





一场降低金融风险的“拆弹”风暴已经袭来。过程中，既要充分估计对于股、债、楼及实体经济的冲击，又要矢志不移地完成任务；既要选择好角度与方式，又要安排好节奏与力度。

“拆弹”风暴

文 | 本刊编辑部

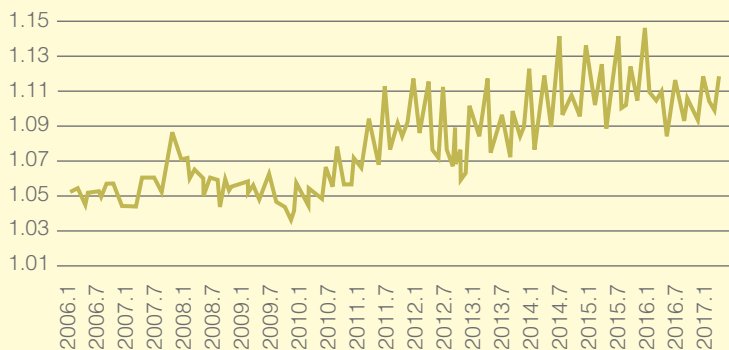
剪红线还是剪蓝线？炸弹上的倒计时一秒秒地流逝，生死似乎就在这蓝红线之间……现实中的“拆弹”风暴真的也会如此吗？

2017年，北京的春天与往年不同，伴随着一次次沙尘暴的袭来。黄沙漫天，呼呼的带着嘶叫，夹着砂石拍打窗棂；你站在我面前，我却看不到你。如此大范围的沙尘暴是13年来北京遭遇的最强沙尘天气。

与此同时，在金融界也袭来一阵“金融监管”的风暴，多部门密集出台系列监管文件。这阵风暴源自2016年下半年，中国货币金融政策重心转向去杠杆、防风险。它也被称为自20世纪90年代以来力度最大的一次金融大整顿。

从9.30楼市调控，层层加码开始；年底，中央经济工作会议提出，把防范金融风险放在更突出位置；证监会主席刘士余抛出了“妖精论”；2017年3月，银监会主席郭树清履新，并掀起了银行业整顿风暴；保监会则明确，要突出责任担当，坚

银行间杠杆率



数据来源: Wind、中信建投研究所

一旦链条上的任何一个环节出了问题, 风险就很容易扩散, 形成多米诺骨牌似的坍塌——一如2007年美国次贷危机留下的教训。

决打击违法违规行为, 治理保险市场乱象, 坚持引导行业回归风险保障本源。

4月25日, 中共中央政治局就维护国家金融安全进行第四十次集体学习, 把金融安全提到前所未有的高度。中共中央总书记习近平在主持学习时强调: “金融是现代经济的核心; 维护金融安全, 是关系我国经济社会发展全局的一件带有战略性、根本性的大事; 金融活, 经济活; 金融稳, 经济稳; 必须充分认识金融在经济发展和社会生活中的重要地位和作用, 切实把维护金融安全作为治国理政的一件大事。”

正如中泰证券首席经济学家李迅雷在最近的评论文章中所称, “金融监管的趋严, 实质上表明宏观政策悄然转向, 淡化稳增长短期目标, 着重降低金融风险”, 的确, 一场降低金融风险的“拆弹”风暴已经袭来!

那么, 金融风险的炸弹是什么? 为什么“拆弹”要争分夺秒? “拆弹”的步骤和方式又是什么? 是否会引发连锁反应? 金融去杠杆会持续到什么时候, “拆弹”达到什么目标才会安全? 这是大家最为关心的几个问题。

《英大金融》继4月刊发封面文章《“聪明”的钱》, 追踪数十万资管资金动向及潜在风险隐患, 引起业界较大反响后, 6月封面, 再次推出组文, 深入“拆弹”风暴一线, 从央行缩表、银监会“三三四”大检查、证监会清理通道、保监会整治保险资金运用乱象等多个维度, 调研观察“金融去杠杆”的真相, 思考答案, 以飨读者。

