

中国系统性金融风险：部门分布、内外冲击与化解策略

张明 潘松李江 孔大鹏*

【内容提要】在新发展格局下，防范化解系统性金融风险，既是推动我国高质量发展的根本性任务，也是贯彻“统筹发展和安全”思想的必然要求。当前我国的系统性金融风险主要分布在四个方面：非金融企业债务、居民债务、地方政府债务以及中小金融机构业务。2020年以来，在经济潜在增速下行、房地产调控政策持续、新冠疫情与中美博弈加剧的内外四重冲击下，我国系统性金融风险有重新抬头的迹象。为了有效防范化解系统性金融风险，本文建议政府采取“新老划断”的处置办法，一方面严控增量金融风险，另一方面推动存量风险有序出清；与此同时，应该保持适当的资本管制，并且积极制定危机应对预案。

【关键词】系统性金融风险 新老划断 资本管制 国企产业债违约

【中图分类号】F832**【文章标识】**A**【文章编号】**1009-721X(2021)04-0035(23)

一、引言

党的十九大把“防范化解重大风险”列为三大攻坚战之首，防范化解系统性金融风险是其中最重要的内容之一。在当前的新发展格局下，防范化解系统性金融风险，既是推动我国高质量发展的根本性任务，也是贯彻“统筹发展和安全”思想的必然要求。所谓系统性金融风险，是指金融体系整体或

* 张明，中国社会科学院金融研究所副所长、国家金融与发展实验室副主任，研究员；潘松李江（通讯作者），中国社会科学院大学经济学博士研究生；孔大鹏，中国社会科学院大学经济学博士研究生。作者感谢匿名审稿人的意见，文责自负。

部分受到损害，致使金融服务中断，并且对实体经济造成严重负面影响的风险。^①我国的系统性金融风险突出表现在全球金融危机爆发之后宏观杠杆率的快速上升。2008年至2016年，我国的宏观杠杆率(实体经济部门债务/GDP)由141.2%飙升至238.8%，上升了近100个百分点(图1)。宏观杠杆率飙升，一方面反映了信贷驱动增长效力的下降，另一方面也反映了特定主体(例如国有企业与地方政府)债务存量的累积。

为了化解此轮系统性金融风险，中央出台了一系列措施。2015年年底的中央经济工作会议将“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”(三去一降一补)作为2016年的五大工作任务。2016年10月国务院颁发的《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，将去杠杆问题推进到了以企业去杠杆为代表的第二阶段。2018年4月中央财经委员会第一次会议首次提出结构性去杠杆，指出应该以降低地方政府和国有企业杠杆率为抓手来降低宏观杠杆率，降杠杆进入第三阶段。如图1所示，我国的宏观杠杆率在经过2009-2016年的快速上升后，在2017年到2019年期间基本趋于稳定，这反映了我国防范化解系统性金融风险攻坚战取得了重要阶段性成果。

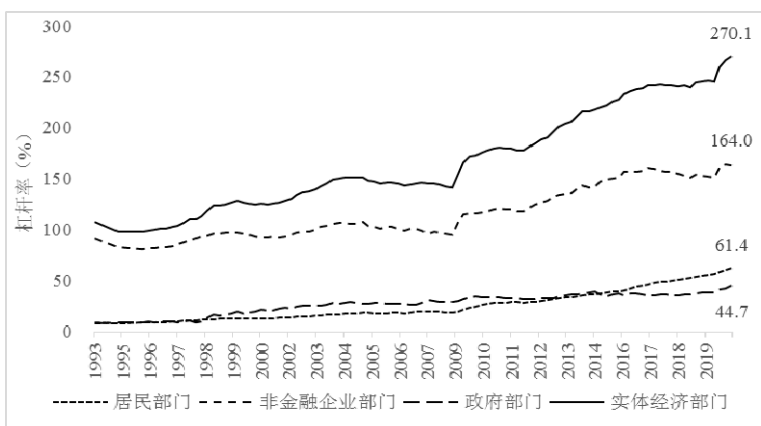


图1 中国的宏观杠杆率及分部门杠杆率

数据来源：国家资产负债表研究中心。

① 孙天琦、刘芳、吕晓等：《跨境资本流动管理政策与工具——国际货币基金组织文献选编》，北京：中国金融出版社，2020年9月。

然而，自 2020 年以来，在一系列冲击的影响下，我国的系统性金融风险有了重新抬头的迹象。截至 2020 年第三季度，我国的宏观杠杆率为 270.1%，其中政府部门杠杆率为 44.7%，居民部门杠杆率为 61.4%，非金融企业部门杠杆率为 164.0%。相比之下，2019 年同期我国的宏观杠杆率为 246.0%，政府部门杠杆率为 38.4%，居民部门杠杆率为 55.1%，非金融企业部门杠杆率为 152.5%。可见，宏观杠杆率与各部门杠杆率均快速攀升。

经济快速发展的同时也蕴含着系统性金融风险的积累。在经济快速发展时，微观主体出于对盈利预期的乐观估计，积极扩大投资头寸并引发风险敞口的扩大和杠杆率的快速攀升。杠杆率的快速攀升会带来金融机构脆弱性的上升，从而导致金融风险的不发酵。^①由此可见，杠杆率的快速攀升是系统性金融风险加剧的重要标志。^②当单个部门金融风险积聚到一定程度后，金融风险会跨部门溢出和传染^③，并因此形成系统性金融风险。当系统性金融风险不断积累达到一定临界值后，经济、社会中就会爆发某些突发事件，金融危机因此产生。^④因此，系统性金融风险不仅危及金融稳定，更会给宏观经济和社会财富造成巨大损失^⑤，识别和防范化解系统性金融风险有着重要的研究意义。

基于此，本文将聚焦于系统性金融风险突出的四个部门，重点讨论系统性金融风险在 2020 年重新抬头的原因，探讨如何有效防范化解系统性金融风险的具体思路。本文的逻辑结构如下：首先以金融风险突出的四部门框架来梳理当前我国系统性金融风险的分布，然后厘清 2020 年系统性金融风险抬头的原因，接着讨论新冲击下有效防范化解系统性金融风险的具体策略。

① 张晓朴：“系统性金融风险研究：演进、成因与监管”，《国际金融研究》，2010 年第 7 期，第 58-67 页。

② 马建堂、董小君、时红秀、徐杰、马小芳：“中国的杠杆率与系统性金融风险防范”，《财贸经济》，2016 年第 1 期，第 5-21 页。

③ 荀文均、袁鹰、漆鑫：“债务杠杆与系统性风险传染机制——基于 CCA 模型的分析”，《金融研究》，2016 年第 3 期，第 74-91 页。

④ 王桂虎：“宏观杠杆率引致系统性金融风险的传导机制研究——基于 40 个国家及地区的经验研究”，《郑州大学学报（哲学社会科学版）》，2018 年第 6 期，第 53-58 页。

