

中国债务违约与系统性金融风险

于 泽

摘要：近年来，我国金融市场单个金融主体债务违约现象时有发生，债务违约的风险在房地产等多个领域酝酿，对我国的金融稳定和宏观经济平稳发展构成了潜在威胁。本报告利用上市公司的微观数据并结合对社会融资成本的测算，对企业债务违约的原因进行分析，指出我国企业债务违约风险上升的根本原因在于经济增长从高速增长向中高速增长转化这一长期背景下，融资成本已经远远高于企业的盈利能力。而导致我国企业融资成本高居不下且仍在持续上升的主要原因包括宏观调控的去杠杆化政策、推行的利率市场化改革和坚持的信贷配额供给、股权融资受限导致的财务杠杆过高以及对手方风险与融资成本的螺旋式上升等。在此基础上，报告对我国企业债务违约现象是否会引发系统性的金融风险进行了分析，认为目前债务违约直接通过银行贷款等传统渠道引发系统性金融风险的可能性较低，但债务违约引发系统性金融风险的可能性确实存在，其可能的风险传播渠道主要表现为表外贷款违约通过同业挤兑影响金融体系稳定。未来，同业挤兑有可能成为引发金融体系系统性风险的最主要导火索。针对上述问题，本报告提出了相应的政策建议，一方面要通过取消信贷配额供给、暂缓推动利率市场化改革、大力发展股权融资市场等金融改革来理顺社会资金流转方式，消除社会融资成本过高的体制性原因；另一方面也要通过降低基准利率、降低准备金率等货币政策调控手段来降低社会融资成本。针对风险较高的房地产业，应出台相关政策维护其基本稳定，以便为改革换取时间；最后，要加强对金融市场系统性风险的观测和防范，审慎打破刚性兑付，严格控制金融机构破产，维护金融稳定。

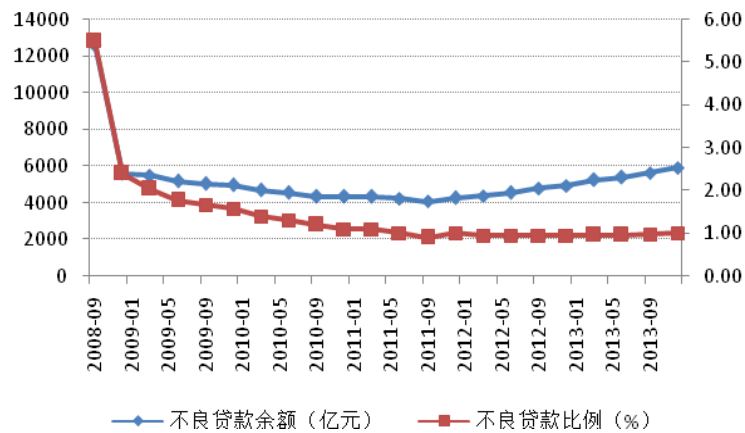
一、导言

2013 年下半年以来，我国的信托市场、债券市场等金融子市场陆续发生了部分主体无法按时还本付息的现象，即债务违约。2014 年 1 月份，中诚信托公司发行的 3 年期、30 亿元的“诚至金开 1 号集合信托计划”出现兑付危机，信托计划出售方工商银行拒绝兜底导致市场预期趋于悲观，并被认为可能会导致一系列的连锁反应。最后，虽然在有关各方的努力下，中诚信托与意向接盘者达成共识，但这一事件也使得市场逐步意识到信托债务违约风险客观存在。债券市场上，3 月 4 日，上海超日太阳能科技股份有限公司发布公告，宣称该公司 2011 年公司债券第二期利息无法按期全额支付，从而正式违约，构成国内首例债券违约事件。3 月 28 日，“13 中森债”首期到期利息宣告不能按期支付，成为首例违约的私募债。虽然之后在证监会的干预下，其担保方中海信达担保公司承诺在 30 个工作日内代付利息，但对市场预期已经造成不良影响。

在银行信贷方面，也不乏企业资不抵债的案例，宁波房地产公司兴润置业因经营不善和高利贷导致资金链断裂，其 35 亿元债务中 24 亿元来自于银行信贷。从总量数据来看，我国银行业不良贷款余额自 2011 年 3 季度降至最低点以后开始持续增加，2013 年底不良贷款余额已达到 5921 亿元，较近年来低点增加了 1843 亿元，不良贷款率也接近 1%，信贷领域的违约现象持续增加。此外，庞大的地方政府平台债务以及其经营管理的不透明性，也加剧了市场对其债务违约的担心。实际上，从 2014 年初发改委允许企业债借新还旧，并通过发行债券对“高利短期债务”进行置换这一举措来看，地方政府或明或暗的各种债务其还款压力不可谓不大。

风起于青萍之末，信托市场、债券市场上出现的个案违约现象，以及银行不良贷款率缓慢抬升的走势（见图 1），均从不同侧面反映出我国的债务违约现象可能将会在一段时期内持续存在，金融体系的风险正在逐步积累，债务违约现象可能将在一定时期内成为常态。当然，判断我国将出现系统性金融风险难免为时过早，但关注我国债务违约现象发生的原因，并理顺债务违约风险在整个金融系统中的传导渠道，对于我国保持金融体系稳定，并提高宏观调控的精准性和有效性是非常有利的。

图 1：商业银行不良贷款余额与不良贷款率情况



数据来源：WIND 资讯。

本报告通过对我国债务违约的原因进行研究，发现近年来长期借款成本持续高企是当前企业违约风险的主要根源。当前，我国正处在从高速增长阶段进入中高经济增长新形态的转轨过程中，未来一段时间经济下行压力较大。在此背景下，如果不能及时降低企业长期融资成本，必然会导致违约事件普遍化，进而通过连锁反应产生系统性金融危机。因此，当前需要在降低融资成本、理顺融资关系、维护金融稳定等方面加大政策力度。

二、中国债务违约的原因分析

债务违约的直接原因在于借贷主体的现金流不能匹配还款需要。本节将从企业这一微观主体出发，对中国的债务违约原因进行分析，一方面关注企业的收入，考察企业的盈利能力，即回报率的问题；另一方面关注企业的还款，即考察企业融资成本的问题。目前看来，房地产业、钢铁、水泥等产能过剩行业，地方政府融资平台等领域都将是下一步可能的风险集中爆发点。其中，地方政府融资平台风险很大程度上与房地产业有关。这些行业要么具有强周期性，在经济下行的过程中收入锐减，要么本身现金流就不稳定，主要依靠借新债换旧债。我们将在对企业微观数据进行分析的时候重点关注以上行业。考虑到数据的可得性问题，我们将重点通过上市公司的数据并结合宏观数据进行分析。

（一）收入方问题：经济下行导致企业收益率下降

由于外需出现固化，拓展空间相对以往变小、人口红利逐步消失等原因，我国经济增长正在从原来两位数的高速阶段向中高速增长的新形态转轨。在稳定在新形态之前，不可避免地会出现经济增长率的持续下滑。因此，社会总需求增长速度的降低，致使企业收益率出现了下行趋势。这种下行趋势必然导致企业

