



# 中国社会科学院经济研究所

中国宏观经济运行与政策模拟实验室

中国社会科学院经济研究所决策科学研究中心

经济研究所《宏观经济与政策跟踪》课题组

2014/03/19

经济走势跟踪 No.2014-013

## 债务违约何时了

导读：开年以来，金融市场违约事件时有发生。1月份，中诚信托旗下“诚至金开1号”信托计划30亿兑付风波有惊无险，吉林信托“松花江77号”信托计划又出现逾期未兑，“两会”后浙江房企资金链断裂传闻，一次次将信托产品违约风险的警铃拉响。3月4日，超日太阳能公告，2011年公司债券第二期利息无法按期全额支付，从而正式违约，成为国内首例债券违约事件，这也标志着延续至今的中国债市刚性兑付就此终结。3月7日，总部位于山西的民营企业海鑫钢铁集团未能偿还逾期银行贷款达30亿。3月11日，上市公司天威保变披露了净利润亏损的年报，天威债券自当天起停牌。面对如此集中的违约信息披露，市场能否淡定应对？“雷曼时刻”是危言耸听还是精准预言？

整理、编写：王砚峰；责任编辑：王砚峰

声明：本文版权属中国社会科学院经济研究所所有，未经允许请勿转载，或以其他方式刊登、发表。

## 债务违约何时了

[导读：开年以来，金融市场违约事件时有发生。1月份，中诚信托旗下“诚至金开1号”信托计划30亿兑付风波有惊无险，吉林信托“松花江77号”信托计划又出现逾期未兑，“两会”后浙江房企资金链断裂传闻，一次次将信托产品违约风险的警铃拉响。3月4日，超日太阳能公告，2011年公司债券第二期利息无法按期全额支付，从而正式违约，成为国内首例债券违约事件，这也标志着延续至今的中国债市刚性兑付就此终结。3月7日，总部位于山西的民营企业海鑫钢铁集团未能偿还逾期银行贷款达30亿。3月11日，上市公司天威保变披露了净利润亏损的年报，天威债券自当天起停牌。面对如此集中的违约信息披露，市场能否淡定应对？“雷曼时刻”是危言耸听还是精准预言？]

### 2014 开年以来主要金融市场违约事件

#### 1. 中诚信托“诚至金开1号”兑付危机

诚至金开1号集合信托计划2011年2月1日正式成立，由中诚信托发行，工商银行代销，涉及约700位投资者，募集总规模30.3亿元，对山西振富能源集团进行股权投资，预期收益率9.5%—11%，信托计划投资门槛300万元。

2012年二季度，振富集团因账外民间融资卷入了3笔诉讼案件，公司实际控制人王于锁、王平彦被警方带走，加上公司旗下煤矿采矿权纠纷长期难解、公司现金流出现问题，信托计划由此陷入兑付危机。

随着振富集团旗下煤矿所涉及的采矿权纠纷和采矿许可证问题在今年1月22日得到解决，中诚信托与意向投资者的谈判很快达成一致。中诚信托27日临时公告称，依照信托文件规定，中诚信托作为受托人以股权投资附加回购的方式运用信托资金对山西振富能源集团有限公司进行股权投资。目前，中诚信托已与意向投资者达成一致，请信托产品投资者与客户经理联系。

据了解，投资者面临两种选择，一是在2011年、2012年已获得正常预期年收益、2013年获得约2.8%的收益基础上，还将拿到信托产品的本金，即投资者总共将得到“本金+一年9.5%的收益+一年10%的收益+一年2.8%的收益”，如投资者签字同意，本金将于今年1月31日前到账；如投资者不同意以上解决方案，即认定投资者还需要持有股权，未来可能会获得预期的全部本息收入，但也有可能拿不到本金。

#### 2. 吉林松花江信托连续六期兑付逾期

2月19日，“吉信·松花江（77）号山西福裕能源项目收益权集合资金信托计划（五期）”逾期，3月12日，第六期也产品出现延期。至此，连续六期近10亿元资金逾期未付。吉林信托兑付危机全面爆发。

