

中国金融的明斯基时刻： 不可避免还是风险可控？

钱军 教授
复旦大学 泛海国际金融学院 执行院长

2018年5月11日



复旦大学·泛海国际金融学院
Fanhai International School of Finance
Fudan University



大纲

- **金融危机的形成条件和特点：**
 - 泡沫，杠杆，不良资产，关联性和流动性
- **中国金融体系风险板块分析：**
 - 股市，金融机构表内外业务，企业与地方政府债务，房地产市场
 - 汇率和资本项目开放
- **总结与展望：**
 - 局部风险与整体 ‘系统性’ 风险；金融稳定和发展

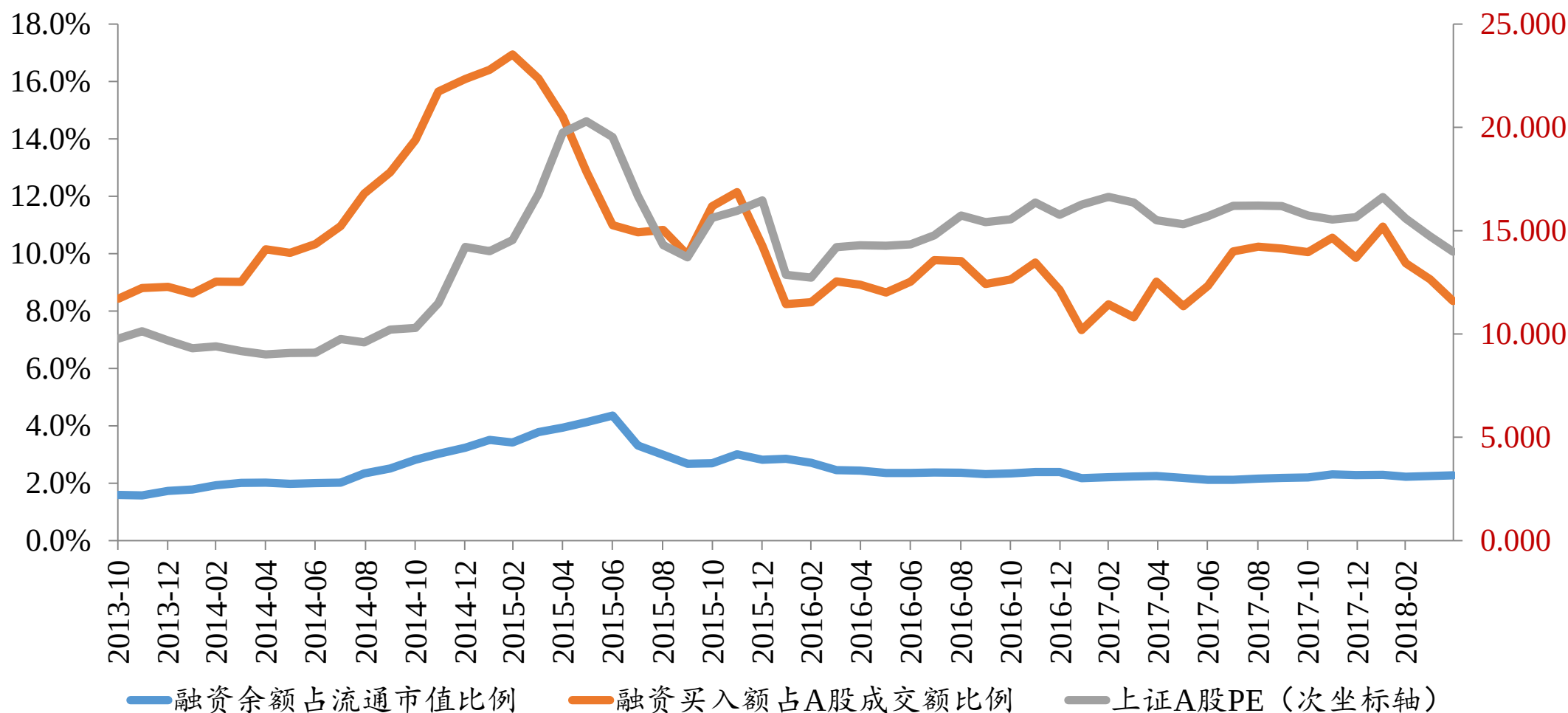
金融危机形成的条件和特点：最近20年

- 信贷大规模扩张导致的高杠杆率和资产泡沫：
 - 信贷扩张原因：国内和国际（跨境资本流动）因素，政策（比如低利率）原因；
 - 泡沫形成：信贷扩张 =》 ‘热钱’ 效应；投资者的非理性 ‘动物精神’ ；金融机构的激励机制
 - 高杠杆和风险：泡沫破灭时杠杆导致危机传播 =》 影响金融机构 =》 波及实体经济
- 市场失效和监管失灵：金融与实体经济关系，信息获取
 - 监管机构：能否准确把脉市场和金融体系；是否被既得利益集团所绑架
- 金融危机的爆发和传播：流动性风险和金融板块的关联性

