

不同国别下的金融稳定路径选择

金融稳定专题研究

2017 年金融去杠杆以来，金融稳定框架逐渐完备，金融稳定法呼之欲出，存款保险等行业保障基金和金融稳定保障基金加入金融风险防控长效机制。本文尝试分析中国金融稳定与金融创新的发展历程，同时与国外实施路径交替对比总结经验。

- 金融稳定、金融创新和零道德风险三者难以同时兼顾，依金融体系差异和国情差异，不同阶段的政策选择也会有所变化。纵向来看，中国从 20 世纪末的金融压抑到 21 世纪 10 年代的金融创新，再到 2017 年以来的金融稳定兼顾金融创新路径，走出了符合实际的一条道路。一方面，加快出台金融稳定法，明确金融风险处置的触发标准、程序机制、资金来源和法律责任。另一方面，“自救”将成为当前和今后应对金融风险的主要方式。如果“自救”失败，则股东承担机构破产重组或清算的法律后果，此时为保护中小存款人利益、防范系统性风险，“他救”机制和金融稳定保障体系开始发挥作用。“金融稳定+零道德风险”组合仍将是二十大后不变的主题。
- 各国都在“创新-监管-再创新-再监管”的循环中往复，但由于国情不同，德国、日本、美国的选择也各有差异。在 20 世纪 80 年代的金融自由化浪潮以来，德国金融系统保持稳定、日本经历经济危机后通过存款保险机制等措施逐渐降低不良率、美国则是在经历次贷危机强化监管后又开启了放松管制的步伐，三者选择的金融稳定路线各有不同。综合来看，核心在于以下几点：首先，现代金融体系需适合各国国情和适应发展需要；其次，去杠杆应当与促进经济良性循环有机结合，维持低宏观杠杆率不应只是金融部门的事，国民经济良性循环带来的企业部门、居民部门、政府部门低杠杆率对于降低宏观杠杆率更为重要。
- 住房金融具有系统重要性，住房金融市场稳定是金融稳定的基石，审慎和节制是住房金融市场稳定的关键。德国住房金融市场稳定受益于德国央行对货币的保护、发达的住房租赁市场和审慎性住房金融制度，而日本曾因地产泡沫被刺破引爆银行危机，美国也因地产泡沫爆发次贷危机。与德国类似，中国同样高度关注房地产泡沫化倾向，稳定资产价格，但在金融稳定路径选择上，中国更倾向于选择“金融稳定+零道德风险”组合，主张打破全面兜底，引导不良资产市场化处置，实现长期稳定的住房信贷金融政策。一方面，稳定购房者预期，支持刚需和改善型购房需求，同时抑制投机性需求。另一方面，规范房企融资用途，防止过度融资，同时支持房企合理融资需求，提供一定时间窗口让存在问题的房地产企业有自救机会，即自身债务自清。从而实现既能通过短期措施促进房地产市场稳定，又能通过长期制度建设促进房地产市场健康发展，最后落实到维护金融稳定之上的战略。
- 风险提示：三重压力进一步加大；房地产风险持续扩散；国内新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《11 月通胀点评：防疫措施放开或带动消费需求 and 价格上行》20221209

《1207 政治局会议点评：开好局起好步》20221207

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

一、金融稳定的不可能三角	4
金融稳定期：1998 年-2008 年	5
金融创新期：2009 年-2016 年	5
回归稳定期：2017 年至今	7
二、发达国家如何权衡	8
德国：金融体系长期保持稳健	8
日本：从金融自由化走向金融大爆炸改革	9
美国：强化监管和放松管制的轮回	10
三、妥善处置房地产是金融稳定关键	12
房地产与银行业关联程度较高	12
目前的银行业房地产风险暴露	13
三箭齐发是房地产处置的关键因素	15
四、主要结论	16