⑤ 陶玲、朱迎：“系统性金融风险的监测和度量——基于中国金融体系的研究”，《金融研究》，2016 年第 6 期，第 18-36 页。

二、当前中国系统性金融风险的分布

当前中国的系统性金融风险主要分布在四个方面：非金融企业的债务风险、居民的债务风险、地方政府的债务风险以及中小金融机构的业务风险，这四个方面的风险紧密交织、错综复杂。

（一）非金融企业债务风险

非金融企业杠杆率大约占宏观杠杆率的五分之三，因此我国实体经济的高杠杆主要体现在非金融企业的高债务上。从图 1 分部门杠杆率趋势图可以看出，在 2008 年全球金融危机爆发前，我国的非金融企业杠杆率约为 96%，2019 年第三季度上升到了 152.5%，而到 2020 年第三季度更迅速上升至 164%，一年间上升了 11.5%。非金融企业可以细分为国有企业和民营企业。如图 2，在过去十多年间，虽然非金融企业部门杠杆率逐年攀升，但很多民企是在去杠杆的，所以杠杆率的攀升主要来自国有企业杠杆率的上升。^①

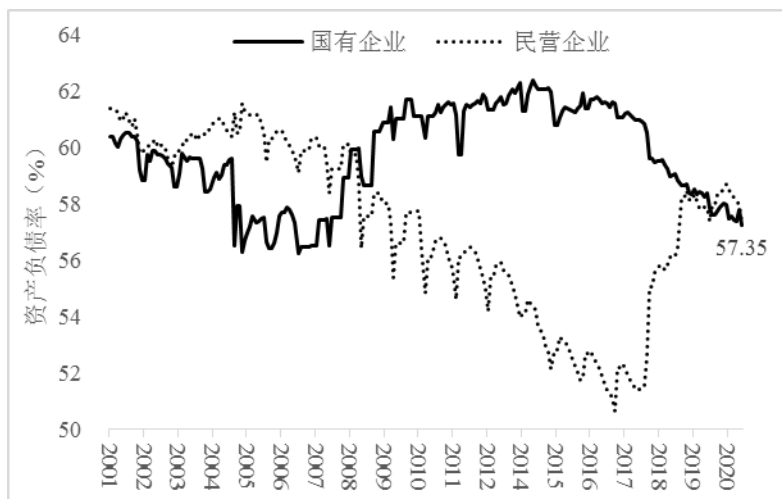


图 2 国有企业和民营企业的杠杆率演变

数据来源：CEIC。

^① 谭小芬、尹碧娇、杨焱：“中国非金融企业杠杆率的影响因素研究：2002-2015 年”，《中央财经大学学报》，2018 年第 2 期，第 23-37 页。

具体来说，非金融企业部门的债务风险主要体现在以下两个方面。

其一，地方国企和地方融资平台的债务高企。分税制改革以后，地方政府预算内收入大幅度减少，财权与事权不匹配。为了缓解财政压力，地方政府先是经由国企部门，以企业债务形式变相开展债务融资，后是借地方融资平台开展城投债形式的融资。这两种方式导致地方国企和地方融资平台债务迅速上升，并反映在非金融企业部门杠杆率的攀升上。地方国企债务和地方融资平台债务使得地方政府和企业二者的债务边界杂糅在一起，远远超出企业自身的债务偿还能力。国际货币基金组织（IMF）2020年10月份发布的金融稳定报告指出，中国的地方融资平台和地方国企债务中，大概有三十多万亿存在偿债风险，占到了当期GDP的39%。^①

其二，非金融企业的盈利能力在减弱。谭小芬和李源研究发现，从企业经营情况来看，新兴市场国家的非金融企业用总资产收益率衡量的盈利能力在危机前后有显著的下降。^②盈利能力的下降，一方面意味着企业自有资金的减少，企业不得不更多地依赖于外源融资，特别是债务融资，这推升了非金融企业部门的杠杆率；另一方面意味着企业偿还债务的能力下降，这进一步增加了非金融企业的债务风险。例如，2020年的产业债违约就说明了这一点，一方面，违约的企业杠杆率较高，其中国企资产负债率平均超过75%，民企平均超过60%，过于依赖外源融资；另一方面，这部分企业的经营状况明显恶化，多数国企在违约前出现亏损，而且国企属性越强的企业，在违约之前经历的亏损年份更长。^③

非金融企业一旦面临外部冲击，极易出现现金流断裂，并进一步导致债务违约。非金融企业的债务风险一方面会带来商业银行资产负债表的恶化，另一方面会因为隐性担保问题恶化地方政府债务情况。这两类风险最终会反映在金融体系的风险上，由此加大了系统性金融风险爆发的可能性。

① IMF, “Global Financial Stability Report”, October 2020, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>, pp.32-33.

② 谭小芬、李源：“新兴市场国家非金融企业债务：现状、成因、风险与对策”，《国际经济评论》，2018年第5期，第61-77页。

③ 刘郁、姜丹、黄佳苗：“2021 国企违约，如何预警？”2020年12月7日。

（二）居民债务风险

居民债务风险是居民部门风险的集中体现。从图 1 中的分部门杠杆率趋势图可以看出，在 2008 年全球金融危机爆发前，我国居民部门杠杆率约为 18%，2019 年第三季度上升到了 55.1%，而到 2020 年第三季度迅速上升至 61.4%，一年间上升了 6.3%。

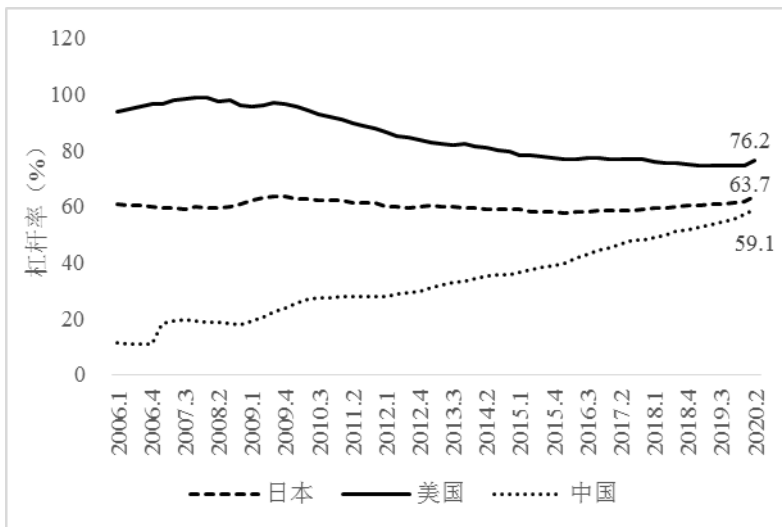


图 3 居民杠杆率的国际比较

数据来源：BIS。

此外，从图 3 中来自国际清算银行（BIS）的宏观杠杆率数据可以看出，在金融危机爆发前，我国的居民部门杠杆率远低于发达国家，而现在已经逼近日本 60%左右的水平，与美国 75%左右的水平也相去不远，居民部门杠杆率的快速上升值得警惕。

