

编者按：当前，市场上有两种声音：一种是“唱衰论”，一种是“信心论”。我们既不跟风前者，亦不必盲从后者。从整体上判断，中国经济短期内引发危机的可能性不大。但为了保持中国经济的可持续发展，我们需要高度重视可能触发危机的潜在风险点。为此，《国际经济评论》编辑部于2014年5月15日举办关于“中国经济危机的可能触发点”学术讨论会。与会学者集中就这一主题阐述了自己的观点和分析。

也论经济危机的可能触发点^{*}

余永定 马骏 哈继铭 邓海清 张斌 王宇 徐以升

短期（2014—2015年）内，中国发生金融危机的概率非常小。但许多问题已经浮出水面，不排除发生黑天鹅事件的可能性。因此，绝不当放松警惕。触发危机可能性最大的产品包括债务、信托等各类理财产品和货币基金。房地产是最有可能触发危机的行业。应努力找到一个或多个最脆弱的危机触发点，并预想可能的危机传导路线。政府的政策可以避免一些较小的危机或延缓危机的发生，但如果未能解决其背后反映的问题，则可能导致风险进一步累积，直至造成不可逆的恶性后果。

关键词：中国经济危机 危机触发点 债务 信托 货币基金

本次研讨会取得的共识是，短期（2014—2015年）内，中国发生金融危机的概率非常小。但是即便如此，许多问题已经浮出水面，不能排除黑天鹅事件的发生。因此，中国经济学家应该对中国金融危机可能的触发点以及传递机制展开深入、具体、全面的探讨，进行金融危机攻防的“沙盘推演”。

余永定系中国社会科学院学部委员；马骏系中国人民银行研究局首席经济学家；哈继铭系高盛中国首席经济学家；邓海清系中信证券首席分析师；张斌系中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员；王宇供职于中国人民银行研究局；徐以升供职于第一财经研究院。

^{*} 感谢中国社会科学院世界经济与政治研究所杨盼盼博士整理综述。已经各位发言人审定。

危机类型的划分

余永定指出，应该首先对现阶段中国可能面临的危机性质和类型进行划分。在本次全球金融危机中，经济学家所犯的重大错误就是错误预判了正在逼近的危机性质。大家认为美国将会发生一场国际收支危机。但实际发生的却是一场次贷危机。由于误判可能发生的危机的性质，结果找错了危机的触发点。大家把注意力放在美国外债对GDP比的临界值上，而未预料到危机的爆发却是从次贷违约开始。由于对危机性质的误判，危机爆发后主要经济变量的变化方向同大部分经济学家的预料完全相反。例如，资本非但没有停止流入美国，反而大量流入美国；美元不但没有贬值，反而升值；利息率不但没有上升，反而下降。中国经济学家应该接受此次全球经济学家误判的教训，对中国经济危机（如果发生）的性质和走向做出正确判断，并事先提出相应的对策，以便把损失压到最低。

经济危机大致可分为实体经济危机和金融危机。过去中国经济的问题一般都是实体经济的问题，不需要过多讨论金融方面的问题。但最近一两年，关于中国有可能发生金融危机的说法多了起来。根据莱因哈特（Carmen M.Reinhart）和罗格夫（Kenneth S. Rogoff）所著的《这次不一样》（*This Time Is Different*），金融危机又可分为主权债危机、银行危机和国际收支危机几类。就中国现在的情况而言，应该担心的是银行危机，当然实体经济问题也与之密切联系。

如果是银行危机，引爆中国银行危机的触发点是什么呢？根据日本和美国的经验，寻找触发点大致可以从银行资产负债表的三个组成部分来考虑。一是资产方，资产价格下跌，可能引爆银行危机；二是债务方面，资金的来源枯竭；三是资本金突然不足。日本的银行危机，主要发生在资产方面，两类资产的问题比较大。一类是股票。日本银行由于交叉持股的传统，银行拥有大量的股份。1989年，日本商业银行拥有日经股票市场超过40%的股票。所以股票价格只要下降，日本的银行肯定就要受到极大冲击。特别是日本银行把股票的未实现盈利记入资本金，所以一旦股市下跌，资产价格出了问题，紧跟着资本金也就出了问题。另一类是房地产开发贷款。其中问题又出自商业地产中的休闲项目。因而，日本危机主要来自资产方，触发点是日本央行的货币政策：日本银行主动刺破资产泡沫。由此银行股市大跌和房地产价格大跌。美国危机最早也是从资产方开始的，但触发点是住房抵押贷款违约率上升。违约率上升导致以住房抵押贷款为基础的

