

Reflection on the Leverage Problem

反思中国金融杠杆之殇

■ 刘煜辉 钱学宁

中国目前的流动性陷阱?

没有比图1更能浓缩地描述时下中国经济和金融现状。过去,中国经济运行中也曾出现过M1增速大于M2增速的情形,对应的是经济上行周期的波动。但此次却完全不同,现在的M1增速大于M2增速则对应着中国经济的下行周期。二者相较,含义自是不同。

M1反映经济中的现实购买力,M2则不仅反映现实购买力,还反映潜在购买力。若M1增速较快,则表示消费和终端市场活跃,整体物价有上涨风险。若M2增速较快,则显示投资和中间市场活跃,并进而有经济过热风险。

在欧美经济体系(它们的M1、M2含义与中国略有不同),M2增速长时间处于低于M1增速时,意味着经济信用创造(即“信用投放——投资——货币派生”)失灵,也同时意味着经济中系统性风险越来越高。在M1增速上升初期,市场中流通的现金不断增加,一般会推动资产(如股市、楼市)价格持续上涨,但当M1增速超过M2增速一段时间后,就会形成经济危机(或其他类型的危机)。现任美联储主席耶伦2007年底时曾经谈到——美国经济似乎不再创造信用。随后,2008年9月,美国便爆发了次贷危机。

中国人民银行调查统计司司长盛松成曾提出“企业流动性陷阱”的观点,虽引发了对这一概念的争议,但研究者和市场人士对其提出观点的背后机理的认知还是一致的。当经济生活可以创造信用也即资本投资回报率较高时,会推动经济中存款的定期化和长期化以及信托类存款的增长,进而带动M2增速上升。反之,则是M1增速上升。由此,中国M1增速从2015年10月开始超过M2增速,说明经济活动(尤其投资)产生信用的能力不断下滑,而现金和活期存款在不断增长。2015年第四季度是这一过程的起始阶段,现金和活期存款不断增加推动资产价格上涨,在中国便是推动房地产价格上涨。但这种价格推动现象,按过往规律

来看一般只能持续一年左右时间。因为经济生活不能创造信用,即意味着不再创造财富,当实际购买力耗尽时,这段期间便也就结束了。但中国自有特色,即人民币不是可自由兑换的货币,对资本项目兑换实行管制,以及国有经济部门能攫取大量最便宜信用资源的体制,造成央企可以不断制造“地王”维系资产价格。目前的体制或许可以推迟资产价格上涨结束之日的到来,但难以改变终会停止上涨的结果。

当下,国内实体产业已经托不住金融地产增长,而金融地产托不住财政,财政亦托不住债务,债务最终托不住货币(汇率)。简单讲,中国可贸易品部门(产业)已经托不起不可贸易品部门(金融和地产)。产业资本的生产率提不上去(边际报酬率、资本边际产量衰减厉害),因为不可贸易品对可贸易品的相对价格已经太贵,金融地产从经济中抽取的“租”太高,实体产业正在被榨干。由此,货币价值(购买力、汇率)与本币资产价格之间的严重背离,资产价格的最终趋势和结局也就难以改变。