松花江（77）号信托项目规模为9.727亿元，共6期，信托资金用于山西联盛能源有限公司受让山西福裕能源有限公司子公司投资建设的450万吨洗煤项目、180万吨焦化项目和20万吨甲醇项目的收益权，托管于建设银行山西省分行。

由于联盛集团债务缠身已进入重组阶段，诸多债权金融机构开始博弈。据传有两个版本的联盛重组方案：一是新增注资50-60亿元，清理已到期的集合信托债务；二是将集合信托

计划融资等同于银行贷款进行延期或接续及降息（或降低溢价回购款）。据了解，重组已经进入实质阶段，投资人权益有望得到保护。

### 3. 超日太阳能成首例债市违约公司

光伏电池生产商上海超日太阳能科技股份有限公司 3 月 7 日发布公告称，公司无法在 3 月 7 日最后截止日期前全额支付 2011 年公司债券第二期全部 8980 万元人民币的利息，公司只能支付 400 万元。成为中国债市首现违约事件，这也标志着延续至今的中国债市刚性兑付就此终结。

### 4. 海鑫钢铁集团被传未能偿还逾期银行贷款

3 月 7 日，市场传言，民营的海鑫钢铁未能偿还逾期银行贷款，这起违约的消息被一些中国钢铁贸易商列为全球铁矿石市场出现震荡的原因之一。铁矿石价格已跌至 2009 年全球金融危机以来的最低位。钢铁贸易商担心，海鑫深陷三角债务，牵涉多家煤炭供应商和其他公司。海鑫是一家信用担保公司的牵头投资者，该信用担保公司还有其他地方民营企业作为投资者，其业务是收费担保其他公司的债务。信用担保公司理论上应当保持足够的资本金，能够应付多起违约，但实际上很少有信用担保公司能够应对一波接一波的不良贷款。

### 5. 天威保变公司巨亏债券暂停上市

3 月 11 日，上市公司天威保变（\*ST 天威）公告称，因公司连续两年亏损，公司“11 天威债”已于 2014 年 3 月 11 日开始连续停牌。3 月 19 日，天威保变董事会发布公告称，公司收到上交所发来的《关于对 2011 年保定天威保变电气股份有限公司公司债券实施暂停上市的决定》。根据决定，公司 2011 年发行的公司债券自 2014 年 3 月 21 日起暂停上市。成为上交所首例短时间被要求直接暂停上市的公司债。而此前华锐风电、南钢股份等有缓冲期的公司债在交易中风险不断上升。

\*ST 天威年报显示，2013 年公司的亏损额进一步扩大至 52.3 亿元。与此同时，\*ST 天威偿债能力也在恶化。年报数据显示，公司所有者权益仅为 2.81 亿元，其中归属于母公司的所有者权益仅为 0.63 亿元，资产负债率高达 97.17%。另外，截至报告期期末，公司的货币资金仅为 15.88 亿元（其中 4 亿元为银行保证金无法动用），但其短期借款却高达 32.96 亿元。

“11 天威债”最近付息日为 2014 年 7 月 11 日，虽然年报显示公司截至 2013 年末尚有 15.88 亿元现金，短期周转尚可应付，但如果 2014 年继续亏损且得不到外部注资支持，不排除在公司债到期前出现资不抵债，进入破产清偿的可能。

### 6. 浙江房企资金链断裂

根据媒体报道，浙江房企兴润置业因经营不善和高利贷导致资金链断裂、资不抵债。2013 年 11 月下旬，兴润置业老板沈财兴首先被当地警方以涉嫌非法集资被拘捕，2014 年 1 月下旬，奉化兴润茗都置业有限公司法定代表人沈明崇，也就是沈才兴之子以涉嫌同样的罪名被公安拘捕。事发后，当地政府联合成立工作组介入处置，厘清兴润系债务 35 亿，其中银行债务约 24.7 亿，可待处置的资产总额 30 亿。民间借贷 7 亿多元，牵涉人员 98 人，政府机关事业工作人员 7 人。另有报道指出，兴润置业涉及十余家银行，其命运也引发市场对房地产信贷的担忧。

