

China Financial Risk & Stability Report

中国金融风险与稳定报告(2016)
——改革与风险的平衡

Executive summary

执行纲要



Executive summary

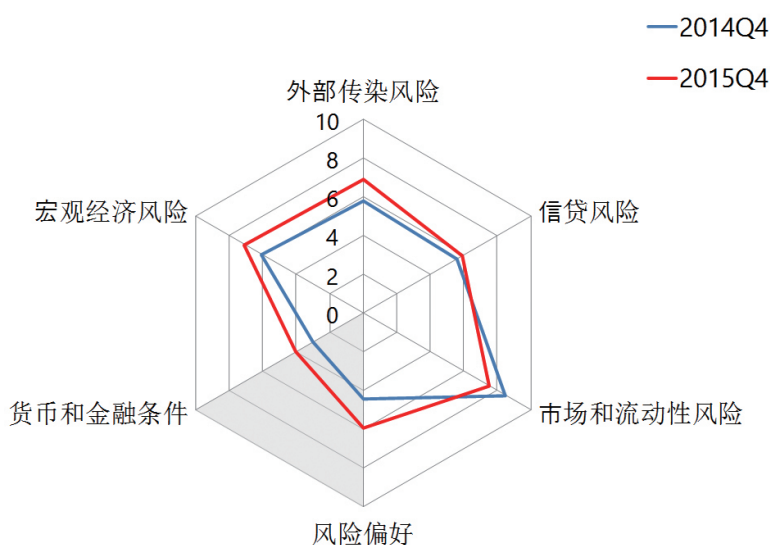
执行纲要

文/郑联盛

过去25年中，2015年中国经济增长速度首度低于7%，经济新常态的特征凸显，高速增长向中高速增长转换。同时，2015年中国金融体系的风险点加速呈现，内外风险共振特征明显，整体金融风险显著高于2014年。2016年3月，政府工作报告亦首度以区间作为经济增长的目标（6.5%–7%），经济增长下行与金融风险暴露成为2015–2016年中国经济的重大特征。

由第一财经研究院、国家金融与发展实验室和东航金融联合发布的《中国金融风险与稳定报告2016》（China Financial Risk & Stability Report, CFRSR），继续沿用国际货币基金组织（IMF）评估风险的方法论，对当前中国金融体系的整体风险进行了全面扫描和评估。报告认为，2015–2016年，股票市场大幅震荡和人民币汇率改革引发的贬值预期，使得中国经济与全球金融市场形成了双向风险传染和互溢的格局：全球金融风险和中国金融风险通过贸易、金融和信心等渠道相互溢出，形成多重反馈机制；加之经济下行导致的资产负债表调整、债务风险传递、货币金融条件以及风险偏好等持续内外强化，这些因素的共振和相互传染给中国的金融稳定带来了前所未有的挑战。

中国金融稳定图：2014年–2015年



注：离中心越远，风险越大；货币金融条件越宽松；风险偏好越大。

中国金融稳定图（China Financial Stability Map，CFSM）显示，2015年中国金融风险显著高于2014年。除了市场及流动性风险略低于2014年，外部传染风险、宏观经济风险、货币金融条件、风险偏好以及信贷风险等都比2014年更甚。2015年中国金融体系的稳定性面临着诸多风险点，这些风险点对2016年金融稳定仍然构成重大的不确定性。

在全面风险评估和解析的基础上，报告基于公共政策的视角提出了降低金融风险、防范系统性冲击和维护金融稳定的一揽子政策建议。

债务风险：高杠杆的脆弱性

在2014年已经较高债务的基础上，2015年的中国经济仍然在继续加杠杆。银行贷款、影子银行、净公司债券融资和非金融企业股权等社会融资总额占GDP的比重从2014年的不到200%进一步上升到2015年的204%。

中国出现债务扩张，究其本源是投资报酬率下降和软约束机制。一方面，国内投资报酬率在下降，过剩产能的堆积与债务比例爬升的协同行进，偿付压力日益加重，为了提高资本回报使其能够覆盖债务合约中要求的还本付息义务，经济主体就有冲动继续借贷、提高杠杆率，以承担更多风险为代价换取更多的回报而不是更高的回报率。另一方面，中国系统性金融风险产生的症结在于缺乏对投资效果负责的机制和体制，即债务的约束机制。

从目前的债务规模来看，尽管近年来杠杆增长较快，但我国的债务风险整体可控。一是中央和地方政府（与财政责任相关的）的债务规模占GDP的比例仍然控制在60%以内。二是在单一制国家中政府有很强的控制力，能将债务在中央政府、地方政府、企业和住户部门之间转移，一个部门的负债对应的往往是另一个部门的资产，只要国家对国外经济部门保持相当规模的净债权状态，发生债务危机的概率不大。三是从短期看，可供选择的减杠杆的政策空间很大，包括政府资产的转卖、债转股、用长期债务替换短期债务从而将负债久期拉长、减少错配的风险等。

然而，高杠杆和过剩产能导致的增长陷阱，以及可能引发的债务和通缩的螺旋式下降，使得去杠杆成为供给侧改革的核心内容。如何在稳增长的前提下实现经济有序去杠杆是中国金融稳定的重大挑战。

股灾与救市：系统性风险凸显

经过7年的低位徘徊后，中国股市自2014年下半年以来后迅速上涨，沪市股指2015年5月比2014年7月上涨了近1倍。随后，中国股市又大幅下跌，形成了全年股市大幅震荡的局面，成为全球关注的焦点之一，诱发了全球投资者对股市下跌和政策水平的担心。为应对股市波动，政府采取了一些救市措施。股市在2016年1月再次下跌了20%，波幅巨大，此间还伴随着人民币再次贬值。

2015年中国A股市场波动的特征主要体现为杠杆化、期现联动以及金融行业联动特征明显。一是以场内融资以及场外融资为支撑的融资杠杆化是股票市场波动最为典型的新特征。融资杠杆对金融市场具有双重的放大效应，场内融资及场外配资跨市场、跨行业、杠杆化的风险格局最终触发了A股的系统性风险。二是随着股指期货和融资融券业务的开展，A股市场开始引入做空机制，各类高频交易策略、套利手段进入市场，放大了市场的波动性和脆弱性。三是资产管理行业的不断创新使各金融机构之间的经营壁垒逐渐被打破，证券市场交易亦开始形

成跨市场关联、全行业联动的特征。这种联动关系主要体现在三个方面：一是证券业务的跨市场关联；二是产品的内生性全行业关联；三是金融机构经营的全行业关联。这种跨市场、产品关联和机构关联使得金融风险的传递呈现网状扩散的态势，极易形成金融风险的空间传染机制，引发系统性风险。

股票市场波动中，政府救援发挥了重要作用，本轮股灾救市是中国证券市场成立以来规模最大和采取措施最多的一次救市。救市虽在一定程度上稳定了市场，但股灾处置中也暴露了监管部门对于风险预估不足、处置手段储备不足、风险机制认识不足和政策协调统筹不足等问题。股灾救市过程中的市场规则频繁变动会增加中国资本市场的政策风险，并可能引发市场化改革进程的反复。

2015年以来股票市场剧烈波动与监管当局政策的科学性亦紧密相关。一是场外配资的监管及处置。二是机制设计，例如曾经推出的熔断机制。三是混业经营与机构监管、分业监管的制度错配。尤其是股市震荡的系统性风险特征，引发了决策高层对金融监管架构进行彻底改革的动议。

房价上涨：警惕新的泡沫

我们的报告显示，股价和房价在2014–15年间呈现负相关关系。利率下降和金融市场波动及其引致的资产荒，推动大量资金寻求高收益，而尤其是股市大幅震荡使得房市成为保值增值的主要途径。从全国看，房价在2010–12年下探后，在2013年回升，在2014年再度回调，2015–2016年再度回升。从国际看，自2008年以来，中国房价上涨幅度一直高于美国和韩国。近期的房价上涨，尤其是一线城市的房价上涨，主要由改善性需求，利好新政出台，货币政策宽松，银行激励机制，以及房地产企业、中介机构参与配资提供贷款等一系列因素推动。