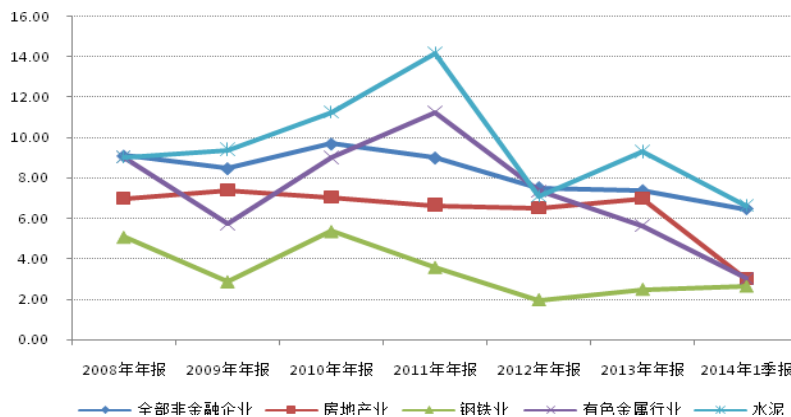
的收入现金流放缓，导致债务违约的可能性上升。

关于经济下行导致企业收益率下降问题，我们主要通过对上市公司年报数据和钢铁、房地产等部分行业的年报数据进行分析，相应的指标选择了企业年化总资产报酬率和息税前利润除营业总收入两项指标来进行衡量，其中，总资产报酬率是指企业在报告期内获得的可供投资者和债权人分配的经营收益占总资产的百分比，反映资产利用的综合效果，剔除了财务杠杆对收益率的影响，具体算法为： $\text{息税前利润} \times 2 / (\text{期初总资产} + \text{期末总资产}) \times 100\%$ 。息税前利润除营业总收入主要反映企业经营利润率，是企业经营获得的可供全体投资人(股东和债权人)分配的营利占企业全部经营收入的百分比，具体算法为 $\text{息税前利润} / \text{营业总收入}$ 。通过简单的统计分析，我们可得到如下结论：

1. 2008年以来，企业总资产回报率总体呈下降态势，2014年1季度下行较为明显。从图2可以看出，近年来全部A股上市公司（不含金融企业）的总资产报酬率维持在7%至10%的水平，房地产、钢铁、有色金属、水泥等几个重点行业中，钢铁的总资产报酬率处于较低水平。纵向比较来看，2008年至2013年，各行业年度总资产报酬率小幅缓慢下行，与我国宏观经济增长状况基本保持一致。其中，2014年1季度，除钢铁业基本持平外，全部上市公司（不含金融企业）以及几个重点行业的年化总资产报酬率均有明显下降，显示出实体经济的疲弱态势已经影响到了企业的营利能力。

图 2： 近年来重点行业年化总资产报酬率走势图

单位：%



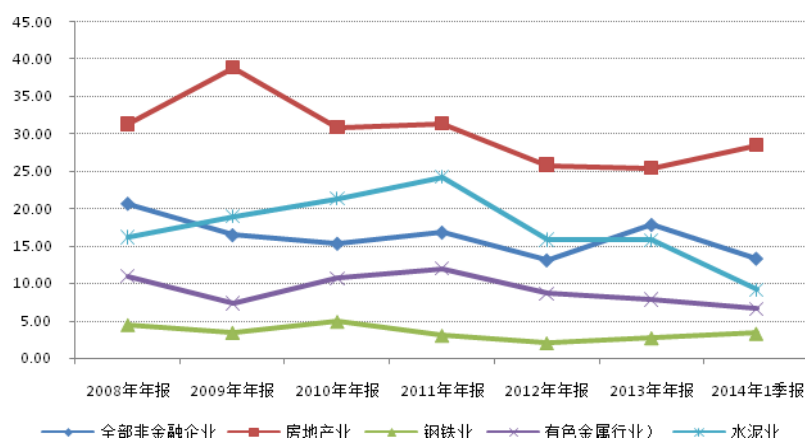
	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年1季度
全部非金融企业	9.11	8.48	9.71	9.02	7.53	7.38	6.49
房地产业	7.00	7.42	7.08	6.68	6.55	7.03	3.04
钢铁业	5.10	2.88	5.39	3.60	1.99	2.51	2.67
有色金属业	9.03	5.74	9.02	11.25	7.36	5.65	3.05
水泥	9.04	9.42	11.28	14.18	7.12	9.32	6.67

数据来源：WIND 资讯。

2. 企业营业活动利润率也呈下降态势，息税前利润与营业收入的比值表现与总资产报酬率保持一致。从图 3 来看，所选行业息税前利润占营业总收入占比的走势基本与年化总资产报酬率保持一致，2008 年以来小幅稳步下行。2004 年一季度，全部非金融企业、水泥、有色金融均有较大幅度下降，而钢铁业仍维持低位盘整、小幅走高的态势。其中，需要指出的是，房地产业的息税前利润除营业总收入和年化总资产报酬率一升一降，走势有所分化，考虑到二者的分子均为息税前利润，其可能原因在于 2014 年 1 季度，房地产业营业总收入的增长幅度远低于总资产的扩张速度，这从一个侧面也反映出房地产资产规模的扩大可能来源于负债比例的上升，而没有得到营业收入的支持。

图 3：近年来重点行业息税前利润除营业总收入走势图

单位：%



	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1 季报
全部非金融企业	20.70	16.49	15.37	16.84	13.14	17.87	13.36
房地产业	31.33	38.87	30.86	31.40	25.89	25.47	28.55
钢铁业	4.51	3.47	4.95	3.06	2.04	2.73	3.34
有色金属业	11.04	7.41	10.74	12.03	8.67	7.91	6.64
水泥业	16.22	18.97	21.40	24.24	15.86	15.79	9.19

数据来源：Wind 资讯。

从以上的分析可以看出，近年来尤其是 2014 年 1 季度，由于我国宏观经济增长中枢值有所下移，企业盈利增长也出现明显下滑，客观上增大了企业无法及时还本付息的风险，使得债务违约的风险有所提高。考虑到上述分析主要侧重于对企业经营状况的探讨，并未考虑财务杠杆对于企业的影响。下一节，我们将从企业融资的角度来进一步探讨融资成本上升对企业债务违约风险累积的影响。