### 美银美林部分策略师认为违约风险巨大

从中诚“诚至金开 1 号集合信托计划”出现问题开始，投资银行美银美林就开始发出悲观预测，认为这可能只是信托行业问题集中爆发的开始。

虽然美银美林的经济学家预期，这次事件和接下来的一些发展将几乎不会对中国经济增长造成影响，2014 年预期将实现 7.6% 的增长。但其利率策略师则将对中诚信托项目的救助看成非常类似于“贝尔斯登时刻”（08 年贝尔斯登曾濒临倒闭，在接受美联储短期救助以后，被迫低价把自己卖给摩根大通）。

美银美林的利率策略师认为，中国接下来可能将面对“雷曼时刻”——决定是否救助一只更大的信托产品或与其相关的金融机构。问题不仅仅是经济增长脱轨，而且尾部风险也变得越来越明显。

他们认为，中国银行间市场的利率上涨可能是诱发问题的导火索，因为你永远不知道同业资产背后究竟关联了多少企业和金融机构。

美银美林进一步分析道：

贝尔斯登事件的进展紧跟在高风险债务投资快速贬值之后。在美国，其从次贷按揭资产池开始。在中国，杠杆型的风险级债务投资产品也正在经历相同的问题，因为市场利率走高，而且对潜在资产信用质量的担忧不断加剧：在过去六个月，一些产品已经损失了一半的净值。典型的例子是：海通证券月月赢风险级产品和申万 8 号 C 类的净值比最高水平下跌了超过 60%。这两只产品的结构有点类似于诱发 08 年金融危机的美国 CDOs 产品，它们都是风险和收益分层的结构性投资产品。

在 2008 年美国金融危机期间，随着次级抵押贷款价格下挫，银行开始囤积现金，贝尔斯登的两只对冲基金被迫申请破产保护，这家陷入困境的银行于同年 3 月被出售给摩根大通。在贝尔登之后，美国出现了金融机构的倒闭。六个月后，雷曼兄弟宣布破产，成为美国历史上规模最大的破产案。

美银美林说，就像我们永远不会知道如果贝尔斯登没有受到救助接着会发生什么，我们也将永远不知道如果中诚信托不得不给其信托产品的投资者埋下 30 亿元的巨额账单，接着会发生什么。虽然中诚信托公司有 100 亿元净资产，但却只有 30 亿元的流动性资产，还有 13.5 亿元的短期负债；因此，要中诚支付 30 亿的账单可能是很难的。中诚信托公司 100 亿元的资本支持着 2710 亿元的信托资产，而且这是 2012 年的数据。管理下资产规模与资本之比高达 27（现在肯定更高了），但中诚已经是杠杆比率最低的公司之一了。截止 2013 年 3 季度，信托公司管理下资产规模与资本的平均比率为 43: 1，最高的公司杠杆比率甚至高达三位数。因此，美银美林策略师认为，部分信托公司倒闭只是时间的问题。

有人认为，中国煤炭开采行业的情况很糟，但大规模涉及这类资产的信托只是特殊的案例。然而，美银美林并不认同，因为地方政府基建项目可能隐含了更大的问题。美银美林认为，救一个雷曼是一个简单的决定，怕的只是一个雷曼被扶起来了，接着千千万万个雷曼又倒下了，毕竟危机的根源并不能归咎于一家金融机构，而应该是系统性失败导致的结果。

3 月 4 日，光伏企业超日太阳能爆出可能违约消息，美银美林再一次预测，这或将成为中国的“贝尔斯登时刻”，促使投资者重新评估信贷风险，就像他们在 2008 年贝尔斯登接受援助后所做的那样。

美银美林策略师崔巍、Tracy Tian 和 Katherine Tai 在 3 月 5 日公布的一份研究报告中写道：“对于此次违约立即就会让中国金融系统发生流动性危机，我们持怀疑态度，但我们认为由此可能引起连锁反应。”他们指出，美国的金融危机足足过了一年才“达到雷曼阶段”——投资者开始恐慌，影子银行活动降到冰点。

超日无法向投资者全额支付利息，成为中国首宗债券违约，突显出在中诚信托产品今年 1 月获得救助后中国 4.2 万亿美元规模债券市场所面临的压力。中金公司分析师张莉等人在一份报告称，超日债欠息是一种典型的违约事件，构成债权人实质损失，这在国内公募债券市场尚属首次。据穆迪（Moody's）统计，在公开交易的中国国内债券市场，自 1997 年央行开始监管以来尚无违约事件发生。

