



中国会发生金融危机吗？

“十年一危机”这似乎已成为国际经济学界的共识。屈指算来，1997年亚洲金融危机、2007年美国次贷危机，今年恰好是美国次贷危机十年，明年是2008全球金融海啸十年的时间节点，“十年一危机”的魔咒到底会否应验？的确让人有些心惊肉跳，寝食难安。

放眼世界，环顾左右，哪个国家有可能成为下一场金融危机的引爆点呢？很多人立马会想到中国，因为近几年来国际国内有关中国经济金融的各种负面评价颇多，例如，最近有一篇文章，标题是“2016我国总负债率达342.7%”；若干年前有人说中国央行货币超发已达惊人程度，中国的经济奇迹就是货币超发催生的云云；自从我们的领导人宣布中国经济发展进入新常态阶段后，人们又开始关注地方政府债务和房地产泡沫问题，似乎这两者都可能成为中国式金融危机的引爆点等等；2015年中国股市暴涨和狂跌着实让国人吓了一跳，似乎中国将要出现由股市剧烈振荡引发的金融危机，这一股市振荡风险一直延续到2016年年初，证监会推出旨在减少股市波动的“熔断机制”却收到事与愿违的效果，2月下旬，证监会主席换马，新主席上任后市场渐趋平稳，人们因股市行情引发系统性金融风险的担心也渐渐化解。进入2017年，中央又将整治金融乱象让金融资源脱虚向实作为强调和关注的重点。现在一行三会正在按中央要求有条不紊地在金融部门中进行政策落实。

截至2017年6月末中国的M2余额已超160万亿元，地方政府债务问题、房地产去库存去泡沫问题依然盘根错节、金融体系脱实向虚倾向一时还难以矫正，尽管存在的问题很多很多，但与前两次全球性金融危机相对照，似乎我们的问题同任何一次危机引爆国家的情况都不一样。

1997年亚洲金融危机始于该年7月2日泰国宣布放弃固定汇率实行浮动汇率引发了一场遍及东南亚的金融风暴，泰国、印尼、韩国等国货币大幅贬值，亚洲大部分股票市场出

现暴跌，由此形成的外贸冲击导致亚洲许多大型企业倒闭、工人失业、经济萧条，新加坡、马来西亚、菲律宾和香港经济也被波及。至1997年下半年，日本一系列银行和证券公司相继破产，东南亚金融风暴正式演变为亚洲金融危机。亚洲金融危机自1997年7月持续至1998年年底，历时大约18个月，其间牵涉的市场主要是股市和汇市，国际炒家的金融攻击在此轮金融动荡中起到了推波助澜的作用，从表面上看，亚洲金融危机是货币金融危机但其背后的问题却是危机波及国家的财政脆弱性。也就是说，亚洲金融危机告诉我们：一个国家一旦缺少足够的财力来应对金融风险造成的救助需求时，它离危机就已经不远了，中国目前政府财力在世界各国横向比较中还相当不错，特别是我们坐拥了3万多亿美元的外汇储备，这种国情特征使得中国不大可能发生1997年式的亚洲金融危机。

我们再说说美国的次贷危机。

为了应对2001年开始的所谓“战后第10次经济衰退”，美国货币当局连续降息用刺激房地产市场发展来解决网络经济动力下降的问题，政府当时提出了居者有其屋的动人口号，各商业银行和房贷机构也实行了极为宽松的放贷政策。低利率、简便的房贷申请程序刺激了广大中低收入阶层纷纷成为购房者，购房消费的刺激既拉动了经济也拉升了房价，不断升高的房价又反过来进一步刺激了消费性购房者和投资投机型购房者的市场预期，这就生成了从2003到2006年持续的房市和房贷市场繁荣。在美国，有一个重要的金融规律，即：只要一项经济活动能产生持续的现金流，各路金融高手就一定把它变成个资产池通过包装和信用增级把它变成让人眼花缭乱的金融衍生产品，然后把它卖向全美国和全世界。通常，衍生品的生命力端赖于生之养之的原生产品，一定的原生产品出现现金流中断或信用危机，衍生产品则立即会变成断线风筝，由高高在上的顶端产品在飘然下坠中变得