经济“癌症”向金融系统转移

当前,国内经济中的“癌症”正在向金融系统转移——盛



图1 中国M1与M2同比增速对比

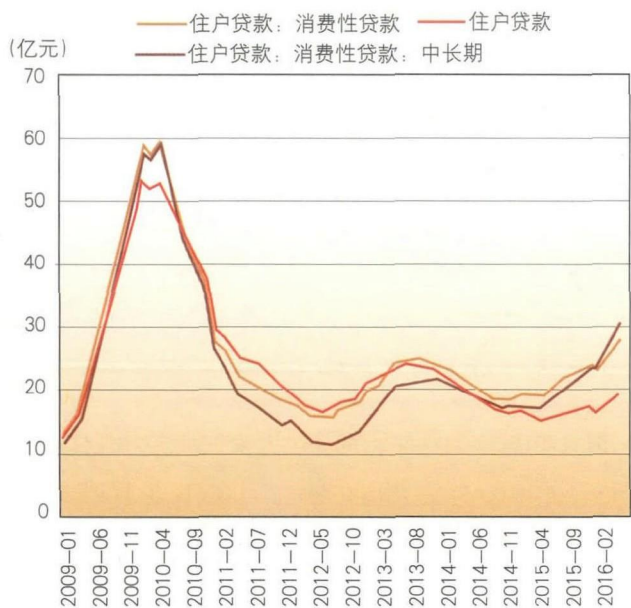


图2 国内住户贷款增长情况

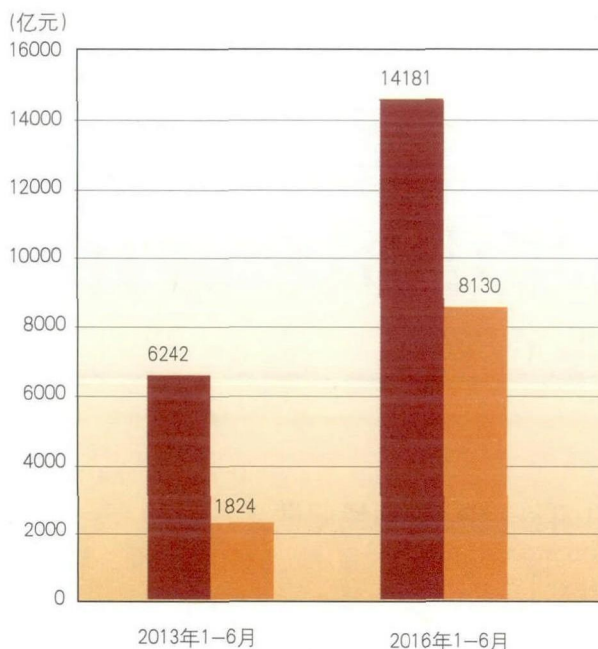


图3 中国万能险的繁荣

松成司长通过详尽的数据解释了这一状态。对此,我们都非常赞同。在这里,我们从另外一个视角审视该状态的由来。

为挽救经济杠杆(中国的高负债部门主要是国有企业和类政府经济组织)和延滞风险爆发,过去几年,在体制的路径依赖之下,国内主要从两个方向来着力:

一是居民加杠杆,目的是拯救陷入悬崖的地方财政,核心在于房地产投资乃是中国地方政府融资机制的特殊安排(“生命线”)。只有驱动储蓄承接地产商债务,然后转化为房地产投资,最终才能变成地方政府的各种收入。

二是释放大量长期信用,以维持房地产和地方融资平台的债务链,比如债务置换(用长期、低息的负债大量去置换短期、高息负债)、不允许银行从僵尸产业中抽贷、债转股等。这些客观上都是在牺牲银行体系资产的收益性和流动性,进而显著降低其资产周转率,由此造成经济风险向金融系统转移。

我们看到,中国经济中几个传统“爆点”的风险似乎都在下降。在债务置换和融资井喷后,地方政府融资平台和房地产商变得很有钱,而且钱是长期的、低成本,所以“地王”频出。以前,地方政府四处求银行放款。现在,则是银行求着地方政府给点资产,并且基准利率还可以下浮。只要不乱用投资,未来2~3年内地方政府发生资金链断裂的概率很小。国企的撤帐则有点像是一个大宅门内子女间闹纠纷和左口袋到右口袋的事:有些人看出来大家长的心思就是想切金融的肥肉,“要点赖”就发生了,但一下子闹到家庭破裂地步的概率也不大。毕竟,大家长制止这



