

短論·觀察·隨筆

# 中國金融體系的脆弱性

● 易憲容

## 一 前言

國際貨幣基金組織 (International Monetary Fund, IMF) 曾在2011年11月14日發布了一份報告，對中國金融部門進行了首次正式評估。該報告指出，中國的金融體系總體穩健，但脆弱性逐漸增加。那麼，一系列嚴酷的問題自然會接踵而至——中國金融體系的脆弱性到底在哪裏？這種金融體系的脆弱性會否導致系統性風險發生？如果發生，其時間節點又在哪裏？中國政府監管部門是否有所準備？……等等。一年多的時間過去了，這些問題依然緊迫。

金融體系的脆弱性是現代社會一直在關注的一個大問題。現代金融體系的脆弱性，與金融本性以及信用擴張程度有關。金融本性就是對信用的風險定價。如果定價不合理，就容易導致過度的信用擴張。世界上的任何金融危機都是與信用過度擴張有關。只不過，信用過度擴張的表現形式在不同的市場或不同的國家及地區不同罷了。2008年美國金融危機主要是由

於銀行信貸過度擴張吹大房地產泡沫，並通過金融衍生工具的槓桿化把這種過度擴張的信貸無限放大，讓信用擴張到極致。2012年歐洲主權債務危機則是國家債務信用過度擴張的結果。

對於中國而言，信用擴張也成了促進經濟增長的主要工具。比如2003至2007年銀行信貸增長14.7萬億(人民幣，下同)，2008至2012年6月底則達到35萬億，是前者近3倍，是1998至2002年的7倍多。儘管這幾年的信用過度擴張還沒有引發中國的金融危機，但它所帶來的問題與風險也是無可復加的。房地產泡沫吹大、商業銀行不良貸款增加、地方融資平台的風險、民間信貸市場的「炒錢」風險等，都是一個個可能引發國內金融危機的導火線。可以說，近十年來，無論是政府還是企業或個人，每一個市場主體無不都希望過度使用現有金融體系或信用擴張，而這種全民都希望過度使用現有信用體系的現狀則是當前中國金融體系脆弱性的根本所在。這也是當前中國金融市場最大的風險。

還好，中國政府高層對此有清醒的認識。王岐山副總理在2012年中曾指出，防範風險是金融業的永恆主題；要避免金融機構及金融市場片面無限的信用擴張；對於各類金融風險的處置，要堅持「誰的孩子誰抱」等原則。也就是說，無論是誰都不可過度使用現有的金融體系，誰使用誰就得負責，從而把使用金融體系的成本與收益歸結到當事人身上，並以此來界定信用擴張的合理邊界。這些原則聽起來不錯，但關鍵是如何把原則轉化為可執行的金融政策以及金融監管措施。

還有，目前很多人對金融風險的關注往往會放在個別金融事件上，比如政府融資平台的風險、房地產價格急劇下跌所帶來的銀行風險、信託融資違約事件導致普遍的贖回、民間高利貸的「爆煲」、政府難以抵抗信貸政策放鬆的呼籲而導致進一步放大金融風險等。這些個別事件促發金融危機的概率固然存在，但都不是其主要構成原因。

絕大多數金融危機的爆發都與系統性風險的出現有關，而系統性風險的重要根源是與宏觀環境的定價基準變化有關。這是因為，在現代金融體系中，各金融市場、金融組織、金融行為主體之間並非簡單的線性關係，而是通過各種錯綜複雜的關係聯結在一起。不同金融機構之間可能具有相同的商業贏利模式、相同的會計處理方法，以及緊密的債權債務關係。這就造成了當市場流動性枯竭，信用違約等風險能夠通過共同風險因素和債權債務關係在金融體系內傳染。

從表面上看，某次金融危機爆發往往只是個別事件引發的結果，但實際上卻是決定現有商業模式、資產價

值、債務債權關係等金融定價的一般性基準定價發生根本性逆轉的結果。這就是系統性風險為何突然發生——無論是學術界還是業界都無法預測到系統性風險發生——的關鍵所在。在中國，金融定價的一般性基準定價是甚麼？它是如何運行的？對此了解的人不多。這也是中國金融體系的脆弱性所在。

不過，在本文看來，當前國內金融定價的一般性基準定價在很大程度上與中國經濟的「房地產化」有關。房地產業不僅決定了早幾年國內GDP的增長，而且也是國內絕大多數商品的定價基礎。國內房地產通過過度擴張信用致使其價格快速飆升，必然帶動國內經濟體中不同商品價格快速上漲及金融產品價格的全面上升。因此，當國內房地產市場泡沫突然破滅而導



