



# CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第80期）

## 防范化解金融风险：挑战与对策

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2024年1月



宏观经济热点问题研讨会第80期

## 防范化解金融风险：挑战与对策

报告人：马光荣

中国人民大学财政金融学院教授、副院长

2024年1月9日

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：中国人民大学经济研究所

# 目 录

- 1 金融风险的旧问题与新形势**
- 2 防范化解金融风险面临的挑战**
- 3 防范化解金融风险的对策**

# 目 录

- 1 金融风险的旧问题与新形势**
- 2 防范化解金融风险面临的挑战
- 3 防范化解金融风险的对策

# 防范化解金融风险

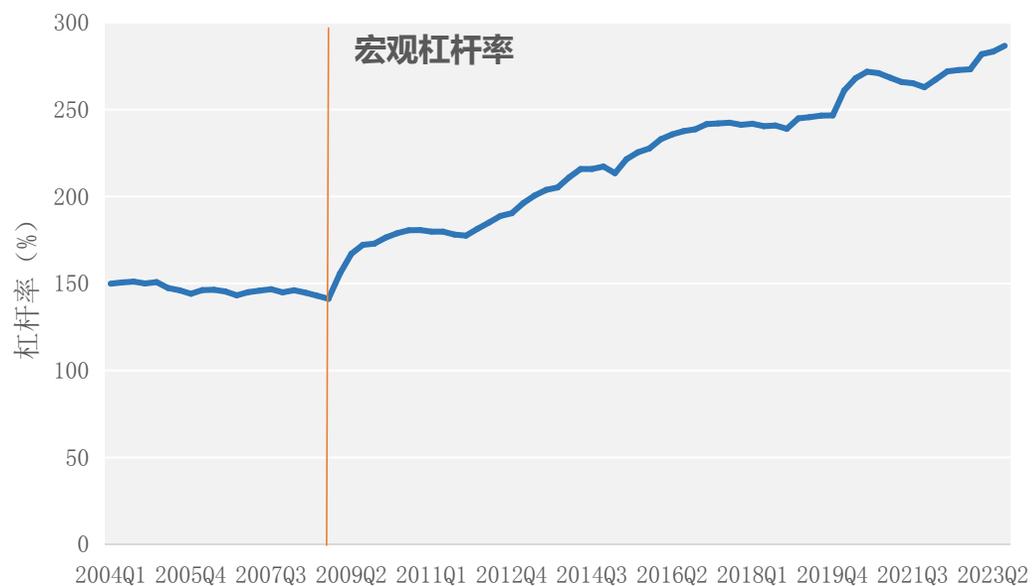
- 2023年中央金融工作会议提出“以全面加强监管、**防范化解风险**为重点，统筹发展和安全，**牢牢守住不发生系统性金融风险的底线**”，“**防控风险**作为金融工作的永恒主题”
- 三个重点领域金融风险：地方债务、房地产和中小金融机构
- 2017年中央金融工作会议：“围绕**服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革**三项任务”

# 实体经济高杠杆与金融风险

## ➤ 2015年“去杠杆”

## ➤ 实体经济高杠杆是金融风险的总根源

- 金融风险源于实体经济，因此实体经济杠杆率是金融风险的先导预警指标
- 在实体部门体现为过度负债，在金融领域体现为信用过快扩张
- 宏观杠杆率的分子反映债务规模，分母反映收益率即偿债能力
- 债务累积到一定程度，经济下行、监管加强或外部冲击，就会导致风险爆发。
- 金融危机往往都起于高债务引发的债务危机



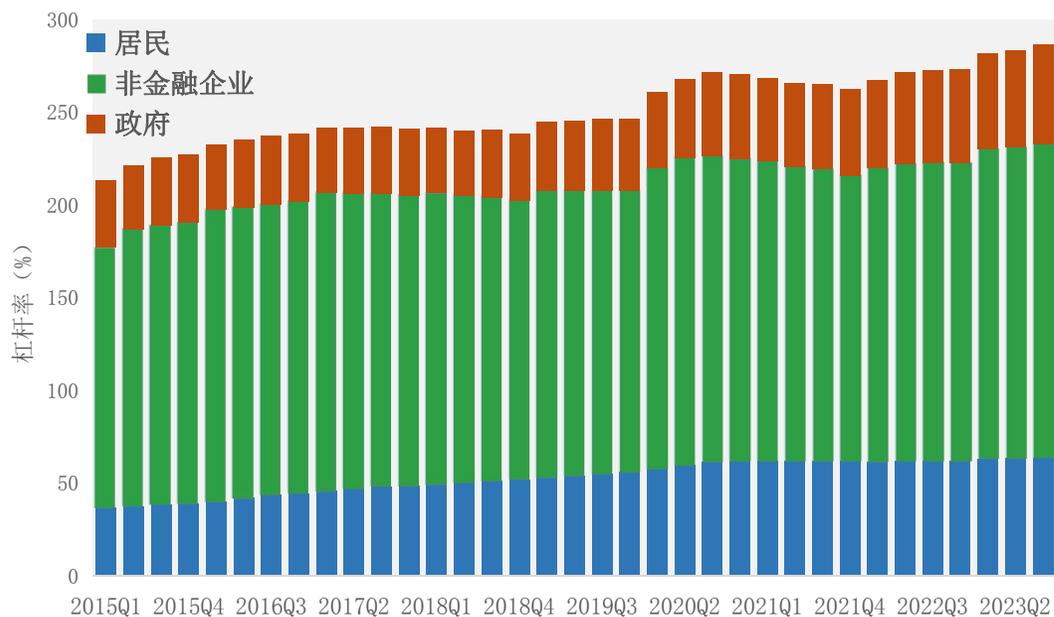
# 2017年以来宏观总杠杆率先稳后升

- 2017-2019年杠杆率趋稳，“去杠杆”政策取得一定成效
  - 进展：地方债务新规与置换、资管新规与影子银行、债券市场违约处置、中小金融机构风险处置、互联网金融风险、完善金融监管体制
  
- 2020年以来，宏观杠杆率从247%上升到287%，累计上升40个百分点。
  - 一是保增长需要加杠杆
  - 二是GDP降速（名义与实际速度）



# 分部门杠杆率，地方债与房地产占比高，上升快

- 2020年以来，各部门杠杆率均在上升：政府上升15%，企业上升17%，居民上升8%。
- 政府部门：中央杠杆率上升5%，**地方政府杠杆率上升10%**。
- 企业部门：**城投杠杆率上升了10%**，其他企业上升7%。
- 居民部门：17-20年增长，21年以来止步，甚至部分季度略有下降。与房地产形势紧密相关。



实体经济部门杠杆率及其分布

# 金融风险的重点领域

- 杠杆率的结构显示金融风险的几个重点领域：
  - 1. 地方债务风险（与地方国企风险）
  - 2. 房地产风险（超过四成新增信贷流入房地产）
  - 3. 中小金融机构风险
  
- 上述重点领域风险之间紧密交织、错综复杂
  - 房地产→地方债→金融机构风险
  - 公共风险与私人风险轮动
  
- 金融风险的旧问题与新形势

# 当前金融风险的特征

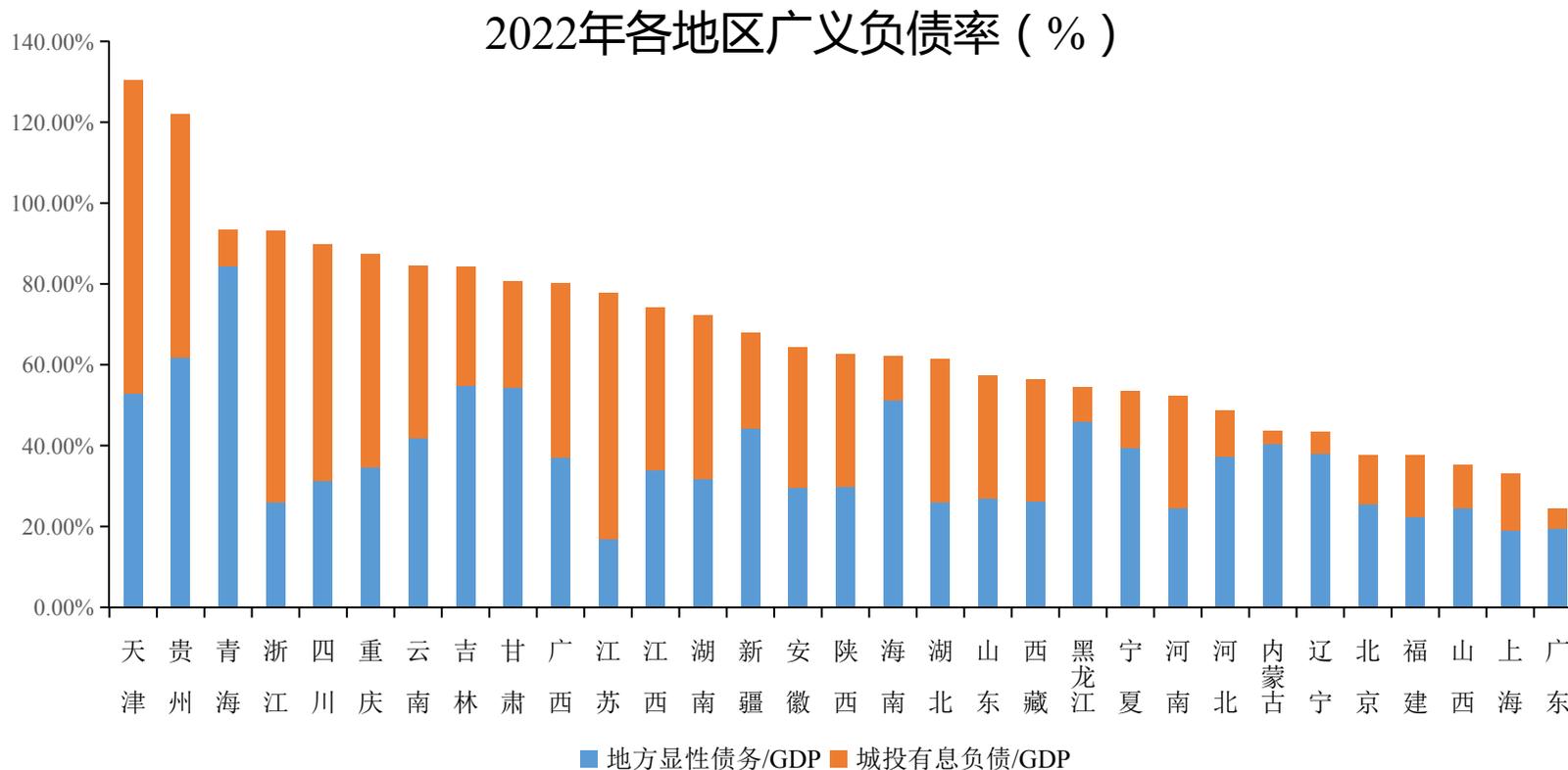
- 债务规模攀升
- 偿债压力加大
  - GDP降速，收益下降
  - 通缩与付息负担上升
- 融资成本高
  - 国债比率低
- 融资期限错配
  - 地方城投
  - 中小商业银行也存在期限错配
  - 流动性风险与违约风险交织
- 隐蔽性强：低透明度、逃避监管→突发性、传染性、破坏性

# 地方债务风险的新特征

- 广义政府负债率超过90%
  - 显性50%+隐性40%
  - 地区差异大，西部地区债务负担重
  
- 显性债风险相对可控，但仍存在三个不利因素：
  - 显性债尽管规模上升，但是透明、限额、成本低、期限长，风险较小。
  - 三大不利因素：一是财政收支紧平衡；二是限额分配未真正贯彻正向激励原则：收益与风险双重问题；三是专项债过度包装，实际收益低
  
- 隐性债风险高
  - 规模仍在上升，开前门并未对堵后门产生持久作用
  - 隐性债特征：成本高、期限短、不透明、偿付压力大
  - 债券违约被掩盖，非标违约时有发生

