

金融去杠杆走向何方？

海通证券 姜超

防风险”和“去杠杆”将成为17年上半年货币政策的主要基调。春节前一周以来，由于央行上调MLF、逆回购、SLF等利率，导致债市再度调整。央行的多重措施也显示其去金融杠杆的决心。但是，去杠杆究竟去的是什么杠杆？有哪些措施来去杠杆？

当前债市杠杆高不高？

1) 债市总体杠杆小幅趋降。狭义债市杠杆指的是机构通过质押回购获取收益所加的杠杆率情况。通过测算发现，交易所市场的杠杆率一般在120%-130%之间，明显高于银行间杠杆，后者一般在105%-110%之间。

16年3季度开始，央行货币政策中性的同时，通过拉长久期的方式试图去杠杆，我们看到4季度银行间杠杆从108%下降至106%左右，而交易所杠杆从128%下降到125%左右，回购杠杆的确有所趋降，整体杠杆水平并不十分高。

2) 回购余额与成交量仍高。反应债市狭义杠杆的另一个指标是质押回购的日成交量和存量余额，其变动比整体杠杆率明显。

数据显示，从15年开始，由于回购利率波动下降，银行间质押回购的日成交量从不到1.5万亿上升到16年7月峰值接近3.3万亿。而在16年3季度由于央行去杠杆政策和债市调整，日成交量逐步回落至2-2.2万亿，对应待购回债券余额也从3季度的4万亿回落至3.5-3.6万亿左右。

3) 机构间杠杆分化，非银高于银行。从整体债市的杠杆率看，似乎银行间市场机构并没有加很高的杠杆，但是从分机构来看，一般全国性大行的杠杆率普遍低于105%，城商行农商行也可能达到120%-130%；非银金融机构的杠杆率普遍要高于银行，券商的银行间杠杆率一直居高不下，而包含理财的广义基金一般杠杆率在110%左右。

16年4季度，在整体杠杆率趋降的同时，此前杠杆较高的城商行、农商行和券商的杠杆率也有所下降，广义基金和理财杠杆率则较为平稳。通过以上分析，狭义债市的杠杆率并不高，16年4季度在去杠杆政策下也有所成效，为何17年1月出现了MLF利率上调、同业存单或纳入负债的进一步政策？我们认为有几个原因：

1) 15-16年包括地方债在内的

大量债券供给扩大分母，稀释了杠杆率；2) 整体杠杆不高，但部分中小银行和委外户杠杆不低，边际需要去杠杆、防风险；3) 除了质押回购加杠杆，银行和非银机构的规模扩张对应了整个金融业的广义加杠杆，增加了整体风险，央行需要去的杠杆，还包括同业信用扩张。

急速扩张的信用

现象一：银行资产负债表扩张。

过去几年金融行业大发展，各类机构的资产规模都出现了明显扩张，首先是银行资产负债表的明显增长。

数据显示，14年以来，我国银行总资产同比增速持续在10%以上，15年更是显著扩张、增速达到17%，16年也维持在15%以上。但是因为外汇占款下降，货币当局的储备货币却反而减少，15年下半年到16年上半年，货币当局基础货币增速一度为负。

另一方面，从银行负债端看，由于存款向理财转移，存款占银行负债的比例从14年的75%下滑至16年的70%，银行通过发行债券、银行和非银同业等方式主动负债，支撑资产端的扩张。

现象二：同业理财增长，存单对

接表外资产。伴随着同业存单扩容,银行的同业理财也在16年迎来高速增长,背后是表内转表外的扩张。一方面,银行通过“同业存单和同业负债(表内)-同业理财(表外)-直接配债/委外投资”的方式进行债券投资,参与债券牛市中。另一方面,银行也可通过这一链条来配置高收益的非标类投资,反映为15年以来,股份制银行的应收款项类资产占总资产的比例明显增加。

16年6月末,银行理财余额规模在26万亿左右,其中银行同业理财4万亿,而对比15年6月,银行同业理财仅1.8万亿,同比增速达到120%,足以可见这两年银行表外同业的扩张速度。

现象三:大资管繁荣时代。与银行表内资产负债表扩张同步的还有非银大资管时代的到来。15年初,银行理财余额规模在15万亿左右,而到了16年6月余额增长至26.3万亿,同比增长超过50%。我们预计2016年末理财余额规模可能达到28-29万亿,全年增长5-5.5万亿,同比增速仍达到20%-23%。

金融去杠杆走向何方?

1) 去杠杆方式一:控制基础货币。基础货币和货币乘数决定了总体信用扩张(总货币量)程度,去杠杆的本质是抑制信用的无序扩张,降低整体金融行业和实体经济的系统性

风险。

但是如果央行对冲外占下降不及时,货币缺口扩大导致基础货币余额迅速减少,可能导致资金面异常紧张,例如16年10月末和11月末的流动性匮乏,甚至可能使得信用扩张的泡沫被打破,因此去杠杆还需要通过降低货币乘数等其他方式来达成。

2) 去杠杆方式二:准备金率调节货币乘数。去杠杆的第二种方式是通过法定存款准备金率来调节货币乘数,包括调整存款准备金率,和对当前不缴纳准备金的部分再度征收法定准备金。历史数据显示,当存款准备金率提高时,例如2006-2008年间,对应货币乘数明显下降,从4.5以上下降至3.7左右,但是存款准备金率作为传统的货币工具,其宽松或收紧信号较强,因此相对使用较为谨慎。

3) 去杠杆方式三:收窄利差,抬高负债成本。去杠杆的第三种方式是抬高金融机构的负债成本,收窄资产与负债的利差,引导机构去杠杆。央行自16年3季度开始,便抬高了市场资金成本中枢,当时采用的是拉长流动性工具久期的方式。通过这一方式,可以收窄资金利率和债券/理财收益率之间的利差,降低金融机构的杠杆收益,引导机构主动去杠杆。另一方面,市场利率的逐步抬高,也将改变机构对于后续利率继续降低的预期,使得信用扩张放缓。

4) 去杠杆方式四:风险准备金制度与规范杠杆率。此外,监管机构可以通过一系列措施增加交易成本,规范机构杠杆,包括风险准备金制度、对账户和产品进行杠杆率规定。例如16年银监会出台了银行表外业务风险管理征求意见稿,要求表外业务按照实质重于形式的原则计提风险,与此前127号文中对同业资产的监管类似。

而杠杆率规定方面,16年证券资管“八条底线”修订版正式出台,规定股票类结构化产品的产品杠杆不超过1倍,固收类结构化产品的产品杠杆不超过3倍,结构化产品的资产杠杆率不超过140%,一对多非结构化产品的资产杠杆率不超过200%。而银行理财新规征求意见稿也规定理财产品总资产不能超过净资产的140%。

5) 去杠杆方式五:MPA直接控制扩张。16年MPA考核正式实施,影响银行资产配置。16年初,在利率市场化、同业大发展的背景下,央行将过去的信贷管理升级为“宏观审慎评估体系(MPA)”,构建包括各项贷款、债券投资、股权及其他投资、买入返售资产及存放非银金融机构款项在内的广义信贷考核指标,通过广义信贷、同业负债、资金用途等考核直接控制调节银行的资产负债扩张。■