



徐奇渊

xuqiy@163.com

中国金融风险与稳定报告 2018

——寻找金融监管和金融发展的一致性¹

在过去的一年多时间当中，中国经济增长表现出了较强的韧性、资本外流压力缓解，特别是在 2017 年人民币汇率还对美元出现了升值，同时中国金融体系保持了总体稳定。另一方面，防范系统性金融风险、结构性去杠杆取得初步成效，企业部门杠杆率稳中有降，宏观杠杆率保持稳定。在此过程中，监管体系不断进行整合与重塑，新时期的宏微观审慎监管体系已经初步建立起来。

进一步展望未来，**中国经济面临以下三大风险**：一是如果结构性改革滞后，同时去杠杆过程中货币政策和监管政策定力不足，这可能又导致新一轮的资产价格泡沫和金融风险积累。二是去杠杆过程中打破刚兑的做法如果过于激进，可能带来信用过度紧缩、债务违约的传染和扩散，从而导致人为触发更大的风险。三是全球货币政策转向、全球贸易争端升级，这些外部冲击可能通过贸易、金融、信心传导渠道，对中国经济和金融市场产生负面冲击，并与国内的金融风险互相强化。

基于上述风险视角，本报告提出了以下三方面建议：**第一**，跳出金融市场来理解金融风险，着力推进供给侧结构性改革，落实十八届三中全会的全面改革方案。**切实提高劳动生产率和资本回报率**，这样才能从根本上为防范金融风险提

¹ 本文是《中国金融风险与稳定报告》执行纲要，该报告即将由中国金融出版社出版。

供坚实基础，实现金融市场的真正长期稳定。

第二，当前实体企业却面临较大的信用风险，这并不是金融市场总体流动性问题，而是结构性问题，因此要保持货币政策定力。在强监管背景下，由于信用结构、资金需求出现不匹配的结构摩擦，而使企业面临的信用风险上升，同时金融机构基于负反馈机制被动、过度地收缩信用。对于这种情况要把控住市场的总体风险，同时加快建设信用风险处置的相关金融基础设施，完善信用风险衡量、分散、转移和处置链条。

第三，防范金融风险面临复杂外部环境，要保护好、使用好国内储蓄。全球货币政策转向、全球贸易冲突不断升级，可能会对中国经济产生冲击。在极端情况下，可能出现大量资金外流、人民币贬值压力再现，并形成对国内储蓄的抽血机制，给资产价格带来下跌压力。但是当前我国储蓄的安全性、使用的有效性面临结构性问题，这就要求我们通过加强监管来保护好储蓄，同时发展金融市场提升储蓄的使用效率。同时这也说明，加强监管和发展金融市场两者完全一致。

一、 提高劳动生产率和资本回报率，为防范金融风险提供坚实基础

防范金融风险，其着眼点不应仅局限于金融市场本身。实际上，所有的金融危机本质上都与劳动生产率下降、资本回报率下降有关。例如，克鲁格曼-杨从全要素生产率分析了亚洲金融危机的根源；2008 年全球金融危机也引发了有关美国劳动生产率下降的“戈登假说”的讨论。

从一定意义上说，提高劳动生产率和资本回报率，这是防范金融风险和规避金融危机的长期根本办法。十九大报告中也提到：“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力”。服务实体经济的体现，就是金融市场能够起到优化资源配置的作用，提高实体经济的劳动生产率和资本回报率。这也将对金融市场起到正反馈的作用，推动金融市场的更加稳健和成熟。

在当前发展阶段，传统金融机构服务于实体经济面临更大挑战，需要发展更为丰富的金融中介机构、促进多层次资本市场健康发展。一方面，我国经济体系面临转型升级，也需要金融市场的服务进行适应性的转型。在过去，固定收益

类型的融资方式更为适应资产较重、现金流较为充裕的行业。而现在，大量创新型企业的普遍特征是：资产偏轻，现金流在企业发展的不同阶段分布极不均衡。因此，在经济转型升级、鼓励创新的环境下，与之相应的权益性融资方式、权益性金融中介机构应当更多地得到重视和发展。另一方面，此轮降杠杆，债转股亦是一个重要的手段，在原有的金融中介机构上直接债转股易于产生风险收益偏好不匹配、资产管控能力不到位的问题，这也需要更为丰富的金融中介机构来承担该部分职责和需求。