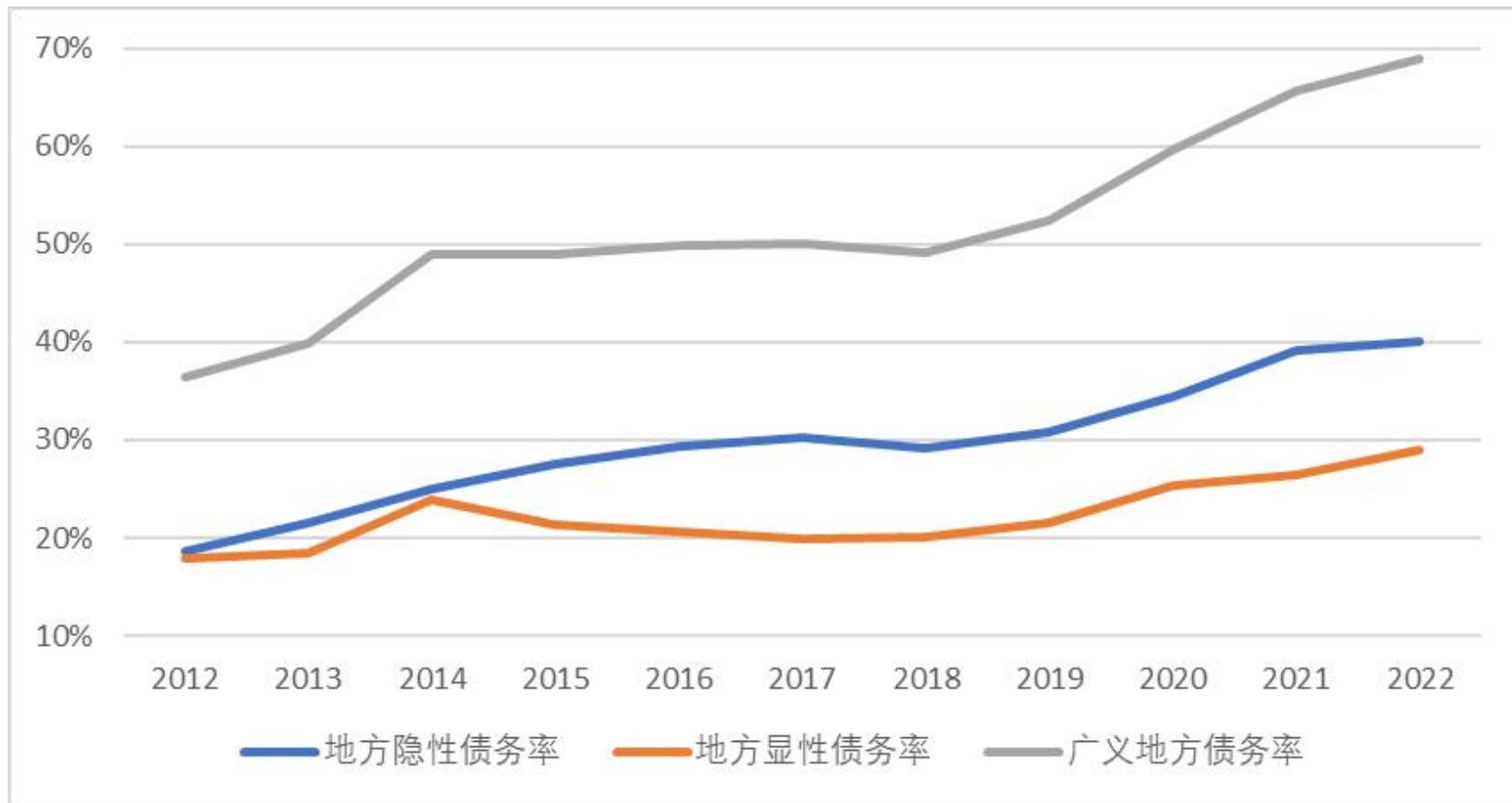
## 地方债风险：存在较大地区差异

- 广义政府负债率超过90%
- 西部地区负债率高、风险更大，城投融资成本更高



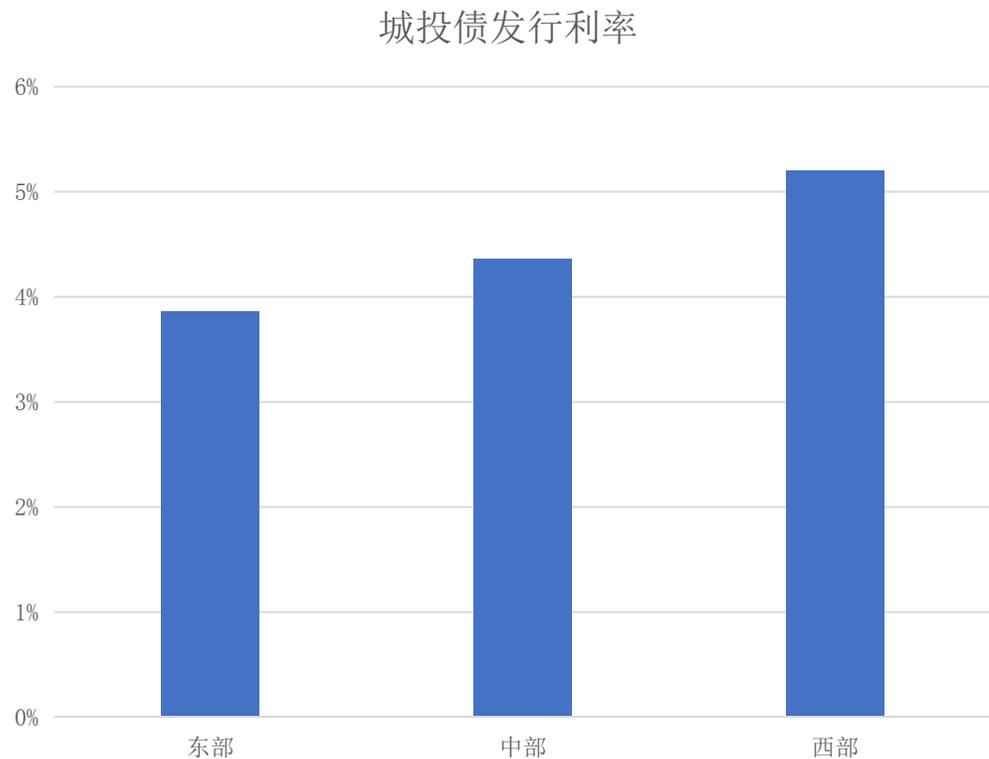
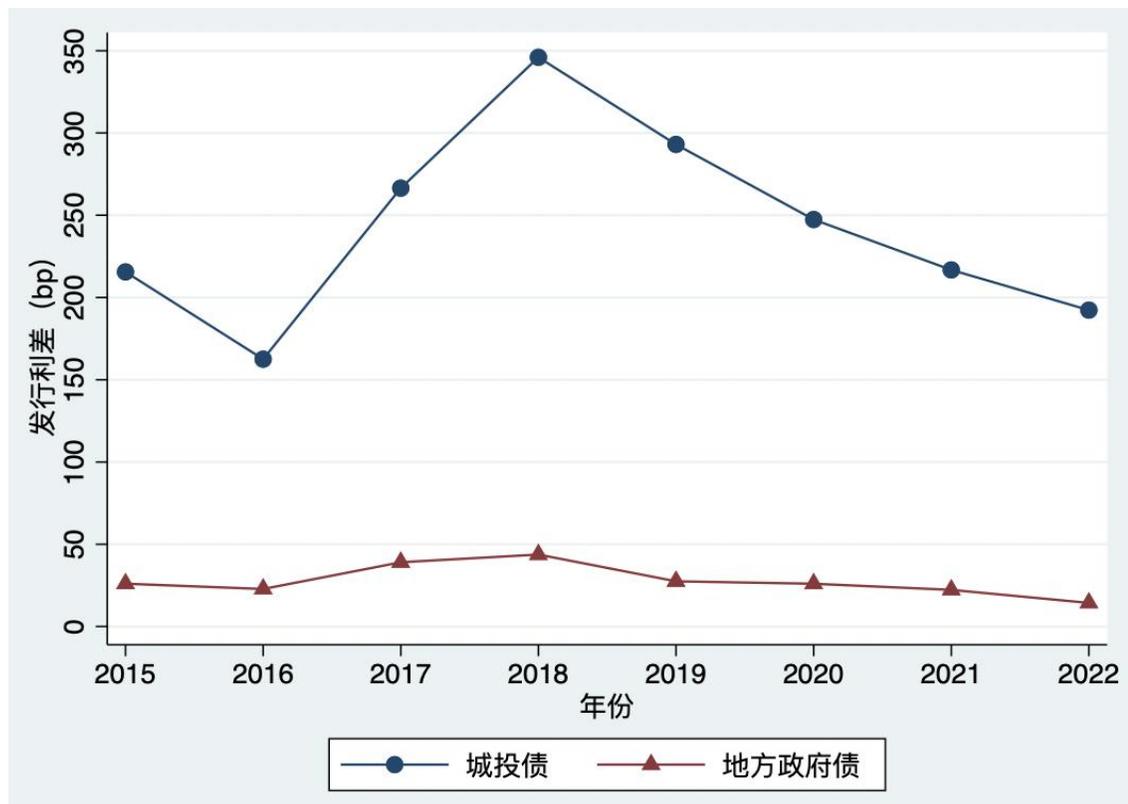
## 地方债务规模：前门大开，但堵后门效果不显

- 2015-2018年，负债率保持平稳
- 2020年以来，显性负债率、隐性负债率分别各自上升10个百分点
- 地方举债融资需求仍然高涨；道高一尺魔高一丈



## 城投融资成本高、期限短、不透明、偿付压力大

- 城投债发行利率远高于地方政府债券，非标融资成本更高
- 中西部地区的城投融资成本高于东部地区



## 城投融资成本高、期限短、不透明、偿付压力大

- 城投债券和银行贷款的期限都逐年下降。期限错配更加严重，流动性风险加大
- 原因：债务率攀升、政策不确定性加大



## 城投债借新还旧的比例大幅上升

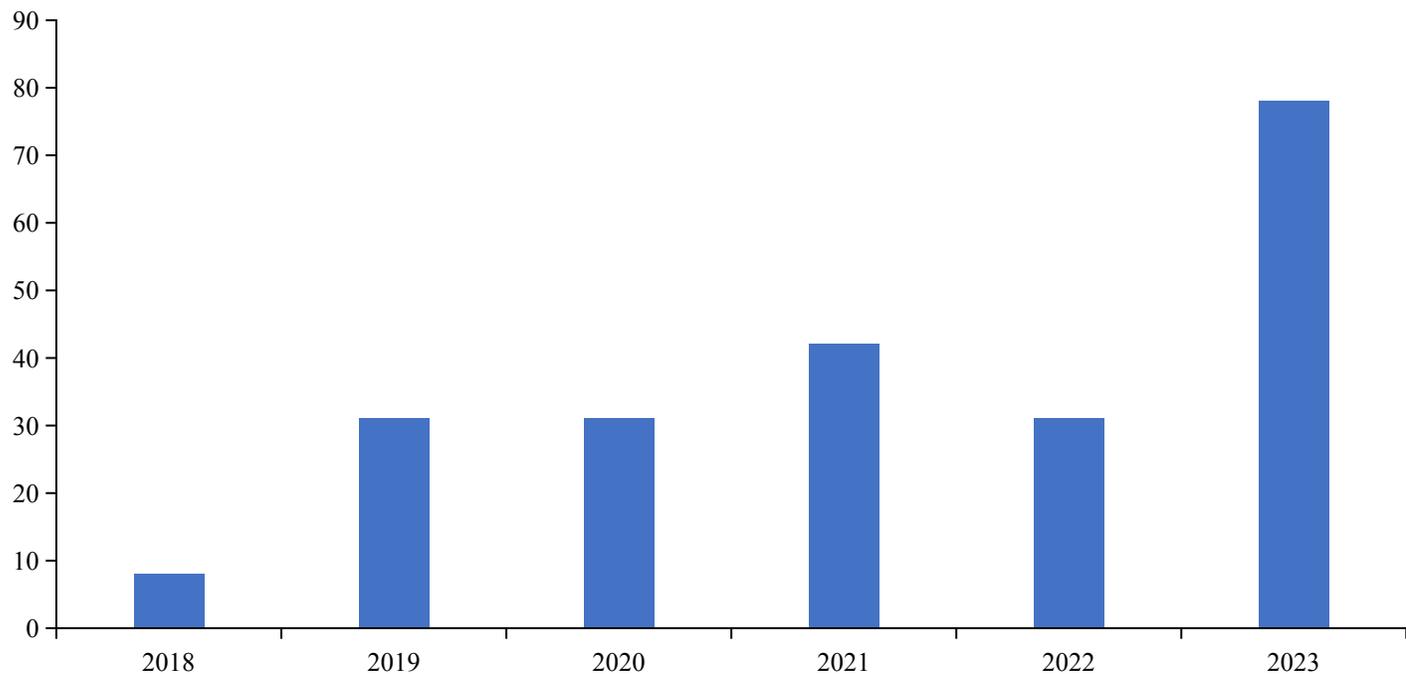
- 还本付息压力大
- 地方债向基建投资的转化率较低



# 城投非标违约时有发生

- 债券未有实质违约，风险被隐蔽
- 隐性担保未根本打破
- 2018年以来，城投非标违约累计近300起
- 2023年违约事件明显增加

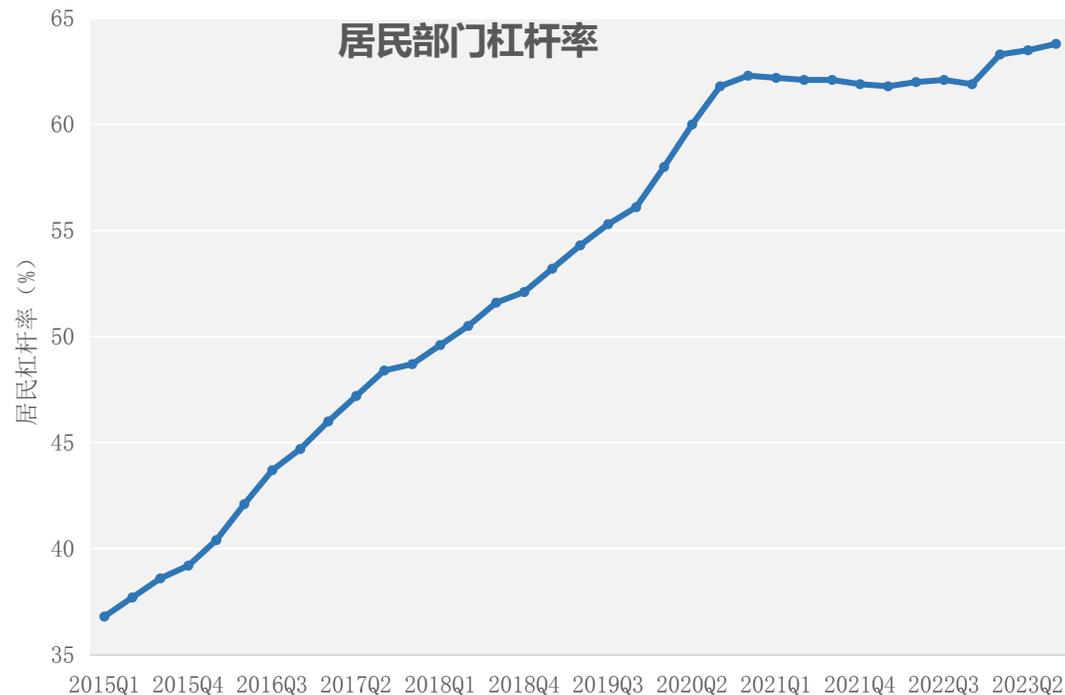
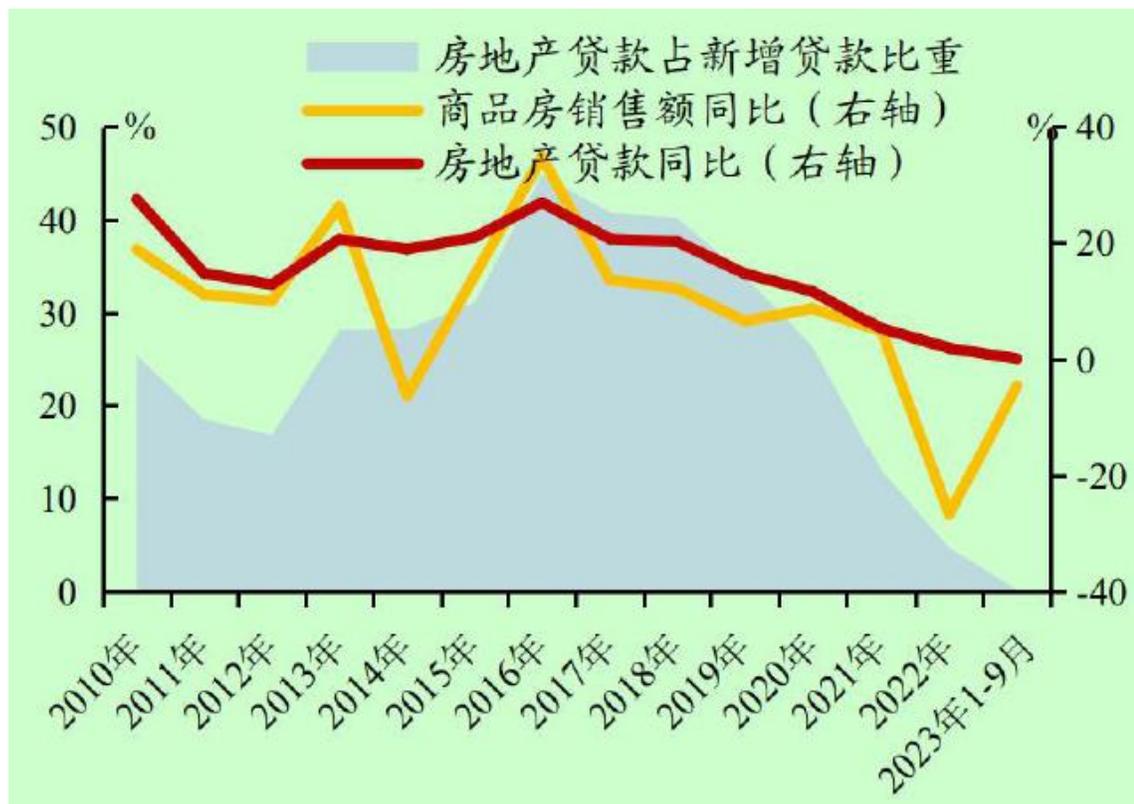
城投非标违约事件数量



