



金融与发展论坛
Finance and Development Forum

风险管理论坛
(2018年第1期 总第3期)

管理金融风险：挑战与机遇

► 主办单位：



► 支持单位：上海市黄浦区金融服务办公室

► 合作媒体：



► 直播支持：



2018年5月13日 上海

金融与发展论坛

管理金融风险：挑战与机遇

国家金融与发展实验室

2018年5月13日

金融与发展论坛

管理金融风险：挑战与机遇

李扬：

尊敬的各位嘉宾，女士们、先生们，大家下午好！
我谨代表国家金融与发展实验室对各位嘉宾的莅临表示热烈的欢迎和衷心的感谢。

今天会议的主题非常鲜明，是风险管理。十九大布置了三项攻坚战，防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治，第一项就是防范化解重大风险，特别是金融风险，后来召开的中央经济工作会议把攻坚战时间确定为三年。在现在形势非常复杂的情况下，中央下决心花三年时间来做这样一些基本不增加 GDP 的事情，可见这个事情非常之重大。中央下决心做这个事情是一个长期打算，是为十九大布置的新“两步走”战略铺平道路。反过来说，我们要想实现新的“两步走”战略，如果这三个问题不预先解决，这个战略是推行不下去的。大家一定要对防范和化解风险给予足够的重视，对中央的决心不要怀疑。中央在如此吃紧的国内外环境中下决心用三年时间打这三个不挣钱的攻坚战，这个战略值得我们认真体会、思考和落实。

李扬

中国社科院学部委员

国家金融与发展实验室

理事长

正是考虑到防范化解金融风险会成为今后一段时间的重要任务，即便攻坚战达成目标以后，防范化解金融风险依然是我们金融部门很重要的任务。我们作为国家的金融智库就有了一个计划，在去年三季度启动的一个计划，定期跟踪中国主要金融领域的风险及其变化。各位手头拿的报告是 2017 年的总结，之前我们已有 2017 年三季度的情况，今天主要的研究者会以这个为基础，同时增加 2018 年一季度的金融风险情况。每个季度结束后的第二个月的第一周都会定期发布，以期给市场一个参考、给决策者一个参考，对一些细微变化也要给予高度关注。这个架构也是初定的，随着研究的深入、实践的发展，我们还会逐步调整，一是可能会调整领域，二是可能会调整刻画该领域状况的指数，我们现在叫做“NIFD 指数”，尽可能用指数化的方式反映风险的状况及其变化。希望在这个过程中大家多提宝贵意见，我们把这个事情共同做好，共同完成攻坚战。

现在风险确实很多，面对多发频发的金融风险，我们需要探讨一些措施去解决它。这里面有一个方法论的问题，习主席一直提倡“问题导向”的方法，就是有什么问题就研究什么问题，而且这个问题不要再次发生。做政策的时候最怕一个事情多次发生，多次发生就变成规律了，通俗点讲我们不要在同一块石头上摔两跤。这个方法论是指导我们研究中国金融风险的一根红线。这个方法论实际上是有国际经验作为支撑的。大家知道 2008 年开始的全球金融危机始自美国，美国到现在危机也没有完全过去，但是应对这样一场百年不遇的金融危机应当说是有条不紊的，当局采取的措施没有使得形势进一步恶化。仔细分析有一个很重要的原因，指导这场反危机的主要官员伯南克是一个研究危机的

专家。我们作为研究者愿意把这个问题提出来，而且有一些心得想和大家分享。社会科学是不能做实验的，如果社会经济中出现危机之类的现象是弥足珍贵的，必须反复研究、反复琢磨、反复探讨，避免下一次再发生。

在美国，这个事情有非常充分的体现，研究 1929-1933 年的危机在美国的经济学界是一个学科，而且这个学科被誉为“圣杯”，有很多智慧头脑在研究这个问题。正是因为始终有人持续不断地研究，而且形成了一个学科，所以这次应对危机有条不紊。发现是流动性的问题迅速采取量化宽松，一下子搞了六年，这都是从来没有过的情况。这样一些措施吸收了 1929-1933 年货币当局应对危机适当的教训。这一点对我们来说非常重要，中国现在已经逐渐地走到舞台中央，我们做的所有事情别人都在看着，更重要的是已经不允许我们犯大错误了。

最近一段时间的中美贸易摩擦暴露出我们很多问题，应对这样一些摩擦我们必须认真、谨慎，不能犯大错误。金融是一个有可能犯错误的领域，在目前防范化解金融风险的攻坚战中，有一项任务就是要认真梳理我们过去主要的金融风险，寻找其中的原因。

寻着这样一个思路，如下六个方面的问题是值得这样来研究的：

第一，关于新常态下宏观的刺激政策问题。2008 年开始启动的 4 万亿财政刺激计划，当年其实增加了 9.6 万亿的信贷，从此之后中国新增信贷规模在两位数徘徊。观察中国所有的财务指标，从宏观到微观，都是从那时候开始恶化的。我们今天非常头疼的杠杆率问题，也是在那时候有一次跳跃性增长。这个事情值得再思考，到底情况是什么样子？要不要有这样一个强力度的措施？如

