

# 多管齐下防控系统性金融风险

□申万宏源研究首席经济学家 杨成长

我国系统性金融风险源,表现形式在金融市场,实质根源在实体经济及传统实体经济和金融市场的结合方式上。随着我国经济转型不断深化,实体经济发展方向及所依赖的传统投融资方式和金融服务方式,都将发生根本转变。经济发展方式转变,必然伴随着实体和金融结合方式转型,就会引发传统实体和金融结合方式下所蕴藏的潜在风险集中释放出来。因此,深挖系统性金融风险的实体经济根源和金融市场制度根源,才能充分认识到金融市场潜在风险的历史沉淀性、长期性和复杂性,做好长期防控思想准备。

在全国金融工作会议精神指引下,经过各级政府、监管部门和金融界的共同努力,通过出台一系列政策,采取一系列有效措施,防控系统性金融风险工作取得初步成就。严控影子银行风险,基本摸清影子银行规模、结构和融通渠道。推动金融机构投融资活动表外转表内,在规范整顿基础上纳入到统一监管范围。严控金融投资杠杆,规范各类金融投资杠杆比例。规范非标融资,压缩规模,推动非标转标。整顿过度泛滥的资产管理市场,制定统一的资产管理产品管理制度。规范同业市场,防止部分金融机构过度依赖同业资金,控制和规范过度期限套利行为。推动金融各业回归主营,突出主营,防止过度交叉投资。制

定和完善各类金融机构内部风险控制制度和机制,完善金融监管体制。整顿互联网金融市场,在规范的基础上推动稳步发展。整顿各类金融机构开展的金融业务,打击非法融资和金融欺诈行为。这些成就的取得,初步整治金融市场乱象,将金融市场的改革、创新和发展拉回到正常轨道,消除一些表层风险源。当然,目前取得的这些成就仍是初步的,整治的也主要是金融市场运行层面的不规范现象,还没有触及到形成系统性金融风险源的病根。只有充分认识到我国系统性金融风险源深层次根源,逐步由表及里,由浅入深,刮骨疗伤,才能从源头上控制住系统性风险源。

## 一、系统性金融风险的实体经济根源

实体经济领域蕴藏的金融市场潜在风险源,是指特定实体经济领域发展模式,以及在这种发展模式下实体经济和金融市场特定结合方式。我国特定城市化路径下房地产市场发展模式、国有企业特定资本积累和融资模式、地方政府特定的基础建设投融资模式以及高储蓄率下储蓄和投资的结合方式,构成当前实体经济领域最主要的系统性风险源。

房地产价格结构性泡沫和房地产投资高杠杆无疑是实体经济领域蕴藏的最值得关注的金融风险源。自从2001年我国出现新一轮彻底市场化的房地产发展周期以来,房地产市场已持续繁荣整整十七年。房地产市场持续繁荣,极大地改善了城镇居民住房条件,为居民消费持续升级打下重要基础。房产成为居民最重要的家庭财产,形成两三百亿元规模的城镇家庭不动产财富。房地产和城市基础设施一起,构成我国城镇化重要物质载体。房地产行业也实现以最小土地代价换得居民最大居住条件改善的目的,我国城镇人均居住面积和住房自有率位居世界前列。房地产发展拉动居住类消费持续上升,跟汽车消费并行,成为居民两大持续增长消费热点。无论是从改善居民生活条件角度看,还是从推动经济发展角度看,房地产都是第一大贡献产业。

我国房地产发展模式总体是十分成功的。我国总体房价适中,随居民收入上涨而稳步上升,但是热点城市房价过高,已形成一定泡沫。居民购房杠杆和房地产开发投资杠杆增长过快。大量金融债务以土地和不动产做抵押,土地和房地产价格构成金融市场信用稳定重要基础。房地产投资的长期财富效应激发居民持续购房热情,放大房地产市场真实需求。在人均居住面积和住房自有率位居全球前列的条件下,住房供应和市场需求仍是全球平均水平的多倍。

