\*中国社科院世经政所国际投资研究室国际投资研究系列(IIS)讨论稿，2014年7月29日

（本文已发表于《上海经济评论》）

Policy Brief No.201413 July 29, 2014

如何应对中国金融系统性风险？

——中国金融系统性风险评论之九

张明

在之前的八篇专栏文章中，笔者首先分析了私人、公共与对外部门分别面临的系统性风险，其次阐述了金融风险在上述三个部门之间的传导机制，再次解释了为何过去的风险减震器由于主客观原因而濒临失效，随后展望了中国爆发系统性金融危机的可能路径，进而警示了一旦系统性金融危机爆发可能将中国经济拖入中等收入陷阱的情境。作为本系列评论的最后一篇，笔者想结合近期以来对金融系统性风险的思考，提出如何应对中国金融系统性风险的政策建议。当然，在极为有限的篇幅中，提系统性、综合性政策建议难免有挂一漏万之嫌，因此笔者仅仅列出自己认为最重要的一系列应对之策。

对策之一，是必须对未来企业部门去杠杆化以及房地产行业下调引发的银行风险未雨绸缪、做好应对方案。如前所述，在国内外需求持续偏软加剧产能过剩的背景下，中国企业部门去杠杆化势在必行。未来几年中国房地产市场在波动中调整也是大概率事件。上述两大冲击，再加上利率市场化的挑战，无疑将造成整个银行系统不良贷款率飙升，部分中小金融机构甚至面临破产倒闭风险。因此，中国政府以及监管当局必须为这一风险做好准备。一方面，应尽快建立全国性存款保险公司以及金融机构破产清算机制，缓解一旦金融机构破产所造成的次生性冲击；另一方面，应提前制订一旦银行坏账率大幅上升，如何应对这一问题的详细

方案。

对策之二，是在解决下一轮银行坏账浪潮的过程中，避免单纯使用政府替银行买单的做法，转而更多地使用诸如资产证券化等市场化解决方案。如果中国政府未来仅仅依靠动用财政资金为金融机构注资来直接核销坏账、或者重演1990年代末期通过不良资产管理公司来间接核销坏账，这都会导致银行债务最终转化为政府债务。由于当前中国政府的真实债务水平已经远非1990年代末期可比，因此，单纯依靠政府救市的方式，很可能导致中国政府债务不堪重负，从而使得私人部门金融危机演变为主权债务危机，或者恶性通货膨胀。因此，为阻断金融风险从私人部门向政府部门的传导，中国政府应该鼓励商业银行通过资产证券化等方式来处理不良资产，由银行、社会与政府共同分担坏账成本。

对策之三，是通过一系列措施，使得地方政府债务变得更加透明与可控。在当前，大量地方政府债务是通过地方融资平台借道影子银行举借的债务，既不透明、也不可控。因此，中国政府应该尽快允许符合条件的地方政府直接发行市政债券，该债券除在银行间市场交易外，也可以由居民通过金融机构来购买。在开正门的同时，应该堵住偏门，限制地方政府的各种或有债务。而应对地方财政债务问题的治本之策，则是通过改革分税制体制，让地方政府的财权与事权相匹配，同时改变以GDP为主的地方官员政绩评价体系。降低地方政府财政收入对土地出让金的依赖，更大程度地发挥消费税、房地产税、资源税等新的地方政府主力税种的作用。

对策之四，是应该继续审慎、渐进、可控地开放资本账户，避免由于过快开放资本账户所造成的无谓风险。如前所述，中国系统性金融危机爆发，很可能是由于资本账户洞开后引发的大量资本外流，这会通过国内利率水平上升而加剧企业部门去杠杆以及加剧房地产价格下调。因此，在人民币汇率与利率形成机制充分市场化之前、在当前国内金融体系的各种脆弱性得以充分控制之前、在国内金融市场比较充分地对民间资本开放之前，中国政府应该在资本账户开放的问题上慎之又慎。事实上，迄今为止中国尚未爆发系统性金融危机，这并不是因为中国的金融体系有多么健全、中国监管当局的管理水平有多么高超，有效的资本账户管制可谓功不可没。资本账户管制应该成为中国防范系统性风险的重要防线，在各类配套改革基本完成之前，应该切忌自毁长城。

对策之五，是一旦金融危机爆发，中国政府不仅应努力将危机控制在一定范围内，而且应该利用危机造成的压力，继续推动国内结构性改革。事实上，危机是很难完全避免的，但凡由新兴市场国家成长为发达国家的，都会经历金融危机的洗礼。关键在于，如何把握金融危机带来的挑战与机遇，将金融危机的冲击，转变为经济转型与发展的动力。回顾过去几十年的历史，有一些国家的经济快速增长由于金融危机的爆发戛然而止（例如日本与阿根廷），而另一些国家则把握住危机爆发的机遇，增强国内各阶层与利益集团的共识，相机推动国内结构性改革，从而重塑了增长动力（例如芬兰与韩国）。当前中国国内改革已经进入存量攻坚阶段，每一项改革都因为既得利益集团的阻挠而可能踯躅不前。因此，如果中国未来爆发金融危机，一方面中国政府应通过预案设计与危机管理将其控制在一定程度之内，另一方面也应该利用危机造成的冲击，突破既得利益集团的藩篱，进一步推动改革开放。

总之，为应对系统性风险的爆发，我们既要努力从根源上来纾解具体风险，又要制订应对危机的政策预案，还要做好利用危机来推动结构性改革的准备。金融危机本身并不可怕，可怕的是觉得“这次不一样”的自满情绪。从莱因哈特和罗高夫的巨著《这次不一样：800年金融荒唐史》来看，在各国金融监管当局意得志满、觉得危机不可能爆发之时，通常就是金融危机袭来的前夜。未来五至十年，将是中国潜在金融风险显性化的时期，也将是中国爆发金融危机的高危时期。对潜在的金融危机，我们最好报之以冷静与谦卑的态度。正所谓“战战兢兢，如履薄冰”。

（IIS简介：国际投资研究系列（International Investment Studies）是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧珺，定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博与刘洁。我们的主要产品包括：中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。）

【责任条款：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法，并不代表作者所在单位的观点。】