國內房地產通過過度擴張信用致使其價格快速飆升

致價格急劇下跌時，並非僅是影響到商業銀行增加不良貸款或不良貸款率上升的問題，而是可能導致整個金融市場的一般性基準定價發生重大逆轉。因此，2012年中國銀行監管部門要求各家銀行對住房價格下跌進行壓力測試，僅僅是一種表面功夫，因為它根本就無法把這種基準定價發生重大逆轉給金融體系帶來的風險計算在內。因此，要避免這種系統性風險發生，就得堅決執行當前房地產的宏觀調控，慢慢擠出當前房地產泡沫，去除中國經濟「房地產化」及其賺錢效應，讓國內住房價格回歸合理水平。

## 二 當前中國金融體系的 最大風險在哪裏？

從2012年8月15日中國銀監會公布的數據來看，2012年末，國內商業銀行不良貸款餘額將達4,565億元，比第一季度末增加182億元。不良貸款率為0.9%，與第一季度末持平。第二季度現實利潤達3,356億元，比第一季度增長2.94%。從這些數據來看，國內銀行整體經營狀況還是穩健的，貌似不存在多大風險，更不存在由於銀行危機導致的金融市場的系統性風險。不過，儘管國內金融市場的系統性風險並沒有顯山露水，許多巨大風險仍是潛藏的，甚麼時候爆發出來只是時間問題。

首先，從國內銀行體系的不良貸款情況來看，報表上顯示的數據當然是樂觀的，但實際上存在很多問題。近來，中國銀行業撥備覆蓋率已從2010年第四季度的217.7%，大幅度提高到2012年第二季度的290.2%。這一

方面說明國內銀行對潛在不良貸款的風險正在做提前準備，但另一方面，它意味着國內銀行實際不良貸款的增加正處於一個上升周期。比如，率先公布業績的招商銀行2012年上半年的數據顯示，三個月以下逾期貸款急增63%至41億元，佔貸款組合1.06%，較新增不良貸款餘額的7.3億元高出5.6倍。

特別值得注意的是，當房地產泡沫破滅時，這種風險更容易顯示出來。2012年上半年銀行業的數據亮麗，許多巨大的潛在風險還沒有暴露出來，這在很大程度與國內房價保持穩定有關。國內住房市場經過兩年的調整，出現了「量跌價滯」的僵持局面，即住房銷售量全面下降，但價格卻下跌很少。可以說，只要房價的泡沫不擠出，房價不快速下跌，那麼過高槓桿的住房投機炒作風險就不會暴露出來。2012年第三季度溫州銀行不良貸款餘額快速上升，很大程度是與溫州的房價快速下跌有關。但目前這種局面僅是局部性的，一旦國內房地產泡沫大範圍破滅，中國銀行體系風險就會暴露出來。

其次，當前國內一個巨大的影子銀行體系正在快速形成，儘管中國的影子銀行體系與導致美國2008年金融危機爆發的影子銀行體系有很大不同。比如，2003年以前國內企業融資90%以上來自銀行貸款，但是2011年這個比例下降到58%，即銀行信貸在社會融資總額比重快速下降，而銀行之外的委託貸款及信貸貸款等則快速增長。我們可以看到，在信貸規模及利率管制的情況下，銀行正規渠道的貸款利率在6%左右，而民間信貸市場利率則達到20%以上。巨大的利潤空

間促使大量的正式或非正式貸款中介公司湧現，也激勵了銀行表內業務「表外化」。2011年中國銀行發行的理財產品規模高達18萬億元之多。還有2012年上半年，中國76家獲准開展資產管理業務的證券公司，受託管理資金本金總額從此前的2,819億元大幅增加到4,802億元，增幅達70%，而這其中絕大多數資產是銀行表內業務「表外化」所致。可見，由於國內影子銀行體系基本上處於監管真空之下，它受高額利潤驅使，不僅規模快速膨脹，而且無孔不入。如果任其發展，潛在風險有多大是根本無法預測的。