图表目录

图表 1. 金融稳定、金融创新、零道德风险难以三者兼得	4
图表 2. 2008 年开始放松银根	5
图表 3. 表内信贷扩张加速	5
图表 4. 2012 年后不良率再度攀升	6
图表 5. 理财资金一度大量投向非标资产	6
图表 6. 2017 年之前资管行业规模快速攀升	6
图表 7. 金融部门杠杆率一度大幅攀升	6
图表 8. 2018 年非标断崖式下跌	7
图表 9. 2018 年债券违约数量增加	7
图表 10. 德国金融保险业增加值占比低于美国	8
图表 11. 德国非金融部门杠杆率远低于其他发达经济体	8
图表 12. 1990 年后金融机构向房地产借贷意愿下降	9
图表 13. 1998-2002 年间大量银行破产	9
图表 14. 2002 年后日本银行不良贷款率下降	10
图表 15. 经通胀调整后的商业房地产价格持续走高	11
图表 16. 商业地产收入相对于价格继续下降至历史低位	11
图表 17. 2020 年后金融机构投向房地产贷款余额增速下降	13
图表 18. 房地产贷款增速放缓	14
图表 19. 新增房地产贷款占比下降至 4.7%	14
图表 20. 房地产信托贷款余额占比下降至 8.53%	14
图表 21. 2020 年以来房地产信托贷款持续压降	14
图表 22. 公积金贷款规模增速维持在 10% 左右	15
图表 23. 投向非标的理财规模占比下降至 7.1%	15

前言：2022 年 12 月 14 日，银保监会主席郭树清在人民日报发表《加强和完善现代金融监管（认真学习宣传贯彻党的二十大精神）》。文章谈到，加快出台金融稳定法，明确金融风险处置的触发标准、程序机制、资金来源和法律责任。从 2017 年金融去杠杆以来，金融稳定框架逐渐完备，存款保险等行业保障基金和金融稳定保障基金加入金融风险防控长效机制。本文尝试分析中国金融稳定与金融创新的发展历程，同时与国外实施路径交替对比总结经验。

一、金融稳定的不可能三角

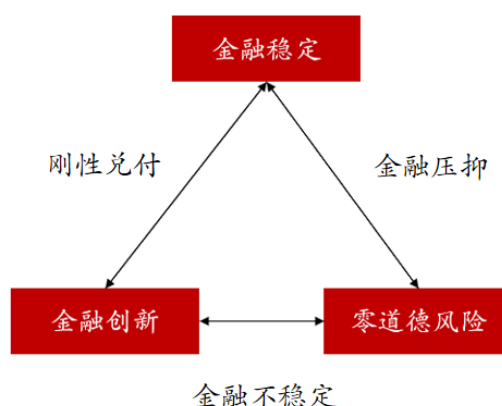
从金融制度设计和变迁历史来看，如何在金融稳定与金融创新之间取得平衡，构建一个稳健的金融体系，一直以来都是金融稳定制度变迁的核心命题。金融体系的运转存在内在创新需求，这种创新需求的创造往往为金融体系注入了不稳定性。金融不稳定积累到一定程度，大概率引发金融危机。以美国为例，在金融危机之前，美国的货币市场基金和证券化产品高等级部分的收益比银行存款利率高，但投资者低估了其信用和流动性风险，导致定价错误的是金融创新以及金融工程创造的复杂产品，但副作用是给投资者造成风险被成功分散和管理的错觉。在危机爆发后，为了控制恐慌情绪的蔓延，在最紧张的时刻，美国政府承诺对所有货币市场的债务担保，目的并不是保护小投资者，而是因为害怕挤兑威胁到整个金融体系的稳定。面对金融危机，货币当局需要决定“救”与“不救”两种选择。不救助，引致金融不稳定和系统性风险；救助则导致刚性兑付，带来道德风险。因此，一个国家的货币当局必须在金融稳定、金融创新和零道德风险之间选择两项，难以三者兼得。

情景一：金融稳定和零道德风险。在该政策组合下，货币当局必须实行严格的行业管制，无论金融业发生怎样的风险，货币当局都承诺不予救助，这也导致金融风险存在极强的外溢性。因此为确保金融稳定，使得投资者和存款人不受外溢性影响，必须实行严格的业务规则，形成金融压抑。