当前,我国房地产市场赖以发展的客观条件正在发生变化。一是我国城镇化严重不均衡状况正在得到改善。得益于交通基础设施重大改善和产业均衡发展,中部城市群正在崛起,对人口吸引力越来越大;三四线城市群正在加速扩张;每年新增农民工下降到五十万以下,农民返乡创业热潮正在发展;热点城市核心都市圈度过过高,正在以不同方式进行疏解。二是发展房地产的指导思想正在发生改变,“房子是用来住的,不是用来炒的”市场定位深入人心。租售并举、多渠道供应、加大政府保障力度,共享经济消费思潮,正在改变着新一代人居住理念。房地产相关税收制度正在完善。传统房地产开发模式和投融资模式都将难以继续。房地产市场所沉淀的金融风险必须要逐步释放,必须要降低金融市场信用对房地产价格依赖,必须要降低房地产市场财富效应,让市场供求回归正常。

国有企业高负债率是实体经济领域蕴藏的第二大风险源。尽管经过两年努力,目前我国国有企业负债率略有下降,但是绝对水平仍然很高。国有企业债务率一直很高,这跟我国国有企业长期资本补充机制和融资模式有关。计划经济时代财政每年要补充国有企业资本金。改革开放以来财政补充国有企业资本越来越少了,国有企业资本补充主要依靠每年的利润滚存。国有企业除上交国家税费外,不需上交利润;即使上交到行业主管部门,最终也基本返给企业继续投资。这就形成了国有企业主要靠利润补充资本金的体制,一直延续到现在基本没有什么变化。

从融资路径来说,国有企业长期依赖国有银行贷款。从银行获得低息贷款,是对国有企业长期扶持政策。这种银企关系造成国有银行和国有企业之间信用软约束,造成银行坏账率不断提高。最后,政府不得不通过成立四大资产管理公司承接商业银行不良资产。进入本世纪以来,银企信用约束逐渐硬化,国有企业开始股份制改革,相当一部分国有企业改造成上市公司,股权融资补充一部分资本金。同时,中央财政开始征收国有企业一部分利润。但是,主要依靠企业利润滚出补充资本金,以及主要依赖银行贷款的融资模式没有根本改变。2012年以来,国有企业债务率之所以持续上升,主要是由于国有企业利润增长率下降,利润滚存资本随之下降,银行贷款和债券融资所形成的债务总量仍继续扩张导致的。2017年国有企业债务率有所下降,除政府采取一系列降杠杆措施产生一定作用外,规模以上工业企业利润增长21%是最重要因素。

因此,简单采取减少负债是很难降低国有企业杠杆率的。要从根本上解决问题,必须要解决国有企业资本扩张和资本金补充机制,改变融资传统路径依赖。要大力推进混合所有制改革,吸纳民间资本补充国有企业资本;要加速国有企业上市,通过资本市场补充资本;要加大并购重组,引入重组方资本;要市场化法制化推进债转股。要彻底硬化商业银行和国有企业信用约束,推动国有企业主要依靠发行债券实现融资,大力发展直接融资。

## 二、金融市场存在的制度性金融风险源

除实体经济领域中蕴藏着潜在金融风险源外,金融市场制度改革和变迁过程中所形成的双轨特征,也会产生一系列特定金融现象,构成制度性潜在风险源。目前,我国金融市场因制度因素形成的风

险源主要表现在四个领域。

首先是标准融资受限所挤压出来的非标融资快速发展。全社会储蓄资金转化为投资资金,除投资主体的内源融资外,需通过金融市场创设融资工具实现。如果标准融资渠道和工具受限,就会挤压资金从非标准渠道融通。例如,我国2009年银行新增信贷已达10万亿元,2017年新增信贷约13多万亿元。2009年社会总投资规模约20多万亿元,2017年社会总投资规模近70万亿元。总投资规模增长近三倍,但是银行信贷只是略微增加。股票发行融资在1万亿元左右,企业信用债券发行总规模不大。庞大的投资资金需求自然无法通过标准融资渠道来解决。