#### 观点：超日不是“中国贝尔斯登”

针对美银美林策略师的“中国贝尔斯登”观点，英国《金融时报》吉密欧在报道认为，这是一个大胆、耸人听闻的预测，显然也是可笑的。

报道认为，首先和最明显的一点是，超日是一家相对较小的公司，其所在行业陷于危机已有多年，其灭亡很难被描述为对中国金融体系构成威胁。这件事也不会让任何人（包括持有其债券的投资者）感到意外。一些规模更大的竞争对手，包括曾是全球最大太阳能电池板生产商的无锡尚德，实际上已经破产。而且，去年超日警告可能会违约后，该公司的债券和股票双双停牌。在债权银行同意对贷款进行展期、让超日得以履行利息支付义务后，超日勉强躲过违约。但再次发生这种情况的几率看起来相当渺茫。

中国即将出现首例债券违约，是由于中央政府作出了应对道德风险问题、并将风险元素引入市场的决定。中央政府直接持有这只债券的承销商逾 85% 的股份。在进展速度超出许多人预期的中国金融改革议程中，这也是一个越来越重要的因素。

中国政府最近刻意引导人民币走低，使其出现将近 10 年来的最大跌幅，从而将更大的波动性引入人民币汇率。类似地，中国政府也决定向外界表明，其对于引导债券市场学会对风险定价是认真的。通过选择一家置身于困境行业的相对较小的民营公司，北京方面向市场传递的信号是，它将审慎把握这场实验。对于超日很可能发生的违约，最好把它想成中国政府热衷的“试点项目”之一，而不是美银美林所预测的那种“连锁反应”的开端。

路透专栏作家彼得·塔尔·拉森（Peter Thal Larsen）也认为美银美林的这种对照，只是提醒世人应该避免哪些错误。

拉森认为，要找出一个“贝尔斯登时刻”，头一个问题就是其实有好几个关键时刻。超日太阳能公司债可能违约的事件，被美银美林策略分析师拿来与贝尔斯登 2007 年的遭遇相提并论。2007 年年中时，贝尔斯登所管理的两档对冲基金公布在次优抵押债投资失利的情况。当年这个事件引发市场全面重新评估金融风险，常被视为信贷市场紧缩的开端。

第二个关键时刻是在 2008 年春天，当时贝尔斯登濒临垮台，在纽约联邦储备银行的支持下，由摩根大通（JPM.N）出手援救。令人不解的是，今年 1 月中国中诚信托的信托产品在即将面临违约时，获得援助化险为夷，而另一位美银美林策略分析师也把这件事比拟成贝尔斯登事件。

这两项对照都是为了凸显一个较大的论点：中国面临类似美国的金融崩盘危机，美国的危机是从贝尔斯登开始，然后在 2008 年 9 月雷曼兄弟垮台时达到高峰。当年在金融危机中受伤的投资人会担心历史重演，这并不奇怪。在 2010 年夏天时，许多人认为欧元区危机也有几分相似之处。当年援救希腊时，也同样被形容是“贝尔斯登时刻”，而西班牙则被描述成就像大到不能倒的雷曼兄弟。

结果证明这些被扣在欧债危机头上的比喻并不正确，拿来比拟中国的情况，日后也将证明是错误的。虽然中国金融体系面临许多重大挑战，但中国政府比起欧 美国家当局拥有远远更大的力量，能够阻止发生失序崩盘。如果对“贝尔斯登时刻”的恐惧有任何价值的话，那就是它能够提醒中国当局哪些错误是必须不计代价全力避免的。

吉密欧还认为，美银美林的下一部分预测——中国将在不到一年内迎来自己的“雷曼时刻”。这个预言更加危言耸听，但在某些方面更有说服力。

吉密欧认为，如果中国在规模大得多的信托产品市场出现一波重大违约，那就可能在庞大和难以界定的理财部门引发挤兑。随着经济放缓而信贷继续增长，一部分此类蓬勃发展但监管不足的产品发生崩盘、导致投资者陷入恐慌的可能性与日俱增。但那一刻还没有到来，超日的垮台更像是有管理的违约，甚至堪称一场戏。

