

2017年11月22日

深度研究

宏观研究

研究所

证券分析师:
021-68591581
联系人:
021-68930170代鹏举 S0350512040001
daipj@ghzq.com.cn
樊磊
fanl@ghzq.com.cn

去杠杆有那么可怕吗？

——宏观经济专题研究

高杠杆被视作中国经济的主要风险之一，但是去杠杆却被普遍视为短期利空。十九大后政府定调金融要防范风险并有意继续推进去杠杆的情况下，市场对于当前的政策和监管环境比较担心。我们的研究表明，对于今天的中国经济而言，去杠杆并没有那么可怕。

投资要点：

- **去杠杆并不意味着货币政策和信贷环境将过度紧缩。**我们预计2018年政府仍将保持稳健中性的货币政策以遏制房地产价格上升及伴随的杠杆上升，但是决策者也将避免信贷过紧经济滑坡被迫重新刺激经济导致杠杆再度上升。从杠杆产生的两个来源上看，稳健中性的货币政策和适度的经济增长才是去杠杆的最优选择。
- **监管加强带来的风险短期有限。**伴随着近两年来我国重要资产价格的波动和调整，以及在打破刚性兑付，房地产去库存等领域取得的进展，触发系统性金融风险的诱因被部分清理。虽然未来政府会加强以宏观审慎监管为核心的金融监管，防范资产交易中出现过高的杠杆水平，持续打破刚性兑付，并推动僵尸企业出清；这些举动对资产价格和劳动力市场也可能产生一定负面冲击，微观风险会有所暴露；但是产生系统性的金融风险的概率有限。资产短期下跌常常会带来某些交易性的投资机会。
- **以改革应对中长期风险。**就中期和长期而言，我们认为高杠杆带来的系统性金融风险仍然集中在房地产市场调整引发去恶性杠杆和国企政府部门债务持续上升最终引发对于政府信任危机两个领域。为避免危机发生，中国只有快结构性改革。能够降低政府、国企债务重要的改革包括改善收入分配以提升消费占GDP的比重，改善国有企业的公司治理，提升法治水平和产权保护，开放民间资本的市场准入，大力发展资本市场等。对于房地产市场而言，如果房地产长效机制和宏观审慎管理措施使得未来几年居民部门的杠杆水平有所回落，贷款房价比有所降低，即使在未来某个时间出现一定程度的房地产价格调整，中国也有可能避免系统性的金融危机。

风险提示：政策紧缩超预期，金融系统脆弱超预期

目录

1、 杠杆形成的两种途径	4
1.1、 储蓄向投资转化过程形成的债务	5
1.2、 存量资产交易形成的债务	5
2、 财政刺激，资产膨胀与我国高杠杆的形成	8
2.1、 外部需求下降是杠杆上升的一个原因	8
2.2、 大类资产牛市常常推动全社会资产负债同步扩张和杠杆上升	9
3、 高杠杆的风险	10
3.1、 与主要资产市场相关联的高杠杆	11
3.2、 信息不对称下的羊群效应	11
3.3、 政府信用违约的风险	11
4、 中国系统性的金融风险有一定释放：短期无忧	12
4.1、 资产市场的杠杆结构出现了改善	12
4.2、 打破刚性兑付取得一定进展	13
5、 去杠杆与未来展望	14
5.1、 杠杆风险：中期关注房地产，长期关注政府信用	14
5.2、 稳健的货币政策与加强金融监管	15
5.3、 推进结构性改革才能最终去杠杆	16
6、 风险提示	16

图表目录

图 1: 中国实体部门的宏观杠杆率 (%)	4
图 2: 政府与企业净金融投资 (净投资为负则代表储蓄缺口) 与总债务变动	5
图 3: 带有杠杆的存量资产交易与杠杆率上升: 杠杆收购实物资产的示例	6
图 4: A 股工业类企业金融投资资产占比总资产比重有所上升	6
图 5: 带有杠杆的存量资产交易: 券商拆借买债示例	7
图 6: 带有杠杆的存量资产交易: 小银行向大银行借钱买债示例	7
图 7: 美日中金融业增加值占 GDP 比重	8
图 8: 外国部门借入储蓄下降迫使政府企业部门借入更多储蓄	9
图 9: 08 年以后民营企业去杠杆非常明显	9
图 10: 房价上涨与住房贷款余额增速保持同步	10
图 11: 上证指数与场内融资规模保持同步	10
图 12: 商业银行发行同业存单委外投资债券市场形成资金空转	10
图 13: 银行间市场待回购债券余额	12
图 14: 上市房地产企业库存占总资产比重	13
图 15: 我国债券市场违约金额	13
图 16: 我国债券市场违约状况分类统计	13
图 17: 国有企业有息负债规模 (亿元)	14
图 18: 货币政策, 宏观审慎和行为监管	15
图 19: 预计 2018 年僵尸企业出清将加快进行	16

