

金融去杠杆发展及展望

研发部 戴晓枫 徐永

2008 年金融危机爆发后，我国政府实施相机抉择的货币政策和财政政策，并通过“四万亿计划”刺激经济发展。短暂的经济增长同时，房地产和金融业过度繁荣，与实体经济的发展不平衡，导致经济发展的结构性失衡。同时经济总杠杆率不断上升，包括实体经济负债水平、金融机构杠杆率都在同步提升，金融加杠杆特征已非常明显。2015 年末，以“三去一降一补”为主要内容的供给侧结构性改革开始实施，随后，金融去杠杆作为经济去杠杆中的重要一环，也被提上日程。2016 年至今，金融去杠杆已持续一年多，并已取得一定成效。本文将从金融加杠杆的背景、金融去杠杆的历程、金融去杠杆的成效阐述金融去杠杆的发展过程，并结合宏观经济和债券市场的发展对金融去杠杆进行展望。

一、金融加杠杆的背景

（一）杠杆的本质

杠杆的本质就是负债。从微观来说，实体企业为扩大经营，通过债务融资借入资金，投入生产和经营，在一定程度上可以实现更大的总资产和经营效益，因此被形象地称为加杠杆。

实体企业的杠杆，一般用资产负债率来衡量。从我国企业的融资方式来看，目前仍以银行信贷的间接融资为主，企业的债务融资新增，对应的是银行信贷资产增加，实体经济债务融资规模上升，银行的资产规模也会扩张。

总杠杆率一般由家庭、非金融企业、政府以及金融机构四个部门的杠杆率共同组成。金融杠杆（总杠杆率）是实体部门杠杆和金融机构自身杠杆的结合，总杠杆的上升是实体经济加杠杆和金融机构加杠杆共同作用的结果。

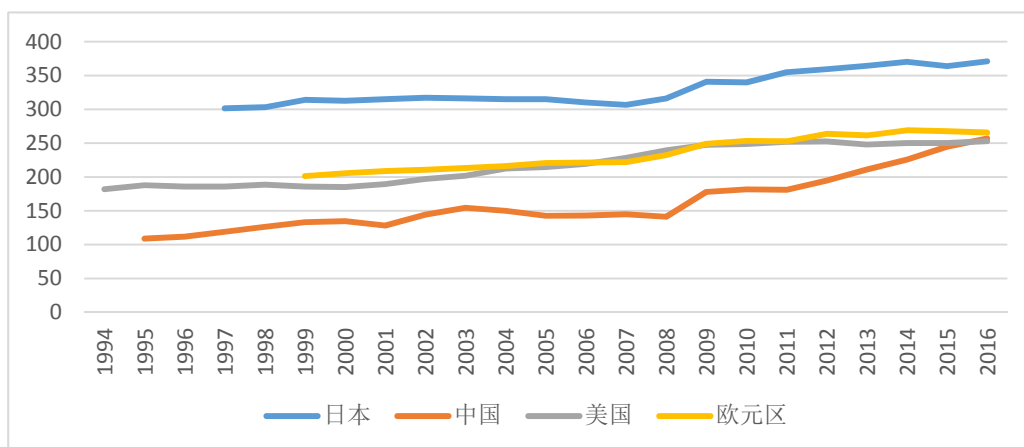
（二）杠杆的现状

1. 总杠杆率

国际和国内目前有很多机构都在统计中国的宏观杠杆率，比如国际清算银行（BIS）、世界银行、中国社科院等。BIS 只统计家庭、非金融企业和政府三部门所谓实体经济的杠杆率（一般认为金融部门杠杆率与实体经济三部门的杠杆率有交叉），统计口径是核心债务与 GDP 的比率，核心债务（core debt），包括贷款、债务证券等类型。

从 BIS 统计的三部门杠杆率结果来看，截至 2016 年年末，中国、欧元区、美国和日本的杠杆率分别为 257%、265.8%、252.9% 和 371%，主要发达经济体中，日本的杠杆率风险最高，中国的债务风险并不突出。

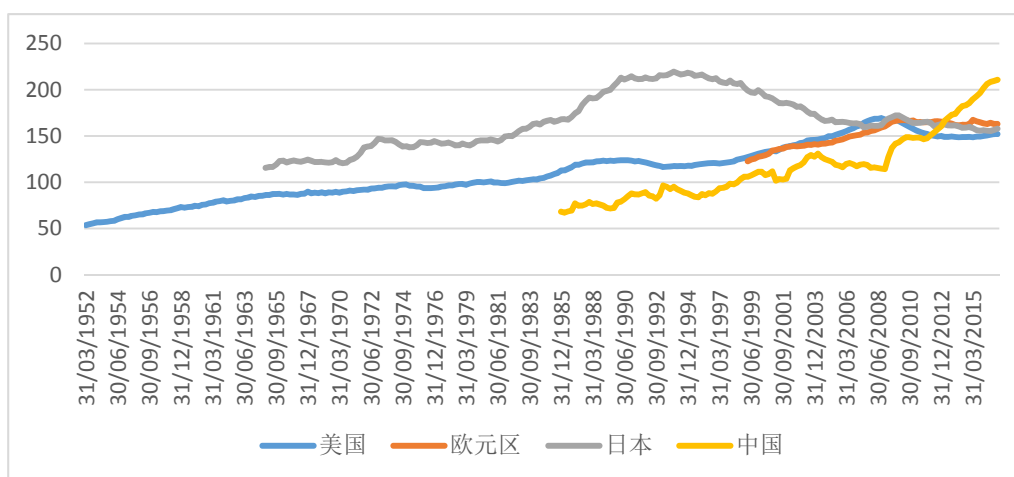
图表 1 主要经济体杠杆率比较（单位：%）



数据来源：BIS

不过如果只统计家庭和非金融企业两部门的杠杆率，截至 2016 年底，美国、欧元区、日本和中国的杠杆率数据分别为 152%、162.9%、158% 和 210.6%，中国的杠杆率水平最高，这也是国际市场对中国债务风险颇为关注的重要原因。

