



资管新规的三重目标



伴随近 3 年过渡期的结束，2022 年资管新规已开始实施，相应中国金融生态也进入到新发展阶段。中国金融新发展格局能否顺利成型与此密切相关，因为中国资产管理规范性制度的建立及实施和机制的构建及运行，关系到前期一系列顶层制度性安排预期目标的实现，即包括宏观、中观和微观三个层面的目标。

新世纪以来，中国宏观杠杆率大幅提升了 146 个百分点，由 125% 最高升至 271%。推升宏观杠杆率的因素主要有三：

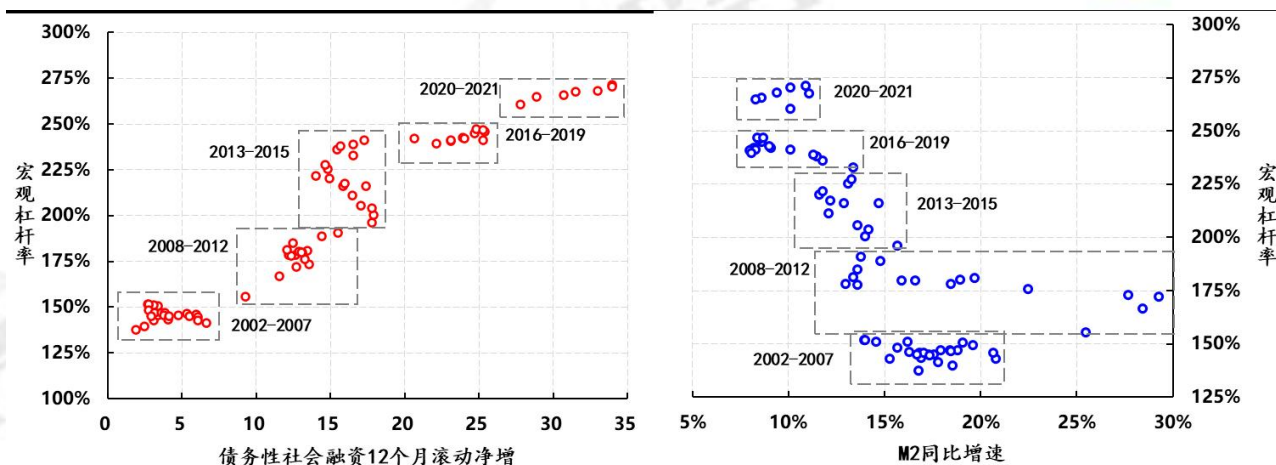
一是应对全球金融危机，杠杆率由 2008 年的 141% 上升至 2012 年的 191%，4 年间提高了 50 个百分点，平均每年提高 12.5 个百分点。

二是对金融空转的矫正，杠杆率由 2012 年的 191% 上升至 2015 年的 227%，3 年间提高了 36 个百分点，平均每年提高 12 个百分点。

三是对冲新冠疫情冲击，杠杆率由 2019 年的 247% 上升至 2020 年的 271%，2 年间提高了 24 个百分点，平均每年提高 12 个百分点。

巧合的是：三个快速上升阶段内，杠杆率的提升速度均为每年 12 个百分点。

图 1：宏观杠杆率变化情况



数据来源: Wind

与杠杆率分阶段快速上升不同,同期的中国广义货币供给 M2 增速则呈现出趋势性回落态势,由应对全球金融危机时高点的 30%,最低回落至 8%。债务扩张和货币供给出现了明显背离,表明中国金融脱媒的严重程度,并有向金融自由化演变的势头。正是基于此变化,2017 年全国金融工作会议后,以资管新规为重要内容的促进金融生态健康发展的制度、机制建设步入快车道,目的就是要将快速抬升的宏观杠杆率稳定住,期间为了防止“处置风险的风险”激化为系统性风险,还特意为资管新规的实施安排了一定过渡期。

客观地说,突如其来的新冠疫情打乱了疫前既定的政策路径,例如资管新规过渡期由 2020 年末延长至 2021 年末,进而让宏观杠杆率稳定实现起来更为复杂,甚至是更加困难,尤其是 2013-2015 年期间金融主动去杠杆的实践显示,一味地压降债务,反而会导致经济基本盘更大幅度的收缩,结果是杠杆率不降反升,欲速则不达。目前经济尚未完全从疫情冲击中恢复,在“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重因素影响下,经济下行压