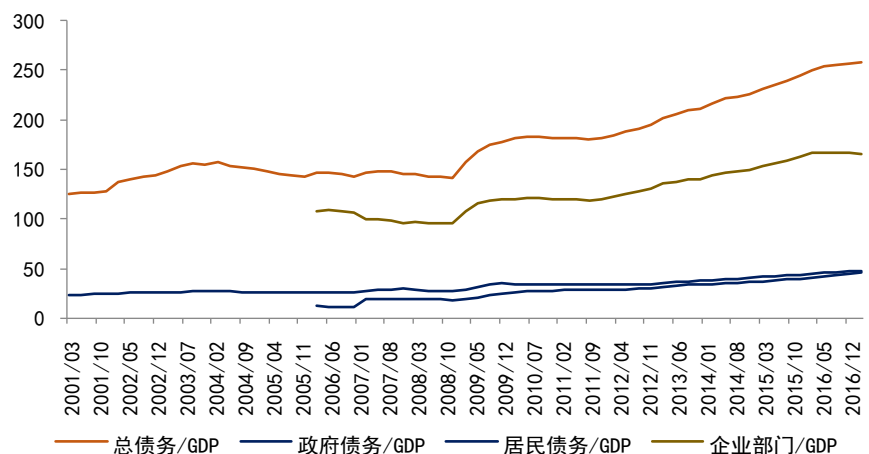
近些年以来，中国杠杆率水平的上升与相关的风险引起了投资者的广泛关注。今年以来，部分国际评级机构下调了中国主权信用评级。全国金融工作会议和党的十九大报告也都提到了“去杠杆”和“防范系统性金融风险”。在近期债券市场的调整和关于资产管理产品的新规中，去杠杆都是焦点议题。虽然长期是利好，起码就短期而言，相当多投资者对去杠杆持有负面看法：认为货币政策将持续紧缩，经济增速将因此下滑，资产市场可能会经历较大调整，甚至不排除在某些情况下触发更大金融风险的可能。

我们的研究表明，这种看法过于草率和简单了。举例而言，从09年以来，中国宏观杠杆率（债务/GDP）的上升，既有外需下滑、储蓄率偏高而资本市场融资不畅的影响，也有资产价格上涨过程中杠杆交易的影响。对货币政策来说，去两种不同类型的杠杆要求是不一样的。稳健中性的货币政策和适中的经济增速才是最佳选择。此外，由于股票债券和汇率市场近两年出现的波动和房地产去库存的影响，杠杆中最脆弱的一些结构性问题已经有所缓解。这种情况下，2018年加强宏观审慎监管推动的去杠杆，刚性兑付的打破，乃至僵尸企业的出清会释放一些风险，但是系统性金融风险爆发的概率并不大。当然，长期而言，结构性改革仍然是中国避免债务危机的唯一选择。

1、杠杆形成的两种途径

中国的宏观杠杆近些年来出现了明显的上升。按照国际清算银行(BIS)的统计，中国非金融部门债务占GDP的比重从2008年底的141.3%大幅上升到2017年11季度的257.8%。这些债务是从哪里来的呢？从资金流量表的恒等式出发，我们认为债务有两个来源¹：一是投资部门向储蓄部门以债权方式借入真实资源并形成实物资产；二是借入资金购买存量资产，包括存量实物资产和金融资产。

图 1：中国实体部门的宏观杠杆率（%）



资料来源：BIS，国海证券研究所

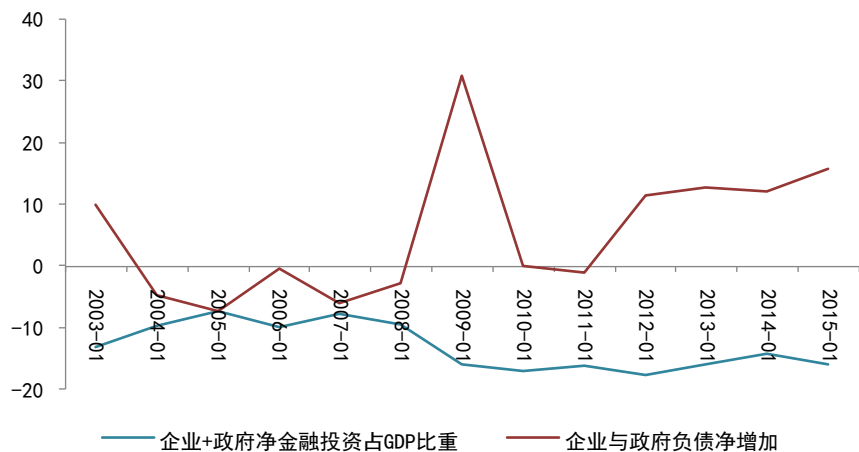
¹国家统计局在关于资金流量表的说明中指出，金融资产增加-金融负债增加=净金融投资=储蓄+资本转移收入净额-资本形成总额-其它非金融资产获得减处置，故而粗略可以推出，金融负债增加=金融资产与实物资产净增加 +（实物资产形成-储蓄（自有资金）），前一项对应借入资金购买资产，后一项对应借入债务弥补储蓄缺口以形成新的实物资产。

1.1、储蓄向投资转化过程形成的债务

从资金流量表的实物交易部分来看，GDP 经过初次分配得到国民总收入，经过再分配得到国民可支配总收入，国民可支配总收入减最终消费支出得到国民总储蓄，不考虑贸易部门，国民总储蓄就等于整个经济体的实物资本形成，这是宏观经济储蓄等于投资的直观表现。

在实物资本形成的过程中，有些机构和个体的投资规模超过自己的储蓄(自有资金)，于是就形成了债务(资金流量表中净金融投资为负)，反过来，储蓄(自有资金)超出自己实物投资的机构和个体则持有相应的债权(净金融投资为正)²。从企业与政府部门的数据看，两部门净金融投资与 BIS 公布的这两个部门的总债务变动负相关，正是这一关系的佐证。

