# 过度紧缩的去杠杆非常糟糕

各位领导、各位来宾：

结合今天论坛“防范化解重大金融风险”的主题，我围绕宏观经济去杠杆和金融产品创新的风险防范两个问题，谈谈我的看法。

****一、关于宏观经济去杠杆****

去年以来，习近平总书记对当前中国经济去杠杆多次作出重要指示，要求把去杠杆、防风险的工作作为今年三大关键性的重点任务之一，以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来。目前，我国的宏观杠杆率确实比较高，具体有四个指标可以衡量：

一是M2。2017年，中国M2已经达到170万亿元，我国GDP是82万亿，占比已经达到2.1：1。相比而言，美国的M2跟GDP比是0.9:1，现在M2大约是18万亿美元。所以，我们这个指标显然是非常非常地高。

二是金融业增加值占GDP比重。2005年，我国金融GDP比重只有4%，之后迅速上升，2016年年底是8.4%，去年底是7.9%，今年1-5月份还是在7.8%左右。从全球看，全球金融增加值占GDP的4%左右。我国这一比重，已超过美国、英国、德国、日本等主要经济发达国家。在西方，金融业比重过高往往意味着经济危机的到来。比如，日本1990年达到高点6.9%，随后经济危机爆发，资产负债表衰退，步入“失去的二十年”。美国2001年达到高点7.7%，之后互联网泡沫破灭，2006年达到7.6%，之后次贷危机发生。

三是宏观经济杠杆率。去年，包括政府的债务，居民的债务和非金融企业的债务加在一起差不多是GDP的250%，在世界上处在较高的位置。在这三大部分的债务杠杆之中，去年底政府的总债务是37万亿人民币左右，占GDP的47%左右。居民的债务，过去几年增长的比较快，目前占GDP比重是45%左右。非金融企业的债务，这个债务占GDP的160%左右，这个量是非常大的。目前，美国也是250%，日本有350%，英国也比较高，意大利等欧盟国家中财政比较差的国家也异常的高。即使这样，我国也排在世界前列。

四是全社会新增融资中的债务率。每年的全社会新增融资量，在十年前是五六万亿元，五年前是10-12万亿元，去年全社会新增的融资18万亿元。在新增融资中，股权性质只占总的融资量的10%，90%是债权。大家可以想像，如果每年新增的融资总是90%是债权，10%是股权的话，10年后我国的债务肯定不是缩小，只会越来越高。

从这四个指标来看，中央提出宏观经济去杠杆、防风险，不是无的放矢，是抓住了中国国民经济发展的要害。纵观过去全球100年各西方主要国家去杠杆的经验和教训，去杠杆主要有三种方法：

一是过度紧缩型的去杠杆。这是非常糟糕的去杠杆，去杠杆当然会带来金融紧缩，但措施不当，金融过度紧缩，造成了极其严重的经济箫条、企业倒闭、金融坏账、经济崩盘等局面。

二是严重通胀型去杠杆。通货膨胀也能去杠杆。通过加货币去杠杆，坏账通过发货币稀释掉了，这种通货膨胀把坏账转嫁给居民，如果过于严重，会带来剧烈的经济危机、社会振荡。

三是良性的去杠杆。虽然经济受到了一定的抑制，但是还是健康地向上，产业结构、企业结构调整趋好，既降低了宏观经济的高杠杆，又避免了经济萧条，保持了经济平稳发展。良性的宏观经济去杠杆，要从宏观上形成去杠杆的目标体系和结构。假如，我国国民经济宏观杠杆目标下降50个点，杠杆率维持在200%左右比较合理。那么，财政、居民和企业三方面是平均降，还是突出将企业特别是国有企业这一块？要害是把企业160%的负债率降三五十个点到100%-120%。这是一个定量定性的宏观目标，操作上既不能一刀切地想两三年解决，这容易造成糟糕型的通缩去杠杆，也不能用一种办法孤注一掷，应该多元化去杠杆。

从宏观上看，至少可以用五种办法一起着力：

一是核销破产。如果现在130万亿企业债务中有5%是必须破产关闭的企业造成的，那就该有6万多亿的坏账核销。这对企业来说是破产关闭，对银行来说是坏账核销，宏观上说是债务减免。

二是收购重组。这可以实现资源优化配置。在这个过程中，企业没有破产，但是会有一些债务豁免。比如，2000年前后的国有企业改革，实施了1.3万亿元的债转股、债务剥离，当时的债转股重组中，对活下来的企业约减免了五千多亿的债务。如果现在我国130万亿企业债务有10%需要通过债转股收购兼并等资产管理手段重组的，那也会有6万多亿元债务减免。

三是提高股权融资比重。如果全社会融资中股权融资比例提高到50%，那么一年就增加8万亿、10万亿的股权，这样企业债务三五年相当于会减少三四十万亿，一年十万亿的话，五年就有五十万亿，三年里面就是三十万亿。

四是调整物价指数。通货膨胀是客观存在的，就算每年保持2%-3%的增长，五年也有10个点的债务会被稀释掉。如果完全变成紧缩，那么资金链会出问题的。

五是平稳调控M2增长率。每年M2增长率应该约等于当年GDP增长率加上通货膨胀率。如果GDP是6.5%，通货膨胀率2.5%，加在一起是9%，再加一个平减系数。在通胀时期平减系数逆周期调控减1个点，通缩时期加1个点。总之，这一方面要平稳，既不能像前几年15%、16%的增长率，也不能为去杠杆骤然把增长率降到5%、6%。

****第二，关于金融产品创新的风险防范和去杠杆****

一般来说，金融企业的创新可分为三类，

一是因经济发展需要、围绕实体经济的问题导向而出现的业务模式创新，比如近几年因互联网发展而出现并纳入监管部门牌照管理的第三方支付、网信银行、消费金融等业务模式；

二是因技术进步、金融科技发展而形成的服务方式创新，比如手机上大量使用的支付宝、微信支付等支付方式创新；

三是为追求利润、提高杠杆而进行的金融产品创新。在金融监管中，最需要防范的就是金融产品创新这一方面，因为金融产品创新往往是通过多种金融产品和工具叠加，抬高杠杆，以获取丰厚利润的代名词。

银行、信托、保险等各类金融企业按牌照功能各管各的与企业做业务是一种常规，但是如果一个金融企业将多种牌照的通道业务叠加、嵌套成一个出口与企业形成融资、投资的接口关系，往往就是产品创新。通常商业银行的理财业务、影子银行的资管业务包含着大量的这类产品创新。影子银行的基本运行方式就是从短期的资金市场获得融资，然后投资到期限较长、风险较高的金融产品中。商业银行的资金通过表外理财业务或同业拆借市场转移到影子银行，成为这些金融产品的基础资产。

在这个过程中，影子银行的高杠杆性放大了金融风险、不透明性产生了金融风险、与商业银行的关联性传递了金融风险。因此，金融产品创新与金融业特别是与商业银行理财业务、影子银行、资管业务是相伴相生的关系，但任何金融工具的使用都需要把握一个“度”。从横向看，我国形成了银行、债券、保险、小贷、保理、担保以及私募股权基金、货币市场基金、债券保险基金等十七八个金融品种、业务、牌照。

从纵向看，一般来说，金融机构在创新过程中设计的任何金融产品在吸收资金和投放资金时往往采用高息揽储、刚性兑付、资金池、期限错配、多通道叠加、多抽屉协议嵌套“六种组合器”，比如为了吸引资金而大量使用高息理财和高息揽储的高回报诱惑、为了增加信用给与投资者刚性兑付的印象、为了沉淀资金建立资金池等、为了提高资金投放效益则大量使用期限错配、多抽屉嵌套、多通道叠加等手段，这六种手段事实上会使金融系统杠杆累积、透明度降低，在顺周期时产品效益大幅叠加增长，在逆周期时产品亏损也是大幅叠加增长。总之，在影子银行的理财业务、资管业务开展过程中，横坐标上武器库中有“十八般武器”，纵坐标上连接工具有“六种组合器”。

当“十八般武器”与“六种组合器”以不同的组合形式结合在一起，就是金融产品创新的过程。如果组合得好，信用、杠杆、风险控制在一定的边界内，既表现为合理的杠杆比，又表现为有信用，那就是成功的创新。如果组合的不好，就是伪创新、乱创新。在金融实践中，主要有几类情况要防范：

第一种，高息理财、揽储和刚性兑付。比如万能险是一种理财性质的保险品种，利息一般比同期存款利息高50%左右，高息理财是它的基本逻辑。因为有较高的利息、较高的回报率，大家才会来投。但没有刚性兑付的高利息、高收益是无法吸引人的，如果资金给了你，到时候你连本都还不了，怎么办？所以，刚性兑付是一切吸引社会人群集资、融资行为发生的直接动力，没有刚性兑付的信用，高息揽储对人群的吸引力也会丧失。为什么我们敢把钱放到银行？因为它刚兑，不会坏账。为什么万能险有风险，老百姓还是敢买？因为万能险都是通过银行理财系统卖出来的，大家误认为这是银行出来的不会坏账。如果哪一天真要打破了这种刚兑概念，那投资者就要考虑风险了。

第二种，多通道叠加、多层次嵌套。比如，高现价万能险，本来杠杆就很高，为了进一步扩大杠杆，再向银行借贷，往往将自己的理财险转化为私募基金，形式上成了股权资本，遮蔽了这部分资金的杠杆特性、短期特性，与银行资金嵌套并采用“优先、劣后”的抽屉协议，让银行很放心。因此，部分保险公司就利用保费收入，形成银行理财嵌套私募基金的组合，积极配置股票甚至举牌上市公司。这些年，屡现国内中小保险公司收购上市公司的“蛇吞象”，基本上都是通过万能险加杠杆实现的。几个环节叠加起来，杠杆比被大比例放大，风险也成倍增加。

第三种，资金池错配。当资金池里有多种渠道来的钱，有的是一年期要还，有的是两年期要还，而贷款出去往往要三五年、十年才有效益，才有分红，才有现金流，这时候用后面筹来的钱还前面的，这个资金池是很有用的。但如果资金池使用过度，全都变成期限错配的资金池，就会出现流动性风险。比如高现价万能险，保单期限往往1—3年不等，但如果过度用于举牌上市公司而不能实现资金从股市的自由退出，当迎来满期给付及退保高峰时，如果后续保费跟不上，期限错配就会引发大的流动性风险。

第四种，创新中的底线监管。作为金融监管，就需要设立禁区，避免各类金融工具的过度使用，明确规定不可逾越的“底线”。比如，影子银行当然可以建资金池，但资金池投放资金时的期限错配比例，一般不超过20%，绝对不能超过30%。如果超过了甚至达到100%，那就会演变成“庞氏骗局”。又如，理财业务、资管业务金融产品利息当然会比基准利率高，但不能超过利率上限，通道业务一般会收取0.5%-1.5%左右的通道费，看似不高，但如果四五个通道叠加，就会演变成高利息的金融产品，所以应该明确规定通道叠加不能超过两个以上。还如，抽屉嵌套业务也当然可以做，但只能是一两层的嵌套，决不允许三层以上的嵌套行为。这样做，至少底数是清晰的。

最后，也是最关键、最重要的事，就是防止高杠杆叠加造成的高风险积聚。在企业和金融机构融资配资过程中，一定要防止每个环节杠杆比虽然合规，但多嵌套、多通道、多环节叠加成高杠杆的畸形状况。这就应实行表内表外穿透监管。只要是一个企业、一个项目融资，就应把各环节各通道的杠杆比打通算账。比如，如果小贷公司的资本融资比是1:2.3，形成的贷款做ABS如果可以反复循环10次、20次，就会形成几十倍的杠杆比，证券交易所就应对此设立循环次数，比方说不得超过三或四次，两项叠加，整体融资总量的资本充足率应约束在1:10以内，从而实现风险大体可控、市场也能搞活的局面。

总之，只要按照中央要求，切实把握好金融去杠杆的政策节奏和力度，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，就一定能够打赢金融去杠杆的攻坚战。**[IMG_256](http://www.ifeng.com/)**