

BCG

THE BOSTON CONSULTING GROUP



中国发展研究基金会
China Development Research
Foundation

新常态下的金融风险与应对

何大勇、陈本强、郭燕、华佳

2017年3月

目录

1. 摘要	1
2. 认清现实，“新常态”下的金融风险	3
2.1 多重挑战：中国经济“新常态”	3
2.2 内外因素共同作用：新常态下的金融风险	3
3. 积极应对，主动防范，完善监管	9
3.1 积极应对：多种手段，提振实体经济	9
3.2 主动防范：借鉴美国危机去杠杆化经营，去“存量”杠杆，控“增量”杠杆	10
3.3 完善监管：借鉴美国经验，完善宏观审慎监管体系	13

新常态下的金融风险与应对

1. 摘要

正确识别并有效应对新常态下的金融风险至关重要。新常态下中国金融体系主要面临的四大类风险：信贷风险、资产泡沫风险、外汇/外储风险和流动性风险，以及由其触发的系统性风险。本文结合国际案例、专家访谈、文献研究和波士顿咨询公司在全中国范围内与政府和企业的合作经验，对风险的形成、风险之间的关系进行了分析，并针对如何提升实体经济活力和降杠杆去泡沫提出了具体建议；本文同时参考了美国的宏观审慎监管体系，认为在立法层面确立宏观审慎的监管体系、建立统一的金融风险信息收集和分析框架、建立跨部门监管协调机制是新常态下防范系统性金融风险的重要举措。

- 信贷风险：信贷规模过快增长与分配失效带来的信贷风险

中国经济整体杠杆率较高，贷款规模增长过快，信贷资源分配失衡。金融体系通过信贷直接或间接承担了（通过影子银行）国有实体经济运行的风险，其中大量的过剩产能和地方政府的重复建设将威胁到金融体系的兑付能力，加剧信贷风险，从而引发流动性风险。

- 资产泡沫风险：充裕的流动性脱实向虚和影子银行推升资产泡沫

货币政策为经济发展提供了充足的流动性，然而信贷资源未能有效配置到回报率过低的实体经济。剩余资金“脱实向虚”，流向房地产和股市。影子银行、脱离实体经济的金融创新带来了金融体系的“资金空转”加剧了资产泡沫。由于高风险资产泡沫缺乏持续性，去泡沫化将恶化信贷风险并产生流动性风险。

- 外部风险：人民币贬值预期增加外储风险

美国QE退出、美元升值加息双重因素导致的汇率波动对中国金融系统带来的风险主要体现在：资本外流、资产价格下跌和中国企业还本付息压力加大。尤其是人民币贬值预期挤压国内流动性空间，促使部分流动性溢价回归均值。一旦流动性预期出现拐点，资产价格快速修正，将造成资产泡沫的破裂，引发流动性风险。

- 流动性风险：多重不确定因素引发流动性风险

信贷、资产泡沫和外部风险都会导致流动性风险。信贷和外储风险整体可控，但需警

惕由影子银行而导致的资产泡沫风险爆发难以精确估算。资产泡沫爆发所引发流动性风险并恶化信贷环境、提前引发坏账集中爆发、增加资本恐慌性出逃而导致的流动性衰竭带来的巨大破坏力不可小觑。

- 系统性风险：四大类风险内在关联而带来的系统性风险破坏性巨大

四大类金融风险的恶化都可能引发系统性危机；同时应该看到，新常态下的金融风险层层嵌套，盘根错节，在资金流动链条的一环发生风险将引发一系列更具破坏性的风险，波及到地方政府、企业、金融机构和个人投资者等众多相关方。我们认为，信贷风险整体可控，但去杠杆的工作刻不容缓；资产泡沫风险应密切监测；外部风险需提高警惕；流动性风险需重点监控与分析，系统性风险必须重点防范。

实体经济不振是上述各类风险的根本原因，采用多种手段积极应对新常态，提振实体经济，是防范金融风险的根本保障；从中短期来看，中国应通过降低杠杆的手段聚焦解决信贷风险，从而化解债务危机，优化信贷资源分配，使实体经济重新焕发活力；从中长期来看，为了防范系统性风险，避免经济硬着陆，中国可借鉴美国经验，完善宏观审慎监管体系。

- 积极应对：多种手段，提振实体经济

面对经济增速放缓的现实，应该认识到旧道路已然不畅，应加快转变经济发展方式，大力进行结构调整，促使产业升级换代，努力培育新的经济增长点。我们的具体建议和措施包括：减少政府干预，持续推进国有企业混合所有制改革，完善准入规则和托底政策，减税减负，打破金融约束。

- 主动防范：借鉴美国危机去杠杆化经营，去“存量”杠杆，控“增量”杠杆

2008年金融危机后美国通过缩小“分子”加扩大“分母”的政策达到降杠杆的目标，取得了较为理想的效果。结合美国金融危机后去杠杆化的经验，我们提出以下建议：企业部门“去产能”与“去杠杆”双管齐下；金融部门主动防范系统性风险，区分去“存量”杠杆好坏，强化宏观审慎监管；政府部门控“增量”杠杆，财政救助需坚守底线。

- 完善监管：借鉴美国经验，完善宏观审慎监管体系

系统性风险一旦发生将对整个金融体系甚至经济体造成灾难性的冲击，必须重点防范。借鉴美国后金融危机防范系统性风险的经验，我们对中国宏观审慎监管体系提出三点建议：构建法律机制：加强监管职能，赋予法定地位和管理权限；信息充分透明：多维度分析与监测；良好的治理和组织架构：建立跨部门委员会有效运作的基础。

2. 认清现实，“新常态”下的金融风险

2.1 多重挑战：中国经济“新常态”

经济整体增速减档，“旧常态”的“三驾马车”推动乏力。

- **经济增速从高速增长转为中高速增长。**从2012年GDP增速7.9%逐年下滑至2016年的6.7%，创1990年以来最低年度增速。经济增速虽然放缓，7%的实际增量依然可观。
- **以要素驱动、投资驱动的高增长难以持续，亟待转型。**旧经济下“三驾马车”对中国经济增长的拉动日渐乏力。首先，中国贸易出口增速持续放缓，净出口对GDP贡献大幅下降。中国出口贸易受益于人口红利和廉价劳动力的比较优势日渐削减，全球贸易舞台中的“逆全球化”声浪更是愈演愈烈。其次，通过刺激消费力拉动经济增长的效果有限。目前虽然消费超过投资、对GDP贡献最大，但是消费是经济增长、城镇化水平提升的结果，并非驱动因素。最后，投资增速不断下滑。中国国内投资占GDP比重已远超世界主要经济体，继续依赖投资拉动经济增长的空间有限。过去五年固定资产投资增速已呈现下滑趋势，同时政府主导的投资虽然短期内刺激需求，但长期来看将造成产能过剩、挤出效应和经济波动等负面影响。相比之下，中国民间投资明显不足、缺乏活力。