图 2：政府与企业净金融投资（净投资为负则代表储蓄缺口）与总债务变动



资料来源：BIS，Wind，国海证券研究所

当然，两者并不完全一致。我们以为原因之一在于居民部门和企业部门内部也有某些个体投资超过储蓄和投资少于储蓄的，如果他们的投资和融资经过金融部门，也会在 BIS 的统计中形成债权债务，却因为互相抵消不计入资金流量表的金融净投资。³

1.2、存量资产交易形成的债务

金融统计中的债务净增加和资金流量表中的净金融投资不一致的另一个原因在于带有杠杆的存量资产交易，既包括存量的实物资产，也包括金融资产。例如居民甲向银行借款并买入居民乙的住房，一家公司发行债券并购了另外一家公司，投资者融资购买股票等等。对于加杠杆的买方而言，他的资产负债同步扩张并获

²我们把股权融资再形成实物资产也视作自有资金的投资。

³在分部门计算金融净投资时，常常对部门内部金融投资做一些轧差处理，债权（资产）与负债互相抵消。实际上，BIS 的企业债务，对于企业间的应收账款等不经过金融部门的债务，也是轧差处理。

得了要收购的资产；资产的卖方而言，出售存量资产，获得债权（一般是银行存款）。值得注意的是，这种债务的形成是资产与负债同步扩张，不受到真实资源的约束⁴，不增加真实财富，但是客观上会导致债务/GDP 比值上升。

图 3：带有杠杆的存量资产交易与杠杆率上升：杠杆收购实物资产的示例

杠杆收购前							
被收购A公司股东		准备发行债券实施收购公司		债券投资者		总计	
资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
A公司股权100		各类资产200		存款100		400	

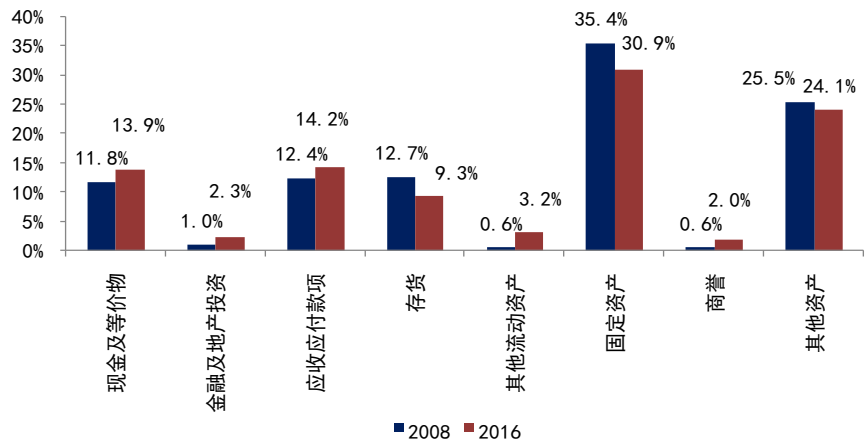
杠杆收购后							
被收购A公司股东		发债实施杠杆收购公司		债券投资者		总计	
资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
存款100		各类资产200	债券100	债券100		500	100
		A公司股权100					

资料来源：国海证券研究所

实际上，2009 年以来，政府与企业净金融投资与这两部门债务变动的相关性显著下降：03-08 年两者相关系数为 95.8，而 09-15 年，这种负相关性几乎完全消失了（图 2）。可能说明 09 年以后，资产交易对债务扩张的影响很大。

Wind 的数据显示，非金融企业部门金融投资类资产占总资产的比重从 09 年以后有所上升而固定资产有所下降。实际上，媒体多次报道非地产类央企大规模进入房地产开发以至于国资委发出“退房令”；各种类型的制造业企业纷纷发展金融事业部。我们认为实体企业金融化的活动要远远高于上市公司财务数据所显示的情况，这也导致了整个实体部门债务/GDP 比重上升。

图 4：A 股工业类企业金融投资资产占比总资产比重有所上升



资料来源：Wind 国海证券研究所

⁴由于资产和负债是同步扩张的，其中没有任何财富（真实资源）的增加，除去交易费用，也与 GDP 无关。

也是近几年，金融部门通过资产交易债务上升的势头也非常明显。最显著的是非银金融部门向银行体系融入资金，进行债券的杠杆交易。除此以外，银行体系内部拆借特别是小银行向大银行借钱进行债券投资的规模也出现了显著的上升。这一部分的杠杆被许多投资者称为“金融杠杆”。

图 5: 带有杠杆的存量资产交易: 券商拆借买债示例

初始状态							
债券投资人		某券商		银行		金融体系（券商+银行）合计	
资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
债券 100	0	0	0	超额准备金100	存款200	200	200
				准备金40			
				贷款60			
券商加杠杆买债之后							
债券投资人		某券商		银行		金融体系（券商+银行）合计	
资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
存款 100	0	债券 100	同业拆借 100	超额准备金 80	存款 300	400	400
				准备金 60			
				贷款 60			
				同业借款 100			