（二）支出方问题：社会融资成本上升导致企业债务负担过重

判断企业债务负担是否过重，取决于企业收益率和融资成本之间的比较。因此，我们将从总量和个体两方面的数据进行考察，说明近年来我国社会融资成本

和企业债务负担均呈现出高位上行走势，且与企业营利能力相比，已经成为企业的沉重负担。

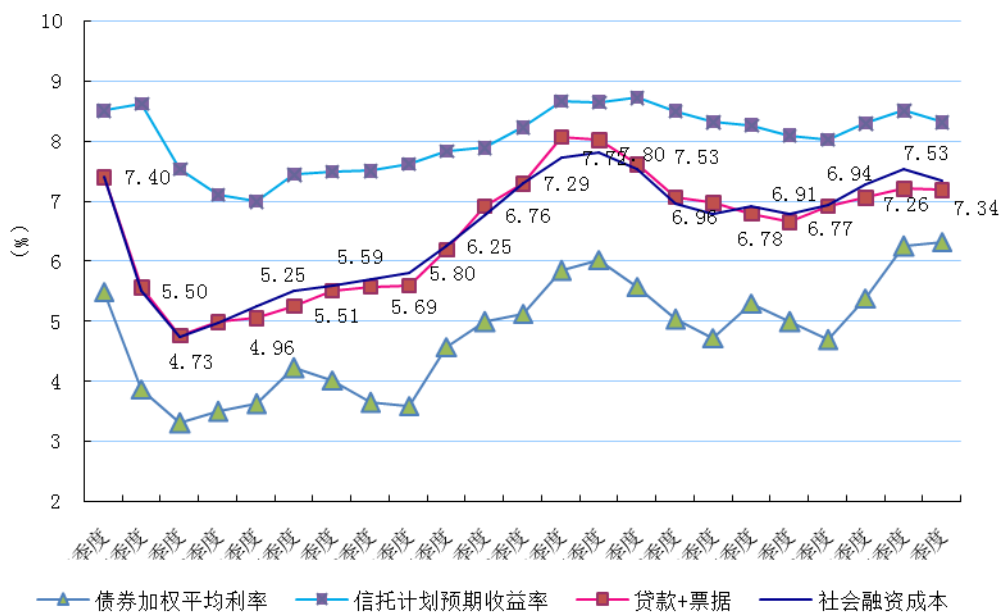
1. 社会融资成本逐年上行，处于相对高位

2011 年，为全面反映金融对实体经济资金支持力度，中国人民银行开始公布社会融资规模，即一定时期内实体经济从金融体系获得的全部资金总额，以更好地适应我国经济中直接融资比重、表外融资比重不断上升的局面。因此，我们将试图利用社会融资规模中各个分项的融资成本，对社会融资总成本进行匡算，观察近年来社会融资成本的变化趋势。

根据定义，社会融资规模=人民币各项贷款+外币各项贷款+委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票+企业债券+非金融企业股票+保险公司赔偿+保险公司投资性房地产+其他。其中，人民币贷款、委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票、企业债券构成了社会融资规模的接近 90%，也代表了经济中主要的债权债务关系，可以通过对这几个分项融资成本的判断，来初步估算出社会融资成本。社会融资规模中非金融企业股票、保险公司赔偿以及保险公司投资性房地产等分项一方面占比很小，另一方面也没有体现基本的债务关系，可不加关注。此外，考虑到外币贷款占比相对较小，且受人民币汇率变动和跨境资本流动变化影响较大，在此也忽略不计。

我们对 2008 年 3 季度以来的社会融资总成本进行了估计(图 4)。总体来说，2008 年以来，我国社会融资成本一直呈上升态势。2008 年，人民银行连续降息，社会融资成本在 4.73%的低点，此后一直持续上升，2012 年曾有小幅下降，但自 2013 年 1 季度又开始重新上升，2014 年 1 季度的数据为 7.34%，总体上保持相对高位运行。从细项看，还需要关注以下特点：**第一，社会融资总成本与表内贷款走势总体保持一致。**考虑到贷款+票据，即银行表内间接融资，在整个社会融资规模中仍占到 60%以上的比重，社会融资总成本与其走势基本趋同，**第二，社会融资总成本的变动与货币政策调控周期密切相关。**例如 2008 年以来连续 5 次降息、2010 年至 2011 年连续 5 次升息、以及 2012 年 2 次降息，均在图 4 中有较明显的体现。人民银行对存贷款基准利率的调整决定了整个社会的基础资金成本，进而能够较为有效地引导社会融资总成本。**第三，2013 年社会融资成本上升与资金成本无关，主要原因是对手方风险的提高。**2013 年以来本轮社会融资成本的上行趋势与直接的货币政策基准利率调整无关，其主要原因在于债券市场的大幅调整，即 2013 年 2 季度以来，由于货币政策去杠杆化的调控措施，使得银行间市场对手方风险提高，导致债券市场收益率明显攀升，使得企业直接融资成本上升，带动社会融资成本也随之上行。

图 4 社会融资成本图（根据社会融资规模分项数据估算）

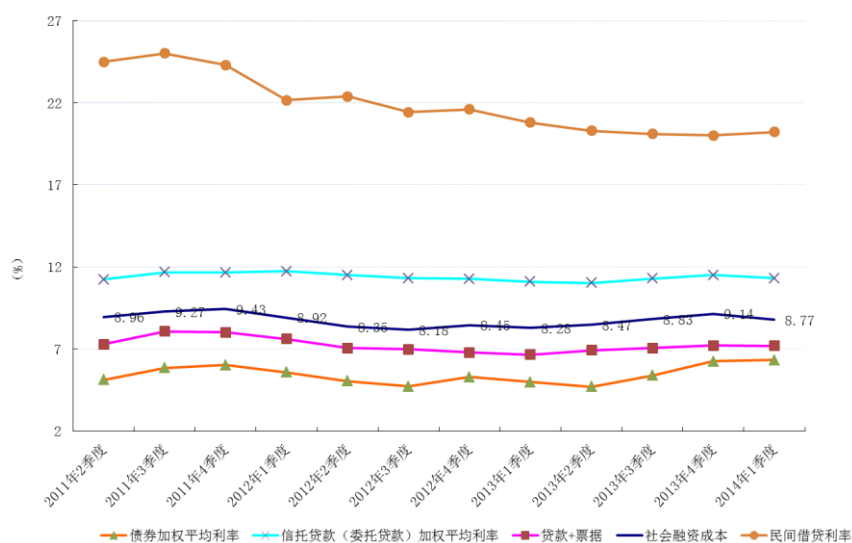


数据来源：根据人民银行网站、Wind 资讯相关数据估算。

如果考虑信贷贷款和民间借贷，上述社会融资成本仍存在明显低估，需要大约增加 1.5 个百分点左右。第一，信托贷款利率远高于信托计划预期收益率。由于信托贷款、委托贷款实际利率的数据不可得，我们对社会融资成本估算时采用的信托计划预期收益率予以代替，并假设委托贷款与信托贷款利率水平大致一致，但信托计划收益率仅仅是信托公司向投资人给付的利率，并非项目借款人实际承担利率。按照行业惯例，实际承担利率大约还要在计划收益率基础上再加 3 个百分点左右。第二，未考虑民间借贷的因素，而民间借贷利率大约在 20%左右。由于正规金融的稀缺性供给，中国目前拥有相当庞大的民间借贷体系。中信证券的研究报告认为，中国民间借贷市场总规模超过 4 万亿元，约为银行表内贷款规模的 10%—20%。如果取其保守估计，我们按照民间借贷为人民币贷款发生额的 10%计算，利率按照“温州民间融资综合利率指数”和温州民间借贷综合利率计算，大约在 20%左右。

如果对两方面的因素合并考虑，对社会融资成本重新进行估计的话，所得结果可参见图 5。可以看出，重新估算后，社会融资总成本将上升 1.5 个百分点左右，当前估算得出的融资成本约为 9%。举一个不太恰当的比方，这就意味着，如果将整个社会看作一个经济体的话，其平均资产回报率需要维持在 9%以上，才有可能保证正常的还本付息，考虑到我国目前的通胀率并不很高，对于中国目前的增长速度而言，社会融资成本已经呈现过高的态势。

