



人大重阳金融研究 简报

2013年5月16日

第10期

本期编辑：贾晋京 审核：王文 邮箱：rdcy-info@ruc.edu.cn 联系电话：010-62516305

中国人民大学重阳金融研究院主办

CIFS, Renmin University of China

中国有多大的系统性金融风险？

——“系统性风险与中国金融改革”思想沙龙纪要

当前中国经济和金融运行中是否存在巨大的系统性风险？2013年5月10日下午，中国人民大学财政金融学院、中国人民大学重阳金融研究院与第一财经研究院联合举办了题为“系统性风险与中国金融改革”的思想沙龙，邀请了来自中国人民银行、国务院发展研究中心、中国社会科学院以及金融界的多位知名专家就此话题进行了深入探讨。

与会专家认为，尽管表面上中国不存在严重的系统性风险，但诸多经济、金融环节的潜在风险不可忽视，未来数年内，中国在应对系统性风险方面应该做出重大的结构性调整，否则有可能出现坏账增加、资本外逃等问题。与会专家经过讨论提出，中国经济最大的风险在宏观经济层面，而避免风险的途径归根到底在于持续提高全要素劳动生产率，金融改革应该为提高劳动生产率服务。

No. 10



国际社会“唱空”中国意在何为？

徐以升（第一财经研究院副院长）：近期国际金融界“唱空中国”的声音很多，评级机构惠誉和穆迪对中国的评级进行下调或把展望定为负面，一些研究机构如野村证券等发布报告说中国存在巨大的系统性风险。这些观点综合起来可以简单分两部分，一是经济的风险，二是金融的风险。经济风险方面主要是说中国的长期经济增长下滑；金融风险方面主要是说中国的杠杆率较高等这样的债务风险不可控等。我们可以把金融和经济结合在一起综合看系统性风险，也可以把内部和外部结合在一起，包括房地产、债务问题等纯粹内部问题和美元、欧元、流动性等外部问题结合在一起来综合分析当前中国的系统性风险。

纪志宏（中国人民银行研究局局长）：虽然现在大家都对中国经济比较担心，各种“唱空”的声音也很多。但与此同时，中国面临的资本流入的压力也很大，这说明国际机构发出的声音和他们的行动似乎不太一致：对中国在唱空，但是在做多。

有人说中国的杠杆率和非金融部门的负债率很高。从学术角度看，对“杠杆率”的计算需要一个甄别的过程，整个金融深化的过程就是金融资产占GDP比例上升的过程，这是不是就等于杠杆率的上升？关于“杠杆率”有很多概念，计算方式也很多。如果把各种金融资产加起来和GDP比较的话，国际上也有一些比较的角度，比如把“银行资产+债券+股票”与GDP相比较，从这个角度来讲中国比美国等国家的杠杆率低得多，而且还不包括中国是银行持有大量债券。最近对M2和GDP的讨论比较多，这两个都是名义指标。GDP并不是实物量的指标，GDP也是个名义指标，它是在既定价格水平下计算出来的。M2很多对应的是信贷，有很多国家特别希望提高M2的比重，但是他们的老百姓不信任本国货币，M2也提高不了。中国的M2是不是高了？还需要再研究。

中国经济增长相对没有以前快，货币、金融指标相对不比以前慢。出现这种反差现象，有部分原因可能和金融体系配置功能不是特别有效率有关。很可能经过好几轮分配和配置才把资金送到特别有需要的人手里，但同时计算的时候也可能计算了好几遍，这是一种可能性——为了维持存量的债务，有了大量信贷增加。稍微有一点说不通的是，因为现在我们统计的信贷都是增量，但是借新还旧，不增加增量。

张岸元（国家发改委经济研究所财政金融室主任）：系统性风险问题的讨论多集中在



三个方面。第一，离岸市场的外部风险问题。离岸人民币交易量快速增长的基础是人民币升值，最近升值在加快，有可能在年内或明年初限制方面还会放松。我不知道升值预期丧失之后，整个海外市场套利空间丧失，会不会存在境外人民币大量回流的现象。第二，地方债务平台问题。目前找不到一个客观的数据支撑地方债务到底现在严重到什么样的程度。我想提出一点，中国的债务负担和国外的区别在于：国外的债务负担主要用于居民消费、医保、社保，没有对应的资产，而对于中国的债务所有平台对应的都有资产。所以，这个问题的解决其实可以依靠现金流的调整和资金的变现。如果北京地铁票价从2元改成5元，这笔政府债务会是一笔非常优良的资产。水、电、气等基本价格改革的重要原因就在于此，这个问题解决之后会对整个平台债务观感会有非常大的改变。第三，房地产的问题。真正的风险不在于北京、上海、广州这些城市，这些城市有足够的需求量支撑的，危机来自三四线城市，这些地方会是真正风险的开端。

诸建芳（中信证券首席经济学家）：大家能看见的，认为比较严重的不一定是风险，最后真正发生的可能是那些没有看到的才是风险，所以从系统性风险爆发的角度来看，应该更多地去关注没有预期到的部分。通常所说的风险点可能引发系统性风险这方面，比如像地方债。关于房地产，不能统一认定它会引起风险或没有风险，一线城市房价上涨存在一定的泡沫，但并不会存在风险，它们是有支撑的，二三线城市出风险的可能性更大。

刘煜辉（中国社科院金融重点实验室主任、教授）：去年商业银行有一个很普遍的行为，用短期的信贷去置换中长期信贷，结果去年的中长期信贷一下新增萎缩到1.5万亿，主要就是因为陆陆续续建成的项目现金流跟不上。现金流达不到当初这个项目预期的目标，这个合同就消除不了，于是便只能让债务滚动。另外一个滚债务的方式，就是这两年非常繁荣的影子银行扩增。债务利滚利，杠杆还在被动地往上升，所以被动的防守和延展不是办法。

魏加宁（国务院发展研究中心宏观经济研究部副部长）：系统性金融风险最突出的是三点：第一，房地产。这几年通过银行等各种渠道流向房地产行业的资金绝对不止20%。当房地产价格出现下滑的时候，政府应该干什么？当然有人说催债会使房地产价格进一步下跌，但是下跌以后政府就把这些房子低价买了过来，用于公租房、廉租房，避免了更大的泡沫。而鄂尔多斯出了问题之后，政府把银行找来要求对债务进行延期，然后又去盖一



批经济适用住房给低收入的人住。第二，地方融资平台。2009年本来应该是政策性的银行往前冲，商业性银行往后撤的局面，恰恰在这时候我们把国开行商业化了，结果所有商业银行都变成政策性银行，都给地方平台做贷款，到后面集中还贷的时候问题就出来了。现在监管部门把贷款卡住以后，他就通过其他的渠道融资，地方政府没有正规的融资渠道，他必然会按自己的所谓创新方式去融资。第三，民间借贷。民间借贷很多钱也是从银行出来的。

结构失衡带来潜在的宏观经济风险

王小鲁（中国改革基金会国民经济研究所副所长）：中国长期以来存在结构失衡问题，突出表现是过高的储蓄率和过低的居民消费占比。这个失衡长期以来被两个因素掩盖了：金融危机以前主要是超高速的出口增长因素，因为有超高速的出口增长，所以把不足的内需转移到国外市场。在金融危机以后，国外的需求掉下来了，紧接着我们的结构失衡又被另一个因素掩盖了，就是大规模的政府投资，可以说是超大规模的政府投资。但是，恰恰随着这两个因素逐渐成为过去，我们整个宏观经济面临的风险越来越显现出来。

中国的金融体制最主要的是储蓄率和西方国家非常不一样。在这么高的储蓄率的情况下，加上政府控制的金融系统，我觉得短期好像不会发生由一个突发事件引发连锁反应，使得整个金融体制瘫痪这样大规模的金融风险。地方融资平台和银行系统的呆坏帐率的上升以及房地产的泡沫破裂，这些情况会造成大规模的金融危机的可能性不大，我更担心的是整个宏观经济潜在的危机。

何伟文（中国国际贸易学会中美欧研究中心共同主任）：人民币将来完全可以自由兑换，问题是，会有热钱的涌入。但人民币自由兑换不是热钱涌入的根本条件，根本条件是得有三个差别：一是汇差，短期人民币升值，汇率上的差别；二是息差，因为人民币存款利率高了，其他主要货币存款利息低；三是利差。大量热钱进入之后，由于房地产市场预期收益率估计是10%，远远高于海外，所以它一定会进来，这就是根本的问题，这说明被地方政府所支持的房地产泡沫会持久不衰，而且在可以预见的未来还会加剧，无论是“国五条”还是将来出来更多的条款都不会有太大作用，地方已经病入膏肓，说明中国经济的金融风险、债务风险依然不是根本的风险，根本的风险是投资和通货无节制的量扩张和全



要素劳动生产率持续下降这对根本矛盾，而且这个矛盾正在加剧，最终导致中国只能以滞胀来结束。

刘煜辉：系统性金融风险关键的症结在于没有对投资效果负责的机制和体制——在当代的经济学中叫“债务的约束机制”。现代经济中关于债务的约束机制主要是两个方面。一是制度的保障。现代国家债务约束的基础是国家的预算制度，由于公共投资是广泛的，所以要存在能够代表民意的决策过程，重大的项目要经过公众听证制度。二是市场机制。投资实际上就是把时间引入、加入到消费中，投资和消费的决策就是根据今天和明天的消费比例确定。我们目前的经济存在着广泛的预算约束，新官不理旧帐。

纪志宏：未来几十年劳动力就业人口会发生全球性的下降，除了印度等极少数国家，大部分国家都会面临这个问题。在劳动力就业人口下降、全球具有老龄化特征背景下，全球经济增长都特别依赖于全要素劳动生产率的提升，特别依赖于结构性的改革，实现更加包容性的增长。当然中国条件会好一点，经济增长的速度不会过度放缓，但必然会出现阶段性的经济增长放缓因素。经济增长放缓本身，可能并不是一个值得特别担心的问题。

贾晋京（中国人民大学重阳金融研究院宏观经济项目主管）：中国的宏观经济风险也跟全球的结构失衡有关。当前西方国家竞争性货币贬值造成全球流动性泛滥，于是中国就面临非常大的资金流入压力，其根源就在于不公正不合理的国际经济秩序：中国是“世界工厂”，制造最多的产品；但西方却是“世界央行”，掌握着货币和金融权力。西方自己的实体经济走不出萎缩状态，就“印钞购物”维持高消费，这是全球结构性失衡的根源，给中国造成外生货币与实体经济不匹配的问题，带来宏观经济风险。全球结构性失衡可能将是一个越来越严重的长期问题。

金融改革应以利率和汇率市场化为纲

纪志宏：在我国经济结构调整中，价格调整是最重要的，尤其是资金价格的改革。资金价格的改革，这涉及到包括企业和金融机构的微观主体的健康程度，以及地方政府软预算约束问题能不能得到有效解决。而且资金价格市场上的基准收益率非常重要，对市场上



其他利率都产生影响，但是基准收益率却不一定正确，因为它存在比较大的供求不平衡的压力。

要形成正确的价格机制，必须有正确的市场结构，所以要强化治理，强化预算约束。治理可能涉及到比较多的方面，其中一个很重要的方面是在准入政策的开放上要有新的突破，以强化竞争体系的形成。我们突破的重点可能是服务业领域，它是经济增长的潜力所在。在某种程度上制造业和服务业很难分离，分工细化过程中属于制造业的很多部分也变为服务业。所以劳动生产率的提高需要通过改革释放创新活力，来提升增长率，维护金融体系整体稳定。

诸建芳：需要改革的东西很多，我们梳理一下，比如价格类的改革，包括税收、金融、与人工成本相关的培训等。价格改革是个切入点，而且现在讨论得也相对比较充分。金融方面，我们认为往利率市场化方面推进可能是个切入点。这样纲举目张就能够把整个改革带动起来。

刘煜辉：中国的第一个短板是制度保障不健全。第二个短板就是缺少市场机制。政府对要素价格有非常强的影响力，要素增长的推动基本掌握在地方政府。土地、税收、市场准入、环保标准稍微改变一点，就会直接改变项目的微观投资回报。银行的信贷，金融资源都是跟着政府的行政意志，即政府对资源支配的“指挥棒”而走动，这就是经济学界经常讨论的“中国货币供给有很强的内生性”这一观点。这中间有很多准财政行为在支撑着货币的扩张。中央银行可能对这方面有心无力，因为整个体制是由预算约束的，中央银行控制不住。

鲁政委（兴业银行首席经济学家）：未来我们需要通过渐进的人民币兑美元的波动幅度，争取在2015年之前完成对美元的自由浮动，这样我们才能应对2015年之后美国快速进入升值通道的时候我们还能往下贬，避免国内过度紧缩，避免过度紧缩所造成的对扩张性财政需求和企业资金链的断裂，避免因此而造成的地产问题、地方债问题最终水落石出，我们可以用这个时间换空间，如果这个不做我们时间换空间的机会都没有。

王文（中国人民大学重阳金融研究执行副院长）：当前中国金融体系当中变动最快，影响也最大的事情是所谓“影子银行体系”的快速膨胀。具体来说，其典型操作方式是



“小贷公司”或者“贷款担保公司”把银行里面的钱借出来再高利放贷给工商企业。从某种意义上讲“高利贷”就是市场议定的利率，只不过它无序、不规范，造成潜在的金融风险。下一步改革应该完善宏观审慎的监管体系，提纲挈领地使“利率市场化”有序、规范起来，在此基础上形成整个金融系统的新秩序。

优化资源配置结构才能减少系统性风险

纪志宏：中国的经济、金融正在进行转型，经济转型的内在要求，金融转型的内在要求，市场的要求非常强烈，各方面呼吁改革。在设计改革方案和推进改革的过程中，很多人都希望改革会带来明显的正收益，所以设计的难度就特别大。在转型背景下的改革设计，很可能要考虑的一个因素是有效地释放潜在风险或者控制风险，不要形成系统性风险，避免风险过度积聚。由于改革所导致的局部性风险，实际上并不可怕，全球来看都或多或少有些问题。

任何系统性危机和系统性风险都是由于大量的信贷资源错配造成的，我们需要通过这种机制的改革，创造条件，优化资源配置结构。虽然在改革的过程中会出现一些局部的风险，但我认为这样会更好避免系统性风险。

张岸元：从改革的时间表看，新一轮资源领域的价格改革应该首先推起来，然后结合目前地方政府债务，政府新一轮投资的资产增量做私有化和去杠杆化，这是近期之内可以开展的。

王小鲁：当前应该进行优先考虑的领域包括几个方面：第一，全口径预算的公开透明。第二，现在政府支出结构存在很大的问题。政府主要担负的只能是公共服务，这就需要定一系列的标准。我们需要理清清楚财政体制改革哪一级担负什么样的职能，为多大规模的人口服务，应该做什么，支出标准是什么，这些应该全国有标准。公共支出上也要有标准，医疗、教育应该有标准。第三，财政体制改革需要解决教育投资不足的问题，以及财政监督和公开透明等一系列问题。第四，现在土地制度严重地拖累了整个经济结构，很多地方政府财政变成土地财政，为了取得土地收入把工作的重点全部压在圈地，征地、投资、搞项目以及房地产上面。



赵亚赞（中国人民大学重阳金融研究院研究部副主任）：现在政府为了抑制房价而维持较高利率，不愿跟随其他重要经济体放松银根，不但加重了实体经济的负担，还导致汇率急涨，出口企业大量亏损。而由于利率相对较高，又引得大量热钱流入，使得政府通过货币政策抑制房价的努力失效。归根结底，都是因为信贷资源错配造成的。现阶段只有通过税收和城镇化政策的引导，建立优化的资源配置结构，让房地产业不再成为暴利行业，让制造业平均利润率增长起来。这样才能让资金流向我们希望的实体经济，而不是投机市场，从而避免产生大的系统性风险。

刘煜辉：我想谈一点对存量债务的处理。对待存量债务不能采用拖缓，被动的方式，一定要采取一整套综合治理存量债务的方式，必要的时候不排除1998年、1999年朱总理谈及的方式。我们必须从银行体内切出来，推动债务的重组，留在银行体系内是非常危险的状态：银行会变成僵尸银行，资本吃紧，流动性吃紧，资产延展，中长期资产会越来越恶化，而且时间不等我们。

何伟文：现在改革最大的切入点，应从行业准入着手，一是电力，二是成品油，三是其他方面争取民资和外资同等进入，其实这些十八大方针都解决了，但是还没有做。如果对这些行业的准入实行公平竞争的话情况可能会发生很大的变化。金融改革是我们改革的一个核心，但金融改革不是根本，最根本的改革是体制的改革，体制的改革最后的落脚点必须是在提高劳动生产率上。