数据来源：企业预警通

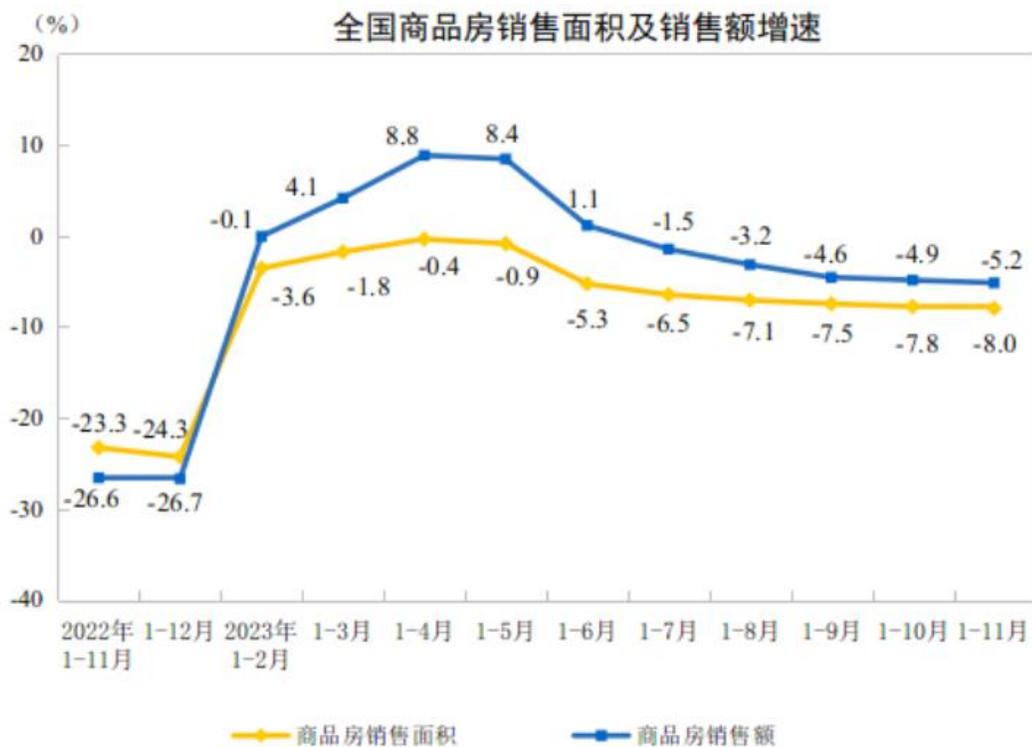
# 房地产金融风险

- 房地产前期高杠杆、近期激烈去杠杆，风险距离更近
- 2018 年之前新增房地产贷款一度占到全部贷款增量的四成，但21年以来剧烈下降
- 居民杠杆率前期攀升，近期止步



# 房地产金融风险

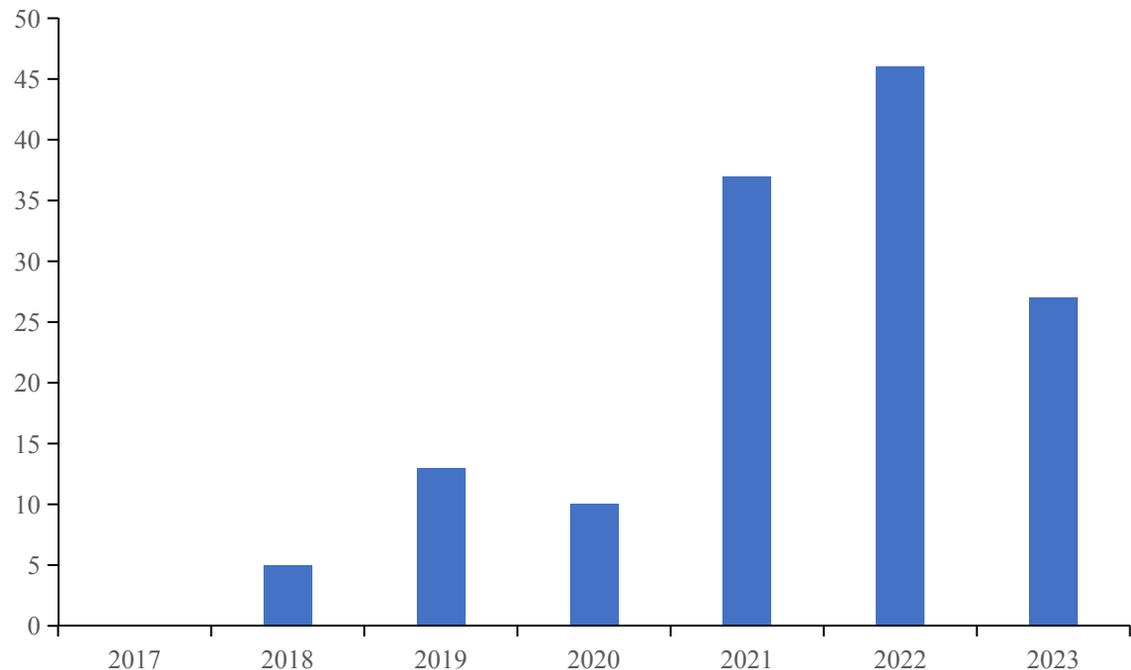
- 房地产销售下降，房地产投资下降明显，房价仍未止跌，去库存压力大
- 房地产企业持续经营的压力仍然较大，亟需恢复正常



# 房地产金融风险的新特征

- 房企暴雷，债券违约数量居于高位
- 居民住房贷款尚未大面积违约
  
- 房企无法获得正常融资、销售没有回复正常、市场信心无法修复相互螺旋
  
- 房地产金融风险的高传染性与破坏性
  - 房地产融资占比高
  - 房地产又与城投、地方财政有紧密关系
  - 资产价格下跌，抵押品效应及连带风险：资产负债表衰退

房地产企业债券违约数量

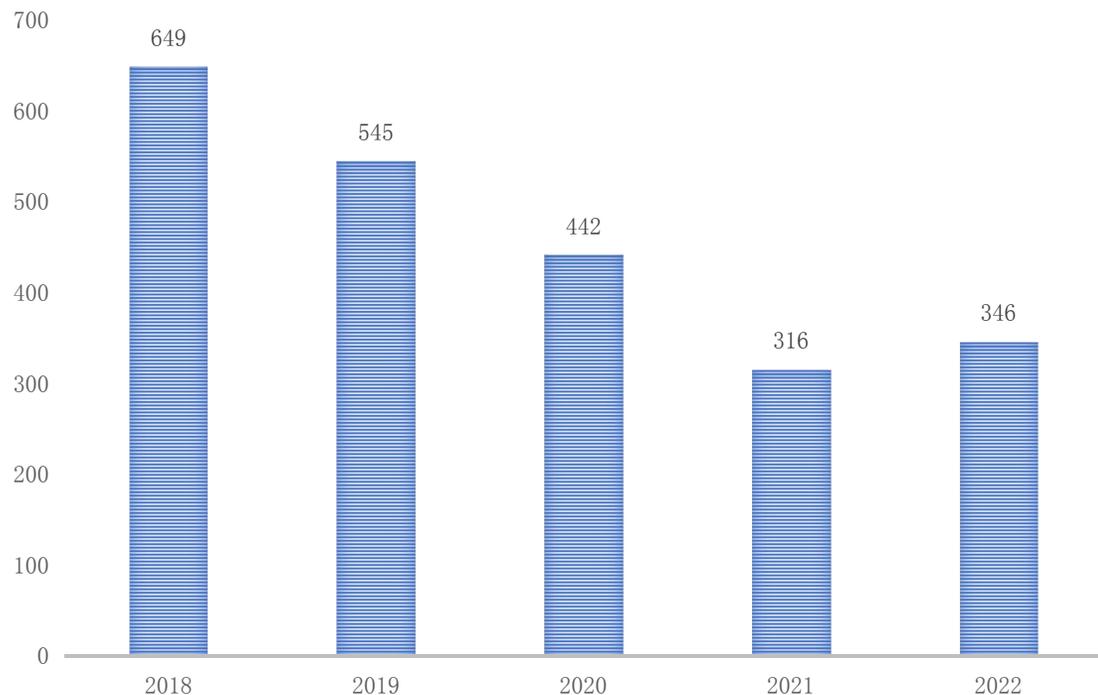


# 中小金融机构风险

- 实体经济下行，金融机构仍然处于较高的风险暴露，商业银行信贷资产质量恶化
- 商业银行分化
- 人民银行金融机构风险评级：高风险的银行数量在下降，但是中小金融机构仍然较高
  - 中小金融机构不良率仍然明显高于大型金融机构
  - 净息差收窄，不利于银行
  - 大股东操纵、内部控制、关联交易等公司治理问题仍然存在
  - 期限错配，存在流动性风险

# 人民银行金融机构风险评级

高风险银行数量

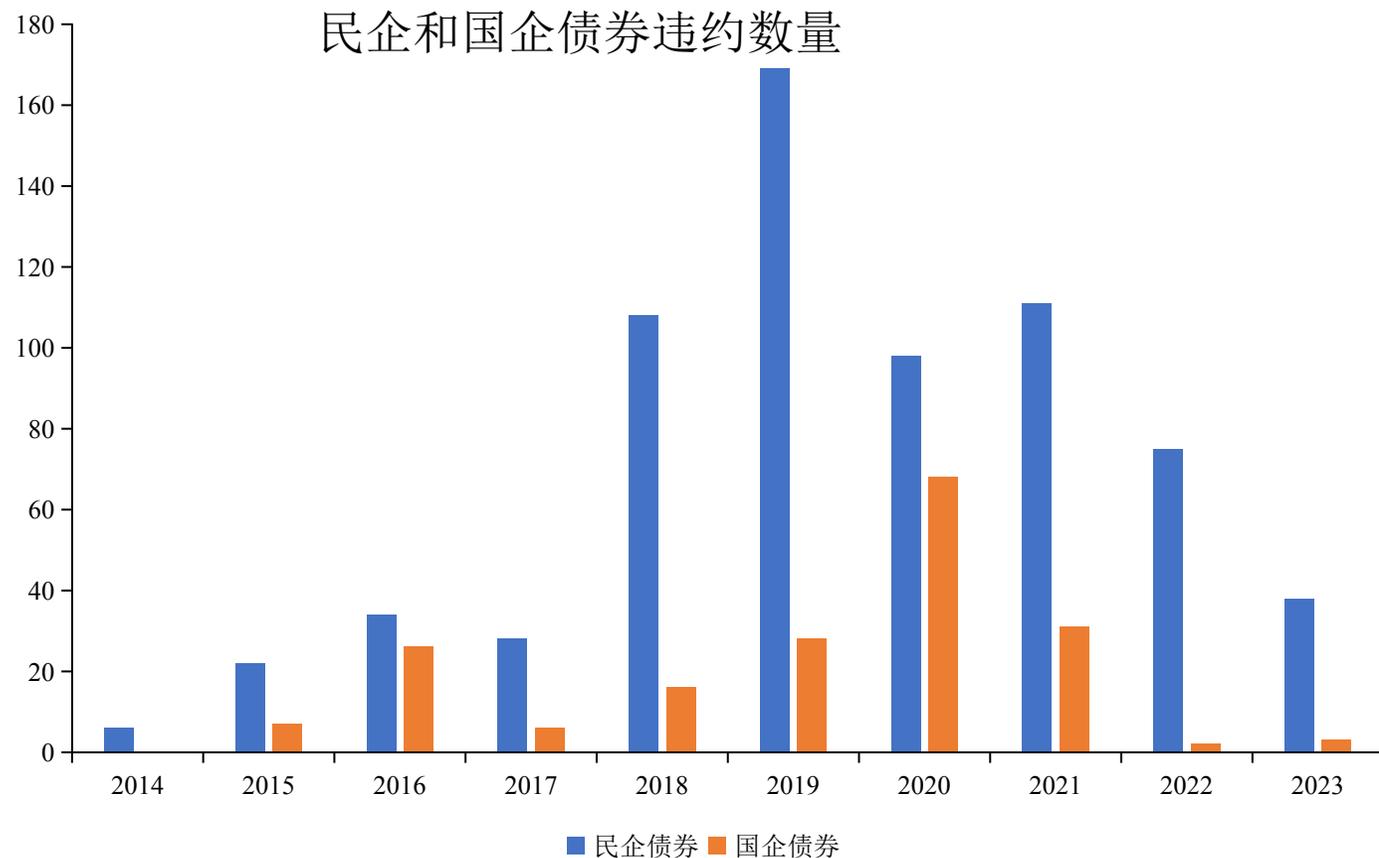


高风险银行的分布



# 企业信用债违约时有发生

- 国有企业违约明显下降，民营企业违约仍然高发



# 目 录

- 1 金融风险的旧问题与新形势**
- 2 防范化解金融风险面临的挑战**
- 3 防范化解金融风险的对策**

# 金融风险的成因

- 实体经济原因
  - 金融体系原因
  - 金融监管原因
- 
- 习近平总书记深刻指出：“透过现象看本质，当前的金融风险是经济金融周期性因素、结构性因素和体制性因素叠加共振的必然后果”。