图5 社会融资成本图（含民间借贷）

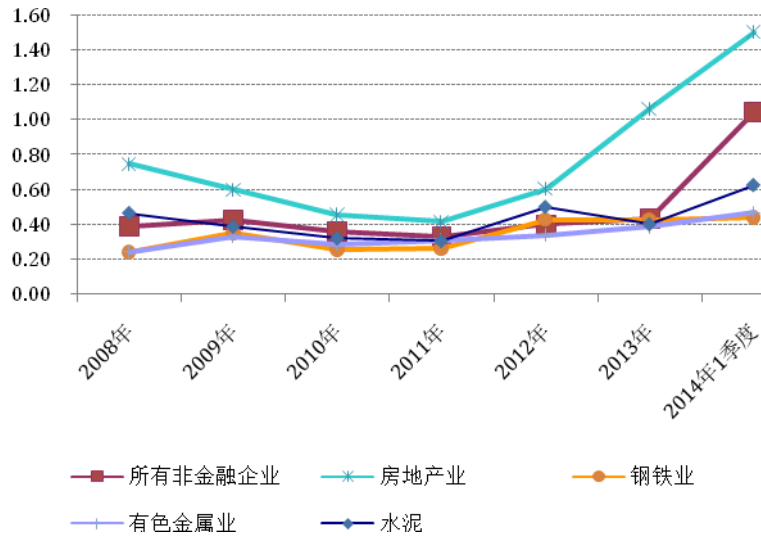


数据来源：根据人民银行网站、Wind 资讯相关数据估算。

2. 企业债务负担较重，且 2013 年以来有明显上升

以上我们用宏观利率数据估算出，我国的社会综合融资成本大约在 9%左右，相对于我国的经济增长速度而言已经偏高。下面，我们将通过上市公司的总量和分行业数据，对每个上市公司的债务负担进行测算。其中，债务负担根据该公司偿还债务支付的现金（简称债务现金流）以及销售商品、提供劳务收到的现金（简称销售现金流）的比例确定。从表 1 和图 6 可以看出，全部上市公司（不含金融企业）债务负担在 2010 年年以后呈逐年上升态势，2013 年债务负担达到 0.43，即收入现金流中有大约 40%的比例要去偿还债务现金流。2014 年 1 季度，受房地产行业拖累，全部上市公司（不含金融企业）的债务现金流占销售现金流的比重达到 1 以上，这意味着偿还债务的现金流已经超过了收入所得。分行业数据来看，房地产业属于债务负担相对较重的行业，2014 年 1 季度钢铁业债务负担达到 1.50，这一方面来源于房地产业的销售现金流明显下降，另一方面也反映出其很大程度上已经在通过借新债还旧债来维持资金运转。

图 6 主要行业债务负担图



行业	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年1季度
所有非金融企业	0.39	0.42	0.36	0.33	0.40	0.43	1.05
房地产业	0.75	0.60	0.45	0.42	0.60	1.06	1.50
钢铁业	0.24	0.35	0.26	0.26	0.43	0.43	0.44
有色金属业	0.24	0.33	0.29	0.31	0.34	0.39	0.47
水泥	0.47	0.39	0.32	0.31	0.50	0.40	0.63

数据来源：Wind 资讯。

（三）社会融资成本上升的原因分析

总体看来，收入下降和融资负担过重从两方面对我国企业经营构成了压力。考虑到我国经济增长从高速增长向中高速增长转化这一长期趋势的不可逆性，短期内导致债务违约风险上升的直接原因仍在于融资成本的高企。分析融资成本过高的原因，有助于解决企业债务违约的本质原因，从而给出有针对性的政策。本文认为，导致我国企业融资成本高居不下且持续上升的主要原因包括以下方面：宏观调控政策、金融改革、融资结构以及对手方风险。

1. 宏观调控去杠杆化政策抬高了整个社会的资金成本

近年来我国经济走势总体平稳，但经济增长压力持续较大，经济体中的总量问题和结构问题持续存在，金融体系中整体通货膨胀率处于相对低位和资产价格大规模上涨并存，资金总量宽松和结构性失衡现象共生，各类表外融资体系发达，正规金融在金融体传导中的作用持续下降，金融体系的复杂性明显升高，在一定程度上给金融监管当局的政策制定带来了极大的挑战。面对错综复杂的形势，货币政策调控的针对性往往会有所降低，本应用于总量调节的货币政策很多时候被拿来充当结构性问题的应对工具。

以 2013 年的宏观经济调控政策为例，2013 年上半年，经济走势仍相对疲惫，

物价处于稳定水平，外汇占款连续下降，而货币政策这一总量调节工具不但没有出于逆经济周期而行的考虑调整政策，适当降低利率或者释放流动性，反而从去杠杆、调结构、规范同业资产和非标资产的角度考虑，持续大幅回收流动性，最终导致了 2013 年 6 月份银行间市场出现钱荒问题。考虑到银行间市场是整个社会资金传导的起点，收紧银行间市场流动性实际上就相当于在没有加息的背景下，变相抬高了整个社会的资金成本，钱荒问题在其他金融市场包括柜台同业融资市场、企业债券市场引发了一系列的连锁反应，并集中表现为利率持续上行，抬高了整个社会的融资成本。

2014 年以来，央行一改去年的严厉态度，开始在市场上大幅投放流动性，试图降低资金成本，将银行间市场利率稳定在 4% 以内的水平。这一点本无可厚非，但值得诟病的是央行投放流动性的方式，其并没有采取具有总量调节性质的公开市场操作，而是通过再贷款、SLF 等个体局部化流动性调节工具。姑且不考虑这些个体化调节工具可能涉及的公平性和寻租问题，其资金投放的效率即资金能否通过市场调剂达到均衡，本身就是令人质疑的。

2. 利率市场化改革使得利率中枢上移，信贷配额供给加重了信贷资源的稀缺性

我国推行的利率市场化改革以及坚持的信贷配额供给，与社会融资成本上升有着密切的联系。根据金融抑制理论，发展中国家政府对于金融体系的干预主要表现为对资金价格的限制即对名义利率的限制，以及信贷配额供给等。从主要经济体利率市场化改革的经验来看，由于利率管制人为压低了利率水平，利率市场化初期往往会伴随着整个社会利率水平的上行。因此，在经济上行周期放开利率管制，能够抬高利率水平、抑制社会融资总需求的上升，有利于对经济的逆周期调节；反之，如果在经济下行周期推行利率市场化改革，则会出现相反的效果。在经济下行周期，实际更应该推行的是放松信贷配给的改革，即通过放松信贷配额，增加社会的资金供应量，弥补资金供给不足的缺口，进而抵消经济的下行趋势。遗憾的是，我国目前实施的政策基本与上述理论观点背道而驰。利率市场化方面，利率市场化加快推进所导致的资金成本上升问题给宏观经济增长带来一定的下行压力。信贷调控方面，金融监管部门通过合意信贷规模指标对商业银行的贷款投放进行指导，金融资源的稀缺性供给一方面导致了资金黑市的大规模发展，即各类表外融资渠道丛生，资金空转现象明显；另一方面，也客观上提高了我国企业的融资成本。