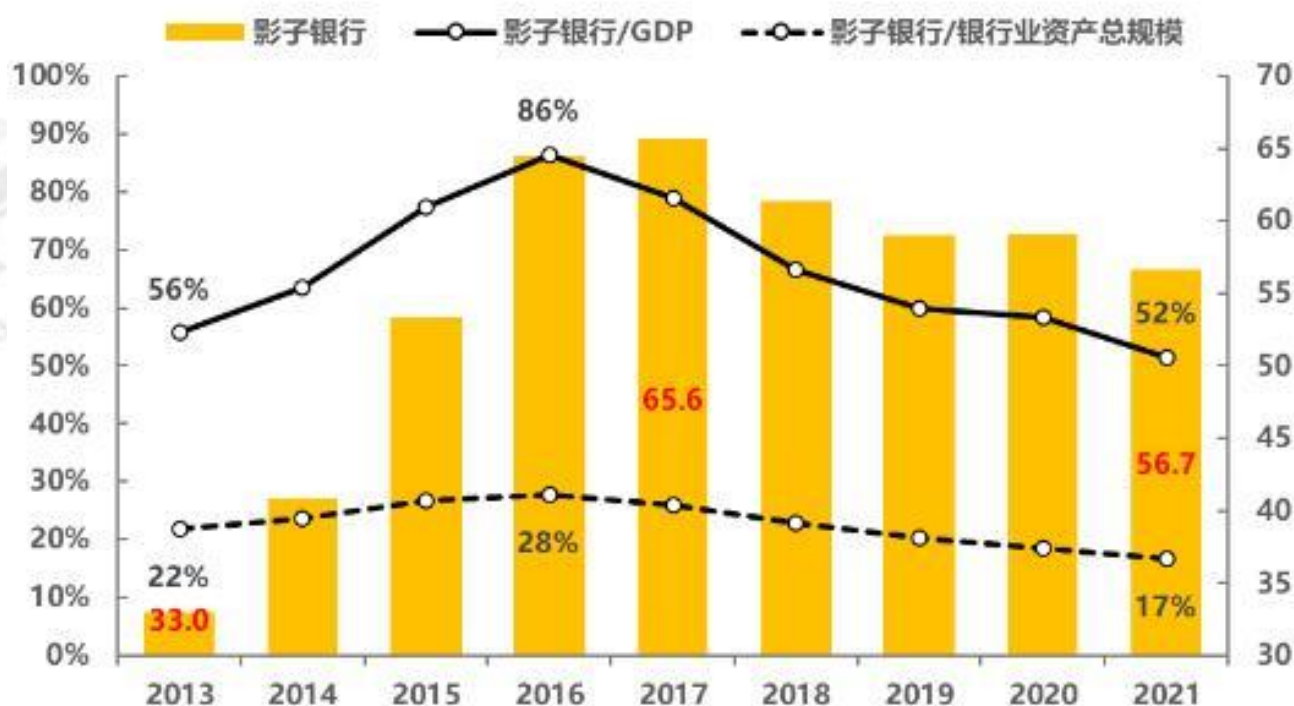
力有增无减，因此以资管新规为主要内容的金融新规范制度的实施，对于逆周期和跨周期的平衡产生的影响必将更为复杂，而对资管新规实施效果的评价也会更为复杂。

导致 2008 年全球金融危机的原因之一就是金融监管放松下影子银行的无序扩张，而 2013 年之后国内银行间市场多次出现“钱荒”反映出金融领域在局部出现某种程度的无序发展，尤其是自 2013 年以来中国经济进入由高速转入中高速的换挡期，同期金融市场的频繁波动和预期发散表明经济金融脆弱性已经出现快速上升的危机显化局面。

也就是在对国际经验教训不断认知和国内矛盾持续显化的背景下，2017 年全国金融工作会议对金融的定位进行重新认识，强调了金融服务实体经济的基本定位，并明确了金融工作的四原则，其中第三项原则是“强化监管，提高防范化解金融风险能力”。之后金融监管的重点集中在对影子银行的规范，尤其是加强了包括银行理财在内的各类资管业务的穿透式管理，并且资管新规的制度建设进入日程。