此外，还需要跳出金融市场局部均衡的思维方式，呼唤供给侧结构性改革的实质性进展，以实现金融市场的真正长期稳定。十九大报告中关于“深化供给侧结构性改革”的内容强调：将提高供给体系质量作为主攻方向，显著增强我国经济质量优势。具体地**要发展四类产业**：发展先进制造业，培育新增长点、形成新动能，支持传统产业优化升级，加快发展现代服务业。**发挥两大主体的积极性**，即激发和保护企业家精神，建设知识型、技能型、创新型劳动者大军。这些改革方向，都将提升市场的预期回报率、提振私人部门的投资热情、强化市场投资者信心。通过优化资源配置、提高经济效率，为金融稳定提供坚实基础。

这些改革目标都是正确和美好的，但是改革的过程必然是纠结的。中国经济的改革没有无痛方案。要么仍然依靠现有的增长模式，推迟经济改革，直至最后产生较大的危机，并且倒逼出真正的改革。要么就要承受当期改革带来的短痛，加快推进供给侧改革。在此过程中，可以通过总需求调控来为改革争取时间、减少改革带来的短期痛苦。从短期的总需求调控来看，**稳健中性的货币政策+积极的财政政策是一个比较理想的政策框架**。与此同时，在中短期积极推动阻力相对较小的整体增量改革，并对于利益受损的群体给予一定的补偿。在此基础上，在中长期选择时机，推进一些具有根本性的改革措施。

二、 去杠杆要保持货币政策定力，通过结构措施避免信用过度紧缩

打破刚性兑付，优化资源配置，最终也能够推动金融市场服务于实体经济。但是 2018 年以来，各类工商企业现金流普遍趋紧，尤其是公开市场融资渠道的违约事件显著增多。自 2018 年以来，公开市场确定违约的债券已达 23 只，涉及

14 个企业主体。非公开的债务延期和风险事件在 2018 年也更为频繁暴露。2018 年以来，违约事件频繁发生的直接原因，并非是金融机构流动性紧张而缺乏资金融出的能力，而应是金融机构间流动性无法向企业流动性顺利转化。这进一步导致了信用风险的自我强化。一方面，单个企业受到信用风险事件影响后，通过资金链或市场预期，连带更多企业陷入到信用风险的影响之中；另一方面，一些规模较大企业的部分表外融资渠道受到冲击违约的时候，其在银行表内原本信用资质良好的信贷融资也可能会在短期内变得更为艰难。一旦处理不慎，银行也有可能面临更大的不良资产风险。

为何银行间的资金面普遍较为宽松的情况下，实体企业却面临较大的信用风险、违约事件频发？其一，在强监管的条件下，信用结构与资金需求出现不匹配的结构摩擦问题，导致原来的一些企业难以获得替代融资。在资管新规推行过程中，对于部分融资企业而言，其原本获得的“非表内信贷”融资多数本身就不符合表内信贷的要求，其“非表内信贷”的融资需求可能面临着断档的风险。在债务期限刚性的前提约束下，融资企业可能会面临着融资数量与解决问题的时间的双重压迫。另一方面，新增人民币表内贷款受到多种指标的限制，与表外融资部分具有不同的信用风险偏好和信用审批流程，因此也无法完全承接表外需要转移的融资需求。结果就出现了 2018 年初以来新增社会融资规模的较大幅度下行。

其二，在特定经济周期背景下，金融机构出于三种情况主动收缩信用，也加大了企业获得融资支持的难度。一种情况是，原有的产业结构面临升级转型，“过剩”、“落后”产能需要被出清。金融机构对这部分行业及企业收缩信用，是必然发生的过程。另一种情况，部分企业在战略上、财务结构上存在着严重失误，盲目扩张、杠杆率过高、对外担保过多或短期负债占比过高、对股权质押融资等融资方式所可能产生的风险准备不足等等，致使企业因短期流动性原因遭遇风险。这两者是经济金融周期中的必然现象，部分企业在此过程中需要为自身的错误买单。而最后，在信用持续收缩过程中，金融机构出于审慎的原则过度收紧对于部分工商类企业的信用支持，加剧了部分工商类企业的财务状况恶化，从而导致进一步信用收缩。而这种负反馈链条一旦形成，则有可能在经济、金融周期振动的过程中增加过度的波幅。对于这种情况，要把控住市场的总体风险，避免负反馈

链条的出现并造成过度影响的情形。

目前的信用风险是结构性问题，因此需要保持货币政策定力、坚持市场化原则、加快建设信用风险处置的相关金融基础设施。具体而言：**第一，要保持货币政策的定力。**“大水漫灌”式的货币政策并非解决信用风险问题的关键。单纯的货币总量调控可以解决金融机构缺乏流动性的问题，但是无法解决金融机构之间的流动性如何转化成企业流动性的问题。解决并改善信用风险问题应从相关传导链条及机制上着手。