从结构上看，消费贷款是居民部门负债的主要成分，占比接近八成，而消费贷款中又以住房贷款为主。2019 年末，我国的住房贷款余额为 29.8 万亿元，占全部居民债务总额比例高达 53.9%。2008 年以后我国的房价经历了快速且持续的上涨，伴随着商品房销售市场的火爆和住房按揭贷款规模迅速膨胀，居民部门杠杆率快速攀升。谭小芬和王雅琦研究发现，2008 年以后

房价上升与居民部门杠杆率上升基本同步，两者具有明显的正相关关系。^①具体来说，房价上升通过以下两种途径来推升居民部门杠杆率。

其一，因住房刚需产生的住房贷款。在房地产市场火热的背景下，一线城市（北上广深）的年轻人不得不通过筹集各种来源的资金来购买首套住房，且随着房价的上涨不得不贷取相当沉重的住房贷款，这使得住房贷款规模迅速上升，并超过了家庭收入的增加速度。

其二，因投机渠道产生的住房贷款。房价的快速上涨还会通过投机渠道带来居民部门杠杆率的上升。一方面，由于我国房地产价格在近十五年里一直处于上升通道，居民对房价产生的升值预期增强了其举债炒房的意愿，从而推升了杠杆率。另一方面，由于我国金融市场缺乏投资工具，买房成为居民实现财产保值增值的重要渠道，居民房地产投资进一步推升了杠杆率。

居民部门高杠杆率问题与房地产相关风险紧密交织。如果房地产风险爆发，一方面会导致居民部门贷款违约，另一方面会导致居民部门遭受投资损失，进而导致其偿债能力下降。当居民部门大量违约时，银行资产负债表随之恶化，此外，地方政府土地财政收入也会随之下降，各种风险源最终会叠加成金融体系的风险，并催生系统性金融风险爆发的可能性。

（三）地方政府债务风险

政府部门债务分为中央政府债务和地方政府债务，政府部门的风险主要体现在地方政府债务上。如图 4 所示，在 2008 年全球金融危机爆发前，我国的政府部门杠杆率约为 30%，其中中央政府杠杆率约为 20%，地方政府杠杆率约为 10%。2019 年第三季度政府部门杠杆率上升到了 38.4%，其中中央政府杠杆率下降到了 16.4%，地方政府杠杆率上升到了 22.0%。到 2020 年第三季度，政府部门的杠杆率迅速上升至 44.7%，其中地方政府的杠杆率迅速上升至 25.6%。中央政府的杠杆率尽管上升到了 19.1%，但仍低于金融危机爆发前，因此，我国政府部门杠杆率的上升主要是由地方政府杠杆率上升所推动的。

^① 谭小芬、王雅琦：“多措并举防范居民杠杆率上升风险”，《中国证券报》，2019 年 8 月 6 日，第 A3 版。

分税制改革后，地方政府缺乏直接举债的渠道，而地方政府由于事权大于财权，迫切需要通过预算外收入来平衡财政收支。因此，一方面，由于“晋升锦标赛治理模式”的存在，地方政府倾向于通过借债来满足财政需求^①，导致与地方政府相关的各类地方国企和地方融资平台债务显著增加。另一方面，土地出让金收入成为地方政府最重要的预算外收入来源，这导致地方政府对土地财政的依赖。2015年，《新预算法》实施后，地方政府债务占GDP的比率迅速上升至24%，大大超过了地方政府税收增速，这一显性债务也在一定程度上体现了地方政府的债务风险。^②目前，地方政府的债务风险主要体现在以下两个方面。

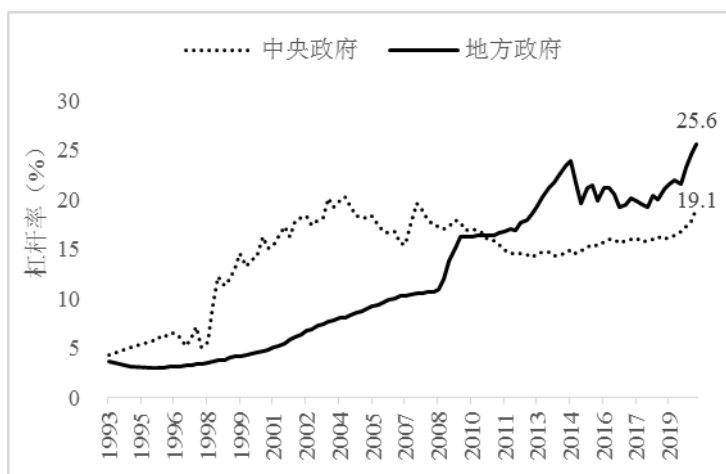


图4 政府债务情况

数据来源：国家资产负债表研究中心。

其一，政府信用背书的公私合作（PPP）项目面临高杠杆风险。2016年以来，PPP项目在各地蓬勃发展，项目数量及规模持续上升。从区域分布来看，截至2020年9月，当年共入库13163个项目，其中上海7个，北京73

① 周黎安：“中国地方官员的晋升锦标赛模式研究”，《经济研究》，2007年第7期，第36-50页。

② IMF, “Global Financial Stability Report”, October 2020.

