

徐奇渊

xuqiy@163.com

以改革求真稳定

——《中国金融风险与稳定报告 2017》摘要*

【按语】

2017年6月18日，第一财经研究院和东航金融联合发布了《中国金融风险与稳定报告 2017》（下称“报告 2017”）。主要作者（按章节顺序）包括孙涛、高占军、姜超、管涛、张文朗、刘陈杰、阚明昉。本篇为报告的总览性摘要。

关于金融稳定，容易陷入两种误解：一种观点认为，金融稳定就是市场主体没有违约、市场价格没有波动，整个市场太平无事。另一种误解，则局限于金融市场的局部均衡来看金融稳定，认为金融稳定只是某个或某几个金融监管部门的事情。

第一种误解，是决策机制对金融风险的容忍度偏低。在这种误解下，金融稳定是通过维稳“维”出来的，但结果却鼓励了道德风险和投机行为，反

* 已发表于“澎湃新闻”

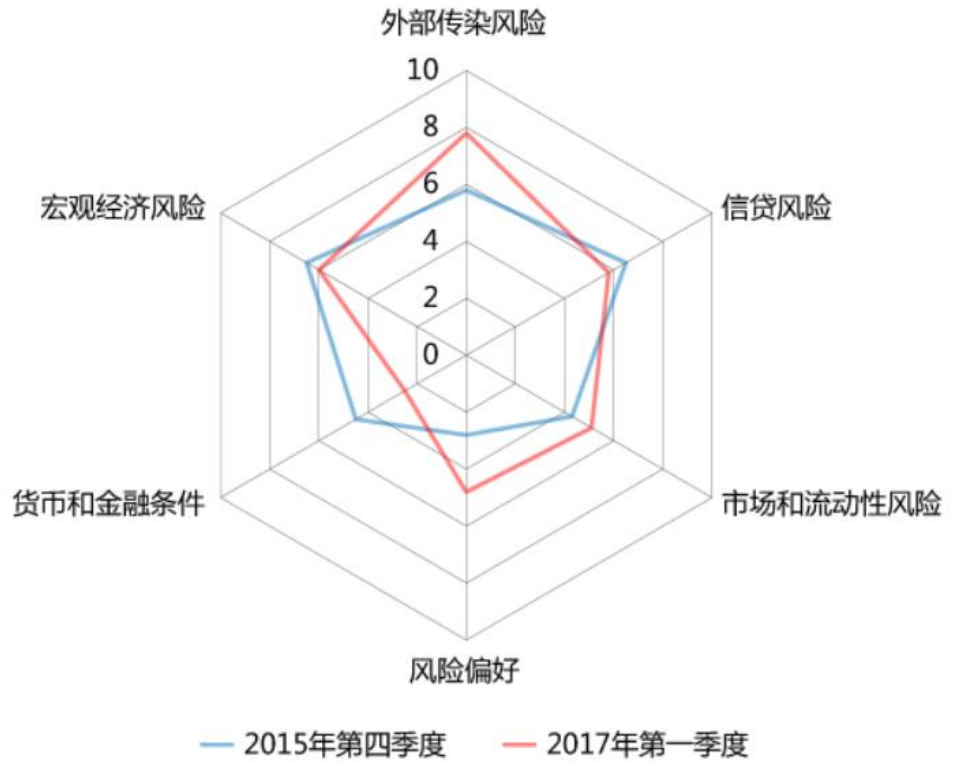
过来加剧了金融市场的脆弱性。这种误解的最大问题，是就稳定谈稳定，忽视了金融韧性和市场自我调节能力。基于这种思路，维护金融稳定的短期措施、临时措施，往往容易替代金融改革，逐渐蜕变成为长期性的政策和市场逻辑。

第二种误解，受限于金融市场的局部均衡视角来观察金融稳定。这种观点没有认识到，金融市场已经高度联动，局部波动会以极快的速度、极大的扰动传染到金融市场的其他部分；同时如果没有实体经济在内的改革，我们也无法实现金融市场真正的、可持续的稳定。由于忽视了金融市场的联动，以及金融和实体经济部门的镜像效应，往往导致部分金融改革和监管政策的单兵突进。这不但无法化解金融体系的风险，也会使实体部门面临的困难雪上加霜，反过来加剧金融风险，对金融稳定造成冲击。