抵押贷款证券（MBS）、债务担保证券（CDO）的资产价格下跌。不仅如此，由于资产价格下跌，投资者停止提供短期融资[不再购买资产支持商业票据（ABCP）]，短期货币市场融资困难，借短投长难以为继，银行不得不抛售MBS、CDO之类的长期债券，使得资产价格进一步下降。其结果是重要金融机构资不抵债、面临破产。整个金融体系发生恐慌，最终酿成金融危机。

中国的情况与日本更加类似。中国的金融危机可能以房价下跌为触发点。同住房抵押贷款相比，房地产开发贷款出现问题的可能性较大。房地产开发商从银行贷款，但是由于房价出现下跌趋势，潜在购房者“买涨不买跌”（也要看跌到什么程度），开发商无法销售新建住宅，就无法偿还银行借款。房地产开发贷款比个人抵押贷款出问题的可能性要更大。中国商业地产开发贷款是否也会出问题呢？中国已有696座五星级饭店，但还有500多座在建；有400多座摩天大楼，据说还有300多座在建。其中有些投资可能是收不回资金的。房价下跌导致金融危机的另一个通道是土地价格下跌。而这又对地方政府的财政收入造成影响，并进而对地方政府融资平台造成影响。房地产贷款、影子银行贷款和地方融资平台贷款可能有个交集，这个交集就是中国经济最薄弱的环节。

邓海清认为，危机的类型主要有两种：一种是风暴型，一种是僵尸型。在市场经济程度很高的国家，出现风暴型的经济或者金融危机的可能性较高。市场经济程度较低的国家出现僵尸型危机的可能性较高，不会出现大规模的崩溃，但对经济体的长期活力有较大负面影响。

另外一种危机：不计成本

王宇提出，除了房地产泡沫、影子银行体系、地方融资平台和产能过剩及其交集之外，中国经济还有可能面临另外一种危机的触发点，即政府不计成本的救助及由此带来的道德危机。这一危机的直接结果是“资金黑洞”和“僵尸企业”，会给社会福利和国民经济带来更深的损害。

目前中国国有银行和国有企业仍然存在双重预算软约束：一是科尔耐式的预算软约束，即由特殊产权关系而产生的国家“父爱主义”，具体表现为政府对国有企业和国有银行的隐性担保；二是由“大而不能倒”而产生的预算软约束，即为了社会稳定，政府对大型国有企业和大型国有银行进行不计成本的救助。

当金融出问题时，无论什么原因最终都会表现为金融机构的流动性枯竭和清

偿付不足，银行危机主要是流动性危机。为此，任何国家都有可能通过向金融机构注入流动性的方式来防止危机，中央银行最后贷款人的职责由此而产生。但即使中央银行作为最后贷款人，其救助行为也不是无条件的，更不能不计成本。一个基本原则就是不能对政府救助产生依赖，不能助长道德风险。

以雷曼兄弟为例。此次全球金融危机是从雷曼兄弟倒闭开始的。当时如果美国政府无条件地救助雷曼兄弟，此次危机或许可以避免，至少可以推迟。其实，2008年9月之前，雷曼兄弟多次申请紧急救助，美国政府也通过多种途径救助了贝尔斯登、房利美、房地美和美国国际集团。当时美联储拒绝救助雷曼兄弟的依据是“白芝浩法则”。

“白芝浩法则”是指，当中央银行履行最后贷款人职责时，被救助的金融机构必须提供合格而充足的抵（质）押物，以保证对救助资金的按时偿付。合格而充足的担保是美联储的救助条件。由于雷曼兄弟无法满足这一条件，其救助要求被美联储断然拒绝，而贝尔斯登、房利美、房地美和美国国际集团则提供了相应的偿债保证。

危机触发点的判定原则

张斌提出，金融危机触发点应当包含以下几方面的共性：第一，规模足够大，能够产生系统性风险。第二，脆弱，杠杆率非常高，资金链条很紧。第三，出了问题可能没有明确、可信的救助方。第四，新事物，出乎多数人的预期。