个，天津 57 个，江苏 396 个，而新疆 390 个，云南 502 个，贵州 540 个，河南 794 个^①，不难看出，经济相对落后、债务压力较大的省份反而发展了大批 PPP 项目。由于 PPP 的发展大多依靠政府信用担保，尤其是其银行贷款中也存在政府信用背书的成分，因此其野蛮发展无疑会增加地方政府的债务风险。尽管 PPP 项目的野蛮发展期似乎已经过去，高风险省份的 PPP 项目数已经由 2017 年的上千下降到了四五百，但对相关风险仍需保持警惕。

其二，对地方国企、地方融资平台债务进行的隐性担保显著提升了地方政府的债务水平。如本文在非金融企业债务风险部分所述，地方融资平台债务背后实际存在政府的隐性担保，但长期以来却被计入企业债范畴。根据平安证券研究所宏观组的研究，如果算上地方政府的隐性债务，我国总体政府债务占 GDP 的比例可能达到 90% 以上，已经超过国际警戒线。^②一旦地方国企和地方融资平台债务发生违约，在债务刚性兑付的预期下，地方政府需要承担相当大的债务压力。事实上，自 2015 年保定天威集团有限公司成为首个债券违约的国企以来，国企违约数量和占比均逐年上升。如表 1 所示，自 2018 年以来，地方国企的债券违约率也逐年上升，在 2020 年底达到了 0.31%。不仅如此，违约国企中主体评级高的比例也在逐步增加。2015 年至 2018 年，违约国企的主体评级多为 B 或 C，而 2019 年和 2020 年以来，违约主体中不乏 AAA 的最高评级企业。此外，在 2020 年违约主体中，地方国企、高等级债券主体明显增加，打破了对国企刚性兑付的信心。尤其在 2020 年年底，以华晨汽车、紫光集团、永城煤电控股集团等为代表的国有企业产业债集体违约事件，引发了市场的广泛关注，其背后蕴含的系统性金融风险值得警惕。

为什么近期地方国企产业债违约案例显著上升呢？这是由于随着房地产市场调控思路的转变和新冠疫情的冲击，地方政府出现了收支困难的局面，促使地方政府在地方融资平台和地方国企的刚性兑付之间进行取舍。由于地方融资平台在促进地方投资、带动地方经济增长等方面拉动作用更大，所以地方政府开始陆续放弃对地方国企的刚兑保证，并因此导致众多地方国

① 数据来自 CEIC。

② 平安证券研究所宏观组：“中国房地产深度研究报告之三：房价下行是否会引爆银行业危机？——涉房贷款估算与银行压力测试”，2017 年 9 月 18 日。

企群起宣布债务违约。这种地方国企集体违约的行为，对各种类型的金融机构均会造成负面影响，相关风险需要政府妥善处置。

表 1 非金融企业债券违约率（单位：%）

年份	全部企业	央企	地方国企	民企及其他
2014-12-31	0.01	0.00	0.00	0.15
2015-12-31	0.10	0.15	0.00	0.50
2016-12-31	0.26	0.06	0.18	0.95
2017-12-31	0.15	0.00	0.05	0.77
2018-12-31	0.66	0.20	0.04	3.80
2019-12-31	0.67	0.06	0.10	4.65
2020-12-31	0.69	0.82	0.31	2.73
合计	2.56	1.29	0.68	13.56

数据来源：Wind。

近期，地方政府的新增债务也大大超出了地方政府的收入。此外，由于地方政府的财政收入过于依赖土地出让金，房地产市场的波动也会显著影响地方政府的偿债能力。一旦外生冲击发生，极易诱发地方政府债务风险。地方政府的债务风险一方面会对中央政府造成极大的救助负担，另一方面也会恶化与地方国企和地方融资平台相关金融机构的资产负债表，这两部分的风险最终都会反映在金融体系的风险上，并由此催生系统性金融风险爆发的可能性。

（四）中小金融机构业务风险

金融部门的风险主要体现在中小金融机构的业务风险上。如图 5 所示，在 2008 年全球金融危机爆发前，我国金融部门资产方的杠杆率约为 25%，金融部门负债方的杠杆率约为 34%。2019 年第三季度金融部门资产方杠杆率上升到了 54.7%，金融部门负债方杠杆率上升到了 58.1%。而到了 2020 年第三季度金融部门资产方杠杆率迅速上升至 55.6%，金融部门负债方杠杆率迅速上升至 62.2%。从金融部门负债方来看，过去一年间杠杆率上升了 4.1%。

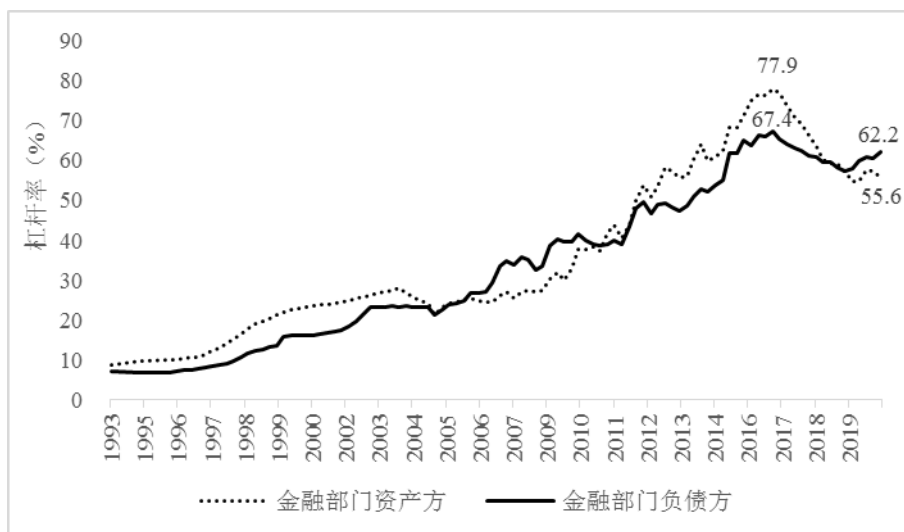


图5 金融部门杠杆率演进

数据来源：国家资产负债表研究中心。

尽管近期金融部门杠杆率的上升幅度不大，但金融部门高杠杆率的事实表明，如果遭遇重大业务风险冲击，金融风险极易在金融体系中蔓延。相对于大型金融机构，以股份制商业银行和地方性金融机构为主的中小金融机构往往存在更大的业务风险，这主要出于以下两方面原因。

其一，在过去，中小金融机构的表外资产累积了较多风险，且其资本金与拨备不足。以中小型银行为例，与国有大型银行相比，中小型银行在利率市场化改革中受到的冲击更大，所以他们采用了更为激进的方法来开拓资金来源和渠道，一方面通过同业存单获取资金，一方面通过委外业务加杠杆来获取委外业务债券收益率与同业存单利率之间的价差以实现盈利，这催生了影子银行的蓬勃发展^①，进而使相关金融风险逐渐积聚，成为影响银行业健康发展的隐忧。此外，金融机构的高杠杆特性要求其同时应具备充足的资本金与拨备以应对风险。然而中小金融机构由于体量较小、抗风险能力弱，本