资料来源: 国海证券研究所

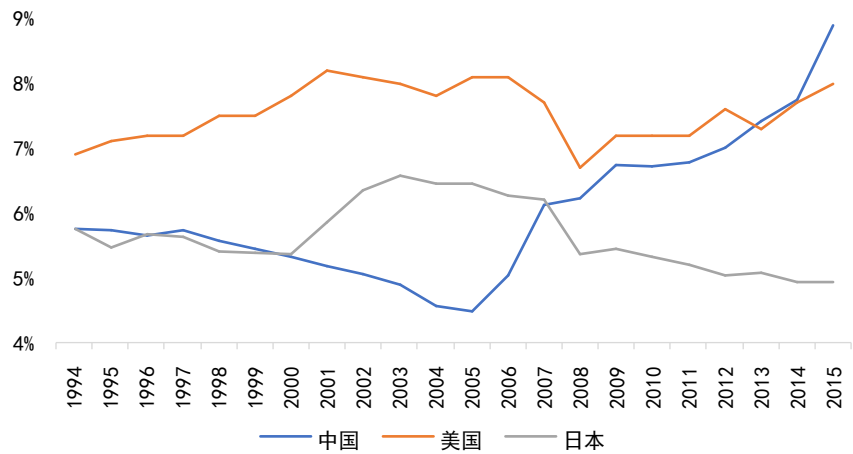
图 6: 带有杠杆的存量资产交易: 小银行向大银行借钱买债示例

初始状态					
小银行		大银行		合计	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
0	0	超额准备金100	存款 200	200	200
		准备金40			
		债券60			
小银行向大银行发行同业存单买入大银行持有的债券					
小银行		大银行		合计	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
债券 60	同业存单 60	超额准备金 100	存款 200	260	260
		准备金 40			
		同业存单 60			

资料来源: 国海证券研究所

在 BIS 的数据中，金融部门的杠杆没有被统计进来。但是整个社会金融增加值占 GDP 比重显著上升包含了实体部门杠杆交易上升和金融部门加杠杆的共同影响。

图 7: 美日中金融业增加值占 GDP 比重



资料来源: Wind 国海证券研究所

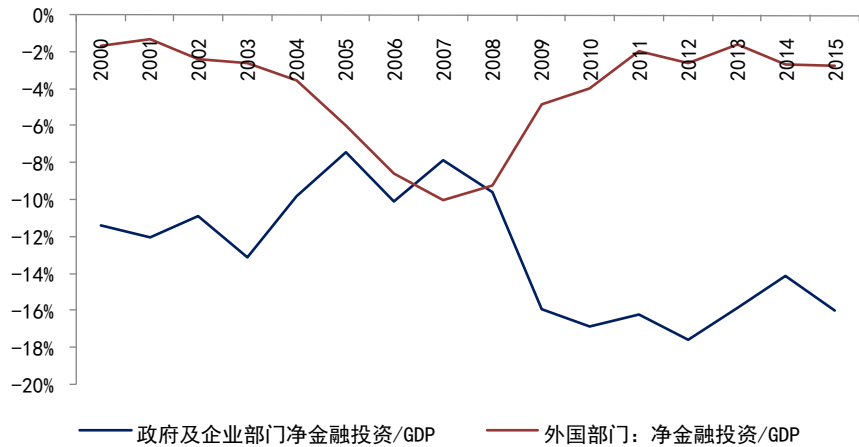
2、 财政刺激， 资产膨胀与我国高杠杆的形成

本世纪初到 2008 年间，我国总杠杆率的是比较平稳的。但是为什么 2009 年以后出现了大幅提升？从杠杆的第一个来源来看，08 年以后我国净出口大幅下降，政府与企业以债务融资的形式借入储蓄完成投资以稳定劳动力市场，导致宏观杠杆上升。从杠杆的第二个来源来看，货币宽松推动国内主要资产价格大幅上涨，抵押品价格上涨允许借款人增加借款，扩张信用，资产负债同步扩张导致债务/GDP 比例上升。

2.1、 外部需求下降是杠杆上升的一个原因

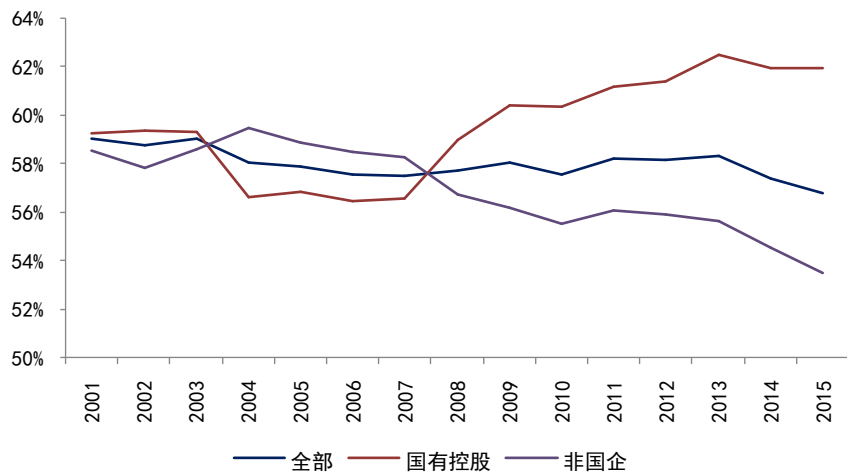
就债务产生的第一个来源来看，债务的累计存在一定的刚性。在一个经济体潜在产出确定，消费率相对稳定的情况下，储蓄的积累也是稳定的。储蓄只有三个去处，净出口，股权投资(自由资金投资)形成实物资产，债权投资形成实物资产。在 2008 年全球金融危机之后，外部需求大幅下降，甚至民营企业自有资本投资也可能因为信心不足而下滑的情况下，通过政府与国有企业借入债务投资几乎是使得经济潜在产出与实际产出匹配的唯一办法。正是通过大规模政府财政刺激，稳定了经济增长和国内的劳动力市场。