这四个共性放在一块，可以对号入座。从产品上来讲，很可能是新产品，不是传统产品；从机构上来讲，政府不明确参与和支持。把产品和机构综合考虑，重合在一起就是最危险的触发点。

余永定指出，判定原则还需加上系统性，能够波及到其他。马骏认为，还要跟银行有联系，因为根据协议存款，某种意义上可以把信用风险和流动性风险转移到银行体系中。

危机触发点之产品

专家们普遍认为，触发危机可能性最大的产品包括债务、信托等各类理财产品 and 货币基金。

（一）债务：银行危机的导火索

马骏认为地方债务的一个核心问题是，如果土地价格下跌，土地作为地方融资平台的抵押品出现贬值，再融资就会出现困难，从而加剧违约风险。地方融资平台一旦出现大规模的违约，就可能成为银行危机的导火索。地方融资平台的脆弱性体现为总量太大、增长率太快及大量的期限错配。中国的地方政府债务，主要以贷款和信托为载体，平均期限是三年左右，但中国基础设施建设项目的还款周期一般都在十年以上。如果没有一个地方债的市场来替代这些短期融资，这一期限错配难以解决。因为银行是地方债务的主要债权人，所以地方债务的风险很大程度上集中在银行体系中。地方政府债务危机的爆发，实际上就意味着银行危机的爆发。

哈继铭进一步比较了多国在债务危机前五年的债务扩张速度。美国2003—2007年的债务扩张幅度占GDP的比重约为24%，日本1986—1990年扩张了13%，韩国1994—1998年扩张了33%，而中国在2009—2013年则增长了43%，是这些国家中最多的。尽管中国的债务水平要低，但是增长速度是非常快的。那些国家在经历债务五年高速增长之后出现了危机，中国需要警惕。另外，在经济增速很快、实际利率很低的背景下，产生的债务是最危险的。除了少数年份，中国制造业的年增速基本维持在10%，而企业面临的实际利率（贷款利率-PPI），从来都没有高过5%，有的年份甚至低到零点。而现在这两个变量出现结构性倒挂，在过去疯狂的年代积累的债务，将来是很难偿还的。

徐以升认为2014年近期债券市场上不同产品来看，城投债表现很好，民营企业公司债则很差。2014年出现的中诚信托重组、超日债违约，让市场重新明确认识到，城投债是被重点保护的，信托和公司债则是去杠杆、可以违约的。这种国有部门刚性兑付、民营部门以自身信用情况可能违约的现实，加剧产生了国有部门对民营部门的挤出。

（二）信托：强弩之末如何收场

马骏认为，信托类产品的风险传导链条，已在2014年年初的违约事件中体现出来。若干产品违约会造成风险溢价上升和信托市场的萎缩，4月新发行的信托规模已比上年同期下降了70%。如果出现信托的大规模违约，靠信托再融资的企业和地方政府就会失去再融资的渠道，也可能导致进一步违约，对实体经济和银行造成冲击。信托的问题主要是历史上信用风险的错误定价。比如，某些产品的发行利率本来应该是18%，实际的定价却只有10%，因为投资者认为有隐性担

保、会刚性兑付。历史上真正的违约非常少，这就造成了市场的一种刚性兑付预期。在这种预期之下，买信托类理财产品的需求太大。同时，由于监管套利和渠道收费，信托公司和提供销售渠道的机构可以获得高回报。这从供求两个方面推动了信托的过度膨胀。

信托还可能以一种预想不到的方式影响银行。2014年年初出现信托违约时，市场上许多投资者抛售中小银行股，这二者表面看起来没有关系，但是投资者背后的逻辑是：因为信托很多是银行销售的，银行至少要承担道义责任，也就是银行有承诺刚性兑付的部分责任。既然有责任，银行以后也会受到冲击，可能是对利润的冲击，甚至可能是对本金的冲击。所以就开始抛售中小银行股。姑且不论这是否正确，它确实反映了投资者认为的一种危机传导渠道。