果需要有，实施的力度、节奏以及财政政策和货币政策之间的配合，还需要认真讨论。从我们分析的情况来看，大家都说 4 万亿，其实没有 4 万亿，也就 1.2 万亿，1.2 万亿还是分两年实施的。再仔细看 1.2 万亿所对应的项目，是本来就安排好的，如果没有这个计划也会实施的。关于什么是刺激计划，我们需要说清楚。如果相对于过去没有新增的财政支出，就不能说是刺激计划。现在可以看到那之后宏观杠杆率的上升，恐怕主要是货币政策造成的，不是财政政策造成的。我们当时用的货币政策手段是发放贷款，相比较一下，美国用的手段是在公开市场上购买不良资产，或者购买问题机构的权益，分析比较一下二者的优劣，对今后也是有好处的。这直接涉及到一个问题，发达经济体货币当局的反危机措施是挣钱的，我们是花钱的，能否把我们的反危机措施变成挣钱的，至少不亏钱，这是需要认真研究的，需要看看我们当时做对了什么，有哪些是需要改善的。从美国的情况看，反危机的时候一开始在市场上购买不良资产，事后证明这些都打水漂了，之后开始买权益或者买有担保的长期债券，市场一恢复价格就涨了，然后卖掉就挣钱了。这些事情中国已经到这样高的水平上了，我们需要提高宏观调控的科学水平，提高它的艺术。

第二，中国 2013 年出现了“钱荒”，至今“钱荒”的阴影不散，市场上稍有风吹草动大家就说“钱荒”又来了。到底为什么发生“钱荒”？当时联动的程度如何？应对的措施有无可以改善的地方？我觉得是值得研究的。现在回头看有几个影响因素：一是对宏观形势的误判；二是大洋彼岸货币政策的冲击，“钱荒”前后美国宣布要退出 QE；三是股票市场的剧烈波动；四是我国资产市场中的泡沫。这样一些因素共同促成了“钱荒”。“钱荒”发生之后一个不短

的时间里货币当局没有采取措施，这是什么原因？我们以后有没有改善的余地？这是需要探讨的。“钱荒”这个事情必须要探讨清楚，因为市场上现在风声鹤唳。更重要的是中国一直是储蓄过剩的国家，我们总是用持有美元定值资产的方式输出我们的储蓄，储蓄过剩的情况下“钱荒”何以发生？“钱荒”发生指示出我们的金融结构里面存在不合理的地方，这些我们都需要再探讨。

第三，互联网金融问题。特别是现在和美国起了争端之后，我们认识到互联网金融或者又称金融科技这个领域，是少数几个我们还可以和发达经济体相抗衡的领域。互联网金融在我国起步很早，我们回忆一下，2013 年称为做互联网金融的元年，当时货币当局对它的态度是消极的，后来各种原因使得互联网金融开始深入人心，2014 年写入政府工作报告鼓励发展互联网金融，2015 年风生水起，2016 年 17 部委整治，到现在还没有结论。我们作为研究者不主张用“互联网金融”这个概念，还是用“金融科技”、“数字化金融”的概念更加恰如其分，我们说的就是这件事，用最新的科技改造传统金融然后去支持实体经济发展，这个事在中国是我们今后安身立命之地，结果出现这样一个波折，原因在哪里？很多东西值得我们总结。这个可能是我们最有希望的领域，现在面对这么强的竞争我们还在整顿。现在又兴起了金融科技、区块链等等，会不会也被整顿。我们如何让代表未来发展方向的这些东西平稳发展，构成我们坚实的竞争基础，这些都需要讨论。要迅速地让金融科技平稳发展起来，否则今后面对如此强的国际竞争我们是有问题的。

第四，2015 年的股市。股灾说起来谁都心痛，但是股灾背后有很多问题，比如股灾过程中媒体在兴风作浪，这样一种格局是不是不应该继续下去，更不

用说事情发生了三个月，有关部门还没有态度，当然现在已经开始整顿有关部门，调整他们的功能。通过这次股灾，我们要回头看看中国的股市。过去常说，股市是国民经济的晴雨表，中国的股市是不是中国国民经济的晴雨表呢？相当程度上不是，经济好的时候股市不好，经济不好股市有可能好，互相之间没有紧密关联。微观上看我们为什么要搞股市呢？是想通过资本交易市场促进股份化的发展，促进现代公司治理机制的发展，培育出一些具有现代治理结构的企业。回头看我们股市上的一些企业是不是现代企业？有多少是？在去年的中央经济工作会议上说的“破”、“立”、“降”，“破”是要处置僵尸企业，有多少是股市上的僵尸企业？这就要研究股市在中国的功能，在确定中国股市发展战略的时候，隐隐约约对标美国股市，中国能不能变成美国？这个问题现在特别要提出来，特别是在中美贸易摩擦后要提出来。显然我们在很多方面不会成为美国，条条大路通罗马，我们走了另外一条路。在资本市场的发展上，我们也不容易走美国那样的股市发展道路。股市是投资市场，希望动员广大居民的资金去支持长期发展，股市应该形成让人们长期持有的机制，但现在并没有。中国的股市只有炒股才能挣钱，这就造成了中国股市极强的投机性。中国股市要想健康发展，就需要创造一个机制，让普通百姓通过持有股票取得稳定收入，这个机制现在还没有形成。