图4 银行资产增长与回购市场交易情况

种事情比涉及到体制层面的国企改革还是要容易得多。

但整个金融系统却被激励至“逆向选择”的方向,金融部门的资产快速膨胀,结果便是一个激进的资产端与一个激烈竞争的负债端。由此造成:一是负债端的久期越来越短,如万能险的繁荣,把实际久期为一年的资金投入到期长至十几年到几十年的长期股权投资。例如回购市场,2010年时日均回购规模在5000亿元,2014年大致在8000亿元,现在的日均规模在4万亿。原因很

简单, 负债端需要持续不断的资金涌入才能维持激进的资产端。二是负债端的成本居高难下, 资产管理机构要想维持规模就必须接受近似刚兑的高息负债。如果有的机构为了保持规模快速增长, 采取相对高息的策略, 则那些报价策略保守的机构会面临规模下降危险。在这样的博弈格局中, 先采取保守策略的机构可能先被淘汰出局, 随着规模下降, 原有问题还可能被更多暴露, 因此博弈的结果是被动接受较高的资金成本, 拼规模就成为了“能活下去”的必然选择。以上两方面合在一起就是一个词——“庞氏”。博弈的最后必然结果是, 所有的交易者都成为中央银行的对赌方。

如图4所示, 国内回购市场规模呈指数型增长。结构上, 隔夜类的资金比例从90%以上提升至97%以上(换句话说, 即长钱从10%下降到3%以下, 其他基本全都是短期限的资金)。短钱多是使用了杠杆的, 现在的回购市场已经更多服务于加杠杆套利的需求, 而非真实的金融机构流动性管理需求, 而且背离度越来越大, 一个呈指数增长的杠杆市场正在加速来袭。

此外, 国民经济管理中简化出来的四张部门表: 企业、居民、金融和政府, 如果为了延缓企业债务的出清, 将居民和金融的表弄乱、弄坏, 最后就只剩下中央政府的表, 结果是政策的空间会进入十分逼仄的状态。当然, 造成所有这一切的根源都一样。在难以突破既有利益格局藩篱, 又无法正面突围时, 就只能深陷结构性改革的“陷阱”。

金融空转与加杠杆

我们反思发现, 2012年对中国来说是一个确定性的分水岭——“经济增长——通货膨胀——货币政策”的分析与政策框架开始失灵。美林投资时钟理论失效并被玩成了“电风扇”, 原因在于债务出现了庞氏状态, 投资收入不能覆盖债务利息。同时, 资金“脱实入虚”, 2012年资金流向“虚”后就没有再“实”过。金融开始空转并独自繁荣, 最初的代表性事物是影子银行和银行的影子, 到现今则是琳琅满目的披着“互联网金融”马甲的财富管理平台, 以及越来越复杂的各类嵌入式投顾型交易结构及产品。

中国虽然没有庞大的标准化的衍生品市场, 但中国有很多灰色的抽屉协议和配资的交易结构, 这里面隐藏着很多杠杆, 它们就像一根根灰色的吸血管不断扎入到低效率的正规金融体系。

我们不禁怀疑现在的金融管理层是不是能实时地监控到金融市场真实的运行状态。在某刻, 银行进行了一笔规模10亿元的委外投资, 通过多层交易链条的传递最终可能会形成近40亿元的资产规模, 才能做平这一交易结构的成本, 也即真实的杠杆可能远

