，尤其是利用资管业务进行监管套利和空转套利，大大降低了监管的有效性。比较突出的，一是出于逐利和规避监管的目的，银行资产管理产品结构复杂，产品嵌套问题突出。无论是在资金来源还是在资金投向上，银行资产管理产品与同业机构、其他资产管理产品嵌套的情况都比较普遍。多层嵌套增加了资产管理产品信息不对称程度，投资者很难识别资金最终投向的风险状况，一定程度上导致风险在金融体系内部集聚和传染。二是“资金池”模式较为普遍。商业银行在资产管理业务资金筹集和投放过程中，一般采取滚动发行、集合运作的“资金池”模式，利用期限错配赚取溢价。期限错配模式必然会在流动性问题，如果整体的规模过大，甚至导致整个金融市场的流动性风险上升。

《21 世纪》：根据 wind 数据计算，2016 年 M2/GDP 的数值高达 208%，而 2008 年这一比值为 148%——八年间该比值上升了 60 个百分点。金融风险集聚与货币供应快速增长、融资环境整体宽松之间是否存在相关性？

曾刚：这一比值反映了宏观层面的金融风险，主要来自于货币信贷相对于实体经济的过度扩张。过去几年中，随经济结构调整，

GDP 增速持续下行，但货币信贷仍维持较快增长。近年来 M2/GDP 比值上升，金融业增加值占 GDP 的比重也上升。这些都反映了金融与实体经济的背离在不断加剧。这一方面导致资产价格的过快上涨，进一步扭曲了实体经济结构；另一方面，过度宽松的货币、信贷，也阻碍了供给侧结构性改革，尤其是去杠杆工作的推进。

《21 世纪》：金融风险集聚是不是反映了金融监管存在不严或滞后的问题？是不是分业监管无力应对混业经营的形势？

曾刚：部分金融风险，尤其是由于资管业务无序发展所导致的交叉风险，确实和监管有一定的关系。从本质上讲，为了保证金融创新的活力，金融监管往往都是滞后于创新的。但过度的滞后，又容易让不当的创新获得过度发展的机会。从过去一段时间的时间看，在资管业务领域，的确存在着监管过度滞后的问题。当然，这种滞后，在很大程度上是因为目前的分业监管框架。

目前，除银行以外，信托、证券、基金、期货、保险等金融机构纷纷发行自己的资产管理产品。发行主体不同，对应的金融牌照的价值就不同，资产管理产品的资金来源和投资范围也就不同。比如，《商业银行法》规定银行不能直接投资股权，但保险公司发行的资产管理产品则可以从事直投业务；此外，与银行牌照相比，信托牌照在资金来源和投资范围上都更加灵活。在分业监管的框架下，不同类型资产管理产品隶属于不同监管主体，由此导致监管标准不统一的问题。在这种情况下，由不同发行主体发行的本质属性相同的资产管理产品在实际中却适用了不同的监管标准，由此导致的不当创新（监管套利）在实际中较为普遍。

从未来看，应加强对跨行业金融创新的监管协调。首先，基于功能监管原则，由“一行三会”牵头，对于不同类型金融机构发行的具有相同属性的资产管理产品，尽快制定统一的管理办法，消除

监管套利的空间；其次，密切跟踪资产管理市场出现的新情况、新问题，强化“一行三会”的监管协调机制，对监管政策进行及时协调和调整，以适应市场发展的新变化。

此外还建立完善的信息披露制度。一是要尽快制定资产管理业务信息披露办法，对商业银行资产管理业务的资金来源和投向、业务规模、投资者结构、成本收益、风险状况等制定明确的信息披露要求，提高信息透明度和市场约束力；二是要完善信息统计制度，统一不同类型资产管理产品的统计口径，提高信息统计的精确性。

《21 世纪》：如何防控金融风险？

曾刚：信用风险方面。一是创新风险处置机制，运用债务重组、债转股等方式，有序推进存量贷款的处置。在维持企业平稳经营的同时，降低银行的长期风险；二是积极推进不良资产证券化等试点；三是为银行核销坏账创造更好的外部条件，提高核销效率；四是拓宽不良资产处置渠道，在原有的金融资产管理公司以外，引入私募基金等多元化市场主体，充分发挥市场机制在不良资产处置中的作用。五是提高银行风险抵御的能力，补充资本金，严格拨备计提要求等。

交叉风险方面。在完善监管制度、强化监管力度的同时，全面提升流动性管理能力，维护金融稳定。由于高度依赖金融市场，交叉（跨市场）风险的一大特征是流动性的急剧上升。因此，在宏观审慎管理中，流动性管理变得至关重要。有关部门有必要进一步完善流动性风险的监测体系，及时优化流动性管理工具，扩大流动性管理工具覆盖的对象，为更好维护金融体系稳定创造基础条件。

互联网金融或民间金融方面。一是要坚持实质重于形式的原则，规范互联网金融的监管。对借用互联网金融名义、但实质上属于民间金融的行为，按照已有的法律规定进行清理和限制，禁止事

实上触犯法律红线的行为，对已经产生严重后果的，应该追究法律责任。二是要持续加强公众性金融教育，加强对投资人的保护。三对真正符合客户利益和金融创新方向的互联网金融，进行一定的准入管理，建立、完善相关的监管体系。