

## 中国式“缩表”，谨防政策超调

受美联储开始谈论缩表可能性的影响，最近市场对央行资产负债表波动似乎特别在意。央行资产负债表在今年2-3月份下降了1.1万亿，市场出现央行要先于美联储缩表的言论。可能出于管理市场预期的原因，央行在上周末公布的2017年1季度《中国货币政策执行报告》开头的第一部分辟出专栏《如何理解所谓央行“缩表”》来讨论缩表的问题，特别澄清“我国央行资产负债表的变化要受到外汇占款、调控工具选择、春节等季节性因素、财政收支以及金融改革和调控模式变化等更为复杂因素的影响，中国央行“缩表”并不一定意味着收紧银根”，再加上上周五央行通过中期借贷便利（MLF）向市场提供4590亿中长期流动性之后，市场所谓“缩表”的言论有所退潮。我们如果看一下央行资产负债表的历史数据，就会发现波动性的确很大。特别是在2015年2月开始到当年年底，央行资产负债表跌将2.75万亿。主要是因为外汇占款下降，以及降低准备金率，同时央行创新流动性工具MLF和PSL等还在起步阶段，规模较小，难以起到对冲外汇占款下降的作用。因此的确不应该将央行资产负债表任何波动都归结于央行的主动“缩表”。

我们认为央行年内主动缩表的概率很低，或者说至少央行不会早于美联储缩表。美联储当年启动加息也是通过长达2年左右的时间来与市场反复沟通，以避免造成过大的负面冲击。考虑到缩表相对于加息对流动性的影响更大，美联储一定会更为谨慎。因此美联储在年内可能会在加息的同时，通过会议纪要中的措辞变化以及公开场合的表态来不断试探市场对缩表的接受度和承受能力，绝不会贸然启动缩表进程。国内央行目前也就是通过提升逆回购利率，以及MLF利率等来适度对冲美联储加息的影响，远还没有达到需要抢在美联储之前缩表。

如果说央行没有缩表，那又如何理解最近资本市场流动性紧张，出现股债双杀的局面？A股市场由于大盘蓝筹，特别是银行股的苦苦支撑，上证指数才勉强维持在3000点以上；而10年期国债利率接近3.7%水平。上个月底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，会议上习近平总书记强调，“金融安全是国家安全的重要组成部分，是经济平稳健康发展的重要基础。”中央在这个时间点召开金融安全相关的重要会议，给市场传递的信号是“防控金融风险，提升金融安全”是今年政府的工作重心，之后一行三会，特别是银监会在政策层面跟进，让市场感受到了不小的压力，从而造成了短期内市场的动荡。

目前国内投资者对中央“防范系统性金融风险”的立场基本已经达成共识，有充分的理解和预期。习主席也着重指出“一些国家的货币政策和财政政策调整形成的风险外溢效应，有可能对我国金融安全形成外部冲击”。与此相对应的是，我们在年初就指出，今年政府之所以要强调“防范系统性金融风险”是因为：“今年中国经济的宏观风险主要来自于美联储加息所引致人民币贬值和资本外流的压力，以及国内经济结构失衡以及资产价格泡沫。前者是外因，后者是内因，二者叠加造成了国内潜在在系统性金融风险上升。在外因不可控的情况下，调整内因才是防范系统性金融风险的唯一出路”。参考过去几轮美联储加息过程中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。因此政府在宏观政策层面要关注如何保持国内系统性金融风险可控，并且避免金融风险向实体经济传导。年初以来，央行货币政策转向中性立场，银监会加强对银行表外业务的清理和监管，以及各地政府对房地产市场的调控升级，都已经预示了今年是“监管之年”，加速“金融拆弹”可以使中国经济更加从容的应对美联储加息周期的到来。考虑到近年来商业银行（特别是中小

银行)通过加杠杆导致表外资产规模的飙升,已经给中国金融系统造成了不小的潜在系统性金融风险,中国式“缩表”,缩的不是央行的“表”,而是过度加杠杆的金融机构的“表”。

但我们如果从另外一个角度来看中国式“缩表”,难免也会有一丝担忧,因为银行表外业务对接的很多都是地方基建和房地产投资相关的项目。长久以来国内经济有这样一个问题:“一放就乱,一管就死”,这在一定程度上导致宏观经济和资本市场频繁出现大幅波动。如果监管层去杠杆力度过大,虽然有利于降低潜在系统性金融风险,但也很有可能会对固定资产投资的融资造成负面冲击。目前市场对中国经济趋势的判断分歧很大,“新周期的启动”和“繁荣的顶点”成为近期的争论焦点。虽然我们不是很同意这种非左即右,非黑即白的判断,但整体而言我们的观点倾向于后者:去年4季度和今年1季度经济增速反弹更多是下行周期过程中刺激政策的累积效应的集中反映,而非所谓“新周期”的开始。很难想象,长期以来困扰中国经济的结构性问题,通过短短的一年多内针对几个重点行业的供给侧改革就完成了整个经济体的过剩和落后产能的出清。中国ICOR(增量资本产出率)持续上升,背后反映了中国每增加一单位GDP产出所需要的资本投入在不断上升,而资本投入的上升背后则隐含的是货币发行规模的膨胀,以及杠杆率和债务率的上升。伴随着补库存需求进入尾声,我们预计2季度经济增速可能会重新放缓,但政策层面的收紧可能会加速经济的下行。而且预计美联储在6月份会再次加息,届时外部风险会重新上升,如果叠加国内经济增速下行压力加大,中国经济在下半年会面临更为严峻的挑战。

虽然在“防范系统性金融风险,推动金融去杠杆”的整体大背景下,最近政策层面的收紧有其必要性,但今年十九大的召开又决定了今年不仅是“监管年”,而且是“政治年”。如果下半年经济增速回落的幅度过大,而十九大召开由需要创造一个相对稳定的经济和金融环境,政策可能被迫再次转向的话,届时会面临两个可能的情形:(1)如果转向幅度过小,再加上政策传导的时滞,可能会导致十九大前后经济基本面低迷;(2)如果转向幅度过大,可能会导致资产价格泡沫重启,经济结构失衡幅度加大。这两种情形无论是政府还是市场都不愿意见到的,因此目前监管层在政策力度的把握上需要更为谨慎。鉴于目前金融市场和体系的问题不是一朝一夕形成的,因此也不能寄希望于在一朝一夕内解决。中国式“缩表”应该兼顾“稳增长”和“控风险”之间的平衡,有序推进。