



中国发展研究基金会

研究参考

第 7 号 (总 182 号)

2014 年 5 月 15 日

实施改革提高融资效率，中国可应对金融市场挑战

内容摘要： 2014 年 3 月 22-24 日，由国务院发展研究中心主办、中国发展研究基金会承办的“中国发展高层论坛 2014 年会”在北京举行，本届论坛的主题为“全面深化改革的中国”。为了更好地倾听国际组织、跨国企业对中国发展的意见和建议，本届论坛邀请了与会公司结合自己的专长和论坛的主题撰写了专题报告。

本期研究参考为标准普尔公司为论坛撰写的报告。

关键词： 改革；融资效率；金融市场；挑战

实施改革提高融资效率，中国可应对金融市场挑战

标准普尔公司

中国金融市场发展趋势日益备受关注。随着中国经济发展驶入新阶段，中国面临公共债务水平大幅上升且生产率增长放缓的局面。“影子”银行系统一项信托产品的兑付困难事件及随后的救助措施也引发了对道德风险的担忧。但另一方面，强化金融系统的普遍性措施在中国也同样适用，过去 10 年间中国政府在处理外部和内部冲击上的做法，以及中国经济体所蕴藏的政策空间和各类宏观经济缓冲因素，都是令我们放心的理由。

通常金融市场的自由化与创新同步而行，且在此基础上转而培育更加高效和更具流动性的资本市场，改善连接借款者和投资者之间的中介渠道，以及促进风险转移。但是，若缺乏合理的监管和健全的风险管理，金融创新带来的隐患可能超过益处，2007-2008 年的全球金融危机即是例证。

就本质而言，金融创新就是一个试错的过程，其中涉及尽职调查、价格发现、以及产品成熟时间。通常创新环境中所固有的诱因会鼓励风险偏好和过度的杠杆水平，而且金融监管通常会滞后。

首先，这迫使市场参与者完全承担恰当识别和管理相关风险的责任。但最终监管机构、放贷者和借款者必须制定一个健全的风险管理框架，以防止或至少限制那些会阻碍金融创新的行为。

即使存在上述框架，金融创新仍会带来新的和隐藏的风险。若没有预测和对冲此类风险的能力，当这些风险变成现实时，市场参与者将遭遇严重打击，令他们自身以及更广泛的金融市场陷入险境。

鉴于此，透明度是所有金融市场中最重要因素。交易对手必须对交易风险有最大可能的了解，否则效率说就无从实现。信息必须及时、清晰、准确和完整。信息的标准化和质量与信息的数量同等重要。以上各方面因素的任何缺陷都将削弱金融创新的益处，并增加金融创新的风险。

概要

- 近期中国“影子”银行系统广为人知的一项信托产品兑付困难事件及之后隐晦的救助措施引发道德风险忧虑。
- 我们依旧认为中国政府能够管理该国短期内的经济风险，同时增长率将放缓至更加可持续的水平。过去 10 年间中国政府在处理外部和内部冲击上的做法，以及中国经济体所蕴藏的政策空间和各类宏观经济缓冲因素，都是支持我们上述预期的理由。
- 但中国金融业的风险正在上升。债务水平和信贷规模激增，金融业内的道德风险忧虑继续攀升，生产率增长低迷也要求政府实施提升效率的改革措施。
- 若中国积极应对上述挑战，或将继续实现较快且较稳定的增长率。但若缺乏相关举措，我们认为发生国内信贷/金融业危机以及经济增长率显著放缓的可能性将大幅上升。

有关透明度的基本原则对中国而言尤其重要。一直以来中国经济增长稳定且令人瞩目，还帮助拉动全球经济走出近期的金融危机。但目前中国这艘经济航母正接受密切观察，中国经济增长模式的可持续性备受关注。

中国国内生产总值（GDP）增长率曾以两位数为常规水平，但目前已回落至 7%-7.5%。政府部门每次仔细核查公共部门财政状况，都会发现新的大量债务。虽然标准普尔评级服务不认为中国会出现信贷紧缩，但我们认为影子银行部门错位的激励机制不得到解决的时间越长，扭曲程度就越大。而扭曲程度越大，在风险资产价格最终回到正确水平（这也是必然结果）之时，金融业和实体经济遭受的打击也就越大。

自中国改革开放开始三十多年来，中国成功避免了困扰许多其他新兴市场经济体的外部危机和债务危机。中国政府避免了这些经济体所犯的错误，并将导致上述危机的市场漏洞降至最低。这些错误包括在金融业成熟到足以应对风险之前开放资本账户；经常项目赤字；以及在刺激增长和创新方面转向进口替代而不是推动出口。

其次，中国起点较低令其能够快速赶上。从落后于全球科技前沿

水平开始发展意味着，在提高生产率的过程中，刚开始可借鉴许多经验和技能，因而生产率提升较快。生产率的快速提升转而推动经济加速扩张，掩盖了资源配置的低效率。换句话说，只要 GDP 快速增长，很多潜在问题能够相对容易地消化或掩盖。

最后，金融抑制（限制家庭的选择从而达到减少消费和释放更多资源用于投资的政策）在很多方面对中国起到助推作用。这在西方分析师听起来可能不可思议，但标准普尔认为这对理解中国的成功故事至关重要。消费一直遭到压制，使得中国能够长期维持投资热潮和对外盈余，但投资并非总是高效的。

可以说如果中国的投资和消费以相同的步伐扩张，可能就无法避免曾经困扰过其他发展中经济体的危机。中国居民无法在全球范围内摆布其资产组合，但好处是也不会遭遇来自其他地区的“买家罢市”。金融抑制也令银行获得充裕且垄断性的资金，作为对企业低成本贷款的来源；自筹资金且保守运营的银行业也为经济体提供额外的缓冲。

随着中国经济步入下一发展阶段，中国也面临新的挑战。最显著的就是“影子”银行活动的快速增长，首先需明确的几个问题是：影子银行融资究竟包括什么类型的融资活动？金融业内减值信贷规模是否被低估？低估程度如何？监管机构是否拥有工具和勇气来控制过度增长？普遍的隐性政府担保导致的扭曲程度有多大？最为重要的是如果出现差错，整体状况将会演变成何种局面？

一、解决道德风险问题

根据旧有的中国银行业模式，故事非常简单。银行吸纳存款（通常实际利率为负值），发放贷款（通常对象为关系密切的企业）。家庭投资选择有限，企业获得低成本资金进行投资和发展。但是最近几年这一模式发生了变化，且其中相当部分的操作已经挪至资产负债表外。除了吸纳存款，银行开始发行理财产品。这通常是对商业票据、其他固定收益产品、房地产贷款、大宗商品和股票进行捆绑投资。我们认为，这些产品的基础资产的信用质量较为稳健。

我们认为，理财产品市场的出现大体而言具有积极意义。家庭与储户拥有更多选择，资产多元化程度提高且收益增加。银行则找到新的收入来源。发债人找到新的储蓄池进行融资。但是，这也带来了新

的风险。举例来说，此类产品没有标准化，因此买家很难进行比较。尽管它们最初的结构非常简单，但现在结构已变得更加复杂，因此监管机构在风险监控方面可能存在滞后风险。

近期，备受瞩目的理财产品兑付危机突显这些问题。中诚信托有限责任公司（中诚信托）一项 30 亿元人民币（约合 5 亿美元）集合信托计划的投资者据称遭受 2 亿元人民币的损失。该信托计划的基础资产为煤矿项目。在市场得知发债人缺乏偿付信托产品的资金后，因存在隐性政府担保，投资者强烈要求获得全额偿还。最终各方达成协议。中诚信托显然已与匿名新买家达成协议，从而能够偿还所有本金，但无法支付最后一年的剩余利息。

尽管暂时可能避免了危机的发生，但多个未得到解决的问题直指金融业持续存在的风险。首先，虽然根据原始的购买条款投资者已经遭遇亏损，但仍不清楚为何不愿正式承认该计划已经违约。其他的问题包括缺乏最终买家的身份信息、解决方案的具体条款，以及负责分销该产品的中国工商银行股份有限公司所发挥的作用。此外，也不清楚这一事件是否仍会对其他类似产品的投资者产生影响，使他们预期类似的救助举措，因此放弃必要的尽职调查。

解决方案似乎很简单：监管机构允许那些进行糟糕投资的影子银行产品违约，让产品利率升至市场水平，但到目前为止监管机构还不能或不愿这么做。

目前对政府为何未采取行动灌输市场纪律存在两派观点。

第一派观点是政府不希望影响社会稳定。该观点认为最好静候事态变化，让目前的影子银行模式继续下去，寄望于再度依靠经济增长来解决所有问题。这一观点的依据是对整个金融业风险重新定价的影响过于严重。

第二派观点则更为乐观，认为政府确实想灌输一定的市场纪律，但在等待恰当的时机，确保已建立了必要的金融架构。举例而言，该金融架构包括中国人民银行的银行间拆借窗口扩展至中小型银行。若发生影子银行信贷事件，中小型银行可能需要流动性。

无论哪一观点是正确的，中国金融系统内潜在减值信贷规模正上升，并且只要市场普遍认为，包括影子银行产品在内的任何通过国有

银行发售的产品是政府担保的，从而继续扭曲风险/收益关系，规模就会继续上升。

二、由市场决定

中国中央政府已经表态，希望消除道德风险，限制政府隐性担保，并为非银行业的健康发展提供平台。中央政府的主要目标之一就是让市场发挥决定性作用。如果一家政府关联实体或地方政府对上述陷入困境的集合信托计划提供救助，我们认为就错过了解决道德风险问题的一个黄金机会。

中国国务院近期发布文件以更好地监管影子银行业务。监管机构面临的问题是理财产品进入市场的时间表和条件，包括在更具挑战的市况下这些产品的表现。我们认为，这些投资的风险和成本也必须清晰且有效地传达，如果这些产品是面向散户投资者的则尤其如此。

理财产品的基础资产基本上毫无限制。此类产品的承诺年化收益率（在 10% 左右）通常是银行自身发行产品的两倍，因而对投资者极具吸引力。更关键的是此类产品与银行自己的理财产品一样通过银行销售（政府隐性担保）。

风险和收益的关系被政府隐性担保所混淆，从而导致风险产品的利率过低，以及此类风险产品的供应过剩。这导致对在此扭曲结构下（成本太低且太容易获得）获得融资的项目过度投资。

这并不是说传统银行渠道没有出现过度放贷的行为。自全球金融危机爆发后，中国激进且大体上成功的应对措施是扩大银行贷款规模，2009 年的信贷增长率超过 30%。但并不是所有上述贷款都得到了有效投资。

总而言之，各种融资扭曲导致的过度投资意味着，对于收入仅够覆盖支出的项目而言，它们创造收入来偿还银行贷款或影子银行产品的能力将越来越有问题。扭曲程度越大，偿还的可能性就越低。道德风险忧虑存在的时间越长，可疑信贷的规模越大，一次事故导致发生系统性危机的风险就越大。在 GDP 增长 9%-10% 时看上去可行的项目，在增长率降至 7%-7.5% 后就不一定可行了。

三、找出压力点

道德风险游戏不能永远持续下去。鉴于可能会有许多项目以不切实际的收益率发行越来越多的影子银行产品来获得资金，政府将在某一时点不得不允许某些此类产品选择性违约，或由于系统性风险而被迫采取行动，这在事先也很难就此作出预判。

要判断情况将如何发展，可能最好从不会出错的地方开始。我们能够想到的中国经济模式中依旧坚不可摧的两个领域是：外部头寸和政府财政。

中国的外部头寸依旧非常强劲。外汇储备为 3.4 万亿美元，相当于 GDP 的 40% 以上。此外，资本管制意味着资本很难大量流出中国。即使出现资金大举撤离，政府仍可选择让人民币贬值，而不是保卫预先确定的人民币汇率。无论如何都很难想象会发生全面的国际收支危机（包括耗尽官方储备），以致需要国际货币基金组织(IMF)援助的情况。

政府财政也依旧强劲。即使根据新发布的债务数据，中国公共债务对 GDP 比率仍维持在 36% 左右。随着部分减值资产转移至政府资产负债表（危机时通常会发生这种情况），这一比率可能会显著上升，但财政仍有可观的缓冲空间。

因此，可能的压力点来自以下因素的相互作用：为薄弱项目提供融资且可能偿还困难的影子银行产品；银行资产负债表；信贷流；以及与投资和 GDP 增长率的联系。一个信用事件的关键要素可能包括：

- 政府部门允许一个重要的理财产品或一部分理财产品违约。
- 紧接着出现“影子银行”挤兑。随着部分产品（可能集中于非银行发债人）重新定价，下调价格以更为恰当地反映风险水平，造成明显的市场动荡。此后可能会有更多的产品遭遇违约。非银行信贷市场的新融资窗口可能关闭。
- 对于那些通过资产负债表外借贷参与风险项目融资程度较大的银行来说，它们的流动性和偿债能力将面临质疑。中国人民银行入场干预和向所有有偿债能力的机构提供流动性（以及区别对待）的意愿和能力至关重要。
- 甚至可行投资项目的融资也收紧。投资放缓、资产价格（股票