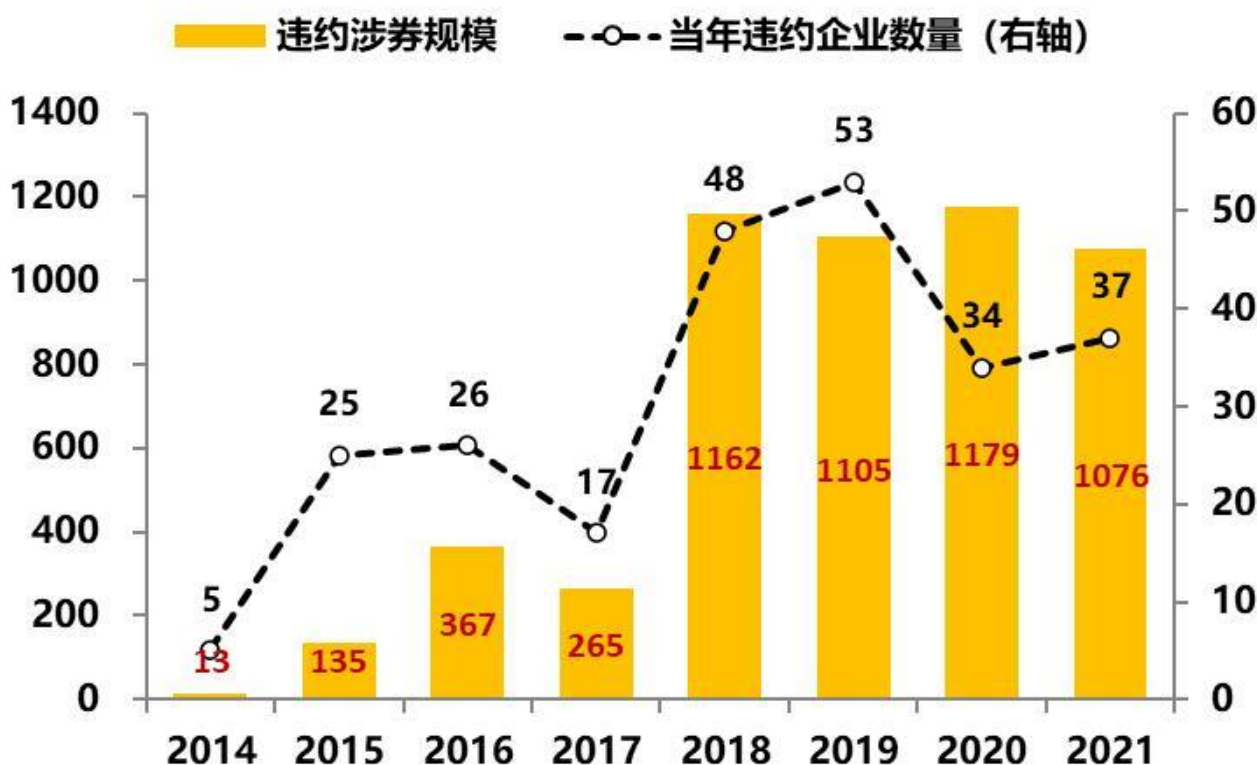
受此影响，影子银行在经济中的比重在 2016 年触顶之后就开始趋势性回落，影子银行占 GDP 比重由 86%降至 52%，5 年间累计下降了 34 个百分点，平均每年下降 6.8 个百分点；影子银行占银行业资产的比重由 28%降至 17%，5 年间累计下降了 11 个百分点，平均每年下降 2.2 个百分点；影子银行规模则在 2017 年触及峰值 65.6 万亿之后，开始趋势性减少，目前已降至 56.7 万亿，累计减少了 13.6%。

图 2：影子银行规模的变化



可见对影子银行规范收紧的政策效果是显著的，这也是 2016 年后宏观杠杆率持续稳定在 250%左右的重要原因，由此也带来了如何缓释因影子融资收缩而出现的市场出清风险、融资缺口弥补等问题，这也是资管新规被安排了过渡期的重要原因。即便如此，融资环境的变化，还是阶段性地显化了市场违约，例如，2016 年之后，中国境内债券市场违约情况激增，2018 年之后每年的违约规模均超过了 1000 亿元。资管新规实施之后，存量影子融资还会继续收缩，相应潜在风险就有可能进一步显化，如何有效缓释此变化依然对监管的实操提出要求。

图 3：债券违约情况



十四五规划和二〇三五远景目标的建议已经明确“多渠道增加城乡居民财产性收入”，据相关机构测算，截至2020年中国居民资产结构为：房产占62%、现金和存款占20%、股票和货币基金占比11%、保险和养老金占比4%，其他占比3%。与其他发达国家相比，中国居民的房产占比较高，相应存款外的金融资产占比相对低一些。伴随2016年“房住不炒”的确立，在逻辑上居民财产性收入的增加更多要依靠金融资产的收益。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35650