第三，過度使用現有的金融體系成了政府政策及國人的一種時尚。可以說，對於一個發展中國家來說，金融體系不成熟要發展是自然的事情。不過，如果這種金融體系的發展演化到了過度使用的境況，它所面臨的風險就會極高。比如，近幾年國內經濟快速增長，很大程度上就是建立在過度使用現有的金融市場基礎之上的。可以說，這種過度融資加速了國內經濟的發展，加快了國內許多重大的城市基礎設施建設。但由於政策的失誤，一個巨大的房地產泡沫也吹起來了。這幾年，國內不少城市房地產泡沫吹得巨大，很大原因就是這種過度融資、過度槓桿化的結果。但是，到目前為止，政府部門對此問題的嚴重性仍沒有清醒的認識，總是以為通過寬鬆的貨幣政策可降低企業的融資成本並鼓勵企業增加投資，但實際上銀行流出的資金最多、企業獲得資金的融資成本最低，就看這些資金流向哪裏。如果這些資金不流入實體經濟而流入房地產炒作，那麼信貸政策寬鬆的意義就不大。從這幾年來的情況來

看，許多從事實體經濟的企業所獲得的利潤只是投資房地產所獲利潤的九牛一毛。比如，國美電器是全國家電零售業最大的巨頭，其開發的第一個房地產項目，利潤就遠大於國美前十五年利潤的總和。在這樣的情況下，企業豈有動機把資金流入實體經濟？當前企業資金都流入各種資產時，不僅很容易炒高資產價格，而且也給整個金融體系帶來了巨大的潛在風險。

而過度使用或濫用現有的金融體系，不僅國內企業、個人及地方政府是這樣，中央政府也是如此。比如，在2012年第三季度，中央政府批准設立許多所謂區域性的金融改革試驗區。這些試驗區，除了少數一二個之外，沒有多少實質性的新內容或真正的金融創新。實際上，國內金融市場作為一個統一性市場，必須進行重大制度改革，因為金融改革試驗區有所作為的東西不多，到頭來，不少資本還是盯着如何能夠進入正規的銀行體系。比如泉州正在制訂《國家金融服務實體經濟綜合改革試驗區》方案，其核心就是如何讓更多的民間資本進入正規的金融體系。許多民營企業家都說，他們的目標是做銀行。就當前的情況來看，經營銀行不僅風險低而且可獲得高利潤。如果中國的金融改革只是要建立更多的小銀行，那麼這種過度使用現有金融體系的風險很快就會顯示出來。美國十八世紀下半葉銀行業的戰國時代最後導致金融危機爆發，就是最好的借鑒。

可以說，以不同的方式過度使用現有金融體系是國人的一種共識，無論是政府還是企業與個人都是如此。但是這背後潛在的巨大風險，國人卻未加關注，政府也是如此。這可能就

是國內金融體系所面臨的最大風險，也就是中國金融體系脆弱性的根本所在。

### 三 銀行資產質量惡化—— 金融體系脆弱性的端倪

從國內上市銀行2012年中期報表來看，國內銀行業的不良貸款率基本上處於一個較低的水平，但個別地方的銀行不良貸款率上升。這些地方集中在浙江省，主要是溫州及杭州等。比如中國建設銀行的中期報表顯示，其浙江分行的不良貸款率最高，由2011年底的1.33%上升至2012年的1.78%。

國內銀行不良貸款率飆升的區域性，很大程度上是與房地產泡沫破滅與擠出有關。對於溫州地區來說，在房價一路上漲時，其銀行貸款質量是較好的，不僅不良貸款率遠低於全國平均水平，而且貸款規模龐大，銀行利潤水平也最好；而且，無論銀行大小，經營管理水平如何，這些情形都一樣。在這些地區，銀行業的業績曾經普遍向好。但是2012年上半年以來，這些地區銀行業的整體不良貸款率快速上升，主要是與當地房地產泡沫的破滅有關。

我們可以看到，在前些年全國各地房價飆升的過程中，溫州炒房團是全國一波又一波的住房炒作的始作俑者。他們轉戰全國，戰無不勝。房地產暴利不僅使得當地居民湧入住房市場（即當地全民炒房），也誘導這裏的地方企業也加入炒房大軍。有調查報告顯示，在溫州300家企業中，126家企業涉足房地產，佔總營業務以外投資總額的69.2%。相關統計還表明，