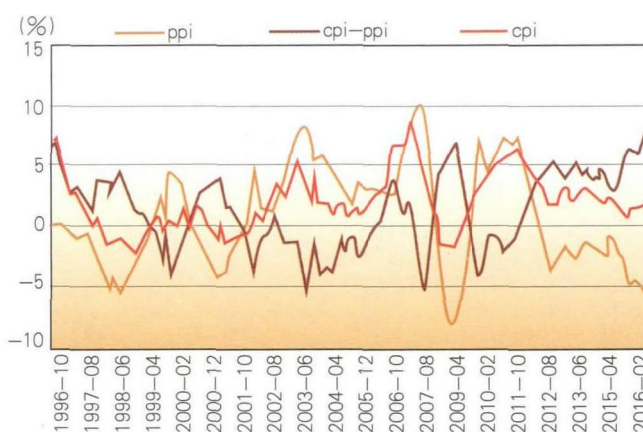


图5 从CPI、PPI看中国传统的库存周期和美林投资时钟失灵

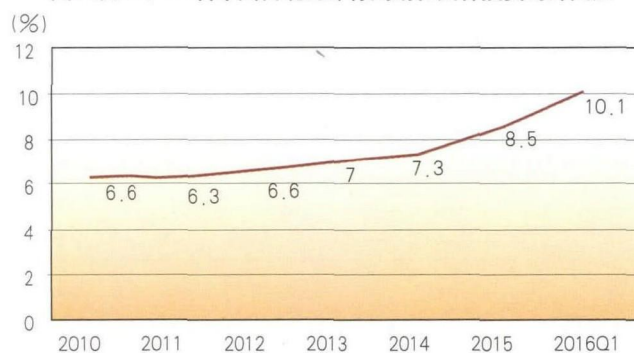


图6 金融业增加值占GDP比例

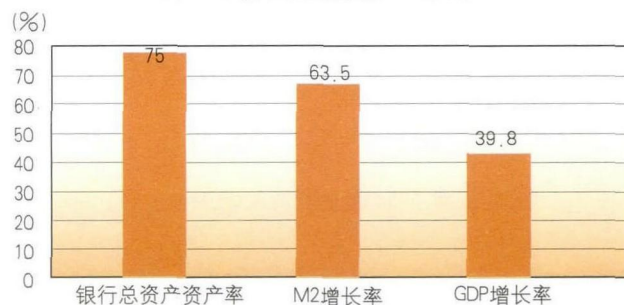


图7 银行总资产资产率等增长情况

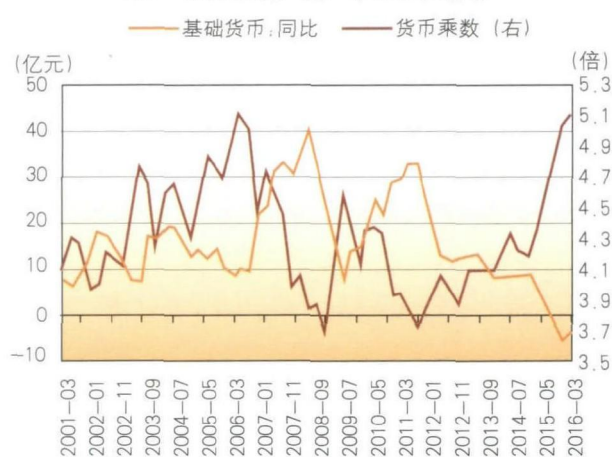


图8 中国基础货币与货币乘数变动情况

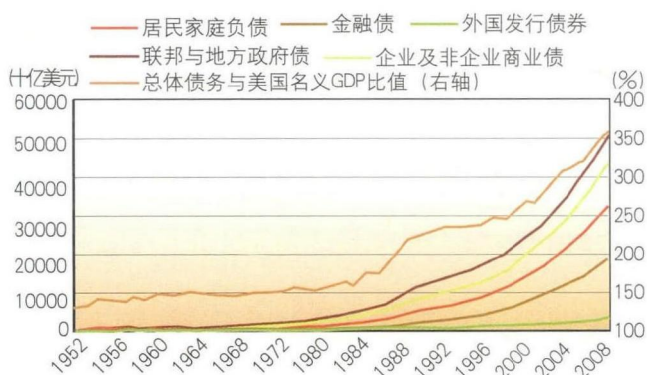


图9 金融危机前美国部门债务率的结构对比



图10 美国不同类型资产增长情况对比（1）



图11 美国不同类型资产增长情况对比（2）

高于监管机构的平均统计数据。

金融既然不能从实体回报中获得足够收入，那就只能通过金融交易来创造价差。由此，加杠杆、加大久期错配、有意识地低

估风险等不断涌现，在松垮的地基上靠金融交易的“积木夹”搭建的资产楼阁也越来越高。

当下，中国是金融供给不足（金融压抑），还是金融供给过度？——的确不太好下结论，这涉及到对过去十年特别是最近五年金融自由化进程的评估。在城市土地等不可再生类要素资源由政府主导分配体制下，财政与国企改革缺位，以及金融自由化的单兵突进，除了把国有经济部门变成“资金”掮客和影子银行外，我们没有看到金融结构的变化，呈现出的只有套利和金融杠杆膨胀。这个特征很好理解，因为在债务周期上升末端，经济四部门（政府、企业、居民、金融）中唯有金融部门杠杆加得最厉害。2008年前的五年中，美国金融部门加杠杆对整体债务率上升的边际贡献达60%~70%，金融同业和衍生（杠杆）交易形成的资产比例亦快速上升。而2012年以来的中国，情形不也正是如此？