严防多米诺

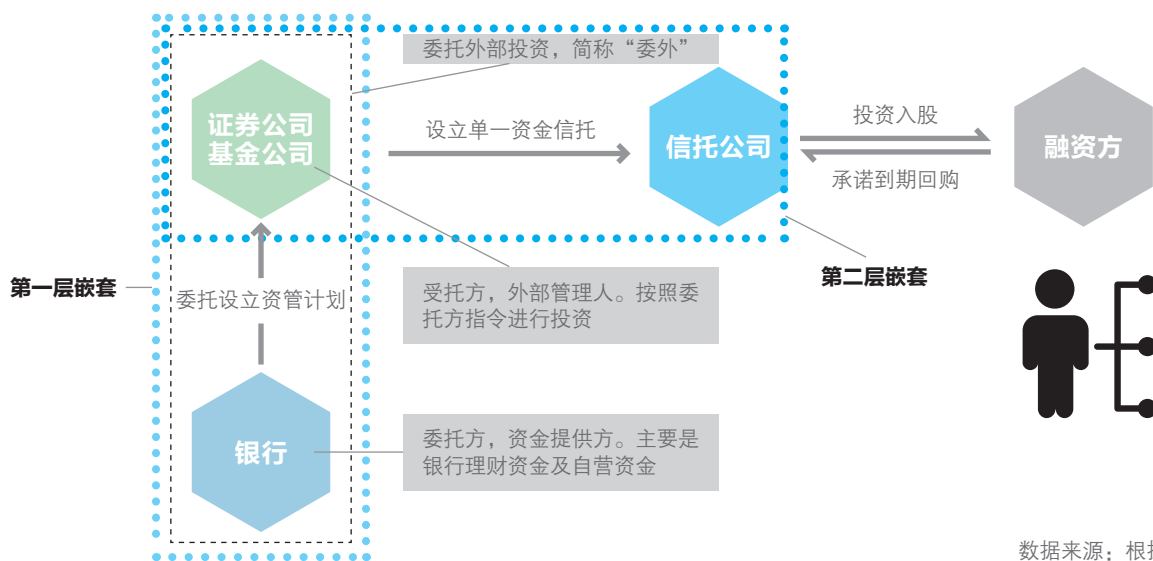
“两加强啊, 三套利啊, 三违反啊, 四不当啊, 七号文啊, 十风险啊, 双十禁啊, 回头看啊, 再回头……”顺口溜, 朗朗上口, 背后则是剑指金融机构间的同业资金空转, 这也是“拆弹”的源头。

2013年6月, 中国银行业爆发了“钱荒”, 为解决流动性问题, 央行在当年12月, 发布了《同业存单管理暂行办法》。此后, 同业存单业务发展迅速, 从2013年年底, 存量340亿元, 到2016年年底的6.3万亿元。

同业存单兴起的原因之一, 是央行再贷款政策对大型商业银行和中小银行的待遇有差异, 偏向于向大型商业银行投放基础货币, 于是大银行充当着“搬运工”的角色, 成为中小银行的流动性来源。同业存单本质上是一种银行间的放贷行为, 存单到期之前, 可以不断转让。

由于央行廉价供给的资金与最终资产之间存在利差, 套利行为也自此展开。以“三段式”资金空转为例, 或许可以揭开冰山一角。同业资金在“同业存单—同业理财—委外投资”的链条上空转, 机构往往加杠杆并采取期限错配从中套利。中小银行通过利率略高的同业存单从大银行获得流动性, 继而寻求更高收益的资产。但是, 中小银行往往缺乏优质贷款客户, 因此也很难从实体经济中获得稳定的高收益, 那么资金通常就会被用来购买另外一家银行的理财产品, 也从表内移到了表外。接着, 为了进一步寻找利润空间, 银行理财资金被“委外”, 也就是将资金委托给外

“委外”、“嵌套”详解示意图



部机构管理人，例如基金公司，投向利润更高、风险也更高的标的。这一系列过程中，银行一方面很可能会加杠杆，另一方面，理财产品的短期负债与长期资产的错配，都增大了利润被吞噬和资金链断裂的风险。

银行委外投资是过去几年中国影子银行体系业务扩张的重点。自2014年开始，由于实体经济部门融资需求持续下滑，此前蓬勃发展的“非标”业务大幅萎缩。为维持必要的收益和规模扩张，影子银行体系转而通过直接或委外加杠杆方式，将资金大量配置到债券、股票、私募股权等资产市场。这在很长一段时间里压低了债券市场的信用利差，抬高了股票市场的风险偏好，形成资金的“脱实向虚”。