房价快速上涨将带来一系列风险：一是杠杆过大。一些购房者使用首付贷、消费贷等形式加杠杆，加上其他形式的加杠杆（如联合骗贷和众筹投资等），导致债务风险在上升。如果房价大幅下跌，银行和消费者个人会面临信用违约风险。二是不同城市房价继续分化的风险。在一线二线城市购置房产的居民，通过卖掉三四线的房子，形成资金不断向一线城市集中并推高一线二线城市房价、资金流出三四线城市并拉低三四线城市房价的局面，加大三四线城市房地产去库存压力和一线二线城市房市泡沫风险。三是国内外流动性波动带来的风险。国内外多年积累的流动性和当前宽松的货币环境，推动中国大量资金流向房地产。然而，如果美联储继续加息导致全球流动性紧缩或中国资本外流加剧，楼市继续上涨的预期可能就会改变。四是高房价带来贫富差距加大和社会结构不稳定的风险。

鉴于房地产的抵押品性质，一线二线城市房价一旦下跌可能进一步导致银行和影子银行的信贷损失以及地方财政收入下降，银行信贷损失反过来加剧对房地产业的信贷紧缩和财政注资压力，增大整个经济金融体系的系统性风险。

汇改和人民币国际化：内外风险共振加剧

2015年，人民币加入SDR,资本项目可兑换和人民币国际化继续推进，国内金融市场的改革和开放稳步推进。其中，“811”汇改提高了人民币汇率中间价的市场化程度，然而，改革自身引致了新的风险，人民币产生了显著的贬值预期，资本外流加剧，金融风险出现了交叉感染的特征。

多种因素导致人民币贬值：一是外部环境变化：美元加息背景下的中美利差缩小诱发资本外流。二是国内经

济下行：市场认为经济下行可能促使当局推动人民币贬值以促进出口。三是信贷持续扩张和、较低的投资回报和银行预期不良贷款增加，国内居民认为外币资产更为安全。四是羊群行为：投资者和居民不理解中国的汇率政策而采取的跟风行为。

从跨境资金流动来看，2015年国际收支呈现经常项目顺差、资本和金融账户逆差、外汇储备下降较快的特征，资本和金融账户（含四季度净误差与遗漏）逆差5040亿美元（已持续7个季度逆差）；2015年外汇储备资产减少3429亿美元，为20多年来首次表现为年度下降。二是境内外汇市场的外汇供不应求矛盾突出，银行即期结售汇多年来首现逆差，下半年供求缺口明显扩大，银行远期结售汇签约呈现较大逆差，同时在市场和政策作用下波动较大。三是企业、个人等非银行部门跨境资金总体呈现净流出，企业、个人等跨境收支由上半年的顺差转为下半年的逆差。四是不同金融市场的相互传染。此前，人民币盯住美元给市场提供了一个名义锚，新汇改使得这个锚突然消失了，新汇改后的市场波动加剧了境内外市场的相互传染以及国内股市汇市的交叉传染。出于预期管理和金融稳定的需要，相关部门只好又重启了市场干预。

由短期因素造成的汇率波动和外汇储备下降并不可怕，事实上，汇率和资本流动在2016年2-3月已经开始趋于稳定，但是，国内外投资者对中国经济和改革取向的信心下滑和负面预期值得决策者充分警示。其中，政策推行的时点选择和有效沟通至关重要。

互联网金融：从草莽到规范

和2015年一样，报告专辟一章，讨论和互联网金融有关的风险因素。大致而言，中国互联网金融经历了传统金融向互联网逐步延伸（1990-2003年）、互联网金融创业潮来袭（2003-2013年）和互联网金融浪潮掀起（2013年后）三个阶段，表现为第三方支付和移动支付、P2P网络贷款、众筹融资、金融产品网络销售、大数据征信、网络金融交易平台、传统金融机构互联网化和互联网货币等8种形态。

在互联网金融迅猛发展的过程中，风险开始逐渐暴露和显现，主要有技术安全性、借款人信用违约以及平台庞氏骗局等三大风险。从业务形态上看P2P是风险最大的领域。2015年是P2P平台爆发大量违约的一年。经济下行带来了投资回报率的显著下降，社会整体的负债利率水平呈现趋势性下降，这使得大量采取高息回报方式吸引资金投资的P2P开始暴露出问题。2016年1月份P2P网贷问题平台多达1351家，问题平台在P2P总平台数中的占比从2015年2月的23%上升至34%。