图 8: 外国部门借入储蓄下降迫使政府企业部门借入更多储蓄



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 9: 08 年以后民营企业去杠杆非常明显

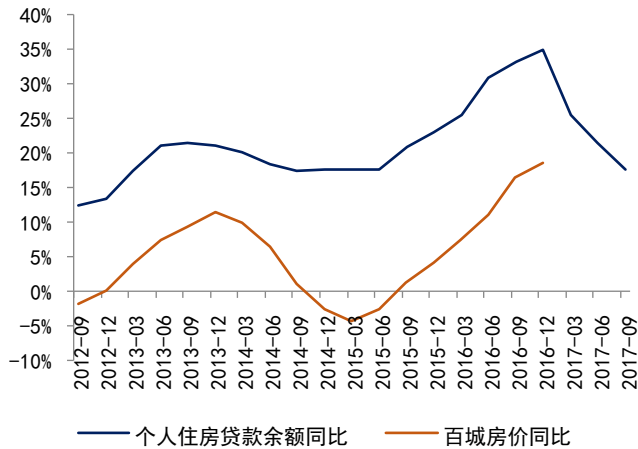


资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2、大类资产牛市常常推动全社会资产负债同步扩张和杠杆上升

从债务产生的第二来源看,虽然资产与负债的同步扩张就可以产生杠杆,但是受到借款者资本金的约束,这种同步扩张在正常情况下难以大幅增加。09 年以后,一些主要资产价格出现了明显上升,由于信贷扩张常常需要抵押品,资产价格的上涨为信贷扩张提供了便利,获得的信贷资金也常常重新用于资产交易,形成某种自我加速的机制,甚至出现资产泡沫。这是杠杆大幅上升的第二个原因。

图 10: 房价上涨与住房贷款余额增速保持同步



资料来源: Wind 国海证券研究所

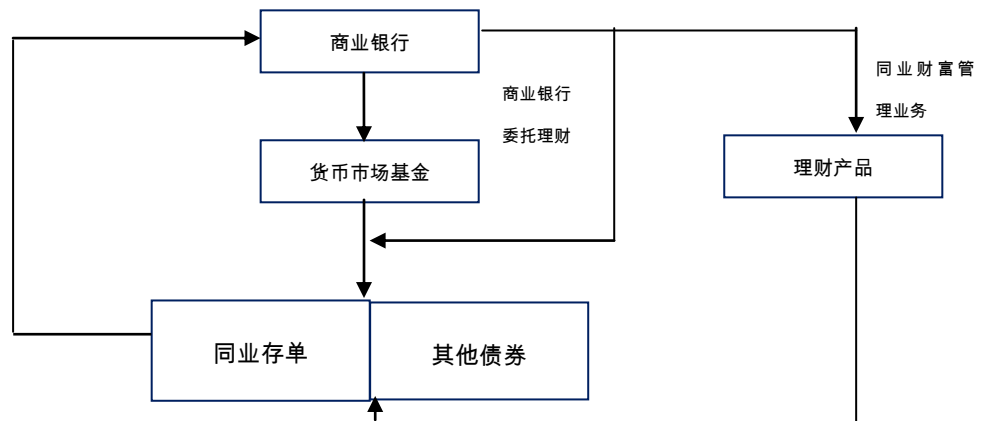
图 11: 上证指数与场内融资规模保持同步



资料来源: Wind 国海证券研究所

我们注意到在资产价格上涨的过程中,借入杠杆买入资产的杠杆,本身又可以成为新的基础资产并被用于杠杆交易,进一步的推动资产与负债的同步扩张,甚至形成资金空转。例如,在债券大牛市的环境中,一些小型银行发行同业存单获得资金并投资于债券市场。由于缺乏投资能力,将资金委托给券商做委外投资是常见的选择。但是,券商获得资金之后常常通过短期拆借或者其他一些方法加杠杆,参与债券买卖,有的时候甚至买回初始的同业存单。

图 12: 商业银行发行同业存单委外投资债券市场形成资金空转



资料来源: 国海证券研究所

3、高杠杆的风险

债务的增加当然会出现债务违约的问题。但是个体的债务违约在任何国家都经常出现,也并非都意味着对于宏观稳定的巨大冲击和系统性的金融风险。从美国经

济学家莱因哈特和罗格夫对于过去数百年全球各地金融危机历史的回顾发现⁵，金融系统功能的丧失（本质上是对金融体系信用产生怀疑）才会导致经济体很难恢复正常的经济活动。

从这个意义上说，系统性金融风险是否上升，要看出现的债务违约是否会影响金融系统完成连接储蓄者和投资者的功能。杠杆的总量和结构性的因素都值得关注。从中国的实践上看，我们认为有三种类型的债务积累可能触发系统性金融风险。

3.1、与主要资产市场相关联的高杠杆

如果在主要资产市场上存在者广泛的杠杆交易，特别是某些投资者的自有资本和债务比例偏低，这常常会触发系统性的风险。一旦由于偿还债务或者外部冲击导致资产价格出现轻微下跌，比较脆弱的投资者就会被迫抛售资产并推动资产价格进一步下跌，而这将导致本来还比较稳健的投资者也被迫抛售，并推动一个滚雪球式的恶性去杠杆过程。这个过程常常伴有大量的信用违约。对于直接金融而言，投资者信心出现崩溃；对于间接金融而言，常常出现银行类金融机构破产。两者都会导致整个金融体系的瘫痪。