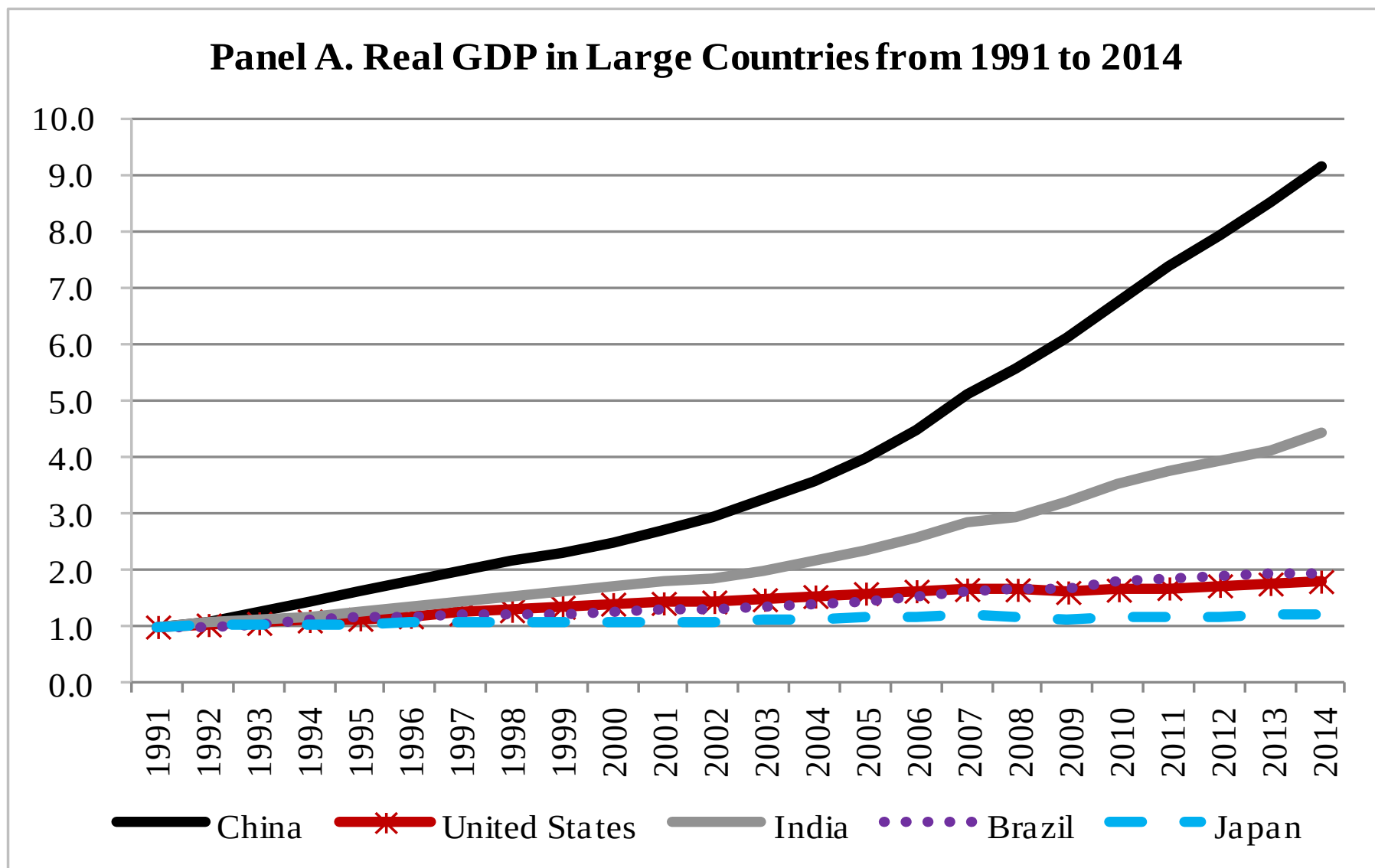
中国A股股市：杠杆率和估值（2013.10-2018.04）



- 融资余额、融资买入额、上证A股PE在2015年上半年达到峰值，此后一路下行，并在近两年保持平稳。



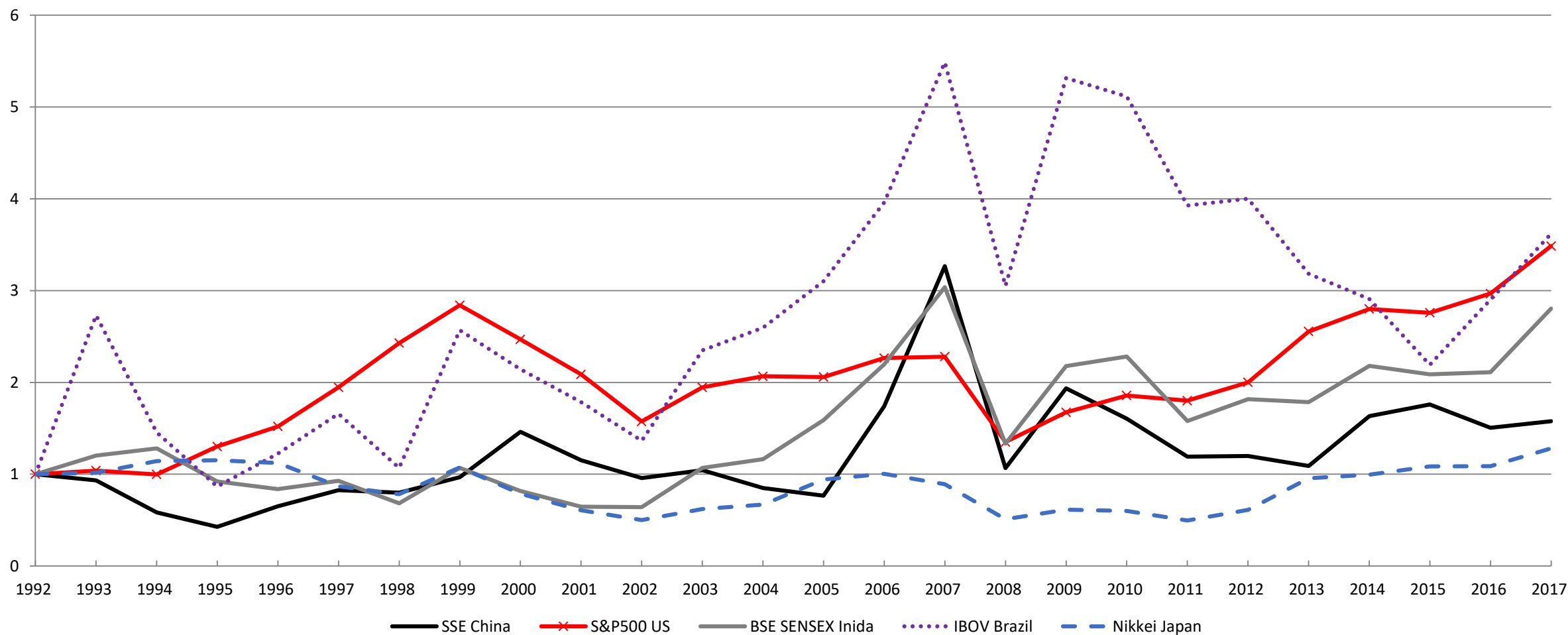
五大国家的GDP增长 (1991-2014; 调整通胀)



主要股指调整通胀后的表现 (1992.1-2017.12)



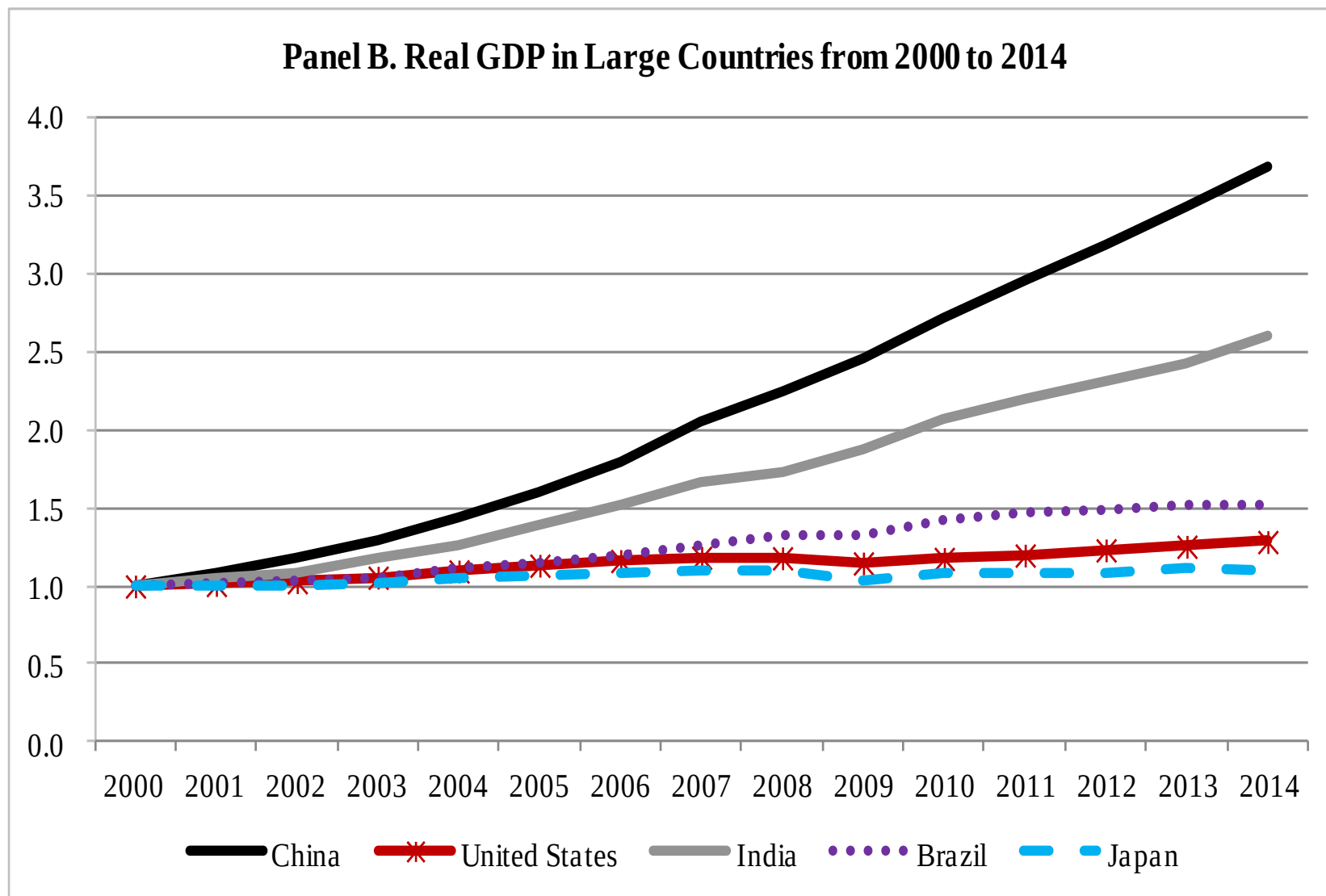
● 融资余额、融资买入额、上证A股PE在2015年上半年达到峰值，此后一路下行，并在近两年保持平稳。



世界最大的股票交易所 (按照股票总市值计算, 2015年底数据)

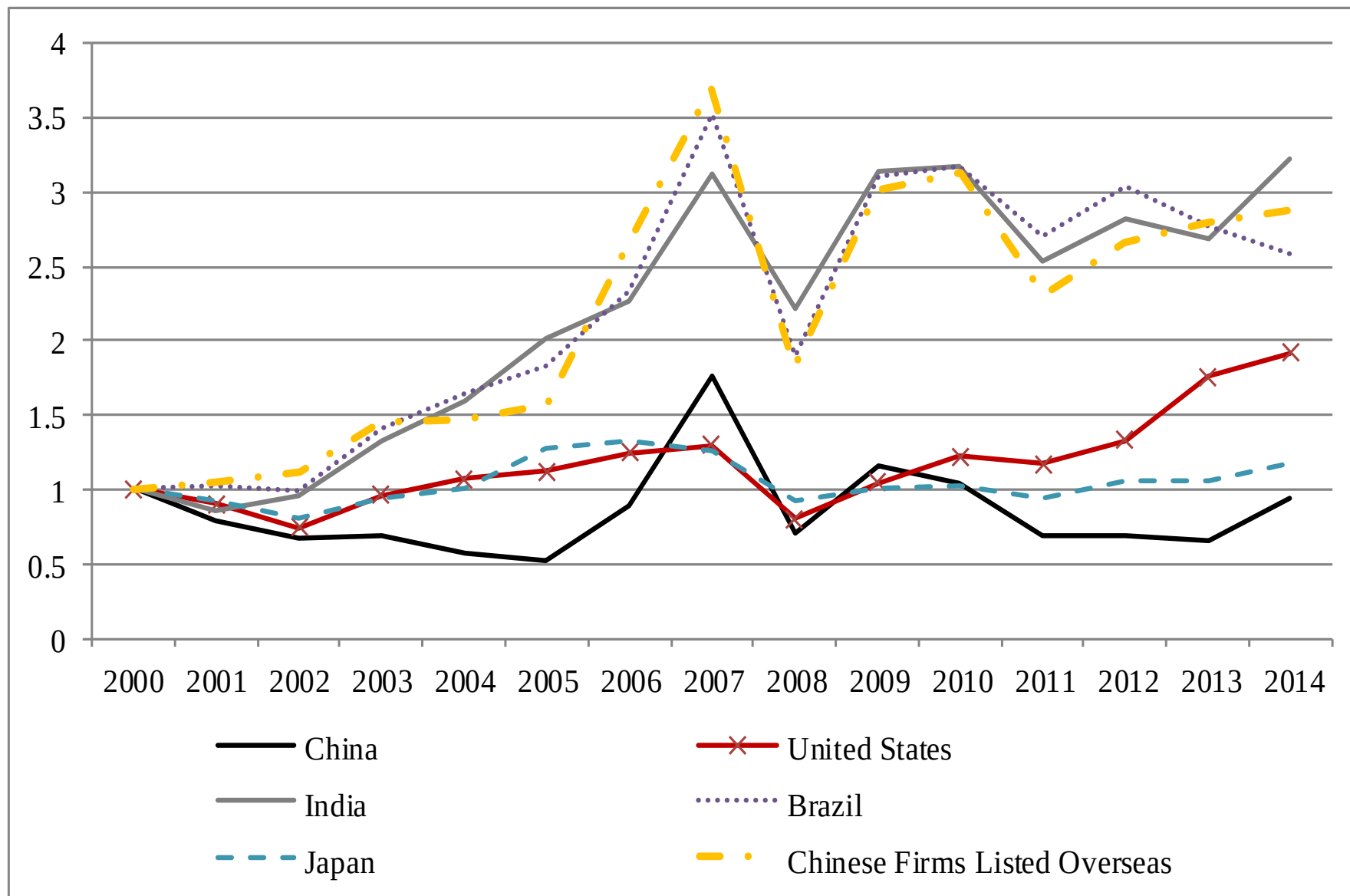
Ranking	Exchanges (2015)	MktCap (US\$M)	Turnover
1	NYSE	17,786,787.4	94.12%
2	Nasdaq - US	7,280,752.2	175.53%
3	Japan Exchange Group	4,894,919.1	119.50%
4	Shanghai Stock Exchange	4,549,288.0	503.26%
5	LSE Group	3,878,774.2	67.19%
6	Shenzhen Stock Exchange	3,638,731.3	686.77%
7	Euronext	3,305,901.4	62.69%
8	Hong Kong Exchanges and Clearing	3,184,874.2	66.25%
9	Deutsche Boerse	1,715,800.5	90.06%
10	TMX Group	1,591,928.6	64.29%
11	SIX Swiss Exchange	1,519,323.5	65.75%
12	BSE India Limited	1,516,216.7	7.86%

五大国家的GDP增长 (2000-2014; 调整通胀)