^① 王喆、张明、刘士达：“从‘通道’到‘同业’——中国影子银行体系的演进历程、潜在风险与发展方向”，《国际经济评论》，2017年第4期，第128-148页。

身面临资本金与拨备不足的局面，同时由于受金融监管较少，中小金融机构经历了野蛮生长，这更使得其风险逐步上升。

其二，最近这几年中小金融机构还承担了一些政策性贷款任务，这些任务未来也可能面临新风险。中小企业融资困难的一个重要原因，是中小金融机构发展不够充分。林毅夫和李永军认为，不同的金融机构给不同规模的企业提供金融服务的成本和效率不同，因此大力发展和完善中小金融机构是解决我国中小企业融资难问题的根本出路。^①随着我国普惠金融政策的发展，中小金融机构不可避免地承担了一定的政策性贷款任务。此外，地方中小银行的主要服务对象是小微企业、“三农”客户，这种客户结构也决定了中小银行所面临的信用风险要高于大型银行。加上政策性贷款任务收益低于市场化业务，这无疑进一步加剧了中小金融机构的金融风险。

利率市场化的推进，将促使中小金融机构在开展业务时更激进。一旦外生冲击爆发，致使中小金融机构无法覆盖同业存单的高成本，或者政策性贷款任务的成本超过了收益，那么中小金融机构可能会面临资金链断裂的风险，并由于金融体系的相互关联进一步加剧金融风险的传递，甚至产生系统性金融风险。

总的来说，上述四个方面的风险，均反映了经济中各部门的高杠杆。企业部门的高杠杆，特别是国有企业和地方融资平台债务，与银行的资产负债表有着深刻的联系。居民部门的高杠杆与房地产行业联系紧密，而房地产是银行贷款的主要投向资产以及贷款抵押的主要标的资产。地方政府的高债务，一方面反映在地方政府偿债能力的挑战上，另一方面反映在国有企业和地方融资平台的隐性担保上。中小金融机构作为金融系统的重要组成部分，不仅是中小企业的主要资金提供者，还与系统性重要机构有着密切联系，其破产无疑会加剧金融风险的爆发。因此，以上四个部门的风险一旦爆发，都会反映到银行系统，都会体现在银行系统的资产质量恶化，而中国商业银行体系的危机，则必然会导致中国的系统性金融危机爆发。

① 林毅夫、李永军：“中小金融机构发展与中小企业融资”，《经济研究》，2001年第1期，第10-18页。

三、加剧系统性金融风险的四重新冲击

如前文所述，中国系统性金融风险在 2020 年出现了重新抬头的迹象，笔者认为，这与当前中国经济面临的新的四重冲击有关。

（一）中国经济潜在增速下行

从 2007 年到 2019 年，我国的经济增长率从 11.9% 下降到了 6.1%，此后在 2020 年新冠疫情的冲击下下降到了 2.3%，这背后的内生原因是中国经济潜在增速的下行。如图 6 所示，朱民等在四种情景下分别测算了中国未来一段时间的潜在经济增速^①，可以发现我国未来一段时间的潜在经济增速都是下降的。从生产函数出发，中国经济潜在增速的下降主要是由于人口老龄化程度的加深和新旧动能切换。而人口老龄化和新旧动能切换均会影响经济中各部门的债务情况，从而影响金融风险。^②

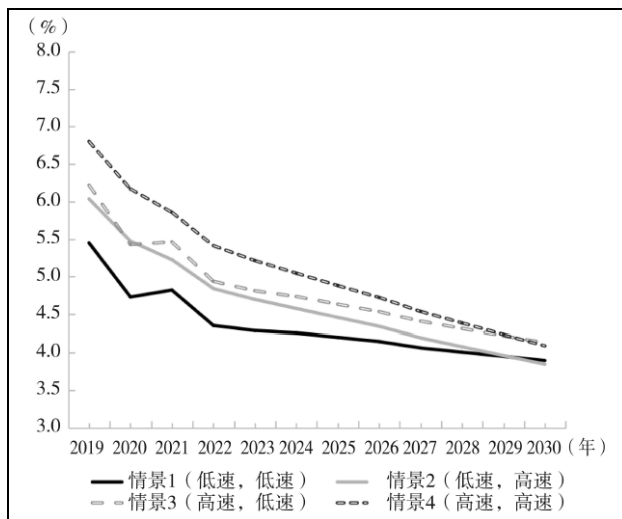


图 6 中国经济潜在增速的四种情景模拟
数据来源：朱民等（2020）。

① 朱民、张龙梅、彭道菊：“中国产业结构转型与潜在经济增长率”，《中国社会科学》，2020 年第 11 期，第 149-171 页。

② 张明：《宏观中国：经济增长、周期波动与资产配置》，北京：东方出版社，2020 年。

具体来说，中国经济潜在增速的下行，会通过以下两个渠道来加剧金融风险。

第一，人口老龄化程度的加剧会加大金融风险。我国从 20 世纪末开始进入老龄化社会，老年人口数量和比重持续增长。2000 年至 2019 年，65 岁及以上老年人口从 0.88 亿人增加到 1.76 亿人，老年人口占总人口的比重从 10.2% 上升至 17.9%。与此对比，我国工作年龄人口占总人口的比重，则在 2010 年达到 74.5% 的峰值后下降到了 2018 年的 71.2%，这意味着我国的人口红利从 2011 年起已经开始减弱。佩尔金斯（Perkins）和罗斯基（Rawski）的研究发现，人口红利的衰减，是中国经济增速在全球金融危机之后显著下降的重要原因之一。^①而随着我国工作年龄人口占比由升转降，储蓄率随之下降，这抬高了企业的融资成本，也增加了非金融企业部门的风险。

第二，经济动能转换会加大金融风险。中国经济增长早期由投资推动，而目前中国增长的主引擎正经历由投资转换到消费，由第二产业转换到第三产业，这个过程也存在金融风险。在改革开放的前三十年，我国的固定资产投资增速一直很快，原因之一是有着旺盛的外部需求，原因之二是高储蓄压低了融资成本。而随着外部需求的减少和储蓄率的降低，我国的固定资产投资增速已经由 2008 年之前的年均 20% 以上一路下降至 2019 年的 5%-6%。在新旧动能转换的过程中，内外需不振导致的产能过剩会造成我国企业盈利能力的显著下降，而企业特别是中小企业的融资成本显著上升。

（二）房地产调控政策持续

在过去，我国的房地产调控政策一般以同时收紧供给和需求的方式、以行政调控房价为主，这种调控模式并不能从根源上解决房地产价格的上涨，还会带来房地产风险的积累。从长期来看，租购并举、开征房地产税以及增加土地供给等手段，将是房地产长效调控机制的主要方向。^②从 2017 年底 2018 年初起，我国政府的房地产长效调控机制和“房住不炒，因城施策”

① D.H. Perkins, T.G. Rawski, “Forecasting China’s economic growth to 2025”, *China Business Review*, 2008, Vol.35, pp.207-239.

② 魏伟、陈骁、张明：“中国金融系统性风险：主要来源、防范路径与潜在影响”，《国际经济评论》，2018 年第 3 期，第 125-150 页。

的政策导向逐渐成形并开始实施，并且在经历了中美经贸摩擦与新冠疫情两轮负面冲击后岿然不动，已经扭转了很多市场参与者的预期。房地产长效调控机制无疑在长期有助于挤出房地产市场的泡沫，促使系统性金融风险的降低，从而加强金融体系的稳定性。但是从短期来看，房地产长效调控机制无疑会带来依赖房地产市场收入的主体的债务恶化，并带来金融风险的加剧。具体来说，房地产调控政策常态化对金融风险有以下两点影响。

第一，房地产调控政策常态化加剧了很多中小开发商的生存压力和偿债压力，并将压力传导给相应的金融机构。中小开发商相对大型开发商来说，资本金薄弱，抗风险能力差，在房地产调控政策中面临更大的生存压力。随着房地产调控政策的持续，中小开发商的资金链极易断裂。中小开发商的破产，一方面会直接冲击银行资产负债表，另一方面会导致居民部门加速去杠杆，由此加剧金融风险的产生。

第二，房地产调控政策的常态化会造成地方政府土地出让金收入下降，加剧地方政府的财政困难。随着房地产市场调控思路在 2018 年前后发生根本性转变，房地产调控政策逐渐常态化，地方政府土地出让金收入下降，加上经济增长速度放缓的影响，地方政府财政收入增速进一步放缓，地方政府的财政困难加剧。

（三）新冠疫情影响

新冠疫情是一次重大的黑天鹅事件，对经济社会发展的影响是全方位的。新冠疫情带来的中国经济增速下降，并从以下两方面催生了金融风险。

第一，新冠疫情影响了我国中小企业的生产经营。从微观角度来讲，新冠疫情对我国企业特别是中小服务企业带来了非常显著的负面冲击。为了防控疫情，政府采取了一定的封锁措施，且相应的封锁措施至今仍在持续。这在生产端会影响原材料和劳动力的供应，在需求端会影响消费者的需求。此外，由于中小企业资金相对微薄，在疫情冲击下财务状况恶化，因此很难从正规金融机构拿到贷款，正遭受着巨大的生存压力。

第二，新冠疫情影响了我国地方政府的财政收入。新冠疫情在宏观上造成的是经济增速的下降，在微观上造成的是企业利润的下滑，因此地方政府的财政收入受到了巨大的影响。根据财政部公布的数据，2020 年全国地方

一般公共预算本级收入为 10.0124 万亿元，同比下降 0.9%，显著低于 2019 年 3.2% 的增速。^①这对本已承受巨大债务压力的地方政府来说，无疑是雪上加霜。地方政府的偿债负担进一步加重，与之相关的金融市场的脆弱性明显上升。

（四）中美博弈加剧

中美博弈的长期化，将成为影响金融风险的持续性冲击。从 2018 年 3 月起，中美经贸摩擦已经持续了较长的时间。特朗普政府时期的政策对中国的外贸和经济造成了显著的负面影响，这种影响在较长一段时期内仍将延续。尽管美国新政府已经上台，但中美关系的走向仍然面临很大的不确定性。中美经贸摩擦料将以新的形式继续演进，并为国内的微观主体和经济增长带来挑战。

第一，微观主体特别是外贸企业仍会受到贸易不确定性的影响。中美经贸关系密切，外贸企业的利润和业务量受中美贸易摩擦的影响同时缩水，目前仍在很大程度上受到由美方恶意加征关税带来的负面影响。一家企业对进出口的依赖性越强，就越会受到中美贸易摩擦的影响，并反映在它们偿债能力的下降上，而这无疑会进一步传导到金融部门，并导致金融风险的上升。

第二，中国经济的潜在增长率会受到影响。对外贸易是拉动经济增长的核心动力之一，随着贸易摩擦的加剧，全球贸易、投资和科技领域的保护主义不断升级，对要素跨国扩散会带来长期的不利影响，这无疑会影响中国经济的潜在增长率。随着中国经济潜在增长率的下降，中国经济的内生脆弱性随之上升，这也会催生系统性金融风险的爆发。

综上所述，从内部环境看，我国经济进入了潜在增速持续下行的新常态，房地产调控长效机制将会在长期内坚持实施。从外部环境来看，我国遭遇了新冠疫情的冲击，而中美博弈必将长期化、持续化。在内外四重冲击的影响

^① 参见 2021 年 2 月 2 日发布的《财政收入逐季好转重点支出保障有力》，http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caijingshidian/zgcb/202102/t20210202_3653070.htm，以及 2020 年 5 月 23 日发布的《关于 2019 年中央和地方预算执行情况与 2020 年中央和地方预算草案的报告（摘要）》，<http://www.npc.gov.cn/npc/c30834/202005/535e674a2eff47bd9ede587ace158a17.shtml>

下，企业、地方政府和居民还本付息能力下降，受外部冲击的影响容易出现大规模违约情形，且违约很可能在企业（特别是房地产企业）与地方政府之间传递，导致违约案例不断增加，并最终演变成银行业危机。其后中央政府对银行业危机的救援会引发中央政府的被动加杠杆行为，并因此产生加税与通货膨胀的预期，促使私人主体向境外转移资本从而导致大规模资本外流，资本外流与人民币贬值相互交织，从而加大系统性金融风险爆发的可能性。

四、如何有效应对系统性金融风险

如何有效应对系统性金融风险呢？笔者认为，首先，防范化解系统性金融风险应该遵循“新老划断”的整体思路，即严控增量金融风险，推动存量风险有序出清。其次，在金融开放的背景下，应该统筹国内国际两盘大棋，保持适当资本管制，以防止短期资本频繁大规模流动影响处理金融风险的节奏与空间。再次，政府还应该积极制定预案以应对潜在危机的爆发。

（一）严控增量金融风险

增量风险是指，在疫情冲击和全球经济不确定性加大的背景下，金融领域新出现的风险。新增的金融风险可能导致新老风险交叉性感染，从而威胁金融体系的安全稳健运行。

第一，影子银行风险再度抬头。我国监管部门从 2017 年开始着力防风险、去杠杆，取得了良好的成效，但存量风险并没有消化完，且部分风险容易复发。特别是 2020 年以来，我国加大了信贷支持经济发展的节奏和力度，以应对新冠疫情对实体经济的冲击，在此过程中，就产生了房地产贷款乱象死灰复燃的迹象。彭江研究发现，2020 年上半年，银保监会已对近 30 家商业银行就涉“房”业务违法违规做出处罚，主要涉及违规信贷和违规融资，以及落实房地产调控政策不到位等问题。^①