情景二：金融稳定和金融创新。在该政策组合下，货币当局可以实现消除金融压抑并确保金融系统稳定，代价是必须承担金融创新造成的金融不稳定和系统性风险，以及货币当局作为最后贷款人的担保。

情景三：金融创新和零道德风险。在该政策组合下，货币当局实行最严格的金融交易买卖双方自担风险的制度安排，因此势必要求对金融不稳定有一定承受力。这一组合行为的可置信程度取决于政策当局在多大程度上容忍系统性风险。

图表 1. 金融稳定、金融创新、零道德风险难以三者兼得



资料来源：中银证券

从中国的经验出发，根据时代的主题不同，在组合的权衡上也有所变化。梳理过去二十年的金融发展历程，可以划分出以下几个阶段：

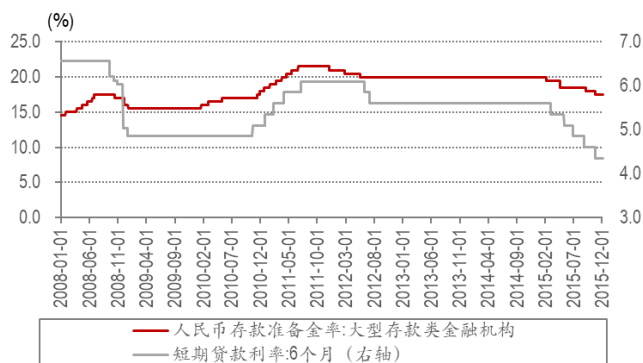
金融稳定期：1998 年-2008 年

这一期间实际采取了第一种组合。在此期间，央行剥离了监管职能，银监会开始成立，现代化的金融系统建设也基本完成，为确保金融体系稳定性，在以银行为主导的金融体系下，通过剥离银行的非商业银行业务实现分业经营，1998 年出台《证券法》规定，“证券业和银行业、信托业、保险业分业经营、分业管理”，同年 11 月国务院决定成立中国保监会，将保险行业的监管职能从中国人民银行分离出来。2003 年 4 月，中国银监会正式组建。直到 2003 年后，政策上才对混业经营有适当的放开。

金融创新期：2009 年-2016 年

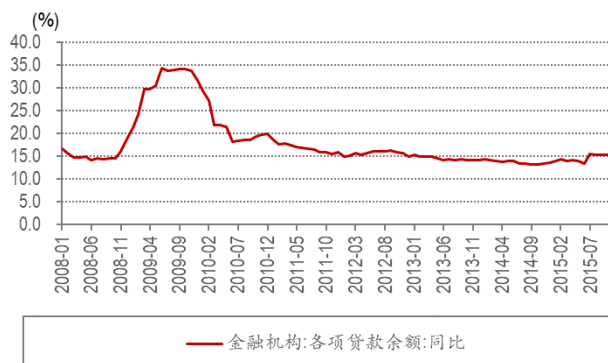
这一期间实际采取了第二组合。这一阶段的金融创新本质上是 2012 年以后金融自由化的产物，但需要溯源至 2009 年开启的信用扩张，这轮的逆周期调节力度较大，包括大幅降低存款准备金率、降低贷款基准利率，暂时取消对商业银行贷款规模的限制、支持银行扩张表内信贷，中央政府投入 1.18 万亿、地方投入 2.82 万亿扩大基建投资等举措，使得表内信贷扩张大幅加速。