和住宅)大幅下跌。

- 随着增长放缓，不良贷款可能上升，更多的银行面临困境。这又导致信贷进一步收紧，经济增长也进一步放缓。

此时，应对政策的有效性显然是至关重要的。即使放贷会对银行的资产负债表造成严重伤害，政府是否仍会命令银行放贷？中国人民银行是否会释放银行的存款准备金来“融通”不良资产？政府是否会购买某些债务或直接提供担保？道德风险是否转化为另一种形式继续存在？

另外也很难判断在这样的情景下经济扩张会遭遇多大的打击。从国民经济核算方面来看，如果将投资对经济增长的历史贡献剔除，并且考虑到对消费的连锁影响和部分具有抵消作用的政府支出，GDP 年增长率将降至 4% 左右（季度增长率的降幅可能更大）。增长放缓持续时间将取决于清理银行资产负债表和恢复信心所需的时间。从历史上的案例来看，我们认为 20 世纪 90 年代的中国和更为近期的越南均为国有经济占主体、信贷推动经济增长的典型。其金融过度膨胀后，信贷大幅放缓曾拖累经济增长率降至约 5%，尽管这两个例子中都未发生金融动荡。

鉴于中国在全球经济中具有系统重要性，此类事件的辐射效应可能对亚洲和其他地区的很多国家造成重大影响。

四、违约益处

无论如何，值得注意的是违约是任何债券市场的重要组成部分，且可能是理顺银行与非银行体系内问题的一个好办法。根据标准普尔最新的违约研究，1981-2012 年间全球企业违约率（包括投资级和投机级）介于 0.51%-4.09% 之间。投机级企业违约率在 1991 年达到峰值 11.01%。但作为全球第四大的中国债券市场，却仅有个别违约发生。这不是因为所有的发债人都能够全部且及时地偿还债务，而是因为地方政府或信托公司对它们实施救助，或因为银行发放新的贷款，允许借款人借新还旧，而不是将原本的贷款列为不良资产。近期由太阳能组件生产商上海超日引发的违约事件是一个积极信号。我们认为它将是一个先例，可以推动中国出现更多的基于风险定价的信贷产

品。

我们认为，中国债券市场能够消化一些违约事件。正常运作的债券市场将风险转移至那些愿意和有能力承担风险的投资者身上。这降低了违约的潜在影响，还分散了原本集中于银行业的风险。

违约促使承担责任的主体由政府转向投资者。但要使转变有效发生，投资者需要得到进行尽职调查所需的信息，使他们能够根据风险和收益情况更为恰当地对项目和投资进行定价。不具有经济性和低效的投资或项目将没有市场，或者需要向投资者提供更高的收益率。

五、预防胜于救治

中国有句格言：上医治未病，中医治欲病，下医治已病。

随着中国经济发展进入新阶段，金融业自由化程度不断提高，经济增长放缓，政府仍旧在经济中发挥决定性作用，中国面临一系列新的挑战，在此背景下上述格言显得格外重要。若上文所述趋势不得到抑制，我们会看到道德风险导致普遍的风险资产价格低估，以及对不可行项目的过度投资，这可能伤害整个系统。最终可能发生信用事件，并造成投资和 **GDP** 增长大幅放缓。

尽管风险上升，但我们对中国的基准情景假设仍是中期内年增长率保持在 7% 左右。过去 10 年间中国政府在处理外部和内部冲击上的做法，以及中国经济体所蕴藏的政策空间和各类宏观经济缓冲因素，都是令我们放心的理由。

在政策层面，包括中国政府在内都注意到需采取什么行动来抑制道德风险和资源配置日益不当的忧虑。即风险需要适当定价。这就意味着若理财产品的基础资产变糟，投资者必须面临无法收回本金和利息的前景。此外，借款人需支付与其项目的偿还可能性对应的收益率，而不是搭政府信用的顺风车。

对任何政府而言，向市场灌输纪律性永远都没有好的时机。但我们必须明白中国政府束手等待的时间越长，最终产生的问题可能越大。

地 址： 北京市东城区安定门外大街 136 号皇城国际中心 A 座 15 层
电 话： (010) 64255855 邮 编： 100011
传 真： (010) 84080850 网 址： www.cdrf.org.cn
责任编辑： 任晶晶 电子邮箱： renjj@cdrf.org.cn