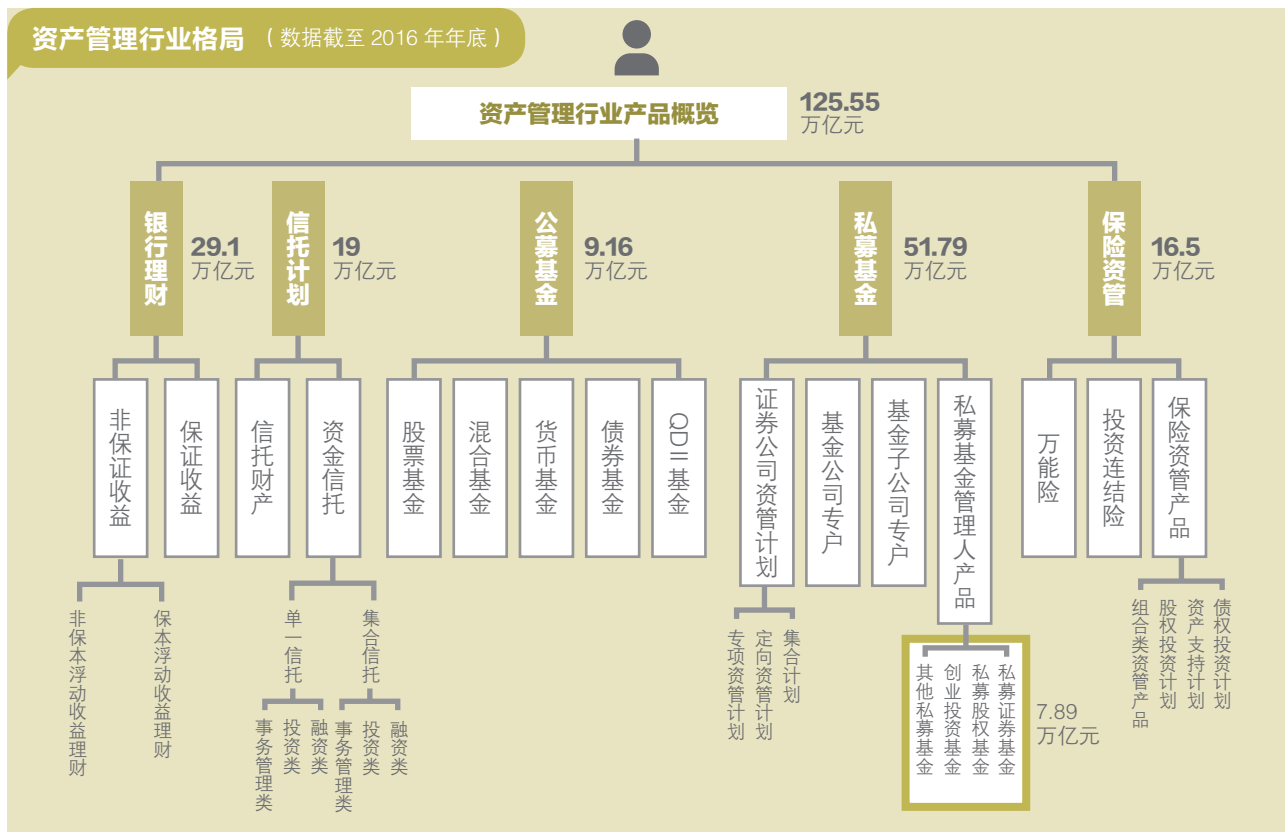
按照穆迪公布的影子银行数据，接近30万亿元的银行理财产品在影子银行中占半壁江山，这些资金在每层嵌套时都有可能加杠杆，以至于整个链条叠加后，杠杆水平已经超乎想象，侵蚀

了金融稳定性。

通道越来越复杂，市场越来越“看不清楚”，银行表外资金的高杠杆风险成了中国金融市场头上悬着的炸弹。一方面，算不清、不透明的杠杆使得风险难以被识别；另一方面，银行资金转入理财甚至委外环节，在扩张自己的资产负债表的同时，也引入了其他机构的风险，把自己暴露到了其他市场的风险中去，容易形成系统性风险。一旦链条上的任何一个环节出了问题，风险就很容易扩散，形成多米诺骨牌似的坍塌——一如2007年美国次贷危机留下的教训。

外部环境也向我们施加了压力。在经历2008年全球量化宽松的周期后，2016年美联储开始进入加息通道。据摩根士丹利华鑫证券预测，美国联邦基金目标利率将在2017年末加至1.25%~1.50%之间，随后2018加至2.25%~2.50%之间。