图表 2. 2008 年开始放松银根



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 表内信贷扩张加速



资料来源：万得，中银证券

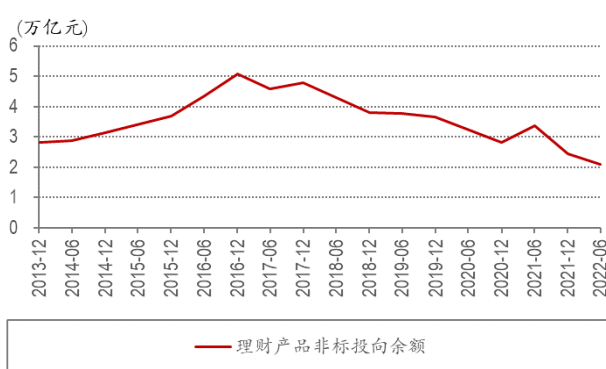
地产与基建投资的需求带动表外资产大幅扩张。政策刺激后，一方面房地产投资开始过热并有了泡沫化倾向，另一方面城投成为了地方政府举债的重要载体，基建投资进入高速扩张期。同时在二者的需求带动下，处于产业链中下游的钢铁、煤炭等重工业企业也开始竞争性地扩张产能争夺市场。然而短时间内重工业行业就出现了产能过剩、资产负债率过高等问题。为了抑制经济过热以及重工业行业的过度扩张，2010 年后央行收紧银根，并开始限制表内贷款对房地产、城投和“两高一剩”产业的规模。在表内贷款的资金来源被切断后，以银行理财为代表的监管约束较少的影子银行替代了银行表内信贷，继续为城投、地产注入资金，创造出了新的信用资产“非标”。

图表 4. 2012 年后不良率再度攀升



资料来源：万得，中银证券

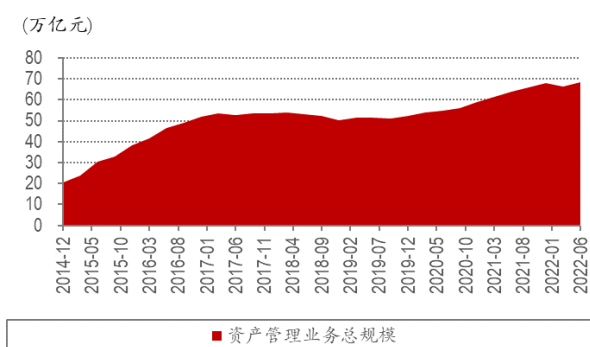
图表 5. 理财资金一度大量投向非标资产



资料来源：万得，中银证券

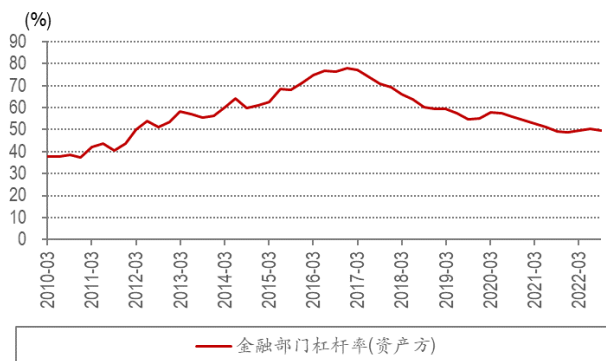
金融自由化程度加深。在 2012 年以后的五年时间里，金融自由化程度逐渐深化，影子银行的交易结构设计不断迭代、层出不穷，从最初的银行理财与信托表外合作，到银行表内自营与信托的合作，再到银行理财、券商资管/基金子公司与信托公司的三方合作，除信托外，基金、证券、保险，也都可以作为通道方。在银信、银基、银证、银证基等各种模式下，商业银行主导的影子银行业务迅速增长，尤其是在 2014 年以后，在新一轮的降准降息宽松周期后，货币宽松下“资产荒”导致资金脱实入虚，造成机构间加杠杆，资金空转套利，金融部门杠杆率一度大幅攀升。

图表 6. 2017 年之前资管行业规模快速攀升



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 金融部门杠杆率一度大幅攀升



资料来源：万得，中银证券

未进行机制深度改革的金融自由化不可持续。这一时期金融自由化持续加深的内在原因，在于国内的确存在着它们生存的土壤。一方面，利率双轨制下，低利率的银行存款满足不了居民理财意识的增长，导致国内储蓄大幅搬家至市场利率较高的银行理财、券商资管等产品中。又凭借着期限错配和滚动续作两个特征，影子银行能用这些高成本短期限资金来配置这些长期限高收益资产。只要刚兑+资金池运作的模式不打破，影子银行就能始终存续。