全市企業參與房地產投資總額超過5,000億元以上。

這樣，溫州炒房團不僅把全國許多地方的房地產市場炒翻了天，也把溫州當前的房價炒到天上去。2010年溫州的住房價格為全國最高。當房價上漲時，企業與個人都暴利四溢。在2010年以來的房地產宏觀調控下，溫州的住房價格快速下跌（最大跌幅達到30%以上），這些過度槓桿化的住房市場投機炒作的風險很快就暴露了出來，引發了2011年的溫州金融市場危機。面對這種危機，中央政府及地方政府採取一定的救市政策，但溫州的金融危機並沒有隨着各種救市政策的出台有所緩和，反之隨着溫州房地產市場調整，其危機依然在深化與蔓延。溫州銀行利潤減少，不良貸款增加。與此同時，溫州企業減產停產現象增多，這種情況很快又進一步反映到銀行的運營之中。不良貸款率上升，銀行惜貸，企業融資困難，溫州的金融危機進一步加深。現在的問題是，溫州的金融危機會不會向全國蔓延？

其實，一線城市如北京與上海等地的房地產泡沫肯定要比溫州大。泡沫的巨大不僅體現在房地產價格漲幅，而且還在於房地產市場規模。十年來，北京不少樓盤的房價至少上漲了八倍以上；上海與深圳也是如此。十年內房價如此過快地上漲，豈能不積聚巨大的泡沫與風險？只不過，這些地方巨大的房地產泡沫被房價還在上漲及中國房地產市場巨大和存在嚴重的地區差別性所掩蓋。

自2011年以來，中國政府監管部門不停就房地產泡沫要求國內銀行體系進行壓力測試，以為通過這種壓力測試便可估算出國內銀行房地產泡沫風險。但實際上，以歷史與靜態數據

## 四 小結

是無法估算流動性水平的變化，也無法評估企業及個人的償還貸款能力是否真實。因為這裏不僅有資產價格突然下跌導致流動性短缺的問題，還有所謂「流動性停滯」(illiquidity) 或「流動性停頓」的問題，而後一個方面是壓力測試不可能測試出來的。

所謂「流動性停滯」，是法國著名的經濟學家梯若爾 (Jean Tirole) 最近創造的一個概念，它是指企業「不可動用的流動性」，而這種流動性其實不是流動性，因為這種流動性喪失了償還能力的功能與意義<sup>①</sup>。簡言之，由於金融法規限制以及其他原因，資產價格下跌時劣質資產充斥卻難以出售、資金充足者拒絕購買價賤求售的資產，以及大眾化的投資市場散戶實力不足導致市場交易萎縮等，都會導致「流動性停滯」。這些現象的諸方面是無法通過量化壓力測試的模型來評估的，因而金融危機的風險高低也就無法測試出來。

換言之，儘管房地產按揭佔銀行貸款比重只有20%，儘管一線城市房地產泡沫立即破滅的發生概率在短期內還不大，但一則與房地產關聯的銀行貸款所佔的比重其實相當大(可能會超過60%)，二則房地產泡沫破滅是遲早的事情，金融危機的爆發也是一個時間的問題，只不過是在甚麼時候以及透過甚麼方式而已。就上述兩種情況，無論是哪一種情況發生，要想測試兩種態勢下的流動性狀態，是很不容易的。再加上「流動性停滯」之影響，那麼國內房地產泡沫一旦破滅，所有的潛在風險都會暴露出來，金融體系的系統性風險也許就會在這種狀態下生成。國外許多研究機構與組織一直都在說目前中國經濟處於金融危機爆發的邊緣，道理可能就在這裏。

我們可以看到，中國金融體系的脆弱性是十分嚴重的，只不過許多風險暫時沒有暴露出來。首先，全國自上到下，無論是政府還是企業及民眾，無不都希望過度使用現有的金融體系，無不都希望讓這種過度使用現有金融體系的風險讓他人來承擔而收益歸自己。在一種激勵模式下，中國金融體系的風險無處不在。也就是說，如果信用擴張不能設定在合理的邊界內或實體經濟發展的範圍內，那麼金融體系的脆弱性就會更為放大，所面對的風險就會更高。因此，設定信用擴張合理邊界是未來中國金融改革的一個重要方面。

其次，中國金融體系的脆弱性還表現在政府權力對市場的主導和管制之上。政府對金融市場管制的根源就在於中國金融市場信用完全是建立在政府隱性擔保的基礎上。這一隱性擔保，不僅給政府權力進入市場、干預市場提供了條件，也為金融市場當事人過度進入高風險金融領域創造了條件。因此，弱化與減少政府對金融市場的參與和干預是當前國內金融改革最為重要的一個方面，也是保證中國金融體系穩健性的關鍵。

### 註釋

<sup>①</sup> Jean Tirole, "Illiquidity and All Its Friends", *Journal of Economic Literature* 49, no. 2 (2011): 287-325.

易憲容 中國社會科學院金融研究所  
研究員