图表 2 主要经济体非政府部门杠杆率比较（单位：%）



数据来源：BIS

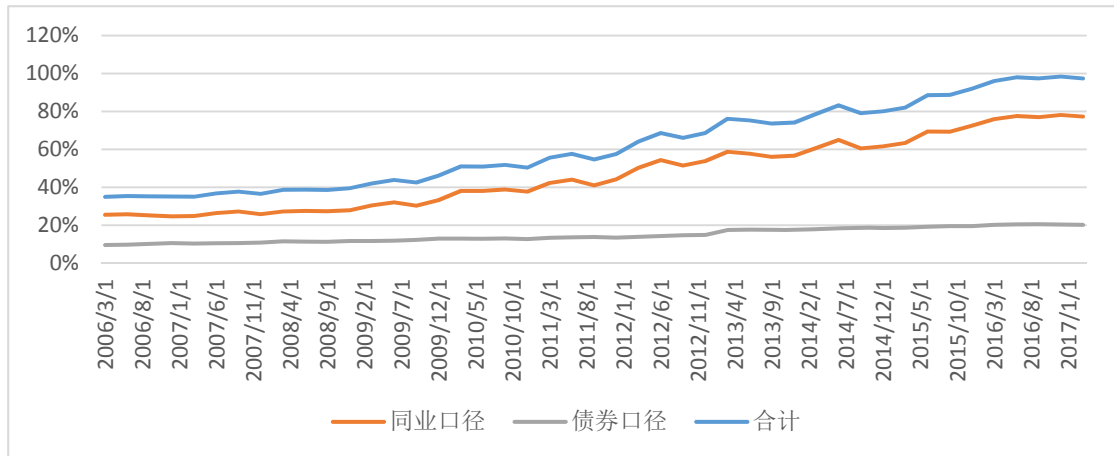
2. 金融部门杠杆率

金融部门的杠杆率方面，由于主要国际机构并不统计此项指标，所以目前可供国际比较的口径不多，从国内来看，一般纳入统计口径的金融部门债务包括金融机构发行的金融债券、金融机构之间的同业债务等，当然也有将两类债务相加

统计，或者再加上金融机构的央行负债等口径。

通过对金融机构发行的金融债券、同业债务及两类债务的合计值的测算，我国金融部门的杠杆率，特别是以同业债务口径统计的杠杆率，自 2009 年起快速上升。截至 2017 年一季度末，我国金融部门的同业债务、金融债券及两类合并的杠杆率分别为 77.26%、20.09%和 97.35%，而 2009 年初三项指标分别仅为 27.84%、11.59%和 39.44%。

图表 3 中国金融部门杠杆率测算（单位：%）

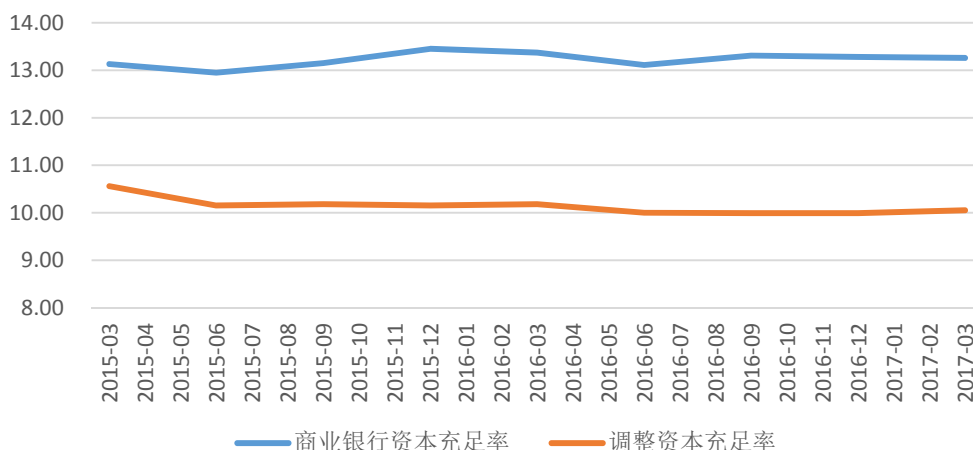


数据来源：WIND，新世纪评级整理

实际监管实践中，银监会统计商业银行体系的资本充足率和杠杆率，作为银行业金融机构的杠杆率指标；证监会对公募基金、证券公司自营业务、集合资产管理计划、私募资产管理业务，人民银行对银行间债券市场回购业务等也有具体的杠杆率规定。

2010 年起，我国商业银行资本充足率保持在 11.0%~13.5% 之间，这是非常健康的水平。但同业投资、表外理财等业务，由于存在监管套利等情形，资本计提可能并不充分。通过对银行投放同业、表外理财所占用的风险资产进行重新估计核算后，结果显示银行体系的资本充足率会在现有基础上下降接近 3 个百分点，约 8%~10%，接近监管红线。因此，由于表外加杠杆，银行实际的资本充足率情况可能并不如现有数据般乐观。

图表 4 商业银行资本充足率及调整（单位：%）



数据来源：WIND

（三）金融高杠杆的成因

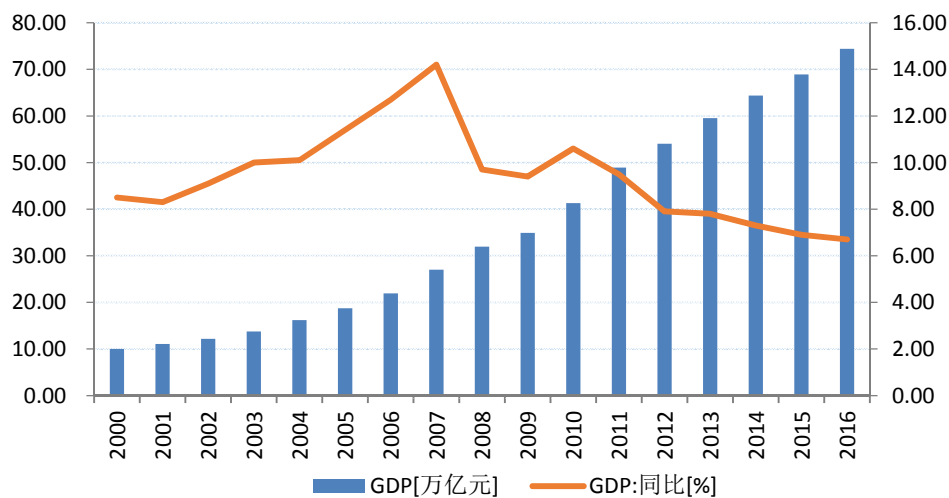
1. 实体经济加杠杆

（1）经济下行叠加货币宽松

从宏观来看，宏观经济下行，政府通过宽松的货币环境刺激经济增长的意图明显，持续加大对实体经济的信贷投放力度，为金融加杠杆提供了条件。

2008 年金融危机和 2009 年欧债危机后，全球主要经济体进入经济低速增长周期。同样，中国从 2008 年开始也经历了一个较长时间的下行周期。

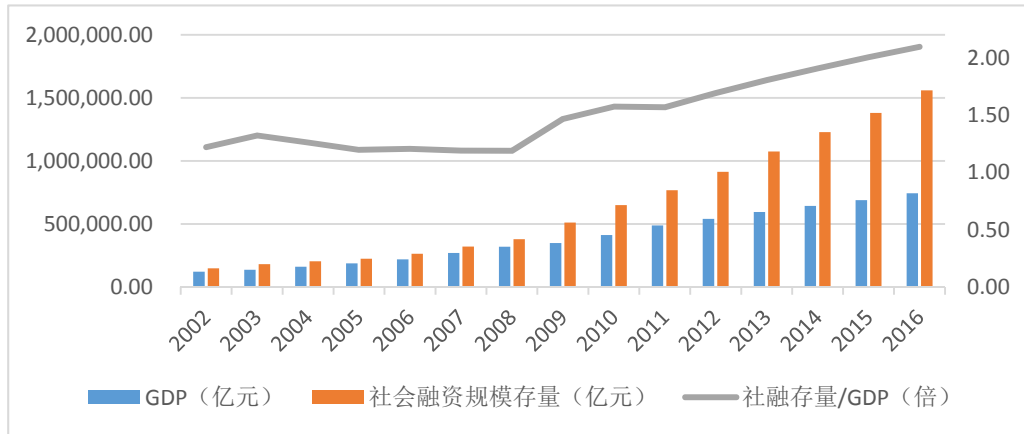
图表 5 2000 年至今中国 GDP 总量及增速（年度值）（单位：万亿元、%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