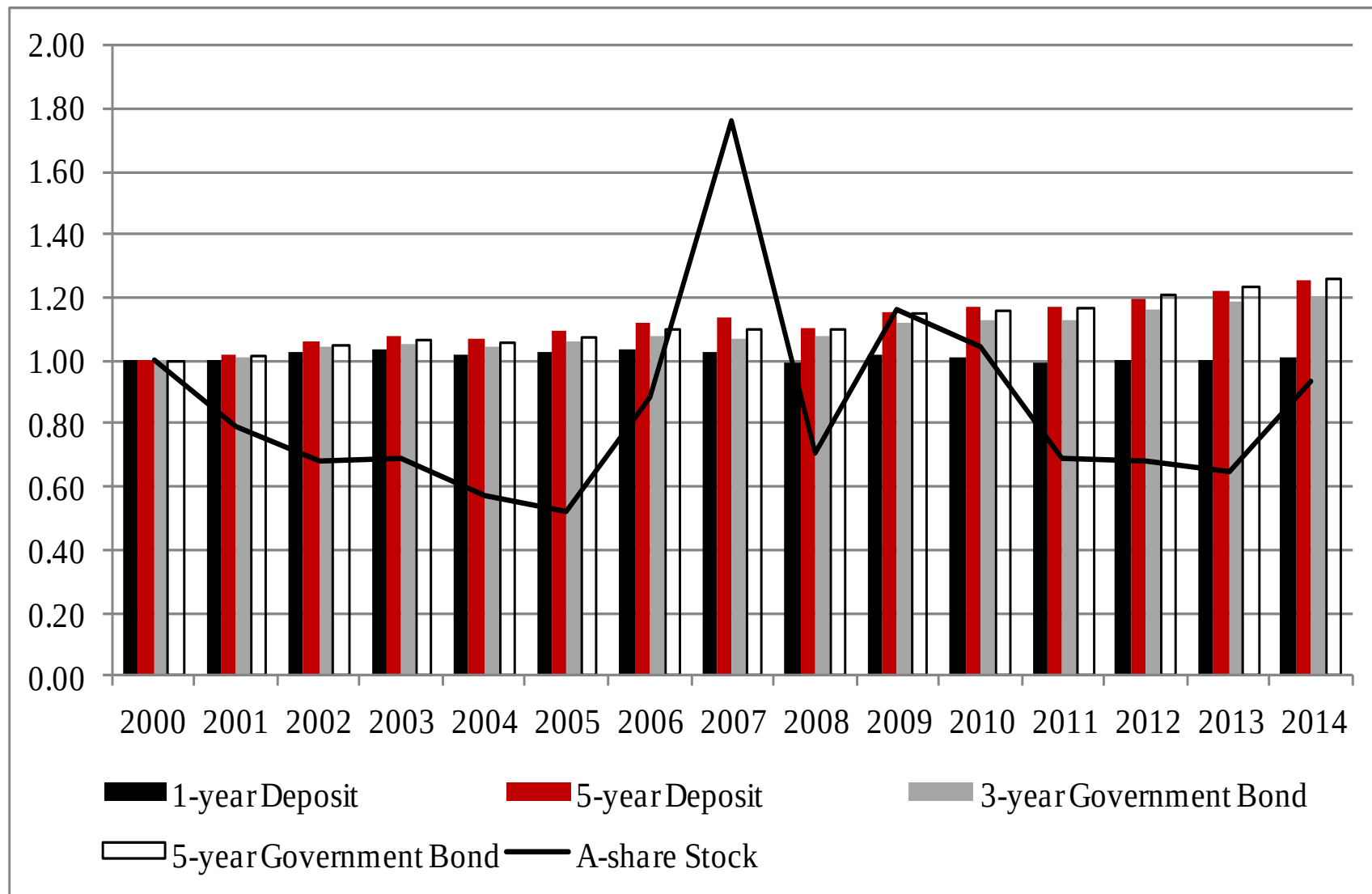
五大国股市以及海外上市的中国公司的收益比较

(2000-2014; 调整通胀包含现金分红; AQSZ工作论文)



A股股市、中长期银行定期存款和国债收益比较

(2000-2014; 调整通胀)

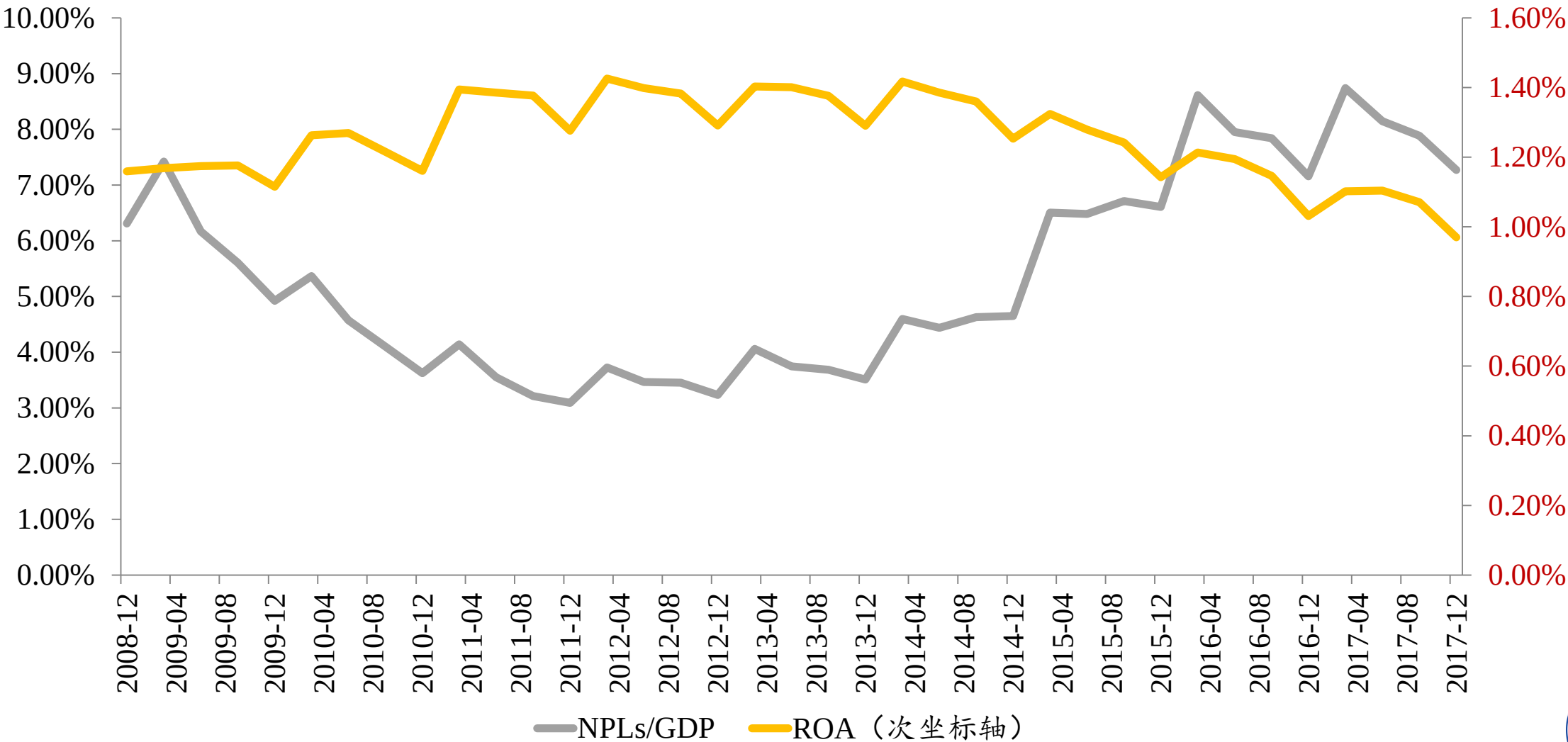




股市总结：

- A股市场有结构性问题（代表经济发展的新兴行业公司太少）：推进注册制，完善退市制度；鼓励新兴行业公司上市
- 目前总体估值水平合理，没有类似2015年上半年的泡沫；杠杆率不高
- 香港股市最近的改革：生物科技行业公司不盈利也可以上市；允许“双重股票” = 》吸引“独角兽”企业上市