# 实体经济成因：长短期因素叠加

## ➤ 经济增长阶段转换期

- 经济增长速度回落：投资回报率下降（包含财政收入下降）
- 经济增长动力转变：信贷投资驱动力日渐衰减，新动能尚未完全形成
- 后城镇化：城镇化速度放缓，房地产趋势性下降

## ➤ 短期因素：后疫情、逆全球化、国际地缘政治冲突

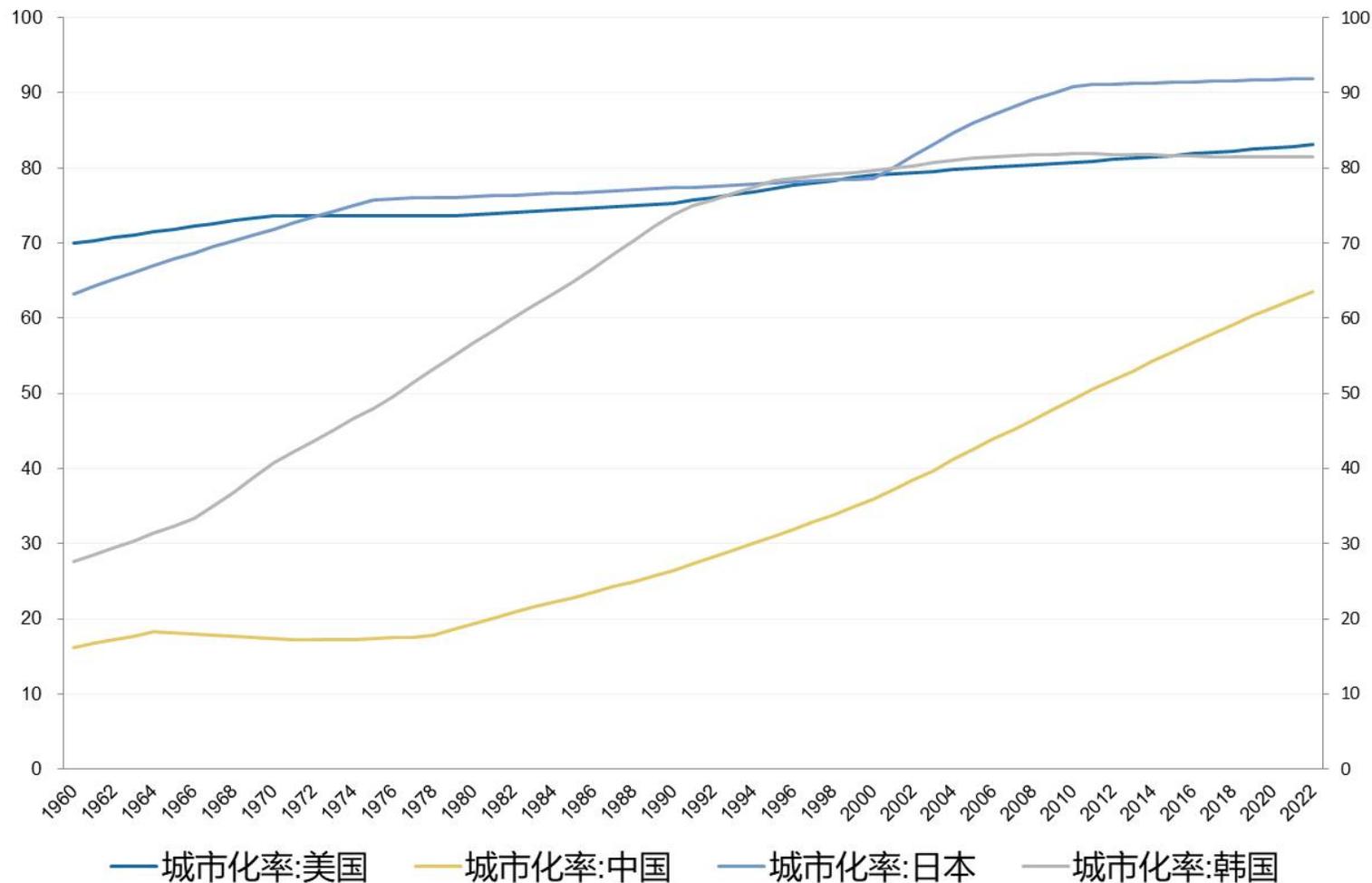
## ➤ 变与不变：发展阶段已变，但是发展模式不变

- 基建、房地产、粗放型产业投资→地方债务、房地产金融、中小金融机构风险

## ➤ 国际经验与教训：重大金融风险与中等收入陷阱

# 城市化率放缓

根据发达国家的经验，城市化率超过70%之后，会大幅度放缓。  
中国目前城市化率已经达到65%。



# 金融体系成因：市场化程度不够，政府干预仍然过多

- 金融要素市场化配置效率仍然较低
  - 要素没有配置到高生产率部门和企业，房地产、基建、落后产能仍然占比高
  - 服务实体经济能力不强→脱实向虚、自我循环，也在蕴含风险
- 地方政府对金融资源的控制与干预仍然过多
  - →地方债务、落后产能无序扩张
- 金融机构公司治理不健全
  - 发展战略和激励机制扭曲；不合理、短期化的考核指标
  - 中小银行大股东操纵、内部人控制、关联交易现象较为普遍
- 金融市场不透明，风险不能被正确定价
  - 评级制度

## 金融监管成因：监管仍存在薄弱环节

- 过度管制与管制失灵同时存在，监管套利仍然存在
- 对中小金融机构公司治理的监管薄弱
- 对房地产金融风险的预警与监管机制缺失
- 金融市场的信息披露和投资者保护问题仍然突出
- 未能跟上金融市场创新和金融科技发展要求
- 监管的监管存在漏洞

# 防范化解金融风险面临的核心挑战

- 防风险与稳增长之间的矛盾
  - 调结构、金融改革是慢变量
  - 强监管是快变量

# 目录

- 1 金融风险的旧问题与新形势**
- 2 防范化解金融风险的挑战**
- 3 防范化解金融风险的对策**

# 防范化解金融风险的举措

## ➤ 转变发展方式

- 推进供给侧结构性改革，从投资驱动到创新驱动，提升全要素生产率和资本回报率

## ➤ 深化金融改革

- 推进金融要素市场化，服务实体经济，促进脱虚向实
- “金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措”

## ➤ 加强金融监管

- 强化“五大监管”：机构、行为、功能、穿透式、持续
- 金融机构监管与实体经济融资监管相结合（房地产、地方城投）
- 强化对监管的监管

## ➤ 完善风险处置机制

- 对金融风险早识别、早预警、早暴露、早处置。
- 健全权责一致、激励约束相容的风险处置责任机制，避免因化解风险形成新的道德风险。适度容忍风险，是避免风险的最好方法

# 防范化解金融风险的总体思路

## ➤ 标本兼治

- 转变发展方式与推进金融改革是“本”
- 加强金融监管、化解存量债务是“标”

## ➤ 远近结合

- 平衡稳增长与调结构，统筹发展与安全
- 避免货币政策和金融监管大收大放
- 用平滑风险为稳增长赢得空间，用稳增长为调结构赢得时间
- 化解存量与控制增量双管齐下

# 防范化解地方债务风险的举措

## ➤ 化解存量债务

- 降低债务成本、优化期限结构，以时间换空间
- 财政与金融手段

## ➤ 遏制增量债务

### ➤ 1. 开前门、堵后门

- 开好前门：中央与地方债比例；一般与专项债比例；地区间配置比例
- 堵好后门：终身问责、倒查责任；完善城投平台常态化、穿透式监测机制；加强投资侧管控

### ➤ 2. 长效机制：转变发展方式

- 处理好两个关系：中央与地方关系
- 政府与市场关系：投资领域的市场化改革，吸引民间资本，融资平台市场化改革
- 中央与地方关系：匹配地方事权与财力

# 防范化解房地产金融风险的举措

## 先化解后防范

➤ 供给侧举措：三个不低于；第二支箭和第三箭；保交楼；

引导金融机构继续对房企存量融资展期，加大保交楼金融支持

➤ 需求侧举措：优化限购政策、修复预期

需求端应适度放松限购限贷，降低首付比例和房贷利率，更好满足居民刚性和改善性住房需求；政府购买作为保障性住房

➤ 短期内改善资金状况、修复预期，长期应该建立长效监管机制。

监管房企，“健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理”

# 防范化解中小金融机构风险的举措

## ➤ 化解风险

- 多渠道补充资本金，专项债补充
- 推进合并重组

## ➤ 防范风险

- 加强重点监管

完善金融风险监测、评估与防控体系

- 健全公司治理、加强内部管理

建立稳定优良的股权结构，重点针对股权代持、违规关联交易、利益输送等突出问题，堵塞监管漏洞，加强股东股权穿透式监管

解决绩效考核不科学不审慎、看重短期规模的问题，走出顺周期经营舒适圈

推动中小银行回归本源和主业，立足当地开展特色化经营

省联社改革

- 减少政府干预，促进市场化经营



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



# CMF专题报告发布， 聚焦“防范化解金融风险：挑战与对策”

1月9日，CMF 宏观经济热点问题研讨会（第80期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，聚焦“防范化解金融风险：挑战与对策”，来自国内学界、企业界的知名经济学家**毛振华、周诚君、刘晓春、鲁政委、杨成长、马光荣**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学财政金融学院副院长**马光荣**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

- 1、金融风险的旧问题与新形势
- 2、防范化解金融风险面临的挑战
- 3、防范化解金融风险的对策

## 一、金融风险的旧问题与新形势

在2023年召开的中央金融工作会议中，明确以全面加强监管、防范化解风险作为金融工作的重点，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线，坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题。这次会议上也明确了今后一段时期内需要重点关注和化解的金融风险，包括地方债务、房地产和中小金融机构三个领域。事实上，在过去十年来，防范化解金融风险一直是金融工作的一个重要主题：在2017年中央金融工作会议列出的三项任务中，防控金融风险是重要任务之一；在2015年供给侧结构性改革当中，“去杠杆”一方面致力于提升实体经济的效率，另一方面致力于防范化解金融风险。

### 1、实体经济高杠杆与金融风险

我国宏观经济杠杆率从2008年以后几乎一路走高，而宏观经济的高杠杆是金融风险的总根源。金融风险源于实体经济，实体经济的高杠杆意味着实体部门过度负债，在金融领域体现为信用过快扩张。一旦过度负债和宏观经济高杠杆体现为债务规模过高，若相应的偿债能力有限，在外部冲击、经济下行或者流动性收紧等条件之下，必然会导致风险爆发。所以，金融风险往往都体现为债务的风险。金融危机往往都起源于高债务引发的债务危机，可能是宏观总债务率过高，也可能是某一部门的债务率过高。所以，实体经济杠杆率是金融风险的先导预警指标。

2017年以来宏观总杠杆率是先稳后升的。如图示，宏观杠杆率趋势可大致分为三个阶段：一是2008年-2017年，宏观杠杆率一路走高；二是2017年-2019年，宏观杠杆率趋稳；三是2020年以来，宏观杠杆率又出现明显提升。



第二阶段中，宏观杠 杆 率 趋 稳 与 2017 年 前 后 大 力 实 施 的 去 杠 杆 和 加 强 金 融 监 管 政 策、防 控 金 融 风 险 取 得 一 定 成 效 密 切 相 关。在 此 期 间，地 方 政 府 债 务 开 前 门、堵 后 门 的 系 列 政 策 先 后 出 台，地 方 政 府 债 务 进 行 了 大 规 模 置 换，资 管 新 规 出 台，防 控“影 子 银 行”风 险，有 效 防 范 若 干 起 中 小 金 融 机 构 的 风 险 和 处 置 债 券 市 场 上 若 干 债 券 违 约，化 解 了 互 联 网 金 融 的 风 险，大 力 完 善 和 加 强 了 金 融 监 管。所 以，宏 观 杠 杆 率 稳 定 在 240% 左 右。

第三阶段，宏观杠 杆 率 又 出 现 明 显 的 上 升。最 近 三 年，杠 杆 率 又 从 247% 上 升 到 287%。宏 观 杠 杆 率 的 上 升 源 于 两 个 因 素，一 是 其 分 子 反 映 债 务 规 模，在 经 济 压 力 严 峻 的 情 况 下，无 论 是 政 府 部 门 还 是 私 人 部 门，都 在 加 杠 杆 来 稳 增 长；二 是 其 分 母 反 映 收 益 率 即 偿 债 能 力，近 三 年 GDP 增 速 的 明 显 下 降 也 使 得 总 杠 杆 率 攀 升，而 且 不 仅 有 实 际 GDP 增 速 下 降，还 有 名 义 GDP 增 速 下 降，因 为 近 三 年 物 价 指 数 实 际 上 是 偏 低 的。

进一步把总杠杆率分解到各部门，可以明确看出当前金融风险的重点领域。在2020年以来，总杠杆率上升40个百分点，分拆各个部门——政府部门15个点，企业部门17个点，居民部门8个点，三大部门都有所上升。

就政府部门而言，中央政府杠杆率上升5%，地方政府杠杆率上升10%。地方政府杠杆率是纳入财政预算账本中的显性债务。中央政府和地方政府杠杆率的双升，来源于近几年国债大规模发行和财政赤字的明显加大，地方政府专项债的发行额度这几年也明显上升。