2008 年金融危机爆发后，我国政府实施了经济刺激计划（四万亿计划），同时货币政策也相对宽松，最终目的是要推动实体经济的发展。实体经济债务融资需求上升，也为金融加杠杆提供了有利的条件。

图表 6 社会融资规模存量与 GDP 的比例（单位：亿元、倍）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

从社会融资规模增长情况来看，从 2002 到 2016 年，社融规模从 2.01 万亿元增长到 17.80 万亿元，扩大近 9 倍。特别是 2008 年经济危机后，2009 年社会融资规模较 2008 年增长了 99.28%，接近翻倍。

从社融存量与 GDP 的比例来看，也是从 2009 年起出现了显著增长，且保持持续走高的态势，2016 年这一比值达到 2.1 倍。

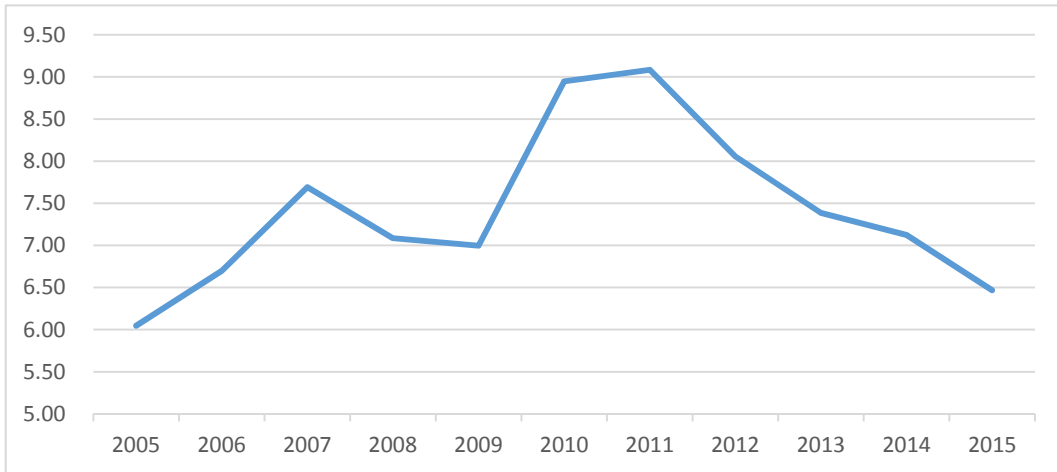
但社会融资的扩大，对经济增长的拉动效果并不明显，实体经济的债务融资规模虽然在扩大，但边际效应趋弱，GDP 增长率 2010 年回升至 10.60% 后，便进入波动下行周期。

（2）企业债务负担加重，被迫加杠杆

随着经济下行，企业经营风险加大。债务规模扩张带来的资产膨胀并未形成有效的利润增长，反而利息支出的负担却越来越重，严重影响了企业的投资和回报。

对于非金融企业而言，2017 年上半年债务总额与 GDP 的比例约为 156%，如果用非金融企业的债务总额与非金融企业贷款加权平均利率，来测算其每年的利息成本，2016 年仅利息支付就要达到 4.4 万亿元，接近当年整体非金融企业新增融资总量的 50%，债务规模的膨胀，使得利息支付成为企业的巨大负担，同时也成为企业继续加杠杆的重要原因。