中国（上市）银行（表内）不良贷款率（NPLs）及盈利能力（ROA）

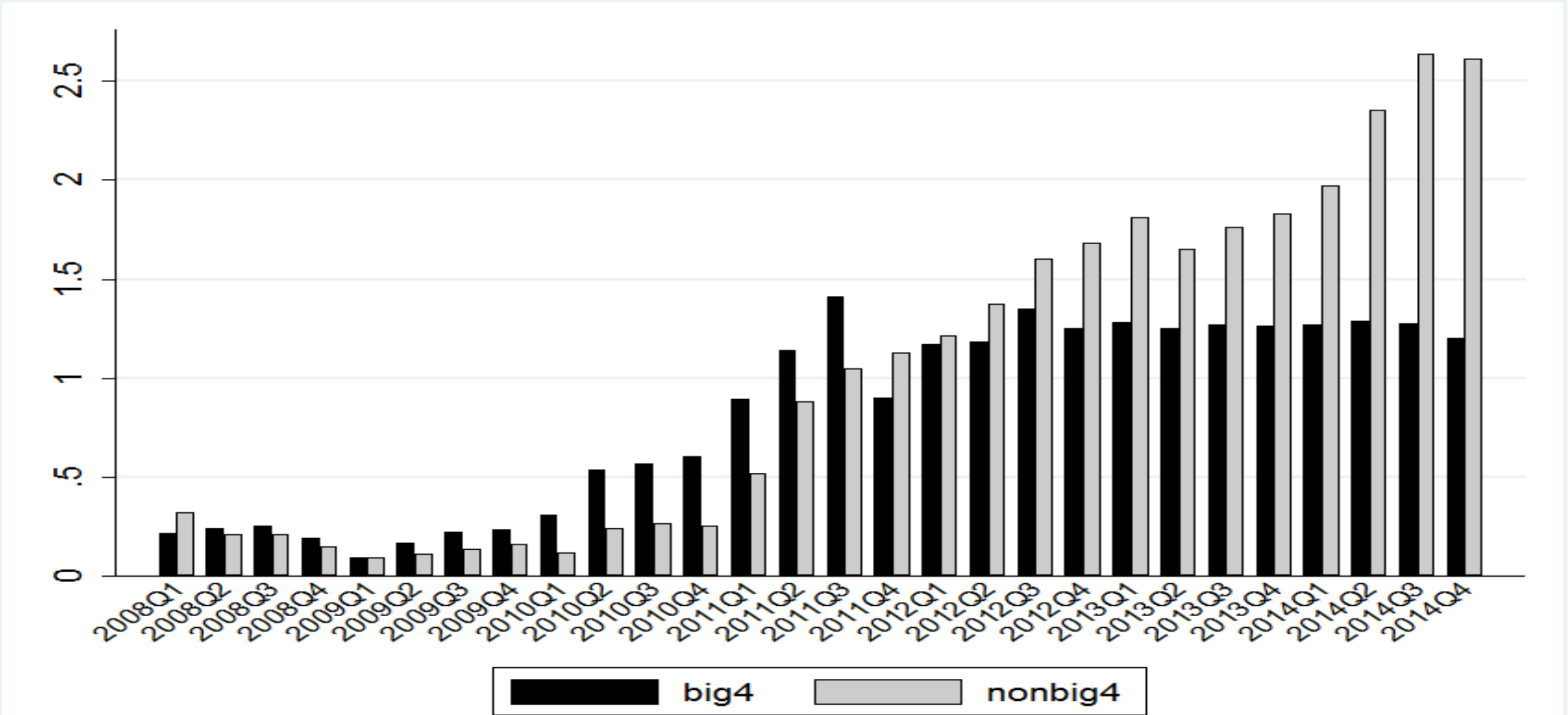


数据来源：Wind资讯、中国银监会



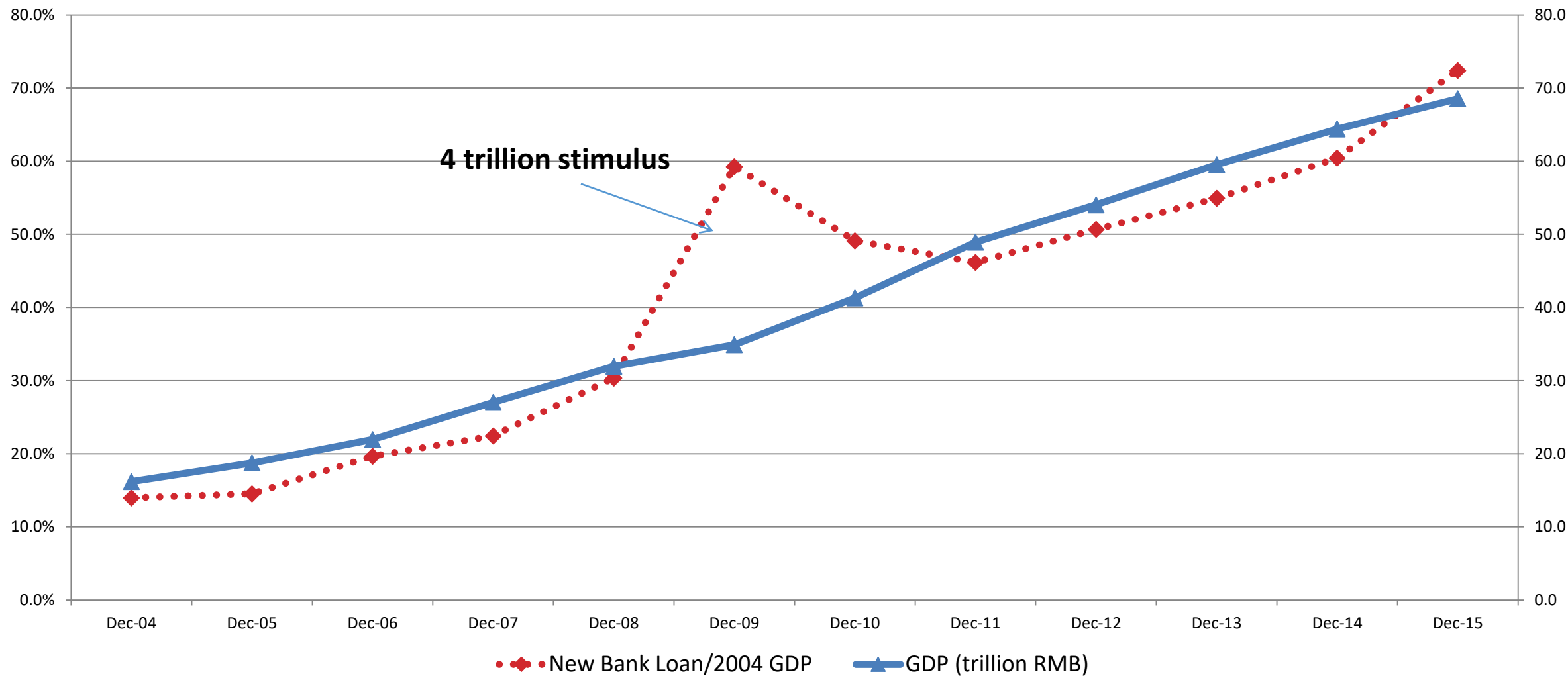
中国银行理财产品发展规模：非保本产品占银行净资产比例

(Acharya, Qian, Yang 2017工作论文; 最大25家银行, 2008-2014)



中国四万亿刺激和信贷扩张（新增银行贷款）

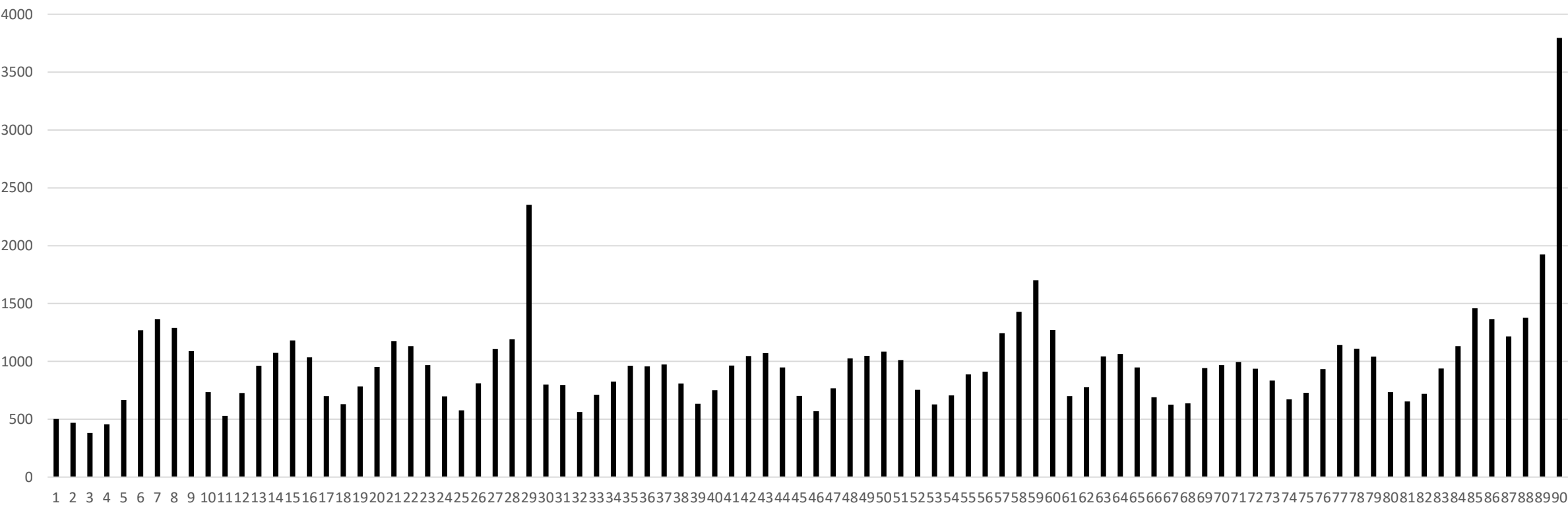
New Bank Loan as a Percentage of 2004 GDP



理财产品到期的展期风险 (Acharya, Qian, Yang 2017工作论文)

- 理财产品期限短，部分投资资产长期回报 =》期限错配
 - 银监会在**季度末计算并对存贷比进行考核**：理财产品到期后很多投资者会将收到资金（暂时）存放在理财产品发行银行的存款账户中，这样可以使银行存款水平暂时提升

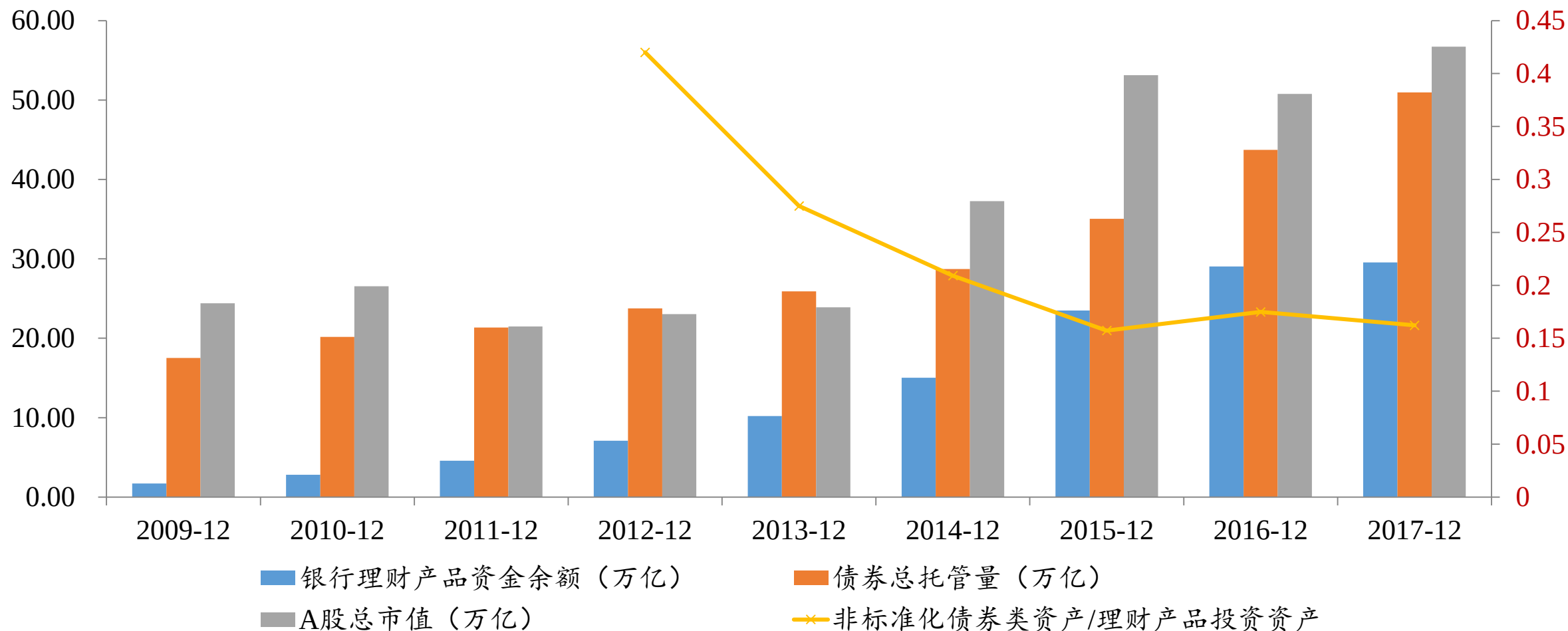
Figure 8.2: Number of WMPs issued by SMBs due on each day within a quarter