哈继铭认为信托的集中到期和刚性兑付存在很大风险。2014年3月底时信托资产有超过11万亿人民币的总量，根据测算，其中有5万多亿将于2014年到期，包括单一投资者和机构理财。从构成来看，地方融资平台占30%多；房地产占10%~20%。地产在2013年表现不错，但2014年这几个月来，无论是价格还是销售量都在下降，所以地产的信托质量也会随之恶化；剩下的主要是工业企业，这些企业的经营状况比较困难，而面临的风险可能更大。如果在5万多亿的到期信托中，有一部分违约，不能实现刚性兑付，那么这将对未来的市场利率产生持续向上推动的力量，将进一步推高对实体经济和高债务负担企业的压力。也即是说，如果不再保证这些产品的刚性兑付，就可能使得其成为危机的一个触发点。

（三）货币基金：参与者没有看到的负面外部性

马骏认为中国货币基金增长速度之快令人咂舌，前几个月已经成为全球第二，货币基金已经初步具备“大而不倒”的特征。问题在于风险不会完全停留在货币基金本身，可能会转嫁到银行体系，造成银行的流动性风险和信用风险。具体的转嫁途径是，一个具备几千亿规模的货币基金找到一些中小银行，把几千亿以协议存款的方式存到这些银行。与拥有几千个亿的货币基金谈判时，中小银行处于劣势，一般都会接受提前支取不罚息的条款。这样就会增加银行的流动性风险。另一个风险是信用风险。如果银行给货币基金的存款利息是6%，给定这么高的负债成本，银行必定要追求更高的资产收益，一般来说就意味着更高的信用风险。这些流动性风险和信用风险的增加，在购买货币基金的民众的眼里是看不见的，但这是整个银行体系和全国老百姓共同承担的风险。这是一种被参与者（货币基金的提供者和投资者）所忽略的负面的外部性。一旦货币基金出现问

题，会因为这个外部性影响银行体系的稳定。货币基金符合张斌提出的危机触发点的评判标准，值得警惕。

危机触发点之行业

余永定认为房地产是最有可能触发危机的行业，且房地产的影响渠道多样、范围广泛。哈继铭认为，依目前的情形看，房价下跌是必然趋势，总体下跌规模约为30%~40%。这一判断是通过具体数据计算中国老百姓房地产的购买力和可承受能力而得的。假定一个处于平均收入水平的家庭买一套90平米的房子，首付30%，按揭20年，按照当前利率，在一、二线城市，月供约占家庭收入的76%；而按最富有的40%的家庭来计算，这个比例会降到46%。这意味着未来房价出现下降时，需要下降30%~40%，广大处于平均收入的家庭才有能力接盘。当前无论是什么原因出现住房抛售现象，都很可能出现无人接盘。邓海清认为，目前可以确定房价将出现一次下跌，而且很可能是持久地下跌，这是因为投机买房资金的四大来源均今非昔比：一是以温州为代表的浙系资金，背后是庞大互保的信用链提供资金支持，但目前这一链条出现严重断裂；二是以山西煤老板代表的北方炒房团，煤炭行业违约严重，信用融资链已经断裂；三是“四万亿”以后，地方政府的官二代在北、上、广引发的一场置业潮，但是目前打击贪腐非常严厉，这部分的需求也已经不再；四是海外热钱，目前海外对中国观望态度上升，例如以李嘉诚为代表的海外资本，以坚定的态度撤出中国商业地产市场，也意味着中国商业地产的吸引力相对国外来讲大幅下降。

嘉宾们均认为，房价下跌是趋势，但房价下跌的传导渠道却未必是通过家庭。总体来说，哈继铭指出，家庭的可偿还能力还是比较强的，但是开发商，及与房地产有关的上游行业（例如钢铁、水泥、玻璃行业），以及这些行业的上游（例如电力、煤炭）都可能受到严重影响，加总的影​​响将远远超过房地产行业本身。香港金管局的何东利用投入—产出表做的测算发现，中国房地产行业占GDP的比重表面上看是12%，但是由于各种关联影响，综合的整体影响达到32%。房地产未来下降1个百分点，对GDP的影响将是0.32个百分点，这是非常大的负面影响。