在市场化金融市场上,投融资联通以及期限匹配和风险转化,主要通过金融机构和金融市场交易实现,风险由投融资双方和金融中介承担。政府只是金融市场制度和运行规程监管者,不直接承担风险。我国采取的是银行信贷风险由银行自身把握,但是基本上有贷款额度限制。股票和债券发行由政府相关部门审核。通过行政审核把控金融产品发行质量,降低投资者风险。这在金融市场运行制度和机制不健全的市场环境下是十分必要的,但是也必然导致股票和债券等标准融资产品发行条件高、审核流程长、融资制度性成本高,造成投资端、融资端和金融机构在市场化风险分配机制上的紊乱。当标准化融资渠道受到限制或融资制度性成本过高时,市场就必然会选择其他渠道实现储蓄和投资融通。标准化融资受到行政力量制约,融资成本相对低,但是制度性成本高,规模和节奏受到限制。非标准融资成本相对高一些,但是融资过程成本低,不受行政约束,能及时满足融资者需求。

非标融资不是非法融资,如果没有非标融资大发展,我国储蓄向投资转化就会严重受阻,投资增长就难以保障。只要标准融资不能满足实体经济需要,非标融资就会继续存在,只不过形式在不断创新罢了。

其次是利率市场化过程中储蓄分流所形成的庞大银行理财产品。目前,我国商业银行存贷款利率基本上放开了,但是银行间存款价格战没有打起来,商业银行尤其是大型商业银行深知打存款价格战,抬高存款利率特别是短期存款利率对银行冲击会非常大。目前维持较低存款利率、较高存贷利差对银行业的发展仍十分必要。因此大型银行基本上维系着统一的存款利率,存贷利差基本上维持在2%以上的高位。小型银行存款价格竞争已十分激烈,存贷利差也基本上下降到2%以下了。维持较低存款利率就必然会导致存款分流。既想保持存款利率稳定,又不想让资金大量流出商业银行的动机,推动商业银行大力发展理财业务。理财产品价格已基本上彻底市场化了,投资收益有多高,除去运行成本,基本上就是理财产品定价了。商业银行发展理财业务获利较低,主要是为扩大资产规模,尽管大部分是表外的。理财产品跟存款产品信用关系完全不同,但是对于普通居民来说都是银行发行的能获得稳定回报的金融产品,用不着担心信用。因此,居民往往把理财产品看作是存款产品替代品。既能获得比存款更高的利率,又不需担心风险,何不把存款转化成理财产品。这是银行理财产品能获得快速发展的信用基础。

理财产品发展是银行业自我竞争的结果,最大风险是投资端风险程度和购买者对风险的接受程度根本不对称。居民只是作为存款产品替代品购买,至于为获得较高投资收益,理财产品不得不大量投资非标,这是银行内部投资策略,购买者感受不到这些风险。这种产品投资端和消费端风险预期之差需由商业银行承担。只要居民仍把理财产品看作是存款产品替代品,只要商业银行仍想继续发展理财业务,各家商业银行就不会主动打破刚性兑付。至于将银行理财业务发展成标准的资产管理业务,这跟当初发展理财业务的市场定位是不一样的,能否走得通,还得通过市场检验。

第三,缺乏大小银行间中长期资金调剂工具,以及期限套利机会,导致我国银行间市场功能定位扭曲。各银行间市场主要功能是为金融机构交易清算服务的短期流动性调配市场。各类金融机构主要是为清算需要融出或融入短期流动性。银行间市场金融产品都是以提供流动性为主的短期产品。然而,由于我国大小银行在吸纳存款和放贷能力上存在着不匹配性,大型银行信用高、网点多,吸纳存款

能力强,但是由于全国性布点,放贷管控严,风险大,放贷优势并不明显。小银行在公众中信用度和知名度低,吸纳存款能力弱,负债成本高,但是熟悉地方经济环境,跟地方政府和企业很容易建立密切联系。这样就形成了大小银行之间在吸纳存款和放贷能力上的不匹配性。中小银行非常需要大型银行的存款资源,大型银行也乐意在合适利率上将资金贷给中小银行。但是由于长期缺乏正规渠道,大小银行之间一直需要通过在银行间市场不断创设产品和业务形式,实现存款资源的再分配。这就导致我国银行间市场不仅仅是提供短期流动性以便于金融机构清算的短期资金市场,也是金融机构间调配正常资金需求的中长期资金市场。大小银行间过去通过买入或出售证券、同业代收代付等实行资金融通,现在通过同业存单实现资金融通。更多中小银行在同业市场上通过融短贷长的方式,赚取期限利差。同样的,我国银行间市场也成了各种债权性金融产品最主要的发行和交易市场,金融机构柜台销售和证券交易所交易的各种债权类产品一直不占主流。我国银行间市场功能泛化必然导致银行间利率畸化。由于大量金融机构借短用长,推高对银行间市场短期流动性需求,推高短期资金利率。各类金融机构资产负债期限严重不匹配,需以能及时代从银行间市场获得短期流动性作为发展条件。过去我们一直对商业银行实行严格的存贷比管理,目的就是要让商业银行在存贷期限严重不匹配、期限套利比重过大的情况下强制保持一定比例高流动性资产。这种管理是十分必要的。现在尽管已取消银行存贷比硬性规定,但是要求商业银行保持相当比例的高流动性资产仍十分必要。