第二，金融科技中蕴含的风险。随着金融创新速度的加快，当前出现了一些游离于监管之外且发展迅速的金融科技风险。金融科技企业往往面临

^① 彭江：“坚决防止影子银行死灰复燃”，《经济日报》，2020 年 8 月 3 日，第 3 版。

“大而不倒”的风险。少数科技公司在小额支付市场占据主导地位，涉及广大公众利益，具备重要金融基础设施的特征。一些大型科技公司涉足各类金融和科技领域，跨界混业经营。必须关注这些机构风险的复杂性和外溢性，及时精准拆弹，消除新的系统性风险隐患。防范化解这部分风险，除了逐步完善原有监管体系外，还需要按照金融科技的金融属性，将所有的金融活动纳入到统一的监管范围，实现对所有金融活动的全覆盖和一致性监管。^①

第三，中小金融机构资本缺口加速暴露的风险。中小金融机构业务相对激进，且资本金与拨备不足，在冲击下成为当前重要的新增风险。为了防范中小金融机构风险，要深化金融供给侧结构性改革，支持中小银行多渠道补充资本金。例如，国务院金融稳定发展委员会发布了关于支持中小银行补充资本的要求，指出要推动资本工具创新发展，设计完善转股型资本债券相关制度。当风险事件触发时，减记型资本债券将直接减记，转股型资本债券可转为股权并参与发行人剩余资产分配。此外，要进一步加强创新力度，鼓励支持符合条件的中小银行通过发行转股型资本债券补充资本，增强服务实体经济和抵御风险的能力。

最后，除了针对具体增量风险的防范措施外，严控增量金融风险也意味着政府必须要加强金融监管，从宏观上堵住过去存在的很多漏洞。其实从2017年开始，我国政府已经加强了金融监管的力度，一方面中央成立了国务院金融稳定发展委员会，完善了货币政策与宏观审慎的双支柱调控政策，形成了金融监管与防范风险的制度框架；另一方面，金融监管部门通过持续挤压银行表外业务迫使影子银行业务回表，并敦促银行增加资本金与拨备等，取得了良好成效。然而，随着新型金融风险的不断涌现，金融监管仍需不断强化和巩固。

（二）推动存量风险有序出清

存量风险是长期以来逐渐累积下来的，具有牵一发而动全身的特征，因此应该采用渐进、可控、审慎的手法来加以消化。当前我国金融的存量风险

^① 李广子：“金融与科技的融合：含义、动因与风险”，《国际经济评论》，2020年第3期，第91-106页。

主要来自于金融机构和影子银行的盲目扩张，房地产市场野蛮发展以及地方债无序增长等。化解存量风险需要落脚在促进房地产市场平稳健康发展、化解影子银行风险以及化解地方政府债务风险这三项任务上。

第一，房地产相关风险的消化。郭树清指出，我国房地产相关贷款占银行业贷款的 39%，且还有大量债券、股本、信托等资金进入房地产行业，因此房地产是现阶段我国系统性金融风险方面最大的“灰犀牛”。^①我国政府此前同步收紧供给和需求的房地产调控机制，虽在短期内控制住了房价，却也带来了金融风险的积累。从长期来看，应通过租购并举、开征房地产税以及增加土地供给等手段，改善房地产市场的供需结构，从而扭转“房价永远上涨”的预期来逐步消化房地产相关风险。此外，政府应当逐步降低对土地财政的依赖，银行则应当控制涉房贷款的规模。

第二，影子银行风险的消化。中国银保监会政策研究局课题组和中国银保监会统计信息与风险监测部课题组的研究发现，截至 2019 年末，中国广义影子银行规模为 84.80 万亿元，较 2017 年初的历史峰值已经降低了近 16 万亿元，相当于 2019 年 GDP 的 86%、同期银行业总资产的 29%。^②尽管如此，影子银行存量风险仍较大，相当多的金融机构仍然存在规模“情结”，各类隐性担保和刚性兑付尚未真正被打破，部分高风险影子银行可能借不当创新卷土重来。防范影子银行体系的风险应当从监管层着手：一方面，加强一行两会之间的监管协调，消除监管套利，另一方面，应当从当前的机构监管逐步转变为功能监管与行为监管。此外，还应该加强对银行同业业务、委外业务和通道业务的监管。

第三，地方政府债务风险的消化。2015 年后，通过“开正门、堵侧门”的方式，地方政府举债行为逐渐规范化，这在一定程度上减小了地方政府的债务风险。长期来说，消化地方政府债务风险需要逐步纠正中央与地方政府财权事权错配的现状，推动财税体制改革。就当前而言，最重要的任务应该落脚在解决地方政府隐性担保问题上，应该加大力度处置地方国企和地方融

① 郭树清：“完善现代金融监管体系”，《经济日报》，2020 年 12 月 17 日，第 11 版。

② 中国银保监会政策研究局课题组和中国银保监会统计信息与风险监测部课题组：“中国影子银行报告”，《金融监管研究》，2020 年第 11 期，第 1-23 页。

资平台债务。具体来说，要加大核销力度，有序化解存量不良资产，同时要运用债转股、资产证券化等方式转让不良资产，以优化资产结构。

第四，地方国企产业债违约的处置，可以从以下两个方面着手：一方面，应该力争地方国企产业债打破刚性兑付。过去由于刚性兑付的存在，大量信用债的基本面风险被低估，以至于信用评级显著低估了违约风险。因此，打破地方国企和地方融资平台的刚性兑付，对促进债券市场的风险定价极其重要。具体而言，应该完善以下工作：第一，要提高企业违约处置的法制化市场化水平，在违约之后有序推进债务重组，保护债权人合理权益；第二，要对违约的国企管理层进行合理问责与追责；第三，要加强投资者教育，让机构投资者与个人投资者充分了解到债券投资也可能是高风险投资，尤其是加杠杆投资于违约率较高的问题债券。

另一方面，也要把握好打破刚性兑付与防范区域性系统性风险之间的平衡。这是为了避免地方国企产业债出现集体违约浪潮，形成雪崩效应，甚至引爆区域性系统性风险。具体而言，政府应该完善以下工作：第一，企业在宣布违约之前，要与主要债权人进行细致、坦诚地沟通，不能简单粗暴地直接宣布违约，否则会引发债权人的过度反应；第二，作为主要债权人代表的机构投资者（尤其是商业银行），也应该与作为债务人的地方国企、地方政府等加强沟通；第三，央行在必要时应该对银行间市场与债券市场进行干预，以避免企业违约行为加剧流动性紧张；第四，要严厉打击地方国企的恶意逃废债行为。

当然，处理存量风险要把握好“度”。消化风险的措施也可能带来风险，因此对于存量金融风险，我们应该采取稳妥、审慎的一揽子措施来进行消化，既要让风险逐步暴露出来，又要防止风险过快暴露造成雪崩效应。如消化房地产风险时要防止房地产价格的大幅度下跌，消化影子银行风险时要兼顾金融体系的脆弱性，消化地方政府债务风险时要防范地方国企债券的大规模违约。我们要尽量避免这样一个怪圈：力图控制风险的政策本身成为引爆危机的导火索。

（三）保持适当的资本管制

化解系统性金融风险需要相对稳定的金融环境。迄今为止，在我国金融

开放的各个维度中，金融市场的开放已经取得很大进展。即便资本账户全面开放尚未完成，但应看到，截至 2017 年，我国资本账户的 40 项中，不可兑换的项目只剩下两项，跨境资本流动面临的约束显著减少，资本大进大出的概率将显著上升。跨境资本频繁流动正成为威胁我国金融稳定的重要因素。国际经验表明，加速开放的金融体系往往意味着潜在的系统性金融风险的加剧，因此务必引起高度重视。很多新兴市场国家之所以出现金融危机，都是由于不可避免地掉入了资本外流与汇率贬值相互强化的恶性循环，最终演变成系统性金融危机。因此，为配合防范化解系统性金融风险，我国政府依然应保持适当的资本账户管制。

笔者曾指出，短期资本大规模流出，很可能成为引爆中国系统性金融风险的扳机性因素。因为一方面，短期资本大规模流出会引起国内利率水平显著上升、资产价格大幅下跌，如果资产价格泡沫被刺破，将导致持有大量国内资产的部门的资产负债表遭受重创；另一方面，短期资本大规模流出会引起本币汇率显著贬值，由此将大大增加本国相关企业与金融部门的外债负担。如果上述情景发生，投资者信心及预期也会受到负面影响，从而引发更大规模的资本外逃，最终形成通向金融危机深渊的恶性循环。^①此外，张明等还发现，近期我国的国际收支结构比较脆弱^②，在此情况下，如果考虑到金融开放可能带来的更大规模资本流动，就更要警惕国际收支异常波动的潜在风险。

资本管制可以为国内应对危机腾挪空间、创造相对稳定的外部环境，防止外部冲击与内部风险叠加，让“肉烂在锅里”。因此，我国政府应对跨境资本流动保持适当的管制，尤其要防止短期资本的大进大出与本币升贬值的强烈预期相互强化，避免其成为引爆系统性金融风险的导火索。

（四）制定危机应对预案

我国政府应该事先准备充分的应对危机的政策预案。毕竟，金融危机无法完全避免，危机的发生也难以预料。如果等到金融机构爆发风险再临时制

① 张明：“金融开放中的潜在风险”，《中国金融》，2014 年第 14 期，第 55-56 页。

② 张明、孔大鹏、潘松李江：“论中国金融开放的维度、次序与风险防范”，《新金融》，2021 年第 4 期，第 4-10 页。

定预案的话，既会显得措手不及，又很有可能错过最好的补救时机。

相关政策预案重点应关注：第一，危机一旦爆发，如何将其控制在一定范围内，避免其扩散到其他部门，并演变为系统性金融风险；第二，要增强危机应对预案的针对性和有效性。危机苗头出现的路径复杂多样，对于不同风险源要量体裁衣地做预案；第三，如何利用危机可能带来的压力，在国内广泛凝聚共识，加速推动结构性改革。^①

近年来中央和地方政府针对系统性金融风险已经发布了一些预案，如2016年10月27日国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案》^②，2018年9月5日北京市政府发布了《北京市金融突发事件应急预案》^③，这些预案的发布，在特定金融风险爆发时能够起到重要的指导作用。尽管如此，现有的金融风险预案还停留在企业和政府部门应如何报备及反应上，缺乏宏观指导和微观处置细则，亟须进一步细化。

【 Abstract 】 Under the new development paradigm, preventing and defusing systemic financial risks is not only a fundamental task to promote high-quality development in China, but also a necessary requirement for implementing the ideology of “balancing development and security”. The current systemic financial risks in China are mainly distributed in four areas: non-financial corporate debt, household debt, local government debt, and small and medium financial institution business. Since 2020, China’s systemic financial risks have shown signs of re-emergence under the internal and external four-fold shocks of the potential economic growth decline, the continued real estate control policies, the outbreak of the COVID-19, and the intensified game between China and the United States. To effectively prevent and defuse systemic financial risks, this article recommends that the government adopt a “new and

① 张明、孔大鹏、潘松李江：“论中国金融开放的维度、次序与风险防范”。

② 参见2016年10月27日发布的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》，http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-11/14/content_5132244.htm

③ 参见2018年9月5日发布的《北京市金融突发事件应急预案》，http://www.gov.cn/xinwen/2018-09/05/content_5319401.htm

old cut-off” attitude to deal with financial risks, on the one hand, strictly control incremental financial risks, and on the other hand, promote the orderly clearing of stock risks, while maintaining appropriate capital control, and actively formulate crisis response plans.

【Key Words】 Systemic Financial Risks, New and Old Cut-off, Capital Controls, SOE Industrial Bond Default

【Аннотация】 В рамках новой модели развития предотвращение и устранение системных финансовых рисков является не только фундаментальной задачей для обеспечения качественного развития в Китае, но и неизбежным требованием для реализации идеи «скоординированного развития и безопасности». Текущие системные финансовые риски в Китае в основном распределяются по четырём направлениям: нефинансовый корпоративный долг, долг домашних хозяйств, долг местного правительства и малый и средний бизнес финансовых институтов. С 2020 года, в условиях четырёхкратных внутренних и внешних потрясений потенциального спада экономического роста, продолжающейся политики контроля над недвижимостью, вспышки пандемии коронавируса нового типа и усиления игры между Китаем и США, системные финансовые риски Китая демонстрируют признаки роста. В целях эффективного предотвращения и смягчения системных финансовых рисков в данной статье рекомендуется, чтобы правительство приняло подход «нового и старого разделения», с одной стороны, для строгого контроля дополнительных финансовых рисков, с другой стороны, для содействия упорядоченному устранению фондовых рисков, сохраняя при этом соответствующий контроль над капиталом и активно формулируя планы реагирования на кризисы.

【Ключевые слова】 Системные финансовые риски, новое и старое разделение, контроль над капиталом, дефолт по промышленным облигациям государственных предприятий

(责任编辑 肖辉忠)