3. 直接融资渠道受阻导致企业杠杆率偏高

企业补充资金可通过债权融资和股权融资两种渠道。近年来，由于我国资本市场发展相对不足，股权融资渠道受限，企业对于债权融资的依赖度明显上升，企业不得不被动提高财务杠杆水平。2013 年全年，我国股票市场 IPO 处于暂停

状态，包括配股、增发在内的全部股权融资规模沪深两市仅为 4074 亿元，不仅远远低于 2007 年和 2010 年股权融资相对活跃时的水平，也与我国每年八万亿以上的人民币贷款增量不可同日而语，与我国经济体量严重不符。此外，近年来我国工业企业资产负债率一直稳定在 60% 的较高水平，也体现出我国股权融资的相对不足。由于债权融资依赖度较大，一方面企业资本金不足，融资风险溢价随之上升；另一方面，也使得企业在融资谈判中处于相对不利地位，一定程度上也抬高了其融资成本。

4. 市场风险溢价上升导致市场主体自发去杠杆，导致融资成本上升与债务违约循环促进

一般说来，金融杠杆的上升往往会隐含伴随着风险的积累，但去杠杆的过程则就是风险集中爆发的过程。2014 年 1 季度，受人民币贬值导致外汇占款持续增加、货币投放条件相对宽松的影响，货币市场短端收益率有所下行，但长期债券市场尤其是企业债券市场的收益率并未出现等比例下行。进入 2 季度以后，中长期收益率和信用债的收益率开始有所下行，与短期利率之间的利差有所收窄，但总体来说目前的长短期利差水平仍高于 2013 年年初的水平。主要原因在于 2013 年监管部门主导的强制去杠杆化过程，导致市场对手方风险明显增加以及市场对政策调控的不确定性提高，进而引发了金融机构今年以来的自愿去杠杆化过程。以证券公司为例，大部分证券公司债券业务部门都降低了相应的杠杆倍数。而所谓的金融杠杆，其很大程度上就表现为金融机构的期限错配，即借短投长现象，考虑到市场处于去杠杆的过程中，那么长期利率难以随着短期利率等步调下行，也就不足为奇了。国际经验表明，长短期利率之间的利差扩大往往反映了市场流动性风险和对手方风险的累积，能够用来较为准确地预测金融危机爆发的可能。考虑到金融市场具有自我螺旋、自我实现功能，风险的累积也将会导致市场要求的风险溢价水平进一步提高，使得市场融资成本进一步攀升。

三、债务违约在金融系统中的传染性分析

上一节，我们对单个企业的债务违约风险进行了讨论，指出我国的债务违约现象可能将在一定时期内趋于常态化，得出目前融资成本过高是导致企业债务违约风险不断增大的一个主要原因。考虑到单个企业债务违约行为是市场经济的自然规律，只有当企业的债务违约现象引发了系统性风险，才会对宏观经济金融稳定产生实质性影响。下面，我们将对我国的债务违约是否会产生系统性金融风险进行分析，并指出债务违约直接通过银行贷款等传统渠道引发系统性金融风险的可能性较低，但随着我国表外资产在社会融资中的占比越来越高，风险积聚的特性正在悄然生变，债务违约引发系统性金融风险的可能性确实存在，其风险传播渠道主要表现为表外贷款违约后，通过同业挤兑等形式影响金融体系稳定。

（一）债务违约风险累积过程中的金融加速器作用

根据证监会的定义，金融体系的系统性风险是指单个或少数几个金融机构的破产或巨额损失导致的整个金融系统崩溃的风险，以及对实体经济产生严重的负面效应的可能性。系统性金融风险具有如下特点：一是系统性风险对整个系统的功能构成影响，而不是对某一个单纯的局部；二是它使不相干的第三方也被动地介入其中，并承担一定的成本；三是它具有较为明显的蔓延特性和传染性；四是负的外部性以及对整个实体经济的巨大溢出效应是系统性风险的本质特征。

企业债务违约现象导致金融体系发生系统性风险主要是通过金融的放大器作用，通过银行贷款、金融主体的资产负债表等渠道，以及外部融资成本上升、抵押品价格下降、债务通缩等方式，构成整个金融体系风险的放大性叠加，进而造成金融的系统性风险。根据金融加速器理论，企业和消费者的财务状况将会影响金融的可获得性，因此金融杠杆具有明显的顺周期性。从影响的各个方式来看，外部融资溢价是指由于现代公司实行有限责任，企业往往会投资那些外部投资者看来风险过大的项目，因此外部投资者需要更高的回报来补偿过度的风险，财务杠杆比例越高，外部融资溢价就越高。当债务违约风险上升时，由于借款人的资产负债表会趋于恶化，外部融资溢价将会上升，导致信贷在内的金融借款行为放缓，进而使得实体经济增长放缓，并进一步导致债务违约风险的上升。抵押品价格方式是指对经济的负面冲击将会使得贷款人作为抵押品持有的资产价格下降，引发借款人的净值下降，提高外部融资溢价，导致被迫的资产抛售，使得抵押品价格进一步下降。债务通缩渠道认为，债务违约风险上升导致对手方风险上升，尝试减债将会导致资产廉价出售，并偿还银行信贷，进而导致货币紧缩，而货币紧缩将会减少开支，引发通货紧缩，通货紧缩将会导致债务人的债务成本上升，使得其不得不进行压力销售，以维持一定的资产负债要求。此外，在存在过度借债的情况下，债务违约会导致金融机构遭受挤兑，造成通货紧缩、去杠杆化、经济活动收缩的螺旋式下降。总体来看，金融杠杆的运用具有强烈的顺周期性，当经济处于上行周期时，资产价值上升、回报率上升→风险的绝对值下降→经济资本占用减少，允许的杠杆率上升→增加资产购置，驱动资产价值上升。当经济处于下行周期时，资产价格下跌、回报率下降→风险的绝对值上升→经济资本占用增加，允许的杠杆率下降→资产抛售，导致资产价格进一步下跌（见图7）。

图 7 杠杆周期

错误！未找到引用源。 错误！未找到引用源。

资料来源：自行整理。

（二）债务违约在中国金融体系中可能的传染渠道

1. 银行贷款、债券违约等传统渠道引发系统性金融风险的可能性较低

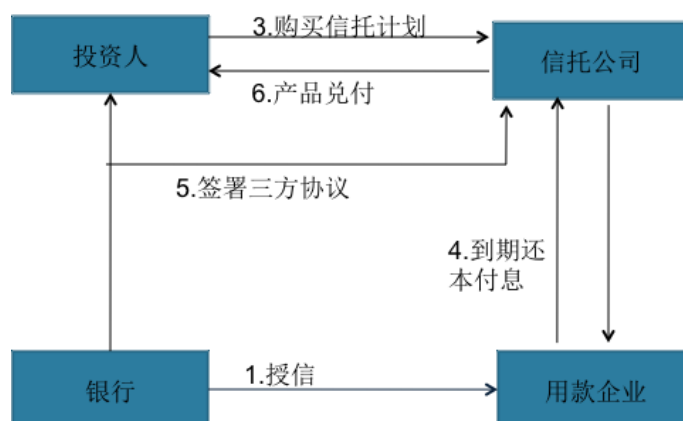
债务违约在金融体系传染的传统渠道主要包括银行不良贷款、以及金融市场上的债券违约。总体看来，目前传统渠道的金融风险积累仍相对有限，通过传统渠道出现系统性金融风险的可能性较低。主要原因可从以下几个方面分析：**第一，银行不良贷款率仍处于较低水平，且存续贷款质量相对较佳。**在信贷规模管制的大背景下，商业银行表内信贷供给总体不足，能够获得表内贷款的企业往往是能够提供足额抵押品、资产质量较好、风险较低的企业，其单个个体的债务违约风险相对较低。**第二，银行体系发生挤兑风险的可能性较低。**中国金融史上，商业银行不良贷款率在 2003 年股改之前也曾经到过接近 20% 的水平，有将近五分之一的贷款不能回收，但当时并未造成系统性的金融风险，其根本原因在于银行的国家信用支持，考虑到银行作为信用经营单位，可以通过发放贷款创造存款，理论上只要不在短时间内发生大规模挤兑，银行都可通过“记账”的方式，制造通货膨胀，消化不良贷款。因此，虽然不良贷款率的提高会影响银行信贷的进一步投放，产生紧缩效应，但只要国家信用支持的“存款刚性兑付”存在，银行体系发生大规模倒闭的风险就几乎不存在。**第三，债券市场的最终买单人仍为银行。**虽然目前我国债券市场上以平台债为首的部分筹资主体存在较大的违约风险，但考虑到我国金融体系尚处于发展的初级阶段，国家对于企业、个人投资债券市场仍有着诸多的限制性规定，债券市场的最终持有者仍反映为银行，因此债券的违约与不良贷款性质类似。在这一意义上，即便是平台债等出现债务违约现象，只要银行体系的流动性能够保持合理运转，发生大规模系统性风险的可能性也相对较小。

2. 表外贷款渠道将成为债务违约的高发区域

尽管银行贷款等传统渠道在金融风险传染中仍占据着较为主导的作用，但目前我国的金融体系已经与二十一世纪初有了巨大的差别，各类金融创新的发展使得金融领域的复杂性明显提高。这些金融创新集中表现为了我国影子银行体系的大规模发展。因此，对中国影子银行体系的研究，是探讨中国债务违约的传染性问题的部分。我国影子银行的发展阶段与欧美国家不同，其发展的主要原因在于对相关监管措施的规避，即填补实体经济的投融资需求与金融产品供给之间的不匹配。一方面，随着宏观经济增长和居民收入水平的提高，我国实体经济存在较为强烈的融资需求，居民企业也对高收益投资渠道有较为强烈的追求；另一方面，我国在金融领域仍然存在着较为严重的金融抑制现象，主要表现

为存款利率上限管理、合意信贷规模、存贷比考核指标、高比例的存款准备金要求，这两方面的矛盾导致了影子银行体系的产生，进而使得存款理财化、贷款信（委）托化。目前，基本的影子银行链条包括：商业银行发行短期理财产品，投资于长期的信托计划，信托计划用于信托贷款，投资于房地产开发、地方政府融资平台等。目前看来，这一链条不仅蕴含了相对较高的债务违约风险，而且也构成了风险传播的新渠道。

图 8 我国影子银行信托贷款基本流程示意图

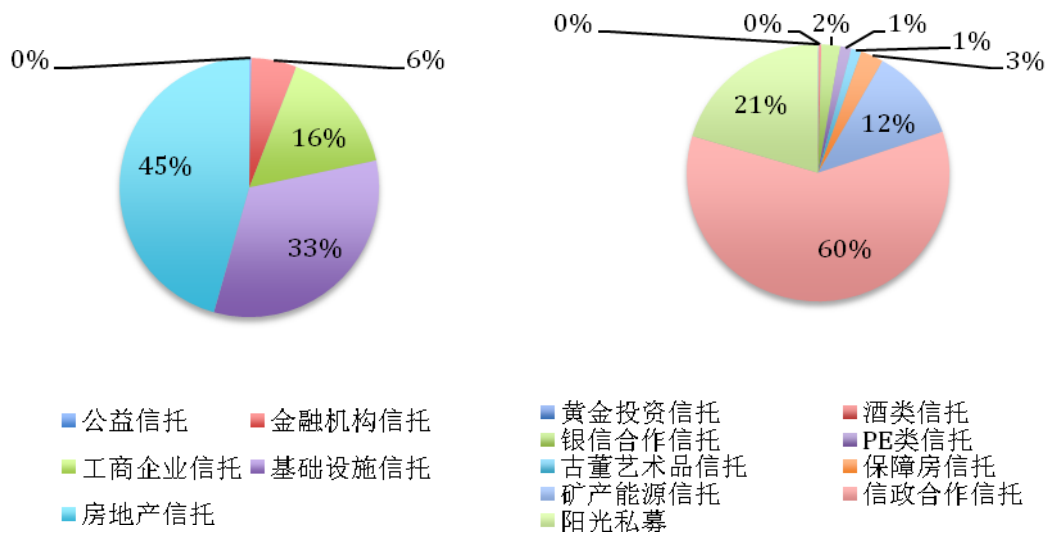


（1）信托贷款的质量堪忧，信托计划能否得到及时偿付蕴含不确定性

我们对截至 2014 年 4 月底市场上现存的信托计划投向进行了统计分析。按照不同投资领域的资金规模来区分，市场上 45%的信托计划为房地产信托，33%的信托为基础设施信托，二者相加占据了信托计划资金投向规模的 80%。同样地，再从信托计划投资特色来区分，60%的信托为信政合作信托，即信托公司与各级政府的各类融资平台合作开发的信托计划，其投资领域往往是城市基础设施建设、城市开发等领域，地方政府对还款做出承诺或直接以地方政府的债权收益权作为融资标的。考虑到房地产和地方政府债务将是近两年债务违约风险爆发的高风险领域，而这两方面都是信托计划投资的高密集区，房地产市场和地方政府债务风险的爆发将直接影响信托计划的兑付，进而导致风险在信托领域的蔓延。据统计，在当前逼近 11 万亿的信托规模当中，今年将有高达 5.3 万亿信托到期，其中二三季度是集中到期时间段，涉及个人投资者的集合信托规模高达 1.27 万亿，影响面不可谓不广。

当然，如果从信托计划的资金运用方式来看，现有四分之一的信托计划均为贷款类信托，即银行通过银信合作业务，借助信托公司的渠道发放贷款，信托公司仅仅起到了过桥的作用，实际资金供给方仍为商业银行。但是，由于二者之间协议很大程度上属于抽屉协议，一旦信托计划出现兑付风险，可能就会出现信托公司和商业银行之间关于兜底的争议。但总体来说，预计最终的兑付风险将转移回银行领域，直接表现为银行资产质量的下降。

图 9 存续期内信托投资领域规模占比示意图



数据来源：Wind 资讯，数据截至 2014 年 5 月底。

(2) 委托贷款成为企业之间债务违约风险传播的新渠道

影子银行体系中，另一个非常值得关注的业务是企业之间的委托贷款。根据规定，我国企业与企业之间资金借贷只能通过委托贷款的方式达成。由于近年来金融资源分配的配额性供给，需要资金的企业由于规模小、缺乏合格抵押品以及政策等原因无法获得正规渠道的表内贷款，而成熟大型企业和大型国有公司虽然可以获得贷款，但却缺乏相应的投资机会，企业之间的委托贷款已经成为了金融资源再分配的工具。大型企业通过委托贷款将资金贷给中小企业使用，自己获得利差，实质上承担了金融资源“二传手”的职能。此外，在银行平台贷款规模受限的背景下，上市公司的委托贷款逐步成为了地方政府融资平台的一个重要资金来源，这一点在国有控股的上市公司表现尤为明显。因此，当最终资金使用方出现经营问题时，其影响的将不再是单纯的银行或其他金融借款主体，也包括委托贷款的发放企业，成为一种新的企业与企业之间债务违约风险传导渠道。

3. 同业业务成为金融机构间风险传染的重要渠道

我国的金融同业业务与影子银行体系休戚相关。由于我国影子银行业务大规模发展的主要成因就在于对监管措施的规避，其规避的主要途径就是从利用分业监管的漏洞，将业务从受监管的领域和机构转移至不受监管的领域和机构。以信托贷款为例，一笔信托贷款的发放实质上就是将资金从银行向信托公司转移的过程，如果涉及银证通道业务，还需要在中间环节加上证券公司，因此原本只涉及银行的业务转变成了涉及银行、信托、证券公司等多个金融同业在内的长资金链条。考虑到影子银行的主要特征就是完成了期限转换、流动性转换的信用中介，资金流转渠道的改变必然会影响风险的聚集状态，具体看来主要体现在几个方面：

(1) 资金流转链条拉长放大了金融机构的流动性风险

所谓流动性风险是金融主体虽然有清偿能力，但无法及时获得充足资金或无法以合理成本及时获得充足资金以应对资产增长或支付到期债务的风险。在支持影子银行发展的同业借贷业务运转中，资金链条的拉长导致各个金融主体对于资金到位时间、程度的不确定性加大，一方面会需要其提高留存储备、早作打算，另一方面也会在单一主体（比如信托贷款企业）出现债务违约行为时，形成多米诺骨牌效应，影响资金链条上的各个金融机构，使其同时出现流动性缺口，需要从市场上筹集资金，10亿资金未到位可能会在市场上表现出40亿的资金缺口，表现为金融对风险的放大器作用。需要指出的是，影子银行的发展本身就可以理解为一种金融深化，而金融深化必然会导致金融体系内部留存资金量的增加，而这可能会导致货币政策的调控经验失灵。例如2013年6月份的钱荒事件，事情起因的导火索无非是国内两家银行的两业融资资金还款未能及时到位，进而引发了一系列的连锁反应。而在事件过程中，中央银行多次强调流动性总量充裕，但实际上由于资金价格最终取决于流动性的边际需求和边际供给，结构性的失衡已经足以让市场上出现一场小规模流动性危机。

（2）资金流转链条拉长会放大金融机构的市场风险（利率风险）

资金链条拉长对于市场风险的作用机制与流动性风险类似。在单一主体（比如信托贷款企业）出现债务违约行为时，会出现多米诺骨牌效应，同时影响资金链条上的各个金融机构，使其出现资产损失，为了满足监管要求等，链条上的各家金融机构就需要在市场上筹集资金、抛售资产，进而导致利率的上升、资产价格的下降，而资产价格的下跌将会导致其需要进一步抛售资产，反映为金融对于风险的放大器作用。这一点同样可以在2013年6月份的钱荒事件中看出，实际上正是由于资金链条的拉长，使得资金需求很大程度上表现出一种同向性，放大了相应的市场风险。

（3）同业挤兑将成为引发金融体系系统性风险的最主要导火索

正如前面传统渠道所提及的，中国银行业的国家信用担保将散户挤兑的风险降到了最低，但随着影子银行的发展，“挤兑”这一传统风险又有了新的内涵，逐步从散户挤兑转变成了同业（批发性）挤兑。具体说来，我国影子银行在负债方的发展主要体现为存款的理财化和“宝宝”（货币市场基金）化，即一般性、分散性存款转化为了商业银行理财计划、余额宝等宝宝军团（货币市场基金）为主要的同业存款。由于商业银行理财计划往往不能提前赎回，其对于银行体系流动性的冲击有限，但货币市场基金往往实行的是最多T+1赎回，余额宝等宝宝军团还多是T+0赎回，赎回资金由商业银行垫资支付，这其中就蕴含着极大的流动性风险。虽然中国的一般储户对于银行体系高度信赖，但其对于货币市场基金并非如此。一旦出现货币市场基金等投资失败的消息，就会引发散户对货币市场基金的挤提，进而使得货币市场基金被迫在银行间同业市场上大幅收回流动性，引发

对银行体系流动性的冲击，甚至由于商业银行垫资机制的存在，这本身就意味着对于商业银行的挤提，同业挤兑风险由此产生，虽然中间多了一个同业传导链条，但其最终影响与散户挤兑相同，都会将压力最终传导至商业银行，引发系统性金融风险。

总体看来，目前我国单个企业债务违约引发系统性金融风险的可能性客观存在，虽然整体上我国商业银行的资产质量仍较为稳健，国家隐性担保也使得大规模挤兑的可能性降到了最低，但随着影子银行体系的不断发展，信托贷款、委托贷款等传统金融领域之外的区域蕴含了巨大的金融风险，而同业间资金链条的不断加长也使得流动性风险和市场风险在同业间传染的速度明显增加，同业挤兑将替代散户挤兑成为影响我国金融体系稳定的一个重要渠道。4月24日，人民银行、银监会、证监会、保监会、外管局联合五部门发文《关于规范金融机构同业业务的通知》（银发【2014】127号）对金融机构同业业务做出了一些规范性规定，明确限制了单家商业银行对单一金融机构法人的不含结算性同业存款的同业融出资金，扣除风险权重为零的资产后净额，不得超过该行一级资本的50%，以及单家商业银行同业融入资金余额不得超过该银行负债总额的三分之一，这些措施对于规范金融机构同业业务经营行为，有效防范和控制风险具有一定的意义。但在执行过程中，也可能会存在矫枉过正的风险，需要审慎对待，本身同业业务的发展其实并无问题，关键在于监管以及为何要对监管进行回避。

四、结论和政策建议

根据上面两节的分析，我国企业债务违约的主要原因是在经济增长速度中枢长期下滑的背景下，社会融资成本上升导致企业财务负担过重。其中，经济增长中枢的下滑在一定程度上是一个不可逆的过程，而社会融资成本上升则可以通过相关宏观调控政策予以控制。此外，随着金融市场发展和金融创新的不断涌现，债务违约在中国的传染渠道日渐复杂化，除传统银行信贷渠道外，还衍生出了很多表外资产渠道，同业业务的发展也使得风险的传播有了许多新的形式，中国债务违约的传染性客观存在，任其发展也有可能引发系统性的金融风险。为保持金融稳定，促进经济平稳快速发展，可从以下方面入手，化解债务违约风险，降低债务违约对于中国经济金融的不利影响。

（一）降低社会融资成本

降低社会融资成本是一个非常复杂的问题，涉及货币政策调控和金融改革两个方面。短期来看，降低贷款利率、实施类QE政策是有效的，但长期来说对于解决融资难、融资贵问题根本上仍在于金融体系的改革，尤其是放松信贷配额供给等监管改革。

1. 取消信贷配额式供给，降低法定准备金率

降低社会融资成本的关键在于对金融监管体制的改革。考虑到社会融资成本主要构成是信贷成本，而降低信贷（含表外信贷）成本的关键需要对金融资源分配结构进行改革，即放松对信贷规模调控的放松。通过放松信贷规模管控消除金融资源分配中存在的扭曲性因素，打破信贷资源分配的双轨制，有利于更好地发挥市场在信贷资源配置中的作用，能够提高一般性企业对于正规金融的可得性；有利于推动信贷定价的一体化，减少金融体系在定价过程中的层层加码，减少金融空转，降低社会融资成本。如果信贷规模放松短期内难以推动，也可采用开展信贷资产证券化的方式，推动商业银行盘活表内信贷，提高信贷资源的流转效率。

此外，我国商业银行高达 20% 的准备金率也为其带来了沉重的税负负担，在存款成本一定的同时提高了贷款利率。按照央行口径，其征收准备金的主要目的在于锁定外汇占款的长期流动性，在目前外汇不再单方向流入的背景下，外汇占款并不再是我国基础货币供给的唯一渠道，中央银行完全可以通过降低准备金率来提供基础货币。通过提高资金供应量降低社会融资成本，以达到刺激经济、抵消经济下行趋势的目的。

2. 暂缓推行存款利率市场化改革

虽然目前随着理财、货币市场基金等存款替代性产品的发展，存款利率已经局部市场化，但理财和货币市场基金的占比毕竟仍在少数，大部分存款仍受制于存款利率上限管制。在经济下行时期，存款的上限管制一定程度上有利于保持金融体系的稳定。而推动存款利率市场化，基本上必然会导致商业银行资金成本的上升，这在此时并非一个好的选择，其最终会导致社会融资成本的进一步上行，促进经济进一步下行。因此，抛去市场自下而上的利率市场化不管，监管部门实际应该略微放缓利率市场化脚步。

3. 降低利率，并强化前瞻指引

从短期货币政策调控的角度来说，参考美联储经验，降低社会融资成本可从调整基准利率和强化前瞻指引两个方面入手。鉴于我国目前已经全面放开了贷款利率管制，中央银行直接降低贷款基准利率也未必能够引导实际贷款利率下行，可以同时保持货币市场流动性适度宽裕，以降低商业银行的批发性资金成本。此外，还应该辅以必要的前瞻指引，加强货币政策透明度，发挥央行对于市场预期的引导作用。避免再次出现去年中央银行与市场沟通不畅的局面。

4. 推出类 QE 政策购买长期金融资产

考虑到中国经济近期的疲弱走势、房地产和地方政府债务等领域的风险积累，我国出现大面积债务违约的风险已经明显增加，非常时期宜用雷霆手段，必要时，可考虑借鉴美联储的量化宽松政策，由中央银行在市场上直接购买长期金融资产（包括地方政府融资平台发行的城投债），以降低长期利率，控制企业的融资成本，减轻企业债券违约的风险。虽然这一政策一定会创造出大量的寻租机

会，但在市场出现严重问题时不失为一剂稳定信心的良药。

（二）大力发展股权融资市场

根据之前的分析，我国融资成本偏高的原因之一在于企业财务杠杆率过高、过度依赖于债权融资，而这与我国资本市场长期不发达有莫大的关联。大力发展股权融资市场，推动 IPO 发展注册制度改革，弱化行政审批，提高企业的融资效率，能够在很大程度上缓解我国企业对于债权融资的依赖，降低企业的杠杆率。需要指出的是，资本市场的长期健康发展是一个复杂的问题，国务院 5 月 9 日最新公布的“新国九条”《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》明确提出了鼓励上市公司建立市值管理制度。这一点对于改变我国股票市场圈钱现状，促进股票市场健康发展将具有重要意义。

（三）维护房地产市场的基本稳定

经过十几年的发展，房地产业在中国经济中已经占据了绝对的主导地位，房地产市场出现问题必将会引发中国经济的巨大波动。目前看来，救助房地产业可能会引发道德风险，但不救助房地产业则可能使中国经济在短期内陷入巨大困境。目前，除北京、上海等少数大城市之外，多数二三线城市房地产处于供大于求、库存积压的局面，此时政府可以停建安置房，转而通过向购房者发放补贴，并引导开发商适度让利，消化已有库存，维持房地产业的资金链条运转，防止在房地产领域出现巨大风险。通过房地产业的基本稳定来为后续的改革赢得时间。这一点实际部分地方政府已经开始酝酿实施，而目前看来这也不失为一个短期过关的政策。

（四）加强对于金融市场系统性风险的观测与防范，审慎打破刚性兑付，严格控制金融机构破产

强化金融市场系统性金融风险的防范，**第一，要尽快建立健全金融监管部门对于系统性风险的监测、预警和危险管理机制。**及时甄别流动性风险和市场风险，一旦发生金融机构的兑付困难等流动性问题，要充分发挥中央银行最后贷款人的角色，及时在总量和局部提供流动性，稳定市场信心。

第二，要把握好金融稳定与市场建设之间的关系，比如刚性兑付的问题。长期来看，为提高市场主体风险自担的意识，需要打破刚性兑付，建立规范的市场规则。但是，刚性兑付的打破与否，还需要考虑时机的选择以及对风险的控制。在目前的经济下行周期，金融稳定压倒一切，而打破刚性兑付相当于增加对手方风险，会增加风险的传染性，不利于系统性金融风险的防范。在经济下行周期，应该降低对手方风险，而非增加对手方风险，因此不能再去杠杆化，而应该增杠杆。如果考虑道德风险的问题，也可在风险可控的范围内允许适度违约，以确保市场规则能够得以逐步建立，防范风险的再次过度积累，但时机和对象的选择将至关重要。

第三，要严格控制金融机构破产。目前，我国正在积极推动存款保险制度，这一点并不存在问题。但在经济下行周期，在推出存款保险的同时，应该审慎对待金融机构破产，尤其是银行破产。由于存款保险制度本质是将国家对存款的隐形担保转化为有限度的显性担保，如果同时允许银行破产，将会导致存款人失去对金融系统的信心，容易导致挤兑等问题，引发系统性风险。

参考文献

[1] 中国人民银行：《货币政策执行报告》，2014年1季度。

[2] Ben S. Bernake, Mark Gertler and Simon Gilchrist, “The Financial accelerator in a quantitative business cycle framework”, Handbook of Macroeconomics, Volume 1, 1343–1393.

[3] Mark Gertler and Nobuhiro Kiyotaki, “Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis”, Handbook of Monetary Economics, Volume 3A, 548–599.

[4] Tobias Adrian* and Hyun Song Shin, “Financial Intermediaries and Monetary Economics”, Handbook of Monetary Economics, Volume 3A, 602–650.