庞大的银行间市场以及非标产品的萎缩



- Interbank market bond includes credit bond and interest rate bond 信用债和利率债



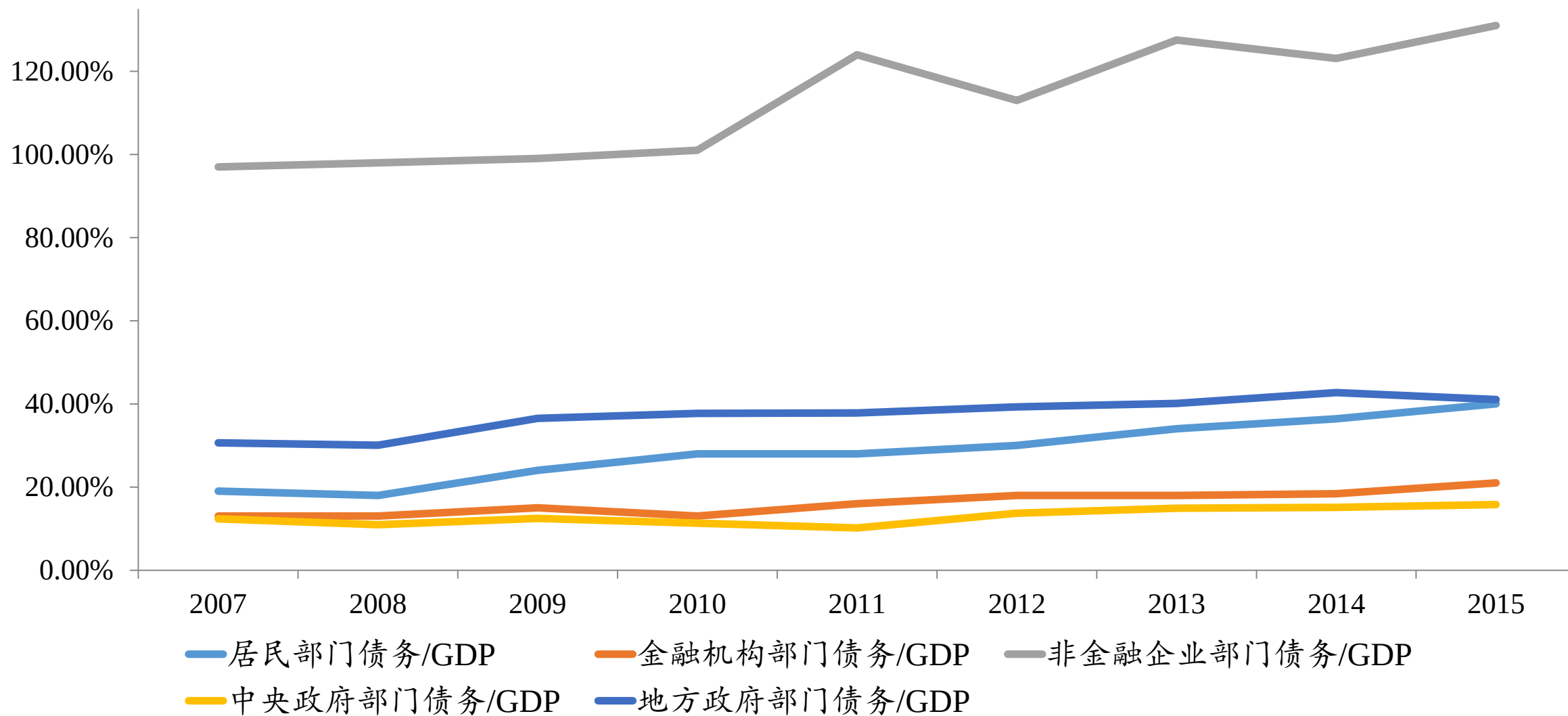
数据来源: Wind资讯、中国债券信息网、中国理财网



银行和金融机构总结

- 表内坏账可控
- 表外资产扩张和风险：影子银行规模飙升
- 银行间市场规模、复杂性和风险
- **最新“资管新规”**：a) 过渡期延长至2020年底；b) 非标产品的定义；c) 私募（投资者门槛提高）和公募区别

中国企业和政府部门的负债率：2007-2015

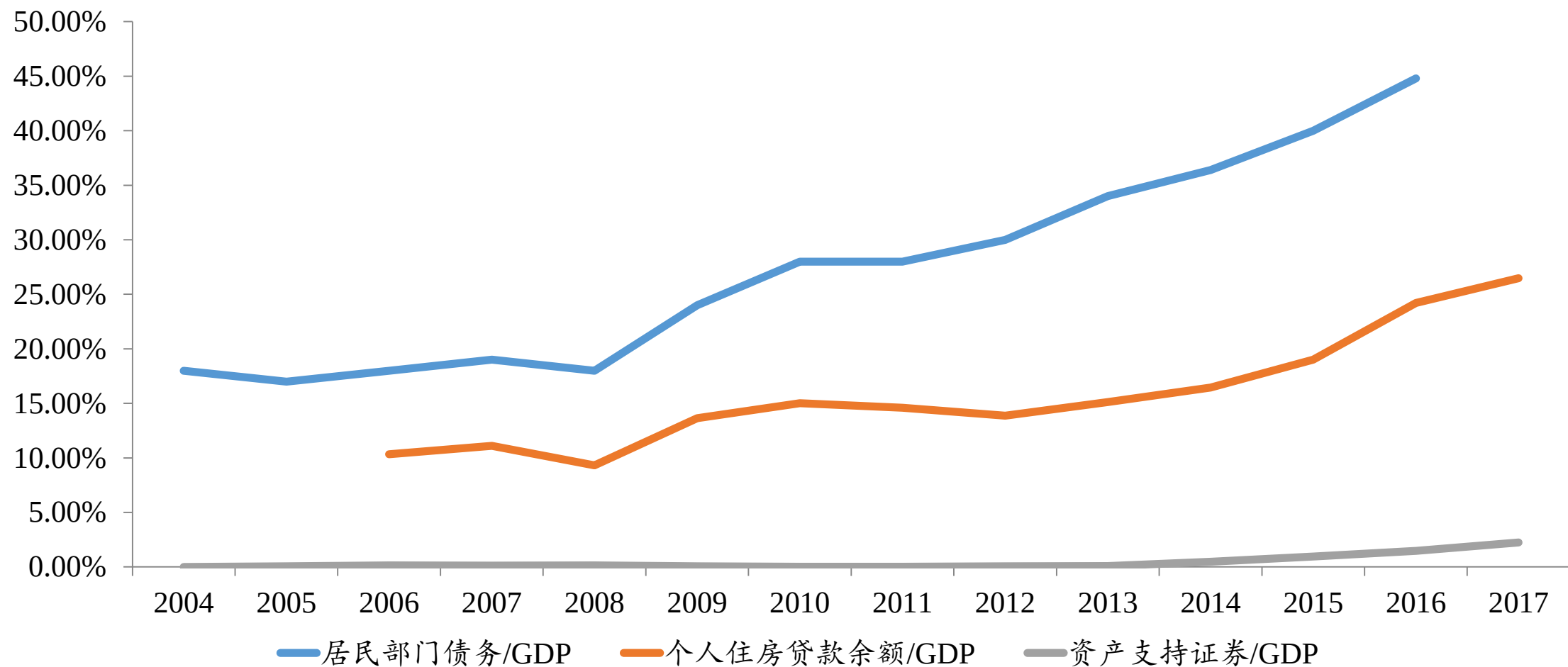




企业和地方政府债问题

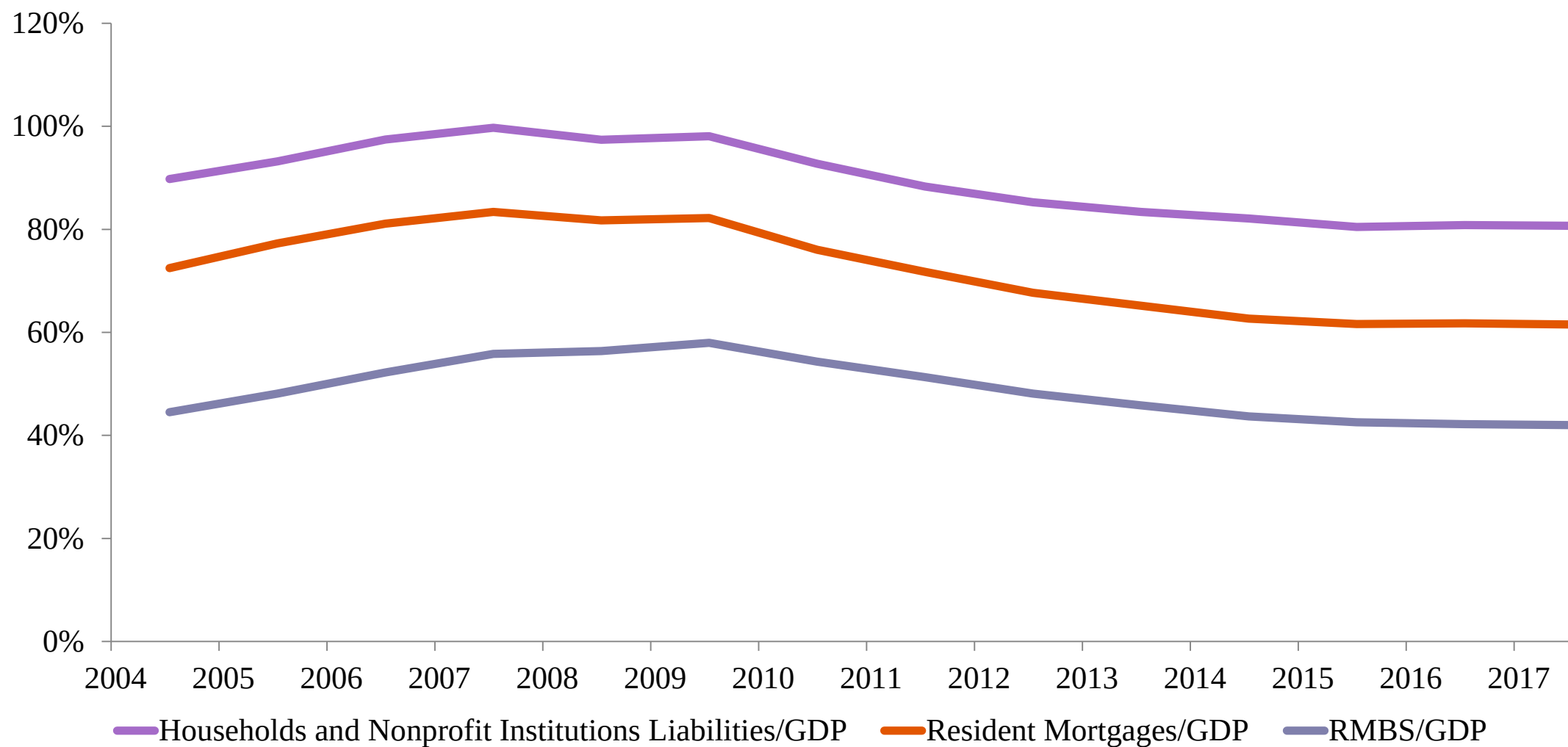
- 债务上升与信贷扩张有关；积极去杠杆过程中
- 经济增长的良性作用
- 去杠杆的市场机制和问责机制（国企和地方政府）