### “中国的雷曼时刻”言过其实了吗？

针对近来连续不断的债务违约消息，英国《金融时报》欧阳德（Simon Rabinovitch）在 3 月 18 日的报道指出，迄今，几乎每天都有消息称，又有某家中国企业走到倒闭的边缘，这里面有无法如期偿付债券利息的太阳能电池制造商，拖欠银行贷款的钢厂，以及行将破产

的地产开发商。任何听到这一连串灾难的人如果认为这些中国之星的光芒正在快速消退，然而，针对眼下的调整局面，一些耸人听闻的简称——“中国的雷曼时刻”（China's Lehman moment）、“中国的贝尔斯登时刻”（China's Bear Stearns moment）、“中国庞氏大骗局”（China's giant Ponzi scheme）的破产——所造成的认知混乱，要多于它们对真相的阐明。

欧阳德指出，对中国企业（从银行到地产开发商）而言，生意要比以前难做得多，但如果你认为2008年金融危机将在它们身上重演，那你的看法就太肤浅了。

在遇到那些极度看好或极度看衰中国的观点时，我们有必要静下心来回想一下中国最关键的特征：其巨大的规模。这一特征为心理学家所称的“确认偏误”（confirmation bias）提供了滋生的沃土。

想举例说明中国房地产市场处于危险之中？只消看看浙江兴润置业的例子即可。这家位于中国东部小城市的开发商，无力偿还35亿元人民币（合5.66亿美元）的债务。或者，你更愿意举例说明一切安好？那么来看看上海，上周该市的新房销售面积增加了46%，逼近3个月高点。

当然，中国的经济规模应当不会妨碍分析师、投资者和记者们做出有用的归纳，人们应该警惕的是那些从三五个逸闻中得出的结论。

从更广阔的视角审视一下中国的违约恐慌，可以看出三点值得注意的地方。

首先，过去5年，中国企业债务大幅增长。非金融企业债务与国内生产总值（GDP）之比，从2008年的约85%升至今日的约120%。这是一个在短期内出现的非常大的增幅——在其他国家，这已称得上是金融危机的前兆——同时，它也让中国企业的负债水平位居新兴市场企业的前列。

其次，中国政府没有无视这些危险。中国企业当前的困境是由政策行动直接引发的。去年6月，中国央行策划了一场“钱荒”，而后在去年下半年听任货币市场利率逐步走高。这是在告诉商业银行要更为谨慎的放贷，告诉企业要减少对廉价信贷的依赖。

通过听任超日太阳能无法如期偿付债券利息（这是当代中国债券市场发生的首次真正违约），监管部门又向投资者传达了一条信息：他们不能指望政府出面纾困。监管部门希望，这会迫使投资者更为谨慎地评估风险，以免将资金投入不值得投资的企业。

第三，我们有理由谨慎乐观地认为，中国的去杠杆过程导致的将是经济放缓、而非崩盘。中国政府仍掌握着本国经济的重要杠杆（这既有好的一面，也有不好的一面）。利率、汇率和银行放贷仍在很大程度上掌控在中央政府手中——这种掌控程度肯定令任何发达经济体的政府望尘莫及。

政府控制是中国陷入眼下困境的一个原因：太多的廉价信贷流入了效率低下的国有企业。

然而，在努力摆脱困境时，政府控制也有其优势。如同去年启动去杠杆过程一样，过去一个月里，中国央行念了“松箍咒”，放松了货币环境。7天期质押式回购利率（衡量短期流动性的一个指标）从今年初的水平下跌了220个基点，至2.9%。这并不意味着去杠杆过程已经结束，但它是一个缓冲，旨在帮助企业度过痛苦时期。

另外，中国政府在让投资者认识道德风险这一概念方面一直是有选择性的。在听任民营企业倒闭的同时，它却为国有企业兜底。这种做法如果持续太长时间，会变得非常令人担忧——最终，中国不得不允许境况不佳的国有企业破产。但相对于休克疗法，一点一点地“放气”要更加可取。