潮水正在退去，过去几轮美联储加息过程中



数据来源：中国证券投资基金业协会

遭受重大冲击的经济体，无一不是国内存在金融泡沫并且实体经济结构性失衡问题突出。以此为鉴，在人民币资本外流压力很可能再度上升之际，抓紧推进实体经济调结构和金融市场去杠杆，加上对房地产市场的政策性调控，可以帮助中国经济更加从容地应对美联储加息周期的到来——加速金融风险“拆弹”，正是其中的关键一环。

绕口令与组合拳

“打南边来了个资管，手上加着满仓杠杆，

打北边来了个监管，腰里别着一摞罚单，别罚单的监管要加杠杆的资管去杠杆，加杠杆的资管偏不听别罚单的监管去杠杆。到底是别了罚单的监管去了加杠杆的资管的杠杆，还是加杠杆的资管的杠杆躲过了别着罚单的监管。”这个绕口令，看谁读得好？大家会心一笑。

绕口令说的就是“拆弹”的场景一隅。事实上，一行三会几乎是同时发力，对市场进一步提出了具体的监管要求。

先从“缩表”说起，这个 5 月最热的金融词

语，是指资产负债表规模的收缩，近期因美联储的行动而广为人知，衍生到中国，又可分为央行和商业银行两个主体行为。

央行5月12日发布《2017年第一季度中国货币政策执行报告》时明确表示：“中国央行‘缩表’并不一定意味着收紧银根，1月末到3月末两个月时间，中国央行资产负债表收缩了1.1万亿元；4月份已重新转为‘扩表’。”而近期在“监管共振”的影响下，部分规模扩张速度较快的商业银行，尤其是中小银行表外业务踩刹车，资产扩张速度下降，有缩表之效。

《英大金融》从多家银行了解到：先有央行宣布表外理财及同业存单纳入MPA考核，后有银监会剑指同业和理财引导回表，市场确实受到影响。比如“三套利”中明确要求，要检查是否通过大量发行同业存单，甚至通过自发自购、同业存单互换等方式来进行同业理财投资、委外投资、债市投资等；是否存在以理财资金买理财产品的现象。这些检查内容，对同业存单、同业理财及委外投资进行了全面的清理和整顿。

银监会对委外投资有着清晰的监管思路：一是不允许资管产品层层嵌套，委外投资必须穿透，委托方必须知晓委外资金匹配的底层资产；二是不允许资管业务以资金池形式开展，每个产品必须独立记账、分别管理，不允许账户之间挪用资金。可以预期，未来随着上述监管思路最终落实，银行理财产品的刚性兑付优势将最终消失，现有的委外投资的模式也将面临转型。

证监会则出台文件，全面禁止通道业务，强调不得让渡管理责任。“通道业务，生于2012，卒于2017，享年5岁。”2012年10月证监会发布一系列实施细则，投资范围放开，证券行业具备全面参与同业的资格。至2016年年底，基金公司规模8.2万亿，券商15万亿，共约23万亿，证券行业全面超越信托行业20万亿的规模，

成为非标市场资金的第一通道。

受资本充足率考核，信托公司有业务规模的上限，券商初期没有相关的考核要求，可以做的通道规模很大，又比信托费率便宜很多：券商和基金子公司管理费费率通常为万分之二，信托最便宜也要万分之三四。这是券商和基金子公司规模增长的主要原因。

2015年之前，通道业务产生的主要需求是商业银行为了表内资产出表，即商业银行的贷款规模不够了，通过它释放贷款规模；2015年以后，新增了对限制性行业的信贷，比如房地产和地方政府信贷。证券通道业务红利走向末路，也意味着商业银行的“缩表”，以及房地产和地方政府融资平台的融资将会变得更为困难。

保监会同样连续出台相关政策文件，治理保险乱象，扎牢监管篱笆。加强监管的内容涉及排查风险、整治乱象、打击违法违规行为、弥补监管短板、保护保险消费者利益等多个方面，可谓对症下药。以近日下发的《关于开展保险资金运用风险排查专项整治工作的通知》为例，工作重点包括：重点关注重大股票股权投资、另类及金融产品投资、不动产投资和境外投资等业务领域；重点梳理合规风险、监管套利、利益输送、资产质量、资产负债错配等风险点；重点检查利用金融产品嵌套和金融通道业务开展投资，利用金融产品、回购交易及资产抵质押融资放大投资杠杆，以及利用保险资金运用关联交易、“抽屉协议”“阴阳合同”利益输送等行为。