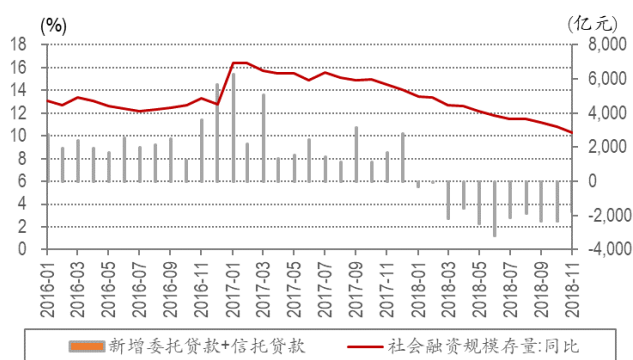
但是这种模式的背后隐藏了诸多风险。一是影子银行的资金来源主要是短期信贷，但资金流向却是高收益的长期贷款，这样期限的不匹配很可能导致银行发生流动性危机；二是影子银行自身不具备充足的资本金抵补亏损，却又要保证刚兑，最后极有可能需要借用机构表内的资本金来贴补。因此，在度过了 2014 年-2016 年经济压力最大的几年后，在 2017 年经济稍微企稳复苏之际，监管便开始着手整顿影子银行。

回归稳定期：2017 年至今

这一期间实际回归了第一组合，通过打破刚兑实现了金融稳定和零道德风险的结合。

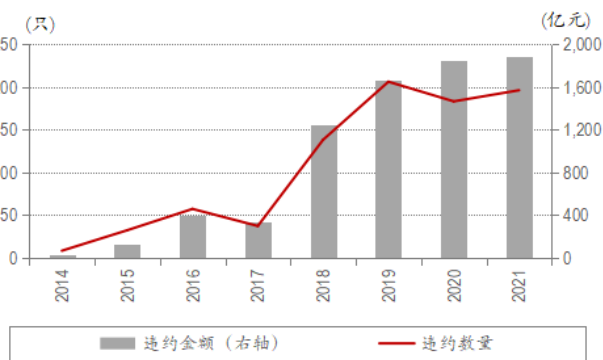
金融去杠杆拉开序幕。原银监会从 2017 年上半年开启银行业“三违法”“三套利”“四不当”“十乱象”等的整治工作，强化金融监管、防控金融风险被提到前所未有的高度，金融行业迎来了新一轮的高压规范监管。这一整顿采用了“严监管+货币收紧”的组合拳来切断影子银行的流动性来源，打击影子银行资金池运作的业务模式，影响非标资产的创造。具体措施包括控制同业存单的扩张、施加表内流动性监管指标约束、打击银行与信托开展通道业务等。从社融口径看，2018 年以后委托贷款和信托贷款持续大幅下滑。企业债务接续难度上升，融资环境恶化，加之债券大量到期，导致违约事件频发，债务风险加大，并逐渐传染至权益市场与银行表内信贷。

图表 8. 2018 年非标断崖式下跌



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 2018 年债券违约数量增加



资料来源：万得，中银证券

资管新规卓有成效。资管新规下，刚性兑付将不再可行，资金池也将得到严格规范。同时，新规大幅提高了合格投资者门槛，使风险匹配原则得到有效遵循，确保了打破刚兑的实际执行。净值化转型程度持续提升，自 2018 年 4 月资管新规颁布，银行理财业务开始步入向净值化全面转型的新时期。过渡期内，净值型产品的规模与占比不断提升。截至 2022 年 6 月，净值型理财产品存续规模达到 27.7 万亿。其次，过渡期内，银行理财嵌套投资券商、信托、基金等各类资管产品的业务规模显著下降，截止 2022 年 6 月，银行理财产品持有非标资产的规模为 2.3 万亿元，较资管新规发布前 2017 年 6 月规模压降 51 个百分点。