在互联网金融领域，围绕金融生态圈的建立，传统的机构监管模式已经无法再适应快速发展的金融业态。互联网金融正在从一个野蛮发展逐步走向规范发展的时代，监管机构也在思考和实践，未来金融监管需要的是功能监管而非机构监管。

展望未来，金融和互联网技术正在快速融合，互联网技术所带来的交易成本和信息成本优势极大的推动了互联网金融的发展。然而，随着互联网金融的快速发展，其在制度、法律、税收等方面的优势将会逐渐消失。同时，在移动互联网时代，互联网金融的最终业态应该是更少的节点（即垄断程度更高的金融平台），更多的接入（消费者因为某种原因都和这个金融平台产生联系）。相较于传统的金融机构模式，最终存在的节点更少意味着最终存在的互联网金融机构更少。当前互联网金融的竞争和整合刚刚拉开序幕。

宏观审慎政策框架：他山之石

2015年国内发生的市场动荡，充分暴露了内外市场的高度联动性和中国金融监管框架的脆弱性。从防范系统性金融风险出发，以宏观审慎政策框架为思考切入点，构建适合金融市场新格局的金融监管框架，已经成为中国的当务之急。

报告梳理了13个经济体宏观审慎政策和金融监管改革经验，归纳出两个重要特征：其一，在宏观审慎政策框架的构建方面，各经济体基本都建立了负责宏观审慎的委员会来协调各监管部门，负责金融系统的稳定性，尽管主导的机构各不相同，例如，美国金融稳定监督委员会由财政部部长担任主席，英国金融政策委员会设在英格兰银行内部，澳大利亚金融监管委员会是一个独立机构，但由澳大利亚储备银行行长担任主席。其二，从本轮全球金融监管改革的实践看，多数经济体都强化了由央行主导宏观审慎政策制定、执行以及负责系统重要性金融机构监管和统筹重要金融基础设施、金融业综合统计的宏观审慎政策框架。其中，央行的金融监管职能，尤其是针对系统重要性金融机构是关键。美国、英国、法国、德国、印度、巴西、俄罗斯、波兰和南非的中央银行都肩负对银行业的直接监管职责，或是由其下属机构来对银行进行监管。其中，英国、法国的央行将银行业和保险业合并监管，俄罗斯的央行则统一监管银行、保险和证券业。

六大措施维护金融稳定：进攻是最好的防守

金融稳定是个短期和长期的动态过程。短期看，中国金融稳定面临的挑战主要来源于偿债压力、流动性风险和资本外流压力。中长期来看，中国经济和金融体系面临的风险是经济增长不可持续、改革开放停滞以及改革开放过程中政策失当可能引发的金融危机风险。报告分析的一系列金融风险及其深层次根源显示，经济和金融系统的自身脆弱性和监管框架的滞后将进一步加大未来的金融风险，避免经济持续下行、股价震荡、房价泡沫、汇率异动、资本大幅外流和国内外金融风险互溢带来的系统性风险，主动“进攻”是最好的防守。

第一，有序去杠杆是中国实现金融稳定的重要环节。降低债务率需要从分子和分母同时着手：从分子的角度看，及时清理地方政府、银行和企业的资产负债表，让市场规律发生作用，打破庞氏融资进行债务清偿，甚至出售资产，允许不能兑现债务合约的企业破产或重组；分母视角着手，即提高生产率，推动供给侧改革、以增长化解债务负担。

从短期看，任何减少债务的方式都将产生紧缩作用。应提升财政政策在稳增长和清理资产负债表方面的作用，通过低成本融资将地方政府的存量债务逐步有序地转移至中央政府资产负债表上，集中进行债务重组。同时，在债务清理过程中央行应提供足够流动性，最大限度避免无序相互践踏风险。短期内由央行承接债务的方法，以及通过市场化实现“债转股”都是可行的尝试。

同时，应尽快推动中央-地方财税关系改革，地方政府应拥有稳定的主体税源，建立高效率的城市基础设施的市场化运营机制，完善债券市场评级体系，让地方政府成为真正合格的市场融资主体。

第二，推进资本市场改革，是实现有效市场和金融稳定的唯一路径。完善资本市场基础制度和交易规则，有序推进注册制改革；以上证50指数标的股票中试点“T+0”和取消涨跌停板，在制度逐步成熟以及投资者逐步适应后推广至沪深300指数标的股票；研究修订和实施股指熔断机制；尽快恢复股指期货交易，并在条件成熟