其二，坚持基于市场化原则处理信用事件。信用风险频繁爆发，其重要因素还应是当前经济、金融周期下，市场需要对部分落后及低效的产能和企业进行出清。在此过程中，坚持市场化的原则、发挥市场主体的主观能动作用，有助于帮助市场遴选出真正高效、有竞争力的企业，淘汰低效率、竞争力不足的企业；并为经济周期下一波的繁荣打下坚实的基础。

其三，加快建设信用风险处置的相关金融基础设施，完善信用风险衡量、分散、转移和处置链条。金融基础设施建设的滞后，这是加剧信用风险蔓延的重要原因。目前，我国强调金融机构防范风险；但是对于金融机构遇到风险之后的应对机制和方案准备不足。尤其是在去杠杆、打破刚兑的过程中，金融市场缺乏成熟的资产处置办法和处置案例，缺乏盘活不良资产的渠道与方案，更缺乏足够广阔的、分散信用风险的衍生品市场。一旦遇到风险，**缺乏退路的金融机构、尤其是非银金融机构，只能被动倾向于“过度紧缩信用”。**因此，需要尽快构建分散市场风险、分担信用损失的体系，明确金融机构对于信用风险承担的过程和程度，鼓励培育不良债务的投资机构和投资群体，尽力扭转“过度紧缩信用”的趋势并防范其可能造成的危害。

三、 防范金融风险面临复杂外部环境，要保护好、使用好国内储蓄

目前外部环境较为复杂，全球货币政策转向的同时，全球贸易冲突的不确定性持续上升。从主要发达经济体货币政策实践看，货币政策正常化分三个步骤：退出量化宽松、加息和缩表。目前美联储货币政策正常化走得最快，处于缩表阶段；英国央行和加拿大央行处于加息阶段；欧洲央行处于缩减资产购买阶段；日

本央行处于拐点前的预期阶段。且从美联储最新利率决议看，未来加息路径更加陡峭，预计 2019 年将加息 3 次，2020 年加息 2 次；利率点阵图显示，2018 年加息 4 次的可能性非常高，加息节奏明显加快。

全球货币政策转向的风险主要通过四个渠道实现：第一，全球利率中枢将逐渐上移。根据 GDP 对美、欧、日、英的政策利率进行加权平均，2016 年全球平均政策利率仅为 0.28%，2017 年底升至 0.63%，涨幅超过 1 倍。即使在较慢加息情形下，2020 年全球加权平均政策利率也将升至 1.44%。在此过程中，以美国长期国债收益率为代表的无风险收益率快速抬升。**第二，利率中枢上移将限制各国企业投资和银行信贷对实体经济的支持**，企业债务负担加重，面临破产重组风险，将制约创新投入和长期经济增长空间，失业率可能上升，居民消费将受到影响，并可能进一步对经济形成负反馈效应。**第三，利率中枢上移对资本市场的影响也偏负面。**由于长期利率水平攀升，债券价格将下跌，债券发行量可能减少。同时**股市走势也不容乐观。**按照股市估值的贴现模型，在股息或盈利增长不变的前提下，无信用风险收益率抬升将降低股市现值。如果全球货币政策紧缩过快，有可能造成全球经济增长减速，资产价格泡沫则可能会以较快的速度破灭。**第四，全球流动性紧缩风险。**虽然欧元区和日本尚未退出量化宽松政策，但随着美联储加息和缩表政策的推进，全球流动性已感受到阵阵凉意，“美元荒”现象正愈演愈烈。2018 年 3 月 27 日，3 个月期美元 Libor 涨至 2.3020%，创 2008 年 11 月以来新高。美国 3 个月期 Libor-OIS 利差升破 60 个基点，刷新 2009 年 5 月以来新高。Libor-OIS 利差一直被视为衡量美元流动性松紧的重要参考指标，该利差扩大，表明全球金融市场对“美元荒”的担忧加剧。美国货币市场面临从政策面到市场面的全面紧缩，将对全球资产价格和企业融资盈利带来较大冲击。