中国家庭负债、住房贷款和证券化产品规模 (GDP占比：2004-2017)



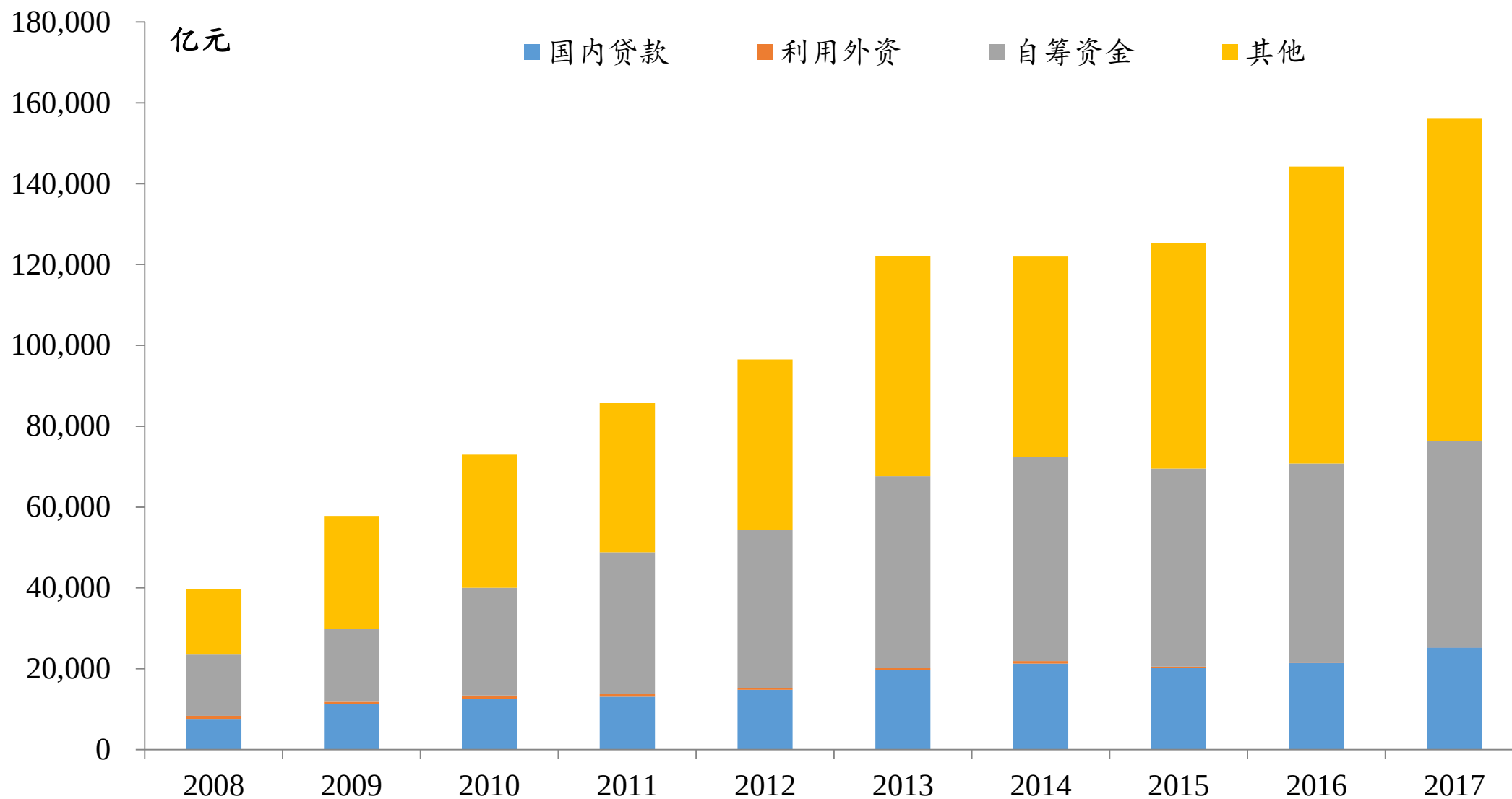
数据来源：中国社会科学院、中国债券信息网、中国人民银行

美国家庭负债、住房贷款和房地产抵押贷款 证券化产品规模（GDP占比：2004-2017）



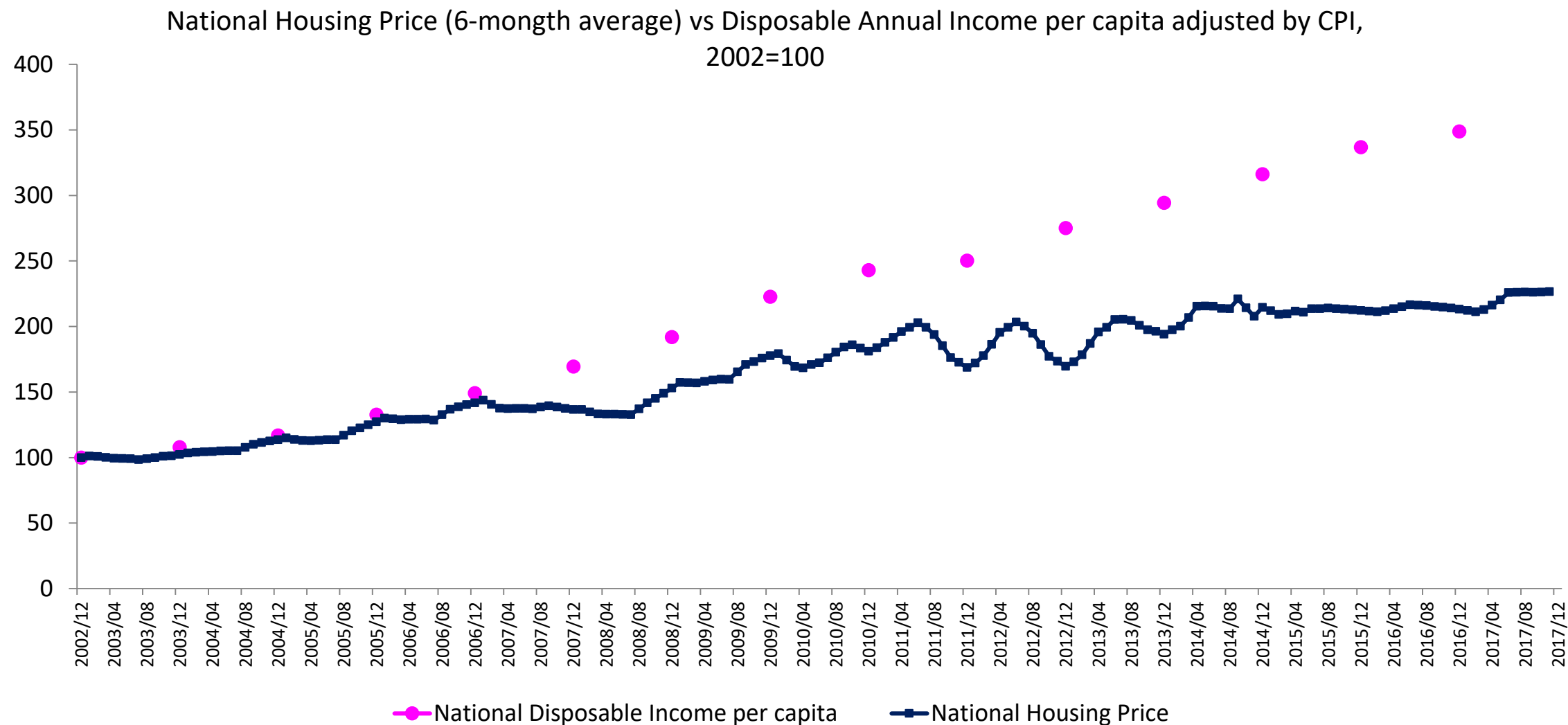
数据来源：Federal Reserve

中国的房地产投资 (2008-2017)