就国内情况来看，银行业资产规模越来越大，但目前的说法是银行资产存在配置荒，而“荒”体现在利差上，因此银行的逆向选择是要把资产规模做大（2016年1月资产规模增速16.8%），目的之一是把利润补回来，之二是迫于不良资产处置压力需要进行会计腾挪。而银行自己无法做到的情况下，就通过委投（把资产委托给资管、信托、券商）的方式来进行，造成银行对非银同业资产增速在2016年1月飙升到76.3%。

金融市场已拥挤不堪

中国的债务市场与三年前最大的变化是，金融资产的收益率与负债端的成本出现了倒挂，裂口发散使得整个金融系统脆弱性显著上升。2013年时融资很贵，融入资金可能需要支付10%的成本，但却可以同时找到一笔收益15%的资产，把这笔融资转让出去。而当下，4%以上的融资成本支持3%的资产收益率的交易结构却普遍存在。这其中的缺口，只能依靠加杠杆、拉长久期错配和有意低估信用风险甚至流动性风险来弥合（造成资产端愈发激进）。

中国目前的金融市场依然拥挤不堪。金融运行及交易的主要是情绪，而不是风险，各类利差被全面压缩，如债券收益几乎只能寄希望于价格上涨带来的资本利得。而之所以交易依然，是因为交易者相信将有比自己更无法承受目前状况的交易者会继续加

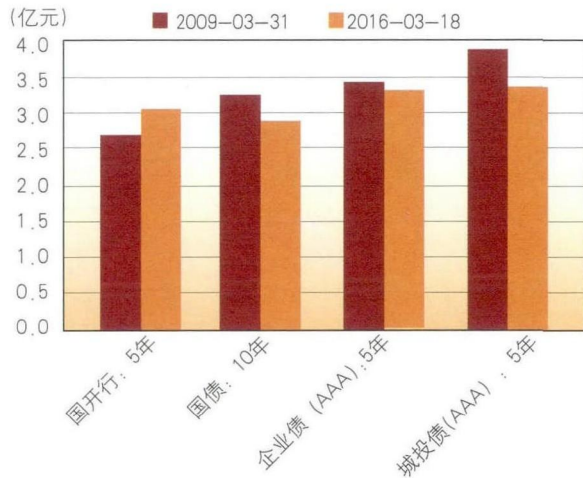


图12 国内部分债券产品发行规模

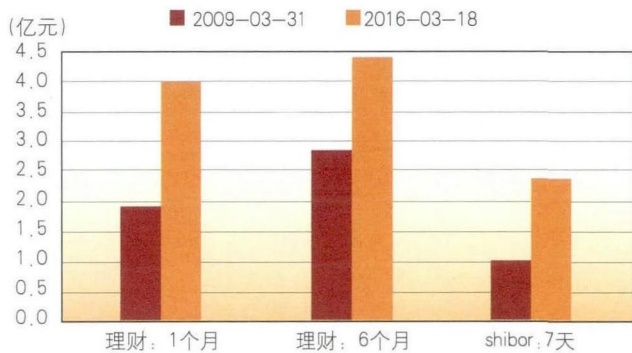


图13 国内理财产品发行规模

大杠杆,同时,也是因为相信央行拼死也会努力维持目前的脆弱系统。显然,这种情况下风险定价已没有意义。

资产、负债谁在驱动谁?