第五，房地产市场。这一轮房地产市场的波动还在眼下。房地产市场波动过程中我们提出了供给侧结构性改革，提出了“三去一降一补”，第二“去”就是去库存，去房地产库存，基本判断是市场上房屋供应多了，要刺激市场，让人们购买，但是现在采取的所有措施都是要打压、控制房地产市场。中国的

房地产市场到底是什么样的市场，我们到底需要怎样的房地产市场，长效机制是什么？最近中央公布了房地产市场的长效机制，多主体供应、多渠道保障、租售并举，再加上今年的一号文件，关于农村的三块地，农用地、农村集体经营性建设用地和宅基地，它们的权利可以分离出来，单独交易。这“三加一”的政策有可能会塑造出中国房地产市场新的长效机制。

中国城市居民要想住房只能通过政府，只能通过房地产开发商，政府、房地产开发商如果和银行共谋的话一定会形成一个黑箱，我们不清楚到底有多少房，我们也不清楚到底有多少人有真实的需求，都在这样一个黑箱中被掩盖着。所以中央决心多主体供应，这个已经布置下来，还没有形成一个有效的普遍适用的机制，但是已经认识到这些问题了。回想中国房地产市场发展了 20 年，年年调控，基本是价格上去了就往下打，价格下去了就往上抬，还出现过限购引起的真假离婚问题。房地产本身的规律是什么，应当有的政策是什么，应当有的调控措施和手段是什么，这些都没有很好地研究。现在到了要很好地研究的时候，我们经不起这个折腾。

我们今天讲金融风险，与它对应的一个概念是金融周期，中国现在的金融周期已经很明确了，三四年一次，金融周期的基础一是房地产，二是股市，这两个市场如果不能有效的运行，中国的金融周期就是一个让我们非常讨厌的经济现象。

第六，2015-2016 年中国外汇储备减少了近一万亿美金，加上这两年的顺差四千多亿，共减少了一万三千多亿美金。这么大一个事情，到底原因是什么？如果说不清楚，今后还有可能发生资本外逃，因为我们现在是用很强的手段在

控制这个事情。这里面有多少因素是外逃，就是移民式的转移；有多少因素是由于资产配置模式发生变化，过去是借外债，债务是外币、资产是本币，现在出现了债务是本币、资产是外币的情况，这其实是好事情；还有多少情况是通过黑市的渠道追求其他利益。不说清楚这些，今后就可能再次发生。我们不能总是启用行政手段，我们已经向世界庄严承诺我们是市场经济国家，反对用非市场手段来管理国内经济，我们必须用市场化手段来管控资本流动。丁志杰教授也讲到过，总体来说中国对外的资产负债表很畸形，中国整个对外资产是负收益。美国是世界上最大的债务国，但是它的对外资产负债表是净收益，我们是世界上最大的债权国，对外资产负债表是负收益。财务上的状况和宏观上的资本流动其实是互为表里的，表明我们国家对外的资产负债结构是有问题的，需要调整，如果不调整，这种令我们痛心的现象还会再发生。

总之，这一段时间以来我们一直围绕金融风险在做研究，我们必须清晰地回答好这几个问题，防止今后再次出现类似问题，这样才能说我们防范和化解金融风险取得了成绩。虽然我今天没有列出来，大资管也有很多问题还有待探讨。大家要花力气把这几个问题研究清楚，至少让这几个现象不要再发生，我们防范和化解金融风险的任务就完成了一大半。谢谢各位！

主持人 杨燕青：

非常感谢李院长，在过去十年的大背景下展望未来三年，把中国所有的从宏观到金融大的框架性风险都给我们讲清楚了，包括整体的宏观调控和宏观政策框架，包括市场流动性风险，包括金融科技，包括股市的一系列问题，包括

房地产，也包括外汇市场、外汇储备。在这个大框架下，每个领域的问题中国都需要在未来三年有一个解决性的框架。

我做一个小小的注解，刚才李院长讲到钱荒，我们在今年 2 月 12 日发了一篇比较大的深度文章，把当时钱荒所有的细节、故事、数据全都讲清楚了。我们认为当时的钱荒是货币当局、金融机构和金融市场针对未来宏观调控政策走向的一个博弈，是早于中央政策开始的一个去杠杆行动。这个去杠杆行动在钱荒之后没有得到足够执行，所以会看到今天整个金融市场出现了更大问题，最后我们还得去杠杆。大家感兴趣的可以查一下今年 2 月 12 日第一财经的报道。

非常感谢李院长用六七个方面把中国整个金融市场做了非常好的框定。