就企业部门而言，杠杆率上升的最大部分是城投公司，地方城投杠杆占GDP的比例上升10个百分点，其他企业只上升了7个百分点。地方城投杠杆的上升离不开地方政府的隐性担保，城投风险极易转化为地方政府公共风险。如果把地方政府显性杠杆和隐性的城投杠杆合计看，可以看到广义地方政府杠杆在过去三年上升了20个百分点，占近三年宏观杠杆率上升幅度（40%）的近一半。

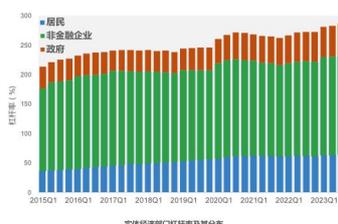
就居民部门而言，其上升幅度相对较小，但在2017年-2020年增长比较快，2021年开始止步。主要原因在于70%-80%的居民杠杆都是居民住房贷款，而2017年-2020年房地产部门都是在高歌猛进地加杠杆，但从2021年房地产严格调控以来，居民部门的住房贷款增速明显呈下降趋势。所以，虽然房地产部门在整个宏观杠杆当中占比很大，但近年来，其杠杆率在下降。扭转房地产高杠杆运行模式，对化解房地产风险是长期有益的，但是短期内过于激烈的房地产去杠杆也引发了房企暴雷频发，诱发了当前的房地产部门高风险。



### 分部门杠杆率，地方债与房地产占比高，上升快

2020年以来，各部门杠杆率均在上升：政府上升15%，企业上升17%，居民上升8%。

- 政府部门：中央杠杆率上升5%，**地方政府杠杆率上升10%**。
- 企业部门：**城投杠杆率上升了10%**，其他企业上升7%。
- 居民部门：17-20年增长，21年以来止步，甚至部分季度略有下降。与房地产形势紧密相关。



实体经济部门杠杆率发展分布

## 2、金融风险的重点领域

杠杆率的结构显示金融风险的几个重点领域：1) 地方政府债务风险；2) 房地产风险；3) 中小金融机构风险。

如果实体经济部门和地方政府债务、房地产都出现比较大的高债务高杠杆，最后必然又会体现为金融机构的高风险，而中小金融机构是更为脆弱的，所以中小金融机构风险是需要重点防范的领域。

这三个金融风险重点领域之间是紧密交织、错综复杂的。房地产风险极易引发地方政府的债务风险，因为地方政府财政收入高度依赖于土地（出让）和房地产的交易，地方城投平台的很多业务都离不开房地产的开发，土地价值也关系到对城投平台的土地抵押能力，所以房地产风险极易加重地方政府债务风险，而房地产和地方城投的风险最终又会蔓延到金融机构的风险。在这个过程中，金融风险与财政风险相互影响，即公共风险和私人风险出现相互叠加、相互轮动的趋势。

### 3、当前金融风险的总特征

#### 1) 债务规模不断攀升，而偿债能力下降

表现在 GDP 降速运行，实体经济部门收益下降。由于物价指数偏低，甚至出现 PPI 通缩，导致名义上实体经济部门付息能力下降

#### 2) 融资成本高

特别对地方政府举债而言，城投平台的融资成本远远高于显性的政府债券和国债的融资成本，这加剧了城投平台的偿付压力。

#### 3) 融资期限错配

对比中国企业和美国企业的融资期限，美国不仅大量运用股权融资，且在债务期限上，中国企业的平均债务期限也远低于美国，尤其在债券期限上中国更是远低于美国。其中最明显的是城投，城市基建回报周期长达几十年，而城投发债期限大多只有短短三年，期限高度错配使得流动性风险和违约风险相互交织。

#### 4) 金融风险隐蔽性强

隐蔽性强意味着金融风险极易突发，且具有很强的传染性、破坏性。

#### 4、地方债务风险的新特征

就地方债务风险而言，显性的政府负债率不高，中央国债+地方显性债占 GDP 比例合计50%，低于国际上较流行的60%警戒线水平。但如果把地方城投的隐性债（大概占 GDP 比例为40%）计算在内，广义政府负债率则超过90%。

总的来看，在政府负债率较高的情况下，不仅总的债务风险比较大，而且地方债务呈现出较大的地区间差异，尤其是一些中西部省份的负债率比较高、偿债能力是明显偏弱的。所以，总的风险也许还可控，但个别地区的风险很容易由于金融市场的关联性产生跨地区、跨市场、跨机构的风险。



##### 1) 显性债风险相对可控，但仍存在不利因素

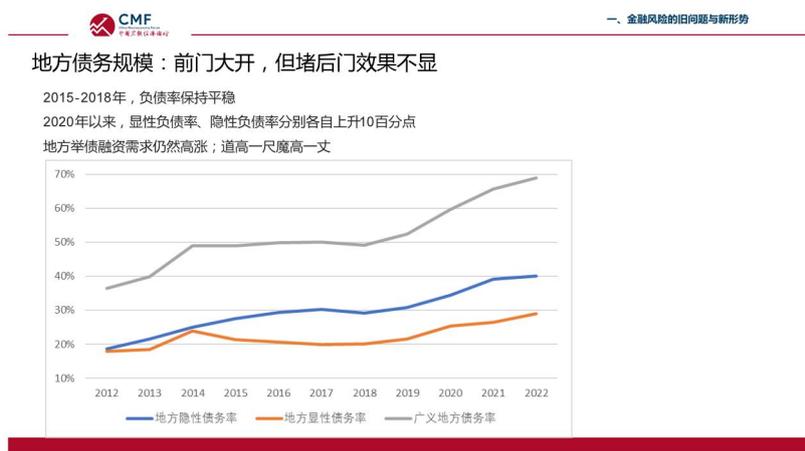
尽管规模上升，但还未超过60%，同时由于透明、限额管理、融资成本低、举债期限长的特点，显性债风险相对可控。尤其是显性债期限较长，其偿债高峰期在一二十年后，当前主要是付息压力。

显性债仍存在三个不利的因素。第一，财政收入下滑导致财政收支紧平衡；第二，显性债限额分配未真正贯彻正向激励原则。依据原则，对于财力强的、风险低的地区应该多分配额度，但是近三年来，中央考虑到一些财力很弱、风险较高的地方财政压力更大，需要财力均等化以及化解当前风险，所以给予其更高的债务限额，隐含着未来风险与收益的双重问题；

第三，专项债过度包装，实际收益低。审计署去年审计结果显示大多数专项债项目实际收益很小，导致未来偿债压力大。

## 2) 隐性债风险高

2015年“新预算法”实施，通过堵后门对隐性债务规模进行管控，明面上违法违规的隐性债务已经较少，但更隐蔽的、通过城投举债的手段仍然很多。所以，2015以后“开前门”并未对“堵后门”产生持久作用，“堵后门”仅仅在2015年-2018年中取得了一定成效。2020年以来显性债大幅度上升，但隐性债也一点也没削减反而大幅提升，这反映出地方举债融资需求仍然高涨，而财力非常紧张，地方就有非常多隐性手段进行融资，使得隐性债务规模还在上升。



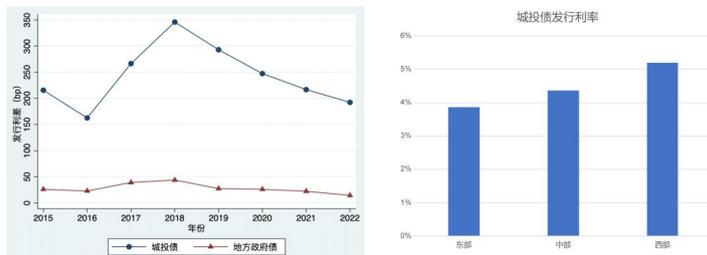
## 3) 城投融资成本高、期限短、不透明、偿付压力大

城投融资成本远远高于政府债券。中西部地区城投成本明显比东部地区高，中西部地区的债务规模又比较大，所以已经出现了一些局部性的债务偿还问题。

城投的期限错配问题也愈发严重。无论是城投债券还是它获得的银行贷款，期限都在逐年下降，流动性风险因此进一步加重。城投融资期限缩短的重要原因是总的地方政府债务率逐年攀升，偿债能力变弱，以及政策不确定性加大，使得金融市场、金融机构很难为这些城投提供长期融资。

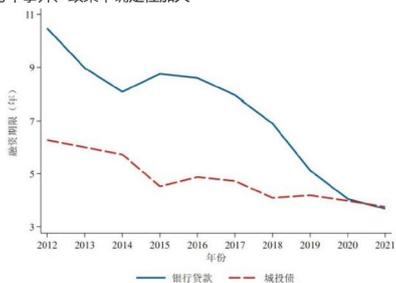
#### 城投融资成本高、期限短、不透明、偿付压力大

城投债发行利率远高于地方政府债券，非标融资成本更高  
中西部地区的城投融资成本高于东部地区



#### 城投融资成本高、期限短、不透明、偿付压力大

城投债券和银行贷款的期限都逐年下降。期限错配更加严重，流动性风险加大  
原因：债务率攀升、政策不确定性加大



#### 4) 城投债中借新还旧的比例大幅上升，城投非标违约时有发生

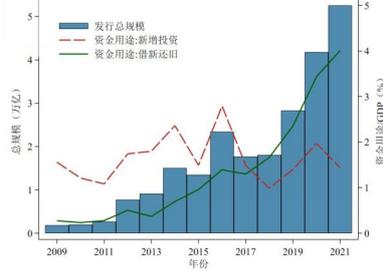
因为债务规模高企，尽管城投债的发行量在迅速增加，但借新还旧比例高达七成以上，不仅显性债增加，隐性债也在增加。然而，因为付息压力和还本压力很大，相当多的债务无法转换成新增的投资，即地方政府债务向基建投资的转化率比较低。所以，尽管基建投资近一两年略有起色，但仍在低位运行。

在这种情况下，城投平台公开市场债券目前未有实质违约，实际上是地方政府通过各种手段去隐性处置。非公开的非标融资违约近年来高发，2023年以来明显增多，据不完全统计城投非标违约累计300起。

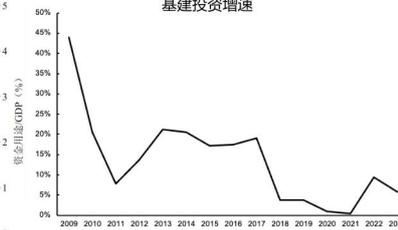
### 城投债借新还旧的比例大幅上升

还本付息压力大

地方债向基建投资的转化率较低



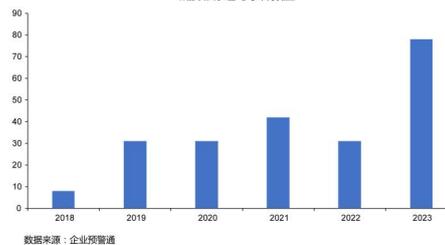
### 基建投资增速



### 城投非标 违约时有发生

- 债券未有实质违约, 风险被隐蔽
- 隐性担保未根本打破
- 2018年以来, 城投非标违约累计近300起
- 2023年违约事件明显增加

城投非标违约事件数量



数据来源: 企业预警通

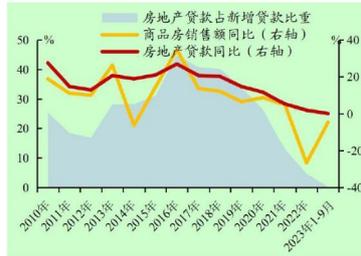
## 5、房地产金融风险的新特征

房地产前期是高杠杆且逐渐增加, 2018年之前新增房地产贷款一度占到全部贷款增量的四成。但2021年以来, 新增房地产贷款剧烈下降, 以前年增20%逐渐降到将要负增长。扭转房地产高杠杆运行模式从长远来讲是有益的, 但是短期内激烈的去杠杆导致当前房地产企业出现了融资困难, 房地产市场信心不足, 产生金融风险。

从近几月的房地产销售面积和销售额、房地产开发投资增速来看, 销售面积和销售额都在负增长, 而且该迹象没有收窄, 房地产开发投资增速降幅也在加大, 重点城市的房价仍未止跌, 去库存压力是非常大的。所以, 对于房地产部门而言, 最重要的是让其获得持续正常经营的能力。

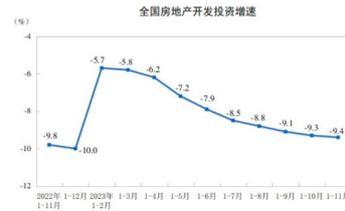
## 房地产金融风险

- 房地产前期高杠杆、近期激烈去杠杆，风险距离更近
- 2018 年之前新增房地产贷款一度占到全部贷款增量的四成，但21年以来剧烈下降
- 居民杠杆率前期攀升，近期止步



## 房地产金融风险

- 房地产销售下降，房地产投资下降明显，房价仍未止跌，去库存压力大
- 房地产企业持续经营的压力仍然较大，亟需恢复正常

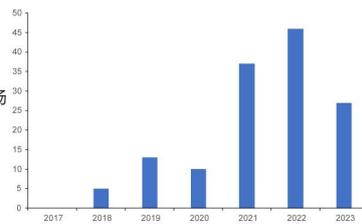


房企暴雷，债券违约数量居高位。因此，房企无法获得正常融资、销售没有恢复正常、市场信心无法修复三者之间相互螺旋进行。当然，居民住房贷款还未出现大面积违约，违约主要体现在房地产开发企业上。同时，房价虽然出现了下跌，但总体上跌幅尤其在一线城市还不是很大。但是我们需要打破这个螺旋，若不打破它，房价跌幅可能还会加大，进一步将引发居民住房贷款大面积违约，进而由房地产金融风险引发整个金融部门风险。