按照莱因哈特和罗格夫的实证研究，对于资产泡沫破灭而言，如果资产泡沫破灭与高杠杆相连接，则相当危险，例如 2008 年的次贷危机，债务违约显著损害了人们对金融体系的信任。反过来，如果没有高杠杆，资产泡沫破灭对于实体经济的冲击就会比较温和，如 2001 年纳斯达克市场的崩盘。

在中国，我们也发现类似的情况：2008 年股票市场从超过 6000 点跌倒 1600 点对于宏观稳定的影响比较有限；然而 2015 年股市只从 5000 点下跌到 1000 多点政府就被迫入市干预。最主要的差异在于两次股灾杠杆的水平有着巨大的不同。

3.2、信息不对称下的羊群效应

出现个体信用违约时，由于经济顺周期的影响，整个金融体系的信用风险溢价肯定会有所上升。但是是否会出现大规模的信用收缩与整个金融市场信息不对称的程度有关。

对于中国这样的转轨经济体而言，许多金融市场和金融产品上存在着广泛的政府隐性担保。投资者在投资这些金融产品的时候，其实对于借款主体的信用评估是不完善的，存在着严重的信息不对称，投资达成主要依靠对于隐性担保的信仰。例如债券市场上广泛存在着依靠信仰投资城投债的说法。如果这类产品出现了信用违约和对于政府信用担保信仰的破灭，很容易产生急剧的信用收缩并触发系统性的风险。

3.3、政府信用违约的风险

⁵ 卡门 莱因哈特，肯尼斯 罗格夫，《这次不一样-----800 年全球金融危机史》，2016 年，机械工业出版社

金融体系的崩溃归根结蒂是对于金融机构最终清偿能力的担忧。对于大多数国家而言，系统性重要的金融机构如果出现违约，会对金融市场产生巨大的冲击。在中国，主要的金融机构都是最终由政府担保的，事实上，可能导致金融机构坏账大幅上升的产能过剩行业的国企债务，融资平台债务，也都是有政府隐性担保的。

这意味着如果政府信用不出问题，金融机构就是风险可控的。当然，这也意味着如果政府的直接和或有债务不断积累，总量不断上升，最终出现储蓄部门对于政府清偿能力的担忧，系统性的金融风险就可能被触发。

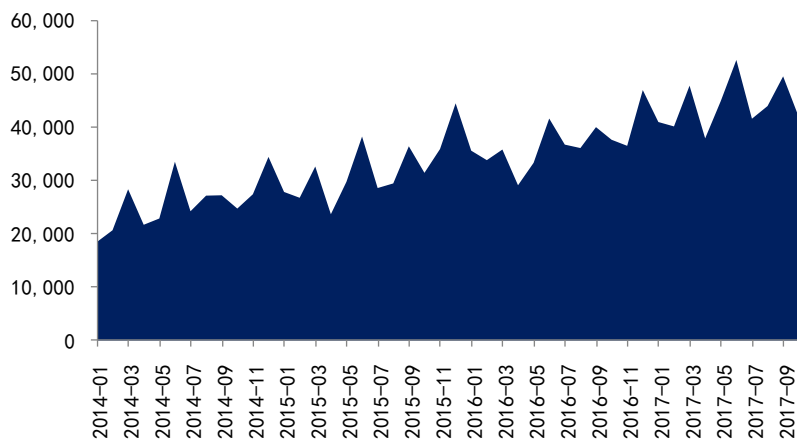
4、中国系统性的金融风险有一定释放：短期无忧

4.1、资产市场的杠杆结构出现了改善

中国经济的几个部门曾经都存在高杠杆下资产价格调整的风险，但也都在这近两年，这些风险得到一定的缓释。2015年的股灾之后，居民和金融机构在股票市场的杠杆大幅下降，风险有所下行。人民币汇改之后，中国也经历了美元计价的企业外债偿还的过程，释放了外部债务的风风险。2016年底的债灾和近期债券市场的调整，也部分释放了债券市场的风险。

以债券市场为例，虽然债券回购的总规模2017年创出新高，但是最脆弱的一些交易结构已经出现了改善。2016年，媒体报道说通过结构化的理财产品和场内杠杆的叠加，某些债券投资者的杠杆水平接近10倍。但是经历了监管加强，16年底和近期债市的调整，目前的投资者微观杠杆水平明显下降，债务违约的风险显著降低。

图 13：银行间市场待回购债券余额

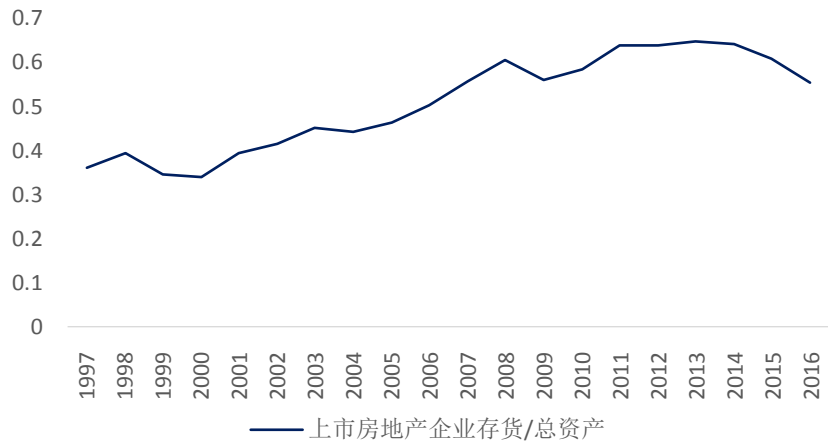


资料来源：Wind 国海证券研究所

从这个意义上说，2015年底政府大力推动的房地产去库存战略也同样降低了中国经济的系统性风险。我国房地产企业的杠杆水平普遍较高，而且负债成本相当昂贵。如果没能去库存，今天房地产企业仍然持有大量房地产资产，在全球经济

逐步进入加息进程，社会融资成本有所上升的环境下，房地产部门会显得非常脆弱。相反，居民部门买房的杠杆水平更低（有 30%-25% 的首付要求），负债成本也相对便宜，同时，作为国民经济的净储蓄部门，居民部门的现金流状况也更加稳健。居民部门加杠杆持有房地产资产出现债务违约和恶性去杠杆的可能性相对较低。

图 14: 上市房地产企业库存占总资产比重

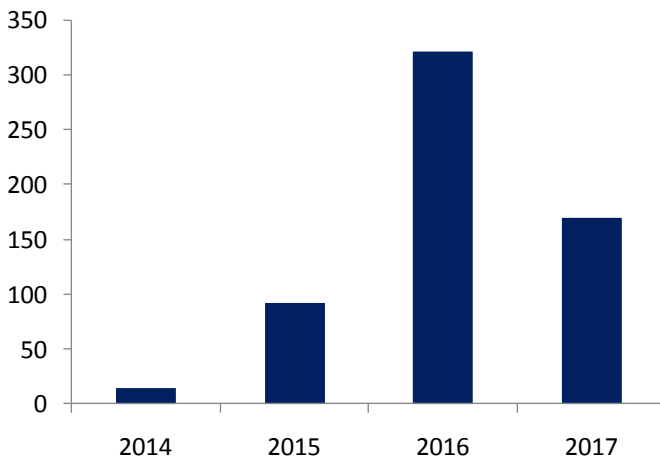


资料来源: Wind, 国海证券研究所

4.2、打破刚性兑付取得一定进展

除此以外，无论是债市刚性兑付的逐步打破还是资管新规要求打破资管产品的刚性兑付，都在逐步的改善金融系统信息不对称的局面，有助于降低系统性的金融风险。例如，由于我国债券市场近两年违约增加，我国金融机构信用债部门对于信用债研究人员的招聘数量显著上升。更细致的研究很显然会改善信息不对称的局面。

图 15: 我国债券市场违约金额



资料来源: 财汇数据, 国海证券研究所

图 16: 我国债券市场违约状况分类统计

	违约家数	违约金额	违约金额占比
国企	13	304	50.9%
民营企业	61	171.9	28.8%
外资	6	90.8	15.2%
中外合资	3	31.2	5.2%
合计	83	597.8	100.0%

资料来源: 财汇数据, 国海证券研究所

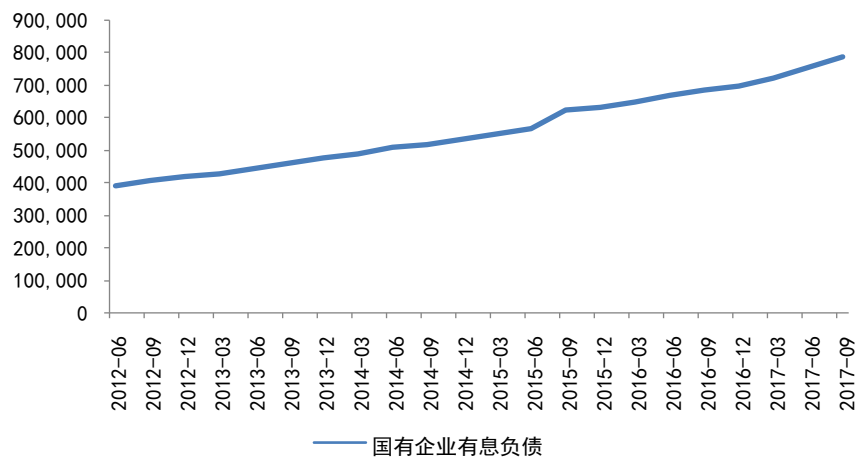
5、去杠杆与未来展望

5.1、杠杆风险：中期关注房地产，长期关注政府信用

从中期来看，我们认为房地产市场的潜在风险仍然值得关注。考虑到当前我国房地产价格仍然处在高位，伴随着全球实际利率的回升，中期来看资产价格调整的风险会有所上升。居民部门的杠杆率不宜进一步上升，特别是要管住首付贷等产生高杠杆的金融工具和融资方式。

另外一个潜在的风险点在于国企和政府债务(广义政府债务)的上升。表面上看，中国的企业债务占GDP比重偏高，其中主要是国企债务风险较大。但是近期周小川行长撰文指出，国企债务中包含的融资平台所代表的政府债务比重不小。就我们看来，即使是对融资平台以外的国企债务而言，政府的隐形担保也是许多企业可以获得贷款的重要原因。在一定程度上，国企债务是政府的隐性或有负债。

图 17：国有企业有息负债规模（亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所估计

关于国家资产负债表的研究表明，中国政府由于拥有大量资产，家底还比较厚实。例如社科院的研究表明，截至2016年底，包含了国企、事业单位、自然资源的广义政府资产净值为101.8万亿元。在资产中若扣除非流动性部分(不能立即变现的土地自然资源等)，得到宽口径的主权资产净值仍为20.2万亿元。中国政府的清偿力短期无忧。此外，政府16年以来推动的去产能的活动也改善了许多国企的盈利状况，有助于减轻政府的债务压力。

然而，从债务上升的第一个来源来看，如果消费率和民间投资短期不能明显提升，股权融资比例有限，政府和国有企业债务仍有上升压力⁶。如果融资平台国有企业投资回报仍然较低，政府净资产就可能下降，中长期看债务仍有隐忧。标普与穆迪今年下调中国主权信用评级是值得关注的信号。

⁶如果资产价格上涨和第二类杠杆上升能被遏制，政府土地出让收入等增加，总量上看债务水平未必上升。

从 1998 年俄罗斯违约来看，其净资产就是正的，大量自然资源实际上无法及时变现。考虑到我国政府大规模变现国企股权国有资产也存在政治上的阻力，实际的政府清偿能力未必像资产负债表表现的那么乐观。当然中国债务主要以内债为主，如果爆发主权债务危机，更有可能以通货膨胀与货币贬值的形式出现。

5.2、稳健的货币政策与加强金融监管

我们认为中央政府毫无疑问已经意识到了潜在的风险，并着手解决相关问题。短期而言，实施稳健中性的货币政策并加强宏观审慎监管可能最主要的手段。

从杠杆率上升的第二种来源来看，需要遏制住资产价格的不断攀升，才能比较有效的遏制资产交易加杠杆。这意味着货币政策必须保持一定压力。但是从杠杆率上升的第一种来源看，过紧的货币政策导致经济下滑反而会影响消费率和企业自有资本投资，最终迫使广义政府部门增加杠杆以稳定经济增长。因此稳健中性的货币政策和适度的经济增张才是两者平衡的选择。

除此之外，通过加强宏观审慎管理适当限制微观交易层面的高杠杆（例如上周发布的《资管新规》，参见《监管当局发布资管新规点评》——2017-11-20），打破刚性兑付释放局部信用风险，甚至推动更多僵尸企业出清也有助于减少财政负担和长期对系统性金融风险。当然，这也意味着未来一段时间资产价格短期波动可能增加，微观层面的金融风险会有所暴露。但是类似 2015 年股灾式的系统性的风险出现的概率比较有限。

图 18：货币政策，宏观审慎和行为监管

	货币政策	宏观审慎	微观审慎和行为监管
政策目标	保障价格稳定，就业稳定和币值稳定	减少和防范由于金融体系顺周期行为和系统性重要金融机构破产导致的系统性金融风险	保护个体金融消费者或企业
政策聚焦点	总需求管理，经济周期，自上而下	关注系统性风险，金融周期，自上而下	关注个体风险，自下而上
政策措施	政策利率，存款准备金，信贷额度，货币供应等	逆周期资本充足率，系统性重要金融机构附属资本，房地产差别化政策	金融机构日常业务监管，如银行必须保护客户隐私等
彼此联系	货币政策适当是金融稳定和宏观审慎的前提	宏观审慎会对总需求，经济周期产生影响，与货币政策互为补充	微观审慎和行为监管与前两者配合来实现金融体系稳定有效

资料来源：人民银行，国海证券研究所

图 19: 预计 2018 年僵尸企业出清将加快进行

全国金融工作会议	要把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作。
央行 2017 年 3 季度《货币政策执行报告》	紧紧抓住处置“僵尸企业”这个牛鼻子，深化国有企业改革
国资委	国资委把“僵尸企业”处置工作作为化解过剩产能的“牛鼻子”进行部署

资料来源：中国政府网，新浪财经，央行网站，国海证券研究所

同时，我们认为与 1998-2000 年的去杠杆相比，为今天主要集中在产生过剩领域的僵尸企业无论在劳动力市场还是对于金融机构资产负债表的冲击方面都要小得多。例如，央行旗下的《金融时报》曾提及过剩产能领域贷款 2013 年底约 5 万亿，占当时银行系统贷款余额的 7%，考虑到去产能的企业占全部企业的比重不会超过 20%，实际的坏账形成是有限的。按照人社部的估计，近两年钢铁煤炭领域产能出清影响就业人数约 180 万人，占 2016 年城镇就业人口的 0.4%，即使还有更多领域僵尸企业出清，对于劳动力市场影响也属有限。

上一轮去杠杆情况则大不相同。四大国有资产经营公司于 1999-2005 年间最终从银行体系剥离坏账高达 2.4 万亿，占 2000 年中国银行业贷款余额的约 25%。媒体报道称下岗人数高达三千万，占 2000 年城镇劳动人口的约 13%。

5.3、推进结构性改革才能最终去杠杆

如果能够遏制住资产价格的过渡膨胀和泡沫风险，管制好资产市场的杠杆交易，债务上升的长期风险就主要由第一类原因形成，并主要威胁政府信用。

中国只有快结构性改革才能最终避免政府的信用危机。重要的改革包括改善收入分配并提升消费占 GDP 的比重，改善国有企业的公司治理，提升法治水平和产权保护，开放民间资本的市场准入，大力发展资本市场。必要的情况下，也可以通过适当转让国有企业股权，出让国有土地等降低广义政府债务水平

对于房地产市场而言，如果政府的长效机制如发展租赁住房等以及宏观审慎管理如提高首付比例等能在未来降低居民和房地产企业的杠杆率，伴随着居民还款的增加，房地产市场的整体杠杆率也会出现下降。居民收入增加与住房租金上涨也会部分消化房地产的泡沫风险。即使未来某个阶段出现了一定程度的价格调整，中国也有可能避免恶性去杠杆和系统性的金融危机。

6、风险提示

- (1) 政策紧缩超预期;
- (2) 金融系统脆弱性超预期;

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。