

张明

[zhangming@cass.org.cn](mailto:zhangming@cass.org.cn)

## 濒临失效的传统风险减震器

### ——中国金融系统性风险评论之六

迄今为止，笔者已经依次分析了中国私人部门、公共部门与对外部门分别面临的系统性风险，以及风险在部门之间传染的可能路径。但一个自然而然的问题是，三部门各自的特定风险，都不是新生事物，长期以来持续存在，差别仅仅在于程度不同。那为什么过去没有爆发危机呢？笔者又凭什么认为未来爆发危机的可能性在上升呢？

笔者的回答是，过去中国的私人、政府与对外部门，各自存在一个减震器。这些减震器提供了风险缓冲，避免了危机爆发。然而，最近几年，这些减震器或者被动磨损，或者可能被主动拆除，随着风险的累积，爆发系统性危机的可能性大增。

私人部门的风险减震器，就是居民部门高储蓄背景下的金融抑制。中国老百姓储蓄率在全球范围内相对较高，主要的解释包括生命周期理论、谨慎性储蓄理论与流动性约束理论。生命周期理论是指，当一个国家年龄结构比较年轻时，这个国家的储蓄率将会相对较高。谨慎性储蓄理论是指，中国国内教育、医疗、养老等公共产品体系并不健全，导致居民对未来潜在支出具有很强的不确定性，因此不得不积累较高的储蓄以备不时之需。流动性约束理论是指，由于中国金融市场并不发达，居民通过举债购买耐用消费品的渠道有限或成本太高，从而不得不通过储蓄来积累资金。无论如何，中国的居民高储蓄为中国的高投资提供了资金

融通，使得中国不必像其他新兴市场国家那样不得通过借入外债来投资融资，这避免了对外部融资的依赖。

在此基础上，中国政府通过控制基准存贷款利率，建立了一个有利于借款人而不利于贷款人的金融抑制环境，即通过人为压低基准存贷款利率，来实现资源从居民部门（贷款人）向企业部门与政府部门（借款人）的转移。这降低了借款人的借贷成本，从而提高了借款人通过借入资金来进行投资的激励。高储蓄加上金融抑制，是中国企业部门杠杆率不断上升且能维持在高位的重要原因。

公共部门的风险减震器，是整个政府部门债务占 GDP 比率，处于全球较低水平，这就为政府通过采取积极的财政政策来稳定金融市场或提振实体经济创造了充足的政策空间，而不会对政府融资能力或成本造成显著负面冲击。例如，1990 年代后半期，为解决国内银行体系不良贷款问题，中国政府通过财政部发债方式筹集资金，组建了四家与四大行对口的资产管理公司，由这些资产管理公司以账面价值收购不良贷款的方式最终解决了问题。换句话说，最终是中央财政帮助商业银行买了单，这为国有商业银行在 2000 年代的股改上市奠定了基础。换言之，中国政府在 1990 年代后半期做的事情，类似于爱尔兰政府在次贷危机后为本国银行体系提供的全额担保，而之所以中国政府没有爆发债务危机，而爱尔兰沦为“欧猪”五国，一个重要原因就是中国政府债务占 GDP 比率相当低。

对外部门的风险减震器，是中国自 1999 年以来出现了持续十余年的国际收支双顺差。持续双顺差使得中国外汇储备激增，并使得人民币汇率走强。目前接近 4 万亿美元的外汇储备自身是抵御负面冲击的强大缓冲，而强劲人民币汇率使得中国政府在逐渐开放资本账户的过程中，仍能维持相对较低的国内利率水平（即维系国内的金融抑制环境）。

然而，令人棘手的问题在于，自美国次贷危机爆发以来的一系列变化，使得上述减震器面临失效的风险。

首先来看私人部门减震器。随着中国人口年龄结构的逐渐老化，中国居民储蓄率无疑将会逐渐走低。更重要的是，由于中国政府必须实现经济增长引擎由投资、出口驱动向内需驱动的转型，这就意味着中国政府不得不实施利率市场化，这意味着金融抑制环境的消除，而这必然意味着国内利率水平的上行。因此，中国企业部门将在未来几年面临内外交困的局面，一方面外需萎缩，另一方面国内融资成本上升，因此去杠杆化看来势在必行。

其次来看公共部门减震器。次贷危机爆发后，中国政府实施了 4 万亿元的财政刺激计划以及极度宽松的货币信贷政策，这固然稳定了经济增长，但造成的一个直接后果是政府债务占 GDP 比重的显著上升。中国整体政府债务占 GDP 的比率，已经由次贷危机前的 30% 左

右，上升至目前的 60% 左右。这就意味着中国政府应对未来不利冲击财政政策空间已经变得非常有限（例如与 1990 年代后期相比）。

再次来看对外部门减震器。2012 年，中国自 1998 年以来首次出现了资本账户赤字。展望未来，随着中国政府大力鼓励中国企业海外直接投资，以及逐渐放开中国居民部门的海外投资，预计中国资本账户顺差将会显著下降，甚至转变为赤字。随着人民币有效汇率的快速升值、国内要素价格市场化的推进以及服务业的加快开放，中国的经常账户顺差占 GDP 比率将会继续下降，甚至不能排除经常账户出现赤字的可能。这就意味着中国外汇储备可能停止增长，人民币汇率将会由单边升值转变为双向浮动。

综上所述，过去曾经有效的风险减震器，在新时期下效果已经逐渐下降，这就为中国爆发系统性金融风险埋下了伏笔。那么，如果未来五至十年中国爆发系统性金融危机的话，危机机会源自何处，又将如何演进呢？敬请关注作者的下一篇专栏文章。

**IIS 简介：**国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧琚，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、肖立晟、王宇哲、高蓓、陈博、刘洁与徐以升。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

**责任条款：**本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。