## 房地产金融风险的新特征

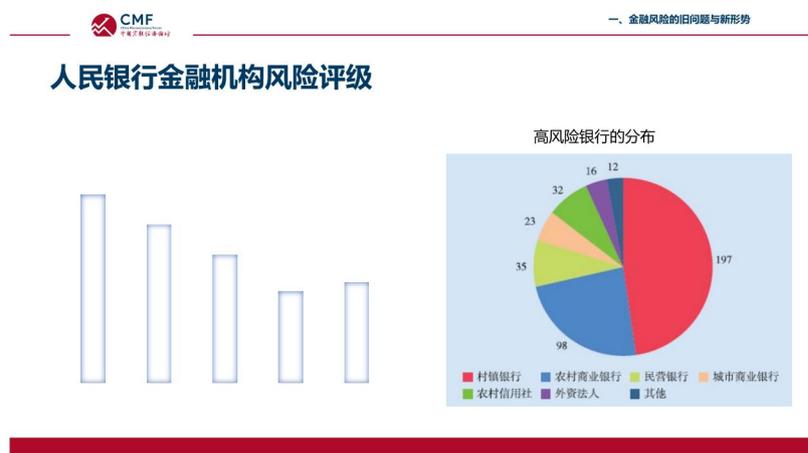
- 房企暴雷，债券违约数量居于高位
- 居民住房贷款尚未大面积违约
- 房企无法获得正常融资、销售没有恢复正常、市场信心无法修复相互螺旋
- 房地产金融风险的高传染性与破坏性
- 房地产融资占比高
- 房地产又与城投、地方财政有紧密关系
- 资产价格下跌，抵押品效应及连带风险：资产负债表衰退

房地产企业债券违约数量

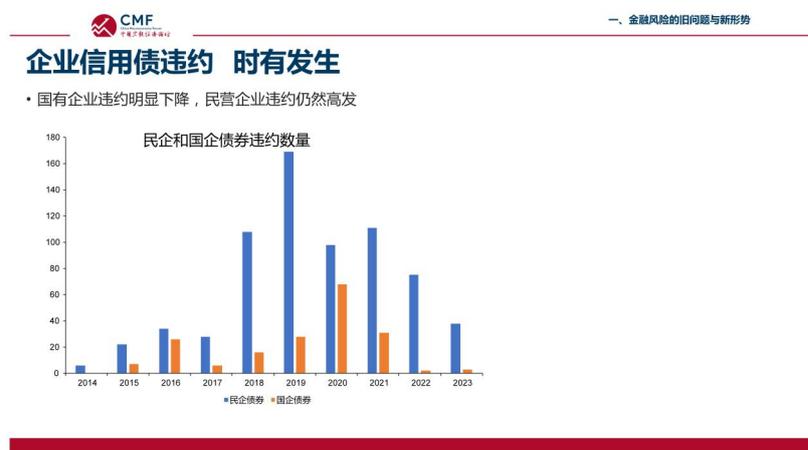


## 6、中小金融机构风险的新特征

实体经济下行，金融机构仍然处于较高的风险暴露，商业银行信贷资产质量在恶化。商业银行出现了分化：大银行相对而言是可控的，但中小金融机构风险仍然频发。如图示人民银行金融机构风险评级，2018年高风险银行数量649，近年来明显下降，但2022年又比2021年多一些；高风险银行主要分布在村镇银行、农商行和个别城商行，尽管其数量多，但规模很小，所以占总金融资产的比例相对较小。不过，无论如何其中也存在着向整个金融市场蔓延的风险。特别是在中小银行净息差仍在收窄以及存在着明显期限错配的情况下，仍然需要重点关注中小金融机构的风险。



除了中小金融机构而言，在债券市场上，2018年以后的违约案例仍然较多。就2023年最新情况来看，国有企业违约明显下降，但是民营企业债券违约仍然高发。



## 二、防范化解金融风险面临的挑战

习近平总书记深刻指出，当前的金融风险是经济金融周期性因素、结构性因素和体制性因素叠加共振的必然后果。

### 1、实体经济原因：长短期因素叠加，长期因素居多

我们正处于经济增长阶段转换期，经济增长速度逐渐回落的过程中，投资回报率、财政收入增长率在下降，偿债压力就会变大。在经济增长阶段转换期中，信贷投资对经济增长驱动力日渐衰减，而新动能尚未完全形成。发展阶段已经变化，而发展模式仍然是以基建、房地产、粗放型的产业投资驱动经济增长，势必体现为实体经济部门出现高杠杆，连带引发金融高风险。

与之相关，我们即将迎来后城镇化时期。中国当前城镇化率是65%，根据发达国家的经验，城镇化率超过70%以后就会大幅度放缓，进而导致房地产、基建的投资需求呈现出下降趋势，这也会造成实体经济部门杠杆率的上升。

从国际来看，在经济增长阶段转换期确实容易出现重大金融风险，拉美债务危机、东南亚金融危机和日本房价泡沫破裂都发生在经济增长阶段转换期。若在此期间内没有对已经出现的金融风险和金融危机进行有效的防范化解，则会给该国长期增长带来重创，从而陷入中等收入陷阱。

### 2、金融体系成因：市场化程度不够，政府干预仍然过多

金融要素市场化配置效率仍然较低，这导致相当多的金融信贷资源没有配置到高生产率部门和企业，房地产、基建和落后产能占比仍然很高，服务科技创新、产业升级的比重还不强。

地方政府对金融资源、金融机构的控制和干预仍然过多，这导致金融向落后产能、地方债务上的配置过多。

金融机构的公司治理不健全，尤其是中小金融机构存在着大股东操纵、内部人控制、关联交易等现象，金融市场不够透明，对风险的定价机制不够完善。

### 3、金融监管成因：监管仍存在薄弱环节

一方面，地方政府对金融机构、金融体系存在过度干预，另一方面我们的金融监管仍然存在薄弱环节，干预过度和监管失灵并存，存在着广泛的监管套利。包括对中小金融机构公司治理的监管相对薄弱、对房地产金融风险的预警和处置机制缺失、金融市场的信息披露和投资者保护问题仍然突出，以及金融监管未跟上金融市场创新和金融科技发展的要求。

#### 4、防范化解金融风险面临的核心挑战

金融风险的防范化解离不开转变发展方式、金融体系的改革以及金融监管的加强，但其中也存在着防风险与稳增长之间的矛盾，这是当前化解金融风险所面临的核心挑战。

调结构和促改革有利于化解长远的风险，是慢变量；而面对风险时，强监管、去杠杆是快变量。在慢变量不变的情况下，一味追求快变量，严监管去杠杆，经济增长就会出现下滑，同时风险暴露过快。所以，核心挑战是要在防风险和稳增长之间找到一个平衡点。

### 三、防范化解金融风险的对策

#### 1、防范化解金融风险的总体举措

##### 1) 转变发展方式

要进一步推动供给侧结构性改革，从投资驱动的发展模式转变为创新驱动的发展模式，提升全要素生产率和资本回报率。一方面，可以使得债务、信贷资源配置到更高生产率的部门上；另一方面，能够更快地推动 GDP 增长、提高这些部门的偿债能力，有利于长远的风险化解。

##### 2) 深化金融改革

在金融改革上，要进一步推进金融要素市场化配置，让金融体系更好地服务实体经济。这也是防范金融风险的根本举措，因为只有服务好实体经济，金融资源配置到较高回报率的部门和产业上去，长远的偿债能力才能得以保障。

##### 3) 加强金融监管

除了继续强化“五大监管”之外，需要着重注意到金融风险是从实体经济中产生的，所以不仅要加强对金融机构的监管，还要强化对实体经济部门融资的综合监管，特别要覆盖诸如地方城投、地方政府债务以及房地产部门这类重点领域。同时，要强化对监管的监管，真正牢牢守住金融监管防范金融风险的底线。

#### 4) 完善风险处置机制

进一步落实“四早”，健全权责一致、激励约束相容的风险处置责任机制，适度容忍风险，避免因化解风险形成新的风险，趁早处置小的风险暴露。

### 2、防范化解金融风险的总体思路

#### 1) 标本兼治

转变发展方式与推进金融改革是“本”；加强金融监管、化解存量债务是“标”，需要“标”、“本”兼治。

#### 2) 远近结合

“标”是快变量，针对当前而言的，“本”是慢变量，针对长远来看的，这就需要远近结合。在“标”上，重要的是适当加强监管，化解存量债务去平滑缓释风险，通过缓释的风险为稳增长赢得空间，进而稳增长为经济调结构赢得时间。如果调结构顺利实现，最终又可以实现对金融风险的长远管控。所以，缓释风险的过程需要我们统筹短期与长期、兼顾标和本以及掌握好政策力度，避免货币政策和金融监管的大收大放，近期化解存量与远期控制增量双管齐下。

### 3、防范化解地方债务风险的举措。

#### 1) 化解存量债务

核心是降低存量债务融资成本，优化期限结构，延长举债期限，以时间换空间，综合运用财政金融手段来化解债务。

#### 2) 遏制增量债务

一是继续开好“前门”和堵好“后门”。开好“前门”，需要处理好国债和地方债的比例，一般债和专项债的比例，以及专项债限额在地区间配置的比例；堵好“后门”，需要进一步完善对地方政府终身问责倒查责任的机制，加强对城投平台常态化、穿透式的监管。

二是构建地方政府债务管控的长效机制，核心仍然是转变经济发展的方式。需要处理好两个关系：一是政府与市场的关系，加快投资领域的市场化改革，吸引民间资本进入城市基建领域，从而推进融资平台的市场化改革。二是优化央地之间的财政关系，匹配地方政府的事权与财力。

#### 4、防范化解房地产金融风险的举措

应着眼于既化解存量又防范未来增量风险。化解存量，最重要的是改善房地产部门的资金状况，修复房地产市场的预期，需要供给侧与需求侧同时发力。对供给侧而言，要落实“金融十六条”，做到“三个不低于”，要加大对于“保交楼”的金融支持；对于需求侧而言，需要优化限购限贷的政策，进一步降低首付比例和房贷利率，必要时政府应出手将商品房转化成保障性住房，来修复整个房地产市场的预期。房地产市场企稳后，长期应着眼于对房地产部门的长效监管机制。

#### 5、防范化解中小金融机构风险的举措

就化解风险而言，对当前已经存在的高风险中小金融机构，要分类施策，统筹考虑机构规模与风险外溢性，注意处置的节奏、方式，压实金融机构及其股东、监管部门、地方政府等各方责任，采取自救、同业互救、引入AMC、合并重组、破产出清等不同处置方式，精准拆弹。需要重点关注如何多渠道补充资本金。近年来，地方政府专项债有一部分可以用于中小金融机构资本金补充，而怎样用好用足专项债来补充资本金是未来应考虑的重要方向。

就防范未来风险而言，应进一步加强对中小金融机构风险的监测、评估和防控。对于中小金融机构自身，应健全公司治理、加强内部管理，尤其是要对大股东操纵违规的关联交易等突出问题补上监管漏洞，通过稳定的股权结构实现良好的公司治理，进而加强内部的管理，从而解决中小金融机构内部激励机制的问题，推动中小金融机构真正回归本源主业，立足当地开展特色化经营。也需要减少地方政府对于中小金融机构的过度干预，促进市场化的经营。

论坛第二单元，结合 CMF 中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“如何化解当前的金融风险”问题展开了讨论。

申万宏源首席经济学家**杨成长**认为，要明确上一轮金融风险是金融机构制度创新带来的风险，而这一轮金融风险是中国经济转型引致的风险，因此解决这一轮风险，第一要注意资产端和负债端的匹配问题，第二要通过历史的过程动态化解，第三要解决制度不对称问题，第四要在发展中解决问题。

当前金融机构存在两方面突出的问题，一方面，金融机构是帮助实体经济化解风险、经营风险，而不是规避风险的；另一方面，金融机构对科技、数字、产业的认知和理解，与实体解决偏差过大。因此，要化解风险，金融机构应该着力解决这两方面问题。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**认为，讨论金融风险就要讨论债务、总杠杆率，在三大部门中，政府部门杠杆率是可控的，因为政府拥有巨大的经营性资产，居民部门的杠杆率更值得关注。金融风险的核心是资产价格下降，资产价格集中表现在房地产上，恰好居民负债对应的资产几乎全是房地产，因此，当下风险的核心问题并不是总杠杆率，而是房地产。

要化解风险，一要处理好产业投资和基建投资的问题，二要处理好直接融资和间接融资的关系，三要处理好居民债务中增量和存量的问题，四要做好货币政策和监管政策的搭配。关键问题还是项目问题，金融机构是为不同风险偏好的投资者服务的，而不是只为低风险投资者服务的。

中国人民银行金融研究所所长**周诚君**将金融危机产生系统性影响的原因归纳为三个“C”，connection、correlation 和 contagion。他强调，金融部门风险具有非常强的传染性，很多传染不仅仅限于机构和机构投资者之间，它会向储蓄部门尤其是公众储蓄部门传染，最终演变为公共事件，外部性就会非常显著。要认识到金融风险可能产生的关联性后果、羊群效应以及巨大的外部性，要果断迅速的处置。

我国对金融机构风险的处置程序效果不错，但在通过市场机制吸收方面我们还没有那么成熟，值得认真学习国际经验，形成一套有效的、能够更大程度减少对政府和公共资源以及纳税人资源依赖的处置框架。

上海新金融研究院副院长**刘晓春**指出，在防范化解风险中需要关注六大风险，即化解风险中的风险。第一，防范化解金融风险要守住金融监管的底线；第二，在防范化解金融风险中要充分认识到风险是不能被消灭的；第三，在压实地方政府防范化解金融风险责任的同时，要防止地方政府干涉金融机构的具体经营管理；第四，在化解小金融机构的风险性中必须坚持解决问题式的改革，防止掩盖问题式的改革；第五，在政策制定中要兼顾国内国际，提升宏观经济管理能力；第六，在治理和化解金融风险中，要尊重金融业务的规律和相关金融业务风险逻辑，从而提高监管能力。

兴业银行首席经济学家**鲁政委**认为，防范化解金融风险主要有三个方面。一是在风险发生前，始终要把杠杆保持在适度水平上，这才是既安全又有效率的；二是在风险发生后，要及时救助，避免议而不决，提高协调效率；三是要有早期纠正机制，要有独立的、外部的年度审计。

防范化解风险要熟悉国外先行者的经验。第一个是2008年美国救助“两房”的经验，发行长期限债券，积累优先股注资；第二个是70年代美国解决房地产危机的经验，通过成立“两房”机构，解决政府隐债问题，降低负债成本。

# 毛振华：关注资产价格下行过程中的居民部门债务风险

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）

联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第80期）上的发言

讨论常态化的金融风险意义不大，因为金融机构本身的工作就是识别风险、经营风险、控制风险，没有风险也就不需要金融体系，当前我们应当关注的是金融体系中是否存在突发性、系统性的风险。中央经济工作会议提出，我国要持续有效防范化解重点领域风险，主要包括房地产、地方债务、中小金融机构三大领域。我认为其中房地产领域的风险最值得关注与讨论，一方面地方政府债务风险与中小金融机构风险相对更为可控，缓释风险的路径也比较多，另一方面房地产风险与资产价格以及经济周期的变化直接相关。特别是考虑到我国居民部门杠杆率已经相对较高，居民资产与负债皆集中于房地产领域，资产价格下行过程中的居民部门债务风险值得高度关注。