银行间市场功能泛化导致银行间市场短期利率偏高,走势不稳,影响市场预期。银行间市场短期利率基本相当于无风险利率。无风险利率过高一直是我国金融市场最突出问题,滋生大量套利和杠杠行为。从我国公募基金结构上也能反映这种现象。在我国公募基金结构中一直是货币基金占主体,发展势头远好于债券类基金。我国货币市场投资形成高流动性、高收益率和低风险的组合特点,背离金融投资基本规律,导致各类投资货币市场金融工具泛滥。银行间市场利率失去作为判断社会资金松紧风向标的作用,更受到监管政策和金融机构间同业业务变化的影响。

这几年,清理了大小银行间的各种灰色融资渠道,开辟了方便银行间资金调配的同业存单业务,结果同业存单急剧膨胀,存量规模巨大,成了每年发行规模最大的债券类资产,导致我国债券市场结构进一步畸化。这说明,我国大小银行之间的资金再分配需求一直存在着,只能疏导规范,不能简单堵塞。

我国银行间市场功能泛化,短端利率过高,隐藏着较大风险源。存款活期化、货币类资产规模庞大、期限套利过度,都跟短期利率过高有很大关系。

四是我在实现人民币可自由汇兑和境内外资金自由流动的改革过程中,形成各种本外币灰色交易和流通市场。实行人民币渐进式对外开放政策,目前对资本项目下人民币兑换实行一定管制,对境外资金流入流出实行一定限制,对境外资金投资境内和境外资金投资境外范围和对象实行逐步开放,对外资金融机构在境内展业还没有实现完全负向清单制度。实行这种积极稳妥的开放政策是非常必要的,在目前监管能力和调控水平下有利于防控短期游资过大,资金流入流出过度,冲击国内各类资产和金融市场风险。但是,存在管制,就必然产生绕开管制的各种灰色地带、灰色交易和灰色产品,形成灰色市场潜在风险。这几年无论是在本外币兑换市场、资金流入流出市场、境内外金融投资市场以及金融机构展业市场上,都存在各种形式灰色交易,导致境内外资金流向和流量紊乱,影响着市场预期和人民币汇率稳定。

上述四大类制度性风险源,是我国金融市场制度在特定阶段存在的必然现象。当前金融市场在表现出来的资产管理规模过于庞大,发展过快;金融机构间交叉投资过度,产品层级过多;金融投资杠杆过大;金融企业资产负债期限严重不匹配,期限套利过度;表外资产规模过大,非标资产规模过大等市场层面的风险源,本质上都是金融制度风险源的表现。实体经济标准融资渠道不畅,金融机构之间资金融通渠道不畅,导致非标融资和银行间市场灰色融资泛滥,利率市场和汇率市场没有彻底放开,导致理财市场和外汇交易市场上灰色交易发展。解决金融市场制度性风险源,必须要通过加速改革、扩大开放、疏通正道、加强监管解决。

## 三、寻根溯源严控系统性风险

深挖我国金融市场系统性风险源,无论是实体经济领域产生的风险源,还是金融市场自身制度性因素产生的风险源,都是我国实体经济和金融市场转型过程中必然存在的现象,都不是通过对金融市场运行的表层治理就能解决的。不能就事论事,仅从金融市场自身运作上寻找风险源,那往往只是风险释放的出口,是表象;也不能奢望通过出台几项政策就能彻底解决风险问题;更不能单纯通过单一企业、行业的资产状况、流动状况分析和压力测试,就简单认为风险可控。这些都会严重影响我们对金融市场潜在风险的长期性、复杂性、制度性、关联性的认识。