现在大家谈商业银行转型,言必称“大资管”模式。在过去五年,资产管理行业一直是中国银行业发展中最璀璨的明星。资产管理行业规模扩张速度曾多年持续保持在50%以上,有人统计中国资产管理行业管理的资产规模2015年底已经达到90万亿(部分重复计算)。据此,是“资产驱动负债”还是“负债驱动资产”——已经不那么重要,因为一个“金融压抑”的经济在走向“金融自由化”过程中,后者似乎更为常见。

自由化初期,生息资产的收益率普遍较高,而金融压抑带给利差的保护期,意味着只要能吸引来资金,利差收益就会非常丰厚。造成所谓资产管理最初就是在比拼募资能力,用较高的预期

收益吸引资金,用信用度高的牌照和隐形刚兑来吸引资金,用丰厚的提成来刺激渠道,规模快速增长几乎成为资产管理机构的第一目标。以各种形式吸收资金(拼牌照、拼渠道),再以各种交易结构放贷出去,赚取利差,本质上还是间接融资体系下的信贷扩张的延伸,即银行的影子。

“懦夫困境”与“洪荒之力”

纳什均衡中有个“懦夫困境”的经典案例。单行车道上,两辆高速相向而行的汽车,如果谁都不让,必然车毁人亡,博弈的结果是胆小的一方会让开车道。当下中国的金融市场就如同拥堵在一个路口:一头是中央银行,一头是淤塞在一起的、越聚越多的众多套利结构。而交易者往往都先验地认为,在这个博弈的支付矩阵中,央行会是那个最后的胆小者。

眼下,金融市场认为只需要确认出央行的一个隐形承诺(不敢放弃宽松货币)就足够了,剩下的事情他们都可以自己完成。这就是金融的特质——自我强化。自己可以制造臃余资产,而这才是金融市场上真正的“洪荒之力”。

当前,“豪赌”支配着金融市场的神经。坚信货币宽松的全球趋势,西方深陷长期停滞的陷阱,低利率到零利率以至负利率,不断量化宽松。中国也会继续货币宽松,流动性泛滥不断制造臃余资产,继续支撑资产负债表扩张。抓住机会做大做强,对于追赶者来说,这确实是实现弯道超车的黄金时间——“过了这个村就没这个店”了。



图14 主要债券收益率变化

的确,过去三年的中国金融市场不断强化“富贵险中求”的赢家理念。例如,一个月前还可能触及平仓线之危的宝能系,转眼之间反而浮盈300亿元。难怪金融市场的交易者感叹“时间荏苒,白云苍狗”。

而一个缺少变化的、不被看好的货币政策预期,以及由此生成的“央行信仰”,在钝化市场的自我调节功能同时,也会将央行和整个金融系统逼入了“绝境”。

金融市场的情绪之下,卖方机构甚至有点漠视央行的存在,“2.25%红线在不在都无所谓”。债券收益率的高度“平坦化”之后,市场就开始烘托“牛陡”的气氛,中央银行现在要说服市场且让市场相信其能够坚守住2.25%的利率走廊防线(7天的回购利率)——比以往任何时候都要难。收益率和负债成本的倒挂愈发严重,在低风险资产上进一步加杠杆,并将“资产荒”演绎到极致,这是一个自我强化的过程。收益率越下行,所需的杠杆率就越高,所需要的资产就越多,机构就越是疯抢,最后结果如何就只能靠市场自然力的“造化”了。