## 一、我国宏观杠杆率或首次超过300%，但债务风险总体可控

纵览全球经济危机的历史，可以说1929年之后全世界的主要经济危机都是金融危机，而金融危机又主要是债务危机，无非表现形式有所不同。讨论债务问题一般需要观察分析宏观杠杆率的运行情况。根据我们的测算，2023年中国宏观杠杆率或将首次超过300%（304.6%），较2019年相比上升34.5个百分点，较2020年相比仅上升10.3个百分点。我国宏观杠杆率的这一变化也不难理解，因为我国应对疫情的逆周期政策相对克制，并且主要在2020年当年采取了较强的刺激性政策，因此杠杆率的上行主要体现在2020年。

那么，300%的宏观杠杆率水平是不是一个很大的问题呢？我认为不是，至少不是一个核心的问题。全球来看，2020年日本非金融部门杠杆率达421%，其中仅政府部门杠杆率就达到了261%。同期美国非金融部门杠杆率也达到290%，这得益于美国以直接融资为主的融资结构，同期，英国的宏观杠杆率也超过318%。实际上，2021年以来我国宏观杠杆率水平整体稳定，根据我们的测算，2023年政府、居民、非金融企业部门杠杆率水平分别较2020年上升9.9个百分点、下降0.02个百分点和上升0.5个百分点，总体来看变化幅度不大，主要是政府部门的杠杆率上行的幅度比较大。

## 二、重点关注房地产下行之下的居民部门债务风险

分析债务问题，仅仅关注宏观杠杆率水平是不够的，还需要关注杆杆率的结构。在政府、非金融企业及居民等三大部门中，我认为当前应当重点关注居民部门的杠杆率状况。

**政府部门债务的辗转腾挪空间较大。**我国的政府部门债务有不同的统计口径，广义上来看部分国有企业债务也可以计入政府债务，比如城投公司的债务，即显性债务加上隐性债务。我认为，包含隐性债务的政府部门杠杆率即便在100%左右，债务风险也是可控的。我国的政府与西方国家的政府具有很大的区别，特别是我国政府部门拥有庞大的经营性资产，这是其他国家政府并不具备的。当然，这并不是说我国并不存在政府部门的债务风险，尤其是地方政府部门在税收收入增速放缓、政府性基金收入显著下滑的背景下，其债务风险及化解需要我们做审慎评估。但是，这并不意味着地方政府债务风险就难以缓释，我们还是具有很大的应对空间，比如将隐性债务显性化，明确划为政府债务，或者通过提高中央政府杠杆率，比如发行国债来进行隐性债务置换，等等。可以说，在金融体系相对没有那么开放的条件下，政府债务的可控性是较强的，我并不认为中国的地方政府债务问题会出现过大风险。

**企业部门投资意愿偏弱，面临扩表不足的问题。**在我国的企业部门的债务中，国有企业占据了较大比重，以公布的国有企业总资产（不包括金融企业）以及资产负债率来看，我国国有企业负债总额超过200万亿。如前所述，一定意义上来看，国有企业的债务也可以看做是“准政府债务”。如果刨除国有企业的债务，我国非金融企业债务规模将出现显著的降低。对于这部分非金融企业，特别是私营企业而言，当前的主要问题是企业预期偏低，不愿意扩产投资，也不愿意扩表。

**我国居民部门杠杆率水平较高，且居民资产与居民负债皆集中在房地产领域。**考虑到企业部门与政府部门的杠杆情况之后，我认为居民部门的杠杆率状况最值得关注。据我们测算，截至2023年11月，我国居民部门的杠杆率已经达到68.4%，为近10年来的高位水平。从全球来看也处于高位，截至2023年二季度，欧元区、日本的居民部门杠杆率分别为55.2%、67.5%。我国居民部门杠杆率仍然低于美国等“借贷消费”普遍的经济体，但居民杠杆率的绝对水平已经不低，而且杠杆率的增速很快。同时，我国居民的资产与负债都集中体现在房地产，其中房产占居民部门资产的65%以上，居民负债对应的主要是房产的按揭贷款，甚至居民部门的部分经营贷、消费贷实际上也是流入了房地产领域。

房产资产价格下行带来居民部门的资产负债表恶化，居民部门债务应当谨慎应对。2023年以来，我国房产价格总体呈现出下滑态势。百城样本住宅价格同比多数月份为负增长、大中城市新建商品住宅价格指数与二手住宅价格指数同比皆为负增长，且商品房销售额以及新开工面积同比持续处于低位，房价仍处于寻底阶段。房地产作为居民最重要的资产，房价缩水带来资产缩水，但负债是刚性的，这使得资产负债表受损，居民部门不敢消费、预期走弱，经济供需失衡的矛盾加剧，需要警惕“债务-通缩螺旋”风险。但是与此同时，我们也要看到资产价格下行的必然性，资产价格周期性上行与下行，这是经济周期收缩与扩张的规律，也不是一个新问题。但考虑到我国居民部门杠杆率水平高、利率高，以及资产与负债集中于房产，财富缩水带来的冲击较大，并且居民缺乏外部的债务缓释措施，这些特征使得我国居民部门的债务风险具有了一定特殊性。对于我国当前的经济周期调整来说，居民部门债务问题还是一个需要重点关注的突出问题。

### 三、应对金融风险、化解债务风险要处理好四大关系

如前述分析，我认为当前中国经济面临的债务问题主要是结构上的问题，其中居民部门的债务风险最值得关注。应对金融风险以及化解债务风险则需要有一个通盘的考虑，我认为需要重点处理好以下四大关系。

**一是要处理好政府与市场的关系。**我国地方政府债务中很大一部分资金用来进行基建投资，此外很多地方政府也设立了政府产业引导基金，进行产业方面的投资。基建投资大致可以分为两个部分，一部分是以考虑经济效益为主，比如专项债资金要对应有市场收益的项目，一部分则以考虑社会效益为主，如川藏铁路、青藏铁路等基础设施，这些项目属于公共物品，不考虑直接盈利。那么，对于以考虑经济效益为主的项目建设，不一定要通过政府资本进行投资，可以适当加大民间资本的引入，政府可以起到引导和管理监督的角色。同时在产业发展支持方面，政府制定了包括财政补贴在内的多项扶持政策，需要获得扶持的产业大致也可以分为两类：一类是公益性较强但是难以融到资金的企业，如民生领域的医疗、教育等部分产业；另一类是战略型及前瞻型的产业，这类产业往往也受到社会资本的青睐，如新能源领域、专精特新领域，民营资本均占据了很大的比重。对于上述第二产业，政府通过新增举债进行投资的必要性是较低的，相较而言，政府资金更需集中应用于民生和公共物品领域。简单说，就是需要让市场的归市场，政府的归政府。

**二是处理好直接融资与间接融资的关系。**近些年来，我国持续推动资本市场改革，希望改变过去以间接融资为主的局面，转化为以直接融资为主。从实际情况来看，当前间接融资已经较为困难，资本市场对于资金的管控也很严。受到经济本身处于经济周期中的下行阶段，资本回报率有所回落影响，企业面临的问题是负债能力的减弱甚至丧失，核心原因是企业的资产负债表受损。随着资产价值的下降，引发了净资产的回落，负债被动上升，对于企业而言此时更应该做的是补充资本而非补充信贷。因此，我建议在股本融资的监管上应当有所调整，放松非必要的限制，同时也能减轻间接融资方面的压力。

**三是处理好存量问题和增量问题的关系。**对于已有的存量问题的消化要慎重看待。在当前存量问题的消化上，金融机构需要避免“金融加速器”效应加剧实体部门的困难。如前所述，我认为应当关注居民债务问题，当前比较重要的存量问题就是要化解居民部门的存量债务。根据过去的历史经验，以香港为例，即便房地产价格下行30%、40%，居民仍不会随便放弃这一资产，而是选择继续还贷款。也就是说相对而言，对于银行来说居民个人按揭贷款仍是较为优质的资产。但是，如果房价下跌幅度过快过大，叠加经济周期性下行，那么资产负债表的快速恶化可能会带来债务压力的失控，这会形成突发性的、系统性的风险。因此，针对居民部门负债采取一些展期和调整措施是非常必要的，特别是要着力防止断供潮出现。另一方面，还是应当满足市场合理的增量融资需求，无论是对于企业还是居民，金融机构“晴天送伞、下雨收伞”的本能可能会加剧经济运行的问题与困难。

**四是处理好货币政策与监管政策协同配合的关系。**货币政策与金融监管是经济政策的重要组成部分，不同政策搭配的效果也有所不同。当前很多人关注货币政策，希望货币总量上有所放松，实际上2023年以来，我国M2同比持续位于两位数的增速水平，流动性合理充裕，但M2与社融增速的剪刀差仍较大，这意味着有相当部分的资金滞留在金融体系之中，并未流向市场。宽货币向宽信用的传导存在阻碍，监管政策仍需与货币政策进一步做好协同配合，引导资金尽快进入实体经济领域。

此外，在当前处置和化解金融风险过程中，我们需要吸取日本的经验教训。上世纪80年代以来，日本为应对经济下行与资产泡沫破裂，大幅扩张政府债务与公共投资，但公共投资效率较低，带来了较强的挤出效应。伴随着日本杠杆率上行，日本居民部门最终消费支出增速显著下行，出现了躺平文化。同时日本的企业部门出清缓慢，1992年至2002年的10年间日本僵尸企业占比的均值超过16%，日本在风险的出清上不够坚决，上述问题最终带来日本经济

的长期低迷。对于我国而言，对于我国房地产风险要有深刻的认识，同时也要思考应如何面对房地产风险的出清。当前新开工的商品房中很大一部分来源于保交楼的政策要求以及保障房的建设，经过房地产市场多年的发展，我国已经累积了大量的存量房产有待消化。在房地产风险出清上，我认为不应期待通过政策使得房价回升到此前的上升通道，而是应当在保障居民权益、最大限度降低居民债务风险的基础上采取应对措施，避免踏入资产负债表衰退陷阱。

# 刘晓春：防范和化解金融风险中需要关注的风险

刘晓春 上海新金融研究院副院长

以下观点整理自刘晓春在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第80期）上的发言

中央金融工作会议提出“加快建设金融强国”。金融强国的“强”，应该包括两个方面：一是金融支持发展能力的强；二是防范和化解金融风险能力的强。金融是经济的血液，渗透到经济的方方面面，同时，金融产品之间、市场之间又紧密关联，风险相互传递，因此防范和化解风险本身也带有很大的风险，需要进行通盘考虑，以免顾此失彼。

## 一、防范和化解金融风险首先要守住金融监管的底线。

金融监管底线，是不发生系统性金融风险底线的底线。要守住不发生系统性金融风险的底线，必须在鼓励金融机构服务实体经济、做好五篇大文章中守住金融监管的底线，在配合宏观调控中守住金融监管的底线。这里牵涉到国家经济战略、宏观调控和金融监管三者关系。这次金融监管改革的一个重点是理顺宏观调控和金融监管的关系。守住不发生系统性金融风险的底线，最关键的是守住金融监管政策的底线。无论为了配合国家经济战略的实施还是配合宏观调控的需要，对监管政策可以调整一些监管指标和要求，但不能调整关乎金融机构安全经营的监管政策和监管指标，也不能为了配合国家经济战略和宏观调控而灵活执行这些政策和指标。为了一时的宏观调控需要、为了化解一时的行业风险，放松监管要求，虽然是临时措施，但往往会埋下以后发生系统性金融风险的隐患。

## 二、在防范和化解金融风险中要充分认识到风险是不能被消灭的。监管的最终目的是保持市场的顺畅运行。

金融在发挥市场资源配置作用的同时是隐含着风险的，法规、制度、监管以及监管机构、金融机构和金融从业人员防控风险的能力，可以在金融活动运行中规避风险，当金融风险发生时尽可能缓释和化解风险，但不可能消灭风险。防范和化解金融风险的奥妙在于金融机构提高业务经验能力、监管机构提高监管能力，在维持金融正常运转的同时确保不发生系统性风险。因此，当风险发生后，不是简单地停办相关业务或相关业务门类，以图消灭风险。

任何金融产品或金融业务都有对实体经济有利的作用，之所以出现风险，有几方面的原因：1、产品应用出现错位，没有应用到恰当的场景，比如将个人经营性贷款应用到按揭贷款等；2、产品风控措施设计不完善；3、监管不到位；4、金融机构或业务人员风险管理能力不够或失职；5、道德风险；6、风险准备不足不能覆盖风险等。停办风险业务，似乎消灭了风险，但对发展经济不利，这反而是看不见的风险。应该针对造成风险的不同原因，进行相应改善。金融要做好“五篇大文章”，必然有许多创新，创新过程中必然会出现许多大大小小的风险。只有不断创新，不断完善管理，不断完善监管，才能防范和化解风险，做出五篇好文章。这方面，“巴塞尔协议”的思路是值得借鉴的。“巴塞尔协议”总的思路是，一家银行的资本要足够覆盖可能出现的所有风险，因此对不同业务和操作设定了不同的风险系数。当出现新的业务风险，不是简单禁止该类业务，而是要研究该类业务的风险逻辑，确定风险系数及风险资本要求。其目的是在确保银行发生风险能得到及时化解并将影响控制在有限的范围内，保证市场正常发展与运行。

### **三、在压实地方防范和化解金融风险责任的同时，防止地方政府干涉金融机构的具体经营管理。**

历史上，个别地方政府乱作为，干涉中小金融机构具体业务经营，是金融风险的一个源头。这次中央金融工作会议及金融监管体制改革，提出了压实地方防范化解金融风险责任的要求，再加上许多地方政府是地方法人金融机构的最终出资人，无论责任上还是法理上，地方政府都有权力和责任去监督和管理这些金融机构的人事和经营，但这个“监督和管理”的度在哪里，需要在今后的制度中有明确的规定，也就是说，要明确地方金融委、金融工委、地方金融监督管理局在管理地方法人金融机构中的“权”和“责”。这个“权”和“责”的度一旦把握不好，反而会产生严重的区域性金融风险。

