

论文 NO. 2018 年 7

发表时间：2018 年 7 月 26 日

《中国金融风险与稳定报告 2018》执行纲要

徐奇渊

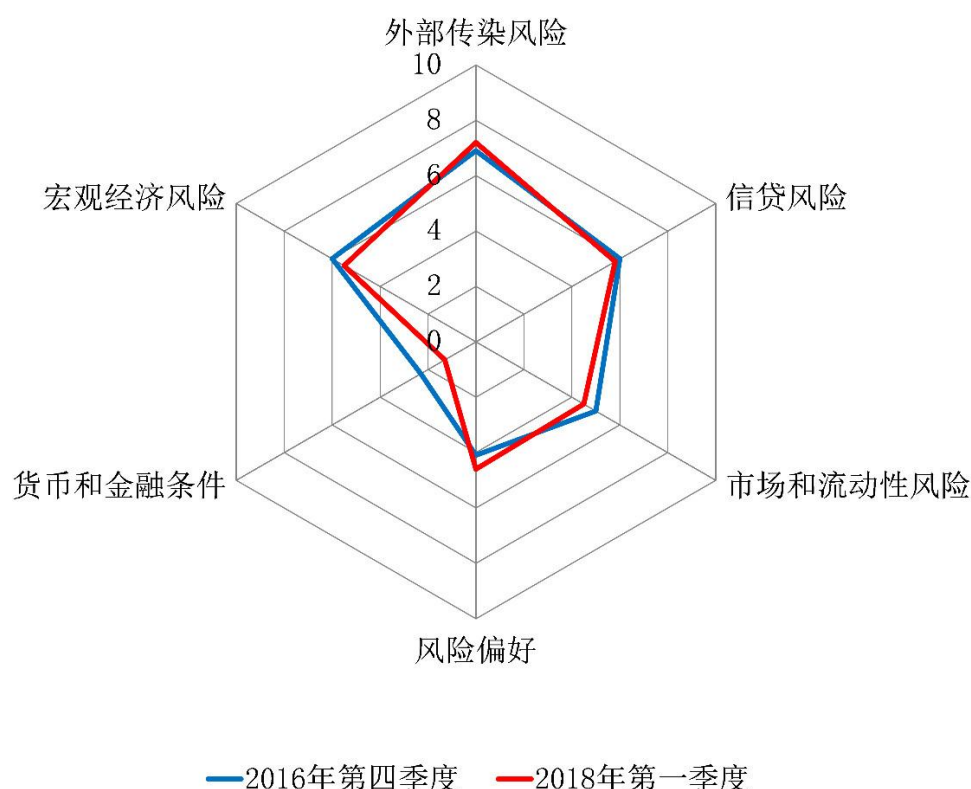
中国社科院世界经济与政治研究所研究员

摘要： 近日，第一财经研究院和国家金融与发展实验室联合推出了《中国金融风险与稳定报告（CFRSR）2018》。该报告将中国宏观经济和金融体系的四个风险与两个条件分为不同的时点，引入涵盖当前发展的前瞻性指标，描绘了中国金融稳定整体图景，并提出“一揽子”化解短期金融风险、实现中长期金融稳定的政策建议。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

2017 年，中国经济增长表现出了较强的韧性，资本外流压力缓解，人民币汇率对美元出现了升值，中国金融体系保持了总体稳定。另外，防范系统性金融风险、推进结构性改革和去杠杆取得初步成效，企业部门杠杆率稳中有降，宏观杠杆率大体稳定。在此过程中，金融监管体系也进行了整合与重塑，新时期的宏观审慎政策框架和微观审慎监管体系正在成型。

进入 2018 年，中国保持了战略定力，旨在解决长期系统性风险的结构性改革继续推进。然而，美国顺周期经济政策导致的全球宏观金融风险加剧，全球贸易争端升温，中国面临的内外部金融压力正在加大。



由第一财经研究院和国家金融与发展实验室联合推出的《中国金融风险 and 稳定报告 2018》将宏观经济和金融体系的四个风险与两个条件分为不同的时点，在结合全球背景和考虑数据约束的同时，抓住中国的关键风险和经济金融环境，引入涵盖当前发展的前瞻性指标，描绘了中国金融稳定整体图景（图 1）。我们对比了 2016 年第四季度到 2018 年第一季度期间的中国金融稳定情况变化情况。在此期间，中国的宏观经济风险、信贷风险以及市场和流动性风险有所下降，风险偏好上升，但外部传染风险上升、货币和金融条件趋紧。

展望 2018 年以及未来，中国经济面临相互交织、方向各异的风险和挑战。一是如果供给侧结构性改革停滞，去杠杆过程中货币政策和监管政策定力不足，可能导致和加剧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节奏和力度如果过于激进，可能带来信用过度紧缩、债务违约的传染和扩散，并触发更大范围内金融市场的风险暴露，导致过大的金融市场波动风险。三是全球货币政策转向、全球贸易争端升级，这些外部因素通过贸易、全球价值链（GVC）和金融渠道传导，对中国宏观经济和金融市场产生负面冲击，尤其是可能引发的信心冲击，会加剧内外部金融风险的互相强化，对金融稳定构成重大挑战。

基于上述风险视角，《中国金融风险 and 稳定报告 2018》提出了以下一揽子化解短期金融风险，实现中长期金融稳定的政策建议。

一、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，坚持基于市场化原则处理信用事件，重点是加快建设信用风险处置的相关金融基础设施。

打破刚性兑付，优化资源配置，将最终推动金融市场服务于实体经济。但是 2018 年以来，在《资管新规》的大背景下，各类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。**这显示了金融机构流动性无法向企业流动性顺利转化，并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。

为何在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时间的双重压迫。同时，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企业的信用支持，加剧了部分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。

《中国金融风险 and 稳定报告 2018》认为，在《资管新规》的推进过程中，目前市场面临的信用风险是结构性问题。首先，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。

其次，坚持基于市场化原则处理信用事件。信用风险频繁爆发，其重要因素之一是当前经济、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。

最后，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。

二、在全球流动性收紧和贸易冲突的复杂外部环境下，密切监控国内外重要信息和市场动向，高度关注各项宏观金融政策的协调，防止外部金融冲击和内部金融风险暴露在短时间内高强度叠加，导致市场过度波动、资本大量无序流出、外汇储备下降、人民币贬值、资产价格迅速下跌和信贷紧缩同时爆发的风险局面出现。

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，货币政策正常化分为三个步骤：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规模阶段；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，其预计加息节奏快于市场预期。

全球货币政策转向的风险主要通过五个渠道传导。**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。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。

第五，美国加息和与之相伴的美元升值，会加剧新兴市场的美元债务偿还压力和风险，加上宏观经济和金融市场的脆弱性，会导致少数新兴市场的货币承压，出现债务和货币的双重危机。

同时，全球贸易冲突不断加剧也使中国外部环境更加复杂。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盟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，波及汇率、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。

2018 年 7 月 6 日，中美贸易打响实质性的一枪，双方各向对方价值 340 亿美元的出口加征关税。美国随后公布了针对中国 2000 亿美元商品加征关税的清单。

中美经贸冲突演进的未来影响还有待观察，其对中国经济和金融市场的可能冲击将通过三个渠道发生作用。一是贸易和供应链渠道，两国贸易冲突将会影响中国的出口和基于全球价值链的对外贸易活动，影响经常项目。二是资本金融渠道，两国贸易冲突包括投资保护主义措施，将影响中国对外投融资和资本项目。这两个渠道都会作用于实体经济，并进一步对市场预期产生影响，

而这将诱发第三个冲击渠道，信心渠道，并进一步冲击宏观经济和金融市场。

贸易冲突升级将对全球经济带来负面冲击。IMF 的最新报告显示，在不考虑全球价值链变化的情况下，在全球贸易战的最坏情形下（宣布范围内的中美全面关税战+全球信心冲击），美国 GDP 将下降 0.8 个百分点，包括中国在内的亚洲国家 GDP 将下降 0.7 个百分点。若将全球价值链冲击考虑在内，贸易战的负面影响将更大。

《中国金融风险 and 稳定报告 2018》认为，**全球货币政策转向和贸易战叠加，对中国金融市场会带来较大冲击**。从股市角度看，在最近几次中美贸易摩擦升级和美联储加息当天，中国股市都跟随美股出现调整。未来中美贸易摩擦将长期持续，美联储加息讨论将阶段性升温，将加大中国股市波动程度。

同时，人民币汇率和资本流动也将承压。2017 年初至 2018 年 4 月底，在美元大幅回调带动下，人民币汇率累计升值超过 8.5%，远超市场预期。但随着中美贸易摩擦不断反复加剧、美联储加息节奏加快、中美利差缩窄、美国经济增长提速，未来一段时间美元指数可能会继续走高，人民币短期贬值风险加大，资本流动也会面临流出压力。

在极端的多渠道叠加和信心短期冲击的情形下，资产价格（股市和房价）下跌、资本外流加剧，人民币贬值、外汇储备下降，信贷紧缩和宏观经济承压等冲击同时出现，这应是短期金融稳定需要避免出现的局面。

三、在内外风险的大背景下，维护中国金融稳定的短期政策组合应该是：避免人民币短期内大幅贬值，避免进口价格上升，降低通货膨胀压力，维持较低实际利率以降低偿债成本，适当通过降低存款准备金率以应对可能的全球市场流动性抽紧；尽早认可真实不良资产，并以财政注资和市场注资相结合的方式化解银行体系的存量信用风险。其中，要把握一个关键点：以发展国内金融市场和民间对外有序投资，对内、对外保护好、用好中国的储蓄。

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。

但是一段时间以来，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。

目前的改革和加强监管正是旨在解决这些结构性问题，防范金融风险，长期看将真正保护金融市场的投资者和储蓄者的积极性。《中国金融风险 and 稳定报告 2018》认为，在目前加强金融监管的过程中，除了降低金融风险的考量外，还应兼顾金融市场的效率，不应限制金融市场发展，警惕行政化色彩上升。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。加强监管和发展金融市场应并行不悖。

四、为实现短期和中长期金融稳定的政策目标，维护信心需贯穿始终。从短期看，需要防止内外部风险叠加导致的信心冲击。中长期看，维护和维持信心的关键仍在于改革开放，在于给予企业主体和居民以稳定的预期和产权保护，创造真正公平的市场化竞争环境，减少不必要的政府干预。

《中国金融风险与稳定报告 2018》显示，投资者羊群效应、唤醒效应、自我实现的预期和多重均衡等效应导致多重市场的联动、风险传染和叠加共振，并直接引发金融危机。维护信心是避

免短期金融冲击和危机的关键，也是实现长期宏观经济增长和金融市场稳定的重要条件。只有国内外投资者和消费者对中国经济金融有信心，才不会出现大规模的存款外流、资本外流，才不会出现釜底抽薪式的经济增长骤然停滞。

五、通过技术进步提高劳动生产率，通过改革提高资本回报率，是实现中长期金融稳定的根本途径。

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 年全球金融危机引发了有关美国劳动生产率下降的“戈登假说”的讨论。《中国金融风险与稳定报告 2018》认为，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。因此，从一定意义上说，通过技术进步提高劳动生产率，通过供给侧结构性改革提升资本回报率，是实现长期防范金融风险和规避金融危机的根本办法。

“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力”，正如十九大报告中所提及的那样，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。中国应充分利用当下席卷全球的数字化技术、通过技术进步和改革提高实体经济的劳动生产率和资本回报率，这将对金融市场发展形成正反馈，在实现金融稳定的同时，让经济的高质量发展成为可能。