而没有风险定价的市场上,信仰会变得脆弱。中国央行现在的策略正是在“飞轮里面掺沙子”,比如抬高14天逆回购利率,抑制套利杠杆的过快上升。而在拥挤的市况下,信用市场的高波动很容易发生,踩踏(流动性冲击)如果发生,短钱长配的交易结构将直接面临高收益兑付和资产贬值、收益率下降的夹击。因此,“看到低利率、零利率不算什么,捱到零利率还活着才是真牛”。在“低利率、高波动”的环境中,交易者只有相信常识才能约束和宽慰自己。

金融不降杠杆则经济去杠杆无法开启

没有金融降杠杆,经济的去杠杆很难开启。研究西方经济体所经历过的债务周期的调整过程,可以检索出相似的逻辑路径。债务周期的调整都是先从金融系统内部杠杆的解构开始,降低金融密集度,由此引致资产缩水和债务通缩的压力。非金融部门的债务重组(在西方主要是私人和家庭,在中国主要是国企和类政府实体)一般在资产价格缩水之后,才可能会实质性发生。

去产能不可能在价格上涨状态下开始,债务重组也一样。如果能够以非常低的利率融资,非常便利地借到大量资金,资产价

格还在高位,土地市场依然活跃(“地王”频出),则怎么可能把债务合约的相关利益人都请到谈判桌前来商量缩减债务?逻辑上是不可能的,这是客观的经济规律。金融部门压杠杆所产生的资产通缩压力,才会促使非金融部门进入实质性的债务重组的谈判。

而为了应对由此可能产生的系统性宏观风险,政府对应的是一套避免经济长期萧条的超常规货币财政方法。市场上有很多人期待推出中国式的QE,希望中国政府或中国央行能够将债务包袱直接赎回或兜取,进行杠杆部门间的大挪移。为什么中央银行和政府一直没有推出这种方式?最根本的还是技术问题,是价格谈不拢。如果中央政府真把不好资产收下来,关键债务主体的资产价格就要大打折扣。只有价格压缩到一定程度,才能依靠超常规的措施实现资产收取,否则就现在的价格还是太贵了。

我们没见过资产还在高位时,政府和中央银行就跑到前台去承接杠杆的事情,政策腾挪的空间某种程度上取决于资产缩水的进程。

超常规的财政金融办法也不是带领中国走出危机的手段。不能为了去杠杆而去杠杆,去债务而去债务,而是要形成一种环境来推动供给侧改革。如果一直在一个没有压力的环境中,是没有人愿意主动去改革的。

金融整肃及时而正确

中国经济在加速膨胀的金融资产和快速收缩的投资回报中艰难行进。我们显然意识到自己已被包裹在危险之中。

当下的清理金融风险无疑是正确的,而某种程度上这是一个修正“金融自由化”的过程。由繁杂浮华到简单朴素,甚至回归原始——毕竟已经混乱了五年有余。当金融稳定和降低系统的道德风险成为选项后,金融创新和自由化会被先搁置。常理上讲,这是一个降低系统厚尾风险的过程。当然矫枉过正、下手过猛也可能形成短期过大的挤压,但我们迄今所看到的过程还是有章法的,正面的、流动性压迫式的挤压(如2013年“钱荒”)几乎没有,更多是迂回,构建超级金融监管体系,清理和扫荡监管真空与盲区。

银监会、保监会、证监会都陆续出台了对于资产管理行业更为

严格的监管指导,主要限制监管套利和过高的杠杆,资产管理行业野蛮增长时期已经落幕,通道业务已经式微,行业即将开始升级重构,从影子银行到资产管理,整个资产管理行业正在重归资产管理的内核。

“强监管、紧信用,顶短端(利率走廊下沿)、不后退”可能是未来中国金融政策的常态。

如同之前金融杠杆和负债将资产价格推到高,现在要经历的是一个相反的过程,资产价格是由边际力量决定,如果金融杠杆上升的力道出现衰竭,比如2016年一季度整个金融部门资产膨胀速度是18%,如果这个18%的速度不能进一步提速到20%,则金融资产价格也就涨不动了。如果未来从18%跌到17%,跌到16%,甚至跌到15%以下,那么所有资产价格都将面临系统压力。而这是一个货币消灭的程序,金融空转的钱是会“消失”的,即当风险情绪降低时,货币会随着信用敞口的了结而消失。

洗净一些铅华是好事,少了那些浮华,经济和市场自身的韧劲会显现出来,只要不选择撞南墙(让树长到天上去),中国不用太担心。鉴于中国信用繁荣的内债性质,政府在必要时有足够的对金融机构资产负债表的资产和流动性实施双向管控。对外部寸头的资产和负债结构以及资本项目的管制,以及金融和财政政策的潜在空间,都保证了中国发生债务危机的概率并不高。

未来的资产价格调整可能要更倚重于结构性公共政策(税收)。与过度金融交易和房地产税收相关的公共政策选择的重要性,可能不亚于金融监管的具体技术和金融数量以及价格(利率)调控。

“闷骚”式资产调整的概率最大

如果要问中国资产价格调整最有可能出现的状态,“闷骚”一词最形象,肯定会有非市场力量干扰出清过程。比如对资本流出的管制,比如阶段性地释放流动性以平滑价格出清压力,又比如直接入场进行价格干预,但整个趋势的力量是难以改变的。资产重估虽然从价格的调整上表现迟缓,但趋势的力量会以另外一种方式表达出来,即交易的频率显著下降(高频到低频),流动性显著变差,时间成本将消耗虚高的价格,信用债市场就是一个例子。如果错失了短暂的资产结构调整窗口,可能很多标的就会

进入一种有价无市的状态,一夜之间交易对手全部消失。

股票市场也出现了类似的状态。可交易标的越来越集中,比例越来越收缩,大部分股票向着换手率历史的低水平回归。而流动性溢价(显著高的换手率)是A股估值的重要基础,即A股有交易(博弈)的价值、低投资的价值。如果资产交易状态进入向低频率回归的趋势中,流动性溢价会处于耗损的状态,这实际上也是一种重估。

预期未来房地产调整也一样。过去几年靠套利的交易结构形成的资产都有被“闷”在其中的风险,如信用债、PE/VC、新三板和定增。

低利率、高波动的环境下,固定收益作为资产管理的基石可能被撼动,固定收益的高夏普率时间可能过去了,中国只不过晚到了一步而已。负债刚兑也因为客观条件无法保住,监管套利和杠杆受到严格限制,投顾的交易结构被清理后,负债端产品的预期收益只能被迫下降,倒悬裂口收敛。同样的逻辑外延会逐步传递至资产端(房地产和土地)。

我们即将面对泡沫收缩

未来(2017年)所有资产的波动率一定会显著上升。利率的“大空间、低波动”时期已经结束,“小空间、高波动”时间或已开启。看到零利率不是那么重要,捱到零利率还活着才最重要。交易的赢家最终拼的并不是信仰,而是谁的负债端能扛,眼下交易者心灵受煎熬的程度取决于其负债成本管理能力的强弱,因为现在资产的流动性状态全靠信仰在支撑。

流动性作为一种宏观资产,其战略重要性会被金融系统越来越重视。悬崖勒马,见好就收,如果认同继续宽松、继续放水是不可持续,货币必然收缩,就应该加强对负债端高成本的控制,增强资产端灵活性,不再押宝负债驱动资产式的扩张,而是采取积极防御政策,度过潜在的金融收缩期。

我们或将面对:一个泡沫收缩的时间,一个由虚回实的阶段,一个重塑资产负债表、重振资产回报率的阶段。●

(作者单位:中国社会科学院金融研究所)

责任编辑:徐 虞
XuQyan0112@163.com