欧阳德最后总结到：关于中国的雷曼时刻，就说到这里。中国的企业困境看上去更像是一波缓慢和有管控的去杠杆浪潮，而非一场突如其来和不该有的金融海啸。

### 债务违约也许是“好事”？

美银美林在另一份报告中则称，超日债违约是“好事”，因为这有助实现债务产品更好定

价。陆挺等美银美林经济学家在报告指出，债券违约可能导致信用利差扩大，从而利好无风险和低风险债务产品，而不利风险较高产品。

报告称，无需对此感到担忧，因为部分债务产品违约的规模，不同于重要金融机构的破产；企业债券和信托贷款的违约，不会导致信用紧缩，对于今年中国经济增长 7.6% 的预估抱有信心。美银美林预计，2014 年中国政府将严肃清理日益攀升的地方政府和企业债务，部分债券和信托产品违约的可能性将大增。

中金公司报告显示，该违约打破了市场刚性预期，具有里程碑意义，对于市场情绪仍然会有较大冲击，特别要关注其背后反映的“打破刚性兑付”的信号意义和可能引发的道德风险。

英国《金融时报》记者欧阳德在一篇报道则认为，超日的债券违约暴露了中国金融风险，与此同时资金紧张的中国地方政府今年将有 4000 亿美元债务到期——整个局面看起来就像是一场随时可能发生的巨大事故。不过，人们对中国债券市场的担忧非但没有引发一轮违约，反而使地方政府在财务上更加安全了。

穆迪信贷官钟汶权表示：“人们相信，如果让地方政府融资平台（LGFV）违约，就可能出现连锁反应。因此他们认为政府会采取措施，不让此类平台在现阶段倒下。”上海一家外资银行的一位固定收益产品交易员表示，市场已不再担心地方政府债务，“此类债务已变成安全避风港”。

随着央行放宽流动性状况，过去几周中国债券收益率总体出现了下跌，不过，地方政府的获益超过了大多数人的获益。地方政府 AA 级债券与最高评级的中央政府债券之间的收益率差距收窄逾 50 个基点，说明投资者认为地方债务比过去更安全了。

对地方债券这种乐观看法的出现，正值中国的紧要关头。去年底的一次官方审计显示，中国地方政府债务已激增至 17.9 万亿元人民币（合 2.9 万亿美元），比 2010 年上涨了 70%。这其中逾 40% 的债务在今年年底前到期，届时中国将迎来还债高峰期。

### 朱海斌：必须打破刚性兑付怪圈

摩根大通中国首席经济学家朱海斌在为英国《金融时报》中文网撰写的一篇稿件认为，无论是市场参与者还是政策制定者，对于信贷违约都存在非常纠结的心理。一方面，他们希望尽早打破刚性兑付的怪圈，建立真正市场化意义上的风险定价机制。另一方面，一旦第一起信贷违约事件发生，他们又担心这是否会导致市场信心的扭转，大量资金流出信托和理财市场而造成流动性危机，进而演化为中国版的“雷曼危机”。

刚性兑付现象是中国近几年非银行融资体系（也就是通常所称的影子银行）蓬勃发展过程中的非正常的中国特色。非银行融资发展的一个大背景是金融改革致力于建立多层次多渠道的融资体系，打破银行一家独大的局面，同时为利率自由化创造更加有利的条件。但是，刚性兑付导致了市场的扭曲发展。投资者一方面在信托和理财产品上获得了远高于银行存款的收益，而另一方面并未承担与之相对应的投资风险。即使在个别产品已经出现事实违约的情况下，银行、信托公司的托底担保，地方政府的介入以及神秘第三方的出现，使得投资者至今没有出现本金的损失。这进一步加剧了市场的道德风险。尽管监管者屡屡发出风险警示，信托和理财产品在 2013 年仍然持续大幅增长。

刚性兑付现象已经成为中国金融市场化过程中的一个痼疾。在十八届三中全会的决定中，一个核心提法是市场在资源配置中发挥决定性作用。但是，摆在政府面前的一个难题是，如果市场本身是扭曲的，那么其资源配置的效果肯定不是最优的（甚至可能更差）。以非银行融资为例，其高速发展背后的很大一部分动力不是来自于金融资源的优化分配，而是由于监管套利等不当因素。这可能造成的一种后果是，政策制定者在治理金融风险的过程中又重新走回头路，认为改革条件尚未具备而回到原来以行政性手段控制银行信贷和影子银行业务的老