2016 年至今，外汇市场、房地产市场、债券市场，这些金融风险点逐个被引燃。在这些风险点的审视中，我们既看到了金融市场本身的不稳定性，也看到了实体经济当中的一些疲态和不堪。基于此，“报告 2017”试图跳出稳定谈稳定，跳出金融稳定来看金融稳定。

鉴于中国所面临金融风险的多样性，以及日益联动而复杂的金融体系带来的风险互动效应，我们构建了中国金融稳定图（China Financial Stability Map，以下简称 CFSM）。将宏观经济和金融体系的四个风险与两个条件分为不同时点，描绘了中国金融稳定情况。在 2015 年第 4 季度到 2017 年第 1 季度期间，中国面临的外部传染风险、市场和流动性风险以及风险偏好进一步上升，宏观经济风险和信贷风险有所下降，货币和金融条件趋紧。

中国金融稳定图：2015年Q4---2017年Q1



说明：离中心越远，则风险越大，货币金融条件越宽松，风险偏好越大。

在此基础上，“报告 2017”逐一排查了债市、房市、汇市等金融风险，而且还把金融市场放到了经济结构失衡的背景下进行分析。从金融市场本身来看，增强韧性是强化监管、推动金融改革的方向。此外，我们更需要跳出局部金融市场的视野，扎实推进供给侧改革，以改革来求真稳定。

债市强震：风险余波仍在化解当中

杠杆率上升未必是个问题。在资源配置效率改善、全要素生产率上升阶段，杠杆率的提高恰是经济活力的体现。然而正如“报告 2017”第 2 章指出，当前中国的情况恰恰相反：产能过剩、投资回报率低下、银行不良资产上升——在此背景下，债券市场违约频发、企业杠杆率快速上升。这种情况

令人担忧，事实上 2016 年 2 季度、4 季度，已经上演了两轮债市强震。当前债市主要面临以下三大风险：

信用风险环节，主要问题是打破刚兑和违约处置。2016 年以来，债券违约数量增多、并且扩散迅速。2016 年共 80 只债券违约，金额超 418 亿元，两者增幅都超过两倍，信用违约向常态化发展，打破刚性兑付可以说已经开局。打破刚兑后，我们将面临更多的违约处置。第 2 章指出了一个人深思的现象：在违约债券中，民企债券的“价值”往往大于国企。违约处置真正棘手之处恰恰在于国企。

流动性风险环节的突出问题是去杠杆。那么债市杠杆率有多高？在这方面有一些误解。如果考虑隐性杠杆、关注增量资金杠杆率、并且剔除基本不加杠杆的银行类机构，则债市杠杆的结构化风险会更加清晰——很多债券产品的杠杆都多达数倍，若再叠加质押式回购，倍数会更高，某些活跃机构的杠杆率可能在 10 倍以上。近年来债市杠杆率陡升，伴随着收益率显著下降、信用利差的急剧收窄，以及大量自带杠杆资金的涌入。因此，中国债市在 2016 年初已显现出泡沫迹象。2017 年以来，货币政策收紧、叠加监管重压，债市整体上处于去杠杆、挤泡沫状态。

最后，**溢出风险可能导致金融风险的传染和扩散。**中国金融市场体系庞大，各市场间的联系日益紧密。其中仅债券市场而言，在 2016 年已是一个债券余额近 70 万亿、现券交易量 120 万亿、货币市场融资交易量 800 万亿的巨大市场，且货币市场融资交易以隔夜融资为主。因此，尽管我们对风险要有一定容忍度，但是债券市场牵动全局，对其风险的不当处置将扩散到金融市场全局。从溢出风险角度，需要看到风险的传染、强化效应，要注意去杠杆过程的有序性，避免过度监管、无序监管带来金融风险的共振。

房市泡沫：降温但风险仍待观察

2016 年房地产市场异常火爆，销售面积迅速增长、销售价格连创新高，这种火爆行情一直延续到 2017 年第 1 季度，到 2 季度开始明显降温。但是

前期房市过热导致的风险仍未散去。“报告 2017 第 3 章指出，前期房地产热潮催生了不少风险：

居民购房杠杆激增，2016 年居民中长贷新增 5.68 万亿，增幅 86%。从居民买房的贷款杠杆率来看，新增居民中长贷占住宅商品房销售金额的比重，已从 2012 年的 24.9% 大幅飙升至 2016 年的 57.3%。这意味着 2016 年平均首付比例不到一半，甚至明显低于美国 2007 年的相应比例。**中国居民购房加杠杆或已接近极限，进一步加杠杆空间非常有限。**观察新增房贷在 GDP 中的占比，也能得到类似结论。

从地产企业角度来看，有息负债大幅攀升，杠杆率虽有小幅下降，但仍处于高位。从上市公司数据来看，该行业整体有息负债规模在 2016 年增长了近 20%。此外，上市房地产企业剔除预收账款后的平均资产负债率在 2016 年达到 48%，**地产企业的杠杆率仍处于高位。**

居民房贷爆发式增长、地产企业杠杆率维持高位，全社会负债率创下新高 2016 年末，居民中长贷余额达 20.1 万亿，同比增幅 35.5%，远超存款增速。**在企业负债没有缓解的情况下，居民的 GDP 负债率大幅上升突破了 50%，导致全社会 GDP 负债率再创新高。**根据第 3 章测算，该比率整体上已达到 235%，比 2015 年末上升了 14 个百分点。报告的附录 2，还对未来五年的全社会杠杆率进行了模拟。在最乐观的情境下，假设供给侧改革顺利推进，中国整体负债率仍可能缓慢上升至 2020 年的 265%，悲观情形则将显著突破 300%。

银行角度来看，增量贷款超 4 成为房地产贷款。存量上，2016 年末主要金融机构房地产贷款余额为 26.7 万亿，占到全部贷款余额四分之一。增量上，2016 年各项贷款共增加 12.6 万亿，其中房地产贷款增加 5.7 万亿元，增量占比达 45%。如果考虑银行表外业务，该比例可能更高。

从长期来看，中国的人口红利消退、居民杠杆率也将离顶部不远。因此有必要对房地产市场泡沫的潜在风险进行评估。第 3 章的测算显示，2016 年地产行业积累了较多的货币资金，偿债能力较强。其中，上市房企的数据

显示，行业货币资金对流动性负债（剔除了预收账款）的覆盖程度中位数为 59%，也处于历史高位。2017 年 2 季度以后，即使销量出现同比 25% 的降幅，短期内其偿债能力仍有保证。但是，如果房地产销量降幅为 30%，且低迷状态延续到 2018 年，则地产企业流动性可能会逐渐枯竭，再加上 2018 年至 2021 年地产债的到期高峰，则这种情况可能引爆信用风险。

外汇市场：汇率政策可信度仍面临考验

近年来，我国跨境资本流动的影响因素，已超越了基本面，市场信心影响越来越大。从市场信心来看，第 4 章给出了外汇市场面临的三种均衡情形：其一，基准情形。市场相信政府有意愿、有能力维持汇率稳定。其二，正面情形。基本面向好，市场相信汇率稳定有基本面支持。其三，负面情形。基本面恶化，市场信心进一步减弱，政府维持汇率稳定的能力面临较大考验。

2016 年，人民币汇率面临贬值压力，外汇市场和国际收支总体上处于第三种情境：资本和金融账户出现 4170 亿美元逆差，外储降至 3 万亿美元附近。2017 年以来的形势，主要体现了上述第一、第二种情形的叠加，人民币汇率阶段性企稳。截至 5 月，外储已经连续第 4 个月回升，跨境资金流动持续回稳。2017 年第一季度，银行即、远期结售汇逆差 305 亿美元，同比和环比分别下降 79% 和 73%，外汇供求关系显著改善。

但是，市场主体仍在观望各种影响因素，未来趋势仍具有不确定性。一方面，一些有利因素起到了支撑作用：其一，国内经济企稳有利于提振市场信心；其二，货币政策稳健偏中性有助于币值稳定；三是前期资本流出压力已有一定的消耗；四是美联储加息的溢出效应表现出边际递减；最后，美国政府开始关注美元走强带来的负面冲击。

但是，另一方面，不利因素也值得关注：一是国内依然存在经济的下行压力；二是美元仍然存在走强的可能；三是随着时间的推移，资本管制效果逐步递减；四是外储如果再次出现下降，会继续刺激市场情绪，甚至造成预

期的自我实现。

在开放经济条件下，面对跨境资本流动的冲击，我们实际上面临着中微观层面的“不可能三角”，即汇率浮动、外汇干预和跨境资本流动管理——在面对资本流动冲击的时候，上述三大工具至少要用一个或者是组合使用，我们不可能既不想动汇率，又不想动储备，还不想用管制（管涛，2016）。本轮周期的情况，是三个工具结合并用。其中，跨境资本流动管理是重要工具之一，既包括鼓励资本流入、放宽结汇限制等措施，也包括对跨境资本流出使用宏观审慎管理和加强真实性审核的政策。

第4章也指出，跨境资本流动管理的效果也存在一些问题：其一，资本流动速度很快，但政策响应仍有时滞，有时候时滞长达大半年。其二，过分依赖行政手段，执行中容易出现“一刀切”现象，有时会伤及无辜，有时管制政策的反复性也会影响政策声誉。三是存在政策无法全覆盖的实行强制管制，所以存在失灵的可能。四是鼓励资本流入、加快金融市场对外开放，也有可能为金融市场脆弱性埋下了隐患。

金融风险根源之一：经济失衡和投资回报率下降

影响金融稳定的因素，可能在金融市场之外，所以需要跳出金融稳定本身来看金融稳定。第1章就使用了这视角进行分析。事实上，各个金融市场面临的风险问题，都可以在经济失衡、投资回报率下降的大背景中找到其根源。

中国经济增长严重依赖于投资，投资则依赖于信贷扩张。投资对增长的贡献率在2000年为22%，2007年攀升至44%，2010年则跃升至66%，2016年该比重仍高达42%。而投资的持续扩张则依赖于信贷高速增长，信贷增长率通常是名义GDP增速的两倍。

信贷高速扩张，直接导致中国债务水平迅速上升。国际金融危机爆发之后，美欧日都在大幅去杠杆，而中国债务水平迅速上升，尤其是企业债务占GDP比重上升最快。仅中国非金融企业部门的总债务，其GDP占比就从2008

年的 114.2% 上升至 2016 年的 209.5%。目前，债务率的快速上升还没有出现放缓的迹象。按照现有增速，不久的将来，中国总债务占 GDP 的比重将会突破 300%。

信贷高速扩张，也带来了投资回报率下降。从投资主体来看，对投资回报率最敏感的民间投资增速显著低于政府和国企，民间投资意愿不足。而另一方面，对投资收益不敏感的主体继续扩大投资，这反过来导致总体投资回报率进一步下降。近年来，**中国全要素生产率（TFP）的下降趋势令人担忧。**从国际比较看，中国 TFP 增速不仅已经低于印度，而且低于日本和美国，且波动性较大。

投资回报率下降背景下的资金空转。由于产能过剩、实体经济投资回报率下降，大量资金便留在金融市场，在金融机构之间腾挪，金融机构通过不断提高杠杆率来保证收益率。这种做法推高了资产价格，形成了资金空转。例如第 1 章指出，2016 年下半年以来，银行业资产负债表扩张速度普遍在 10%~20%，中小银行的扩张速度甚至超过 30%，而同期 GDP 增速只有 7% 左右。同时，金融机构间的同业交易非常繁荣，资管机构扩张也很快。再如，债券市场存在同业链条过长的问题，部分机构、尤其是中小金融机构，以“回购养券”（即质押债券来借款）的方式进行高杠杆操作。**这就直接导致了债券市场的杠杆率上升、风险积聚、违约率上升。**

国内实体经济生产成本的上升、社会债务率高企、投资回报率下降，以及金融风险的不断积累，这些都导致市场对人民币汇率的信心下降，进而出现了大量资本外流，**对外汇市场上的人民币汇率形成了贬值压力。**在此过程中，随着人民币贬值压力的上升，外汇储备迅速下降，监管当局不得不强化了资本项目的管理。

而在加强资本项目管理的情况下，一般投资者很难投资于国外资产，而只能投资国内金融资产，比如股票、债券、房地产和现金。而近年来，国内金融市场一直处于资产荒的状态，资产荒背景下的严格资本项目管制，使得大量资金开始追逐房地产，这也显著增强了房地产的金融资产属性。这

方面的因素伴随着宏观经济周期的到来，进一步强化了房地产泡沫在 2016 年的形成。

实现金融稳定的两个政策框架

第一，提高金融市场的韧性和自我调节能力。这就要求，一方面监管者要提高对局部风险的容忍度，在此前提下规范金融市场秩序，完善金融监管功能。另一方面，也要关注风险溢出和传染效应，防止系统性风险发生，增强金融监管的有序和协调。

关于提高对局部风险的容忍度，很多人可能误以为在 2015 年 3 月超日债违约之前，中国债券市场没发生过实质性违约，其实不然。第 3 章回顾历史，指出 20 世纪 90 年代直到 2000 年，都曾经出现过大量违约、甚至包括相当数量的重点建设债券。但是，金融市场都挺过来了，一直发展到今天。与 20 年前相比，个人投资者承担风险的意识和能力均显著增强。股票、基金投资者从最初亏损时的情绪激动到如今的平静，说明这种转变可以顺利完成。

事实上，合理稳定的违约率，其实正是债券市场成熟的标志。美国 1981 年以来平均违约率为 1.69%，2009 年危机期间达到最高的 5.71%。从全球来看，1981 年以来债券违约率均值为 1.38%。只有极不发达或由政府信用主导的市场，才会长期没有违约。但中国不同，一是中国已成为全球第二大信用债市场，规模大、增速快；二是信用结构多元化，信用等级从 AAA 到 CCC 都有，AA+及以下的占比已达 40%左右；发行体除央企和地方国企外，19%的发行人是城投企业和民营企业。这表明中国债券市场正走向成熟，一定的违约率必将相伴而生。

从市场逻辑来看，合理稳定的违约率，不会诱发系统性风险，反而可以**引导风险有序释放，有利于优化资源配置**：（1）违约处置，可以通过兼并重组提高资源配置效率，削减落后、过剩产能，推动产业结构升级。（2）能够防范道德风险，规范债务人行为。（3）推动投资者关注风险评判和风险定

价，从而对融资行为建立切实有效的监督机制。(4)有助于债券收益率曲线更加成熟，使利差充分反映信用差异，让价格信号切实发挥资源配置作用。

在提高对局部风险容忍度的同时，也要关注金融风险溢出效应，增强金融监管的有序和协调。2017年3月以来，各监管部门密集出台文件，以杜绝金融业套利和不当行为，避免金融脱实向虚。这些文件涵盖的范围之广、力度之大，可谓空前。在稳健中性的货币政策背景下，流动性的紧张可能加剧，资产价格不排除出现超预期调整。尤其是考虑到，中国事实上的混业经营与分业监管并存。在部门利益严重、监管竞争加剧背景下，可能推高系统性风险，所以必须加强监管协调。此外，目前的分业监管体系与事实上的混业经营不适应，业态已变，法律和监管体系也要有相应的调整。

第二，以改革求真稳定。我们需要跳出金融市场局部均衡的思维方式，在推进供给侧结构性改革的过程中实现金融稳定。具体地，用有效的改革措施来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。

中国经济的改革没有无痛方案。方案之一是，仍然依靠现有的增长模式，推迟经济改革，将结构性问题延后解决，则短期经济增长稳定，但中期将面临更大的债务压力、更大的深度调整。直至最后产生新一轮的危机，并且倒逼出真正的改革。

第1章给出了“危机—改革—危机”式的轮回，并强调中国必须避免陷入这种恶性循环。其具体机制是：危机的压力推动改革，上一轮改革的进展培育了下一轮改革的阻力，出现新的风险累积，社会需要达成新共识来实施改革，但此时阻力已经造成改革滞后，整个社会不得不面临改革滞后带来的更大风险。

要避免这种轮回，就要承受当期改革带来的短痛。所以方案之二是：加快供给侧改革，容忍短期内经济增速的适度回落。**当前中国的最大风险是，未能实现发展方式的转型，特别是未能真正让市场在资源配置中发挥决定性作用。**要想从根本上化解主权风险和避免危机，关键在于鼓励民间投资，

提高全要素生产率，提振市场信心。如果要取得长治久安的金融稳定，就必须正视经济转型的挑战，勇于自我改革和创新。

金融稳定直接取决于市场信心，而进一步推进供给侧结构性改革则是所有信心的前提，只有改革才能真稳定。

（作者为中国社会科学院世界经济与政治研究所经济发展研究室主任）

声明：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金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。