专家认为还可以从产品的来源行业分布来分析这一问题，金融产品越是集中于哪个行业，哪个行业出现危机触发的可能性就越大。以信托产品为例，哈继铭

总结信托产品的标的可以划分为四大块：其中，地方政府融资平台相关产品占1/3，工业企业占1/3，房地产占一成多，剩下的是艺术品。这其中的一些工业企业和地产开发商，本身就欠了银行很多钱，现在从银行借不到款，就用信托支撑业务，包括对银行的负债，拆东墙补西墙。但是一旦信托出现问题，需要展期，市场要更高的利率甚至于再高的利率都不再给了，那么这最后的一根稻草就可能带来一个行业局部甚至全面的风险。

除此之外，还有专家提到造船、基础设施等都可能是潜在的危机触发行业。

危机触发点之政策

危机的触发点除了来自于相关的金融产品与行业，还可能由相关的政策引发。以日本和美国的危机为例，危机的触发均与央行收紧货币政策、刺破经济泡沫有密切关系，因此，专家们就此问题也展开了深入探讨。

（一）货币政策：重中之重

邓海清认为，中国经济短期会不会爆发危机，无论从哪个角度看，钥匙都掌握在央行手里。中国金融系统的核心风险有二：金融机构的杠杆率和金融机构产品配置的风险偏好水平，如果这两个指标出现短期的迅速下降，就意味着金融系统风险的快速上升。央行在影响这两个机制方面都有着举足轻重的作用：如果央行的货币政策迅速紧缩，则企业无法继续借短买长，期限错配风险上升，同时企业流动性风险也会上升，只得选择去杠杆；如果央行在打破刚性兑付的问题上政策失当或者过于激烈，带来整个金融系统和金融机构在产品配置偏好水平的逆转：直接从高风险的非标资产转向疯狂追逐低风险国债，则意味着中国金融市场的融资功能完全丧失。二者交互作用就会成为中国经济危机引爆的风险点。

但专家们也认为，尽管央行的货币政策能够避免短期危机发生，也仍需考虑相关的成本及可行性。马骏认为，如果属于政府能够观测到的危机触发点，则目前来讲还是有足够的资源对其进行控制，包括财政、金融、央行作为最后贷款人提供的流动性等。但国际经验表明，在几种特殊情况下，即使政府决定要不计成本去控制风险，也未必控制得了。第一是判断失误。有些风险比较大，如果没有真正意识到风险的重要性和其传导的速度和规模，就会贻误战机。比如，美国当时对雷曼兄弟的处置就反映了政府对其导致的系统性风险的错误低估。第二是协调的问题。各个部门与国企都有资源，理论上是可以覆盖许多风险的，但是协调

需要时间。风险传导的速度有时比协调的速度来得快，也可能会出问题。第三是到了中长期，问题积累到很大的情况下，出现邓海清说的僵尸型危机，这时成本就可能难以承受了。即使政府有意不计成本，但是最终资源不够用了，要用通胀、货币化来解决财政成本的话，则可能产生严重的社会问题。有些大的财政运作，还要通过人大审议。“不计成本”的操作有时候是不可行的。

（二）利率市场化：警惕风险

利率市场化从本质上来说改变的是央行货币政策的传导方式，但是它又作为一项特别的改革措施被专家们反复提及，因此，单独将其列出。

邓海清认为，利率市场化改革的本质是央行货币政策从数量型向价格型转变。用一个形象的比喻，数量型的以信贷为基础的政策类似于“地方台选美”，而价格型的以利率为基础的政策则类似于“央视选美”。信贷政策的模式是央行确定信贷额度，分给各大行，各大行分给各个支行，再分到信贷员手里。信贷员再根据手中的客户，决定信贷资源的配置。这其实是个私募市场，没有价格信号的意义，只是数量的意义。这个市场的最大问题是从全局来看没有优胜劣汰的机制，只是每一个小的细分市场的选美。这一模式导致温州老板的“控诉”出现：2008—2009年货币宽松的时候，其实他们不需要钱，但是因为与信贷员的长期关系，必须要接受，这就导致全面开花，好企业、坏企业、大企业、小企业全面“拯救”；同时信贷资源的匹配与行政级别挂钩，分行的信贷额度一定比支行多。利率市场化有非常积极的意义，类似“央视选美”，所有的融资企业都是在交易所或者银行间市场进行融资，在打擂台上能不能获得投资者的青睐，取决于在全国大市场的比较。但是这样的利率市场化进程也存在问题：货币资源按照全国大市场进行配置，但是中国的劳动力市场以及其他各种资源还有浓重的计划经济体制色彩，这就会造成利率单马突进、孤军深入的市场化推动情况，有可能因为相关配套跟不上，引发金融系统性风险。有些地区经济水平较差，在这个进程中无法参与市场竞争，可能导致贫富差距进一步拉大。