六、最后，虽然对中国的金融稳定不构成直接影响，从前瞻角度出发，《中国金融风险 and 稳定报告 2018》也对数字（加密）货币进行了评估和展望。就本质而言，比特币不是真正的货币，目前不具有成为国际储备资产的资质，比特币期货也难以成为真正的风险管理工具。值得关注的是，全球央行正在加入数字货币的实验。理想中的央行数字货币（Central Bank Digital Currency, CBDC）应具备全新的品质，从而超越现有的私人数字货币和电子货币。

在经历了 2017 年的价格大幅上涨和 2018 年的价格剧烈震荡后，数字货币成为全球金融界关注的热门话题。《中国金融风险 and 稳定报告 2018》持以下观点。

第一，通过成本定价法、货币定价法、股票定价法、期权定价法和无套利定价法等五种方法，构建加密代币估值体系，可以帮助研判加密代币的泡沫和风险。报告显示，根据成本定价法，比特币的估值为 4250 美元（2018 年 2 月）；购买力评价法为 15651 美元（2018 年 1 月 12 日，考虑手续费则为负）；根据无套利定价法则为 8562 美元（2018 年 2 月 9 日）。

第二，比特币并不是真正的货币。货币的选择是博弈的结果，只有铸币税足够小甚至为零的货币形态，才可能得到广泛支持，成为一般等价物。从目前发展状况看，比特币等加密数字货币似乎难逃对“铸币税”的追求，高波动性，结算的低效率以及高昂

的交易费用，使其难以起到真正货币所需承担的计价、交易和储值等作用，因此还不能成为真正货币。

第三，无论是在安全性上，还是在流动性上，目前比特币均不具有成为国际储备资产的资质。国际储备资产应以安全性和流动性为第一目标。比特币难以像黄金一样，对冲因战争等系统性危机而导致的货币风险，也无法通过资产负债表渠道与信用货币价值、国债之间建立关系，进而发挥避险功能。从流动性角度来看，比特币现存大概 1400 万个，处于活跃交易的仅 96 万个，不足 200 亿美元的流动性。加之比特币交易本身的性能缺陷，比如清算确认具有概率性、时滞长、交易费用高，极大限制比特币的流动性。

第四，比特币期货难以成为真正的风险管理工具。比特币现货市场容量小，供给量不足，使套利者难以根据套利需要按期望的价格买入比特币，且有时还需面临着现货交易所的中央对手方风险；现货交易高昂的交易成本和极低的交易效率极大制约套利活动的开展；同时，比特币现货市场不能做空，这意味着比特币期货难以成为真正的风险管理工具，充分发挥价格发现功能，反而将会成为新的比特币投机工具，变成市场的“震荡器”，助涨助跌，加大价格波动。

第五，各国监管当局将私人数字货币界定为特殊的商品、支付工具、证券或数字资产，对其监管包括交易监管方面，要求从

事私人数字货币业务需要获取许可证；约束交易平台以及参与主体的行为；施加反洗钱（AML）和充分了解客户（KYC）要求。税收监管的主要目标是防止数字货币成为逃税手段。支付监管方面，支持使用私人数字货币的国家正通过立法或税收政策来规范私人数字货币的支付功能。在 ICO 方面，各国目前正倾向于按实质重于形式的监管原则，更多判定 ICO 是一种证券行为，向投资者警示欺诈与洗钱风险。最后，金融稳定方面，由于当前私人数字货币交易规模小，与金融系统连接有限，尚未能对金融稳定构成威胁，现阶段采取的做法是限制金融机构参与私人数字货币交易。

目前，央行数字货币（Central Bank Digital Currency, CBDC）的研发正引起广泛兴趣。理想中的央行数字货币应具备全新品质，从而超越现有的私人数字货币和电子货币。根据 BIS 定义，央行数字货币包括四个关键属性的定义：发行人（中央银行或非中央银行）、货币形态（数字或实物）、可获取性（广泛或受限制）、实现技术（基于账户或基于代币）。央行数字货币基本属性则包括：可用性、匿名性、转移机制、计息以及有持有量的上限。