《通知》指出，保监会将坚决整治保险资金运用乱象，重拳打击违法违规行为，控制好杠杆率，避免监管空白，形成监管合力。其坚持“保险业姓保，保监会姓监”的决心可见一斑。

同业和理财压缩回表了，通道被限制了，保险资金运用也更加规范了，对于制约金融机构过度扩充杠杆、配置高风险资产的冲动，维持整体风险水平的稳定起到了积极作用。不过同时也要

监管升级引发的集中去杠杆，很可能带来的直接后果就是流动性的紧缩。股市、债市、楼市已经作出了连锁反应。



MPA



Macro Prudential Assessment, 宏观审慎评估体系。指标包括资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、跨境融资风险和信贷政策执行7大类16项指标。

借用热播电影《拆弹专家》中的一句话，“拆弹不是你想做就能做到的，是要上天批准的。”

看到，监管升级引发的集中去杠杆，很可能带来的直接后果就是流动性的紧缩。股市、债市、楼市已经作出了连锁反应。

在海外股市一路飘红、屡创新高的背景下，A股一路下行；美国股市的科技股涨得是“没有最高、只有更高”，A股市场上的中小创则是砸了一个又一个坑。导致股市下跌的原因有很多，但“拆弹”导致失血是其中一个。

“近段时间以来各家公司的债券基金赎回情况都比较严重。”一家基金经理对《英大金融》说，“一段时间以来债券基金的业绩确实不好，去年十月份债市调整以来正收益的基金都非常少。而委外资金主要集中在固定收益产品上，此轮去杠杆引发了银行委外资金的赎回抛售风，对债市形成了压力。”

房企杠杆率和居民杠杆率也开始有不同程度的下降，一二线城市房价开始松动，在加速推进金融去杠杆的大环境下，房地产市场将继续调整。

宜稳不宜急

事实上，我们在电影里看到的炸弹都是经过艺术化处理的。炸弹的制作者，为了保证自己在制作过程中能够清楚地区分火线和零线，并且确认炸弹组装完毕，采用的是不同颜色的电线，往往不止红蓝两色。金融相关的风险错综复杂，也绝不是剪断杠杆率这一根线就能解决的，更大的可能是牵一发而动全身。

“市场是在担心货币政策收紧与金融监管去杠杆的叠加效应所导致的金融风险。”中国社会科学院学部委员余永定表示，中国货币当局在考虑是否退出2014年以来的较为宽松的货币政策时应该采取十分谨慎的态度。金融整顿是必须的，但当整顿本身已产生强大货币紧缩效应的时候，货币紧缩似乎应该适当延后，以避免重复在他国出现过的因收紧货币政策导致资产泡沫崩溃，进而把国家拖入金融危机的错误。

对于实体经济也可能产生传导效应。南开大

学金融发展研究院院长田利辉对《英大金融》表示：“金融和产业是硬币的两面，引导金融服务实体的监管方向是非常正确的，监管一定要更加严格，但是要有一个过程，宜稳不宜急。金融去杠杆的过程中，企业的融资成本难免上升，对于已经转头向上的经济增速可能产生一定冲击。因此，要有协调有步骤地实行宏观审慎和微观审慎管理。”

金融去杠杆会持续到什么时候？“拆弹”达到什么目标才会安全？安信证券首席经济学家高善文表示：今年以来，由于监管部门协调统一金融去杠杆，外加实体经济回稳，资金开始从债券、股市等市场中流出。正如影子银行的形成要经历数年的时间一样，金融去杠杆，未来也将持续数年时间，不可能在短期内完成，这一逆转过程也将对股市、债市等市场产生冲击。

借用热播电影《拆弹专家》中的一句话，“拆弹不是你想做就能做到的，是要上天批准的。”对金融去杠杆而言，“拆弹”的力度与节奏同样不易把握。何况除了金融的去杠杆，财政部、发改委等六部委，近期联合发布《进一步规范地方政府举债融资行为的通知》全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，开始“拆弹”地方债。影响几何尚不能定论。

希望如高善文的判断：在金融去杠杆的过程中，考虑到监管部门已经有过“钱荒”时的经验，实体经济领域房地产库存快速去化，利率上行使得地产投资下降的幅度或许不会很大；此外全球经济恢复的背景对国内也有支撑，这些情况合并使得金融去杠杆误伤实体经济的可能性或许不大。

总体而言，在拆弹的过程中，既需要充分估计对于股、债、楼及实体经济的冲击，又要矢志不移地完成；既要选择好角度与方式，又要安排好节奏与力度；既要把弹拆下来，也不要拆弹人员受伤。这需要丰富的知识和一流的技术。■

（本文由本刊主笔马力执笔）