中国正在转变经济发展方式的道路上砥砺前行。与此同时，过去旧经济发展模式中积累的内部和外部不确定性因素正逐步显性化，“新风险”正在形成，对其正确识别并有效防范至关重要。

2.2 内外因素共同作用：新常态下的金融风险

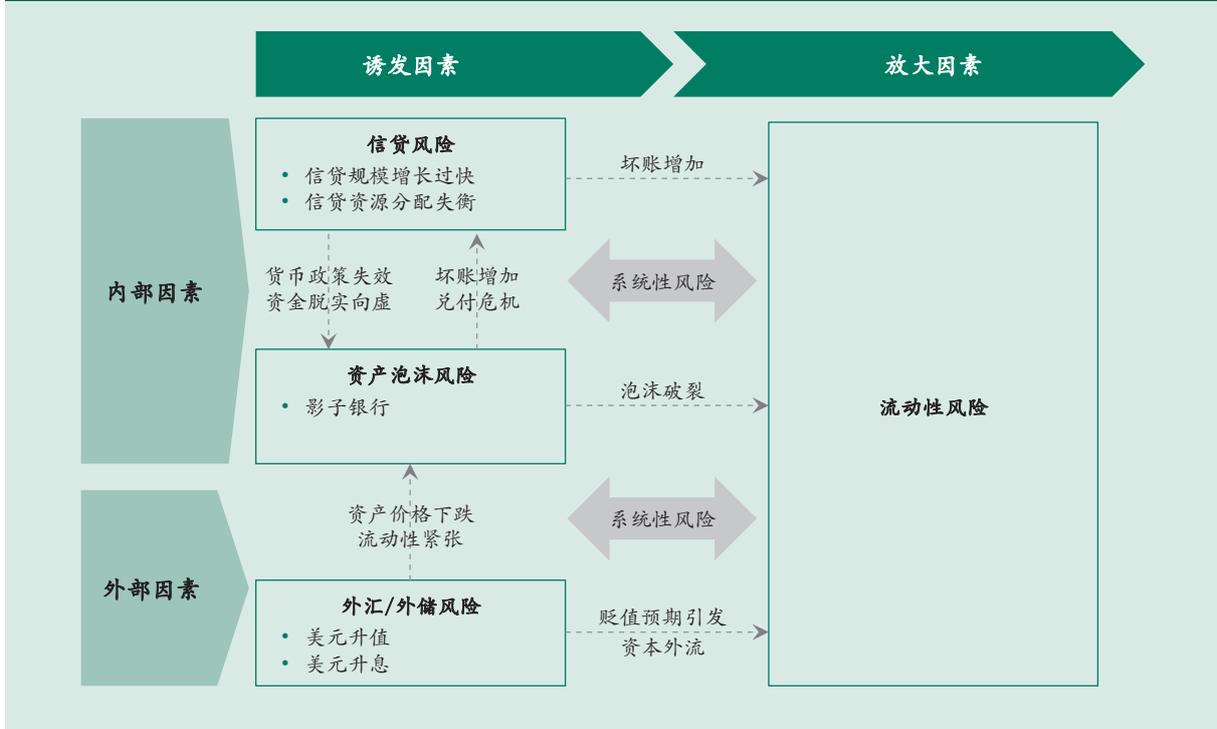
中国金融体系主要面临四大类风险：信贷风险、资产泡沫风险、外汇/外储风险和流动性风险。各类风险的爆发极有可能触发系统性风险，相互之间的共振和影响将对我国金融体系构成巨大威胁（参阅图1）。我们认为，信贷风险整体可控但降杠杆的工作刻不容缓；资产泡沫风险应密切监测；外部风险需提高警惕；流动性风险需重点监控与分析。

2.2.1 信贷风险：信贷规模过快增长与分配失效带来的信贷风险

中国经济整体杠杆率较高，贷款规模增长过快，结构性问题突出。从贷款的投向上看，主要投放在房地产业及相关产业，“两高”产业占比依然较高；从债务主体来看，国有企业的杠杆率明显过高，地方政府贷款规模增速较快，但总体规模可控。

1997年亚洲金融危机之后，中国货币政策的主旋律一直是“稳健”、“宽松”。充足

图1：新常态下的金融风险逻辑图



的货币供给量为实体经济注入了活力。然而，2008年次贷危机对中国宏观经济造成了重大打击，四万亿经济刺激计划成果喜忧参半。实体经济持续下行，银行坏账率持续攀升，信贷风险日趋严峻（参阅图2）。

目前中国整体杠杆率较高。截至2016年底，中国的总债务率达到261%，已经超过同期美国的250%。中国整体杠杆率增长速度惊人，美国债务率从150%攀升至250%用了30年的时间，而中国只用了10年的时间。与此同时，杠杆的结构性问题较为突出，近一半的新增债务都流入了房地产开发或钢铁、水泥等相关行业。以2016年社会融资新增规模为例，据我们测算，房地产业及相关的建筑业、钢铁水泥业等在整体社会融资增量的占比超过1/3¹（参阅图3）。

从债务主体来看，居民和地方政府杠杆率尚保持在安全范围内，但国有企业的杠杆率值得关注。截至2015年底，中国金融部门、居民部门、包含地方融资平台的政府部门以及非金融企业部门的杠杆率（总债务占GDP的比重）分别为21%、40%、57%和156%（参阅图4）。全国政府负有偿还责任的债务合计额为26.7万亿元，占GDP比重从2014年37.7%略有上升至39.4%，低于国际通常使用的60%控制标准²；其中，地方政府债务率为89.2%，低于国际通行警戒值³。地方政府债务增速快，值得警惕。与此同时，国有企业的杠杆率不断攀升，成为“高杠杆”的主体。2015年中国非金融企业总负债大约为105.6万亿，杠杆率达

图2：中国商业银行总体及各地区不良贷款率

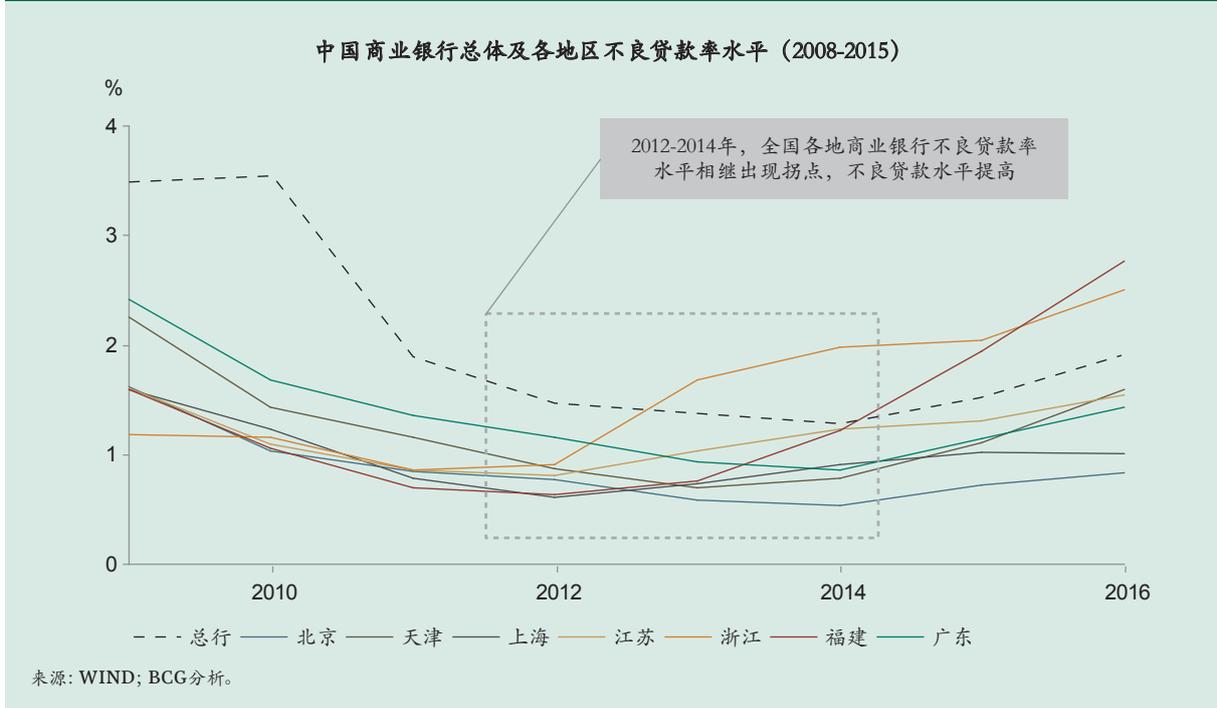


图3：房地产、相关产业及“两高”产业占据了大部分投资资源

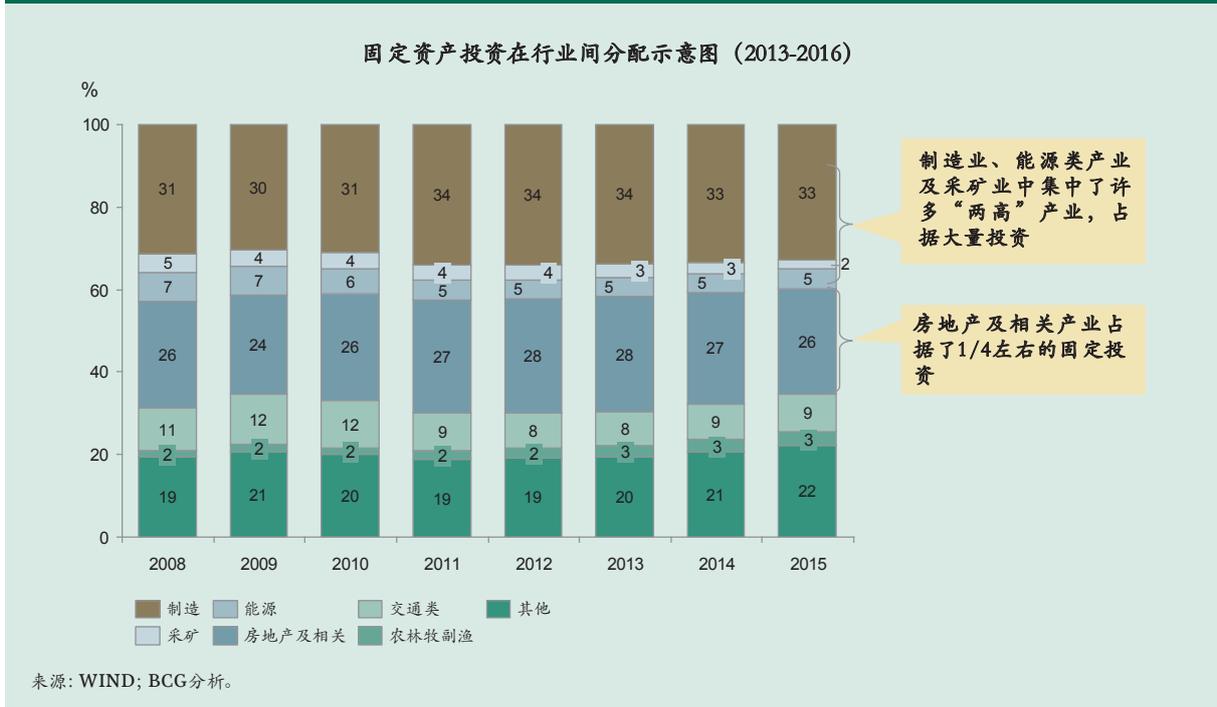
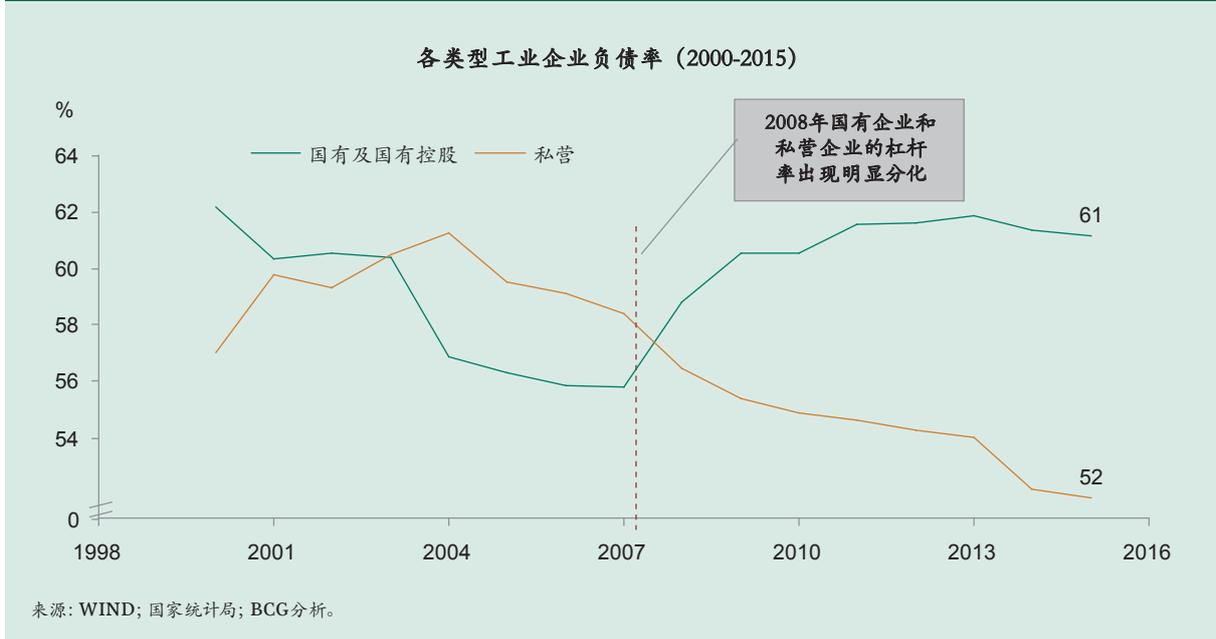


图4：各类型工业企业负债率



到156%，分别是日本的1.6倍，美国的2.2倍；其中，国有企业负债总额为79万亿元，占全国非金融企业总负债比重大约为75%。由此可见，中国企业部门的高杠杆率主要集中于非金融国有企业。

积极的财政政策和稳健宽松的货币政策、2008年的四万亿经济刺激计划以及十大产业振兴规划等宏观政策措施，都使大型国企和地方政府成为主要的受益者。四万亿中近70%的投资由地方政府筹集，而十大产业振兴规划等“救市”措施明显向国企倾斜。银行和非银金融机构通过信贷直接或间接承担了（通过影子银行）国有实体经济运行的风险，其中大量的过剩产能和地方政府的重复建设将威胁到金融体系的兑付能力，放大信贷风险，从而引发流动性风险。

2.2.2 资产泡沫风险：充裕的流动性脱实向虚和影子银行推升资产泡沫

货币政策为经济发展提供了充足的流动性，然而信贷资源未能有效配置到实体经济。剩余资金“脱实向虚”，流向高回报的房地产和股市。影子银行、脱离实体经济的金融创新带来了金融体系的“资金空转”，进一步加剧了资产泡沫。

以“稳健”、“宽松”为主旋律的中国货币政策为经济发展提供了充足的流动性。2006年到2016年间，中国M2总量由34.6万亿涨至155万亿，增长率保持在13%左右，相当于美日欧M2总量的70%。然而，由于实体经济不振，整体收益率呈现较低水平，难以吸

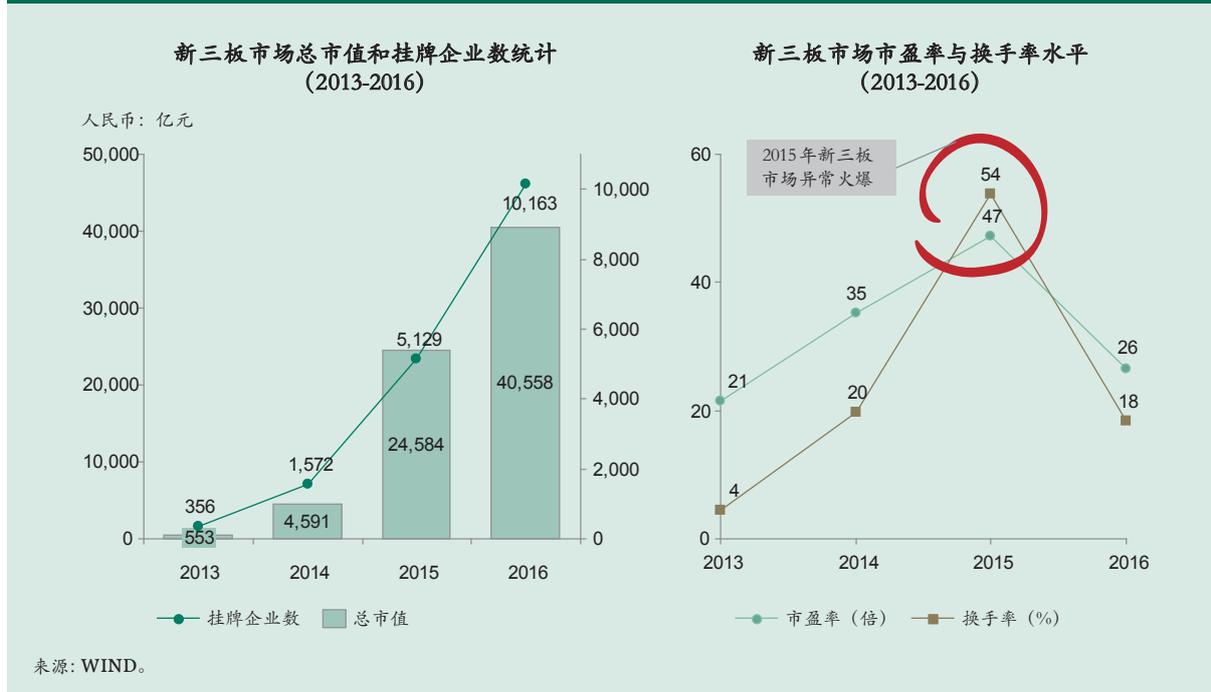
纳社会资金。剩余资金寻找出路，转向了行情火爆的房地产和股票市场。大量资金的涌入推高房地产和股票价格，催生资产泡沫。以信托行业投放结构为例，2016年3季度数据显示，信托主要投向五大领域，其中超过70%的资金投向房地产、基础建设、金融机构和证券市场⁴。房市股市持续火爆，其中新三板的平均市盈率达到47，远超美国股市平均市盈率15的水平（参阅图5）。

在资金脱实向虚的过程中，影子银行扮演了重要角色。影子银行规模迅速增长。从横向看，影子银行的存在打通了金融机构彼此之间的联系，通过层层嵌套的业务模式，形成“资金空转”，拉长资金链条。从纵向看，影子银行通过发行债券或其他的融资工具加杠杆，吸纳大量资金又配置到房地产和股市。

期限错配，导致流动性紧张。银行和众多非银金融机构通过资金期限错配，借短贷长，把大量短期理财投入长期投资，而融资企业长期投资的项目回报难以快速变现，导致流动性紧张。

除此以外，脱离实体经济的金融创新对资产的迅速泡沫化起到了推波助澜的作用。以资产收益的打包分拆为例，一般而言，高收益资产往往是高风险资产，吸引资金的能力有限。然而，过去几年资产收益的打包分拆日益普遍，一旦某种资产被认可，其结构化过程也迅速完成，形成多方参与的链条。结构化使得高风险资产所吸引的资金量大幅上升，加

图5：新三板市场规模不断扩大，2015年新三板市场平均市盈率爆发式增长



速了资产泡沫化的过程。非标产品（附带货币市场基金、同存）和股票（附带证券投资信托、配资、分级等）的相继火爆都是这一背景下的产物。

高风险资产的泡沫化缺乏持续性，去泡沫化伴随着流动性风险。由于实体经济能够提供的回报低使得高风险资产上涨的基础并不牢固，且资产的泡沫化加速了资产价格与基本面之间的背离，资产在经历快速上涨后很快进入去泡沫化，容易导致流动性危机。

2.2.3 外部风险：人民币贬值预期增加外储风险

美国QE退出、美元升值加息双重因素导致的汇率波动对中国金融系统带来的风险不容小觑，主要体现在资本外流、资产价格下跌和中国企业还本付息压力加大三个方面：

首先，人民币贬值预期加强将推动资本外流。人民币兑美元汇率接近破7，贬值预期不断增强。2017年1月，中国外储跌破三万亿美元。

其次，增加国内高企的资产价格（如房地产）较快下跌的风险。在国际低利率和人民币升值时，金融机构和企业存在在低利率和人民币升值预期时的海外借款存在在全球流动性收紧的背景下，可能引发国内迅速去杠杆和资产价格的快速调整。

最后，加重海外举债中国企业的还本付息压力。尤其是海外举债的主体——房地产企业。这使得汇率的波动将进一步加剧国内的信贷和资产泡沫风险。

整体而言，我们认为，中国对于外汇管制依然比较严格，仍拥有近三万亿的外储存量和5000亿左右的年贸易顺差，整体外储风险很小。但需要注意的是，人民币贬值预期令国内流动性宽松的空间受到挤压，造成部分流动性溢价回归均值。一旦流动性预期出现钝化甚至拐点，市场自然会去找价值中枢，映射到资产价格上就是快速修正，造成资产泡沫的破裂，引发流动性风险和系统性危机。

2.2.4 流动性风险：多重不确定因素引发流动性风险

上述分析可以看出，信贷、资产泡沫和外部风险都会导致流动性风险。但是，鉴于我国信贷资产大多有担保抵押物，多数国有经济的信贷有政府作为风险兜底，整体风险可控。2016年社会融资规模存量中，对实体经济（非金融企业和个人）发放的人民币贷款余额占67.4%。其中，个人负债中约六成是有抵押住房按揭贷款，而非金融企业中超过七成成为国有企业贷款，政府提供隐形担保；外储风险面临较大不确定性，虽然人民币贬值预期导致资本外流，但是由于我国的外汇管制体系的存在，外储风险亦整体可控。值得警惕的是，影子银行由于其复杂的交易结构和流程、资产标的的分散，使监管部门越来越难有效追踪和监管，导致资产泡沫风险的爆发难以进行精确的估算。其引发流动性风险并恶化信贷环境、提前引发坏账集中爆发、增加资本恐慌性出逃而引发的流动性衰竭带来的巨大破坏力不可小觑。

2.2.5 系统性风险：四大类风险内在关联而带来的系统性风险

在新常态下，经济结构性矛盾导致的金融风险，由于其风险主体的重叠，传导链条的交叉，内外部因素的相互影响，极易引发彼此之间的共振，引发的系统性风险破坏性巨大，必须引起重视。

目前来看，新常态下金融风险主要集中于产能过剩风险、地方政府债务风险、房地产金融风险等领域，每一类风险的急剧恶化都将引发金融体系的流动性紧张，触发系统性风险；由于产能过剩、地方政府性债务、房地产等领域形成的银行信贷风险、影子银行风险、外储抽逃引发的流动性风险层层嵌套，盘根错节，资金流动链条的断裂一定会触发系统性风险，其破坏性将波及到地方政府、企业、金融机构和个人投资者等众多相关方。以房地产为例，主要银行业金融机构房地产贷款和其他以房地产为抵押的贷款总额占各项贷款总额的近40%，近80%的银行业抵押物为房产；居民和非金融机构通过信托、保险、证券、基金行业投放了大量资金也卷入房地产业。无论是由外资出逃引致的房产抛售，还是资金链断裂导致的地产泡沫破裂，都将使银行业接近四成的资产承受风险，并加速传导至资金链条中的所有环节，对整个金融体系造成灾难性的冲击。

3. 积极应对，主动防范，完善监管

实体经济不振是上述各类风险的根本原因，采用多种手段积极提振实体经济，是防范金融风险的根本保障。我们认为，从中短期来看，中国应通过降低杠杆的手段聚焦解决信贷风险，从而化解债务危机，优化信贷资源分配，使实体经济重新焕发活力；从中长期来看，为了防范系统性风险，避免经济硬着陆，中国可借鉴美国经验，完善宏观审慎监管体系。

3.1 积极应对：多种手段，提振实体经济

面对经济增速放缓的现实，应该加快转变经济发展方式，大力进行结构调整，促使产业升级换代，努力培育新的经济增长点。

从需求端来看，以往“三驾马车”推动的经济增长面临瓶颈。尤其是通过货币的投放与政府主导的投资推动增长的模式整体上没有收获预期的效果。

从供给端来看，当前中国经济放缓的因素主要包括人口红利的减弱、资本要素供给效率低下和创新不足。在劳动力资本方面，短期内通过教育和培训等手段发掘其潜力并不现实。但是在资本要素供给上，现有的矛盾较为突出，且中短期内取得明显效果的可实现性较高。具体措施和建议如下：

- **减少政府干预。**其目标是建立市场主导、公平竞争的外部环境，释放企业的活力。具

体的手段主要有三大类：一是通过市场化发展促进行业竞争、提振行业效率；二是减少政府直接的价格干预、补贴等行政手段；三是下放审批权限，还经营权、决定权给企业。

- **持续推进国有企业混合所有制改革。**一是以负面清单机制为基础，切实推进行业的开放性试点，鼓励民营资本投资，采用更加市场化的经营模式，以提升企业效率为根本，激活国企参与市场竞争的能力，转变央企大而不强、地方国企多而不精的发展困境。二是采用市场化的治理结构与激励机制，解决“创新”剩余价值的归属问题，激发企业家精神。
- **完善准入规则和托底政策。**政府应明确并严格行业准入规则，并进行动态监控。如环保标准的严格执行将有效淘汰地方落后企业过剩产能和低端新增供给。此外，在改革阶段，要做好托底工作，通过政策和资金支持，帮助企业有序进行员工安置、资产处置和转型升级。
- **减税减负。**其目标是降低企业综合成本，为再投资和创新创造条件。具体的手段有三大类，一是降低企业的税赋，二是降低个人的税收，三是相应地削减不必要的财政开支以实现减税后的财政预算平衡。
- **打破金融约束。**其目标在于提升融资的可得性，同时提升金融服务实体经济的效率。目前中国的金融市场化改革方向总体来看有利于金融市场的开放、包容、创新，也有利于企业打破金融约束，改善中小企业融资难、融资贵的问题。但同时也需要看到，政府行政干预仍然存在，资本市场发展深度仍有待提升，刚性兑付广泛存在，扭曲市场价格和风险等，影响金融市场优化资源配置的效率。中短期来看，要在坚持金融市场化改革大方向，严格准入和规范市场的同时鼓励多种资本、各类型金融机构主体的发展，推进多层次资本市场的建立，破除扭曲的市场价格，小步快跑的退出过多行政干预，以市场化的发展方式打破金融资源和需求之间的双重错配。
- **提供中小企业融资便利。**中小企业是实体经济中最具活力和创新力的环节，其融资成本的高企、融资手段的匮乏制约了经济转型的效率；财政上，可以参考美国成立中小企业SBA的方式，在各级政府层面给予中小企业提供多种类的融资担保，提供融资便利，降低融资成本；在政策上给予普惠金融予税务优惠，充分调动基层融资实体的积极性；在监管上，给予民间融资合理积极的引导。上述种种都需要综合不同部委的宏观意见，发挥组合拳效应。

3.2 主动防范：借鉴美国危机去杠杆化经营，去“存量”杠杆，控“增量”杠杆

整体而言，中国经济的去杠杆和去泡沫是重塑经济活力的必经之路，同时也是防范金融风险的必要手段。处理得当，将有效降低系统性金融风险爆发的可能性，亦能有效推进

经济结构改革；处理得过于迟缓或是偏激，则有可能触发信贷领域的金融风险，造成难以承受之痛。参考美国后危机的改革思路，我们或许可以获益良多。

在2008年金融危机以后，美国通过缩小“分子”：主要措施包括债务减记、清偿债务、政府承接债务及问题资产等；其次是扩大分母，主要包括提高真实经济产出水平或以通胀的方式增加名义产出，从而达到降杠杆的目标，并取得了较为理想的效果。

- **居民部门。**居民部门主要通过降低负债规模和增加储蓄实现去杠杆化。超过2/3的房屋抵押贷款通过违约实现了债务缩减，而美国几近于零的宽松利率政策也减轻了剩下1/3的偿还负担，同时压缩借贷消费以及增加储蓄实现去杠杆。
- **非金融企业部门。**企业部门主要通过破产、债务重组等方式剥离“僵尸企业”和呆坏账。同时，在政府减税刺激下增加投资，改善部门的资产负债表。企业的投资额、金融资产总额以及非金融企业对金融资产的净收购额在危机之后持续上升。三轮量化宽松政策下，美国股市反应积极，权益市场上涨带来的财富效应帮助企业部门加速完成去杠杆。
- **金融部门。**金融部门去杠杆主要包括两方面措施，一是通过破产重组、债务减记、并购不良资产等方式来降低债务余额和充实资本金。危机爆发初期，金融部门去杠杆主要是通过市场行为实现的，后期随着危机波及范围的扩大和程度加深，政府开始介入，积极推动陷入困境的金融机构开展重组，并支持地方银行的并购；二是进行金融改革，加强监管，消除影子银行等，美国国会在2010年通过《多德—弗兰克》法案，成立金融稳定监管委员会FSOC，对金融市场进行全面监管，从机构运作到衍生工具交易，都将纳入监管范围，从而有效控制杠杆率水平。
- **政府部门。**美国政府采取的是杠杆转移的策略，通过一系列措施来促进金融部门和居民部门的去杠杆化，从而将债务风险转移到联邦政府。危机爆发后联邦政府出台了经济振兴计划和问题资产救助计划等一系列救助措施，大幅增加政府开支刺激经济复苏。

美国去杠杆化过程中，具备以下五个特点⁵：一、政府高度介入；二、去杠杆其实质乃是部门间的杠杆转移；三、借助市场机制；四、利用美元国际地位；五、同时着力推动实体经济的增长，从供给端发力，做好“分母策略”。然而，美国去杠杆化也有一些不足和潜在危险值得我们关注。第一，去杠杆化进程几乎同时涉及到所有的私人部门，导致金融部门的去杠杆化操作与家庭部门和非金融部门去杠杆化操作相互影响相互强化，可能会导致经济的持续衰退；第二，短期内大规模的去杠杆化会导致市场的流动性短缺。尤其是众多金融机构同时出售金融资产，造成主要资产类别价格的整体下跌加剧金融市场的流动性紧张；第三，危机中政府巨额财政支出以及美联储资产负债表的大幅扩张难以长期持续，政府部门平稳的实现去杠杆化任重道远。

结合美国金融危机后去杠杆化的经验，我们提出以下建议：

- **企业部门：“去产能”与“去杠杆”双管齐下。**坚持大力度开展僵尸企业的破产清算、兼并重组，以消灭过剩产能和与之依附的债务，客观推动去杠杆。
- **金融部门：主动防范系统性风险，区分去“存量”杠杆好坏，强化宏观审慎监管。**在去存量杠杆过程中，需注意避免系统性风险，区分“好”杠杆和“坏”杠杆，不断优化信贷结构。对于银行自身的去杠杆，可通过MPA（宏观审慎评估）等宏观审慎政策推进。
 - **应防范系统性风险。**鉴于中国目前僵尸企业已经形成一定的规模，如果集中推动大量僵尸企业金融破产程序，可能会引发银行业不良贷款问题的集中爆发，进而危害宏观经济、金融的稳定。面临破产清算的僵尸企业中，国有主体存在一定比例，清算僵尸企业的相关损失，政府应合理安排，避免系统性风险。
 - **区分“好”杠杆和“坏”杠杆。**银行可实行业务限额管理和名单制管理。对于短期出现流动性紧张而导致资不抵债问题的企业，可以通过日常经营的收益逐渐偿付负债，进而摆脱资不抵债的现状、恢复成为正常企业的，可以不被立即清算，而对于僵尸企业则应加速被清算以释放信贷资源。
 - **强化宏观审慎监管。**央行应继续完善宏观审慎体系，贯彻执行MPA(宏观审慎评估)等宏观审慎政策，规范银行业务的开展，推进去金融部门杠杆工作，保证银行资本充足率、限制过度信贷，防范金融风险。
- **政府部门：控“增量”杠杆，财政救助需坚守底线。**去杠杆的一个核心问题是如何制定合理的政策，在企业、银行、政府三方间合理的分配成本，追求在三方损失均可承受的前提下，合理平稳的清理僵尸企业。总体上，主要的处理思路可分为三大类：
 - **政府不进行干预，采用市场化手段破产清算。**在银行承担的损失有限且可控的情况下，应通过市场化的方式去杠杆，政府不应该进行干预。但是如果僵尸企业的风险暴露较大，可能引发银行业动荡，进而严重危害中国经济与金融体系的稳定时，政府仍要及时实施救助。
 - **由政府 and 金融机构向具有恢复能力的企业提供补贴或补贴性信贷，允许企业逐渐恢复。**在每一个时期，政府和银行对企业提供适当的补贴，企业利用自身的经营收益修复资产负债表，三方共同承担损失；整体上看，允许企业逐渐恢复的方案，而不要求即刻消灭，相关成本又得以在每一期均匀分散。所以政府、企业和银行三方，在每一期承担的损失有限，不会超过其能力范围。
 - **政府兜底，一方承担清算企业的全部损失。**此方法虽然有助于清理企业过程的平

稳推进，特别是有助于保证银行业稳定，但是也会增加财政负担。而政府兜底解决僵尸企业问题、救助银行业的方案，会产生道德风险，扭曲经济主体的风险承担偏好，可能在未来出现更为严重的僵尸企业问题。为了避免上述道德风险引发的不良结果，政府分担或兜底僵尸企业清理成本时必须谨慎，同时及时确定要承担相应成本，必须辅之以对僵尸企业、银行严格的监管，防范系统性风险的同时避免未来出现更为严重的僵尸企业问题。

- **财政政策与货币政策需紧密协调。**去杠杆的过程也需要财政政策和货币政策的紧密协调。在非金融企业去杠杆时，出现的损失需要在企业、金融机构和政府之间合理的分配，财政政策要发挥底线救助的功能。财政部门应当有一套应急预案，当去杠杆的损失过大、影响社会或金融系统的稳定时，需要财政部门提供必要的补贴，或消化去杠杆的部分损失。

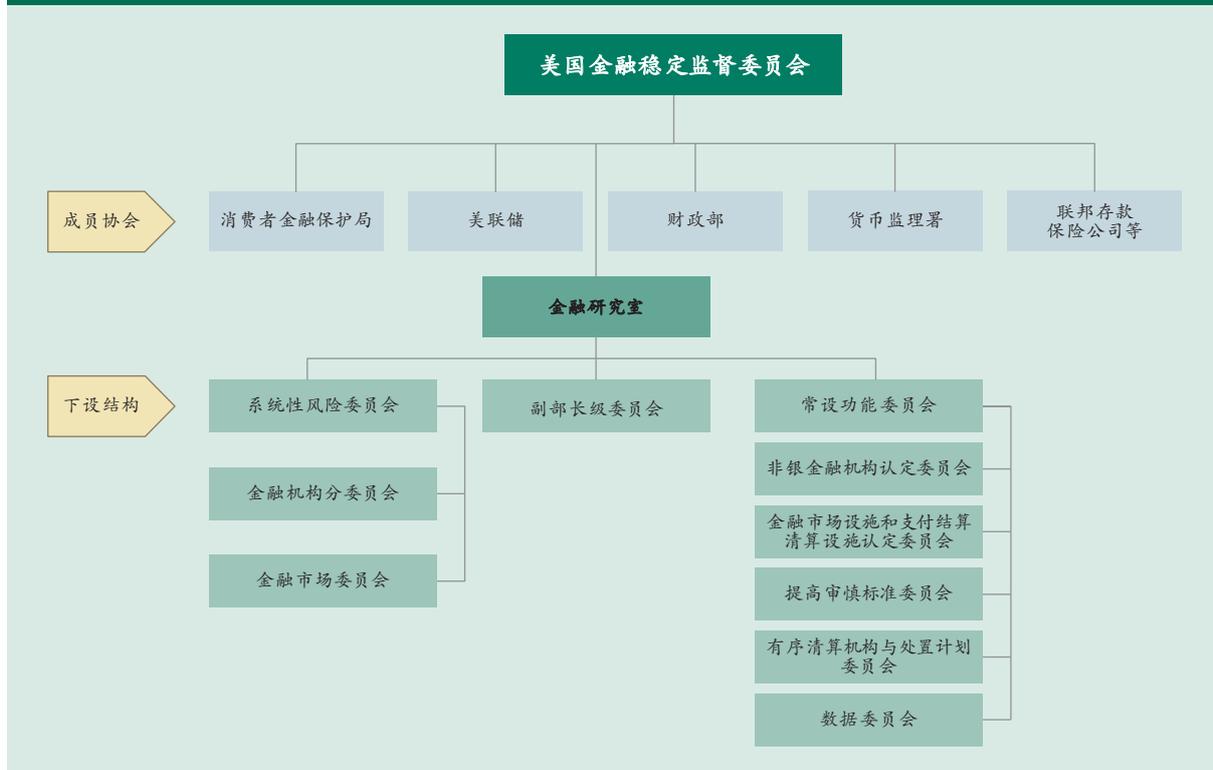
3.3 完善监管：借鉴美国经验，完善宏观审慎监管体系

前文指出，系统性风险一旦发生将对整个金融体系甚至经济体造成灾难性的冲击。借鉴美国后金融危机防范系统性风险的经验，我们对中国宏观审慎监管体系提出三点建议。

美国在危机爆发后积极进行金融监管改革，其主要表现是⁶：在组织方面，通过《多德-弗兰克法案》组建金融稳定监管委员会（FSOC）以全局协调管控系统性风险（参阅图6）。FSOC建立起较为完善的宏观审慎监管治理机制，可有效识别、评估、监测、控制系统性风险，其主要特点如下：

- **组织框架分明，职责边界清晰。**FSOC通过《组织规则》，明确了人员组成和议事、表决规则，建立了协调配合的工作机制，使其运作有章可循。FSOC由十名有投票权的成员和五名列席成员组成。拥有投票权的成员主要来自美国各联邦金融监管机制，列席成员则以顾问身份参与金融稳定监督委员会的运作。协会设立金融研究室作为支持机构，改善金融系统数据的收集和分析。日常工作方面，设置副部长委员会、系统性风险委员会和常设功能委员会分别负责日常工作的不同部分，推动委员会各项工作有效开展。
- **部门间协作沟通。**通过组建由财政部门、中央银行和各金融监管机构参加的综合协调机构，能够在宏观、中观和微观等多个层次上获得多角度、多方面的信息，全面识别和监测系统性风险，同时建立各部门协商讨论的平台，能够实现财政政策、货币政策和监管政策的有机协调，采取综合手段有效处置风险隐患，防范和控制系统性风险。
- **重视信息共享，信息透明度高。**《组织规则》中明确FSOC应当以定期报告与特别报告相结合的机制向国会报告工作，一方面每年向国会提交年度工作报告，阐述新出现的影响美国金融稳定的各种因素，另一方面将根据国会要求对特定问题提交专门报

图6：美国金融稳定监督委员会组织架构



告。同时，FSOC始终坚持“原则公开、保密例外”的监管信息透明度基本规则，在做好保密工作基础上确保信息透明度，与民众保持充分沟通。

- **重视专家意见，专业性程度高。**金融稳定监督委员会的十名有投票权成员中包含一名拥有保险专业知识的独立成员，在决策过程中以专家身份提供专业知识的保障。同时设立金融研究室为FSOC的重要支持机构，协助FSOC及各金融监管机构改善金融市场的数据库收集和分析，以此促进金融稳定。专业人员和专业机构的安排设置，确保了跨部门委员会的有效运作。

美国经验说明了金融稳定监管委员会的设立和监管机制的不断改进和完善帮助美国构建职责分工明确，监管完备、信息透明共享的系统性金融稳定监管体系，从而加强美国在应对系统性金融风险方面的能力。

针对中国宏观审慎监管机制以加强系统性风险防范的建议

中国现有的宏观审慎监管机制仍比较薄弱⁷。首先，立法层次不高，宏观审慎监管措施的规定都散落在诸如一行三会的部门规章和一些地方规范性文件中；其次，监管标准不

统一，在实践中容易导致各个监管机构各行其是，监管效率低下，产生监管死角；此外，缺乏法定的宏观审慎专职监管部门。

对持续完善中国宏观审慎体系，我们提出以下三点建议：

- **构建法律机制：加强监管职能，赋予法定地位和管理权限。**加强中央银行宏观审慎监管职能。在立法层面，通过修订《中国人民银行法》或出台诸如《宏观审慎监管法》，赋予中国人民银行宏观审慎监管机构的地位，同时扩大其宏观审慎管理权限，建立跨金融业态的管理职能职责，使用更多的系统性风险监测、识别与防范工具。
- **信息充分透明：多维度分析与监测。**建立统一的信息收集和分析框架体系，在宏观、中观和微观等多个层次上获得多角度、多方面的信息，及时把握各个金融领域的风险状况及其变化趋势，全面识别和监测系统性风险。
- **良好的治理和组织架构：建立跨部门委员会有效运作的基础。**构建跨部门治理和协调机制，推动各部门的协调沟通与配合，确保各项职责的有效实现。职能职责分明，职责边界清晰不留死角。同时，通过建立各部门协商讨论的平台，实现财政政策、货币政策和监管政策的有机协调；通过采取综合手段有效处置风险隐患，防范和控制系统性风险。

注：

1. 2016年全年社会融资规模增量(备注：社会融资总量包括了人民币贷款、委托贷款、信托贷款、债券、未贴现的银行承兑汇票等)为17.8万亿元。2016年，全国房地产开发投资10.3万亿元，房地产企业的杠杆率通常在2倍(也即自有资金投入在总投资30%-35%)，那么10.3万亿的投资中约有6.7万亿是融资，即房地产融资占到社会融资总额的约37%。
2. 1993年生效的《马斯特里赫特条约》对成员国财政政策作出了原则性规定，即从1994年起，欧盟各成员国的财政赤字占GDP的比重(即赤字率)不能超过3%，政府债务占GDP的比重(即债务率)不能超过60%。
3. 穆迪根据各个国家宏观经济情况设定一个国家债务比例上限，超过上限即有国家违约可能。在距离上限不足4%即为非常危险，4.1-6.9%为很危险，7.0-12.4%为警告，12.4%以上为安全；中国规定的地方政府债务红线是100%，距离上限10%，属于“警告”水平。
4. 中国金融出版社：《2015年中国金融稳定报告：新常态下的非常态金融风险》，2015年3月31日。
5. 罗煜：《主要发达国家去杠杆经验和中国经济去杠杆研究》，2016年。
6. 畅彤：《美英金融宏观审慎监管机构及其机制比较》，2014年12月16日。
7. 王刚、姚博元：《宏观审慎监管治理机制研究——基于美国金融稳定监督委员会实践的分析》，2015年。

关于作者：

何大勇是波士顿咨询公司（BCG）合伙人兼董事总经理、BCG大中华区金融机构和保险专项的负责人，常驻北京办公室。如需联络，请致信he.david@bcg.com。

陈本强是波士顿咨询公司（BCG）董事经理，常驻北京办公室。如需联络，请致信chen.justin@bcg.com。

郭燕是波士顿咨询公司（BCG）咨询顾问，常驻上海办公室。如需联络，请致信guo.venessa@bcg.com。

华佳是波士顿咨询公司（BCG）项目经理，常驻上海办公室。如需联络，请致信hua.natalie@bcg.com。

致谢：

作者特别感谢为本报告的构思和撰写提供宝贵建议和支持的各位专家和同事，以及报告的编辑和制作团队成员：顾璨、安健、梁瑜、詹慧和孙志勇。

波士顿咨询公司（BCG）是一家全球性管理咨询公司，是世界领先的商业战略咨询机构，客户遍及所有地区的私人机构、公共机构和非营利机构。BCG与客户密切合作，帮助他们辨别最具价值的发展机会，应对至关重要的挑战并协助他们进行企业转型。在为客户度身定制的解决方案中，BCG融入对公司和市场态势的深刻洞察，并与客户组织的各个层面紧密协作，从而确保我们的客户能够获得可持续的竞争优势，成长为更具能力的组织并保证成果持续有效。波士顿咨询公司成立于1963年，目前在全球48个国家设有85家办公室。欢迎访问我们的网站：www.bcg.com了解更多资讯。

如需获得有关BCG的详细资料，欢迎访问：bcgperspectives.com，或登陆我们的大中华网站：www.bcg.com.cn，或发送邮件至：greaterchina.mkt@bcg.com。

如欲了解更多BCG的精彩洞察，请关注我们的官方微信账号：BCG波士顿咨询；ID：BCG_Greater_China；二维码：



© 波士顿咨询公司2017年版权所有

03/17

BCG

THE BOSTON CONSULTING GROUP



中国发展研究基金会
China Development Research
Foundation