的情况下推出中小板和创业板指数期货；尽快推出股指期货产品；加快建立金融行业统一的投资者适当性和金融产品风险分级制度，在强调“买者自负”原则的同时强化金融机构向适当投资者销售适当产品的责任，提升资本市场整体风险承担能力。

此外，建立资本市场系统性风险预警指标体系，以资本市场整体杠杆率和波动率为监测重点，以定期和非定期压力测试为主要手段和工具，力争提前预警和及时发现资本市场面临的潜在系统性风险隐患。同时探索运用大数据分析技术对疑似关联账户进行监控，有效防范和打击跨市场操纵行为。

第三，坚持汇率形成机制的市场化改革方向，对内平衡优先。短期内维持外汇市场的基本稳定，防止市场超调；中期构建更加可信的汇率制度（例如参考一揽子货币），让人民币汇率实行真正的有管理浮动，政府基本退出外汇市场干预，实现市场自主出清。应按照“对内平衡优先”的原则定位人民币汇率政策：做对利率比稳定汇率更加重要，尽快建立新的货币政策框架和传导机制；当内外均衡目标冲突时，汇率政策应该给货币政策让路。

第四，以金融开放谋求在全球金融稳定中的更大国际领导力。人民币加入SDR后，在继续推进人民币国际化和资本项目开放过程中，应进一步强化本外币政策协调和本外币政策一体化管理。同时中国应在G20的平台上积极作为，成为全球金融安全网的重要政策制定者，通过推动SDR在全球金融体系中更大范围使用，提高人民币在国际货币体系和全球金融稳定中的地位和作用。

第五，改善与市场的沟通，积极引导预期。由于中国经济的地位、复杂度和全球经济金融的高度连通性，有关中国宏观经济和金融市场的对外沟通沟通重要性不逊于美联储的对外沟通，预期引导应上升为重要政策工具。报告认为，应尊重市场，把市场主体放在平等的位置，心平气和、设身处地、换位思考；体现专业性，说对话不要说错话，说内行话不要说外行话，摆事实、以理服人；确立信誉，政府调控市场赖于公信力、可信度，说到就要做到，不知道的不说、做不到的不说、不能失信于市场，避免因政策信号混乱而加剧市场震荡；把握好沟通技巧，多谈机制、少谈水平；增强主动性，对不实传闻及时澄清，减少不必要的市场恐慌，对出台的重大措施主动解释，争取国内外市场的理解和支持。

第六，适应危机后全球大势，金融监管框架“大修”，建立符合中国国情的宏观审慎政策框架。2015-2016年市场的震荡将以“铁路警察各管一段”和“谁的孩子谁抱”为特征的中国金融监管体制和框架的脆弱性暴露无遗。目前有三种改革方案的动议：（A），做实金融监管协调机制，在国务院层面成立金融稳定委员会，协调“一行三会”；（B），将“三会”监管权统一，成立综合监管机构，一行一局模式，即英国在金融危机前的BOE+FSA模式；（C），仿效危机后国际金融监管改革的经验和趋势，将“三会”并入央行，采取超级央行模式；或者将三会中的系统重要性金融机构纳入央行监管，央行同时承担金融稳定委员会职能，负责宏观审慎政策框架、金融基础设施统筹和金融信息数据的汇总和监控等职能。

报告认为，第一种方案变动最小，但危机后全球市场的剧变和中国的深刻教训显示，没有金融监管框架的大动，小修小补无法建立应对系统性风险的宏观审慎框架，也无法改变目前割裂和真空并存的监管乱局。第二种方案恐怕是最坏的方案，本次金融危机中英国的教训已充分印证其失败的必然性。第三种方案虽其利益牵涉更深、部门调整、人员变动更多，但改革更为彻底，与国际趋势更为接近。一旦完成，可以深刻改革以往监管框架的弊端，强化宏观审慎政策框架，提升防范和化解系统性金融风险的能力，更有效地维护金融稳定。

（作者为中国社科院金融法律与金融监管研究基地副主任）



关注第一财经研究院



关注全球宏观与市场