一钱不值——这就是本轮次贷危机中的基本故事线索。在原产品的阶段，房贷机构有一元钱可以办10元钱的事，这也是全世界商业银行的一般资本—资产扩张倍数，但在衍生产品交易领域，通常是1元钱能干30到50元钱的事，因为这里通行的是杠杆交易规则。正因为这样，一旦MBS（住房抵押贷款支持证券）被进一步结构化处理从中发展出ABS（资产支持证券），从ABS中又衍生出CDO（担保债务凭证），从CDO中还可以衍生出CDO²、CDO³、……直至CDOⁿ。由于评级公司对这些再分层出来的CDOⁿ产品的高层次级产品也给予了甚至AAA级的信用评等，因此，大量投资者根本不知道自己的AAA级CDO产品之上还有更为庞大的A级贷款层，不知道自己所持有的不过是劣中取优的产品，是由上一层的BBB层中被人分割出来的一个优先层，这就带来了市场定价体系的混乱。普通的CDO，不但可能包括各种ABS，而且还会含有各种级别和收益率的企业债、贷款等产品，使得整个CDO的评级和收益达到优化，吸引市场投资者购买，在这个过程中发行者和承销者会得到巨大的发行承销收益，但其中的风险却在市场中累积起来了。这些令人晕眩的结构金融处理过程所创造的各类衍生产品的每一层级都允许以40倍左右的杠杆比率进行交易，即拿2.5元钱做100元钱的买卖，只要市场参与者交易方向对头其资金盈利水平将是无杠杆全额资金交易收益的40倍，但反过来，其风险系数也同样倍数于普通的无杠杆全额资金交易。例如，假若某金融机构从事100亿美元总额的40倍杠杆率衍生品交易，当该衍生品发生2.5亿元的亏损时，就要被强行平仓。结构金融中的复杂分层评级、令人目眩神迷的资产组合信用增级技术以及大量衍生品交易的高杠杆率所蕴含的交易方式风险，是美国次贷危机得以膨胀并扩大到难以想象程度的一个制度性原因。

从以上的简单分析可以看出，美国次贷危机实际是由次贷级房屋抵押贷款——这个21世纪初最令人存疑的金融原生产品所派生出的天量衍生产品链条无限制膨胀所引发的有毒证券危机。从中国现实情况看，不仅现在，即使未来5~10年也不大可能发生此类危机，因为中美之间的国情差别，中国

现在和将来若干年内很难出现美国那样发达的衍生品市场，而且，中国的房贷原生性金融产品无论从规模、在商业银行贷款总额中所占比重也远不能与美国次贷危机发生前的状况相比较。

股市、汇市、房市近中期都不大会出现危机，那么，国企债务和地方政府债务会引发系统性金融风险吗？据我的判断，无论从总量还是比重上说国企债务和地方政府债务引发系统性金融风险的可能性也不大。

在中国的金融体系内，目前唯一让人心里没数的是由影子银行造成的信用扩张。前几天，殷剑锋博士发布了一项与浙商银行合作完成的研究课题成果，课题报告说中国目前29万亿元理财产品所筹资金70%都流向了实体经济，如果情况果真如此，那倒让人颇为欣慰。不过，根据我过去与一些商业银行人士接触所了解的情况，似乎是理财产品收集过来的资金绝大多数流向地方政府投融资平台和房地产开发商手中，因为在中国这种经济增速趋缓时期，只有这两类企业能承担高利率支出，制造业和农业及一般服务业企业即使有巨大资金需求也是有心无力，它们根本担负不了理财产品的高额财务成本。顺便说一句，我认为，实体经济本身也要重新定义，除虚拟经济外，泡沫经济似乎也应当从实体经济的统计定义中剔除，这样剔除后的实体经济才是我们金融体系真正要服务和支撑的那个能给国民带来实实在在福利的实体经济。近年来商业银行体系内的产品层层嵌套现象愈演愈烈，这是为规避监管所做的必要业务动作，现在，中国银监会已连发八文要对商业银行的业务乱象下狠手进行治理，这样一来，近几年金融业务最让人看不懂的一块也很快会在清理整改之后变得让人放心起来。所以我认为，中国在近四五年不会成为世界性金融危机的引爆点。如此这般，“十年一危机”的咒语岂不是要失灵了？

主编：