徐以升通过调研山西煤炭市场发现，目前国有部门拥有的准主权信用，在加剧资金的虹吸效应，进而产生对民营部门的融资挤出，这产生了金融融资领域的“国进民退”。煤炭行业的下滑让山西的企业产生了分化：同样是70%~80%的资产负债率，但是金融体系在评估这些煤炭公司的资产状况时，产生了新的扭曲——民营企业需要还本付息，才能够继续投放；国有企业无论是地方国资还是央企，只需要偿还利息就给新的投放。这在调研中体现得非常明显，某煤电国企可

以在基准利率就拿到贷款，情况非常好，而另一家四五十亿规模的山西民营企业，难以获得资金已经处于崩溃边缘。民营企业的经营能力就比国有企业差吗？并非如此。正是因为所有制的原因，因为银行体系在进行信贷风险的考核以及对于信贷投放信贷员的考核时，国有企业即使违约也不用承担责任。目前国有企业所享有的事实上的主权信用，已经成为一个资金黑洞，吸引了大量的资金。这也使得民营企业更加举步维艰。

（三）结构转型政策：不容忽视

张斌认为，中国金融危机发生概率上升是结构转型的必然结果。中国经济的结构转型已经发生了，转型的主要内容是工业部门内部的产业升级，服务业特别是高端服务业的发展以及基础设施的发展。这些产业与全球金融危机以前制造业主导的发展模式相比有以下特点：第一，非标准化程度大幅提高。这一特点在服务业的体现尤为突出。服务业大多是非标准化产品，很难有一个成熟、完整的标准化运营模式，非标准化本身就意味着风险增加。第二，负债率更高且投入—产出的期限结构更长。比较上市公司的不同产业数据，会发现现在的转型产业的共性特点是负债率更高，而且与此同时，资金周转率更低，增加值率不高。第三，高端服务业包括医疗、教育以及基础设施产业方面，定价存在很大问题，带有准公共产品的性质，盈利能力不高，融资机制不通畅。转型意味着，以前我们做的是标准化的、风险低的事情，而在转型过程中要做的是风险较高、比较难做的事情。在这种情况下，金融系统内生的风险必定要提高。

为了应对产业结构的变化，金融体系需要作出调整。原来依靠银行主导的简单金融模式，基本就可以完成储蓄—投资的转化，基本满足经济增长的需要。但是步入经济结构转型以后，原来的金融体系不能胜任新产业的发展需要，必然要求金融市场化改革，要求改革带来更复杂的金融体系。而金融市场化改革本身也是增加风险的事。金融体系的市场化大概包括三个方面的内容：一是金融中介的市场化过程，更多私人部门加入金融行业；二是金融市场和金融工具的发展，本身包括多层次的金融市场和更复杂的金融产品；三是金融基础设施。这些金融市场化改革，如果完全匹配无缝对接是非常困难的。从国际经验上看，只要推动金融市场化，一般都会带来爆发金融危机概率的提高。但同时文献也支持，推进金融市场化对于中长期的增长是有利的。金融市场化改革不做肯定完不成经济结构转型；但如果做的话，一定会带来金融风险的增加。

危机：远忧不远

尽管专家们一致认为，中国在短期内发生金融危机的概率较小，但是却不应当放松警惕，在详细讨论了危机的触发点之后，大家还回应了两个假设问题：如果中国爆发经济危机，是否存在一个可用于观察的信号器？如果中国爆发经济危机，是否应当救助？