总结来看，不同阶段的政策选择也会有所变化。纵向来看，中国从 20 世纪末的金融压抑到 21 世纪 10 年代的金融创新，再到 2017 年以来的金融稳定兼顾金融创新路径，走出了符合实际的一条道路。结合当前实际，金融稳定+零道德风险将是未来的主题。一方面，加快出台金融稳定法，明确金融风险处置的触发标准、程序机制、资金来源和法律责任仍是二十大后不变的主题。另一方面，从易纲近期的表述来看，“自救”将成为当前和今后应对金融风险的主要方式。如果“自救”失败，则股东承担机构破产重组或清算的法律后果，此时为保护中小存款人利益、防范系统性风险，“他救”机制和金融稳定保障体系开始发挥作用。

二、发达国家如何权衡

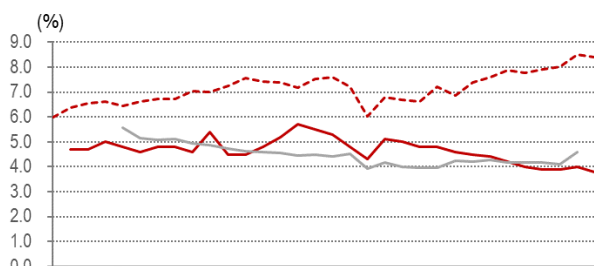
全球性金融危机具有历史周期律。各国通例是只要有经济周期必有滞后性金融周期，资产负债表危机具有必然性。但如何权衡金融稳定与金融创新方向以应对危机却有不同，以德国、日本、美国为例，在 20 世纪 80 年代的金融自由化浪潮以来，德国金融系统保持稳定、日本经历经济危机后通过存款保险机制等措施逐渐降低不良率、美国则是在经历次贷危机强化监管后又开启了放松管制的步伐，三者选择的金融稳定路线各有不同。

德国：金融体系长期保持稳健

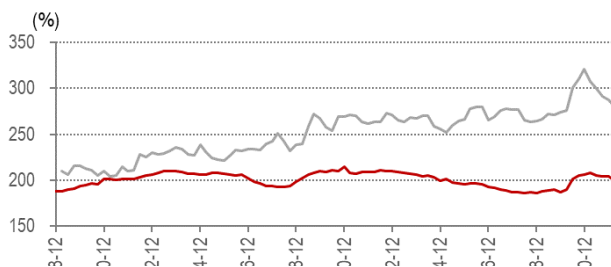
从国际比较研究看，德国金融体系相对保守与稳定，总体结构稳定、层次分明，在应对金融稳定问题上倾向于选择“金融稳定+零道德风险”组合，相应地在支持创新发展方面力不从心。

货币稳定是德国金融稳健的首要支撑因素。二战以来，德国并没有像美国、日本和英国等国一样发生大规模金融危机。德国金融系统的稳定性体现在三个方面：一是避免了经济金融化的浸染，维持着“小金融、大实体”格局。德国始终维持着较小的金融规模和庞大的制造业部门，生产要素“脱实向虚”的现象不突出，金融业比重长期低于 5%，与美国重金融业轻制造业的情况相反。其次长期保持低杠杆率。过去 20 多年来，受金融化浪潮和应对国际金融危机的影响，美国等发达国家宏观杠杆率大幅上升。与此相反，德国宏观杠杆率不升反降，与其他发达国家和全球趋势形成了强烈反差。截止 2022 年年中，德国非金融部门杠杆率仅为 195.1%，低于发达经济体平均水平接近 70 个百分点。三是德国银行业长期隔离于私有化浪潮。在全球私有化浪潮的大背景下，受储蓄银行市政托管体制、联邦主义等因素影响，德国保有大量非利润最大化导向的银行，且几乎没有出现公共银行和合作社的私有化，与美国、英国、欧洲其他国家和大多数转轨经济体的市场化银行体系形成了强烈反差。德国银行业中无论是按机构数还是资产规模计算，私营性质的商业银行部门均不占据主导，起主导作用的是非利润最大化导向的银行。

图表 10. 德国金融保险业增加值占比低于美国



图表 11. 德国非金融部门杠杆率远低于其他发达经济体



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50468