全球贸易摩擦不断加剧也使我国外部环境更加复杂。一方面，**贸易保护实施主体逐渐从发展中国家转向发达国家。**全球贸易预警组织经济政策研究中心的统计显示，近几年采取贸易救济措施最多的国家分别为美国、德国、法国、英国、意大利等发达经济体。尤其是自特朗普上台之后，美国的去全球化和贸易保护主义倾向更加严重。发达经济体对全球化和自由贸易态度的转变，加剧了全球经济和贸易发展的不确定性。另一方面，**贸易保护争端逐渐由“美中摩擦”扩展到“美欧和美日摩擦”。**当前，全球贸易保护主义的主要发起者是美国，其制裁对象初

期主要是中国、墨西哥等对美有较大贸易顺差的发展中国家，后来逐渐演变为同时针对欧元区和日本等发达经济体，贸易保护和制裁对象逐渐扩大化，贸易摩擦的广度和深度逐渐加剧。随着欧盟与日本加入，全球性贸易摩擦愈演愈烈。**最后，摩擦从单纯的贸易领域逐渐扩展到综合的经济和社会领域。**例如，已经波及到的汇率、国际投资、产业政策、劳工保障、人权、军事和外交等领域，并与贸易问题相互叠加、交织，使问题更加复杂化、无序化。

迄今为止，中美贸易摩擦对中国的国际收支影响仍较为有限。迄今为止，中美贸易摩擦大都还只是常规战、舆论战、心理战，对中国国际收支主要是心理影响，基本没有产生实质性冲击。虽然在 2018 年 7 月 6 日，中美贸易终于打响实质性的一枪，双方各向对方价值 340 亿的出口加征关税。但是市场对此的反应事实上比较平静。由于是对部分产品加征 25% 关税，而关税对出口品价格的传递率仅在 10%—30% 之间，需求的价格弹性又较为有限，再加上出口市场的可替代性和中国经济体量之庞大，所以贸易冲突对国际收支、以及国内经济的影响，并没有之前所预想的那么大（徐建炜，2017）。

未来的影响还需观察中美经贸争端的演进。中美贸易争端对国内经济的冲击机制有三个**方面**：一是贸易渠道，两国贸易争端将会影响中国的对外贸易活动。二是金融渠道，两国贸易纷争包括投资保护主义措施，将影响中国的对外投融资活动。三是信心渠道，即中美经贸关系紧张有可能降低市场风险偏好，促使资本逃离风险资产，加剧中国资本外流。前两个渠道都会通过影响中国实体经济，进一步对市场预期产生影响。在极端情况下，大量资金为寻求更稳定和更高的收益率而外流，人民币贬值压力重新出现，并形成对国内储蓄的抽血机制，给资产价格（主要是房价）带来下跌压力。

这就要求我们保护好、使用好国内的储蓄。储蓄对于中国金融稳定的重要作用无论如何强调，都不为过。中国过去能够实现金融稳定、高投资和高增长，得益于储蓄。储蓄率高是中国经济的特色之一，这个特色使得中国经济具有超强的抗风险能力。

但是当前我国的储蓄面临一些结构性问题：首先，在房地产市场价格高涨的背景下，国民储蓄通过金融中介机构，大量转化为房地产相关的投资需求，并进一步推动房价上升。其次，部分国内储蓄在转化成有效投资的过程中面临障碍，

因此阻塞在金融中介机构和金融市场上，这使得中国金融体系日益复杂化、并脱离实体经济。其根本的矛盾，是国内的高储蓄及转化成有效投资的渠道匮乏，由此形成了金融空转和金融产品相互嵌套。

加强监管可以保护储蓄的积极性，发展金融市场可以提升储蓄的使用效率。金融市场的重要功能，是实现储蓄与投资的转化。而加强金融监管，防范金融风险，从长远来看可以真正保护金融市场的投资者，以及国民经济当中储蓄部门的利益。但是加强金融监管，并不是说要限制金融市场的发展。恰恰相反，金融市场的进一步发展和完善，从根本上来说，就是要打通储蓄向投资转化的渠道，充分有效地使用好国内储蓄。因此，加强监管和发展金融市场两者并行不悖，我们需要在加强监管、防范金融风险的同时，更加积极的发展金融市场。

（作者单位：中国社会科学院世界经济与政治研究所）

IWEP MACRO 简介：“世经政所宏观研究”是中国社会科学院世界经济与政治研究所的宏观研究小组的研究成果，主要关注的研究领域为中国宏观经济和国际宏观经济。成员包括姚枝仲、张斌、张明、东艳、徐奇渊、肖立晟、郑联盛、苏庆义、杨盼盼、王碧珺、贾中正、常殊昱、张弛、崔晓敏、崔秀梅。主要的研究产品分为财经评论和工作论文。

声明：本报告仅供内部讨论，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。报告内容仅代表作者个人学术观点。