邓海清认为信号器可以分为四个层次。第一层是刚性兑付的打破可能带来信用链条断裂。如果刚性兑付被打破，那么资金会从非标资产转向标化资产，首先从收益率最高的非标撤到城投债，如果出现地方政府的信用风险，就从城投债撤到高等级有安全保障的产业债，再出问题，就再后撤到短期债务。这时就和美国2006—2007年的情形一样，短期债务的流动性需求异常强烈，出现期限倒挂。第二层是央行的货币政策失灵，如果央行无法调整信号器一发出的问题，失灵就产生了，可以判断进入第二层，基本表现有：一是长短利差无法收敛，无法纠正公众对未来长期经济增长的悲观预期；二是通胀出现，宽松货币政策被迫终止；三是房地产价格泡沫。第三层是恐慌性退出，各种金融产品出现集中式退出，债券市场上会观察到的现象是信用利差大幅扩大，先从低评级的信用利差扩大，慢慢往中等和高评级，依次蔓延开来。第四层，当从金融危机变化为经济危机或者社会危机的时候，一些区域性的金融事件会与社会事件交织在一起，整个局面变得非常复杂。处理经济问题和金融问题，与处理维稳上访等社会问题交织在一起。这是危机爆发到最高阶段可以观测到的信号。

余永定表示，通过专家们的讨论基本可以达成一个共识，即中国短期内发生金融危机的概率是非常低的。这表明，对于中国经济的未来，我们不应盲目乐观，但也不必过度悲观。进一步的研究可以将此前所讨论的产品因素、产业因素和政策因素结合起来，找到一个或多个最脆弱的危机触发点。

但是找到危机的触发点和预想可能的危机传导路线可能仅仅是万里长征的第一步，即便不发生危机，也不应盲目乐观。如果政府不救助，危机就可能已经发生了。政府的政策可以避免一些较小的危机或可以延缓危机的发生，但是如果未能解决其背后反映的问题，则可能是风险进一步累积，直至造成不可逆的恶性后果。邓海清认为，如果政府通过不断地救助维持刚性兑付不被打破，就可能使经济陷入长期的僵尸病。短期内的歌舞升平可能意味着长期内更大的风险，如果能

够有序地逐步打破，而不是出现失控性的情况，那么结果就可能好很多。在这个过程中，将非常考验央行和政府的政策技巧。

哈继铭认为，短期内不会有危机的判断，是因为我们意识到，一旦危机的风险暴露出来以后，政府会用各种办法包括行政性的措施推迟危机。假如让市场自然发展，危机早就该暴露出来了，可能2008、2009年就有了。所以短期来说，并不是没有危机的风险，危机的风险是很大的，只不过是我们弹药库里还有一些子弹，可以推迟危机，还有不少的纸可以把火再包一段时间。但是如果只是用纸包火的方法，火势一定是越燃越大。

张斌认为，如果中国发生严重的危机，那最可能的路径就是房地产价格—土地价格—地方财政—银行资产之间的恶性循环。至于究竟是哪个环节或者哪项金融产品成为触发点很难事前判断，也许危机触发点不在房地产或者银行，但是会把问题传导到上述恶性循环当中。面临这种情况时，政府无非就有三种选择：救、不救、一点一点救。第一是不救，就像美国在雷曼兄弟破产之前，不是说美联储不去救，而是美国有法律的限制不能救。这种不救，应当配合着对金融消费者，尤其是中小储户和中小投资者的保护。第二种方式是完全救，出了多少问题全部埋单。这种方式无法解决本质问题。金融危机表面上看是金融体系的问题，但金融资产价格下跌是因为投资者对于资产价格没有信心，其背后反映的是资源错配问题。不解决背后的资源错配问题，单纯救助金融机构不能解决问题，只会带来新一轮更大的问题。所以完全救助不能解决问题。第三种方式，是一点一点救，像日本那样。其结果是金融机构和企业需要漫长时间来修复资产负债表，经济也因此陷入长期低迷。

这三种选择中，对于中国来说不救可能是最好的选择。根据其他国家的经验，即便是像美国这样发达的经济体，不经历几次金融危机，也无法对全社会的资源进行优化配置。也就是说，没有一场金融危机，中国的金融机构、地方政府、企业和居民的资源配置，是没有办法得到大而必要的调整的。而如果没有完成这种调整，经济结构的转型也没有办法完成。因此，中国如果在做好弱势群体保护的前提下迎来一场中等规模的金融危机，那将是中国的幸运；这对目前的中国而言是奢侈品，需要极高的政治和政策智慧。