图表 7 工业企业资产收益率（单位：%）¹



数据来源：WIND，新世纪评级整理

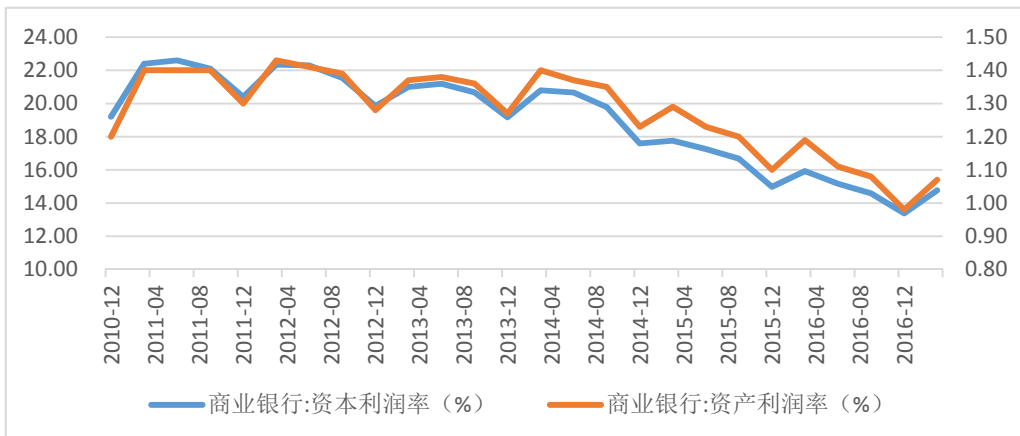
2. 金融机构加杠杆

（1）受实体经济投资回报率下降影响，商业银行盈利压力上升

商业银行利润来源主要为存贷款的息差收入。实体经济投资回报率下降，商业银行也面临较大的利润压力。

同时 2013 年起，我国利率市场化进程加快，存贷款利率逐步放开，商业银行同业竞争激烈，进一步导致银行的息差收窄，盈利压力大幅上升。

图表 8 商业银行利润率（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

商业银行通过表外业务扩大负债端，做大资产端，规避信贷以及资本计提方

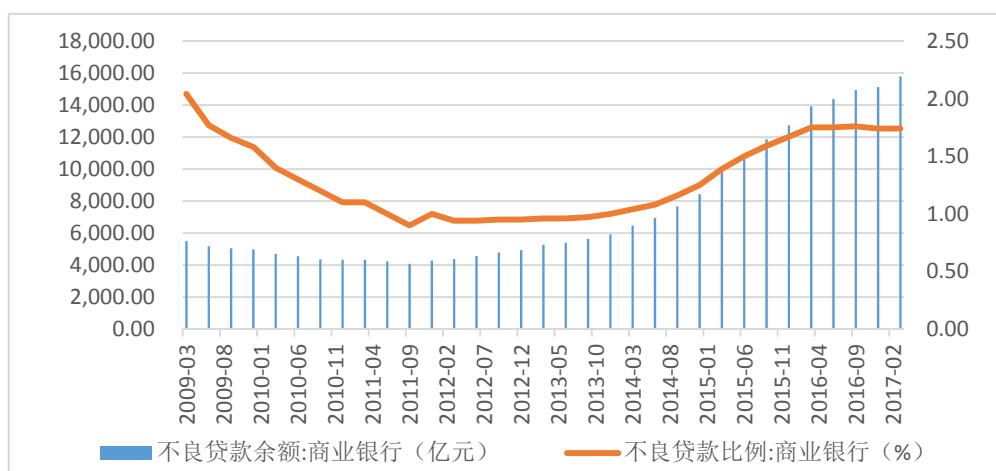
¹此处定义：资产收益率= 利润总额/总资产 × 100%

面的监管要求，博取更高利益的诉求日益显现。

（2）企业违约风险增大，银行不良率连年攀升，融资链条延长

随着宏观经济环境的变化和企业经营压力的上升，我国企业的违约风险也逐步增大。从商业银行不良率数据来看，2011年以来，不良贷款余额逐年增加；不良贷款比例自2013年的最低点（0.98）后连续攀升，至2016年9月达到1.76，之后再小幅回落。

图表 9 商业银行不良贷款余额和比例（单位：亿元、%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

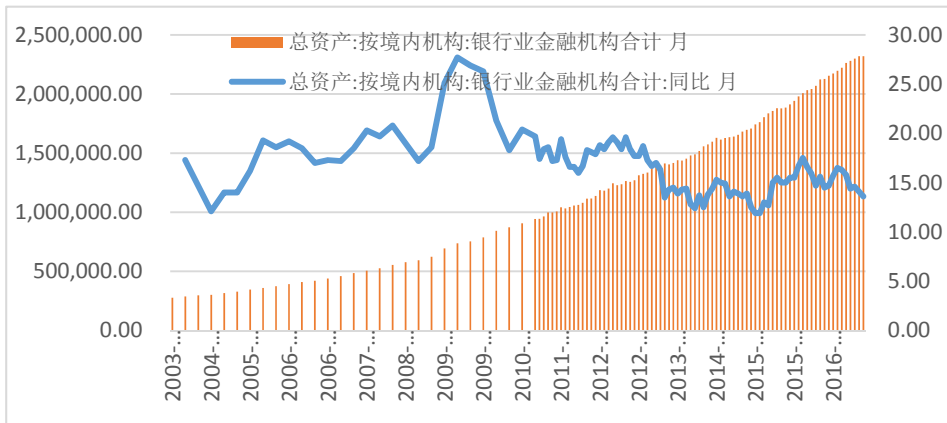
从债券市场来看，自2014年“11超日债”发生实质违约以来，债券市场的违约已进入常态化。但从已发生违约的企业类型来看，仍以民营企业居多。在银行信贷方面亦是如此，民营企业的信用风险远高于国有企业。因此，商业银行为追求资金安全性，将部分资金投向大型国企、城投平台、房地产企业、非银金融机构等相对安全的客户。当然，这些客户未必是最终的资金使用者，或者说他们融资需求仅占其中的一部分甚至一小部分，他们将富余的资金以更高的成本转贷给实际需要的实体企业，造成了资金链条延长且日趋复杂，金融市场交叉性和跨市场交易增多，金融机构资产规模扩张迅速。

（3）商业银行同业、委外业务快速扩张，银行体系资产规模不断膨胀

部分商业银行在传统信贷业务获利难度加大及监管套利的驱使下，将业务重心转向了同业业务和金融市场业务，银行体系资产规模并在同业理财、委外投资的带动下不断膨胀。

银行业金融机构的总资产从2003年底的27.6万亿增加到2016年底的226.2万亿，年平均增速接近18%，超过同期名义GDP14%的平均增速。

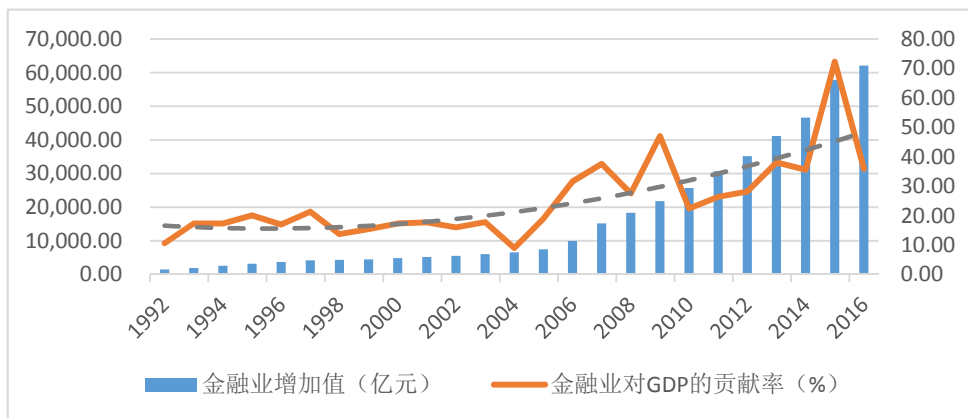
图表 10 银行业金融机构资产走势（单位：亿元、%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

整体来看，近十年来，我国金融业发展迅猛，金融业增加值快速上升，金融业对 GDP 的贡献率也处于波动中上扬态势。与金融业发达的美国和日本相比，我国金融业对 GDP 的贡献率已明显偏高。

图表 11 金融业增加值和对 GDP 累计同比贡献率（单位：亿元、%）

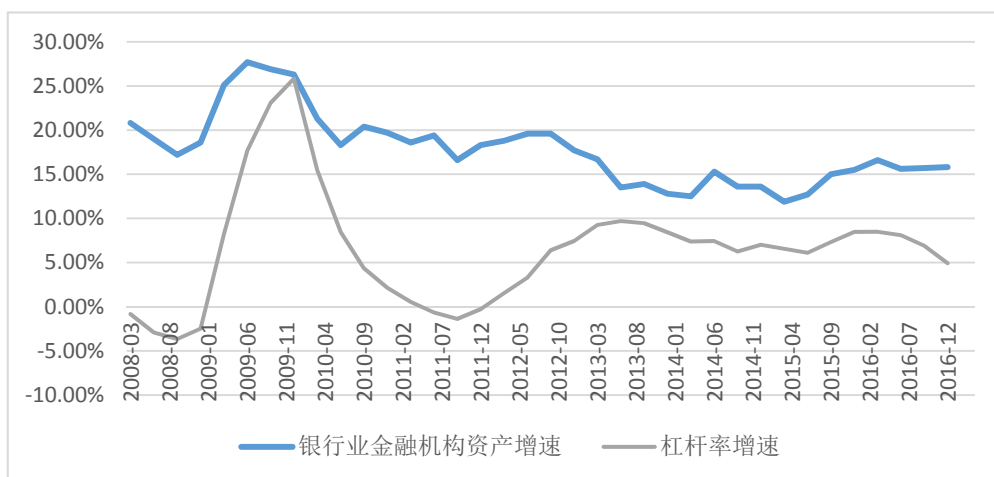


数据来源：WIND，新世纪评级整理

3. 银行部门资产增速快于实体经济杠杆增速，金融部门扩张存泡沫风险

银行业金融机构的资产增速持续偏高，且总体仍然处于上升势头；而实体经济（三部门）总杠杆率虽然趋势向上，但增速开始向下。二者之间的缺口，显示当前商业银行体系加杠杆导致的资产泡沫风险不容忽视，经济去杠杆势在必行。

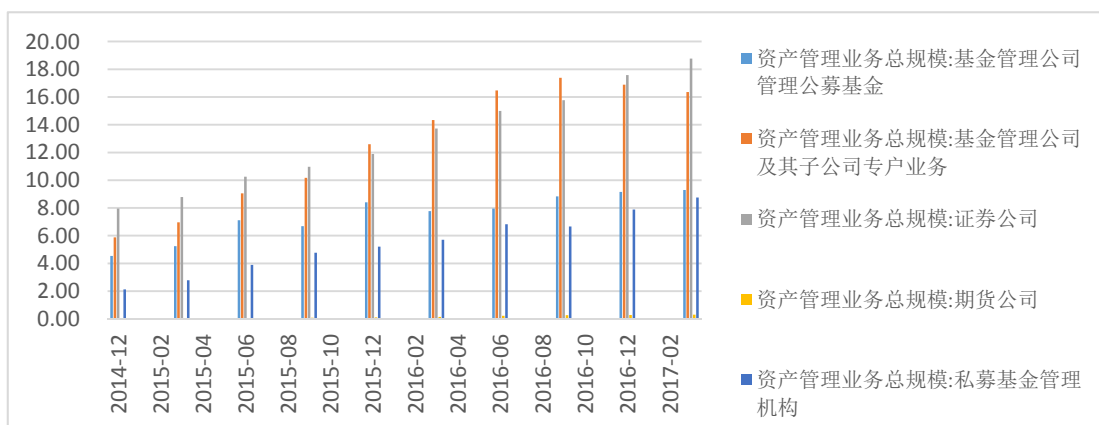
图表 12 总杠杆率增速与银行业总资产增速（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

不仅商业银行，非银金融机构资管规模也同样处于高速扩张中。公募基金、基金及其子公司专户、证券公司资管、私募基金的资管规模，2014年年底分别为4.54万亿、5.88万亿、7.95万亿和2.13万亿，2016年年底分别达到9.16万、16.89万亿，17.58万亿和7.89万亿，年化增速高达59%。

图表 13 非银金融机构资管规模（单位：万亿元）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

二、金融去杠杆初见成效

（一）本轮去杠杆历程

（1）2016年，宏观审慎评估体系（MPA）正式推行

2016年起，央行将2011年推出的“合意贷款及差别准备金动态调整”的信贷管理模式升级为“宏观审慎评估体系（MPA）”，资产多元化趋势下，系统性金

融风险防范成为监管层的核心关注。

(2) 2016 年下半年起，监管方多项政策密集出台，金融去杠杆力度持续加大，金融监管进一步趋严

2016 年二三季度中央政治局会议和年底的中央经济工作会议均强调了“抑制资产泡沫”、“防范经济金融风险”、“提高和改进监管能力”，表明了中央对去杠杆、防范金融风险的决心；8 月底央行锁短放长，隔夜流动性继续收紧；2017 年一季度央行进行 MPA 考核时正式将表外理财纳入广义信贷范围；4 月份银监会连出 8 道文，监管内容涉及“三违”、“三套利”、“四不当”等各种金融乱象，从多项重点领域加强银行业风险防控。

同期，房地产调控加码、财政部对地方政府举债融资监管持续加强，房地产企业和城投平台的融资政策和环境明显趋紧。

(3) 2017 年 5 月央行适当加大对市场流动性的投放力度，监管层“温和去杠杆”信号逐步释放，从目前的市场反应来看，金融去杠杆已基本进入政策消化期

5 月份，央行为缓和短期资金面紧张的局面，通过采取公开市场操作及 MLF（中期借贷便利）、SLF（常备借贷便利）等工具适当加大了对市场流动性的投放力度，债市流动性压力相应下降。7 月份，央行未续作 28 天逆回购。

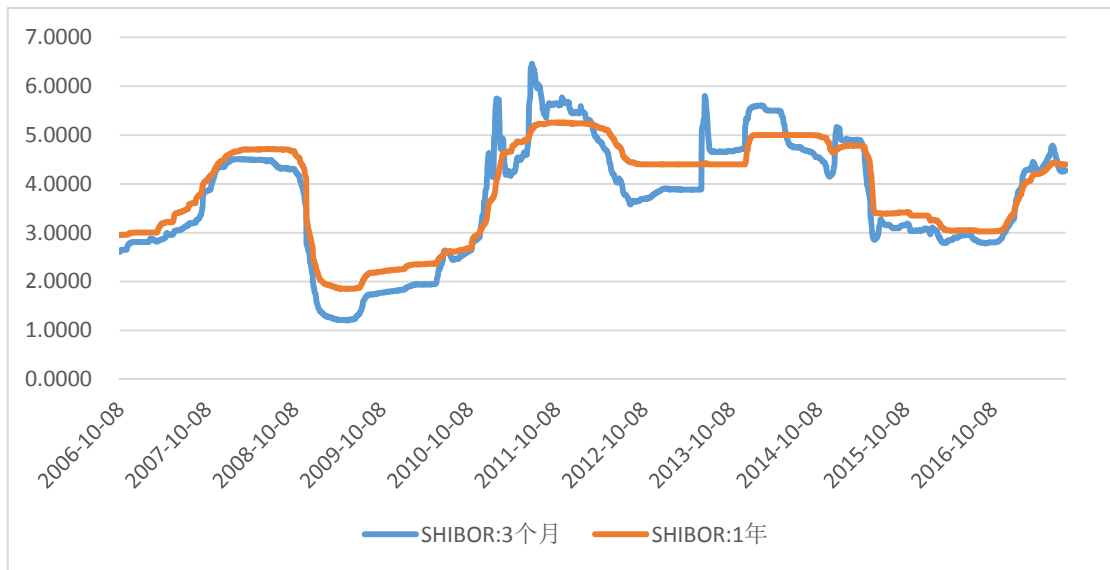
银监会 5 月 12 日通报会提出，自查和整改之间安排 4 到 6 个月缓冲期，实行新老划断；证监会也明确了资金池监管并非新增要求。

(二) 去杠杆初见成效——微观市场表现

(1) 利率水平有所回落

目前，市场利率水平虽仍处高位，但上升势头趋向缓解，在 MPA 半年末考核后，货币市场利率已有所回落，资金面较前期明显宽松。

图表 14 3 个月和 1 年期 SHIBOR 利率走势 (单位: %)

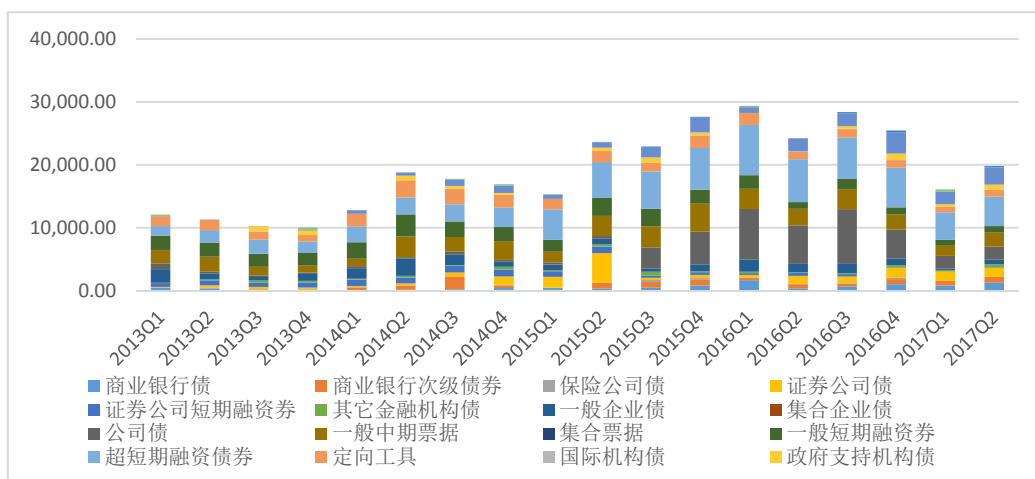


数据来源: WIND, 新世纪评级整理

(2) 信用债发行量持续萎缩, 但萎缩幅度持续收窄

债券市场上半年信用债发行仍处于同比萎缩状态, 但萎缩幅度在近几月已持续收窄, 以商业银行债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等为代表的传统信用产品发行规模合计 3.59 万亿元, 同比下降 33.62%, 降幅较 1~5 月收窄 3.46 个百分点。

图表 15 债券市场信用产品发行情况 (单位: 亿元)



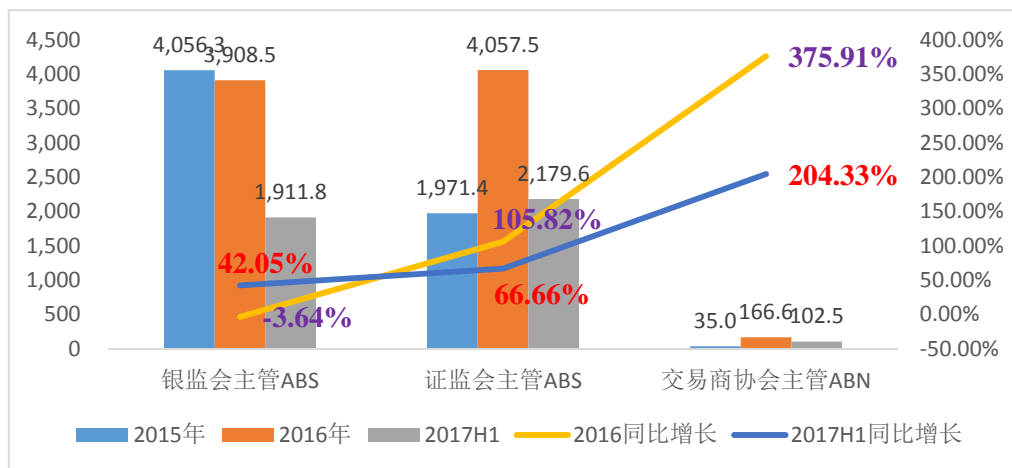
数据来源: WIND, 新世纪评级整理

(3) 资产证券化业务仍继续保持较好增长势头

2016 年上半年, 银监会主管的 ABS 同比增长 42.05%, 证监会主管的 ABS

同比增长 66.66%，交易商协会主管 ABN 整体发行量较小，但同比增长也达到了 204.33%。

图表 16 各监管口径资产支持证券发行情况（单位：亿元、%）



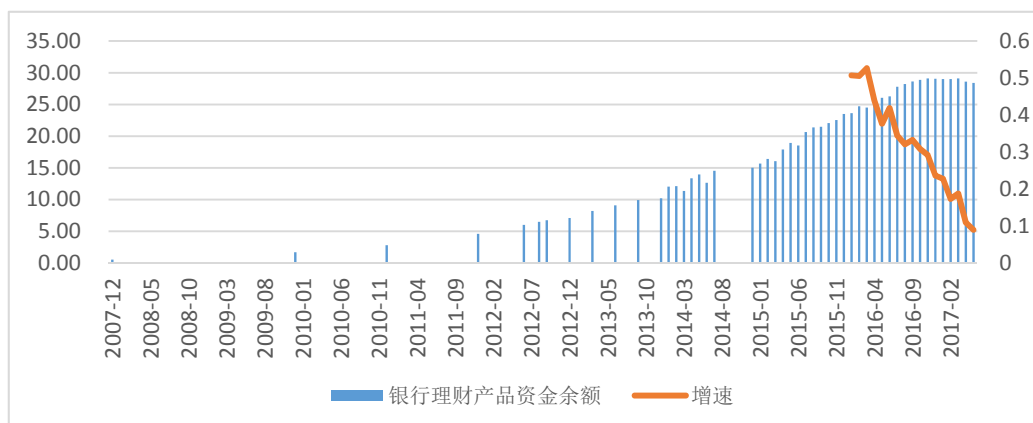
数据来源：WIND，新世纪评级整理

（4）非银金融机构资产规模下降，银行理财增速放缓

非银金融机构的资产管理业务总规模在今年一季度增长至 53.47 万亿后，二季度末已经出现回落，规模降至 52.80 万亿元。

2016 年银行理财产品的余额为 29.05 万亿元，而根据银监会一季度以及媒体的数据，今年 3 月份和 5 月份的余额数据分别是 29.1 和 28.4 万亿，且从增速上来讲不断下降，去年底的同比增速是 23.6%，3 月份降低到 18%，而 5 月份的同比增速已不到 10%，MPA 将表外理财纳入监管，有望挤掉“同业存单--同业理财--委外--同业存单”等套利模式带来的业务水分，降低金融机构的内部杠杆。

图表 17 理财业务发展情况（单位：万亿元、%）

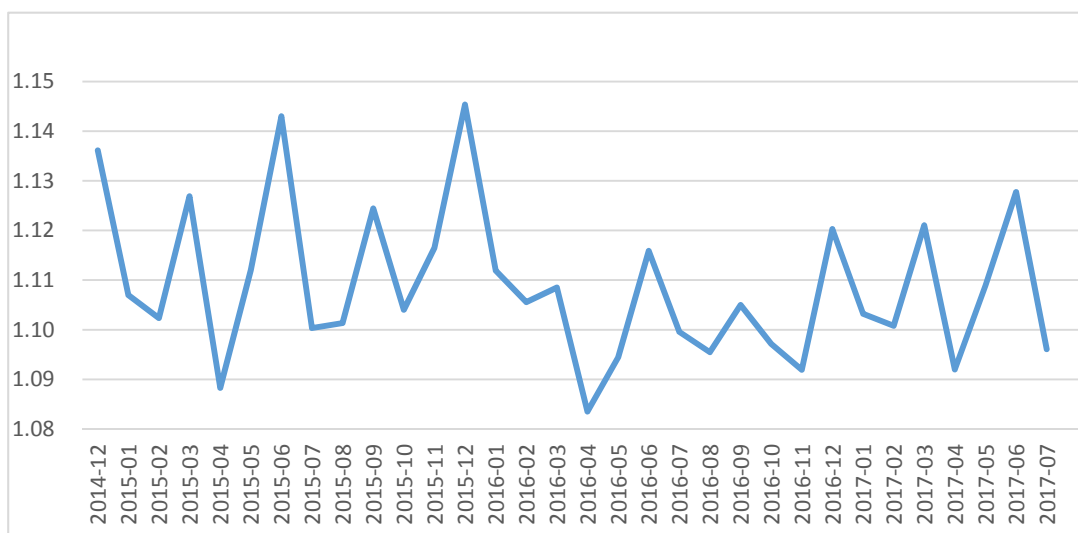


数据来源：WIND，新世纪评级整理

(5) 银行间债市杠杆率波动下行

从债券市场的杠杆率来看,2015年至2016年一季度,债市杠杆率有所下滑,2016年4月以来的杠杆率继续走升,今年7月份虽然非银同业债务回升显示非银机构的杠杆率可能有所抬升,但整体银行间的杠杆率继续回落,债市杠杆率在监管高压和机构趋利性操作博弈中波动下行。

图表 18 银行间债券市场杠杆率估算(单位: %)



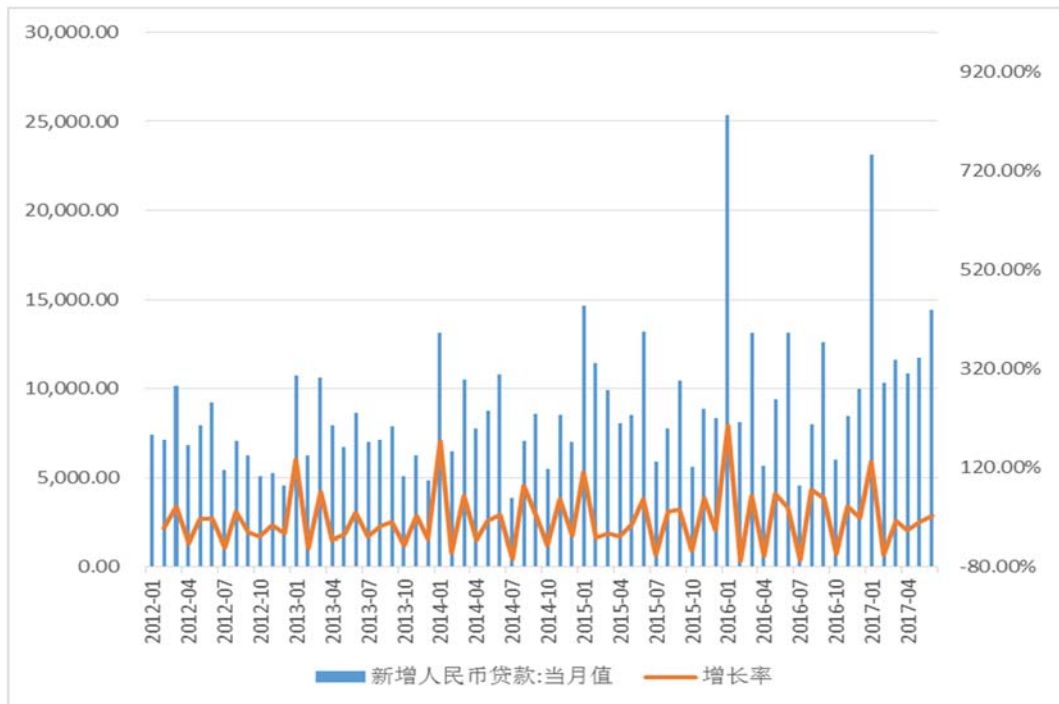
数据来源: WIND, 新世纪评级整理

(三) 去杠杆初见成效——宏观指标改善

(1) 新增社会融资规模增速继续下降

2017年上半年,我国新增社会融资规模11.17万亿元,同比增长13.86%,其中,6月当月社会融资规模增量为1.78万亿元,同比增长8.02%,增速继5月回落后再次大幅回落48.9个百分点。从构成上看,6月份对实体经济发放的人民币贷款增加1.45万亿元,同比增长10.2%,较上月下降15.4个百分点。表明实体部门整体融资意愿有所减弱。

图表 19 新增人民币贷款规模及增速（单位：亿元、%）

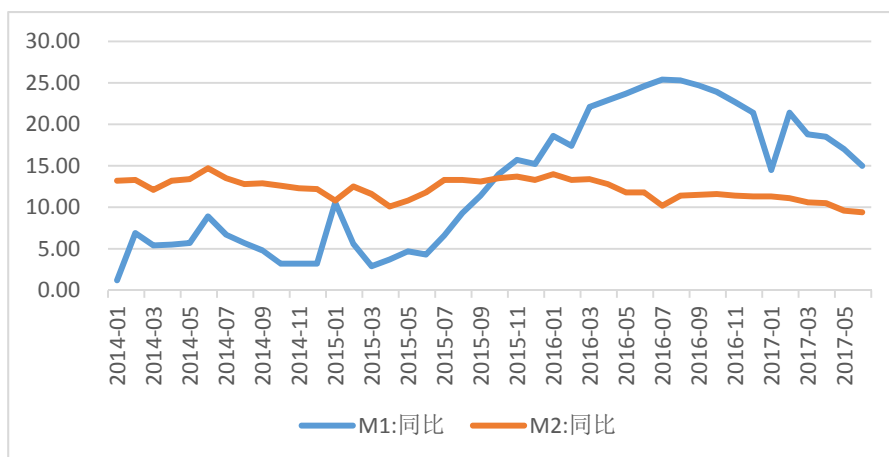


数据来源：WIND，新世纪评级整理

(2) M2 增速连续两个月低于两位数，6 月再创新低

自 M2 增速 5 月首次低于两位数以来，6 月再创新低。据央行 7 月 12 日发布的 2017 年上半年金融统计数据报告显示，6 月末，广义货币 (M2) 余额 163.13 万亿元，同比增长 9.4%，较上月末和上年同期末低 0.2 个和 2.4 个百分点，再创历史新低。狭义货币 (M1) 余额 51.02 万亿元，同比增长 15%，增速分别比上月末和上年同期低 2 个和 9.6 个百分点。流通中货币 (M0) 余额 6.7 万亿元，同比增长 6.6%。

图表 20 我国货币供给增速（单位：%）



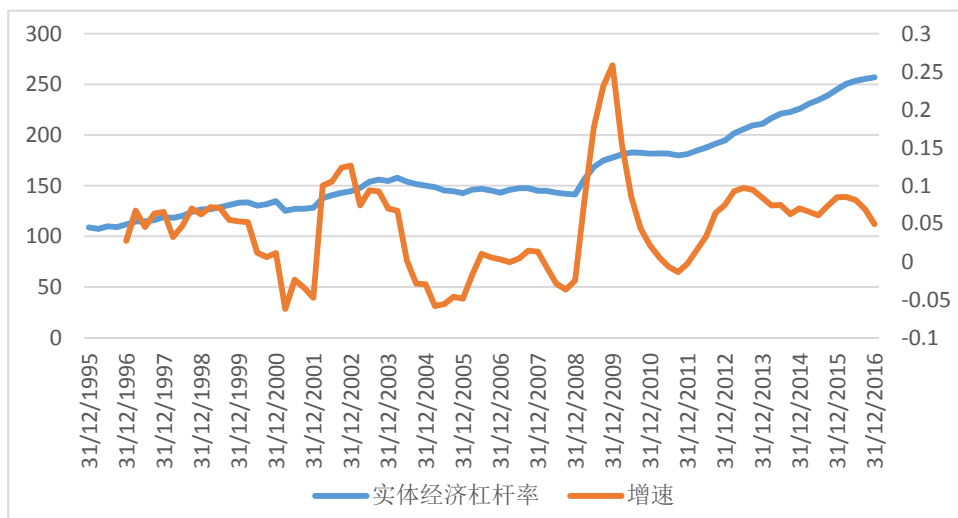
数据来源：WIND，新世纪评级整理

目前信贷规模持续处于相对高位，金融部门的 M2 低位徘徊，M2 增速下降的原因可能来自于去杠杆背景下，同业、资管、以及影子银行活动高度关联的商业银行股权等科目扩张放缓，导致金融体系内货币派生在收缩，派生存款下降。随着金融体系去杠杆的进一步深化，M2 增速回归低速增长将成为常态。

(3) 实体经济杠杆率增速下降，金融机构资产增速放缓，调整后的资本充足率微升

金融杠杆的一部分来自实体经济的支撑，根据前述债务率的数据，家庭、非金融企业、政府合计的债务率增速 2016 年一季度以来已经处于缓慢下降的状态。

图表 21 中国杠杆率与增速对比（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

从金融机构资产负债表的角度，资产增速的下降，资本充足率的提高，都可能对应杠杆的回落，银行业金融机构的资产增速已经在下降，2016 年 11 月份为 16.3%，而今年四月底为 13.6%。

从资本充足率的角度而言，银监会公布的商业银行资本充足率 2016 年以来虽略有下降，但我们增加表外资产和理财部分核算的资本充足率却显示今年一季度的资本充足率较去年年底有微弱回升，从 10% 上涨到 10.05%。

总体而言从微宏观的角度来看，金融机构之间通过套利交易自身加杠杆的行为，在 MPA、等政策的监管下，已有明显压缩，金融去杠杆取得的效果还是较为明显的。

三、金融去杠杆展望

(一) 从全国金融工作会议看未来金融去杠杆

在7月14-15日召开的全国金融工作会议中，中央并未提到金融去杠杆，也没有明确表示要加快去杠杆，而是强调了金融作为国家重要核心竞争力的地位，并明确了“四项原则”和“三项任务”。四项原则是金融工作回归本源、优化结构、强化监管、市场导向；三项任务是服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革。

我们判断，未来金融去杠杆将持续、稳步推进，“紧货币、严监管”仍将是主基调。主要措施包括：坚定执行稳健的货币政策；推动经济去杠杆，特别是去国企杠杆、去政府杠杆；强化协调监管、补齐监管短板；发展直接融资、改善间接融资结构。

(二) 其他相关方面

1. 宏观经济：投资对GDP拉动效应减弱，基建、房地产投资增速下滑；短期承压，长期仍将保持中高速增长。

2017年上半年，GDP增速实现6.9%，好于预期。从当前对GDP拉动的支柱来看，呈现消费和净出口上升，而投资下降的局面，今年上半年净出口的动能有所加强，消费平稳增长，但预计投资下半年的下行压力将较大。特别是基建、房地产投资增速下降，加上去杠杆的滞后效应，预计下半年经济增速将有所回落。

但长期来看，随着供给侧结构性改革的深入推进、经济结构优化、产业升级、内需扩大，我国经济有望保持中高速稳定增长。

2. 融资环境：目前融资成本已处于相对高位，未来大幅下降的可能性不大；货币供应量偏紧，维持货币和融资的新的供需平衡；银行信贷额度减少，直接融资规模将有所回升。

目前市场利率总体已趋于缓慢回落，在稳健中性的货币政策环境下，将逐步趋于平稳运行，未来大幅下降的可能性不大。

从央行对流动性的调控来看，今年以来表现出对市场流动性把握精准、调控水平明显提升的趋势，因此未来货币放水的概率较低，货币和融资将维持在新的紧平衡状态。

同时，由于上半年银行信贷额度投放力度较大，贷款利率也在逐步，未来随着银行信贷额度的逐步减少，实体经济融资由间接融资转向直接融资的可能性较

大，但社会融资总规模增速预计将继续放缓。

3. 债券市场：传统信用债缩量，资产证券化业务仍将保持高速增长；权益类资本工具发行规模将保持上升趋势；“债券通”的实施将吸引更多的境外投资者投资境内债券市场。

二季度信用债发行总量较一季度增长 23.38%，预计下半年发行将进一步提速，但全年总发行量应不及去年。

资产证券化是推动企业去杠杆的有效途径之一；同时，随着绿色 ABN 为代表的绿色资产证券化和 PPP 项目资产证券化等创新产品的推出，基础资产种类进一步丰富，资产证券化市场将保持高速增长。

优先股、永续债、商业银行二级资本债等作为去杠杆的有效手段，未来发行量将持续上升。

中国债券市场经过 10 多年的发展，目前已成为全球第三大债券市场，仅次于美国和日本。但境外投资者的持有比例很低，只有约 1.3%。因此，“债券通”的实施将吸引更多的境外投资者对境内银行间债券市场进行投资。

总体来看，结合全国金融工作会议对发展直接融资的重视，未来中国债券市场发展前景长期看好。