路上。

刚性兑付现象反映了中国在市场化问题上的一个通病，即改革通常着重于顶层设计而相对忽视微观机制的建立。以影子银行为例，虽然这是一项市场化的制度安排，但是市场微观主体层面并没有相应的变化。比如，地方政府预算软约束的问题仍然存在，造成地方融资平台在融资上不计成本，从而推高了资金成本并挤出对其它经济部门的信贷供应。此外，金融机构中存在大量以新还旧的现象，这一方面人为压低了不良贷款比率（2013年底商业银行的不良贷款率仅为1%，远低于市场预计的合理水平），另一方面挤占了大量的信贷资源，使得中国人民银行强调的“用好增量、盘活存量”的目标在实际中一直效果甚微。

要健全中国金融体系的市场机制，必须尽早打破刚性兑付的怪圈。但是，一种担忧是一旦违约发生，投资者信心受到重大打击，大量到期的信托和理财产品无法滚动发行，信贷大幅紧缩会直接引爆系统性的信贷风险。

这一担忧不无道理，但更可能代表的是小概率的尾部风险而非大概率事件。更可能的情形是，信贷违约的出现使得投资者在挑选产品和项目时更加谨慎，而尽量远离那些高收益高风险的领域。而这恰恰是我们所希望看到的。我们要认识到，个别违约事件的发生绝不等同于系统性风险的爆发。

首先，这取决于个别违约事件发生的背景。比如，一些产能过剩行业（如煤炭行业）目前经营困难已经在市场预期之内，如果违约出现在这些行业中的一些私营企业，未必会造成市场预期的显著恶化。而从社会效应看，如果违约发生在一些高收益的面向高端客户的信托产品，其社会震动比相对回报率较低的面向普通投资者的理财产品要小。

其次，影子银行的业务范围很广，可能直接受到冲击最大的部分是信托贷款、理财产品中的非标产品，以及银证合作中的通道业务。根据我们的估算，理财非标产品大概在四万亿左右，信托资产（总量超出十万亿）中大约一半为信托贷款（今年到期的大概在三分之一左右），银证通道业务不到三万亿，而这其中还有重复计算的成分。

信贷违约的发生会导致影子银行体系资金的外流。但是，由于中国资本项目尚未开放，这些资金最可能流向的渠道是回流到银行体系成为银行存款。因此，其后果更可能是社会总信贷结构的变化，而不是信贷总量的大幅下滑。毕竟，信贷总量仍然是央行在货币政策调控中非常关注也非常有控制力的一项指标。

总体而言，出现个别违约后的整体风险仍然可控。另一方面，如何防控在违约出现后的传导风险？我们认为应该注重以下几个方面。

第一，违约并不是简单宣告投资者应该承担损失，关键是要建立一套透明的、在法制基础上的违约机制，如公开拍卖、公开的第三方介入。目前常见的以暗箱操作为特征的解决方式实际上加大了市场的不确定性，因为这取决于产品背后各方（银行、信托公司）的讨价还价能力和地方政府的财力，而非一种可复制的市场解决模式。第二，监管者应明晰各类产品中各方的责任，并强化监管措施以抑制监管套利等不当行为。监管者的作用在于明确边界、明晰责任和监管执行。第三，加快市场主体的市场化建设，包括对僵尸企业的处理、国企改革深化和地方政府预算硬约束的建立。这是从根本上推动金融改革的关键。

最后，对于现有的地方政府债务问题，政府应该明确各级政府的责任，包括中央政府可能的兜底责任。在各类可能的债务违约风险中，地方融资平台一旦违约所带来的传导效应可能是最强的。因此，对于已有的地方政府债务，中央不应该再一味采取拖的策略，而应尽早公布一套明确的解决方案。（完）

---

地 址：北京阜外月坛北小街 2 号  
中国社会科学院经济研究所  
邮 编：100836  
电 话 （010）68034160

E-mail: [tsg-jjs@cass.org.cn](mailto:tsg-jjs@cass.org.cn)  
[kingwyf@cass.org.cn](mailto:kingwyf@cass.org.cn)  
传 真 （010）68032473