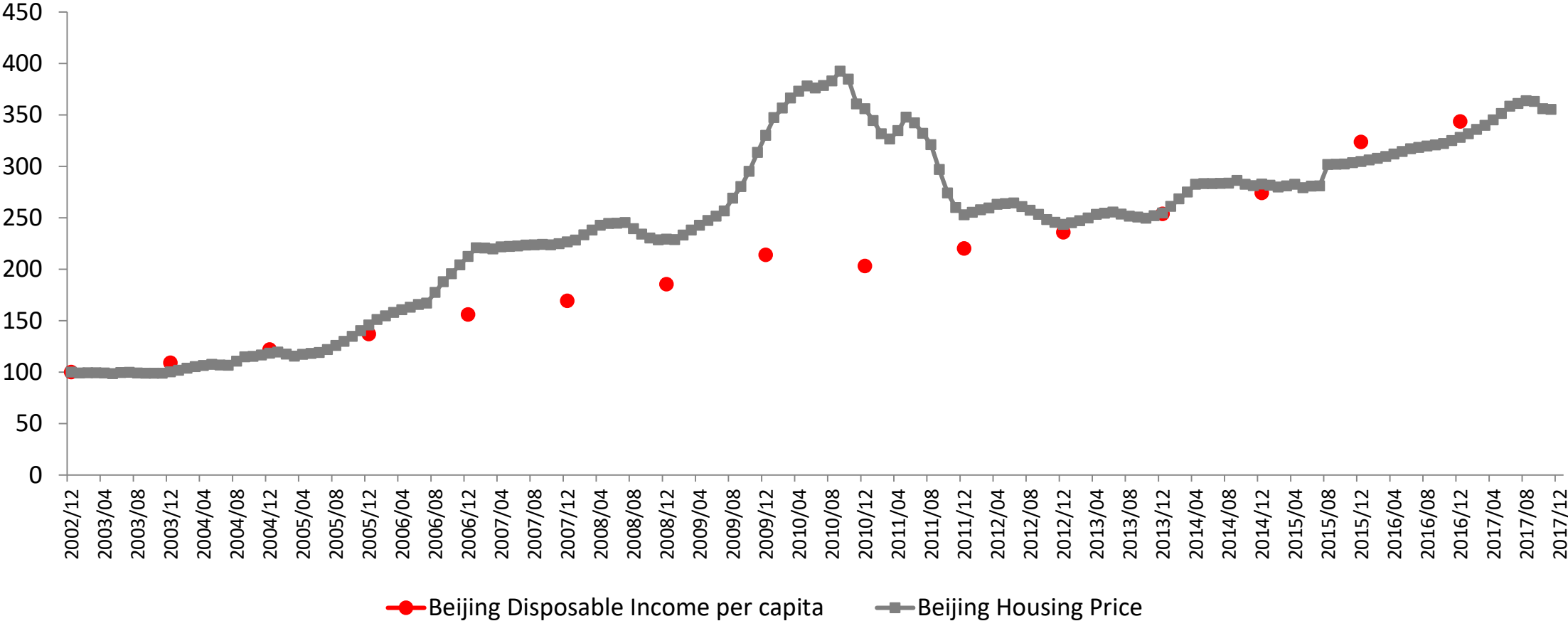
来源：国家统计局

中国家庭可支配收入与房价走势 (全国平均; 2002-2017)



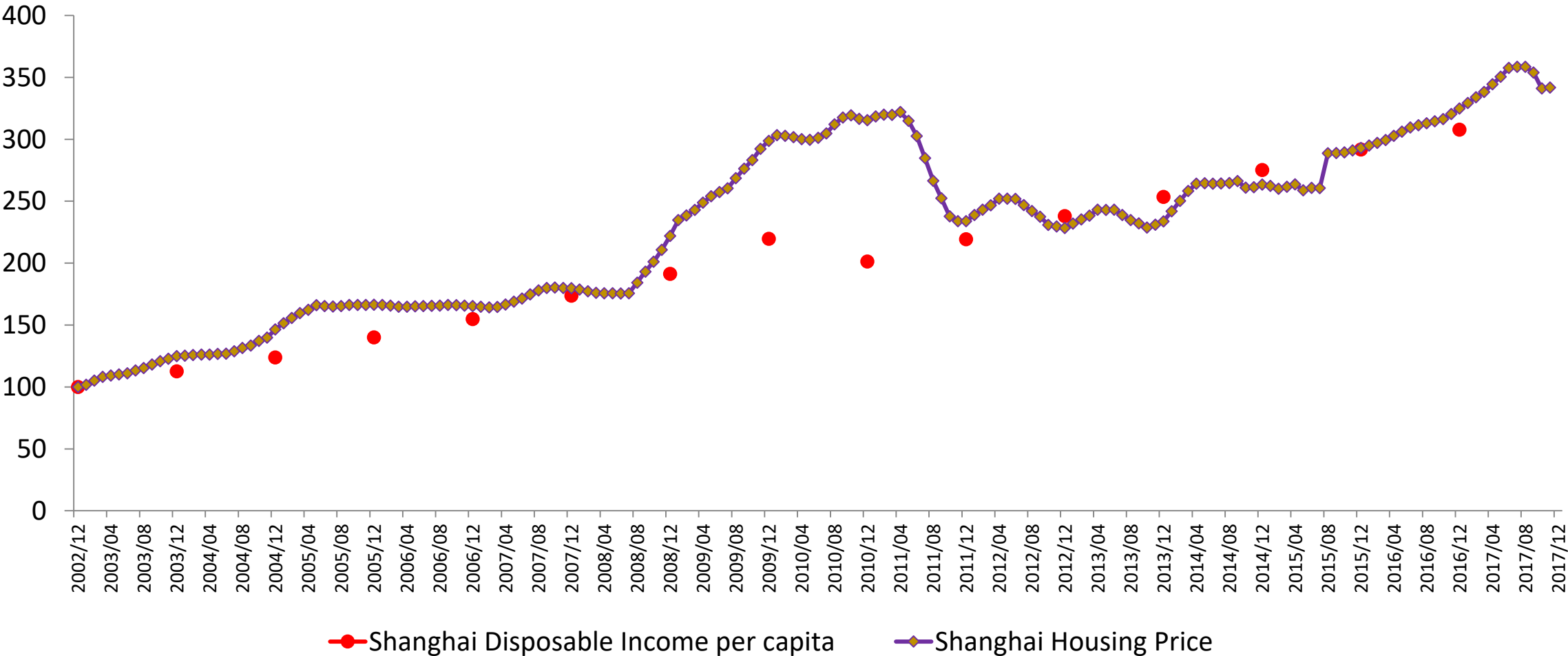
北京家庭可支配收入与房价走势 (2002-2017)

Beijing Housing Price (6-month average) vs Disposable Annual Income per capita adjusted by CPI, 2002=100



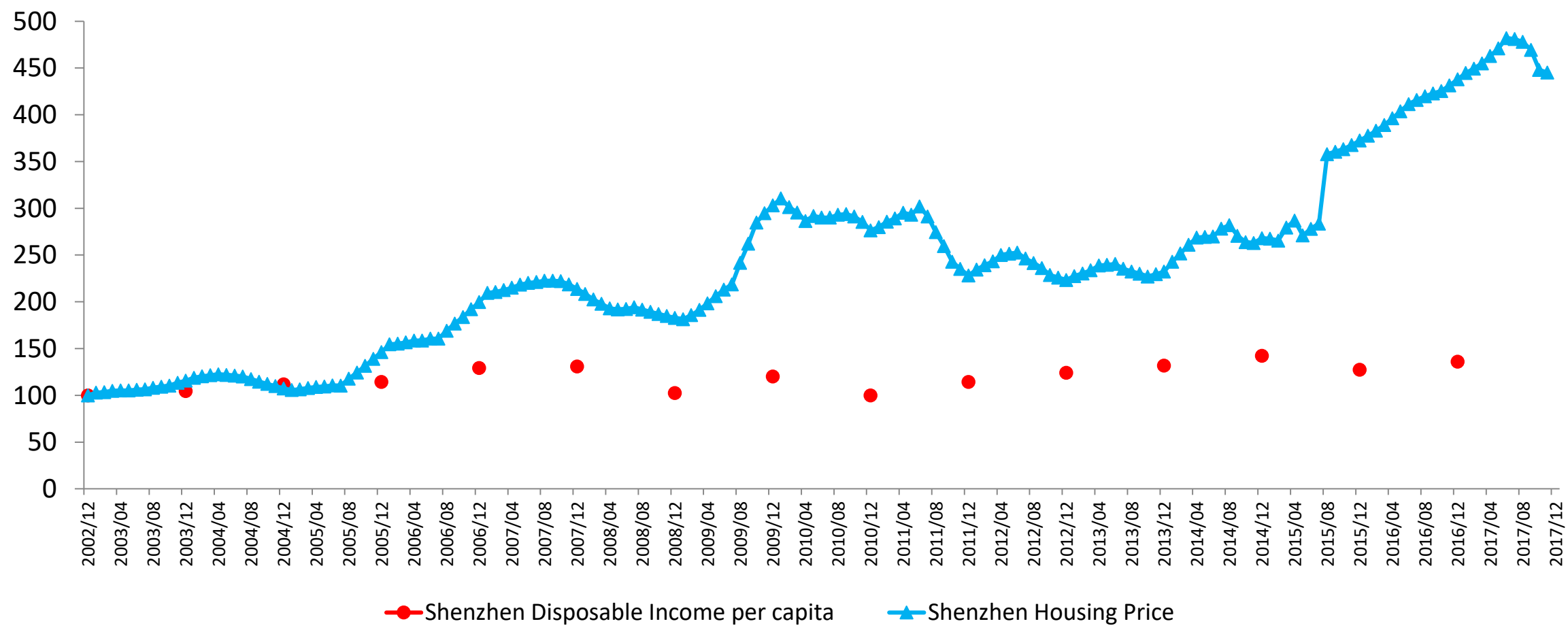
上海家庭可支配收入与房价走势 (2002-2017)

Shanghai Housing Price (6-month average) vs Disposable Annual Income per capita adjusted by CPI, 2002=100



深圳家庭可支配收入与房价走势 (2002-2017)

Shenzhen Housing Price (6-month average) vs Disposable Annual Income per capita adjusted by CPI, 2002=100





房地产市场总结

- 类似美国2007-09的金融危机可能性很低：家庭负债率低，房地产贷款证券化率低
- 房地产公司需要继续降杠杆；房价下降带来的（财富和消费）影响
- 稳定发展的政策选择：控制杠杆，房地产税，提供更多的廉租房；全面发展二三线城市（社区）
- 复旦泛海国金EE项目：新时代 城镇 开发建设（改建）管理 首期班

美元兑各大主要货币的远期（6个月） 汇率走势： 16年10月-18年05月

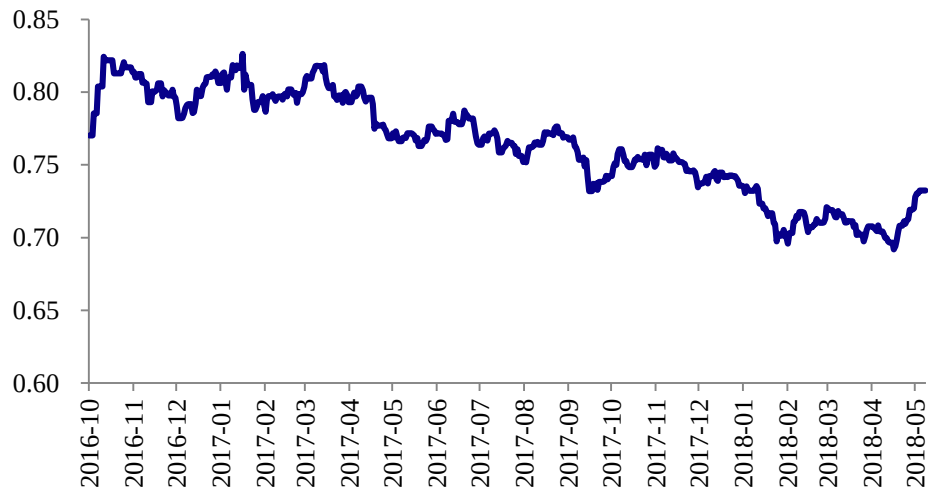
CNH/USD+6M



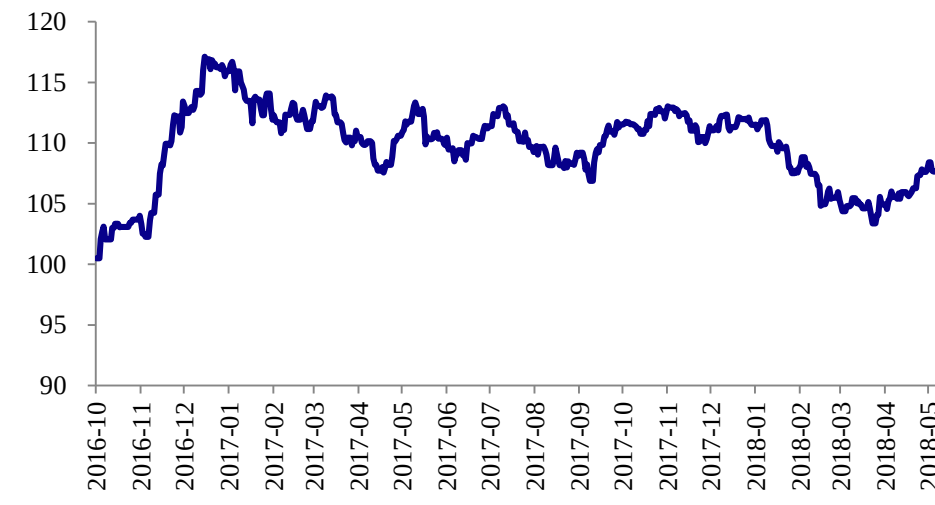
EUR/USD+6M



GBP/USD+6M

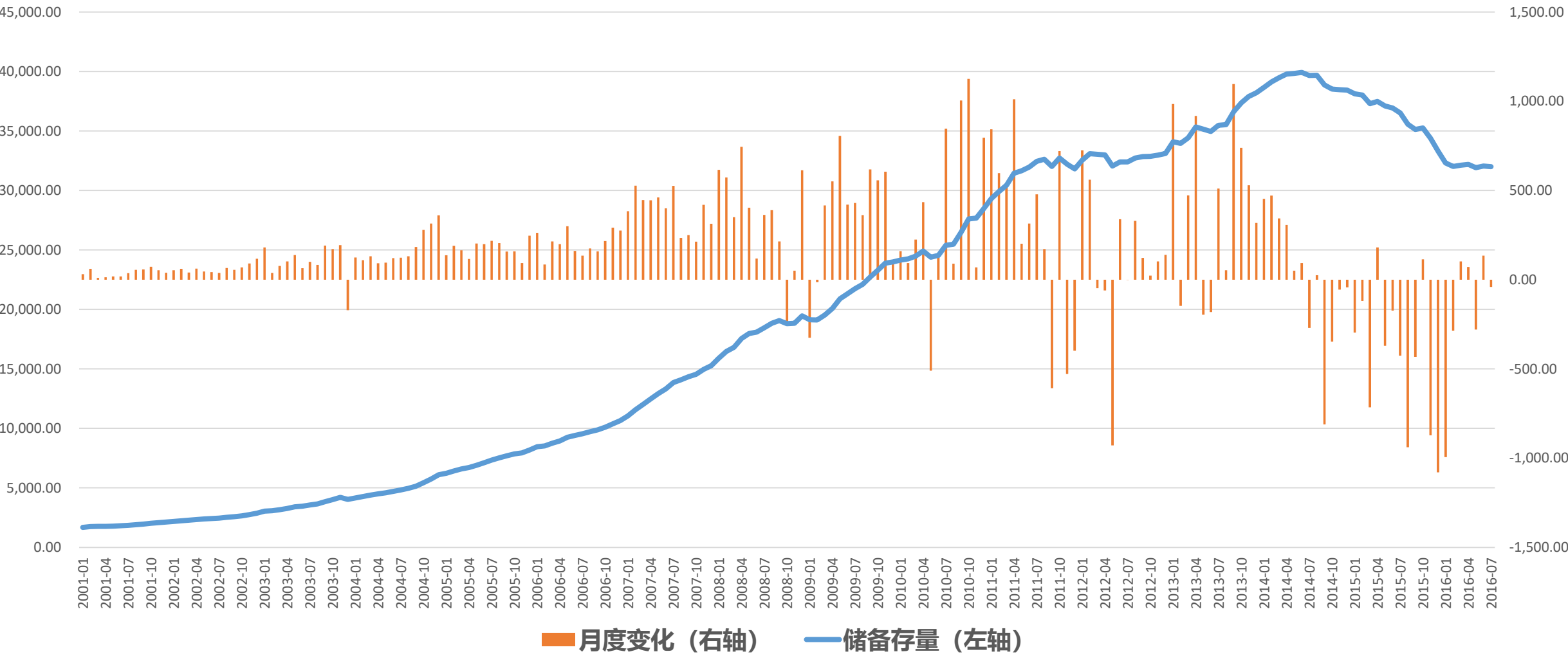


JPY/USD+6M



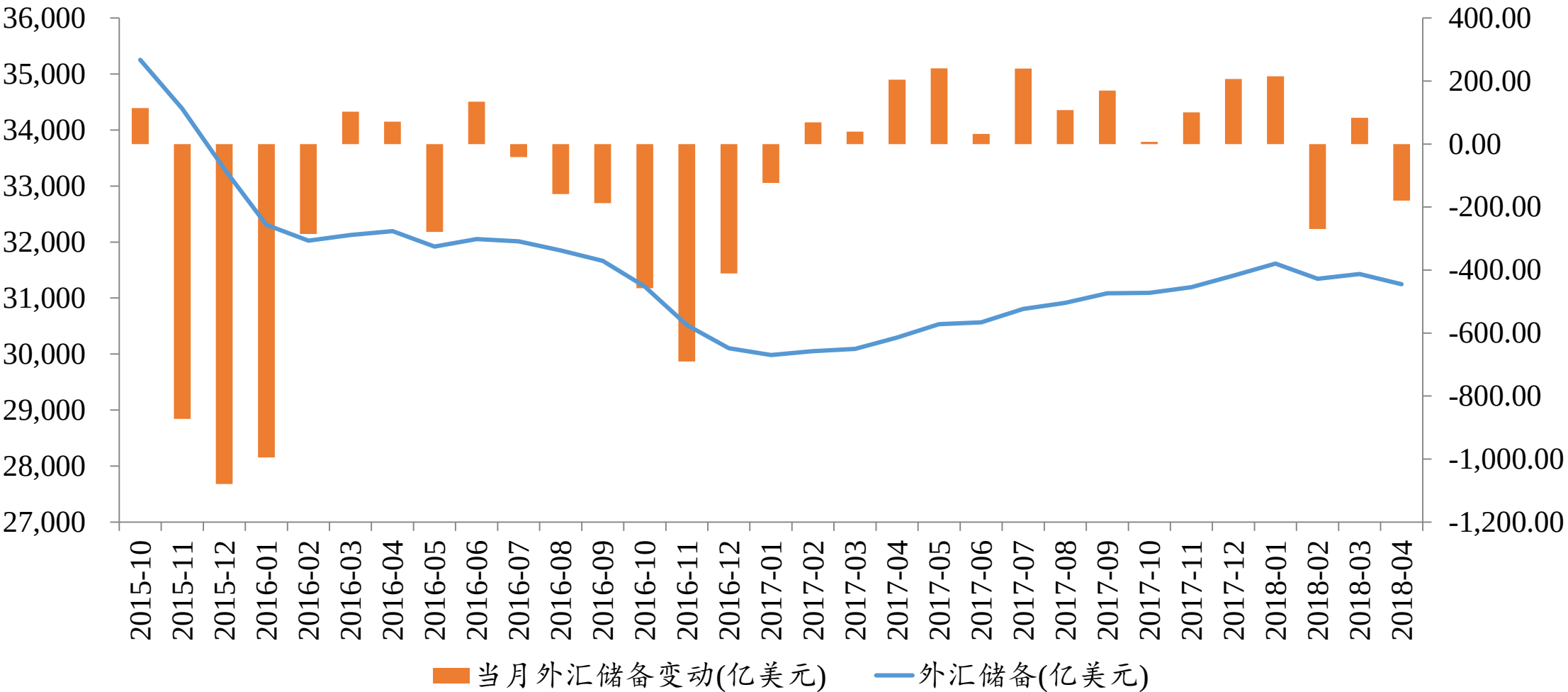
中国外汇储备的存量与流量：2001年1月-2016年7月

单位：亿美元



中国外汇储备的存量与流量的最新走势：2015年10月-18年04月

中国外汇储备存量及变动



汇率和利率走势和资本项目的管理和有序开放

- **新兴市场汇率和资本项目管理的底线：防止恐慌性的资本外逃**
 - 国内货币政策与美国减税和加息；中美贸易关系
 - 资本项目管理的方法：窗口指导与其他经验（比如巴西的反周期化的对资本流动征收的托宾税）
- **人民币汇率形成机制的市场化（2015年 ‘811’ 汇改）：**
 - 参照美元与参照一篮子货币；人民币加入SDR的承诺，以及 ‘一带一路’ 的推进
- **风险可控的双向资本项目的有序开放：**
 - 企业跨国并购和企业与居民国际资产配置的需要
 - 复旦泛海国金EE项目， **中国企业全球化：全球视野，全球市场，全球领导力； 二期班**
 - 多管道资本项目开放： ‘沪伦通’ ， A股加入MSCI指数， 债券通， 等
 - 人民币的跨境使用（上海自贸区等）



总结

中国金融体系有局部风险，但是发生全国性危机的可能性很低

- 由于政府和各监管部门充分意识到金融体系集聚的风险并已经采取措施（去杠杆，整顿银行间市场，等），不存在全国性的‘明斯基’时刻
- 局部金融危机的爆发：关键是防止危机蔓延

中国金融体系稳定与发展

- 风险可控情况下，继续改革开放：发展多层次资本市场，资本项目的有序开放

Thank You



復旦大學·泛海國際金融學院
Fanhai International School of Finance
Fudan University