### **四、在化解中小金融机构风险中，必须坚持解决问题的改革，防止掩盖问题式的改革。**

现在出险的中小金融机构（城商行、农商行），许多是兼并更小的金融机构（城市信用社、农村信用社）而来的，当初的兼并，大多就是为了处置和化解那些更小机构的风险。现在处置和化解中小金融机构风险，必须研究这些机构在处置原来机构风险后，为什么没有化解风险，却积累了更大风险，从中吸取教训和经验。应该说，兼并重组是化解中小金融机构风险的重要途径。但兼并重组必须坚持市场化、法治化原则，揭示风险、解决风险，不为新机构留下后遗症，让新机构真正按新的经营模式来改善经营和管理。如果只是掩盖问题，就

不可能有市场化、法治化的兼并重组等改革，因为旧问题的拖累，新机构不可能彻底改变经营管理模式，导致老问题没有解决，还会积累更多的问题，爆更大的雷。

部分中小金融机构出险的原因是个别民营股东入股金融机构动机不纯，掏空金融机构。这关键还是要严格股东准入和加强日常对股东行为的监管。现在不少地方有一种倾向，以国有资本替代地方法人金融机构原有的民营资本。从现实情况看，简单以国有资本替代民营资本也有其弊病，同样有风险隐患。一是，资本结构单一，不容易形成制衡和约束，不容易引入新的投资人，造成资本补充困境；二是，许多中小地方法人金融机构的国有资本，一般都是在地方政府统一安排下由地方国有企业或财政出资，并不是这些股东的主动行为，在管理和监督上没有参与欲和责任心，起不到监督制衡作用，容易出现内部人控制风险；三是，区域内优质客户基本上都是金融机构的股东，相互之间的业务都是关联交易，反而影响了中小金融机构在当地的业务发展和竞争；四是，更容易受地方政府对具体业务的行政干预。

## 五、宏观政策制定兼顾国内国际，提升宏观经济管理能力。

随着进一步高水平对外开放，国际地缘政治斗争激烈，国际经济波动、国外宏观政策变化都会对我国经济、金融产生正向或负向影响。我国经济波动、政策变化亦会对外产生溢出效应，这些效应又会反过来影响我国的经济和金融。因此，我国宏观政策的制定、政策出台的时机和力度，都要兼顾国内和国际的情况及可能产生的影响。

## 六、治理、化解金融风险，需要尊重金融业务规律与相关业务的风险逻辑，提高监管能力。

金融的最大特点是其业务不是孤立的存在，与经济社会有千丝万缕的联系，金融业务之间、金融各市场之间也有着或直接或间接的关联，因此，任何金融风险都不是孤立的存在。治理、处置、化解金融风险，不能就某个金融风险论某个金融风险，而必须根据每一个金融业务的业务规律，充分考虑在治理、处置和化解风险中对其他经济部门、其他金融领域的影响，采取相应的措施，包括制定什么样的政策、政策实施的节奏等。比如，一项业务新政策出台，是立即执行还是需要过渡期？新政策是针对新发生业务，还是连存量业务也要整改等等。这些细节处理不好，好的政策同样会造成巨大的系统性风险。

# 鲁政委：有效防范应对金融风险的关键对策与国外经验

鲁政委 兴业银行首席经济学家

以下观点整理自鲁政委在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第80期）上的发言

## 一、有效防范风险的三大对策

### （一）合理管理杠杆水平

第一，在风险发生前，系统性风险主要和杠杆水平有关，所以关键是对杠杆有一个全面的理解。杠杆不仅仅是指财务报表上的资产负债率，还包括久期和信用风险承担的问题。如果没有杠杆就没有金融，但如果杠杆太高就会发生风险，维持适度水平的杠杆有助于安全且有效的金融运作。所以，要避免资产负债率过高和过度拉长久期，以及降低流动性转换方面的风险。

### （二）及时救助与协调效率

第二，风险发生后，及时救助至关重要。要避免救助过程中的议而不决，所以，需要在事前就把行事规则确定下来，以便于提高协调效率。这种行事规则应该是一种激励相容的安排，既能够避免危机的迅速扩散，又能够有效遏制道德风险。

### （三）建立早期纠正机制

第三，建立早期的纠正机制。在过去的研究中，我们发现全球许多经济体的农村金融出现周期性不良的原因主要在于缺乏独立的外部审计机制，从而缺乏早期的纠正机制。年度审计的重要性不可忽视，通过独立的外部审计机制，可以在早期发现问题并进行纠正，避免出现长期积累的风险。这点对于我们当前的金融发展同样具有重要启示，尤其是在农村金融领域，由于农村金融“小而散”的特点，数字货币有很大的拓展空间，可能成为防范风险的有效工具。

## 二、应对金融风险的国外经验

国内出现的风险问题在国外都不同程度地出现过。所以，我们要熟悉先行者发展的经验教训，并对其进行正确的解读。

## （一）高效的机构救助

第一，当机构面对风险，特别是一批机构共同遇到困境时，可以借鉴2008年美国的成功经验。通过发行长期限债券，对因为市场信心不稳导致风雨飘摇的机构以累积优先股的形式进行注资。累积优先股是一种特殊的优先股：一是不干预企业的经营，但在分红时有一票否决权；二是每年都会商定具体的股息，但在没有给普通股分红前或没有盈利前不要求偿还利息和本金，从给普通股分红开始，就要偿还历年股息，并在还清后立刻退出企业，退出方法包括企业回购和在市场上转让。所以，与简单注资相比，这是一个激励相容的机制设计，不仅有助于保障注资的安全性，而且也要求企业在度过危机后清偿欠款。而且，累积优先股注资还有一个附带条款，即如果从第一个盈利周期开始，连续六个分红年度没有还清之前的累积优先股的股息就要申请破产，有效防止了“僵尸”企业的产生。这一方法相对于贷款更为稳健和可持续，因为当企业遇到危机时往往最需要资本金，而贷款不是资本金，且和其所要度过的周期相比，贷款期限太短，在期限上并不匹配，而且有可能到期后无法偿还，形成金融不良资产。

## （二）稳妥处理“隐债”

美国在支持经济发展薄弱环节时曾出现了债务问题，例如美国在70年代提出让低收入群体住上便宜的房子，最后导致储贷机构出现危机。这背后是房地产的问题，而房地产的问题实质是跨周期的问题。

在解决房地产问题上，美国提供了一个有益的经验：“两房”，即“房利美”和“房地美”。美国国会批准的“两房”是GSE机构（政府赞助机构），目前为止“两房”发行的所有债券，包括它的资产证券化产品的规模大约相当于美国GDP的45%。由CMF中国宏观经济专题报告可知，目前我们广义政府债务中的隐性债务大概为40%。“两房”为政府支持机构，所以“两房”债券的发行利率比其他企业债券发行利率低很多，仅仅略高于美国国债。如果商业银行购买了“两房”的债券，那么风险权重仅为20%，这是政府机构债的水平，所以，“两房”债本质就是美国政府的隐债。

如果把政府隐性债务全部上升为主权债就会导致显性负债水平迅速提高或政府赤字的大幅增加，但如果成立一个类似于“两房”的机构来接手这些债务，将大幅降低相关债务的风险权重，从100%下调到20%，节约了银行宝贵的资本，而且更重要的是这一方法极大地降低

了负债成本。美国的“两房”债和美国国债一样，市场规模很大，且流动性非常好，能够解决跨周期的问题。如果我们能够建立类似“两房”的机构，不仅能够进一步解决政府隐性债务的问题，还能够为经济发展创造良好条件，因为这种机构可以用来收储土地，可以缓解地方政府由于土地出让收入下降给经济和政府运作所带来的影响。

# 杨成长：当前金融风险的特点与化解路径

杨成长 申万宏源首席经济学家

以下观点整理自杨成长在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第80期）上的发言

## 一、当前金融风险与上一轮风险的差异

上一轮中央金融工作会议中，总书记提出金融要以发展实体经济为宗旨，以改革创新为动力，以防范化解金融风险作为底线。上一轮的三大风险主要是金融制度创新引致的风险，而这一轮风险主要是中国经济转型引致的风险，这两次的风险在性质上有很大的差别。所以，不能仅仅从杠杆率的高低看待金融风险的问题，实际上杠杆率高的领域未必会发生金融风险，而杠杆率低的领域也有可能发生风险。

### （一）上一轮风险

上一轮风险主要包括三个方面：一是互联网金融；二是非标融资或通道式融资，也被称作泛资产管理；三是银行间市场功能的扭曲。

第一，互联网时代的金融创新促使大量的金融业务和金融资金开始脱媒，去中介化导致了互联网金融风险。第二，所谓的非标融资是指信托提供渠道，银行和保险提供资金，证券公司提供对接，银证信保共同形成了一套不同于贷款、债券、股票的新融资方式。第三，银行间市场过去是银行间调剂短期流动性头寸的市场，但如今已经变成了实体经济的重要融资场所，同时它也是把金融机构的短资变成长资的重要场所。所以，这就形成了中国非常独特的银行间市场的功能，也形成了中国基金公司和产品基金比较独特的结构，在高峰期的时候，我们80%的公募基金是货币基金，而货币资金的利率不比债券低，又保持了相当高的流动性，即低风险、高收益和高流动性。

### （二）当前风险

当前的金融风险是由中国经济转型带来的。第一，基础设施投资。基础设施投资从2018年开始快速下降，地方政府债务问题本该暴露出来。但后来因为三年疫情，为了推动基础设施投资的发展，再加上房地产在疫情期间出现繁荣，土地出让收入创新高延缓了这一风险。

**第二，房地产转型。**从2021年开始到去年，房地产销售面积从18亿平方下降到10亿平方，房地产的转型导致地方政府土地收入大幅下降，暴露出原本存在的地方政府债务风险。房地产和地方政府债务都是中国需求端重大调整所带来的风险。房地产行业的调整和地方政府债务问题的暴露使得地方中小金融机构受影响最为显著，因为它们和地方房地产公司以及地方政府债务的关联度非常高，再加上吸纳储蓄能力弱，导致了中小金融机构的风险。所以，这一轮风险是中国经济转型引致的金融风险，而不是金融机构自身制度创新带来的风险。

## 二、当前金融风险的特点与化解路径

上一轮金融风险主要是由于金融机构的创新和改革，所以，解决思路是清理金融产品，规范金融行为，在法治化规范化的前提下进行金融创新。而这一轮金融风险主要是中国经济转型带来的风险，所以，它的特点和上一轮存在差异。

**第一，当前金融风险与国外和一般风险不同，主要是由投资引起的。**地方政府为了实现基础设施长期高投资，必须通过市场化手段去筹集资金，进而形成了债务链。房地产方面也是如此，无论是对企业的开发贷款，还是对消费者的抵押贷款，同样都是购买资产形成的债务，并不是高消费或高福利形成的债务，也不是借外债和现在这一代人向子孙借债的跨周期交易债务。所以，当前是资产和债务之间的匹配度问题。房地产债务对应的是目前的房地产存量，地方政府债务对应的是庞大的基础设施投资成就。

**基于这一特点，我们应该同步处理资产端和负债端问题。**以贵州为例，贵州96%的面积都是山，但却可以做到村村通公路，县县通高速，城城通高铁，这一庞大的工程需要对应形成的债务。所以，它是债务和资产间的不匹配问题，这种不匹配主要是因为庞大的资产很难形成现金流来偿还当下的债务，所以需要在资产端和负债端同步发力。在资产端，大部分资产是枢纽型、供应型和功能型的，但由于地方政府竞争过度，避免影响地方营商环境，很多基础设施（公路、港口等）都是免费使用。因此，应该适度增加基础设施投资的收费，以缓解不匹配问题。

**第二，债务问题是历史性积累而成的，只能通过历史的过程动态化解，解决方案不能简单且短期，可能需要十年甚至更长时间来逐步化解。**

**第三，债务问题是在制度不对称情况下形成的，所以，解决债务问题不仅要关注债务本身，还需解决制度问题，将解决债务的权责问题和解决债务本身的问题结合起来。**例如，过

去每年的土地收入在地方政府收入中占比非常大，一旦土地收入大幅下降，应该调整整个地方政府的财政收支制度（经常收支、社保收支、债务收支和基金收支等），这样才能使其平衡起来。同时，要解决债务的权责问题，包括债务的项目属性、资金属性以及债务融资方式的匹配问题等等。

**第四，解决债务问题不能使地方政府停滞不前，需要在发展中解决问题。**所以，我们要基于新路径和新方式确保基础设施和房地产等领域的持续发展。所以，必须要把化解债务和当下发展基础设施和房地产同步解决，否则这个方案是失败的。

### 三、金融机构的主要问题与应对策略

#### （一）金融机构的职责与理念

**金融机构应该帮助实体经济化解风险和经营风险，而不是规避风险。**现在我们的金融机构和美国金融机构的差异在于美国融资阶段和资金配置阶段的金融机构整体上是风险价值管理机构，主要是帮实体经济解决投资、经营和发展过程中遇到的各种风险，而我们的金融机构对这种经营风险、管理风险、分配风险，并且在风险中创造价值的理念不足，这需要高校和研究者在这个方面进行引导。现在最大的问题是当某个领域出现问题时，所有金融机构选择通过缩贷、抽贷、断贷等方式与其切断联系，这反而加重了风险。

#### （二）金融机构对实体经济的认知不足

**我们的企业开始进入数字化、科技化、绿色化、产业链高端化，但金融机构对科技、数字、产业的认知和理解与实体经济偏差太大，**导致一方面资金和资本过剩，而实体经济却缺乏资金和资本，即金融和实体两者之间的背离。过去评估一个项目，无论是金融还是实体，通过现金流折现后的结果都是接近的，但现在还需要考虑技术问题、数字问题、模式问题、价值问题、社会文化伦理问题等，导致了较大的认知差异。**所以，解决这一问题的关键在于提高金融和实体在科技型高质量发展的时代下对科技、对产业、对数字的认知统一性，以减少实体和金融之间的矛盾，避免形成新的风险源。**



**把脉中国经济 传递中国声音**  
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址: 北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学立德楼1104  
Add: 1104, Lide Building, Renmin University of China,  
59 Zhongguancun Street, Haidian District, Beijing, PR.China



网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号: