



中国人民银行
THE PEOPLE'S BANK OF CHINA



INTERNATIONAL
MONETARY FUND
国际货币基金组织

PBC and IMF Joint Conference
**Strengthening the International
Monetary System and International
Experience in Resolving Debt
Problems**

EDITORS

Ai Ming and Alfred Schipke

中国人民银行·国际货币基金组织联合研讨会
**增强国际货币体系
完善债务处理国际经验**

编辑

艾明和席睿德



SUMMARIES AND PRESENTATIONS

总结与报告

This is the official English version. For the English version please see:

本书为官方中文版本。英文版本请详见：

<http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2016/pbc/>

目录

序言	i
开幕致辞	1
陈雨露	
第一场分会：增强国际货币体系	3
加强国际货币体系	
朱隽	4
加强国际货币体系	
阿尔弗雷德·卡默	8
人民币对于全球货币体系改革的作用	
李稻葵	13
增强国际货币体系	
谢商真	17
第二场分会：完善债务处理和去杠杆的国际经验	21
第一部分：信贷繁荣和去杠杆的国际经验	
金融不稳定的前因及后果	
莫里茨·舒拉里克	22
如何应对信贷高涨	
乔瓦尼·阿里恰	26
韩国信贷周期方面的经验	
金容範	38
中国与新兴市场危机类比	
乔纳森·安德森	41

第二部分：公司债务和杠杆	44
解决中国的债务问题	
马库斯·罗德劳尔和沃依切赫·马利泽夫斯基	45
关于“去杠杆”的若干思考	
马骏	49
应对中国的债务挑战	
汪涛	53
公司债务重组：最佳做法和国际经验	
肖恩·哈根和约瑟·加里多	56
第三部分：地方政府债务	60
有关化解地方政府债务风险政策建议	
魏加宁	61
中国地方政府性债务：问题与建议	
刘尚希	68
圆桌总结	72
易纲	73
黄益平	74
李昌镛	78
闭幕发言	81
马库斯·罗德劳尔	
发言人简介	84
演示文本	98

增强国际货币体系 完善债务处理国际经验

艾明和席睿德¹

中国人民银行（人民银行）与国际货币基金组织（基金组织）已连续四年举办联合研讨会，讨论与中国改革议程相关的问题。会议的目的是根据国际经验提供务实的政策方案。今年的联合研讨会适时地关注了两个问题：（1）如何增强国际货币体系；以及（2）解决信贷繁荣和债务问题的国际经验。

国际货币体系

全球经济正在发生转变，并给国际货币体系带来深刻影响。近期的重大变化包括新兴市场和发展中国家发挥着越发重要的作用、金融关联性更强，这改变了系统性风险的性质。全球金融危机的遗留问题造成的世界经济（特别是发达国家）增长放缓、未来几年中央银行将陆续实现货币政策正常化，加之中国再平衡和大宗商品超级周期结束，都给国际货币体系提出了更多挑战。

在此背景下，重新考虑那些可以加强危机防范、改善全球调整、合作和流动性供应机制的改革正当其时。这也是今年中国担任主席国的二十国集团会议议程的关注重点。在国际货币体系议题环节探讨了四个可能的改革领域：（1）危机预防和调整机制；（2）在影响全球稳定的问题和政策方面加强全球合作所应遵循的规则和制度；（3）在人民币纳入特别提款权货币篮子这一重要里程碑基础上，提供充裕的全球流动性的机制；和（4）以基金组织为核心的、更具一致性的全球金融安全网。

¹ 编辑及会议主办者。

债务和杠杆

在全球范围内，信贷繁荣通常伴随着杠杆增加，随后是经济增速低于标准水平，且在很多情况下会发生金融困境。信贷繁荣时，公司投资和信贷急剧上升，但随着投资效率下降，企业最终会缩减投资并开始去杠杆。这通常导致经济活动减少、工资和家庭收入降低。

信贷繁荣和信贷萧条在新兴市场较为常见，但全球金融危机提醒人们发达经济体也同样易受影响。除了借鉴那些尽可能降低信贷泡沫累积风险的经验教训之外，与会者还探讨了可能对中国有益的去杠杆的经验。

全球金融危机以来，中国的政策刺激已导致信贷强劲增长和企业债务累积。随着中国实施目标远大的改革计划并向可持续、高质量、消费驱动的增长模式转型，需要考虑的一个问题便是：从妥善应对脆弱性和杠杆的国际经验中，能汲取何种经验教训？在这一背景下，与会者还关注了中国的企业债券市场。尽管中国债券市场提供了另一种重要的融资形式，其发展仍需与恰当的风险定价和更大力度的监管同步推进。

过去几年中国公共债务激增主要是地方政府造成的。为解决这一问题，中国政府开展了一系列改革，包括推出大规模地方政府债务置换计划。与会者讨论了政府近期的改革措施，包括置换计划的影响，并在吸取国际经验的基础上确定了未来的改革领域。

参会人员

本次人民银行与基金组织的联合研讨会汇聚了国内外专家和政策制定者、人民银行和基金组织工作人员以及来自财政部、银监会、证监会、国务院发展研究中心以及其他中国政府机构的工作人员，与会者针对上述问题进行了讨论。

鸣谢

由衷感谢李晶制作了本电子书并提供了宝贵支持，确保了本次会议的圆满举办。感谢单琦淇及袁春旺负责了本次会议的会场安排并同时开展多项工作。此外，人民银行国际司基金处和基金组织驻华代表处的工作人员提供了宝贵的幕后支持，我们也对此深表感谢。

开幕致辞

陈雨露²

尊敬的各位来宾，朱光耀副部长、女士们、先生们：

上午好！

欢迎各位参加本次研讨会。这已经是人民银行与国际货币基金组织四度联手办会了。本次研讨会着眼增强国际货币体系，完善债务处理国际经验，这也正是当下被广泛探讨的主要议题。结合中国担任2016年G20主席国以来，在G20平台下对这些问题的讨论情况，我谈谈自己的一些看法。

关于国际货币体系，中国担任G20主席国后即重启了国际金融架构工作组，目前在资本流动、主权债务重组和债务可持续性，全球金融安全网、基金组织份额和治理改革以及扩大SDR的使用等五个议题上都取得了积极进展。这些进展对增强国际货币体系都有着不可或缺的重要作用。未来，我们还将在以下方面继续努力：

一是在国际资本流动波动性上升的背景下，需持续改善对资本流动及其风险的监测，希望基金组织通过总结国别经验帮助成员国更好地应对资本流动挑战。二是主权债的有序重组对维护国际货币体系的稳定十分重要，因此我们要推动将加强的合同条款和同权条款引入新发行和存量主权债中，从而便利以市场化方法实现有序重组。三是随着基金组织治理和份额改革的落实，基金组织的治理结构和有效资源增强，贷款工具得到改善，以基金组织为核心的全球金融安全网有所加强，与此同时各种区域金融安全网的作用也日益提升，因此未来一个重要议题就是如何让全球金融安全网和区域金融安全网相互补充和支持。中国作为今年10+3的联合主席国，愿意为加强清迈倡议对基金组织的支持与合作作出积极贡献。四是要进一步推动SDR改革，积极扩大SDR的使用，包括使用SDR作为经济和金融数据的报

² 陈雨露现任中国人民银行副行长。

告货币和发展 SDR 计值的资产市场等。中国已于近期使用美元和 SDR 作为外汇储备数据的报告货币，并积极研究在中国发行 SDR 计值的债券。我们也鼓励基金组织等其他机构考虑使用 SDR 作为计价单位的好处，更多在统计和报告中使用 SDR。

关于中国的债务问题，中国的债务呈现出家庭部门债务低、企业部门债务高；中央政府债务低、地方政府债务高等结构性问题。其中，企业部门债务高有三方面的因素需特别关注。一是中国的总储蓄率高。这意味着通过银行和买债等渠道的债务融资会高一些。从这个角度看，中国的企业债务相对高于其他一些国家并不奇怪。但如果过高，也会出问题。二是中国的股本市场出现较晚，还在发展过程中。间接融资和债权融资仍是资金融通的主要渠道，大量储蓄通过银行、债券市场转变为债务，所以债务占 GDP 的比重偏高并在继续增长。三是中国改革开放提供了很多投资机会，但中国人均财富少，没有过多的积累，因此民间靠借钱的办法寻求发展。未来随着中国国内财富特别是企业、个人财富慢慢积累，靠借债发展的做法会随之降低。但这需要时间和耐心，找到合适的道路逐步缓解。

我们解决债务问题的思路是不断推进改革，通过提供多元化的融资渠道，推动储蓄中的更大比例资金进行股本融资，减少企业对借贷的依赖。前不久通过的“十三五规划”提出大力发展资本市场，这是一个重要的解决办法。相信随着改革和发展的推进，中国的债务问题能得到改善。当然，在债务处理过程中，我们也会注意充分吸取国际经验。本次会议将完善债务处理国际经验作为主要讨论议题，非常期待各位来宾能畅所欲言，提供宝贵的经验和建议。

预祝本次研讨会圆满成功！

谢谢大家！

第一场分会

增强国际货币体系

加强国际货币体系

朱隽³

加强国际货币体系（IMS）是一个非常广泛的议题，涉及诸多重要领域，包括危机防范和调整、全球合作规则和制度、全球流动性供给（特别提款权可在其中发挥作用）和加强全球金融安全网（GFSN）等。我想着重谈两点——全球金融安全网和扩大特别提款权的使用。

全球金融安全网

全球金融安全网是今年 20 国集团会议议程上的一个重要问题。在市场波动加剧和各方面再次关注全球金融风险的背景下，如何加强全球金融安全网的讨论变得日益重要。基金组织最近发表的回顾国际货币体系和全球金融安全网充足性的文章为我们的讨论提供了有益的起点和重要参考。

全球金融安全网包括多个层面，基金组织是核心。近期的全球金融危机发生之后，基金组织为提高其合法性，可信性和有效性采取了一系列重要改革，包括实施 2010 年的份额和治理改革、整顿监督和政策工具，以及加强其贷款能力和工具箱。

面对当前的挑战，还有更多的工作要做。例如，需进一步改善基金组织的份额和治理结构，将更多的份额比例转向有活力的新兴市场和发展中国家，以便更好地反映这些国家在世界经济中的权重。鉴于其在全球金融安全网中的核心作用，基金组织可通过改善与全球金融安全网中其他机构的合作，在全球层面以协调一致的方式调动更多资源。

区域金融安排（RFAS）是安全网的重要组成部分，对基金组织起着支持和补充作用。为了提高全球金融安全网不同层面之间的

³ 朱隽现任中国人民银行国际司司长。

协调，应鼓励基金组织与区域金融安排合作。我想谈谈中国人民银行为加强清迈倡议多边化（CMIM）与基金组织合作所作的努力。

作为今年东盟+3 金融合作机制的联合主席国，中国人民银行正在积极推动清迈倡议多边化与基金组织之间的合作。在本月初的会议上，东盟+3 的财长和央行行长的副手们同意与基金组织进行一次联合测试。测试的假设情景为：由清迈倡议多边化成员国申请与基金组织贷款项目挂钩的清迈倡议多边化贷款，以测试在化解危机的情形下清迈倡议多边化与基金组织之间的协调机制。人民银行和基金组织正在就有关问题进行讨论。联合测试将在 2016 年下半年拉开序幕。

目前，清迈倡议多边化资源的 70% 与基金组织贷款挂钩，被称为“与基金组织贷款挂钩的部分”。只有在基金组织贷款已实施或即将确定的情况下，成员国才有资格获得“与基金组织贷款挂钩的部分”。到目前为止，清迈倡议多边化尚未启动与基金组织贷款挂钩部分贷款的测试，因此，协调机制效果如何尚不明朗。进行测试的目的是让清迈倡议多边化作好运行的准备、改善与基金组织的协调机制，以及进一步加强全球金融安全网。

即将进行的测试是为加强清迈倡议多边化与基金组织之间合作迈出的重要的第一步，将来还会进一步努力加强这种合作。

扩大特别提款权使用

下面我想谈谈扩大特别提款权的使用。特别提款权具有稳定性，可以在国际货币体系中发挥补充作用。我们需采取具体措施扩大特别提款权的使用，例如，同时发布以美元和特别提款权作为报告货币的金融和经济数据（包括外汇储备），以及发行以特别提款权计值的债券。

首先，由于特别提款权可能比篮子中的单个货币更加稳定，将其作为报告货币和计价单位将使财务报表和统计数据更加客观和更容易理解。

考虑到这些好处，本月初，在发布美元数据的同时，中国还发布了以特别提款权计值的外汇储备数据。我们很快将同时采用特别提款权和美元报告更多的经济和金融数据。

我们鼓励其他国家和机构研究采用特别提款权作为计值单位的好处。例如，基金组织可以考虑将特别提款权作为其出版物和数据库的报告单位，或在现行做法之外同时提供特别提款权计值的版本。这将有助于提高分析的准确性和客观性。

使用特别提款权作为报告货币还意味着将以特别提款权来衡量风险，因为特别提款权将用于会计和审计目的。因此，以特别提款权作为报告货币可能自动带来特别提款权的对冲需要。

其次，发展特别提款权计价的债券市场可能尚有空间。特别提款权计价的债券自动嵌入了多元化的货币组合和对主要储备货币的风险敞口。如果资产负债表以特别提款权报告或金融产品以特别提款权报价，对特别提款权计价的金融资产的需求将会增多。

我们可以为市场发展提供最初的动力，并鼓励和促进私人部门加入。人民银行正在考虑采取措施，在中国发行以特别提款权计价的债券，让投资者投资于多元化的储备货币资产。一些机构已经表示兴趣，我们正在与他们讨论投资条款，如建议期限、利率、如何计算息券、发行规模、潜在的投资者，是否将有一个活跃的二级市场等。

当然，我们都知道存在一些不便之处，如流动性较低、利差较大、结算成本较高，而且可能缺乏活跃的二级市场。但是，我们可以开发一些技术解决方案，减少这些不便。例如，可以通过在特别提款权和美元之间以及特别提款权与人民币之间的大型做市商提供更多的流动性。我们需勇于创新，并将眼光放得更长远。

第三，我们还可以研究更好地利用现有的特别提款权，增加其流动性。目前，大多数特别提款权作为储备资产被国家持有，不能用于干预或支付。基金组织可以研究提高特别提款权在官方部门内的流动性。

让特别提款权发挥更广泛的作用还有助于缓解储备货币发行国不必要的负担。储备货币的好处也许被夸大了，其成本可能被低估。广义上讲，任何发行储备货币的央行都需要在全球使用其货币的

环境下满足国内目标。这并非易事。尽管人民币在国际范围内的使用仍然相当有限，人民银行已经感受到这些不一致。在这方面，让特别提款权发挥更广泛的作用可能会有所助益。

总之，创建特别提款权是为了让国际货币体系更加稳定和更加灵活。今天，特别提款权仍然有重要意义。我们应支持正在进行的工作，扩大特别提款权的使用，包括同时采用美元和特别提款权来报告金融和经济数据，探索发行以特别提款权计值的债券。今天采取具体措施将使我们在未来取得实质性进展。

加强国际货币体系

阿尔弗雷德·卡默⁴

世界正在经历重大的经济和金融变化（**请参见相关演示文本，包括数据和图表**）。随着新兴市场和发展中国家（EMDCs）融入全球经济，世界变得更加多极化。金融市场变得日益复杂，相互关联性提高，非银行部门的重要性与日俱增。这些变化为全球经济增长带来重大机遇，但同时也给全球经济和金融稳定带来显著风险。这要求重启关于国际货币体系（IMS）有效性的对话。⁵ 在今天的发言中，我将介绍一些有关全球经济演变的关键典型事实，并指出国际货币体系存在的一些主要差距，最后介绍一些可能的改革领域。

迄今为止，现行国际货币体系的表现好于以往的体系，但是，危机以及危机之后的发展突出表明，国际货币体系须适应经济和金融发展。

全球经济如何不断演变？

我们看到的是一个更加多极化的全球经济：经济持续增长以及新兴市场和发展中国家快速实现贸易一体化。2000 年以来，新兴市场和发展中国家占全球 GDP 的比例上升了三分之二以上，2014 年达到 40%。尽管新兴市场和发展中国家贸易一体化迅速，但其金融一体化和深化的速度比发达经济体慢得多。虽然中国金融一体化的程度要低于其他新兴市场和发展中国家，但从金融市场的深度看，中国则是一个明显的例外。为什么我们要关心这个问题呢？如果新兴市场和发展中国家的金融一体化走在金融深化和监管改进之前，这可能会是造成金融动荡和资本流动波动的原因。

⁴ 阿尔弗雷德·卡默现任基金组织战略、政策和检查部副主任。

⁵ 更多详细分析，参见 <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/022216b.pdf>。

金融全球化导致全球资本流动急剧增加。1980年至2007年，资本流动增长了25倍以上，而同期全球贸易仅增长了8倍。

过去十年，新兴市场和发展中国家的跨境负债增加了两倍。此外，目前非银行起着越来越重要的中介作用。

金融周期似乎趋于同步，一些国家，如英国和澳大利亚的周期几十年来一直与美国高度相关，自危机以来，此格局扩大到其他大多数发达经济体。美国金融周期的长度和振幅明显提高，资本流动的周期性高潮和低谷似乎与金融周期同步变动，这反映了过去十年其振幅的变化。

此外，未来几年储备货币发行中央银行的货币政策相继正常化的前景、中国的再平衡及大宗商品超级周期结束都将进一步给国际货币体系带来挑战。

那么，差距在哪里呢？

让我们首先了解全球调整机制。首先，危机之后，全球经常账户失衡收窄。但是，这种缩小的原因是很多逆差国家压缩了需求，而不是逆差国家和顺差国家双双作出调整。此调整给全球经济增长造成不良后果。其次，调整的性质似乎导致了金融失衡累积。逆差国家的低速增长导致发达经济体央行采取扩张性货币政策，在全球范围内造成流动性溢出效应。结果，随着资产负债表错配加剧，存量失衡增加。

限制了国内的政策选择。在一个高度关联（有一种或两种主要储备货币）的全球金融体系中，储备货币发行国家的政策和金融动态会对其他国家产生显著的溢出效应。这些溢出效应限制了那些经济开放但金融市场欠发达国家的国内政策选择，尤其是那些采用固定汇率的经济体。重要的是，与不存在输入金融条件的环境相比，通过货币政策解决国内关注受到更多的限制，从而给宏观审慎管理带来更大的挑战。

监管漏洞。漏洞之一是对资本流动缺乏全球性监督。金融全球化导致全球资产负债表规模和结构的重新配置，增加了不稳定资本外流的风险。此外，危机表明，由于金融周期同步化，冲击会通过传染蔓延，金融失衡可能导致产生系统性风险。另一项空白是非银行机构。

尽管在金融监管改革议程方面已经取得实质性进展，但是在扩大全球审慎监管参数，以纳入迅速崛起的非银行机构方面进展较慢。

全球流动性挑战/有限的全球流动性机制。自全球金融危机以来，全球金融安全网（GFSN）显著扩大，此扩大带来一个有待检验的非集中化的安全网。内容包括增长最快的国际储备、区域金融协议（RFAS）、双边互换额度和基金组织。

为了评估全球金融安全网的充足性，我们从五个方面评估几组不同国家如何被全面覆盖：可预测性、速度、可靠性、成本和政策。⁶

我们发现，当前的全球金融安全网为发行储备货币的发达经济体提供了良好保护。这是因为这些国家可以全面依靠印刷储备货币，并可以从其他储备货币发行国获得双边互换额度。然而，新兴市场面临的是一个更加非集中化和不确定的安全网，这就留下相当大的资金缺口，从而导致这些国家过多地积累储备。大部分因素的成本很高。可以是高昂的财务成本，如储备和市场工具，或是因从基金组织借款造成的不良印象导致政治成本高昂，在一定程度上，区域性金融安排（RFAS）也是如此。许多全球金融安全网的资源不是充分可预测的，特别是互换额度和区域性金融安排。此外，由于大部分因素提供有时限的支持，冲击持续的整个期间缺乏可靠的覆盖。

总之，全球经济持续转型加剧了国际货币体系运行中的紧张，需予以解决，从而提高该体系的有效性。可能的改革涉及四个方面：危机预防和调整、全球合作、确保全球流动性充分供应的机制，以及建立一个更强有力的全球金融安全网。下面我将依次讨论：

在危机预防和调整的第一个改革领域可以做些什么？

支持新兴市场和发展中国家在全球经济中的金融一体化，帮助它们深化金融市场，为其实现金融一体化提供一个安全的环境。进一步深化的金融市场有助于提高国内需求，更多地依靠汇率进行外部调整，以及提高新兴市场和发展中国家应对资本流动波动性的能力。

⁶ 参见 <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/031016.pdf>。

各国之间需更公平地分担调整负担。提高全球总需求是各国的共同责任。在最近召开的春季会议上，各国同意采用“三管齐下”的方法，在国家层面和集体层面共同采取结构性、财政和货币政策，以提高实际和潜在增长。

需抑制过度杠杆。虽然巴塞尔协议 III 有助于加强银行资本和降低杠杆率，但仍需加强各国和全球层面的宏观审慎政策。此外，还需更深刻地理解宏观审慎政策的影响及与其他政策的互动。我们正在就这些问题与金融稳定委员会合作。鼓励更长期的股权融资也可以帮助限制过度杠杆。

资本流动激增推动许多国家出现信贷繁荣，因此有必要同时分析资本流动管理和宏观审慎政策。目前正根据关于资本流动的机构看法审查这方面的经验，这是广泛资本流动风险管理宏观框架的基石。

主权资产负债表需更加安全。允许与私营部门分担风险的金融工具，例如，与 GDP 挂钩的债券可以防范衰退并减少违约可能性。

第二个改革领域，即全球合作规则和制度如何呢？随着各国日益一体化，溢出效应的可能性加大，有效合作对于金融体系的重要性日益提高。基金组织需在促进成员国合作中发挥核心作用，特别是通过加强其对溢出效应和资本流动管理的分析来实现。

在第三个改革领域，即提供充分全球流动性的机制方面，请允许我重点谈谈特别提款权可能发挥的作用。

官方特别提款权：有人可能会说，对储备资产的需求不断增加，需通过财政赤字创造“安全的”储备资产，购买储备资产的投资流入往往与发行国的经常账户逆差有关。这就造成国际货币体系的紧张，该体系基于作为储备资产的少数几种货币。官方特别提款权被视为一种补充储备资产的来源，以满足对储备资产的需求，同时又不发生积累储备的成本。总之，特别提款权可能有助于降低国家的自保倾向，而且通过增加有效的流动性缓冲，可以改变资本流动的格局。然而，要达到此效果，需增加特别提款权供给和需求，同时提高其流动性。

私人特别提款权：私人特别提款权可服务于不同目的。私人特别提款权是指以特别提款权计值的任何债权，可以是私人部门发行的，

也可以是官方部门发行的。特别提款权资产可以创建现有储备资产的替代品。

在第四个改革领域，可以通过改革基金组织来加强全球金融安全网：我们正在考察贷款工具箱。贷前资格审查有助于确保可以随着获得资金，并减少与获得基金组织贷款相关的不良印象。例如，能够提供快速、可预测和可靠流动性的工具有助于保护无辜的旁观者不受流动性冲击的打击，从而限制可能的蔓延。

基金组织还可以加强与全球金融安全网不同方面的合作，这将有助于使国际货币体系更加可预测和更加可靠、提高速度、降低成本，并有利于促进形成良好的政策。而且还可以提供一个可供系统其他层面使用的政策信号工具。

最后，全球经济持续转型需要一个更强有力的国际货币体系，加强国际货币体系是各国的共同责任，各方面需共同努力。

人民币对于全球货币体系改革的作用

李稻葵⁷

从2007年全球金融危机爆发至今已有近10年，后危机时代，主要经济体的货币政策呈分化趋势（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。随着美国国内经济的逐步复苏，美元在经历了长期的量化宽松之后，已经步入了加息通道；欧元区和日本却深陷通缩泥潭，宽松的货币政策或将持续。主要新兴市场国家在全球金融危机后一枝独秀，成为世界经济复苏的稳定器，然而在近几年来，随着石油和大宗产品价格的走低，一些能源、资源依赖型国家的财政状况和经济增长却陷入萎靡。在当前全球金融体系中，美国货币政策的收紧、利率的提升将促使新兴市场国家的部分资本回流，引发局部的金融震荡。我们认为当前国际货币体系存在的主要问题是在美元独大的货币体系中的美元短缺，而解决当前困境的一个重要途径则是人民币的国际化。

当前国际货币体系存在的问题

尽管主要发达经济体在金融危机之后均先后采取了量化宽松的货币政策，但是全球的流动性仍是不足的。美元、日元、欧元区的M2占金融资产（包括股票和债券）的比重在2007年之后均呈走低态势，其中美元的货币存量虽然在2008年至2012年的几轮量化宽松政策之后稍有反弹，但在此后却一直低迷。为了更全面地衡量主要发达国家货币的总供给，我们取美元、日元和欧元区的M2总和，并计算了总货币发行量占全球GDP的比重，发现该指标在2008年金融危机之后一路下行，已从2009年的47.96%下降至2014年的39.39%。由此可见，金融危机后国际货币体系中存在的问题并不是国际货币超发，而是货币短缺。

⁷ 李稻葵现任清华大学教授。

除此之外，全球货币体系对主要国际货币，特别是美元，是过度依赖的。根据李稻葵等（2016）对货币资产跨境持有的研究，反映美元国际化程度的全球非美国投资者对美元资产的持有在危机之后不降反升，2013年美元跨境持有量占全球总跨境外币持有的比重已达到约35%，此外，在SWIFT系统中美元用作国际支付的比重升值高达44%。与此形成对比的是，美国GDP的全球占比却不断下滑，2013年仅为22%。美元国际化程度与美国经济规模之间的不匹配也反映了全球货币体系对美元是存在过度依赖的。

根据李稻葵等（2009）的研究，美国货币政策的收紧的确会提升新兴市场国家金融风险并触发金融危机。事实上，自2014年以来，主要新兴市场国家货币，包括俄罗斯、巴西、南非等，都面临不同程度的货币贬值和国内通货膨胀，大宗产品价格也陷入低迷。

缓解国际货币体系困境的方案

美元独大的国际货币体系以及流动性的短缺无疑会触发系统性风险，给全球经济带来损失，那么该如何化解风险，解决当前的货币体系困境呢？我们提出了三点可能的方案。

一、更加宽松的美国货币政策

在不改变既有货币体系的情况下，增加美国的货币发行是缓解区域性金融危机最直接的手段，然而这种政策的实施有一个重要的前提，那就是美联储成为全球的央行，而不仅仅是美国的货币发行机构。事实上，金融危机以来，美国的货币政策一直以美国国内的宏观经济数据为导向，即便在政策指定时考虑到其他国家的金融抗压性和风险承受能力，也是通过他国的财政、金融状况，间接地考虑政策的实行对美国自身经济状况的影响。美联储主席耶伦最近在公开场合提过：“当前的宏观经济走势下，美国经济展望相对乐观，不存在大量的潜在风险……只有国内经济的放缓才会对美国的货币政策造成影响”。

因此，国际流动性的紧缺不能仅仅依赖美国增加货币发行，特别是在全球经济增长失衡，发达国家与发展中国家面临不同的外部冲击

的情况下。想要解决当前困境，必须从改革当前美元独大的国际货币体系入手。

二、更有作为的 IMF 和更加充足的 SDR 的发行

SDR作为超主权货币，无疑是化解美元作为主权货币两难困境的最优选择。在新兴市场国家出现国际流动性紧缺时，IMF对危机国家进行应急贷款可以起到化解风险，防范危机蔓延的效果，然而不得不关注两个问题。

一方面，一国向 IMF 申请贷款在某种程度上起到一种信号作用，标志着这个国家的金融市场出现危机。此外，由于贷款附加了很多主权国家较难接受的条款，大多数国家在申请贷款时相对谨慎，甚至即便出现危机也不愿向 IMF 贷款。

另一方面，全球 SDR 发行规模经历了多次扩充，也仅达到当前的 2041 亿美元，与总计 11 万亿美元的全球外汇储备相比只能是杯水车薪。因此，SDR 存款作为外汇储备补充的功能也得不到充分体现。SDR 虽然是解决货币体系困境的很好的手段，但是由于使用量低、发行量不足，还远未达到国际储备货币的水平。

三、更加稳定且国际化的人民币

随着中国国际地位的提升，人民币的国际化是大势所趋。人民币不仅在区域内，而且在全球范围内正扮演着更为重要的角色，具体说来，人民币正通过三种渠道影响着全球货币体系。

一是越来越多的货币正逐渐取消对美元的锚定，而是选择钉住人民币。在 8-11 汇改之后，人民币兑美元出现一次性大幅贬值，而泰铢、马来西亚林吉特等东南亚货币也在同时期内跟随人民币步入贬值窗口。由于中国与这些新兴市场国家的贸易往来密切，因此新兴市场货币兑人民币汇率稳定对于平衡贸易比价，稳定经常账户收支更为重要。我们认为，人民币保持汇率的稳定，包括兑美元以及兑一篮子货币，对于稳定区域金融市场，增强新兴市场国家的信心尤为重要。

二是通过更多的大宗商品进口，中国在向国外输出人民币的同时，提升了大宗商品价格，从而从侧面稳定新兴市场国家经济。2016

年一季度，中国的投资增速有所回升，工业生产出现反弹，经济出现了一定的回暖迹象，这很快就在国际大宗商品价格上有所反映。钢铁价格指数从 2015 年底至 2016 年 4 月初上升了 35%，铜价期货价格也提高了近 10%。庞大的国际大宗商品进出口使得中国不再是大宗商品价格的接受者，而是渐渐地承担了部分价格制定者的职能。因此，中国对于稳定国际主要贸易品价格、防范新兴市场国家金融风险至关重要。

三是中国正通过更多的海外直接投资，向全球输出人民币，从而起到增加全球流动性的作用。最近 15 年以来，来华的外国直接投资增速有放缓的趋势，而中国的对外直接投资占全球的比重却有显著提升，这说明中国正在资本领域逐渐增加全球影响力。直接投资资本的流出有助于提高中国外汇资本的盈利性，同时也增加了投资标的国，如非洲、拉美等国的国际货币存量，成为新兴市场国家外汇储备的补充。

根据李稻葵等（2016）的测算，目前外国人持有的人民币资产已达 3.2 万亿美元，虽然近年来增速显著，但占全球跨境资本持有总量的比重仅为约 3.2%，远低于美国的 35%。我们认为，在未来的 10-20 年内，人民币在全球货币体系中的地位将不断地提高，人民币将成为全球流动性的一种重要补充，在解决当前国际货币体系困境中扮演重要的角色。

增强国际货币体系

谢商真⁸

资本流动与脆弱性

- 2008 年标志着一个漫长的金融超级周期的结束，为国际资本流动（特别是发达经济体之间的资本流动）大幅扩张划上了一个休止符。
 - 银行体系去杠杆化
 - 证券化浪潮的消退
 - 跨境银行业流动的紧缩
 - 主权债务的合并
 - 发达经济体陷入漫长的深度衰退；新兴市场经济体的表现相对较好

资本流动与脆弱性

- 我们是否正处于发达经济体央行资产负债表扩张所引发的另一轮资本流动扩张的终点？这一次，向新兴市场经济体的流动扮演了主要角色。
- 值得警惕的理由：
 - 之前美国货币政策的转变产生了国际溢出效应
 - 主要新兴市场经济体存在内部和外部的失衡以及金融脆弱性
 - 当前增长下滑伴随着新兴市场前所未有的信贷扩张，特别是在亚洲新兴经济体

⁸ 谢商真现任新加坡金融管理局助理行长和市场与投资司司长。

- 不必过度担忧的理由：
 - 与之前的周期相比，此番货币政策的转变显著放缓，且幅度也较低
 - 政策框架、宏观状况、银行体系以及储备头寸总体更加强劲
 - 汇率灵活性是调整的一个重要特征
 - 过去六年间流入亚洲新兴经济体的资本由证券投资流量构成，而非跨境银行流动
 - 流入本币债务的证券投资较为强劲。初步迹象表明这些流动保持稳定。相对于累计流入量，不定期的流出量较小。
- 净影响？虽然各国情况有所不同，但不太可能发生全面的新兴市场危机。

建立更稳定的国际货币体系的前景

- 过去几十年，流向新兴市场经济体的资本一直取决于发达经济体的金融周期以及美国的货币政策周期。
- 如能分散此等集中的风险暴露，则可稳定国际货币体系。
- 中国资本账户的逐步放开，人民币的国际化以及由此带来的资本流动从更长的期间看具有这种分散效应。
- 中国与这一金融周期保持较低的相关性是关键。
- 中国在亚洲可能具有最大的分散影响，这类似于欧元区的政策对中东欧国家产生更大影响。
- 冲击和稳定性可能传导。
- 中国保持成功和稳定，并有序放开资本账户，符合全球的共同利益。

中国对金融市场日益增长的影响力

- 中国与全球经济的经贸一体化进程远远领先于金融一体化进程。
- 然而，尽管金融一体化的水平相对较低，中国仍表现出对于亚洲新兴市场的重大影响力。
- 国际清算银行和基金组织对于中国股票市场对于亚洲新兴股票市场的影响有完备的记录。
- 随着人民币灵活性逐步增强，其对于东南亚货币的影响在过去几年间有所增加。
 - 最近，新加坡金管局开展的一项分析表明，2015年8月以来，人民币的影响有了进一步的提高。与欧元或日元相比，人民币具有更为显著的影响。当然，美元仍占据主导地位。
- 随着中国金融一体化进程的发展，中国对于国际资本流动、货币以及资产市场的影响也会提高。
- 有可能出现极大的从国内和国际证券投资向私人持有资产再分配的总流量以及负债端的证券投资流量。
 - 中国的国际投资总资产中大多为官方外汇储备。
 - 国际投资总负债中大多为外国直接投资。

特别提款权（SDR）证券

SDR 工具可带来潜在的好处——分散轻松、成本较低、波动较弱、资产组合稳定性较高等；特别适合不太活跃、投资期限较长的投资者。

- 要提高 SDR 工具的接受度，根本的挑战是投资者能够直接获得基础货币的资产，能够就资产组合的货币构成形成自己的观点。
- 其他挑战包括流动性限制，相比于基础货币工具，市场基础设施不够发达。

- 要提高 SDR 工具的接受度和使用度，可能需要 SDR 具有优于基础资产的属性，如稳健的做市、更低的买卖差价、持续和透明的定价、可用的对冲工具，以及最后贷款人。

第二场分会

完善债务处理和去杠杆的国际经验

第一部分

信贷繁荣和去杠杆的国际经验

金融不稳定的前因及后果

莫里茨·舒拉里克⁹

金融危机属于小概率事件（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。若想了解危机背后的经验规律性，我们需要回顾以往的大量观测结果。过去若干年内，对金融不稳定前因后果的长期定量研究成为了新的重点，在以下方面带来了新的重要发现：私人信贷增长与银行危机之间的联系（Schularick 及 Taylor，2012 年）；金融危机的产出效应以及债务积压对复苏轨迹的影响（Jordà、Schularick 及 Taylor，2013 年）；以及资产价格的重要放大功能（Jordà、Schularick 及 Taylor，2015 年）。

本文将总结近期研究的主要成果，着重分析长期跨国研究的三大发现：第一，金融危机实质为信贷繁荣崩盘，即相对国家特定趋势的信贷加速增长是最有力的金融危机预警信号。第二，金融危机具有显著的实际影响，债务积压及资产负债表修复会在较长时间内延缓复苏。最后，在上升及下降趋势中，资产价格泡沫及其破灭会放大这些现象。

信贷繁荣崩盘

金融危机是由于信贷繁荣出现了问题，这个观点是 Hyman Minsky 及 Charles Kindleberger 经常被引用的著作的核心。但直到最近，有力的统计论据依然不足。以往证据表明，新兴市场发生系统性金融危机之前总会出现信贷快速扩张，但近期研究表明，发达经济体也受到相同问题困扰。

Schularick 及 Taylor（2012 年）的一篇论文在两方面为此类文献做出了贡献。首先，该论文收集了 1870–2012 年 14 个发达经济体

⁹ 莫里茨·舒拉里克现任德国波恩大学教授。

的长期数据，而大部分近期文献专注于发展中国家较短时间序列的经验。该论文的核心思想在于确定是否存在信贷增长引发金融不稳定的系统性证据。为回答该问题，Schularick 及 Taylor 采用基本预测框架提出了设想：一国的近期信贷增长情况是否有助于预测金融危机，对于不同设定、样本和控制变量，此种预测是否同样有效？他们根据滞后信息的函数正式设定了一个特定国家、特定年份的金融危机事件概率模型。

他们的核心成果是，信贷增长（以实际信贷增长或信贷占 GDP 比率变化来衡量）是金融危机的最佳预警指标。在那之后，这一结论以多种方式得到引述和发展。实际贷款增长每变化一个标准差，就会导致危机概率上升 2.5%左右。鉴于危机的采样频率低于 4%，这些结果表明危机对经验观察的贷款增长加速高度敏感。作者还展示了模型的预测能力，以用于评估二分类能力的标准工具——受试者工作特征 (ROC) 曲线来衡量。

信贷报复

引起高度重视的另一问题涉及金融危机的产出效应：金融危机之后的衰退是否存在差异？通过先进经济计量方法，Jordà、Schularick 及 Taylor（2013 年）提出，金融危机后的人均实际 GDP 衰退路径在 5 年后比正常衰退路径低 5%左右，这种差别在标准置信水平上非常显著。

此外，Jordà、Schularick 及 Taylor（2013 年）还进一步说明，无论是正常衰退还是金融衰退，都会因信贷大量积压而加重。他们构建了繁荣期间的“超额信贷”积压指标，并将该指标与衰退及复苏期间的产出下降相关联。他们认为，在发达经济体逾一个世纪的现代经济历史中，扩张期间的信贷累积与之后衰退的严重程度之间存在密切关系。

但所观察到的信贷对结果的影响是否可以代表遗漏的经济信息？通过局部投影方法，Jordà、Schularick 及 Taylor（2013 年）追踪了衰退开始后 5 年内超额信贷对七个关键宏观经济变量路径的影响。

这种范围更广的动态指标表明，超额信贷影响其他宏观经济变量对复苏路径的响应。研究发现，诸如投资、借贷、利率及经常账户等结果的大规模系统性差异取决于前一周期的信贷强度。虽然这些影响在伴随金融危机的衰退中似乎更加强烈，但在普通衰退中也非常明显。

资产价格放大

最近，资产价格泡沫的作用受到了更多的质疑。在全球金融危机之后，许多政策制定者接受了存在两种泡沫的观点。第一种是纯粹的无杠杆“非理性繁荣”泡沫，可能对金融稳定及宏观经济前景造成有限威胁。但还存在“信贷繁荣泡沫”，其特征是由信贷增长大幅推升的资产价格的潜在危险组合。正是这两种泡沫的相互作用播下了严重经济困境的种子。在该类泡沫中，可以观察到信贷增长、资产价格与不断上升的杠杆之间的积极反馈。一旦这种信贷繁荣泡沫破灭，去杠杆压力可能会长期困扰经济。

Jordà、Schularick 及 Taylor（2015 年）从经验角度对这些问题进行了研究，并发现有证据表明资产价格泡沫与信贷繁荣结合的危害性极大。当资产价格泡沫与信贷繁荣同时发生时，发生金融危机的风险会大幅上升，且随之而来的衰退要严重得多。信贷引起的泡沫所产生的后果会对宏观经济前景带来巨大危害。事实证明，杠杆住房泡沫在所有组合中危害性最大。这些结果与早前有关金融不稳定原因的著作有了更多细微差别。影响金融稳定风险及金融危机经济成本的不仅仅是信贷增长，还有信贷与资产价格之间的相互作用。

参考文献

Jordà, Òscar, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2013. “When Credit Bites Back.” *Journal of Money, Credit and Banking* 45 (s2): 3–28.

———. 2015. “Leveraged Bubbles.” *Journal of Monetary Economics* 76: S1–S20.

Schularick, Moritz, and Alan M. Taylor. 2012. "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008." *American Economic Review* 102 (2): 1029–61.

如何应对信贷高涨

乔瓦尼·阿里恰¹⁰

信贷高涨可以支持投资和消费，并且有助于长期金融深化（Levine，2005 年）（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。但是，信贷高涨往往最终导致成本高昂的资产负债表错位，以及难以接受的毁灭性金融危机，其造成的成本可能超出高涨带来的好处。事实上，从历史来看，信贷高涨与金融危机有关（Reinhart 和 Rogoff，2009 年）。虽然只有约三分之一的信贷高涨最终以危机结束，但是有些危机后果非常严重，人们因此得出这样一种看法，即信贷高涨的最好结果是危险，最坏结果是导致灾难（Gourinchas、Valdes 和 Landerretche，2001 年；Borio 和 Lowe，2002 年；Enoch 和 Ötker-Robe，2007 年）。

尽管存在这些危险，直到 2008-2009 年全球金融危机爆发之前，政策辩论很少关注信贷高涨，尤其是在发达经济体。¹¹ 对此问题缺乏关注可能反映了两个问题。首先，随着通货膨胀目标制的普及，货币政策越来越注重利率，在很大程度上无视货币总量。¹² 而监管政策只关注个别机构，没有能力应对信贷总量动态的变化。¹³ 第二，关于资产价格泡沫，长期以来的观点是，最好的办法是在泡沫破裂之

¹⁰ 乔瓦尼·阿里恰现任基金组织研究部副主任。

¹¹ 然而，在一些新兴市场国家，信贷高涨是政策讨论的一个重要组成部分，而且在危机爆发之前就可能的风险发出警告。例如，参见 Backé、Égert 和 Zumer (2005 年)；Boissay、Calvo-Gonzales 和 Kozluk (2006 年)；Cottarelli、Dell’Ariccia 和 Vladkova-Hollar (2003 年)；Duenwald、Gueorguiev 和 Schaechter (2005 年)；Hilbers 及他人(2005 年)；和 Terrones (2004 年)。

¹² 当然，也有例外，如欧洲央行的“双支柱”政策，以及印度和波兰央行采取的更加侧重于信贷回应的方式。

¹³ 同样，也有例外，如西班牙银行的动态准备金制度，香港金融管理局的贷款资格要求，以及克罗地亚国家银行的“多管齐下”方法。

后收拾残局，而不是防止高涨，因为很难将健康的高涨与不健康的高涨区分开来。不管怎样，政策可以较好地控制泡沫破裂的影响。

许多受打击最重的国家在危机之前曾发生信贷高涨，因此，此观点被质疑。之后，各方面要求运用更有效的工具来监视和控制信贷变化（例如，参见 FSA，2009 年）。监管框架已经开始做出回应。例如，巴塞尔协议 III 引入资本缓冲范围，“当有迹象表明信贷上涨到过高水平时”，可以对此范围作出调整（巴塞尔银行监管委员会，2010 年）。

然而，尽管大家一致认为信贷高涨非常危险，不能置之不顾，但是，各方面并没有就应采取哪些适当的政策应对措施达成一致。首先的问题是是否以及何时进行干预。毕竟，并不是所有的信贷高涨都以危机告终，而且控制信贷的宏观成本可能是巨大的。其次，如果认为干预是必要的，接下来的问题是干预应采取何种形式。这是否自然是货币政策的一项工作，或者还有其他更好的选择呢？本文稿（基于最近发表的论文[Dell’ Ariccia 及他人，2016 年]）考察了过去发生的信贷高涨，目的是评估宏观经济和宏观审慎政策在减少危机风险，或至少限制其所造成后果方面的有效性。

一开始就应该承认，干预性政策不可避免地意味着需要一些取舍。没有哪项政策工具是根治信贷高涨所产生疾病的灵丹妙药，任何形式的干预都会带来成本和扭曲，具体程度取决于个别国家的具体特点和体制。考虑到这些情况，本文得出以下分析结果：

首先，信贷高涨的触发因素往往包括：金融改革、与资本账户放开相关的资本流入激增以及强劲的经济增长周期。在固定汇率制度、银行监管薄弱和宏观经济政策宽松的情况下，信贷高涨往往更加频繁地出现。

其次，并非所有的高涨都是不好的。约三分之一的信贷高涨最终以金融危机结束。其他高涨虽未导致泡沫破裂，但之后的经济增长长期低于趋势水平。然而，许多高涨会带来永久的金融深化，且有益于长期经济增长。

第三，现实中很难区分哪些是“坏的”和“好的”高涨。但还是存在一些有用的迹象。恶性高涨通常规模更大，持续时间更长（持续六年以上的信贷高涨中有一半最后以危机告终）。

第四，货币政策原则上是遏制信贷高涨的自然杠杆。然而，在实践中，资本流动（以及对汇率波动的相关关注）和货币替代限制了货币政策在小型开放经济体的有效性。另外，由于高涨可以在低通货的环境下发生，因此可能出现与货币政策主要目标冲突的情况。

第五，因存在时滞，财政政策没有及时制止信贷高涨的能力。但是，如果或当危机发生时，高涨时期进行的财政整顿有助于创造财政空间，为金融部门提供支持并刺激经济。

最后，宏观审慎工具有时被证明在控制高涨方面是有效的，由于这些工具有助于建立缓冲，因此，在限制危机后果方面尤其有效。由于这些工具更有针对性，因此限制了成本，但是，如果这类工具使用不当，其造成的相关扭曲可能会比较严重。此外，规避一直是一个主要问题。因此，精心设计，与其他政策协调（包括跨境协调），同时密切监管以确保这些工具行之有效至关重要。

上述讨论表明，须对控制信贷高涨采取最佳对策。我们的看法是，当信贷高涨与经济总体过热同时发生时，应首先考虑货币政策。如果高涨持续，并有可能造成严重后果，或者其发生时不存在经济过热，那么，宏观审慎政策应发挥作用。更好的做法是共同协调采用宏观审慎政策和宏观经济政策，尤其是在宏观经济政策已经被用于解决经济过热的情况下更应如此。

问题是宏观审慎政策的最佳组合和方式如何呢，且还应考虑一国的政治经济情况以及该国的监管安排类型。政治经济方面的考虑要求在制定宏观审慎政策时采取更加以规则为基础的方法，以避免危机期间来自利益集团要求放松监管的压力。但是，这些方面的考虑还应根据各国的实际问题和以规则为基础方法的意外效应进行权衡，例如，根据高标准的数据要求和积极盈利管理中的风险规避等对规则进行校正。在设计宏观审慎框架时还应考虑监管机构执行这些规则的能力，以避免意外和潜在危险的副作用。

最后，不同当局和跨国之间的政策协调会提高货币紧缩和宏观审慎政策的有效性。各国监管机构之间进行合作，不断分享信息，特别是关于跨境活跃机构的活动的信息至关重要。同样重要的是，对不同类型金融机构进行监督的机构在法规和行动方面需要协调。各国决策者是否以及如何考虑其行动对其他国家金融和宏观经济稳定造成的影响是一个至关重要的问题，这就要求在制定宏观审慎政策框架以及执行宏观经济政策方面进行更多的地区和全球合作。

参考书目和相关文献

Abiad, Abdul, Giovanni Dell’Ariccia, and Bin (Grace) Li. 2011. “Creditless Recoveries.” IMF Working Paper No. 11/58, International Monetary Fund, Washington.

Abiad, Abdul, Enrica Detragiache, and Thierry Tresselt. 2008. “A New Database of Financial Reforms.” IMF Working Paper No. 08/266, International Monetary Fund, Washington.

Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin. 2009. “Money, Liquidity, and Monetary Policy.” *American Economic Review* 99 (2): 600–5.

Backé, Peter, Balázs Égert, and Tina Zumer. 2005. “Credit Growth in Central and Eastern Europe: Emerging from Financial Repression to New (Over)Shooting Stars?” Unpublished, Austrian National Bank.

Barajas, Adolfo, Giovanni Dell’Ariccia, and Andrei Levchenko. 2008. “Credit Booms: The Good, the Bad, and the Ugly.” Unpublished, International Monetary Fund, Washington.

Basel Committee on Banking Supervision. 2010. “Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems.” Bank for International Settlements, Basel.
<http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm>.

Berger, Helge, Jakob de Haan, and Jan-Egbert Sturm. 2006. “Does Money Matter in the ECB Strategy? New Evidence Based on ECB Communication,” CESIFO Working Paper No. 1652 Center for Economic Studies, Munich.

Berger, Allen N., and Gregory F. Udell. 2004. "The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behavior." *Journal of Financial Intermediation* 13: 458–95.

Bernanke, Ben, and Mark Gertler. 1989. "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations." *American Economic Review* 79 (1): 14–31.

———. 1995. "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." *Journal of Economic Perspectives* 9 (4): 27–48.

Bank for International Settlements (BIS). 2011. "Macroprudential Policy Tools and Frameworks." Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. www.bis.org/publ/othp13.pdf.

Boissay, Frédéric, Oscar Calvo-Gonzales, and Tomasz Kozluk. 2006. "Is Lending in Central and Eastern Europe Developing Too Fast?" In *Financial Development, Integration and Stability*, edited by Klaus Liebscher, Josef Christl, Peter Mooslechner, and Doris Ritzberger-Grünwald. Cheltenham, U.K.: Edward Elgar Publishing.

Borio, Claudio. 2003. "Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?" *CESifo Economic Studies* 49 (2): 181–216.

———. 2009. "The Macroprudential Approach to Regulation and Supervision." *VoxEU.org*, April 14.

<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3445>.

———, and Philippe Lowe. 2002. "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus." BIS Working Paper No. 114, Bank for International Settlements, Basel.

Borio, Claudio, Robert McCauley, and Patrick McGuire. 2011. "Global Credit and Domestic Credit Booms." *BIS Quarterly Review* September: 43–57.

Borio, Claudio, and Ilhyock Shim. 2007. "What Can (Macro-) Prudential Policy Do to Support Monetary Policy?" BIS Working Paper No. 242, Bank for International Settlements, Basel.

Borio, Claudio, and Haibin Zhu. 2008. "Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?" BIS Working Paper No. 268, Bank for International Settlements, Basel.

Brzoza-Brzezina, Michał, Tomasz Chmielewski, and Joanna Niedźwiedzińska. 2010. "Substitution between Domestic and Foreign Currency Loans in Central Europe: Do Central Banks Matter?" European Central Bank Working Paper No. 1187, European Central Bank, Frankfurt.

Caprio, Gerard, Daniela Klingebiel, Luc Laeven, and Guillermo Noguera. 2005. "Appendix: Banking Crisis Database." In *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, edited by Patrick Honohan and Luc Laeven. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.

Claessens, Stijn, Giovanni Dell'Ariccia, Deniz Igan, and Luc Laeven. 2010. "Cross-Country Experiences and Policy Implications from the Global Financial Crisis." *Economic Policy* 25 (62): 267–93.

Claessens, Stijn, Michael Keen, and Ceyla Pazarbasioglu. 2010. "Financial Sector Taxation." IMF report with background material presented to the G-20, International Monetary Fund, Washington.

Claessens, Stijn, Ayhan Kose, and Marco E. Terrones. 2012. "How Do Business and Financial Cycles Interact?" *Journal of International Economics* 87 (May): 178–90.

Cottarelli, Carlo, Giovanni Dell'Ariccia, and Ivanna Vladkova-Hollar. 2003. "Early Birds, Late Risers, and Sleeping Beauties: Bank Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and the Balkans." IMF Working Paper No. 03/213, International Monetary Fund, Washington.

Crowe, Christopher W., Deniz Igan, Giovanni Dell'Ariccia, and Pau Rabanal. 2011. "How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences." IMF Working Paper No. 11/91, International Monetary Fund, Washington.

Decressin, Jörg, and Marco Terrones. 2011. "Credit Boom-Bust Cycles: Their Triggers and Policy Implications." Box 1.2 in *World Economic Outlook*, September. Washington: International Monetary Fund.

Dell’Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, and Luc Laeven. 2012. “Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market.” *Journal of Money, Credit, and Banking* 44 (2–3): 367–84.

Dell’Ariccia, G., D. Igan, L. Laeven, and H. Tong. 2016. “Credit Booms and Macroeconomic Stability.” *Economic Policy* 31 (86): 299–355.

Dell’Ariccia, Giovanni, and Robert Marquez. 2006. “Lending Booms and Lending Standards.” *Journal of Finance* 61 (5): 2511–546.

De Nicolò, Gianni, Giovanni Dell’Ariccia, Luc Laeven, and Fabian Valencia. 2010. “Monetary Policy and Bank Risk-Taking.” Staff Position Note, 2010/09 International Monetary Fund, Washington.

De Nicolò, Gianni, Giovanni Favara, and Lev Ratnovski. Forthcoming. “Externalities and Macroprudential Policy.” Staff Position Note, International Monetary Fund, Washington..

Drehmann, Mathias, Claudio Borio, and Kostas Tsatsaronis. 2011. “Anchoring Countercyclical Capital Buffers: The Role of Credit Aggregates.” BIS Working Paper No. 355, Bank for International Settlements, Basel.

Duenwald, Christoph, Nikolay Gueorguiev, and Andrea Schaechter. 2005. “Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies.” IMF Working Paper No. 5/128, International Monetary Fund, Washington..

European Central Bank (ECB). 1999. “The Stability-Oriented Monetary Policy Strategy of the Eurosystem.” ECB Monthly Bulletin January: 39–50.

Eichengreen, Barry, and Kris Mitchener. 2003. “The Great Depression as a Credit Boom Gone Wrong.” BIS Working Paper No. 137, Bank for International Settlements, Basel.

Enoch, Charles, and Inci Ötker-Robe. 2007. *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?* New York, NY: Palgrave Macmillan.

Favara, Giovanni. 2003. “An Empirical Reassessment of the Relationship Between Finance and Growth.” IMF Working Paper No. 03/123, International Monetary Fund, Washington.

Financial Services Authority (FSA). 2009. “The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis.” March, Financial Services Authority, London.

www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf.

Gilchrist, Simon, and Egon Zakrajsek. 2008. “Linkages between the Financial and Real Sectors: An Overview.” Paper prepared for the Academic Consultants Meeting, Federal Reserve Board, October 3.

Gourinchas, Pierre-Olivier, Rodrigo Valdes, and Oscar Landerretche. 2001. “Lending Booms: Latin America and the World.” *Economia* 1 (2): 47–99.

Hilbers, Paul, Inci Ötoker-Robe, Ceyla Pazarbasioglu, and Gudrun Johnsen. 2005. “Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies.” IMF Working Paper No. 05/151, International Monetary Fund, Washington.

Igan, Deniz, Alain Kabundi, Francisco Nadal De Simone, Marcelo Pinheiro, and Natalia Tamirisa. 2011. “Housing, Credit, and Real Activity Cycles: Characteristics and Comovement.” *Journal of Housing Economics* 20 (3): 210–31.

Igan, Deniz, and Heedon Kang. 2011. “Do Loan-to-Value and Debt-to-Income Limits Work? Evidence from Korea.” IMF Working Paper No. 11/297, International Monetary Fund, Washington.

Igan, Deniz, and Marcelo Pinheiro. 2011. “Credit Growth and Bank Soundness: Fast and Furious?” IMF Working Paper No. 11/278, International Monetary Fund, Washington.

International Monetary Fund (IMF). 2010. “Building Confidence.” In *Europe Regional Economic Outlook*, October. Washington: International Monetary Fund.

www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2010/eur/eng/ereo1010.pdf.

———. 2011a. “Macroprudential Policy: An Organizing Framework.” International Monetary Fund, Washington.

www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf.

———. 2011b. “Macroprudential Policy: An Organizing Framework - Background Paper.” International Monetary Fund, Washington. www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411a.pdf.

Jeanne, Olivier. 2008. “Dealing with Credit Booms and Busts: The Case for Prudential Taxation.” Remarks at “Building an International Monetary and Financial System for the 21st Century: Agenda for Reform,” conference organized by the Reinventing Bretton Woods Committee, New York, November 24–25.

———, and Anton Korinek. 2010. “Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Approach.” NBER Working Paper No. 16377, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.

Jiménez, Gabriel, Steven Ongena, José-Luis Peydró, and Jesús Saurina. 2011. “Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments.” Working Paper, Bank of Spain [Banco de España], Madrid.

Jordà, Òscar, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor. 2011. “Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons.” *IMF Economic Review* 59 (June): 340–78.

Kane, Edward J. 1977. “Good Intentions and Unintended Evil: The Case against Selective Credit Allocation.” *Journal of Money, Credit, and Banking* 9 (1): 55–69.

Keen, Michael, and Ruud de Mooij. 2012. “Debt, Taxes, and Banks.” IMF Working Paper No. 12/48, International Monetary Fund, Washington.

King, Robert G., and Ross Levine. 1993. “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right.” *Quarterly Journal of Economics* 108 (3): 717–37.

Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore. 1997. “Credit Cycles.” *Journal of Political Economy* 105 (2): 211–48.

Kongsamut, Piyabha, and Jérôme Vandenbussche. Forthcoming. “The Eastern European Experience with Macroprudential Policies: Evidence from Bulgaria, Croatia, Romania and Serbia during the Latest Credit

Boom-Bust Cycle.” IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington.

Kraft, Evan, and Tomislav Galac. 2011. “Macroprudential Regulation of Credit Booms and Busts: the Case of Croatia.” Policy Research Working Paper No. 5772, World Bank, Washington.

Kruszka, Michal, and Michal Kowalczyk. 2011. “Macro-Prudential Regulation of Credit Booms and Busts: The Case of Poland.” Policy Research Working Paper No. 5832, World Bank, Washington.

Laeven, Luc, and Fabian Valencia. 2010. “Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly.” IMF Working Paper No. 10/46, International Monetary Fund, Washington.

Leigh, Daniel, Deniz Igan, John Simon, and Petia Topalova. 2012. “Dealing with Household Debt.” Chapter 3 in World Economic Outlook, April. Washington: International Monetary Fund.

Levine, Ross. 2005. “Law, Endowments and Property Rights.” *Journal of Economic Perspectives* 19 (3): 61–88.

———, Norman Loayza, and Thorsten Beck. 1999. “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes.” Policy Research Working Paper No. 2059, World Bank, Washington.

Levine, Ross, and David Renelt. 1992. “A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions.” *American Economic Review* 82 (4): 942–63.

Lim, Cheng Hoon, Francesco Columba, Alejo Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel, and X. Wu. 2011. “Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences.” IMF Working Paper No. 11/238, International Monetary Fund, Washington.

Maddaloni, Angela, and José-Luis Peydró. 2011. “Bank Risk-Taking, Securitization, and Low-Interest Rates: Evidence from the Euro-area and U.S. Lending Standards.” *Review of Financial Studies* 24 (6): 2121–65.

Magud, Nicolas E., Carmen M. Reinhart, and Esteban R. Vesperoni. 2012. "Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility, and Credit Booms." IMF Working Paper No. 12/41, International Monetary Fund, Washington.

Mendoza, Enrique, and Marco Terrones. 2008. "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data." NBER Working Paper No. 14049, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.

Merrouche, Ourda, and Erlend Nier. 2010. "What Caused the Global Financial Crisis? Evidence on the Drivers of Financial Imbalances 1999-2007." IMF Working Paper No. 10/265, International Monetary Fund, Washington.

Mitra, Srobona, Jaromír Beneš, Silvia Iorgova, Kasper Lund-Jensen, Christian Schmieder, and Tiago Severo. 2011. "Toward Operationalizing Macroprudential Policies: When to Act?" Chapter 3 in Global Financial Stability Report, September. Washington: International Monetary Fund.

Ostry, Jonathan D., Atish Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne. 2011. "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?" IMF Staff Discussion Note No. 11/06, International Monetary Fund, Washington.

Rajan, Raghuram G. 1994. "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence." *Quarterly Journal of Economics* 109 (2): 399–441.

Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 1998. "Financial Dependence and Growth." *American Economic Review* 88 (3): 559–86.

Rancière, Romain, Aaron Tornell, and Frank Westermann. 2008. "Systemic Crises and Growth." *Quarterly Journal of Economics* 123 (1): 359–406.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2004. "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation." *Quarterly Journal of Economics* 119 (1): 1–48.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. "The Aftermath of Financial Crises." NBER Working Paper No. 14656, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.

Ruckes, Martin. 2004. "Bank Competition and Credit Standards." *Review of Financial Studies* 17 (4): 1073–102.

Schularick, Moritz, and Alan M. Taylor. 2009. "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008." CEPR Discussion Paper No. 7570, Centre for Economic Policy Research, London.

Svensson, Lars E. O. 2003. "In the Right Direction, But Not Enough: The Modification of the Monetary-Policy Strategy of the ECB." Briefing paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parliament.

Terrier, Gilbert, Rodrigo Valdés, Camilo E. Tovar, Jorge Chan-Lau, Carlos Fernández-Valdovinos, Mercedes García-Escribano, Carlos Medeiros, Man-Keung Tang, Mercedes Vera Martin, and Chris Walker. 2011. "Policy Instruments to Lean against the Wind in Latin America." IMF Working Paper No. 11/159, International Monetary Fund, Washington.

Terrones, Marco. 2004. "Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?" Chapter 4 in *World Economic Outlook*, April. Washington: International Monetary Fund.

Vandenbussche, Jérôme, Ursula Vogel, and Enrica Detragiache. 2012. "Macroprudential Policies and Housing Prices: A New Database and Empirical Evidence for Central, Eastern, and South-Eastern Europe." IMF Working Paper 12/303, International Monetary Fund, Washington.

Woodford, Michael. 2008. "How Important Is Money in the Conduct of Monetary Policy?" *Journal of Money, Credit and Banking* 40 (8): 1561–98.

Wong, Eric, Tom Fong, Ka-fai Li, and Henry Choi. 2011. "Loan-to-Value Ratio as a Macroprudential Tool: Hong Kong's Experience and Cross-Country Evidence." Working Paper No. 01/2011, Hong Kong Monetary Authority, Hong Kong SAR.

韩国信贷周期方面的经验

金容範¹⁴

尽管全球经济下滑，现在的韩国经济仍然具有很好的适应性（**请参见相关演示文本，包括数据和图表**）。2016 年，韩国的信用评级创下历史最好纪录，这反映了韩国良好的宏观经济基本面和稳定的金融体系。然而，韩国能有今日，其原因是我们走过的是一条崎岖不平的道路。在过去 20 年里，韩国经历了三个截然不同的信用周期，监管者从中汲取了沉痛的教训，这能帮助韩国渡过未来的经济动荡。

1997 年，韩国经历了一轮由公司债务快速上升引发的信用周期。为了扩展在国内外的业务，各公司大规模举债，导致 1997 年公司部门的债务股本比率从 1996 年的基础上几乎翻了一番。通常情况下，这种杠杆投资是“好的”，但是，如果不能产生回报，就变成了高风险投资。90 年代后期，伴随着杠杆率的上升，公司部门的净资产收益率大幅下跌。此外，债务结构也较为脆弱。短期美元借款导致货币和期限错配风险。另一个脆弱性因素是，公司杠杆水平大幅上升的背后是影子银行业务的迅速增长。商人银行和投资信托是导致杠杆问题的主要载体。对商人银行和投资信托的监管标准没有银行那么严格。1997 年，以国内标准衡量的商人银行不良贷款比率为 4.5%，但若以国际标准衡量，不良贷款率则大幅上升至 12.4%。

韩国未能幸免于 1997 年爆发的席卷整个亚洲国家的危机；然而，我们采取的对策后来成为许多其他国家的范例。韩国能快速恢复的关键是我们作出了准确诊断，从而找到了最好的治疗方法。我们认识到这是一个资产负债表周期问题；因此，我们的政策集中在恢复银行系统上，而其他许多国家当时采取的是注重经济增长的措施。通过倒闭和兼并，我们对银行系统进行了注资和重塑。韩国成立了破产信托公司，如 KAMCO，用以处理公司和银行的有毒资产。资不抵债企业被迫破产，以解决产能过剩问题。分散在不同机构和组织之间的金融

¹⁴ 金容範现任韩国金融委员会事务处长。

监管职能被整合起来，归置于单一的、负责监管整个金融体系的机构之下。由于采取了这些政策措施，韩国经济强劲反弹，很好地保持了增长和稳定。

2003 年，韩国出现新一轮信用周期，此周期由消费者信贷飙升所引起。对公司贷款实行更严格的规定引发“气球效应”，导致消费贷款激增。本世纪初，随着韩国消费者掀起了信用消费的热潮，全国的信用卡业务在短短的两年里增长了 10 倍多。当时我们还没有适当的风险管理体系。结果，由于许多人无力偿还债务，信用卡违约急剧上升。

我们的政策应对着眼于建立一个新的信用评级体系，用以评估消费者信用。我们培育了私人征信机构，除了可以获得公共征信数据之外，还允许他们使用更广泛的信用信息，从而可以对消费信用风险作出更准确的评估。韩国的家庭贷款拖欠率曾在本世纪头几年里大幅上升，但在 2008 年全球金融危机期间，我们的家庭贷款拖欠率始终保持在较低水平。

21 世纪初，韩国经济面临的另一个风险是美联储的宽松货币政策引起的全球流动性激增。房地产市场出现房价泡沫。我们的政策措施旨在打击投机活动，确保所采取的措施不会对更广泛的经济产生“激冷效应”。政府出台宏观审慎措施，针对“问题”领域，于 2002 年限制贷款价值比率，2005 限制债务与收入比率。尽管也曾针对不断变化的经济状况作出一些微调，但这些措施成功遏制了房地产价格快速上涨，并消除了市场上的大部分投机因素。

过去经验的政治启示是什么？

首先，信用周期是不可避免的。关键是要正确地加以管理。20 世纪 90 年代，韩国经济发展很快，信用危机是个很遥远的事情。当时，我们认为公司部门 400% 的债务与股权比率是合适的。然而，这最终变成了一个噩梦。尽管如此，确定多少债务为适当或不适当，以及债务达到多少水平会开始变得危险，仍然是各监管机构面临的难题。我们从过去经验汲取的一条教训是，当利润下降、增长放慢时，任何水平的债务都会变得有风险。另一个重要挑战是找到正确的监管平衡，避免“政策钟摆效应”。如果监管机构认为信用周期是因为监管规定过于宽松所致，那么，在信用周期之后，监管机构往往会制定

过于严格的规定。然而，如此剧烈的政策变动可能会导致宏观经济受到意外打击。

其次，管理信用周期是一个决定如何恢复经济体受损资产负债表的问题。历史上，许多国家都错误地将损益表与资产负债表问题混淆，从而引致不正确的政策应对方法。扩张性刺激措施本身不能防止信贷低迷。只有当资产负债表健全时，经济才会增长。信贷推动的产能过剩在短期内能促进 GDP 增长，但在长期内会给经济和金融体系带来负面影响。在管理信用周期时，监管机构须迅速采取行动处理一些局部问题，而不是等到问题恶化成“太大而不能倒闭”的地步。

第三，新兴国家需比 7 国集团国家更审慎地管理信用周期。7 国集团国家有硬通货，这意味着他们有更多的空间使用经济刺激来处理杠杆。新兴经济体不能通过增加信贷来修复信用周期。这也是像韩国这样的中型开放型经济所面临的陷阱之一。另外，政策制定者还需意识到，对于开放经济体，为了政治利益去消除商业周期只会导致更多的风险。

中国与新兴市场危机类比

乔纳森·安德森¹⁵

要点：政府进行的剥离和注资通常是危机之后使用的清理工具，而非预防危机的工具，中国可能也不例外（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。

在这一份说明中，我们将剖析一个神话，即中国不会发生金融危机，因为中国可以很容易地对银行注资，而且可以通过财政解决坏账。

其中的思路很简单。中国不仅是一个封闭的经济体，而且还是一个主要由国家驱动的经济体，过去六年间的大规模信贷刺激，其大部分其实是国有银行向政府关联借款人提供的贷款。

因此，我们不应该过于担心系统中的企业债务水平或隐含的不良贷款（NPL）比率。当发生严重冲击时，政府可以轻松地将坏债记入自己的账簿中，并在需要时为银行注资，如同上世纪 90 年代泡沫之后的做法。

这将提高公共债务比率，但是，政府仍然有财政空间（且在任何情况下都能有效地设置利率水平）。而且银行的资产质量将再次恢复，其资本将得到补充 ….

… 因此，没有危机。

是吗？

事实并非如此。

事实上，导致危机的并不是经济体中未偿债务的规模或是银行资产负债表中资产的质量（即资本偿付水平）。

¹⁵ 乔纳森·安德森现任新兴顾问集团总裁。

导致危机的恰恰是基本的融资风险，而这不是政府的剥离或注资能够真正解决的。这些都是清理混乱局面的措施，但不起预防作用。

一个简单的例子：

为了说明这个问题，可以考虑下面含三个简单图表的高度程式化的例子。

首先，我们假设一个银行在其资产负债表上只有两个项目：一侧是 100 个单位的贷款资产，与之相对应的是另一侧的 100 个单位的“普通”存款负债（对应讲义第 4 页上的图，见附件）。

现在，让我们构建一个危机情景。假设银行在随后五年信贷猛增，资产负债表上的贷款增加至原先 3 倍，存款的质量迅速下降。进一步假设，信贷激增部分中仅有一半的贷款是由标准的、“安全的”家庭和企业存款来融资，其余则来自与当地非银行金融机构的影子短期资金安排，或是来自同样短限期的对外借款。

现在，资产负债表是这样的（第 5 页图）。

危机的风险在哪里呢？风险在图中（第 6 页）画圆圈的部分。

正如你所看到的，隐含的融资不稳定性急剧上涨，因为银行负债中的三分之一可能被要求马上偿还——这可能出于对银行自身还款能力的担心，或是由于非银行贷款人突发危机，或是因为外国资本流入发生大规模逆转。这正是新兴市场（和发展中市场）每一次银行信贷危机的核心原因。

又假设，政府对经济体中的债务激增以及银行体系中不良贷款的相应上升开始警觉，决定采取其能使用的最极端行动：用 AAA 级政府债券替换银行账簿上的每一笔贷款，即 100% 的剥离。

现在的资产负债表如何呢？

如第 7 页中图所示，整个资产方已经从（糟糕的）贷款转成政府债务。

但是，这是否降低了金融危机风险？

的确是稍微降低了些，因为这种情况下不良贷款和资产质量不再是资金撤出的催化剂。但是，这并不能解决根本性问题，即信贷猛增

导致的负债方流动性风险暴露的增加。具体而言，图 3 中我们圈出来的绿色柱的大小与图 2 中的一样，因此，银行仍可能受到其他与流动性有关的、可能造成“明斯基崩溃”的冲击的影响。

这与中国有什么关系呢？

这里我们只强调两件事情。

首先，我们并不在暗示中国金融体系目前面临与上面案例中相同规模的不稳定的负债方风险暴露。中国的情形要好得多。

第二，尽管如此，信贷和债务高涨期持续的时间越长，中国离这些危机融资风险就越近。

第二场分会

完善债务处理和去杠杆的国际经验

第二部分

公司债务和杠杆

解决中国的债务问题

马库斯·罗德劳尔和沃依切赫·马利泽夫斯基¹⁶

中国信贷高速增长带来宏观经济风险（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。为了应对全球金融危机和对外贸易崩溃，中国采取了促进内需的政策，这些政策由高速信贷增长支持。2009年至2015年，信贷平均每年增长约20%，大大高于名义GDP增长和之前的趋势。结果，同期信贷占GDP的比率从约150%上升至200%以上，较2015年底的历史趋势一致的水平高出15%-25%——这是一个潜在危险的高“信贷缺口”。此缺口与那些曾经历痛苦的去杠杆国家的情况类似。

中国的信贷增长主要集中在企业部门。信贷快速增长可能反映了一个经济快速增长经济体的金融深化过程。但是，中国企业部门的信贷与GDP比率显著高于同等发展水平的其他国家，也超出了发达经济体的常见水平。这表明，中国的信贷增长速度快于与金融深化正常路径一致的速度。

全球金融危机爆发之后，企业高投资一直是信贷快速增长背后的主要原因。信贷为基础设施支出的全方位增长和房地产投资提供了融资，这些投资又带动了诸如钢铁、水泥和煤炭等上游产业的快速发展。此外，由于还款拖欠增加，企业部门借款上升。

资金使用变得不那么有效，从而影响了财务绩效。“信贷效率”（相对于信贷增量增加的GDP增量增长）一直在下降。尽管通过额外借款为资产负债表扩张提供融资，额外的资本支出带来的增长收益却一直在下降。因此，企业的杠杆率一直上升，资产收益一直稳步下降，这表明企业的偿债能力在不断恶化。这在房地产、建筑以及相关的上游产业最为明显。

¹⁶ 马库斯·罗德劳尔现任基金组织亚太部副主任，沃依切赫·马利泽夫斯基现任基金组织亚太部高级经济学家。

相比私人部门，国有企业的杠杆率更高，盈利更少。国有企业在一定程度上充当了政策驱动投资的管道。软预算约束（国有银行在政府隐性担保的支持下获得低成本融资）也促进了国有企业杠杆的大规模累积。基金组织工作人员的估算表明，隐性担保可以带来信用评级上升 4-5 档，且似乎能使借贷成本下降约 1-2 个百分点。由于借贷成本与收益和风险不相称，扭曲了资源配置，并导致无效率。

银行的信贷质量相应恶化。虽然报道的不良贷款和特别关注类贷款一直在上升，但仍处于较低水平（占贷款总额的约 5.5%），而且尚可控制（考虑到银行有缓冲资本）。但是，基于企业数据，基金组织的工作人员估算表明，潜在“在险债务”占公司贷款总额的 15.5%。如果对这些贷款采用 60%的损失比率，将估算得出相当于 GDP 约 7%的潜在损失（详见 2016 年 4 月期《全球金融稳定报告》）。

当局已经认识到此问题，并正在制定解决方案。当局宣布在未来三到五年将煤炭和钢铁的现有产能减少 10%-15%，并通过 1000 亿元的重组基金吸收预计 180 万下岗职工的福利成本，这显示了当局减少过剩产能和调整经济结构的坚定信心。但是，侧重对产能过剩部门实行业务重组的范围过窄，而且在确认和分担金融体系损失负担方面取得的进展不大。此外，国有企业改革方面的总体进展缓慢，而且鉴于尚存在隐性担保，目前的做法并没有解决加强预算约束问题；促进较强和较弱国有企业之间的兼并和收购并未有助于实行财务纪律。中国企业之间的小型违约情况一直在上升，企业债务的解决目前是在个案基础上处理，而且似乎并没有促进企业重组。

中国需采取一个全面和积极主动的战略来解决债务问题。应包括以下主要内容：

- 找出有财务困难的公司（分类）。这可以通过市场化方式（由债权人驱动）或通过设置赋予足够法律和政治权力的独立实体（由政府驱动）来完成。
- 确认损失。通过一个强化的监管框架，积极主动确认金融体系的损失。
- 责任分担。损失一经确认，将在负债公司、其债权人，以及地方和中央政府之间进行分配。应考虑道德风险（让那些做出导致损失决

策的方面负担成本）、偿还能力和社会后果。应建立相应机制，促进债务解决（例如，通过债转股）。

- 企业重组。企业重组和治理改革（特别是国有企业）必须成为此进程的一部分。否则，亏损将重现。
- 硬化预算约束。需采取其他措施（例如，进行监管改革，尤其是对债券市场）来硬化企业预算约束，特别是消除隐性担保。

成功的企业重组还需要支持性政策，包括以下方面：

- 强化法律框架。长期目标是完善处理破产的法律制度。但是，大规模和快速重组需要庭外机制补充现有框架。
- 将对短期增长和就业（并帮助那些受影响的人）的不利影响降低到最低限度。企业重组将带来短期经济成本。这些成本最终将由新部门的活动和创造的就业抵消，但是，仍需要支持性的机制来促进这一转变，例如，加强社会安全网、进行再培训和减少对人口流动的限制。
- 改善地方政府的财政纪律。公共和私人债务之间的界限模糊不清。地方政府一直通过地方政府融资平台进行预算外借款，这些融资平台名义上属于企业部门，但实际上却属于公共部门。地方政府仍有从事这类预算外活动的动力。

可以在试点基础上实行强化的债务重组策略，让产能明显过剩和经历不同程度困难的部门中的少数国有企业参加。试点可以采取主要依靠庭外解决的做法，过程由国有企业重组工作小组监督，此小组由企业债务重组相关机构组成，并采用独立专家的评估。一旦选定目标企业，试点可以按照下列步骤进行：

- 中国银行业监督管理委员会确定目标企业的主要债权人持有的债权的公允价值，需反映银行账簿的损失。
- 债务解决。可以考虑两种备选方法：（1）按公允价值将贷款出售给新成立的资产管理公司；或者（2）由相关银行成立一个债权人委员会。
- 重组或处置目标企业。重组或处置决定应根据资产管理公司或债权人委员会对每个目标企业生存能力的评估。

- 转移债权和所有权。银行通过债务重组获得的股权可以出售给私人投资者或有适当治理机制的国有企业。
- 利用重组基金，为下岗工人提供帮助。

积极的战略将产生短期成本，但是，长期好处将抵消这些成本且有余。基金组织工作人员的示意性情景表明，短期增长放缓主要是由于过度杠杆化和产能过剩行业的产出和就业减少所致。然而，随着劳动力转移到别的部门（部分到了服务部门），将带来生产提高和就业增加。重新分配将在投资和信贷减少的情况下带来更高和更加可持续的增长，以及更高的全要素生产率增长。模拟结果表明，在积极情景下，到 2017 年增长率将暂时下降到 6%（剔除假设的高质量财政刺激后，将为 5.5%），但随后将回升，并在中期保持 6.5% 的增长速度。短期内，信贷与 GDP 的比率将保持稳定，在中期内将逐步下降到更加可持续的水平。

关于“去杠杆”的若干思考

马骏¹⁷

摘要：1) 杠杆率过高和不断上升，将加大金融危机的概率。2) 我国杠杆率过高和上升过快的主要原因是房地产和国企占用大量的金融资源。3) 要抑制房地产的过度发展，必须改革房地产税收体系。4) 要避免出现系统性银行风险，必须改变国企和地方平台的软预算约束（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。

中国企业的杠杆率过高和持续上升，会加大经济与金融的系统性风险和发生金融危机的概率，这是国际和国内学界已经基本达成的一个共识。我国最近十几年杠杆率上升很快的主要原因至少包括：一是房地产占经济的总量扩张太快，房价也上涨过快。二是国有企业（包括地方融资平台）由于软预算约束占用了大量资金。

从行业杠杆率和占用金融资源的数据看高杠杆的来源

各种数据和分析表明，房地产业的过度发展和国有企业低效占用大量金融资源是我国企业杠杆率高企和不断上升的主要原因。

根据我们的估算，2014年，房地产企业的资产负债率约为70%，国有企业的资产负债率约为65%，均明显高于其他企业（即非房地产的民营企业）的资产负债率（约40%）。另外，金融机构房地产业人民币贷款余额（包括房地产开发贷款、个人购房贷款和保障性住房开发贷款等）占金融机构各项贷款余额的比重在1998年仅为2%左右，但这个比例逐步上升到2015年的24%。另据估计，2015年末国有和国有控股企业的贷款和债券余额为37万亿，占社会融资规模中贷款

¹⁷ 马骏现任中国人民银行研究局首席经济学家。本文内容为作者个人观点，不代表任何机构。

和债券余额的 27%。财政部的数据还显示，从 2013 年到 2015 年，国企负债总额累计上升 33%，远高于同期社会融资总额债务类余额增速（累计上升 21%）。

根据我们的初步估计，目前房地产行业 and 国有企业总计占用的债务类金融资源的为全部债务类金融资源比重为 50%左右，但两者所创造的 GDP 仅为全国 GDP 的 30%左右。

从货币数量论看房价因素如何提升了杠杆率

从解释货币与物价关系的货币数量论来看，多数人普遍使用 $MV=PY$ 的公式来计算，其中 M 是 $M2$ ， V 是货币流通速度， P 是 GDP 平减指数， Y 是实际 GDP（货物与服务生产的增加值）。由于算出来的 $M2$ 与 PY （名义 GDP）的增速差距太大（过去十几年内年均差距约 6 个百分点），只能用无法解释的“ V 下降”来解释。

但是，上述对公式的指标选择可能是对货币数量论的一个误解。货币数量论的原意是寻找一个可以解释货币需求的经济活动的指标，该指标应该是“需要货币媒介来支持的交易活动（transaction）”，而非经济活动的增加值或 GDP。

事实上，过去十几年中，需要货币媒介支持的交易活动不仅仅是货物和服务的交易（类似于总产值概念），而且越来越多地包括了房地产等资产交易。其中有二手房交易，这种交易基本不创造 GDP，但所需要的货币数量很大。另外，如果货币支持的是交易活动（而非 GDP），那么货币数量论公式中所使用的价格（ P ）就应该是交易活动的价格（包括货币、服务与资产的价格指数），而不是 GDP 平减指数。

要完整地改造货币数量论的计算方法，必须构造一个新的时间序列 T （交易数量），和一个与 T 相对应的新平减指数（包括房地产价格的价格指数）。构造 T 的基础数据不足，但构造包括房地产价格的新平减指数相对容易些。我们根据可比房价指数（由清华大学清华大学恒隆房地产研究中心提供）占 10%、原 GDP 平减指数占 90%的比重，构造了一个新平减指数。用新平减指数计算的新的名义 GDP 增

速，来计算 M2 增速与名义 GDP 增速之间的差额，发现这个差距比原来减少 35%。从这个意义上说，仅仅由于房价因素，就可能解释了我国杠杆率上升的原因的三分之一左右。其直观理由是，在房价大幅上涨的背景下，为了满足地产交易的需要，货币供应量不得不大幅上升。

如何让房地产降杠杆

房地产占用的金融资源过大，是我国杠杆率高企和不断上升的重要原因之一。另外，我国城镇房地产的价格收入比是 9 倍，是大国中最高的，远远高于美国的 4 倍。我国房地产企业的杠杆率也明显高于许多国家的同类企业。更麻烦的是，我国的人口前景是，未来三十年结婚购房的人口会呈不断下降的趋势，需求的逐步萎缩将使高杠杆的房地产成为高风险行业。

在德国，两组政策工具在防范房地产业过度发展和使用过高杠杆的过程中起了重要的作用。第一是税收。德国对房地产交易征收 15% 的利得税、3.5% 的交易税和 1.5% 的物业（持有）税。高税负有效地抑制了投资、投机性的房地产投资，也从需求面抑制了房价过快上涨。所以，德国在过去 20 年中，房价涨幅与 CPI 涨幅基本一致，而我国在过去 10 年中，大中城市的可比房价涨幅年均超过 CPI 涨幅约 11.5 个百分点。第二是实行严格的房贷首付比例的限制。部分由于实施了这些以控制泡沫为目标房地产的政策，德国的 M2 与 GDP 比例只有不到 90%，远低于我国的 206%。

要实行德国式的政策组合是要下很大决心的。因为这类政策虽然在中长期可以帮助避免房地产泡沫和金融风险，但在短中期内很可能对经济增长产生下行压力，部分地方政府、开发商和有房的既得利益者会反对这类政策。

国企如何降杠杆

关于国企降杠杆，分为处理存量和控制流量两个问题。所谓存量问题，主要就是如何处理目前已经发生的一些平台和僵尸国企的负债问题。目前来看，要短期内较快地处理存量，一条途径是向政府转移杠杆，即将部分平台和国企的负债变为政府负债。这种做法虽然不能降低整个国家的杠杆率，但由于财政杠杆率仍在可控区间，企业向政府转移部分债务可以降低系统性风险。

具体来说，处理存量债务的办法至少包括：1) 允许部分僵尸企业破产，银行核销坏账；2) 市场化的债转股；3) 银行体系内部建立资产管理公司；4) 政府成立资产管理公司；5) 对企业减税。

更为重要、也是更为困难的问题是，在处理了这些存量负债（杠杆）之后，如何避免以新面孔出现的平台和各类软预算约束的国企又不断增加其负债，杠杆率和金融风险再次上升。要根治问题，必须要下决心解决软预算约束问题。而要硬化预算约束，必须直面如下几个问题：1) 推动国企的股权结构改革；2) 提高地方政府财政透明度；3) 在不发生系统性风险的前提下，允许部分国企和平台违约；4) 是评级公司对债券的评级必须反映信用风险。

应对中国的债务挑战

汪涛¹⁸

几乎每个人都在担心中国的债务问题（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。据我们估算，截至 2015 年，中国非金融部门债务总额为 GDP 的 260%，但是，最令投资者担忧的是迅速上升的杠杆率—自全球金融危机以来，中国的债务占 GDP 比率已经上升了几乎 100 个百分点。尽管政府号召降低杠杆，但中国的债务继续迅速上升，预计 2016 年占 GDP 的比例会再次上升 20 个百分点。过不了多久，债务占 GDP 比率就可能会超过 300%。虽说家庭部门的杠杆率较低，而且政府总体债务不高，但中国公司部门的杠杆率位列世界最高水平之一，其债务总额已达 GDP 的 150% 以上。由于债务迅速上升到如此高的水平，虽然名义 GDP 增长率放慢了，但经济的整体利息负担近几年大幅增加，这意味着偿债能力在下降。

为什么近几年中国的债务上升这么快？关于中国债务可持续性的最有力的一个多头论点是，债务用在了投资融资和积累资产上，而不像许多其他国家那样用在了消费融资和福利上。然而，只有当债务用于支持生产性投资，而且生产性资产得到有效利用时，这一论点才成立。

中国的情况是，自全球金融危机以来，投资占 GDP 的比率事实上出现了上升，因为政府试图以信贷扩张来增加投资以提高内需，从而抵消外部冲击。在这一时期，由于几个重要原因，中国的投资变得越来越依赖信贷：（1）随着公司投资放缓，公共投资比例出现上升，而公共投资几乎 100% 是债务融资；（2）随着公司部门盈利下降，公司不得不更多地依赖金融部门的外部融资而不是自身的留存利润来提供投资资金和日常运营所需的流动资本。

¹⁸ 汪涛现任瑞银董事总经理、亚洲经济研究联席主管。

然而，债务和投资越来越多地进入了非生产部门。最近几年，房地产和建筑类非生产性资产比制造业或工业类资产增加速度要快得多，而支撑它们的则是更快的债务增长率。在工业部门，虽然资产也迅速增加，但是资产回报率一直在下降，导致增长愈益依赖债务。一个原因也许是金融资源的低效配置—利润水平较低的国有企业的债务比非国有企业的债务上升速度要快得多，同时，产能过剩部门继续占用资源。此外，虽然基础设施的公共投资会带来长期回报，但短期不会带来现金流，也就是说，政府需要年复一年地举借更多债务来继续筹集公共投资资金。

现有债务的利息支付需求越来越大是近期债务迅速增长的另一个促成因素。随着公司利润率和现金流下降，许多公司没有足够的现金流来支付利息，因此不得不为此举债。UBS 银行的分析表明，截至 2015 年上半年，A 股非金融上市企业中，利息、税收、折旧和摊销前的盈利不足以涵盖其融资成本者，占了 A 股非金融上市企业总负债的 11.7%。更近些时候，基金组织的一份类似报告得出的数字为 15.5%。我们估计，2015 年新债务的约 10% 被用于偿还利息了。

虽然以上趋势听起来令人担忧，但是，中国的高储蓄率、政府对金融部门的广泛所有权以及对资本外流的管制意味着，中国的债务主要是靠国内储蓄来支撑，因此，银行部门的流动性尚不成问题。官方公布的贷存比低于 70%，而调整后的贷存比（将银行的表外信贷和财富管理产品计算在内），仍然显著低于 100%。这意味着，在中国金融部门占主导地位的银行对信贷市场波动的脆弱性较低，而且，尽管债务水平处于高位，仍能继续为信用周期提供资金支撑。

然而，出现了可能会增加金融体系风险的令人忧虑的发展：

- （1）影子信贷的迅速增长，这常常会掩盖贷款和/或不良贷款；
- （2）过于广泛的隐性担保正鼓励着过度担险和过多的信贷风险；
- （3）大量资本外流正在减少国内流动性缓冲，由于政府正试图开放资本账户和推动人民币国际化，这种压力仍将继续存在；
- （4）由于缺乏重组公司债务和坏账的意愿，导致产能过剩部门继续占用金融资源；以及
- （5）银行受到更多的道德劝说来继续贷款，从而削弱了其商业独立性和风险管理。

中国如何才能遏止不断上升的杠杆率？稳定名义 GDP 增长率（分母）显然很重要。措施包括增加财政支出，削减劳动和小企业税收，加强社会安全网，以及实行宽松货币政策。稳定和减少债务（分子）同样重要。措施应该包括，削减利率以降低融资成本，发展债券市场，并更多地利用政策银行。地方政府债务置换和公司债务重组等手段也很重要。重要的是在去杠杆和稳增长之间进行平衡，在确保充足流动性的同时防止信贷过快增长。此外，为将流动性留在国内并降低系统性金融风险，中国政府需要更密切地管理资本流动，并采取措​​施防止信用事件通过银行间系统外溢。

在以上措施中，最难但却最重要的措施是公司债务重组——关闭“僵尸”企业、减少过剩产能并注销其坏账至关重要。债务重组不应仅仅是降低公司债务并改善银行的资产负债表。同时还应该加强市场纪律，降低道德风险，并进行市场出清，从而使好企业能够更能赚钱并愿意再次投资。

可能有必要重新审视各机构和学术界“增加金融部门对实体经济支持”的呼吁，包括通过金融自由化和创新。由于金融部门的主要作用是向实体经济提供融资，增加“支持”意味着向实体经济提供更多的信贷（债务），即提高杠杆率。考虑到中国的非金融部门债务（由金融部门提供的）在过去 7 年中已经增加了几乎 100%，并已达 GDP 的 260%，可以说中国的金融部门已经向实体经济提供了足够的支持。中国也许是时候稳定债务状况，遏止杠杆率的迅速上升，并集中精力于结构性改革，清理坏账和“僵尸”企业了，而不是把精力放在举借更多债务上。金融自由化和创新能够通过开辟新的债务供应渠道来帮助延长信贷周期，但它无法解决资源错配、产能过剩和生产率增长停滞的根本性问题。总之，强化预算约束和结构改革比为同样的结构寻找新的融资方式来得更为重要。

最近几个月来，投资者一直关注中国的公司债券市场暴跌。去年，当利率下降同时股票市场调整时，债券市场收益率下降，同时信用利差也收紧了。更近些时候，随着货币政策预期改变和信用违约事件增多，债券收益率出现上升，同时信用利差出现扩大。鉴于公司债券市场存在着广为人知的隐性担保，在中国，公司债券很少出现违约。近期违约事件的增加也许是迈向更正常市场状态的一小步，它应有助于债券市场今后更好地进行风险定价。

公司债务重组：最佳做法和国际经验

肖恩·哈根和约瑟·加里多¹⁹

概要： 该演示文稿的重点是公司债务重组的最佳做法以及这些最佳做法如何融入中国（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。本文稿分三个部分：第一部分设定了适用于危机企业普通情形的债务重组框架的基础。第二部分探讨了这一普通框架在危机情形或普遍性的公司债务积压情形时的变化。最后一部分研究了中国的情况，并提供了一些处理公司债务重组的建议。

普通债务重组框架是基于将破产作为债权人权利的集体执行机制。破产制度试图使破产清盘财产的价值最大化，它有利于债权人和总体经济。普通破产制度基于有生存能力企业的重整和无生存能力企业的清盘。是重整还是清盘的决定应该由债权人基于业务可生存性的评估来做出。所秉持的主要原则是，债权人在重整计划下的所得应该多于企业清盘计划下的所得。破产重整过程的参与者受到重要的保障机制的保护：尊重债权人的等级，要有准确的信息，对资产要有专业评估和测算，以及由法庭进行总体监督。

重整计划可能不仅包括财务重组内容（债务削减、债务重新安排、债务转换），而且可能也包括运营重组内容，这可能会涉及该企业业务的任何方面（包括出售业务单元、管理层变动，或雇员人数的调整等）。重整计划也可以包含债转股：债转股建议要以在法庭控制下由专业机构进行的估价为基础，这一点至关重要。如果负债的价值超过了资产价值，则基本上可以说，股东在该公司没有价值，债权人可以决定将其债权转为股份，条件是其业务具有可生存性，而且将会带来比公司清盘更高的回报。

¹⁹ 肖恩·哈根现任基金组织法律总顾问和法律部主任，约瑟·加里多现任法律部高级法律顾问。

清盘发挥着一项有用的经济功能：清盘可以是单独资产的出售，也可以是业务单元或整个企业的出售。通过这种方式，资产被重新配置到更具生产力的用途，债权人则按照其排序位置获得清盘收入（即尊重担保债权人优先次序）。

普通债务重组制度基于一个高效的机构框架，包括法庭和破产管理机构。该制度需要为各个角色确定明确的地位和责任。

如果出现系统性的公司债务积压问题，则债务重组制度需要强化。如果出现系统性的债务积压，会导致经济增长率下降和银行减少信贷。这样就会出现恶性循环，不良贷款和信贷中止相互加强，最终结果可能是金融危机和公司危机。普通框架不足以解决这个问题：大量的案件积压在法院，而受到压抑的资产价格导致市场失效，使经济经营者因等待情况改善而无所作为。

经验告诉我们，需要确立一个强化的债务重组框架，让国家积极参与进来，以便解决系统性的公司债务积压问题。该强化的债务重组框架应该是一项总体策略的一部分，而且应该包括以下主要特征：相关机构间要能够协调，有时要通过建立一个中心机构或特别行动小组做到这一点；政府支持债务重组机制；引入正面和负面激励（萝卜加大棒）以确保公司和银行参与重组（这些包括强制债务减记的监管措施，税收激励，以及对债务人的破产威胁）；以及提供专业调解服务。在任何情况下，强化的债务重组制度的设计都要取决于各具体国家的具体情况，这一点已为 20 世纪 90 年代末的亚洲危机或更近的欧洲危机的经验所证明。最重要的一点是，政府不要决定债务重组谈判的结果：它只提供激励措施（萝卜加大棒）和谈判框架。结果应该由作为普通债务重组框架基础的商业原则来决定（即价值最大化和对公司可生存性逐一进行评估）。此外，强化的债务重组制度可以依靠一般性制度来使少数债权人接受重整计划的约束。

强化的债务重组制度可以包括一些额外特征，如国家作为牵头债权人。国家可能因购买债权（尤其是通过资产管理公司）或间接地因银行的国家注资而发挥这种作用。

建立一个强化的债务重组框架会产生多重好处：可持续的重组（财务和运营）在公司恢复中起积极作用；重组后的贷款变成了优良贷款；而且，如果该框架具有足够的可预测性的话，它还会有助于发展出一个问题债务的市场，使银行能够将其不良贷款转让给专门实体，从而减少银行部门的不良贷款。没有生存能力的公司被清盘，其资产重新配置到经济中更具生产力的部门。然而，要使债权人对业务前景有一个良好评估，需要有最低限度的经济稳定和增长前景。

公司债务重组的最佳做法可以为中国提供有用的借鉴。

包括用于处理系统性债务积压的强化框架在内的最佳做法，已经根据各经济体的具体情况，以各种不同方式融入了不同国家。但是，有一些根本原则，可以供中国实施债务重组机制时予以考虑。

首先，可生存性评估需要基于商业原则，尤其是当债权人和债务人都是国有企业时更应如此。虽说国家在确定特定部门的过剩产能方面能够起重要的战略作用，但去产能则应按照逐家企业所进行的可生存性评估结果来进行。该过程需要建立在独立专家机构所提供的可信估值和技术重组专门知识的基础上。最后，可生存性评估应该基于硬预算约束；不应设想国家会提供无限的支持（担保或补贴）。

重组操作必须建立在专业人员设计的方案基础上，并基于可信的可生存性评估。在国有银行考虑在重组中进行债务减记时，如果相关官员的决定是基于可生存性评估（而该评估又是基于专业估值），则国际经验为如何保护相关官员不受民事或刑事责任之累提供了指导。虽然中国的破产框架大体与国际最佳做法一致，但处理大规模公司债务积压的司法能力却是有限的。如果重组过程在法庭之外进行，那么，也应该适用与专业人员进行可生存性评估和方案准备同样的要求。关于重组过程的整体影响，企业重组和清盘将导致解雇工人，而这一问题需要通过制订一个重新上岗的专门策略来解决。

关于企业的最终所有权问题，存在着众多的可能结果：债转股是其中一种可能性，但非金融企业的股份不能无限期地保留在银行的资产负债表上。重组也可能会导致企业的合并或出售给私人投资者。或者，国家可以在重组债务后依然作为某些企业的所有者。但是，在这些情况下，有必要让专业人员来对企业运营进行重组，并进行管理，

以确保其长期可生存性。需要建立一个可信的治理框架，以便确保重组目标得以实现。最后，如果资产管理公司成为重组后企业的所有者，那么，它们也应该实施运营重组计划，但应该在规定的时间内对企业进行处置。

第二场分会

完善债务处理和去杠杆的国际经验

第三部分

地方政府债务

有关化解地方政府债务风险政策建议

魏加宁²⁰

通过比较国际上应对地方政府债务危机的不同做法，就化解我国地方政府债务风险提出了应对危机的短期预案、化解债务危机的中期方案和防范债务风险的长期改革方案在内的“一揽子”综合解决计划（请参见相关演示文本，包括数据和图表）。

近期对策

（一）公布审计结果，下放舆论压力

根据国际经验，凡发生债务危机者，大都是由于隐藏信息所致；而化解债务危机的第一步，通常都是从信息披露开始的。

目前，审计结果虽已初步公开，但由于公布的只是总量数据和各省市的总体数据，还缺少市以下的详细债务数据，因此无法对地方政府形成必要的舆论压力。

为此，建议进一步公布各地市政府债务的具体数据，从而将中央政府所承担的舆论压力下放给地方政府，以强化公众和市场对地方政府债务的约束，尤其是对重债地区的舆论压力。

（二）成立债务管理委员会²¹，着手应对突发性风险

建议由国务院领导牵头，由财政部、人民银行、国资委、发改委以及金融监管部门和相关领域的专家学者共同组成“地方政府债务风险管

²⁰ 魏加宁现任国务院发展研究中心宏观经济研究部研究员。

²¹ “地方政府债务风险管理委员会”应当是一个跨部门的临时决策机制，而不是一个常设的行政机构。

理委员会”，以应对近期内可能出现的局部突发风险和推进中期的风险化解工作以及长期的治本之策。

该委员会的职能主要有：对各地地方政府债务进行风险评估，决定是否对发生债务危机的地方政府提供紧急救助，以及如何进行紧急救助等。此外，在允许地方政府发债时负责总量控制、发行审核、以及信息披露真实性监管等工作。

（三）设立风险处置基金，多方筹措救助资金

建议在“地方政府债务风险管理委员会”下面设立“地方政府债务风险处置基金”，其资金来源可以多方筹措，包括动用现有财政盈余、转移支付资金，国有资产变现，中央银行贷款，以及中央政府担保发债等。基金主要用于对发生债务风险的地方政府提供临时救助贷款、财政救助资金，以及减债奖励资金等。

（四）制定风险应急预案，确立危机救助原则

尽快制定地方政府债务风险的应急处置预案，确立救助的基本原则、审批程序和具体方式，并且以救助资金为手段，对发生债务危机的地方政府提出整改要求、数量指标、改革措施以及债务重组计划等，制定相应的路线图和时间表，并负责检查监督落实情况。

（五）判断风险性质程度，采取不同处置方式

根据国际经验，对于地方政府债务风险可以采取三种不同的处置方式。

首先，对于债务指标已经超过警戒线，但尚未发生债务危机的地方政府，可以借鉴“存款保险模式”（或日本夕张模式），在强调“责任自负”的基础上，由“地方政府债务风险管理委员会”出面进行“早期干预”，对重债地区提出“财政重建”要求，由地方政府制定财政重建规划，报“地方政府债务风险管理委员会”审批，审批通过后，由地方政府负责实施，“地方政府债务风险管理委员会”监督落实。对于那些能够在规划期限内完成财政重建任务的地方，“地方政府债务风险管理委员会”可以进行适当奖励。

其次，对于已经爆发债务危机，但不具备系统性风险的地方，可以借鉴“IMF 模式”，即由“地方政府债务风险管理委员会”承诺提供必要的救助，但是同时提出一系列整改要求，要求地方政府必须在规定期限内分阶段达到中央政府提出的阶段性整改目标，否则就不给予救助或停止继续救助。

最后，对于债务危机已经十分严重，并且有可能引发系统性风险的地方，可以借鉴“美国纽约市债务危机处置模式”，对发生债务危机的地方，宣布实行“财政紧急状态管制”，由“地方政府债务风险管理委员会”全面接管危机地区的财政收支、人事任免、行政事务以及其他所有重要事项的决策权，并组建“债务重组领导小组”做为“托管人”，全权负责应急处置及债务重组等相关事宜，直到危机平息以后再将相关权限逐步交还给当地政府。

中期对策

由于目前地方政府债务风险成因复杂，如果仅从财政角度去处置，把所有风险称之为“或有债务”一推了之，就会引发金融危机；如果仅从金融角度，把所有风险统统归之为“政府债务”，就会引发财政危机。因此，必须由跨部门的“地方政府债务风险管理委员会”来统一制定包括财政、金融在内的“一揽子”综合化解方案，并制定《地方政府债务风险化解中期规划》，力争在五年内逐步化解全部已有债务风险。

一方面，从地方政府资金来源的角度讲，首先，要加快推进税制改革，尽快实现“费改税”，实行全口径预算管理，培育地方政府主体税源，以增强地方政府的自主财力。

其次，要规范转移支付，减少专项转移支付，增加一般性转移支付，建立横向转移支付，并增强转移支付的规范性、公式化和透明度，以增强地方政府的财政决策能力。

再次，要规范地方政府举债融资机制，允许地方政府公开、透明、自主地从资本市场举债融资，开正门、堵旁门。对于已有地方政

府债务，也可以通过资产证券化方式盘活存量，把现有的隐形债务“暗翻明”，增强流动性，防止资不抵债，防范银行风险。

最后，要分类规范地方政府融资平台，对于那些公益性较高、收益性较低的地方政府融资平台，其融资渠道应当主要依靠发行市政债和政策性银行贷款；而对于那些公益性较低、收益性较高的平台，应加快股份制改造，其融资渠道应当主要依靠发行企业债和商业银行贷款。

值得强调的是，吸引民间资本进入市政建设等领域的公私合营方式（即所谓“PPP 模式”），在当前不失为化解地方融资平台风险的一种最佳选择，但也要注意其“双刃剑效应”，在政府依然控制服务对象、服务内容和价格的情况下，PPP 并不能完全解脱政府的偿债责任，只不过是将其偿债责任长期化和隐性化而已，其远期风险值得关注。

此外，由于目前我国的外债水平尚处于较低水平，因此有利于我国地方政府债务风险的化解，可以允许外资通过 QFII 的形式适当购买地方政府公开发行的市政债，作为吸引外资的新方式，从而为化解地方政府债务赢得宝贵时间。

另一方面，从金融机构化解风险的角度讲，首先，要进一步推进国有银行的“去国有化”进程，尽快降低各级政府在商业银行的持股比例，直至完全退出，以防止政府间的关联交易行为（即：各级政府通过对商业银行持股控股——控制商业银行的高管任免——命令商业银行将贷款贷给政府项目），从而切断地方政府债务风险的主要资金来源。

其次，应当让国家开发银行回归政策性，使之成为专门为地方政府融资平台提供贷款的政策性金融机构。由于政策性银行的资金来源与普通商业银行不同，一般不会形成短存长贷或短借长投等期限错配、成本错位现象，因而可以避免商业银行因地方政府融资平台贷款所带来的潜在风险。

再次，有条件地将因地方政府债务所形成的银行不良资产再次剥离到资产管理公司，由资产管理公司进行市场化处置、回收。对于不

良资产过多、救助无望的商业银行，在建立存款保险制度的前提下，果断实施破产处置。

最后，推进地方政府债务证券化试点，从财政和金融双方向（地方政府债务的证券化和银行贷款的证券化），盘活资产存量，增强流动性，以分散和减轻商业银行所面临的流动性风险。

长期对策

在现代市场经济国家，对于地方政府债务通常存在三种约束机制，一是自上而下的债务管理，二是来自投资者、中介机构、评级机构的市场约束，三是自下而上的民主监督。

首先，必须建立起中央政府对地方政府的债务管理体系，包括风险监测指标和有效监管体制，最好能够（像日本等国那样）将中央财政与地方财政实行分开管理，由独立于中央财政的专门机构来负责监管地方政府债务。

其次，通过允许地方政府在资本市场上公开、自主举债融资，形成来自信用评级机构、金融中介机构以及广大投资者的市场约束机制。

最后，地方政府债务风险的治本之策还在于推行地方财政自治，强化地方政府自我约束机制，在各级政府之间打造“防火墙”，其中包括：强化地方人大对地方政府举债融资的监督约束；建立地方财政局长对地方行政长官的制衡机制；引进地方政府发债的民主投票机制；以及建立地方财政的破产处置机制。

总而言之，冰冻三尺非一日之寒，地方政府债务风险的形成有其复杂成因，因此，应对之策既不能放任自流，也不可急于求成，必须长短结合、标本兼治。

中国版 QE 势在必行，但必须把好三道关

2015 年，财政部总计下达 3.2 万亿地方政府置换债券额度用以缓解地方政府债务压力，我们认为应通过实施“中国版 QE”——中央银行从金融机构手中购买地方债券来倒逼地方政府改革，同时必须把好三道关。

首先，财政部门要把好第一道关口，即地方政府债务置换关。在分配置换额度时，千万不能谁的嗓门大，谁的活动能力强，就多给谁额度！而一定要牢牢把握推进改革这一唯一标准！对于那些国有企业改革做的好，国有资产重组做的好，财政透明做的好，编制并公开资产负债表的地方政府，置换额度就多给一些，反之则少给，甚至是不给，以此来倒逼地方政府改革。

其次，金融机构要把好第二道关口，即市场关。金融机构和投资者在购买地方政府债券时，也要本着有利于改革的精神，以地方政府是否在推进改革，改革的力度如何，作为是否购买其所售债券的唯一标准。

最后，中央银行要把好第三道关口，也就是货币投放关。中央银行在决定从金融机构手中购买地方政府债券时，也必须坚持改革导向，坚持优先购买那些国企改革做的好、信息披露做的好、资产负债表编制工作做的好的地方政府所发行的地方债券。如果有中央银行做后盾，并且有明确的政策指向，那么位于前面的金融机构也就会大胆并且有选择地购买那些地方政府发行的“改革债券”了。

关键要处理好“输血”、“打麻药”与“动手术”之间的关系。面对当前经济下行、失血严重的局面，理论界存在着三种主张：一种观点主张“输血”，也就是货币、信贷、财政资金继续增加投放；另一种观点就是所谓的“新常态”，被一些人理解为不用着急，适应一下就好，有点像“打麻药”、“打止痛针”；还有一种观点主张“动手术”，也就是加快改革，尽快“止血”，如国有企业改革、地方政府改革。

如果是为了动手术，必要的输血，打点儿麻药可以理解，也是必需的，但是如果光输血，光打麻药而不去动手术，中国经济就可能出大问题。

总之，实行中国版 QE 等于“花钱买机制”，等于是为动手术而进行的输血，因此必须以促进改革为目的，以改革成败为标准，为全面深化改革“铺路搭桥”、“顺水推舟”。

中国地方政府性债务：问题与建议

刘尚希²²

全口径地方政府性债务总体情况和主要问题

（一）全口径地方政府性债务总体情况

从 2013 年 6 月底国家审计署审计结果来看，地方政府性债务分为三类：一是地方政府负有偿还责任的债务，二是负有担保责任的债务，三是承担一定救助责任的债务（**请参见相关演示文本，包括数据和图表**）。地方政府负有偿还责任债务主要发生在市级和区县级，市级占比 44.5%，县乡级占比 39.2%，而省级只占 16.3%。在借债主体方面，除地方政府负有担保责任的债务外，通过融资平台公司举借的政府负有偿还责任和救助责任的债务规模都是各借债主体中规模最大的，地方政府部门和机构是担保责任类债务负债规模最大的主体。总体来看，2015 年到期的三类债务偿债规模是 2015-2017 年中最高的。

（二）主要问题

地方政府性债务面临的主要问题是风险不透明，引发诸多的不确定性。地方政府性债务风险不透明，这主要表现在：

- 地方政府性债务数据缺乏常规性的统计和发布。
- 地方政府性债务的确认和计量缺乏具体的政府会计准则的支撑。
- 债务风险管理体系不健全。
- 债务管理制度不健全。
- 地方债务管理与预算管理不衔接。

²² 刘尚希现任中国财政科学研究院院长。

财税体制改革与健全地方债务融资体制的关系

财税体制是一个综合性概念，包括中央与地方财政关系（习惯称之为“财政体制”）、预算制度和税收制度。其中，与地方债务融资直接相关的是财政体制。从理论上讲，一个国家的财政体制包括三个要素：事权、财权和财力，与此对应形成三个方面内容：一是中央和地方事权划分，这形成各自的支出责任；二是中央和地方财权划分，包括税收、费权和产权；三是政府间转移支付。

地方政府债务融资体制以国家财政体制为基础，以中央与地方事权划分为核心。针对地方各级政府之间“怎么借”、“怎么用”、“怎么还”等具体事项的一系列制度安排，是地方债务融资体制的具体内容。从国家分级治理来看，我国有两个治理级次：国家（中央）治理与地方治理。与此相对应，财政体制有两个层次：一是国家的财政体制，界定中央与地方财政关系；二是地方的财政体制，界定地方各级政府之间的财政关系。不难看出，地方融资体制属于地方财政体制的一部分，涉及到省、市、县、乡事权划分和财政责任界定。

健全地方债务融资体制，需要从两个层次入手，一是解决中央干什么，中央不干什么的问题，从而明确地方不干什么，地方干什么的问题。二是解决省市县乡之间各自干什么、不干什么的问题。地方不是一个笼统的概念，地方作为一个相对于中央的主体，其债务分布在地方各级政府，其偿债责任也分布在各级政府。

对于地方政府性债务风险的评估

中国地方政府性债务是经过多年形成的，2008年之后加速扩大。目前中国地方政府性债务风险总体可控。

一是债务规模的增长得到了有效控制。

二是中国地方政府拥有大量的公共资源和公共资产，从资产负债表来看，负债率不高。

三是地方偿债的流动性风险通过发行置换债已经基本得以控制。2016年继续发行置换债来化解地方流动性风险。

四是经济触底回升，为地方政府债务风险的收敛提供了条件和支撑。

地方政府性债务风险总体上看是可控的。但其风险压力仍然不小，尤其是长期风险不可掉以轻心。

一是在当前经济新常态下，地方财政收入（包括土地收入）增速大不如从前，而地方政府公共责任带来的支出刚性增强，收支缺口，**地方政府财政压力在扩大。**

二是城镇化快速推进过程中的投融资任务很重，地方政府投融资创新带来的风险不可忽视，尤其是或有负债风险在加大。

三是互联网金融如 P2P，以及 PPP，融资租赁，政策性金融、地方政府性金融机构、地方政府性基金快速发展带来的风险在扩大，特别是在财政金融监管能力不足的情况下。

对策建议

（一）基本思路

- 强化依法治理。
- 完善地方政府的债务融资体制。
- 完善风险控制的制度基础设施。
- 从中长期来看，应从中央与地方分级治理的国家纵向治理结构出发，把地方层面的债务风险、财政风险和公共风险与国家层面的债务风险、财政风险和公共风险统筹考虑，分级治理。
- 5. 需要有效发挥法律控制、规则控制和市场约束的积极作用，以立法形式规范中央与地方政府的事权、产权、税权、收费权、收支范围及支出责任，逐步赋予地方政府有控制的相对完整的治理权，构建中央、地方权力机关和民众、市场共同监管的地方债务融资管理体制。

（二）具体建议

针对目前的情况，控制地方政府债务风险，要兼顾两个方面：一方面是化解地方政府债务风险不能影响稳增长的大局。另一方面，提高政府投资效率，控制政府性债务增长速度，把控财政风险。

- 要将投资与融资一体化考虑，注重投资的有效性。
- 要充分利用市场机制吸引社会投资者参与公共领域的投资。
- 深化预算改革，盘活财政存量资金。
- 加快政府会计改革，为存量债务的甄别和置换提供科学依据。
- 加强对地方政府债务风险的预警管理和危机管控预案的建设。

圆桌总结

继续完善国际货币体系 妥善解决中国杠杆率过高问题

易纲²³

关于国际货币体系，人民银行易纲副行长表示，在当前全球经济复苏乏力和市场波动加剧、风险上升的背景下，增强国际货币体系对于促进全球经济增长和金融稳定至关重要。中国在担任 G20 主席国期间重启了国际金融架构工作组，从五个方面推动了相关工作，包括份额和治理结构改革、完善主权债重组机制、应对资本流动波动、完善全球金融安全网和增强特别提款权（SDR）的作用，提出了进一步完善国际货币体系的改革思路，目前上述议题均已经取得了重要进展。

关于债务和去杠杆问题，易行长强调，解决中国杠杆率过高问题应注意以下几点：一是完善法律框架和指导原则，包括完善合同法、证券法、破产法等，按法制化原则实现市场出清。通过营造良好的法律环境，稳定预期，提高效率。二是严格的财政纪律。使每个企业对自己负责，建立预算硬约束。市场经济的本质就是每个市场主体需要对其自身行为负责，这是最重要的，否则就会产生道德风险。三是更多地通过市场化的方式，减少行政干预，同时提高直接融资比重，鼓励企业更多的采用股权方式向社会资本融资，这一方面有助于降低企业杠杆率，另一方面也有助于完善企业公司治理结构。未来，中国将继续采取审慎的宏观政策，保持总体杠杆率的基本稳定，再逐步地降低杠杆率，综合考虑政府、企业、家庭以及社会总体杠杆率，寻找最优方案妥善解决问题。

²³ 易纲现任中国人民银行副行长。

关于中国高杠杆率的三个问题

黄益平²⁴

高杠杆率被广泛认为是中国经济面临的一个主要风险。多家评级机构因此下调了中国主权债券的评级展望。中国政府也将去杠杆确定为其在 2016 年的五大政策优先任务之一。

在这方面似乎存在广泛的共识，特别是关于信贷快速扩张以及杠杆率总体高企的风险问题。不过，很多假设和结论并未得到认真的审视。今天我想提出三个问题供大家讨论。

首先，多高才算“过高”？

Reinhart 和 Rogoff 曾提出过警告：如公共债务与 GDP 的比率超过 90%，则 GDP 增长率会从 2.8% 下滑至 -0.1%。事实证明这一计算并不准确，当然，增长率仍会下滑，但是从 2.8% 降至 2.2%。这个简单的例子表明，虽然我们都清楚高杠杆率可能带来的风险，但我们可能无法准确预测“高杠杆率”会导致多么严重的损害。

在讨论中国高杠杆率问题时，最常用的指标是 M2 与 GDP 的比率以及非金融公司债务与 GDP 的比率。这两者目前分别为 200% 和 240%。

这两个指标显然具有一定意义，因为 M2 和非金融公司债务为存量变量，而 GDP 为流量变量。但这些指标有多大的意义？这是个重要的问题，特别是当所讨论的国家在储蓄率、GDP 增速以及财政余额方面存在极大差异时。

例如，中国的公司债务与 GDP 的比率目前为 160%。该比率在全球金融危机之后急剧增长，也是令国际资本市场担忧的一个关键原因。但自 1998 年以来，制造业平均的债务与股本比率却呈现稳步下降的趋势。显然，有时使用 GDP 或股本作为分母，会在杠杆率方面显

²⁴ 黄益平现任北京大学国家发展研究院教授。

现出截然不同的情形。我们担心高杠杆率，归根结底是担心违约风险。而决定一个经济主体偿债能力的因素，首先是现金流，之后是资本。

从定义上看，一个经济体中，如银行占据金融体系的主导地位，则可能具有较高的杠杆率。这也是中国的 M2 与 GDP 的比率高于美国但低于日本的原因。在这个意义上，如果我们不希望看到较高的 M2 与 GDP 的比率，也就相当于说银行主导的金融体系没有市场主导的金融体系优越。但这种说法是否适当？

因此，简单的跨国比较有一定价值，但要在掌握充分信息的基础上判断高杠杆率的潜在风险，我们还需要考虑很多特定国家甚至特定公司的具体因素，例如经济活力、金融体系结构以及制度安排。

其次，杠杆是否一定不好？

金融的实质就是杠杆。金融之所以能够促进增长、提高收入并改善福利，所依赖的就是杠杆。但高杠杆率会导致资产泡沫、效率低下以及金融危机的风险。

如信贷或债务持续快速扩张，则我们当然有担心的理由。较重的债务负担会对盈利能力和现金流造成不利影响，而且快速的信贷增长常常伴随着分配不当和资产泡沫的问题。不过，区别良好和有害的杠杆也很重要。

中国非金融公司债务与 GDP 的比率高于大多数发展中国家，但所处区间与很多发达经济体的类似。大多数债务集中在公司部门内。而对于政府和家庭而言，杠杆率仍处于较低的水平。政府健康的资产负债表可为去杠杆政策赢得一些时间。

从地理分布看，杠杆率在西部和沿海地区均较高。但与在前者中的相比，杠杆在后者中更具生产力，也就是推动更多的经济增长。

在公司部门内，杠杆率在国有部门呈上升趋势，但在私人部门却在下降。同时，私人公司的偿债能力，如以息税前利润与利息还款额的比率衡量，远比国有企业的能力强。

资本密集型重工业部门的公司杠杆率最高。该部门内僵尸企业的比例也最高。矿山开采、重工业以及房地产开发行业的杠杆率近年来上升得极其迅速。

因此，这可能在总体上是一个高杠杆率的问题，但在经济体的某些部分，问题的严重性要高出很多。

第三个问题是如何去杠杆？

历史上，最成功的去杠杆案例都发生在金融危机之后，也就是说大多属于被迫进行的去杠杆。我们可以从历史经验得出的启示是，对于去杠杆而言，执行市场纪律可能比总债务方面的监管更为重要。

不管我们是否愿意，在可预见的未来，M2 与 GDP 的比率以及非金融公司总债务与 GDP 的比率仍将继续增加。目前无法想像 M2 或总债务很快会以低于名义 GDP 的速度增长。事实上，如收紧 M2，则名义 GDP 的增速便会由于较低的通货膨胀率而降低，反而会导致 M2 与 GDP 比率升高。这至少部分解释了中国杠杆率近期的快速上升。

当然，发展多层次的资本市场，特别是股本投资市场，是在总体层面上去杠杆的一个可行策略。政府最近推出的债务换股本计划也可达到同样目的。但这些政策仍需很长时间才能产生实质影响。

不过，在微观或部门层面上，仍有采取政策行动的广阔空间。从上面的讨论可以看出，鼓励去杠杆的政策行动应侧重于公司部门、内陆省份、矿山开采、重工业和房地产开发行业，以及国有公司。

政府担心的是金融不能有效地支持实体经济。其中一个原因是，大量资金仍在流向杠杆率高企的僵尸企业。政府若能真正开始重组僵尸企业，便可降低公司杠杆率，并强化金融对于实体经济的支持。

如果不执行市场纪律，只是简单地收紧货币供应或总债务，则会再次降低杠杆质量，也就是进一步增加有害的杠杆。这是因为有害的杠杆常常得到政府的隐性支持或担保，对于金融机构反倒具有更高的吸引力。

政府和家庭仍有提高杠杆率的空间。但简单地将债务从公司部门转移给政府和家庭并非明智之举。这可能是政府进行再杠杆化的最后

机会，但应以两个条件为基础：一是执行市场纪律；二是创造新的增长源。

如果我们无法确信作为一项风险管理策略的市场纪律在金融机构、公司和地方政府间得到了有效执行，那么就应做好应对最坏情景的准备，它可能是韩国式的金融危机，抑或是日本式的经济停顿。

圆桌会议发言

李昌镛²⁵

今天联合会议的重点是与中国相关的三个关键问题：（1）如何加强国际货币体系；（2）如何解决居高不下且不断上升的企业杠杆，及（3）如何应对地方政府债务。

我想主要就公司债务和杠杆问题谈谈我的看法。对于中国来说，这确实是一个需要关注和全面分析的重要问题。

今天的讨论表明，与会者基本认同中国企业部门的基本面一直在恶化，且信贷增长过快，需解决不断上升的企业杠杆。许多发言人强调指出，根据国际经验，快速信贷扩张伴随着巨大风险。事实上，相当大比例的高信贷增长国家最后都以金融危机告终，且几乎所有国家在信贷繁荣后都经历了经济增速的大幅放缓。

鉴于以上看法，出现的问题是如何处理快速的信贷增长和高杠杆问题，中国能设计出一个“美丽的”去杠杆过程吗？我们的讨论表明，没有一个简单的答案，这需要一个全面的债务重组战略。此战略首先要求承认债务问题，利用市场原则，并同时确保金融稳定。就中国而言，还要求加强破产框架。让我简要讲一讲这些问题：

- 虽然中国可能不需要开展本世纪初那种大规模的企业重组，但很重要的是应选定一些案例，展示中国的政策将解决这些紧迫问题。在这些案例中，不应仅仅关注财务重组（包括通过债转股等工具），更重要的是应聚焦运营重组，确保重组后企业（特别是国企）未来的盈利能力。
- 先前中国已在法院内重组方案上取得了进展，但还需建立一个良好运行的法院外处置机制。在这一领域，基金组织可通过提供技

²⁵ 李昌镛是基金组织亚太部主任。

术援助予以支持。另外重要的是，还应为金融机构建立处置框架。

- 不良贷款的处置应依靠市场化的定价机制。
- 为支持企业重组，将充分的社会安全网落实到位十分重要。
- 以上列出的要点将帮助解决债务存量问题，但解决流量问题也十分重要，如通过抑制信贷的快速增长。在这方面，中国应保守地设定经济增长目标，避免注入过多流动性的任何需要。
- 推迟企业重组反过来将给经济带来长远的影响，即便在短期内也是如此，包括通过贬值压力加剧和资本外流上升。

当然，重要的是要考虑到中国的独有特点。中国主权资产负债表依然强劲，具有较高的国民储蓄率，大部分债务为内债，而且资本市场尚不发达。这并不意味着中国没有问题，而是意味着缓冲依然强劲，尽管在减弱。

要找到合适的解决方案，不仅需要有一个坚实的概念框架，而且还需借鉴现实世界的经验。而且同样重要的是，从一开始就考虑到政治经济问题，因为问题本身很复杂，且方案的执行会带来挑战。除其他考虑因素之外，还包括地区/产业方面的问题以及之前提到的冗员的社会层面问题和金融体系面临的风险。

由于债务处置是一个复杂的问题，且能影响到许多不同的政府机构，加强跨机构协作至关重要。有鉴于此，可以考虑建立一个制度化的合作框架（可能在未来五年左右）。

随着中国正持续推进改革计划，基金组织随时准备通过政策咨询和技术援助提供帮助。

闭幕发言

闭幕发言

马库斯·罗德劳尔²⁶

易副行长、朱副部长，尊敬的科勒德克、各位嘉宾、女士们和先生们：

在本次会议结束之际，首先我要感谢所有发言者和与会者的参与。今天是忙碌和富有成效的一天，我们能够在中国和国际专家之间以及政府机构之间共享经验和看法。这是同事和朋友之间如何进行开诚布公的对话，从而找到解决复杂问题的实际方案的一个真实例证。

我想就今天与中国未来发展路径有关的主要议题说几点我的看法。

发言者均强调，目前的**国际货币体系**（IMS）表现良好；但大家也一致认为，鉴于全球经济在不断变化，需要不断检查现有的规则、惯例和体系。在过去几十年里，世界经历了日益加深的全球贸易和金融一体化，使数以百万计的人口得以脱贫；中国无疑是非常成功的故事之一。但是，更加一体化的全球经济同时也带来更大的风险和溢出影响。正如 Alfred Kammer 所言，“部分由于全球经济失衡、监管漏洞和全球流动性挑战，国际货币体系存在一些漏洞”，这些需予以解决。朱女士在今天的发言中强调，中国非常欢迎就如何加强全球金融体系展开讨论，包括通过加强区域安全网、增加使用特别提款权以及更多地进行政策协调等措施；中国将与 20 国集团及基金组织合作，提出具体的解决措施。

今天讨论的重点还包括**信贷繁荣和去杠杆化**等重要问题。在这里，国际证据是明确的，经历快速信贷扩张的国家很容易受到银行业危机或增速放缓的影响。

²⁶ 马库斯·罗德劳尔现任基金组织亚太部副主任。

中国可以从这些跨国经验中得出哪些重要体会呢？

与会者一致认为，杠杆导致脆弱性累积上升。有些与会者提醒我们你们自己的国家在去杠杆化过程中的痛苦经历，中国当然可以从中汲取经验教训。我的感觉是，大家对于采取积极主动和正面方式解决这个问题有着广泛的共识。

当然，重要的还需要注意**中国的不同特点**。中国有着较高的国民储蓄率和健康的家庭资产负债表。同时，大部分债务是国内债务，尽管政策缓冲有所减弱，但仍然强劲。通过资本市场加深直接融资的作用也尚有空间。改革的过往表现为我们提供了一定程度的信心，相信中国可以管理好转型。

与会者还一致认为，政策制定者需采取一项**全面战略**，以解决不断上升的企业杠杆率。这将需要一个全系统解决方案的一致框架。关键要素包括：（1）确定哪些企业可以生存，哪些无生存能力，并让后者退出市场；（2）必要时，通过损失确认和银行资本重组解决债务积压问题；以及（3）通过加强财务纪律和解决隐性担保硬化预算约束。易纲副行长恰当地提醒我们，该战略需要基于市场的原则。

如 Sean Hagan 所说的，此过程需要**支持性措施**，加强法律框架，促进企业重组非常重要。从宏观角度看，政策制定者需采取配套政策，最大程度地减少对经济增长和就业造成的短期不利影响。我们还高兴地听到财政部朱副部长表示 1000 亿人民币的重组基金将在通过加强社会安全网促进重组进程中发挥重要作用。

与此同时，许多与会者表示**地方政府债务**也迅速增加，虽然总体债务存量目前尚可控制。但是，重要的是要继续加强预算框架，以管理政府财政和地方政府债务。

此项任务无疑是复杂的，并具有挑战性。因此，确保**跨机构的密切协调和信息共享**至关重要。在这方面，此次会议表明，来自不同机构的同事汇聚一起可以分享好的做法和经验，并促进建立共识。基金组织和其他国际组织在技术援助和培训领域可以提供帮助。基金组织资本与市场部及法律部的同事随时准备提供帮助。

我确信，还有其他一些重要问题值得进一步分析和讨论。我也相信，会议之后与会的每个人仍将进一步分享看法。为了保留今天非常丰富的讨论成果，我建议将大家的发言稿和发言提纲整理成一份**概要（电子书）**，并在我们的会议网站上公布，类似于过去几年举行货币框架和资本账户放开的联合会议之后发表的出版物。

最后，请允许我**再次感谢中国人民银行**联合举办此次会议。这是**第四次联合会议**，我已经开始期待明年的活动。随着中国继续融入全球经济，并在未来几年实施其改革议程，请相信基金组织将随时准备向中国提供任何有益的援助和咨询。

发言人简介



易纲，中国人民银行副行长。

易纲博士于 1986 年获得伊利诺大学经济学博士学位。1986 年至 1994 年任教于美国印第安那大学经济系。1994 年与他人共同组建了北京大学中国经济研究中心（CCER），并担任该中心的教授至今。

他于 1997 年加入中国人民银行，历任中国人民银行货币政策委员会秘书长、货币政策司司长。2007 年 12 月任中国人民银行副行长，2009 年 7 月兼任国家外汇管理局局长。2015 年 12 月任中国人民银行副行长。

他的研究领域包括货币、银行和中国经济。



陈雨露，男，1966 年 11 月生于河北省，汉族，中共党员。现任中国人民银行党委委员、副行长，教授。兼第十二届全国人大代表，第七届国务院学位委员会委员。中国金融学会副会长。荣获首届教育部全国高校青年教师奖、全国优秀博士学位论文指导教师奖；人事部“新世纪百千万人才工程”国家级人选。

主要研究领域为开放经济下的宏观金融理论与政策，代表著作包括：《大金融论纲》、《现代金融体系下的中国金融业混业经营：路径、风险与监管体系》、《世界是部金融史》等。



朱光耀，博士生导师，现任财政部副部长、党组成员。

1982 年，毕业于北京商学院，获学士学位，1985 年毕业于财政部财政科学研究所研究生部，获经济学硕士学位。

1988 年至 1992 年任财政部财政科学研究所科研组织处副处长，1992 年至 1993 年任财政部世界银行司工业处副处长，1993 年至 1994 年任财政部世界银行农业处处长，1994 年至 1996 年任中国驻世界银行董事顾问、副执行董事，1997 年至 1998 年任财政部债务司副司长，1998 年至 2001 年任财政部国际司司长，2001 年至 2004 年任中国驻世界银行执行董事，2005 年至 2007 年任财政部国际司司长，2007 年至 2010 年 5 月任财政部部长助理、党组成员，2010 年 5 月至今任财政部副部长、党组成员。



张涛目前是中国人民银行条法司司长。他自 2004 年加入中国人民银行以来，先后担任过许多重要部门的负责人，工作领域涉及金融研究、调查统计、国际事务和金融法律。加入中国人民银行前，他曾长期在世界银行和亚洲开发银行工作。2011—2015 年期间，他出任中国驻 IMF 执行董事。

张涛拥有北京清华大学学士和硕士学位；美国加利福尼亚大学（圣克鲁斯）国际经济学硕士学位和博士学位。



宣昌能，博士生导师，研究员，现任中国人民银行金融稳定局局长兼人民银行全面深化改革领导小组办公室主任。先后毕业于中国科技大学、美国德克萨斯大学（奥斯汀）、美国宾夕法尼亚大学并获得学士、金融学博士和法学硕士学位。2000 年回国前任职于美国 JP Morgan 银行，任衍生产品领域高级分析师；2000 年至 2004 年就职于中国证监会，任机构监管部副主任；2004 年至 2006 年任建设银行董事会秘书，全面参与建设银行重组、改制和上市的各项工。2008 年任中国人民银行金融研究所所长，2009 年起任现职，期间组织推动建立存款保险制度、政策性金融机构改革、农行三农金融事业部改革等重大金融改革工作，推动化解汕头商行、河北省蠡县农村信用社等区域性金融风险，代表人民银行参加金融稳定理事会（FSB）、巴塞尔银行监管委员会（BCBS）等国际组织的有关国际会议，参与国际金融监管改革和稳健标准的制定工作，还作为中国金融部门评估规划（FSAP）工作小组组长全面负责了中国首次 FSAP 评估的组织和协调工作，在金融改革、防范化解系统性和区域性金融风险、维护金融稳定方面积累了丰富的理论和实践经验。

朱隽，中国人民银行国际司司长



朱隽女士于 1993 年加入中国人民银行，之后担任过各种职务。在行长办公室工作之后，朱女士于 1997 年加入国际部，先后在国际清算银行处和研究处工作。2006 年，她担任研究处处长，2009 年任国际司副司长，2015 年，她被任命为国际司司长。1999 年 3 月至 10 月，借调工作于国际清算银行。2003 年 9 月，她重返国际清算银行，任经济学家，直到

2005 年 12 月。1989 年，朱女士毕业于北京大学，获经济学学士学位，1993 年，获得北京大学经济学硕士学位。



马骏现任中国人民银行研究局首席经济学家。2000-2014 年初在德意志银行任职，曾担任德意志银行大中华区首席经济学家、首席投资策略师、董事总经理。1992-2000 年间在世界银行和国际货币基金组织工作，曾任经济学家和高级经济学家。1988-90 年间为中国国务院发展研究中心研究人员。

马骏博士于 1994 年在美国乔治城大学获经济学博士学位，1988 年在复旦大学获管理学硕士学位。研究领域包括宏观经济、货币和金融政策、环境经济等。发表了数百篇文章和十一本著作。



艾明于 1996 年加入中国人民银行，之后担任过各种职务。在河北分行工作之后，她于 2001 年加入国际司，先后在中央银行合作处、综合处和国际货币基金处工作。2012 年 11 月任中国驻国际货币基金组织执董办高级顾问，2015 年 7 月返回国际司任国际货币基金处处长。艾女士 1996 年毕业于中国人民大学，获得经济信息管理专业学士学位，2007 年获得哥伦比亚大学经济政策

管理 MPA 学位。



王卫星，现任财政部政策研究室主任，经济学博士学位。1997 年任财政部预算司副司长，2003 年任财政部预算司巡视员，2009 年任国务院农村综合改革工作小组办公室主任。从事 30 多年预算和财政管理工作，具有扎实的理论功底和丰富的业务经验，主持翻译了《公共支出管理手册》、《当代公共支出管理方法》、《公共支出管理》等书籍，出版了《政府预算管理程序与方法研究》等专著。



王克冰，现任财政部预算司副司长，管理学博士。长期从事预算管理和财政法制工作，曾任天津市财政局预算处处长、副局长，财政部条法司副司长。



肖远企，汉族，中共党员，1966年4月生，湖南衡阳人，研究员职称，现任银监会审慎规制局局长。

1990年3月参加工作后，先后在中国人民银行外事局、外资金机构管理司、银行一司从事外事及中外资银行的监管工作。银监会成立后，先后在银行监管三部、二部、一部工作，曾任三部世界贸易组织（WTO）处处长、广东银监局副局长、重庆银监局

局长。

工作期间参与过银行改革和开放的重大决策研究与实施，并主持或参与过许多重要法规的起草与制定工作。对国内外金融、经济有许多创新性研究，发表专业论文数十篇，出版专著多部，主要有《金融结构与金融发展》、《证券市场与金融机构》、《战略与战略管理》、《在华外资银行发展》、《银行监管的国际比较研究》等。



刘春航，英国剑桥大学发展研究学硕士、博士，美国哈佛商学院工商管理硕士。现任中国银监会政策研究局局长。

2006年进入银监会，先后任统计部副主任、主任，研究局局长。自2011年起，担任金融稳定理事会监管合作常设委员会成员，参与金融危机后国际金融改革政策讨论和研究工作。2012-2015年，担任巴塞尔委员会杠杆率工作组主席，负责巴塞尔 III 协议中杠杆率标准的制定工作。自2015年起，担任巴塞尔委员会监管与实施委员会主席。曾先后供职于摩根士丹利、麦肯锡咨询公司、北京大学中国产业发展研究中心等机构。

出版学术专著包括《解密巴塞尔—简析国际银行监管框架》、《跨国公司战略与中国本土企业的发展》（2015）、《Multinationals,

Globalisation and Indigenous Firms in China》(2009)等。现任《金融监管研究》主编，先后在《金融研究》、《国际金融研究》、《中国金融》、《上海金融》、《比较》等期刊公开发表论文十余篇，并作为主要执笔人参加了近十项国家级重点课题以及国际监管机构研究报告的起草。



李文红，中国银监会业务创新监管协作部副主任（主持工作），研究员。中国人民银行研究生部经济学博士、金融学硕士，澳大利亚国立大学经济学硕士，中国人民大学工学学士。曾到巴塞尔银行监管委员会金融稳定学院借调工作、在中国银行风险管理部挂职副总经理。现为巴塞尔银行监管委员会流动性工作组联席主席、宏观审慎监管工作组成员，曾为巴塞尔委员会逆周期资本工作组和有效银行业监管核心原则修订

工作组成员及金融稳定理事会澳大利亚国别评估小组成员。曾担任中国银监会银行业改革办公室、金融稳定与核心原则评估工作组、国际新监管标准规划实施工作组、新资本协议项目研究和规划项目组等工作组项目负责人，参与《银行业监督管理法》制定和《商业银行法》修订，牵头制定流动性风险管理、杠杆率监管、市场风险管理、资产证券化业务和外资银行监管等多项监管法规指引，主持宏观审慎监管、系统重要性机构监管、逆周期政策等多项重大课题研究和制度建设，发表专著-《宏观审慎监管框架下的逆周期政策研究》，并在核心刊物发表多篇学术论文。



魏加宁是国务院发展研究中心宏观经济研究部巡视员、研究员。他在国务院发展研究中心有着资深的履历，主要从事宏观经济研究工作。他于1991年加入宏观经济研究部，并于2013年成为宏观经济研究部巡视员。魏先生曾与许多杰出经济学家合作并发表成果，包括吴敬琏、孙尚清先生等。他的研究成果丰富，在宏观经济政策、金融风险和监管、地方政府融资的财政问题等方面都有著述，并成为政府政策设计的依据。2014年他出版

了一本关于解决地方政府债务风险和新的地方融资途径的著作。他曾在中国社会科学院获得经济学博士学位。



刘尚希，经济学博士。现为中国财政科学研究院研究员、博士生导师，党委书记、院长，国务院政府特殊津贴专家，国家“百千万人才工程”国家级专家。2015年参加李克强总理主持的经济形势分析专家座谈会、张德江委员长主持的全国人大党组财税改革专题集体学习座谈会。2016年1月参加俞正声主席出席的全国政协宏观经济分析会并特邀发言。社会兼职有：国务院教育咨询委员会委员、国务院

医改咨询委员会委员、国家社会科学基金学科评审组专家、中国财政学会副会长兼秘书长、国家减灾委员会专家委员会专家、国家税务总局特约税收评论员、中国改革研究会等研究机构的特聘研究员、北京市人大常委会预算监督顾问、广东省政府咨询顾问、湖北省政府咨询顾问等。曾经担任国家重大科技专项论证专家、国家新型农村合作医疗技术指导组成员、国家重大科技基础设施规划总体专家组成员等。

对收入分配、公共风险、财政风险、公共财政、宏观经济、公共治理等问题有创新性的探索成果，其代表作有《收入分配循环论》、《财政风险及其防范的研究》、《或有负债：隐匿的财政风险》、《宏观金融风险与政府财政责任》、《公共风险视角下的公共财政》、《税收与消费》、《税收与民生》、《科技与经济融合》等著作；以及《财政风险：一个分析框架》、《论公共风险》、《论转移支付的分类》、《农民“就业状态”：中国改革发展成败的决定性力量》、《公共化与社会化的逻辑》、《以人为本的财政观：民生财政》、《经济发展方式转换滞后是当前宏观经济问题的根源》、《消费率、经济脆弱性与可持续发展的风险》、《基本公共服务均等化：目标及政策路径》、《基本公共服务均等化与政府财政责任》、《中国：城镇化对政府间财政关系的挑战》、《以新型城镇化为基点的公共治理改革》等论文。



黄益平，北京大学国家发展研究院金光经济学讲席教授、副院长和北京大学互联网金融研究中心主任。目前还担任中国人民银行货币政策委员会委员，同时兼任澳大利亚国立大学 Crawford 公共政策学院 Rio Tinto 中国经济讲席教授，中国金融 40 人论坛成员，中国经济 50 人论坛成员，英文学术期刊《China Economic Journal》主编和《Asian Economic Policy Review》副主编。主要研究领域为宏观经济、金融改革与国际金融。曾经担任国务院农村发展研究中心发展研究所助理研究员、澳大利亚国立大学高级讲师和

中国经济项目主任、哥伦比亚大学商学院 General Mills 经济与金融国际访问教授、花旗集团董事总经理/亚太区首席经济学家、Serica 投资基金董事、财新传媒首席经济学家，巴克莱董事总经理/亚洲新兴市场经济首席经济学家，以及中国人寿股份有限公司、五矿信托有限公司和阿里巴巴主导的网商银行的独立董事。获得澳大利亚国立大学经济学博士、中国人民大学经济学硕士和浙江农业大学农学（农业经济学）学士。



李稻葵，清华大学经济管理学院弗里曼经济学讲席教授，清华大学经济管理学院中国与世界经济研究中心 (CCWE) 主任，清华大学苏世民学者项目主任，现任第十二届全国政协委员。他同时担任中德经济顾问委员会顾问委员，“达沃斯”世界经济论坛议程委员会委员，中国世界经济学会副会长，并担任《经济研究》、《世界经济》等杂志编委，中国体制改革研究会特聘研究员，中国中央电视台特邀评论员等职务。曾任中国人民银行货币政策委员会委员、世界银行顾问、中国留美经济学会（CES）会长（2001-2002）。

李稻葵 1985 年毕业于清华大学，获得学士学位。1992 年获得哈佛大学经济学博士学位，师从经济学诺贝尔奖得主艾里克·马斯金（Eric Maskin）、安德烈·史莱法（Andrei Shleifer）及雅诺什·科尔奈（Janos Kornai），专攻比较经济制度、经济理论、公司金融。李稻葵教授曾任教于美国密歇根大学经济系及香港科技大学，担任斯坦福大学胡佛研究所国家研究员。



乔纳森·安德森，新兴顾问集团总裁。该公司位于中国，主要从事新兴市场的宏观咨询服务，服务对象为全球的基金管理行业和金融业。在成立新兴市场咨询公司之前，乔纳森曾任瑞银投资银行全球新兴市场部经济学家。他也曾就职于高盛和国际货币基金组织，曾担任驻中国及俄罗斯代表。乔纳森拥有哈佛大学经济学文学学士学位及博士学位，俄语及中文流利。



谢商真，新加坡金融管理局助理行长和市场与投资司司长，负责货币政策的实施（主要通过外汇市场）、保障货币市场稳定和正常运转、发行新加坡政府债券、管理外汇储备等。2013年9月谢先生就任现职，此前曾负责银行、宏观经济监督、审慎政策等相关司局工作。2011年5月至2013年4月，谢先生任国际货币基金组织东南亚执董。1995年至2003年，谢先生为新加坡政府行政服务官。



乔瓦尼·阿里恰，现任基金组织研究部副主任，负责监督宏观金融处的工作。此前，他曾在基金组织亚太部工作。他的研究领域包括：银行业、信贷的宏观经济学、货币政策、国际金融、国际贷款和援助项目条件等，相关研究成果刊登于主流经济金融期刊。阿里恰先生拥有麻省理工学院博士学位，是罗马大学优等生（最优等成绩）。他是经济政策研究中心研究员。



肖恩·哈根现任国际货币基金组织法律总顾问和法律部主任。在此职位上，他向基金组织管理层、执董会和成员国提供咨询，内容涉及基金组织各项业务中的法律问题，包括监管、顾问和贷款职能等。哈根先生就基金组织法律以及关于预防和解决金融危机的法律问题发表了大量文章，重点关注破产和债务（包括主权债）重组。在基金组织工作之前，哈根先生曾先后于纽约和东京的

私人部门工作。他于乔治城大学法律中心获得法学博士学位，于伦敦政治经济学院获得国际政治经济学理学硕士学位。

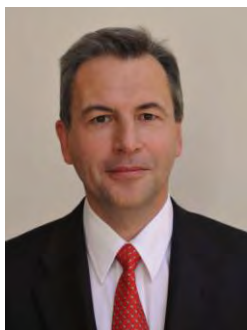


郝福满，荷兰籍，世界银行东亚与太平洋地区中国、蒙古和韩国局局长，2014 年起常驻北京。这是他自上世纪 90 年代初以来第三次从事有关中国的工作。他领导着一支管理世行最大贷款组合的团队，并指导中蒙两国内容广泛的分析咨询项目以及与韩国日益扩大的知识合作。

在任现职前，郝福满于 2011-2014 年担任世界银行东亚与太平洋地区首席经济学家兼新加坡办公室主任。作为地区首席经济学家，他率领团队分析该地区的主要发展趋势和政策问题。作为新加坡办公室主任，他协助建立了与新加坡政府在扩大新兴市场基础设施投资领域的合作伙伴关系。在新加坡任职前，郝福满担任菲律宾国别局局长，主管世行在菲律宾不断扩大的贷款业务并为菲律宾政府提供咨询服务。

郝福满在世界银行工作逾 23 年，其中 18 年在东亚地区，积累了丰富的经验。在此期间，他曾任世行中国首席经济学家和印尼首席经济学家、蒙古和纳米比亚的国别经济学家，早年还曾从事巴西、南非、蒙古、赞比亚和纳米比亚等国的有关工作。在加入世行之前，郝福满曾在德国基尔世界经济研究所、经济合作与发展组织（OECD）巴黎总部以及荷兰 NMB 银行（现为荷兰国际集团简称 ING）工作。

郝福满拥有荷兰鹿特丹大学的经济学学位，并曾就读于德国基尔大学。



阿尔弗雷德·卡默，国际货币基金组织战略、政策和检查部副主任，负责战略与监督相关工作。此前，他曾任中东和中亚部副主任，负责区域经济发展和金融部门事务；任技术援助办公室主任，就技术援助运作向管理层提供建议，负责为能力建设筹集资金并开展全球合作；任副总裁顾问，就一系列国家、政策、战略问题提供建议。上世纪 90 年代末，卡默先生曾任基金组织驻俄罗斯代表，并任俄罗斯央行第一副主席顾问。1992 年加入基金组织以来，卡默先生的工作还涉及欧洲、中亚、非洲的多个国家和一系列

政策和战略事务。他在纽约州立大学奥尔巴尼分校获得经济学学士学位，在德国基尔世界经济研究院、洛杉矶的南加利福尼亚大学获得硕士学位。



金容範博士于 2015 年 11 月 9 日获任韩国金融委员会事务处长，负责韩国最高金融当局间的职能协调与指导工作。此前，他曾出任证券期货委员会常务委员，负责维护韩国资本市场的公平和秩序。

金容範于 1986 年开始在政府工作，此后曾担任一系列要职，包括财政经济部银行体系处处长、韩国总统办公室经济政策副秘书长、韩国邮政保险部主任、金融委员会金融政策局和资本市场局局长。2000 年，金容範离开政府部门，并在四年半时间里出任世界银行高级经济学家，主要研究中国经济。2010 年，他曾出任韩国二十国集团首尔峰会管理委员会全球金融架构局局长。

作为经济专家，金容範博士在国际事务方面拥有丰富知识，对金融市场也深有见地。

金容範博士以优等生成绩毕业于首尔国立大学，获得经济学学士学位；在乔治华盛顿大学获得经济学博士学位，获富布赖特奖学金。



格热格什·科沃德科教授，知识分子、政治家，波兰改革的主要设计者之一。曾任波兰副总理（1994-1997 年）和财政部长（2002-2003 年）。欧洲艺术、科学和人文科学学院院士。科兹明斯基大学转型、一体化和全球化经济研究中心（TIGER，www.tiger.edu.pl）的创立者和主任。著有多篇研究论文及以 26 种语言出版的多部书籍。全球引用最广泛的波兰经济学家。马拉松选手，世界旅行家，游历 160 多个国家。



沃依切赫·马利泽夫斯基，基金组织亚洲及太平洋部中国工作组的高级经济学家。此前曾任职欧洲部，在希腊和冰岛工作组工作，在此之前还任职基金组织的多个职位，包括在财政事务部工作 4 年。马利泽夫斯基先生的研究领域主要为货币政策和结构性改革，曾发表多篇文章。他拥有伦敦政治经济

学院的博士和理学硕士学位，萨塞克斯大学及华沙大学的文学硕士学位。马利泽夫斯基先生出生并成长于波兰。



李昌镛于 2014 年 2 月出任国际货币基金组织（基金组织）亚洲及太平洋部主任并任职至今。

在基金组织工作之前，李昌镛曾任亚洲开发银行（ADB）首席经济学家。他曾担任 ADB 经济与发展趋势问题的首席发言人，并负责经济与研究部的管理工作。

李昌镛博士曾担任韩国二十国集团峰会管理委员会秘书长。在韩国金融服务委员会任职之前，李昌镛博士是首尔国立大学经济学教授，罗切斯特大学助理教授。他经常积极为韩国政府提供政策建议，包括总统办公室、财政经济部、韩国央行、韩国证券集中托管公司和韩国发展研究所等。

李昌镛博士的主要研究方向包括宏观经济学、金融经济学以及韩国经济等，并在上述领域发表多篇报告。李昌镛博士拥有哈佛大学经济学博士学位、首尔国立大学经济学本科学位。



马库斯·罗德劳尔现任国际货币基金组织亚洲及太平洋部副主任。除了其他领导职责之外，主管基金组织中国区事务，近年来承担了与中华人民共和国的第四条年度磋商工作。之前在基金组织担任的职务包括人力资源部副主任，西半球部副主任，亚洲、欧洲和南美洲诸多国家的代表团团长，以及基金组织驻波兰和菲律宾代表。加入基金组织之前，罗德劳尔先生曾供职于奥地利外交部。在学术背景方面，曾获得法律、经济和国际关系等多个学位。



拉特纳·萨赫，国际货币基金组织（基金组织）货币与资本市场部副主任，负责制定部门的战略重点、牵头重要政策论文与项目以及本部门的预算及人力资源管理等工作。近期项目包括在非常规货币政策和全球溢出、金融深化、普惠金融等领域开展研究。曾担任斯坦利·费希尔（第一副总裁）和迈克尔·穆沙与肯尼斯·罗格夫（均为基金组织经济顾问）的顾问。她曾于主流期刊发表大量金融部门相关文章，包括金融市场溢出影响与金融危机、通货膨胀、经济增长、财政政策与债务可持续性以及转型经济体等。她曾于德里大学、哥伦比亚大学和纽约大学执教，拥有纽约大学经济学博士学位。

她曾于主流期刊发表大量金融部门相关文章，包括金融市场溢出影响与金融危机、通货膨胀、经济增长、财政政策与债务可持续性以及转型经济体等。她曾于德里大学、哥伦比亚大学和纽约大学执教，拥有纽约大学经济学博士学位。



席睿德现任国际货币基金组织驻华首席代表，曾任亚洲及太平洋部处长，负责协调快速增长的东南亚低收入国家（前沿经济体）的工作，并曾率团访问越南。他曾任基金组织西半球部处长，负责拉丁加勒比及东加勒比货币联盟事务。其间，他谈判达成一项高额度备用

贷款安排（其中包括东加勒比货币联盟的一个成员国的债务重组和债转股安排，以及为萨尔瓦多达成 8 亿美元的预防性备用安排）。此外，他还曾任中美洲、巴拿马和多米尼加共和国地区常驻代表，并曾在基金组织欧洲部工作过。他在哈佛大学肯尼迪政府学院讲授国际贸易和金融，撰写和编辑了许多书籍和文章，包括最近出版的一本关于东加勒比货币联盟的手册。他的主要研究领域是经济一体化以及宏观经济和金融之间的联系。



莫里茨·舒拉里克，波恩大学经济学教授，经济政策研究中心及德国经济信息研究会研究员。2015—2016 年，任巴黎政治学院阿尔弗雷德格·罗塞尔教授。此前，曾于柏林自由大学任教，在纽约大学和剑桥大学任访问学者。研究方向为宏观经济、国际经济和经济史的交叉领域，曾在

《美国经济评论》、《货币经济学杂志》、《国际经济学杂志》、《经济学与统计学评论》、《货币、信贷和银行》等杂志上发表多篇研究成果。

Schularick 目前的研究得到了德国联邦教育与研究部、大众汽车基金会和新经济思维研究院的津贴支持。



汪涛是瑞银的董事总经理、亚洲经济研究联席主管，她带领的团队负责研究中国宏观经济和政策等问题，并连续在各类投资者调查中名列前茅。加入瑞银以前，汪博士曾任美国银行大中华区经济研究与策略主管和英国 BP 集团首席亚洲经济学家。到私人部门工作之前，汪涛博士是国际货币基金组织高级经济学家，主要负责研究中国宏观经济和结构改革问题。在基金组织工作的八年中，汪涛博士参加了与多个成员国的项目谈判与磋商，发表了多篇研究论文。

汪涛博士是纽约大学经济学博士，中国人民大学经济学系学士。

演示文本

第一场分会：增强国际货币体系

强化国际货币体系
阿尔弗雷德·卡默

人民币在加强国际货币体系中的作用
李稻葵

第二场分会：完善债务处理和去杠杆的国际经验

第一部分：信贷繁荣和去杠杆的国际经验

债务与宏观经济
莫里茨·舒拉里克

如何应对信贷繁荣
乔瓦尼·阿里恰

韩国信贷周期方面的经验
金容範

中国与新兴市场危机类比
乔纳森·安德森

第二部分：公司债务和杠杆

债务问题有多严峻，如何解决？
马库斯·罗德劳尔和沃依切赫·马利泽夫斯基

如何降低中国企业杠杆率
马骏

应对中国的债务挑战
汪涛

公司债务重组：最佳做法和国际经验
肖恩·哈根和约瑟·加里多

第三部分：地方政府债务

建立健全规范的地方政府举债融资机制

王克冰和王卫星

如何化解地方政府债务风险？

魏加宁

中国地方政府性债务：问题与建议

刘尚希

强化国际货币体系



第四次联合会议, 中国人民银行, 国际货币基金组织
2016年4月28日

1

国际货币体系是什么?

- 规则

监管国家之间的协议

- 机制

调整收支平衡

- 机构

强化规则和机制



目标是什么?

全球金融与经济的稳定

- 促进资源的有效配置
- 确保国际金融市场的正常运转

国际货币体系运转良好, 但必须适应变化

2

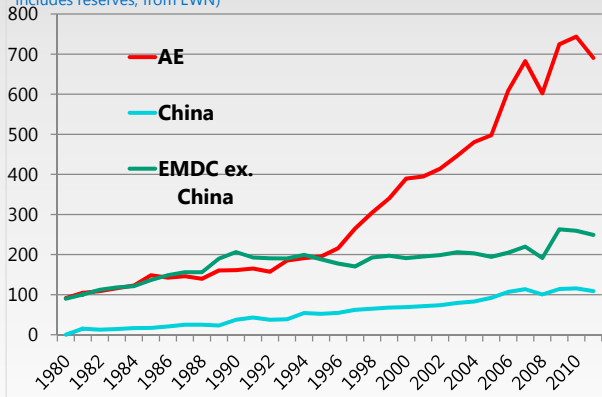
需要调整-变化中的世界经济轮廓

- 新兴市场与发展中国家的贸易整合很迅速，但金融整合与金融深化进展缓慢



Financial Openness

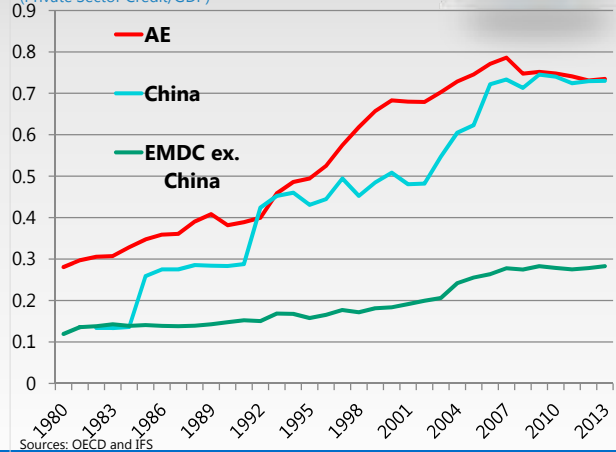
(Total Gross External Assets and Liabilities in percent of individual country GDP; includes reserves; from EWN)



Note: Luxembourg is excluded from the AE average.
Sources: OECD and IFS

Financial Development

(Private Sector Credit/GDP)



Sources: OECD and IFS

3

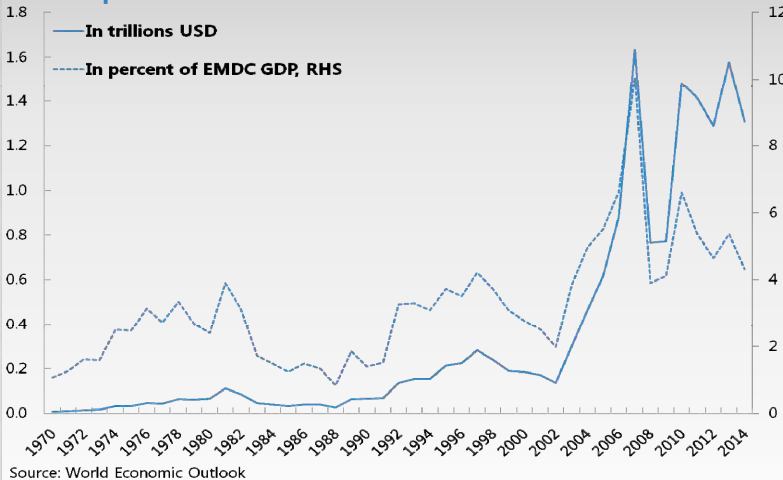
需要调整-变化中的世界经济轮廓

- 金融整合导致资本流动和外债的增长



Global Capital Flows to EMDCs

— In trillions USD
- - - In percent of EMDC GDP, RHS

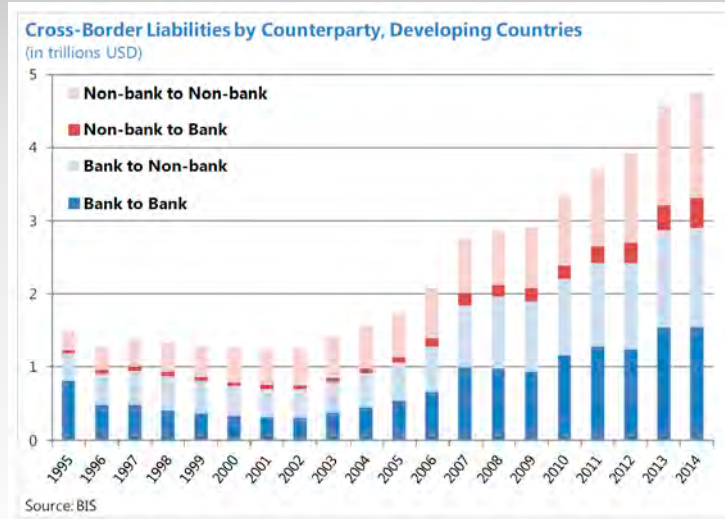


Source: World Economic Outlook

4

需要调整- 变化中的世界经济轮廓

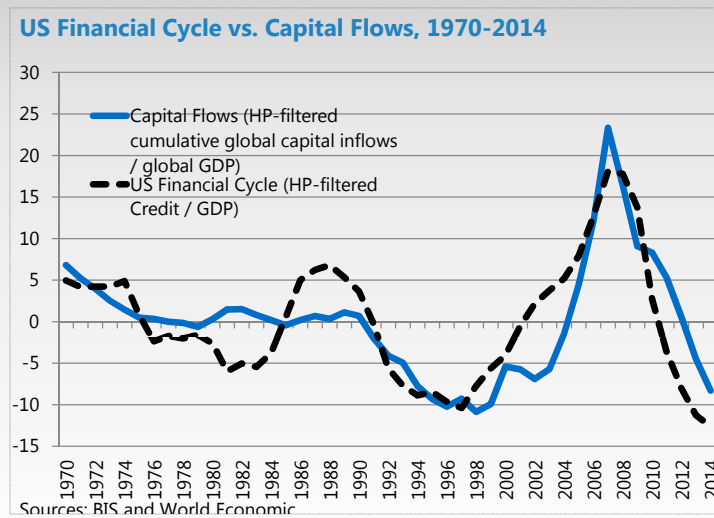
- 金融整合导致资本流动和外债的增长



5

需要调整- 变化中的世界经济轮廓

- 金融周期似乎与资本流动的波峰和波谷一前一后相协调

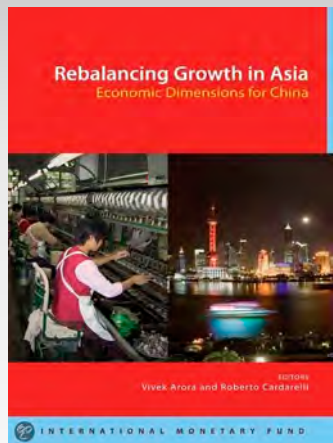


6

需要调整- 变化中的世界经济轮廓

- 主要的转变：货币政策标准化；中国再平衡；大宗商品超循环的结束

Historic gamble for Yellen as Fed makes quarter-point rise



7

国际货币体系的缺口是什么？



8

国际货币体系的缺口是什么？

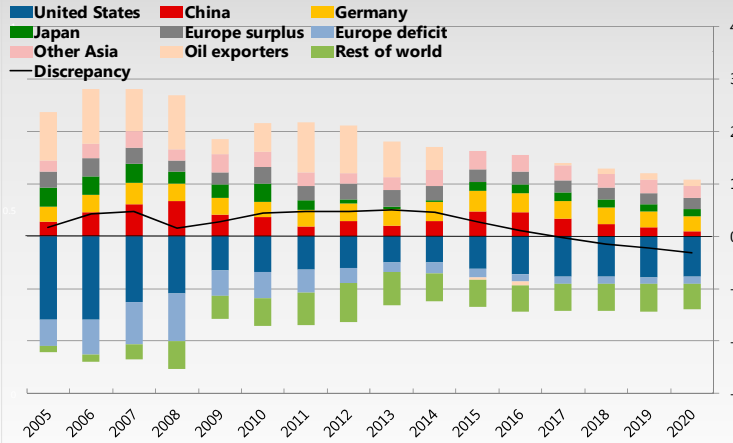
1) 脆弱的国际调整机制：

- 全球性失衡



Global Current Account Imbalances

(in percent of world GDP)



Source: World Economic Outlook

国际货币体系的缺口是什么？

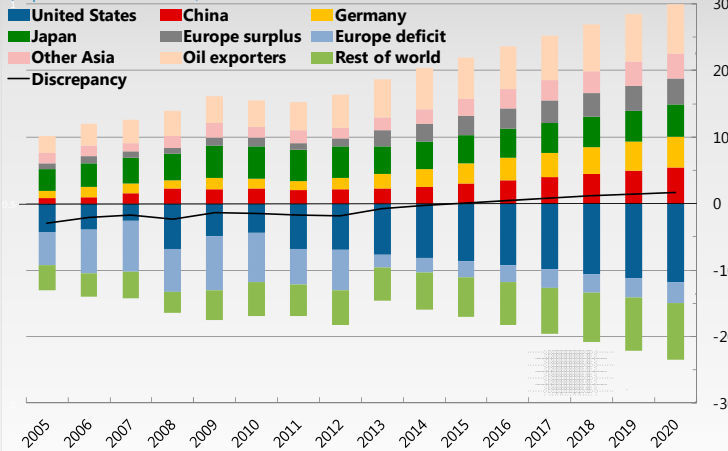
1) 脆弱的国际调整机制：

- 全球性失衡



Global Net Foreign Asset Imbalances

(in percent of world GDP)



Source: World Economic Outlook

国际货币体系的缺口是什么？

1) 脆弱的国际调整机制:

- 全球性失衡
- 受限的国内政策选择



国际货币体系的缺口是什么？

1) 脆弱的国际调整机制:

- 全球性失衡
- 受限的国内政策选择

2) 监管缺口:

- 资本流动带来的系统性风险
- 全球金融监管的局部性



国际货币体系的缺口是什么？



- 1) 脆弱的国际调整机制:
 - 全球性失衡
 - 受限的国内政策选择
- 2) 监管缺口:
 - 资本流动带来的系统性风险
 - 全球金融监管的局部性
- 3) 全球流动性挑战、全球金融安全网:

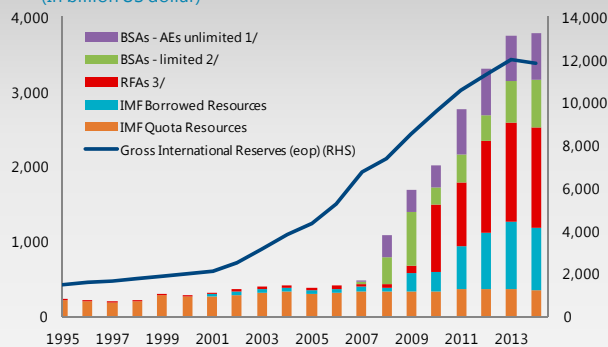
13

国际货币体系的缺口是什么？



- 3) 全球流动性挑战、全球金融安全网:

Evolution of the Global Financial Safety Net, 1995—2014
(In billion US dollar)



1/ Unlimited swap arrangements are estimated based on known past usage or, if undrawn, on average past maximum drawings of the remaining central bank members in the network. Two-way arrangements are only counted once.
2/ Limited-value swap lines include all arrangements with an explicit value limit and exclude all CMIM and NAFA arrangements, which are included under RFAs. Two-way arrangements are only counted once.
3/ Based on explicit lending capacity/limit where available, committed resources, or estimated lending capacity based on country access limits and paid-in capital (see Figure 5).

Sources: Bank of England; Central Bank websites; and IMF staff estimates.

14

国际货币体系的缺口是什么？

3) 全球流动性挑战、全球金融安全网：



Characteristics of the System by Country Group

Characteristics	Reserve currency AEs	Other AEs	Systemic and gate keeper EMs	Other EMs	DCs
Predictability	2	1	1	1	2
Speed	2	2	2	1	1
Reliability	2	1	1	0	1
Cost	2	1	0	0	0
Policies	0	1	1	1	1

Red (0) = Limited/insufficient, Yellow (1) = Some, Green (2) = Extensive/adequate

15

改革的领域与想法

1) 危机的预防与调整

- 支持新兴市场与发展中国家的金融整合与深化
- 支持公平的跨国间调整成本
- 阻止过高的杠杆率
- 国际货币基金组织对资本流动的机构视角
- 使国家资产负债表更加安全

2) 全球合作的规则与机构

3) SDR的角色

4) 全球金融安全网

- IMF 的借款工具箱
- RFA 的协调



16

人民币在加强国际货币体系中的作用

李稻葵

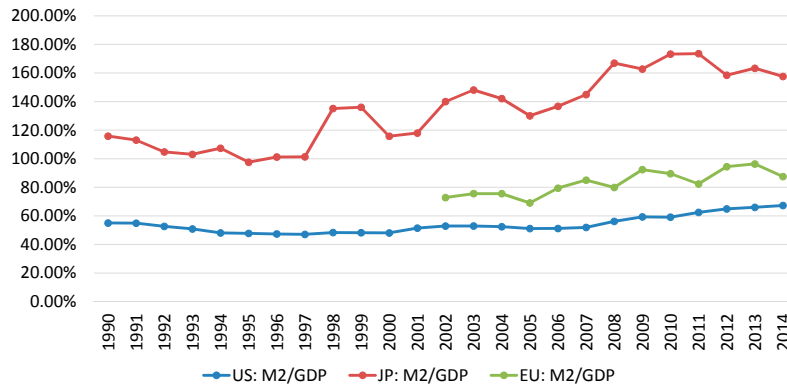
清华大学中国与世界经济研究中心和苏世民学者项目

1

1. 美元短缺：当前国际货币体系的主要问题

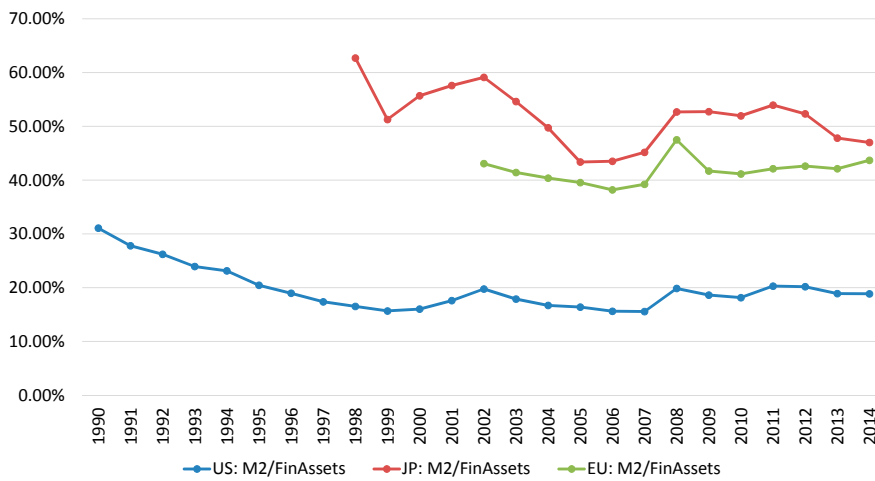
2

M2/GDP比率较高



3

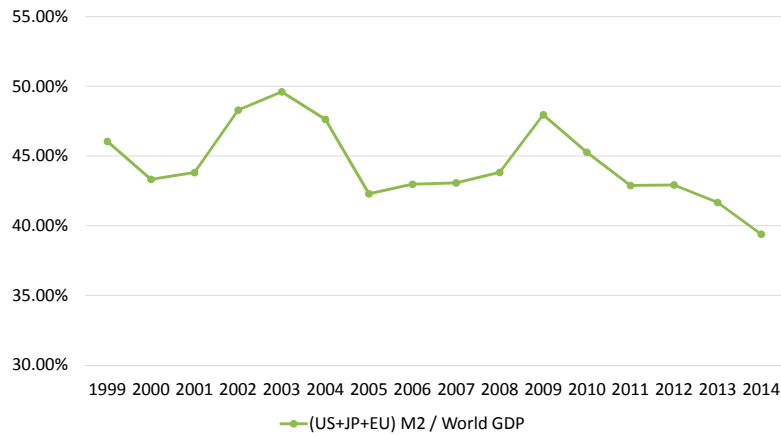
但M2/金融资产比率低



4

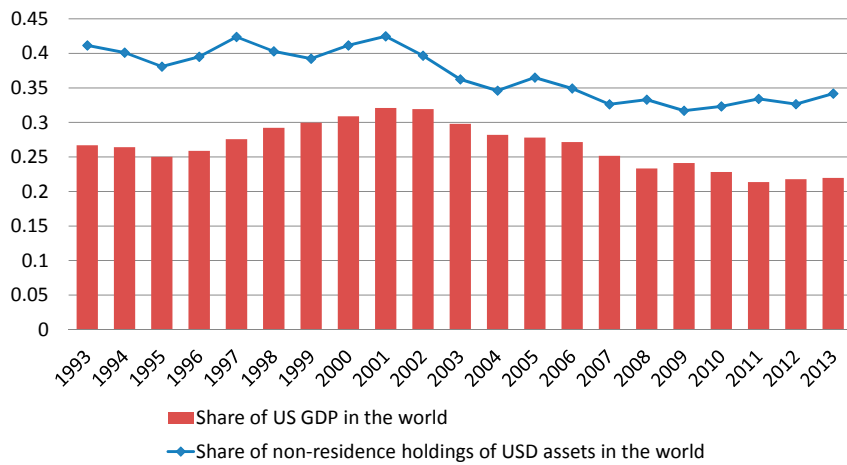
且(美元+日元+欧元)/世界GDP比率低

- 中国人民银行姚余栋（2015年）：世界M2增长放缓。
2000-2007年，5.3% 2003-2014年，0.36%.



5

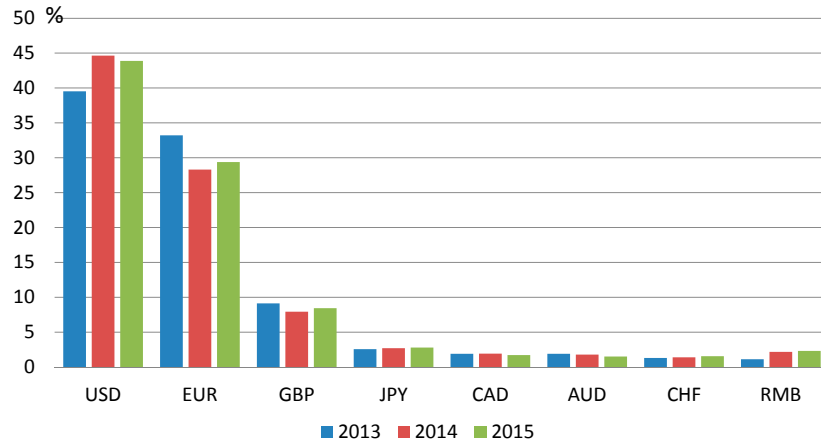
过度依赖美元



来源： Li和Wu（2016年）；世界发展指标

6

美元在国际结算中的比重越来越高

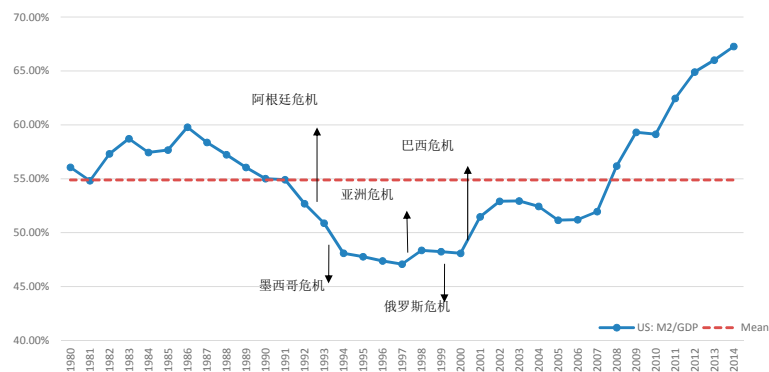


来源: Wind资讯、SWIFT

7

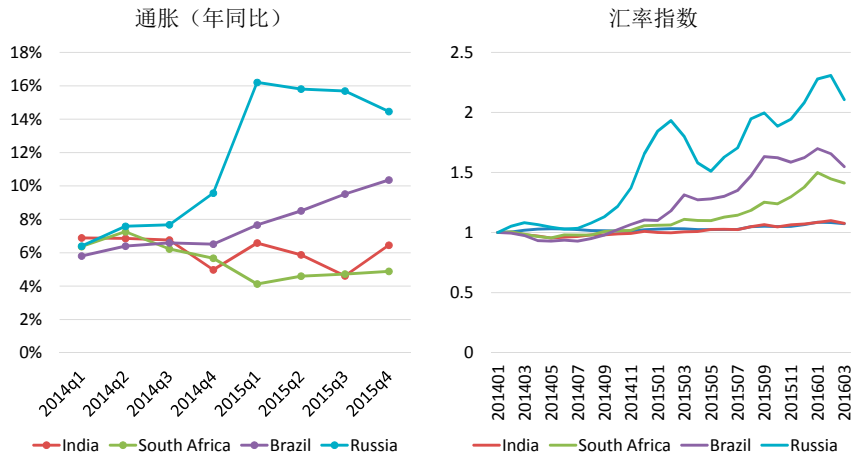
美元M2/GDP比率低，导致新兴市场金融危机

- Li和Mei (2009年): M2与地区危机
- 美国货币政策收紧加剧了地区金融压力



8

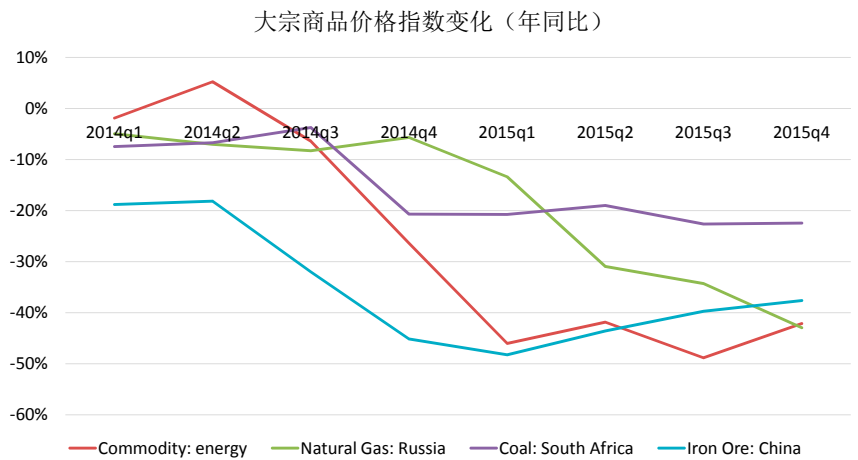
机制： 贬值引发通胀



来源：世界发展指标

9

近期现象：大宗商品价格暴跌



来源：CEIC数据库

10

2. 如何解决/缓解这一问题？

可采取三种办法：

1. 美国采取更宽松的货币政策促进世界经济发展
2. 基金组织和特别提款权发挥更积极的作用
3. 人民币：稳定的汇率加适度扩张的货币政策

11

美联储不可能适度宽松

“我们的感觉是，这个阶段发生的这些变化并没有给美国经济前景带来显著风险...只有国内经济增长减缓会影响美国的货币政策。”



12

基金组织和特别提款权

1. 基金组织提供灵活信贷可能会适得其反。
2. 特别提款权：规模很重要。
 - 1970-1972年： +93亿美元
 - 1979-1981年： +121亿美元
 - 2009年： +1827亿美元
 - 现在： 2041亿美元占外汇储备总额（11万亿美元）的2%
3. 特别提款权还远未成为一种活跃交易的货币。

13

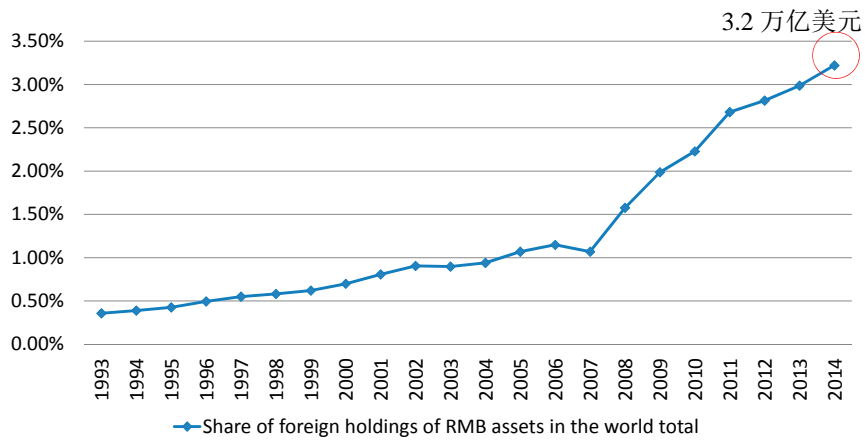
2. 为什么人民币稳定的汇率加适度积极的货币政策能起到积极作用？

三个渠道：

1. 许多货币汇率与人民币挂钩
2. 更多进口推高大宗商品价格
3. 更多来自中国的直接投资

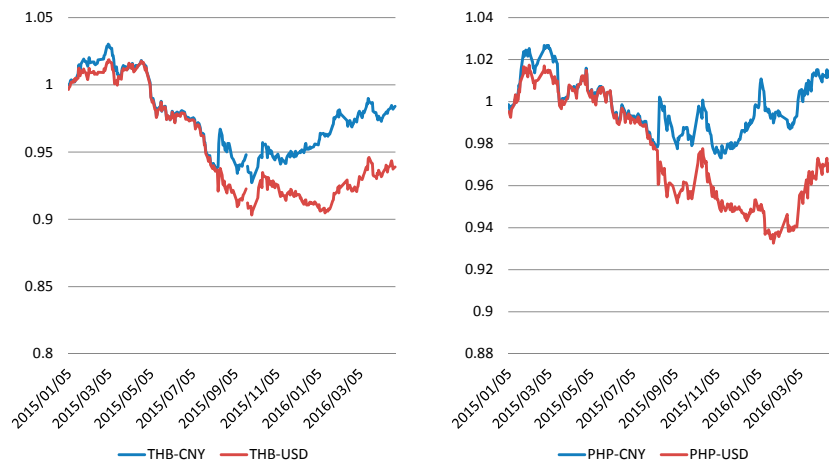
14

非居民持有人民币资产



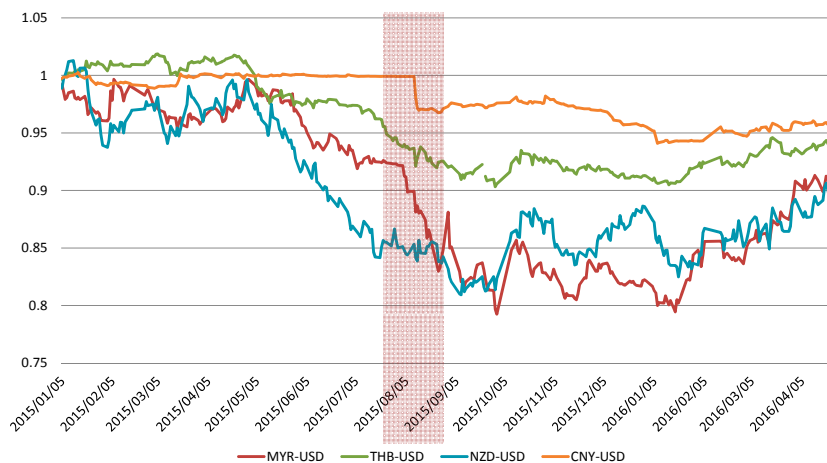
15

许多新兴市场货币与人民币的关系比与美元的关系更紧密



16

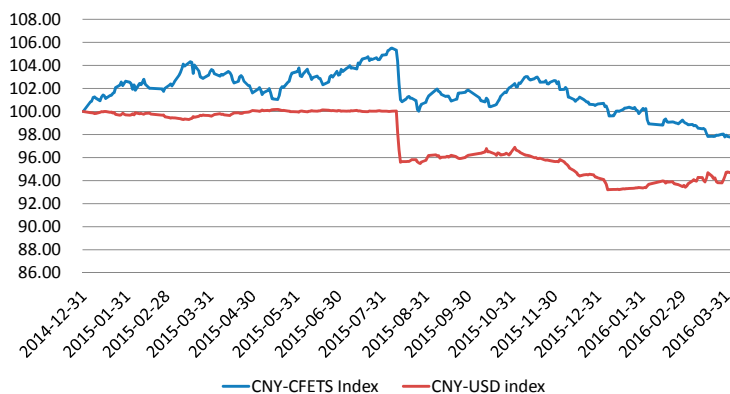
人民币贬值引发中国贸易伙伴的货币贬值



来源：Wind资讯；CCWE估计

17

近期，人民币对一篮子货币的汇率相对稳定

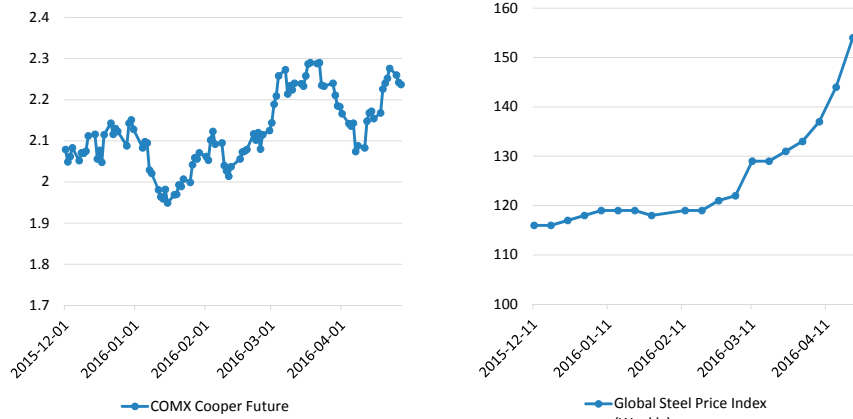


来源：Wind资讯；CCWE估计

18

大宗商品价格近期回涨

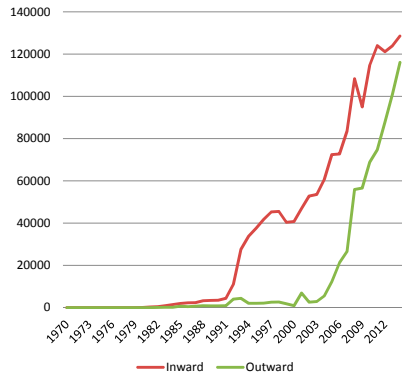
全球大宗商品价格



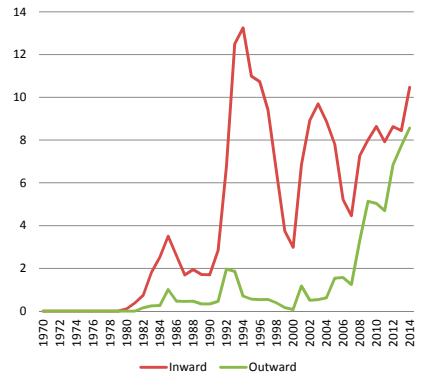
19

中国对外直接投资

外国对中国的直接投资
和中国对外直接投资
(100万美元)



外国对中国的直接投资
和中国对外直接投资：
占世界的比重 (%)



来源：联合国贸发会议

20

总结

1. 世界经济再次面临美元短缺问题
2. 中国的人民币是缓解问题的关键

债务与宏观经济

Moritz Schularick
U Bonn、CEPR和CESifo

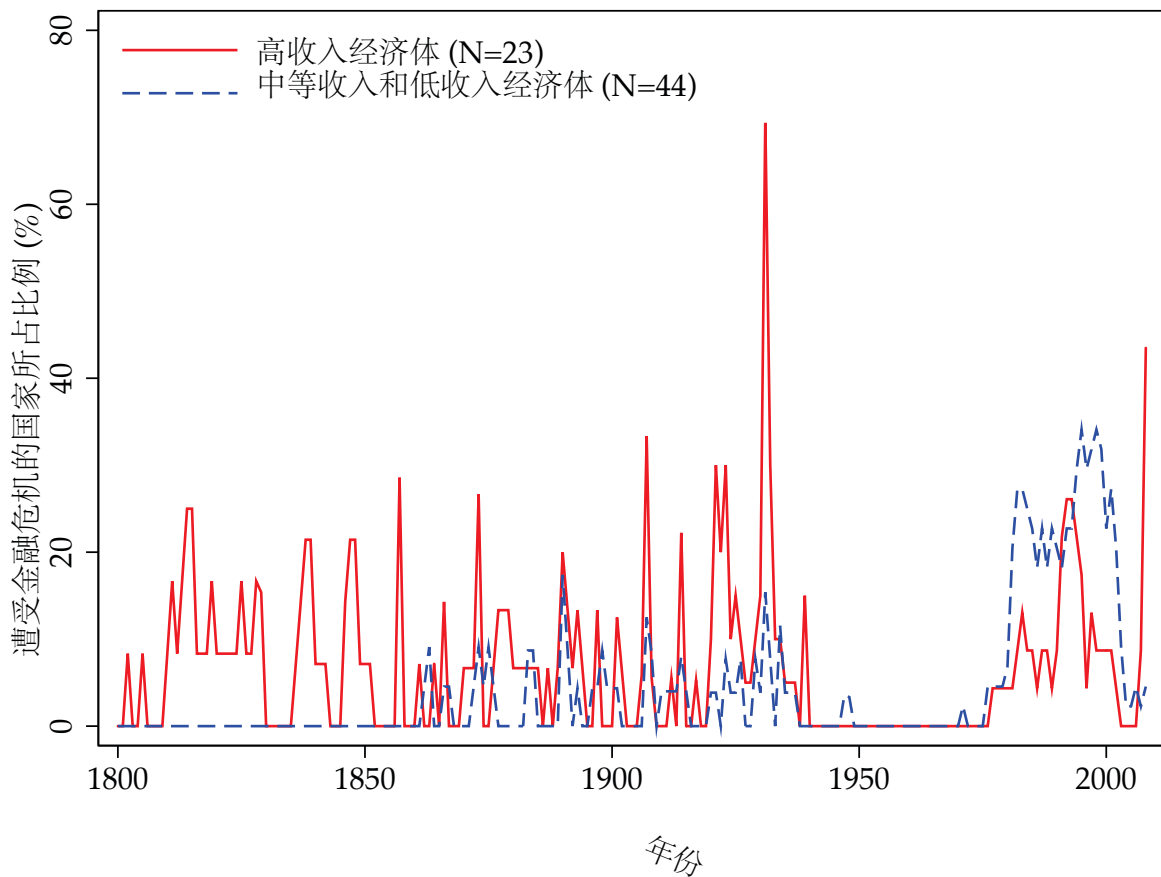
北京

2016年4月

1/35

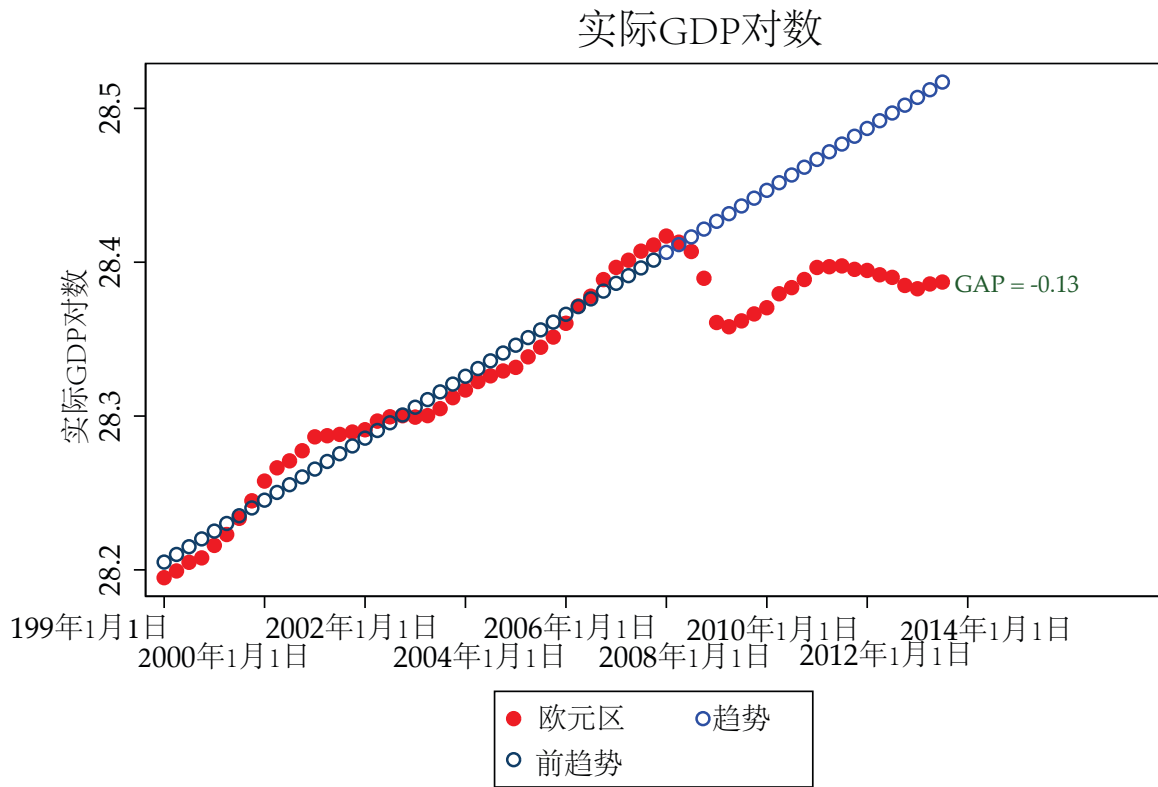
陈述1 — 金融危机会发生：为什么？

1800年以来的危机爆发频率，所有经济体



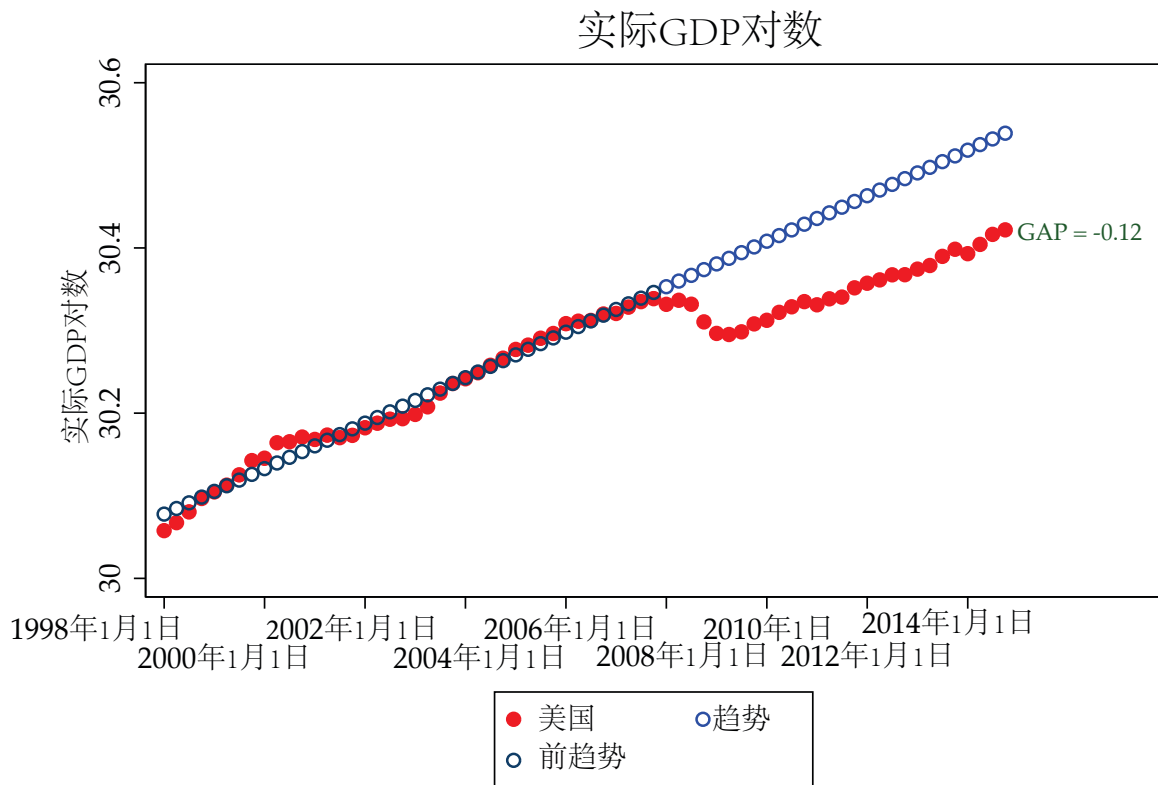
2/35

陈述 2 — 金融危机很痛苦：为什么？



3/35

内容 2 — 金融危机为什么很痛苦？



4/35

宏观经济学中的债务问题

- 危机的起因是什么?
- 危机的代价有多大?
- 从发达经济体的经历中可以吸取什么经验教训?

宏观经济学中的债务问题

- 危机的起因是什么?
- 危机的代价有多大?
- 从发达经济体的经历中可以吸取什么经验教训?

这里采用的方法

- 长期实证宏观角度
- 长期定量分析
- “罕见事件”问题
- 若要对这些问题做出有意义的说明，需要大量数据!

分三个部分讲述

- 金融危机的起因：信贷从激增变为骤降
- 金融危机的后果：信贷“反击”
- 泡沫问题：资产价格和放大作用

参考文献：

Schularick和Taylor, “Credit booms gone bust” (AER 2012)
Jordà, Schularick和Taylor, “Crises and external imbalances” (IMF ER 2012)
Jordà, Schularick和Taylor, “When credit bites back” (JMCB 2013)
Jordà, Schularick和Taylor, “Sovereigns versus banks” (JEEA 2015)
Jordà, Schularick和Taylor, “Betting the house” (JIE 2015)
Jordà, Schularick和Taylor, “Leveraged bubbles” (JME 2015)
Knoll, Schularick和Steger, “No price like home” (AER, RR)

第一部分 金融危机的起因：信贷从激增变为骤降

信贷从激增变为骤降：货币政策、杠杆周期和金融危机，1870–2008年

作者：MORITZ SCHULARICK和ALAN M. TAYLOR*

发达经济体2008-2009年的危机使人们重新关注货币和信贷波动、金融危机和政策应对。我们根据14个国家在1870-2008年期间的新的历史数据集，研究了货币、信贷和宏观经济指标的长期变化。我们使用数据分析与金融危机有关的罕见事件。我们提出了以下方面的新证据，即二十世纪后半期，金融部门的杠杆程度显著上升，体现在货币与信贷总量脱钩。我们第一次提出，1945年后，货币政策对金融危机的应对力度增大，但尽管采取了这些政策，危机的产出成本依然很高。重要的是，我们指出，信贷增长是金融危机的重要预示指标，这表明，这种危机是不当的信贷繁荣导致的，政策制定者忽视了处于危险之中的信贷。只有分析为本文构建的长期可比数据，才能清晰地看到这些特点。(JEL: E44, E51, E58, G01, G20, N10, N20.)

有什么新内容？

最初的ST AER 2012年论文的贡献...

- 新的140 x 14 年度面板数据库
- 发达国家的主要金融历史变量
- 没有这些数据，我们无法回答许多问题
- 主要研究领域（例如，Barro、Reinhart-Rogoff）

8/35

有什么新内容？

最初的ST AER 2012年论文的贡献...

- 新的140 x 14 年度面板数据库
- 发达国家的主要金融历史变量
- 没有这些数据，我们无法回答许多问题
- 主要研究领域（例如，Barro、Reinhart-Rogoff）

在那篇论文基础上，我们进一步开展了大量工作...

- 发展、改进和扩充数据库
- 运用于其他重要宏观金融问题

8/35

描述性的

- 数据：标准宏观变量加上我们的新数据
 - 银行贷款 = 国内银行对国内住户和非金融企业的本币贷款
(不包括金融体系内部的贷款)

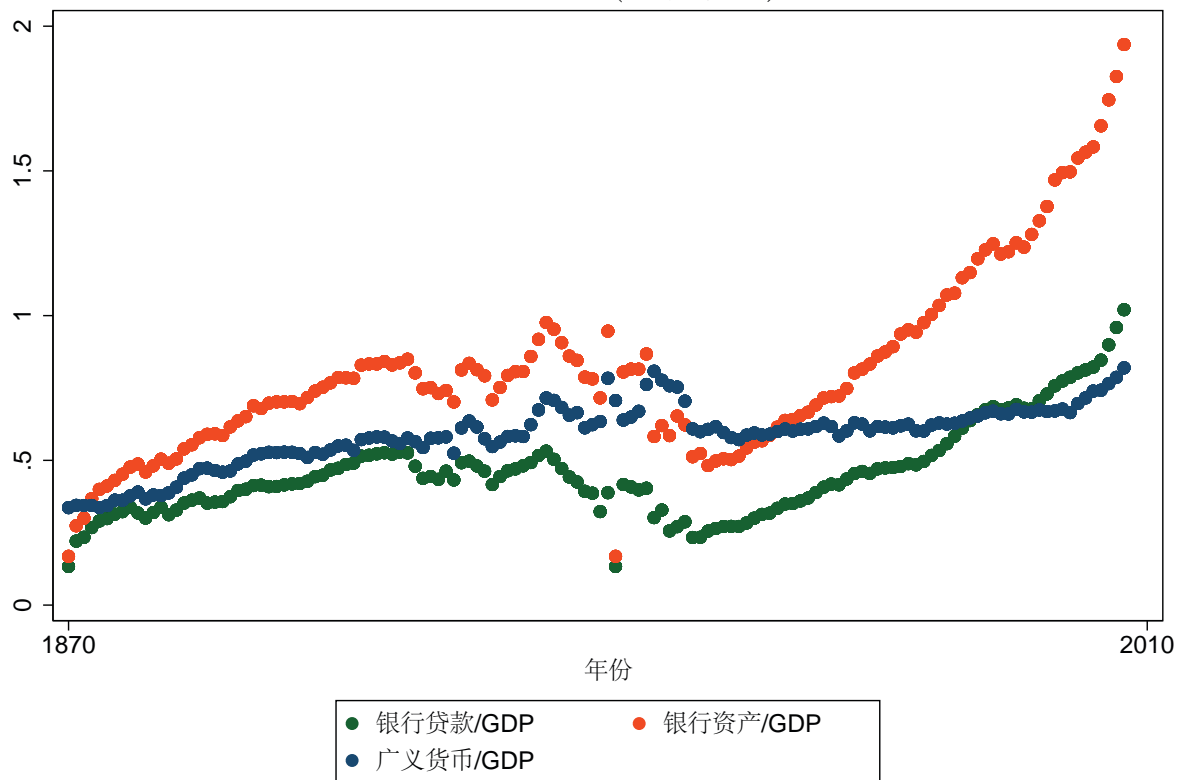
9/35

描述性的

- 数据：标准宏观变量加上我们的新数据
 - 银行贷款 = 国内银行对国内住户和非金融企业的本币贷款
(不包括金融体系内部的贷款)
- 为总结这些数据，我们构建了“全球趋势”
 - 对于任何 X_{it} 估计国家固定效应回归关系
$$X_{it} = a_i + b_t + e_{it}$$
然后以图的形式表示估计的年份效应 b_t ，以显示t年X的平均全球水平。

9/35

图1. 各个总量相对于GDP (年份效应)



10/35

趋势—总结

- 货币所处年代 (1870–1970s)
 - 货币与信贷紧密挂钩，相对于GDP保持着相当稳定的关系
 - 在大萧条期间，两个总量都崩溃
 - 上世纪40年代至70年代，从崩溃中恢复，这一期间是低杠杆/金融压制/实行监管（没有发生金融危机）

11/35

- 货币所处年代 (1870–1970s)
 - 货币与信贷紧密挂钩，相对于GDP保持着相当稳定的关系
 - 在大萧条期间，两个总量都崩溃
 - 上世纪40年代至70年代，从崩溃中恢复，这一期间是低杠杆/金融压制/实行监管（没有发生金融危机）
- 货币所处年代 (1970s–2008)
 - 杠杆率上升和银行非货币负债增长趋势持续存在且前所未有
 - 信贷与货币脱钩
 - 银行资产负债表上，安全/流动性资产下降

危机的起因

- $t-1, t-2, \dots$ 时的经济状况 $\rightarrow t$ 时发生危机
- $$\text{logit}(p_{it}) = b_{0i} + b_1(L)\Delta\log\text{CREDIT}_{it} + b_2(L)X_{it} + e_{it}$$

其中

$\text{logit}(p) = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right)$ 是对数优比
 $b_i(L)$ 是滞后算子L的多项式

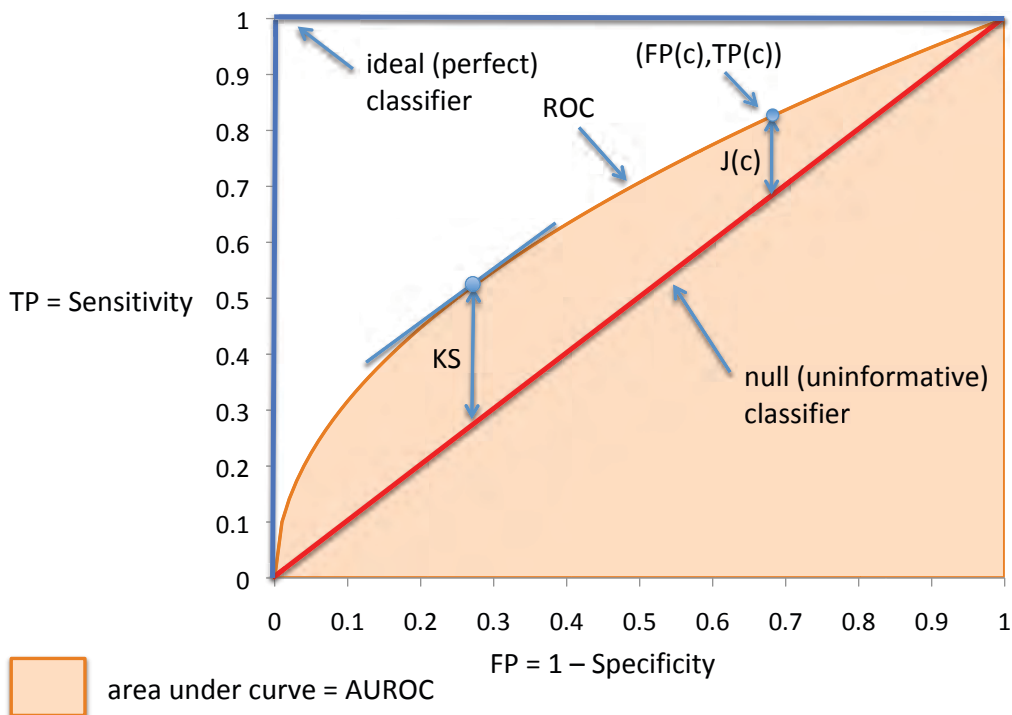
- 我们还采用了线性概率设定形式（以及各种固定效应），但结果是稳健的。

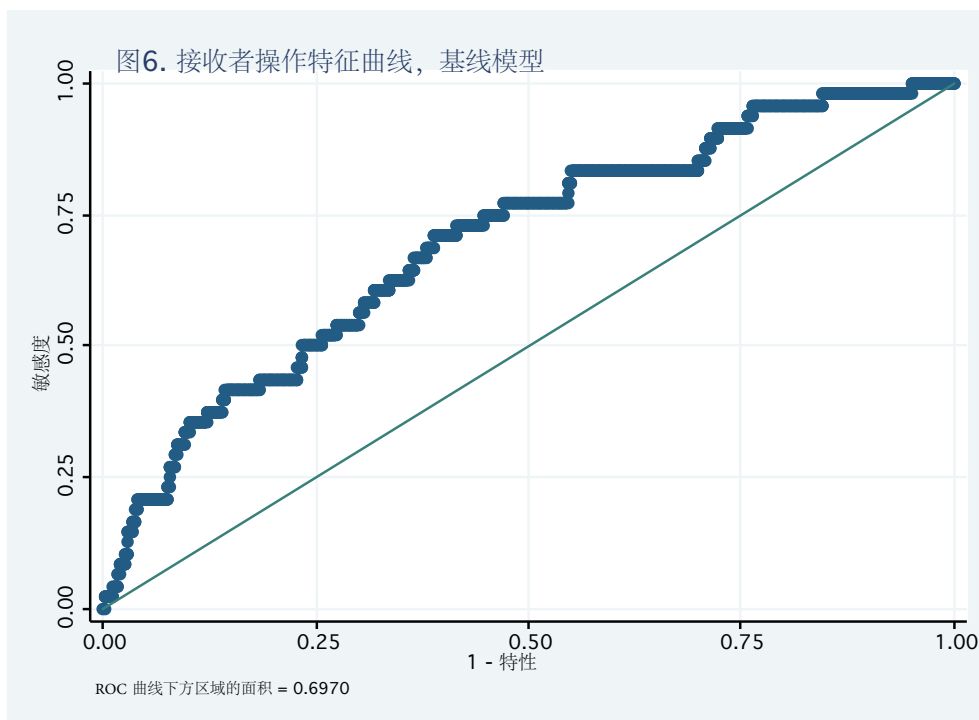
表4 基线模型以及货币和信贷的其他衡量指标

设定形式 (Logit 国家效应)	(6) 基线	(7) 将贷款替换为 广义货币	(8) 将贷款替换为 狭义货币
L.Dlog(贷款/P)	-0.108 (2.05)	1.942 (2.94)	-0.890 (1.37)
L2.Dlog(贷款/P)	7.215*** (1.99)	5.329** (2.52)	2.697 (1.68)
L3.Dlog(贷款/P)	1.785 (1.83)	2.423 (2.63)	2.463 (1.77)
L4.Dlog(贷款/P)	0.0517 (1.49)	-1.742 (2.51)	-2.244 (1.65)
L5.Dlog(贷款/P)	1.073 (1.78)	4.275* (2.30)	1.210 (1.82)
观测值数量	1285	1361	1394
组别数量	14	14	14
每组的平均观测值数量	91.79	97.21	99.57
滞后系数和	10.02***	12.23***	3.235
se	3.235	3.544	3.129
所有滞后量检验 = χ^2	17.22***	18.35***	5.705
p 值	0.0041	0.0025	0.3360
国家效应检验 = χ^2 p 值	7.789	9.333	8.627
Pseudo R^2	0.0596	0.0481	0.0343

注: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. 括号中是稳健标准误差。

预测能力检验：ROC曲线和诊断





■ 什么是“高” AUROC? [医学示例]

15/35

房市高涨的威胁

抵押贷款的高涨住房融资、危机和商业周期*

Òscar Jordà[†]

Moritz Schularick[‡]

Alan M. Taylor[§]

2015年3月

摘要

本文提出了宏观经济研究的新领域：涵盖1870年以来17个发达经济体银行信贷细分数据的长期数据集。新的数据显示，银行资产负债表上抵押贷款所占比例在20世纪期间翻了一番，其驱动因素是对住户的住房抵押贷款大幅增加。在许多国家，住户的债务对资产比率大幅上升。金融稳定风险越来越与房地产贷款高涨相联，而房地产贷款高涨之后，通常会出现更深的衰退和更慢和复苏。住房融资在现代宏观经济中已经发挥核心作用。

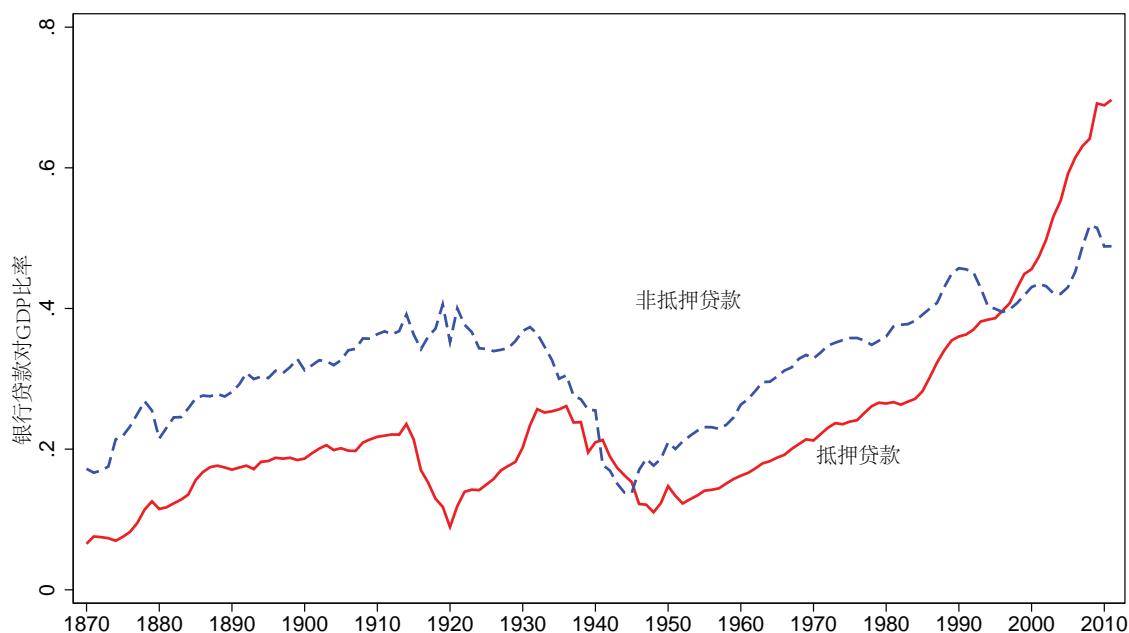
关键词：杠杆，衰退，抵押贷款，金融危机，商业周期，局部预测。

JEL Codes: C14, C38, C52, E32, E37, E44, E51, G01, G21, N10, N20.

16/35

抵押贷款的高涨

抵押贷款与非抵押贷款的比较 (17个国家平均)



17/35

危机风险来源的变化

第二次世界大战之前					
总贷款		54.30***			
		(13.74)			
抵押贷款			18.76		23.38
			(12.65)		(20.66)
非抵押贷款				66.91***	66.27***
				(21.57)	(20.96)
AUC	0.63	0.76	0.69	0.77	0.78
s.e.	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
观测值数量	1003	790	721	691	691
第二次世界大战之后					
总贷款		34.32***			
		(8.77)			
抵押贷款			45.94***		33.11**
			(13.67)		(13.93)
非抵押贷款				50.06***	35.70**
				(14.39)	(15.57)
AUC	0.62	0.75	0.72	0.72	0.75
s.e.	(0.05)	(0.05)	(0.05)	(0.06)	(0.05)
观测值数量	976	967	964	964	964

18/35

主要发现

- 信贷 = 货币?
 - 在很久以前是这样。但不再是了。
- 银行不再做你认为它们在做的事。
 - 抵押信贷目前约占银行贷款的60%。
- 危机起因的变化
 - 信贷数据包含能够预示未来危机的信息

19/35

第二部分 金融危机的后果：信贷“反击”

ÒSCAR JORDÀ
MORITZ SCHULARICK
ALAN M. TAYLOR

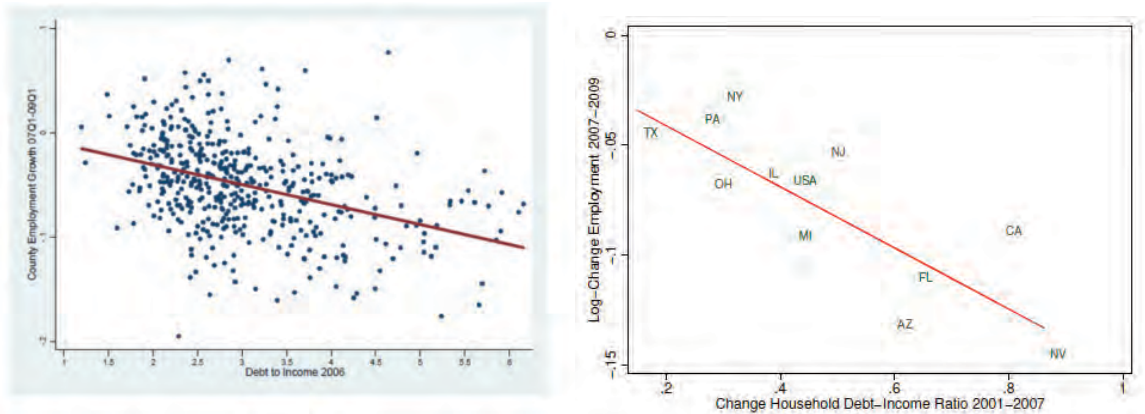
当信贷“反击”时

我们使用14个发达经济体1870-2008年的数据，阐述现代商业周期的两个事实：相对于典型的衰退，金融危机衰退的代价更大，并且，信贷密集度更高的扩张之后往往跟着更深的衰退（在金融危机中或其他形式）和更缓慢的复苏。我们用局部预测方法，以广泛的一组宏观经济控制变量为条件，确定过去的信贷积累如何影响产出、投资、贷款、利率和通胀等主要宏观变量。我们发现的事实支持这样一种看法，即金融因素在现代商业周期中发挥重要作用。

JEL codes: C14, C52, E51, F32, F42, N10, N20

关键词：杠杆，衰退，抵押贷款，金融危机，商业周期，局部预测。

近期证据：美国的杠杆情况和“大衰退”



来源：左图 = Mian & Sufi, 右图 = Midrigan & Philippon

- 这是实证规律吗？
- 分析几乎全部现有宏观经济数据
- 美国2008年截面数据 → 长期历史全球面板数据

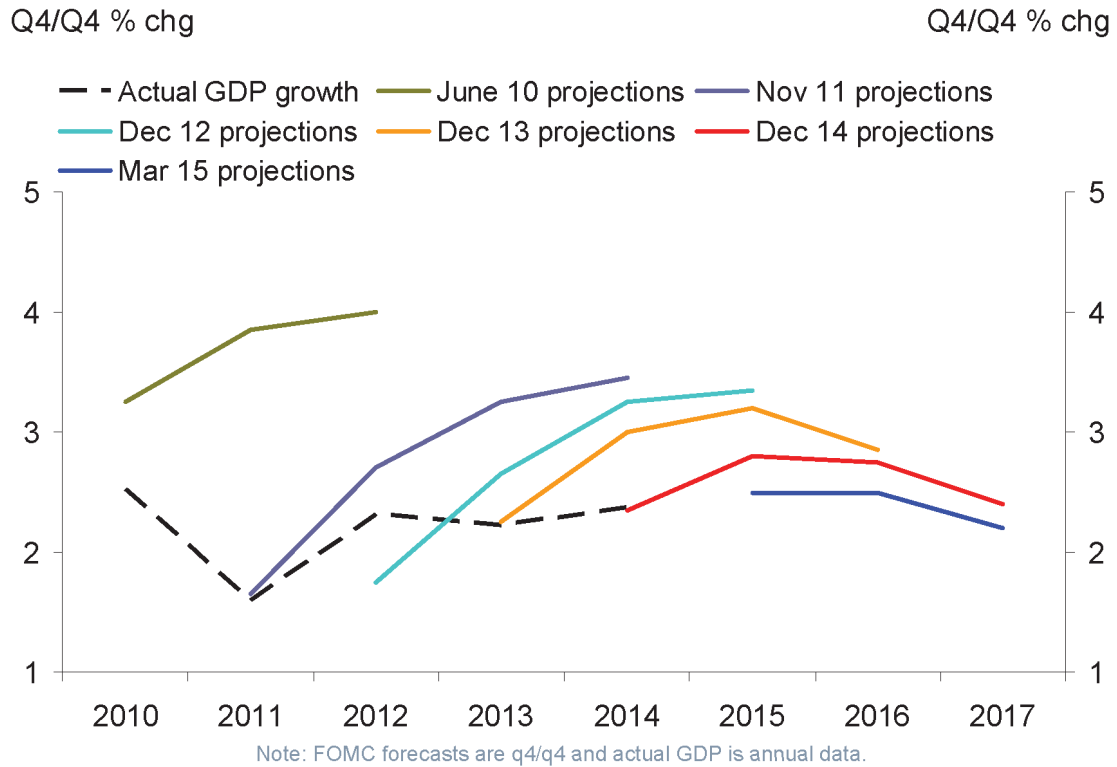
21/35

实证挑战

- 我们能解开这些问题吗？我们认为可以：
- 考虑一个国家 i ，在 $t(p)$ 时走出商业周期的扩张阶段 p ，进入衰退
- ... 当私人信贷的增长速度超过本国扩张阶段的历史平均速度： $(X_{i,t(p)} - X_i)_{\text{credit}}$
- ... 这是否会改变经济在衰退和复苏阶段的预期路径 $(Y_{t(p)}, \dots, Y_{t(p)+h})$ ？

22/35

举例说明：我们是否本应知道？



商业周期年表

N = 正常衰退; F = 金融危机衰退

AUS	N	1875	1878	1881	1883	1885	1887	1889	1896	1898	1900	1904	1910
	F	1913	1926	1938	1943	1951	1956	1961	1973	1976	1981		
CAN	N	1871	1877	1882	1884	1888	1891	1894	1903	1913	1917	1928	1944
	F	1874	1907				2007						
CHE	N	1875	1880	1886	1890	1893	1899	1902	1906	1912	1916	1920	1933
	F	1871	1929	2008									
DEU	N	1879	1898	1905	1913	1922	1943	1966	1974	1980	1992	2001	
	F	1875	1890	1908	1928	2008							
DNK	N	1870	1880	1887	1911	1914	1916	1923	1939	1944	1950	1962	1973
	F	1872	1876	1883	1920	1931	2007						
ESP	N	1873	1877	1892	1894	1901	1909	1911	1916	1927	1932	1935	1940
	F	1883	1889	1913	1925	1929	1978	2007					
FRA	N	1872	1874	1892	1894	1896	1900	1905	1909	1912	1916	1920	1926
	F	1882	1907	1929	2007								

- 根据Bry-Boschan方法得出的高峰和低谷
- $F = 1 \iff$ 金融危机 ± 2 年; 其他 $N = 1$

表：处理变量的概括统计数据

	(1)		(2)		(3)	
	所有衰退 均值	(F = 1) (s.d.)	金融衰退 均值	(N = 1) (s.d.)	正常衰退 均值	(s.d.)
金融衰退指标 (F) 观测值数量	0.29 223		1 50		0 173	
正常衰退指标 (N) 观测值数量	0.71 223		0 50		1 173	
过度信贷指标 (ξ), ppy 观测值数量	0.47 154	(2.17)	1.26 35	(2.51)	0.24 119	(2.01)

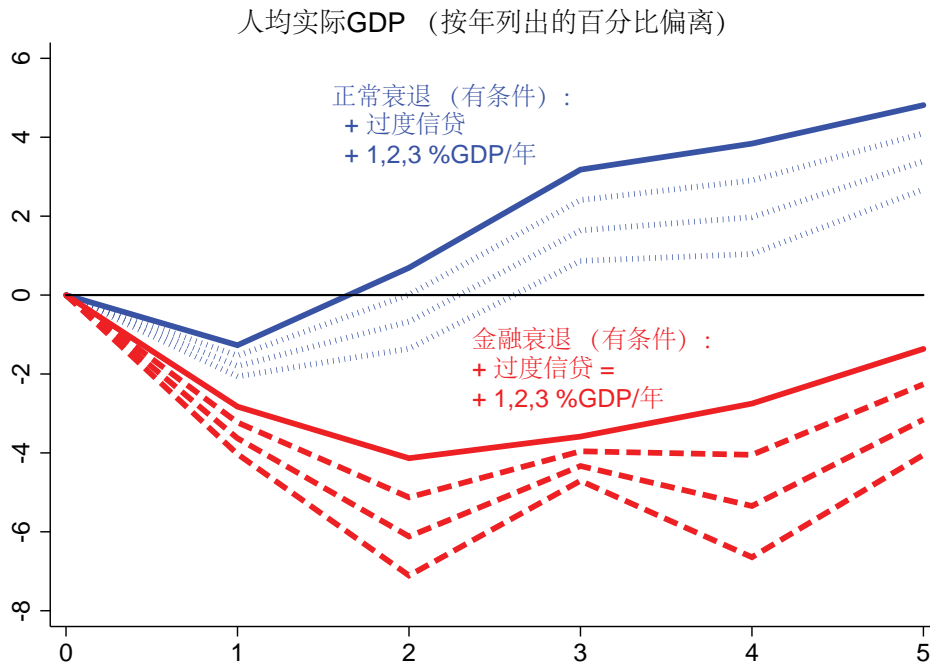
- 处理-响应框架
- 将高峰到年h的人均实际GDP对数的变化对经过处理的正常/金融衰退(N, F) 和过度信贷进行回归
- 过度信贷以过去扩张期间每年百分点表示

局部预测：平均悬置效应

正常与金融衰退路径与试验

$$\begin{aligned}
 \underbrace{\Delta_h Y_{it(p)+h}^k}_{\text{结果}} &= \underbrace{\theta_N^k d_{it(p)}^N + \theta_F^k d_{it(p)}^F}_{\text{平均有条件路径}} \\
 &+ \underbrace{\beta_{h,N}^k d_{it(p)}^N (X_{it(p)} - \bar{X}_i) + \beta_{h,F}^k d_{it(p)}^F (X_{it(p)} - \bar{X}_i)}_{\text{f悬置效应}} \\
 &+ \underbrace{\sum_{l=0}^L \Gamma_{h,l}^k Y_{it(p)-l}}_{\text{控制变量 (减均值)}} + \underbrace{\alpha_i^k}_{\text{固定效应 (减均值)}} + \underbrace{u_{h,it(p)}^k}_{\text{误差项}}
 \end{aligned}$$

其中 $\underbrace{k = 1, \dots, K}_{\text{变量}}$; $\underbrace{h = 1, \dots, H}_{\text{时期}}$; $\underbrace{l = 1, \dots, L}_{\text{滞后量}}$; $\underbrace{p = 1, \dots, P}_{\text{衰退}}$



第二部分的结论

主要发现

- 高涨期间的信贷强度对于产出路径很重要...
- ... 任何类型的衰退都是如此（正常/金融）。
- = 新的程式化事实。

主要发现

- 高涨期间的信贷强度对于产出路径很重要...
- ... 任何类型的衰退都是如此
(正常/金融)。
- = 新的程式化事实。

含义

- 从宏观审慎角度担心信贷和危机的另一个原因
- 信贷会增大危机风险 (第一部分)
- 信贷会使复苏放慢 (第二部分)

第三部分 泡沫问题：资产价格和放大作用



Contents lists available at [ScienceDirect](#)

Journal of Monetary Economics

journal homepage: www.elsevier.com/locate/jme

Leveraged bubbles ☆

Òscar Jordà ^{a,b}, Moritz Schularick ^{c,d}, Alan M. Taylor ^{b,d,e,f,*}

^a Federal Reserve Bank of San Francisco, USA
^b Department of Economics, University of California, Davis, USA
^c Department of Economics, University of Bonn, Germany
^d CEPR, UK
^e Graduate School of Management, University of California, Davis, USA
^f NBER, USA

关于泡沫问题的看法

过度投资和过度投机往往很重要；但如果这种投资和投机没有利用借来的钱，其结果远不会那么严重。

— 欧文·费雪，1933

我们都知道存在泡沫。但泡沫本身不会导致危机.... 问题出在泡沫加杠杆。

— 美联储前主席阿兰·格林斯潘 CNBC Squawk Box, 2013

30/35

我们提出什么问题

泡沫与危机

泡沫给金融稳定带来什么风险？

- 所有泡沫都相似吗？
- 这样一种看法：信贷高涨 + 泡沫是危险的。
- 证据何在？

将两个数据集合在一起

- 信贷、股价和宏观控制变量数据来自Jordà、Schularick和Taylor (2014)
- 房价数据来自Knoll、Schularick和Steger (2015)

31/35

什么是资产价格泡沫?

与经济基本面的偏离? 有许多定义...

缺乏共识 + 缺乏数据 \Rightarrow 实用的解决方法。让 z 作为资产价格对数, z^{HP} 表示其HP周期。价格升高信号 $it =$

$$I(z_{it}^{HP} > \text{国家i的 } z^{HP} \text{ 标准偏差})$$

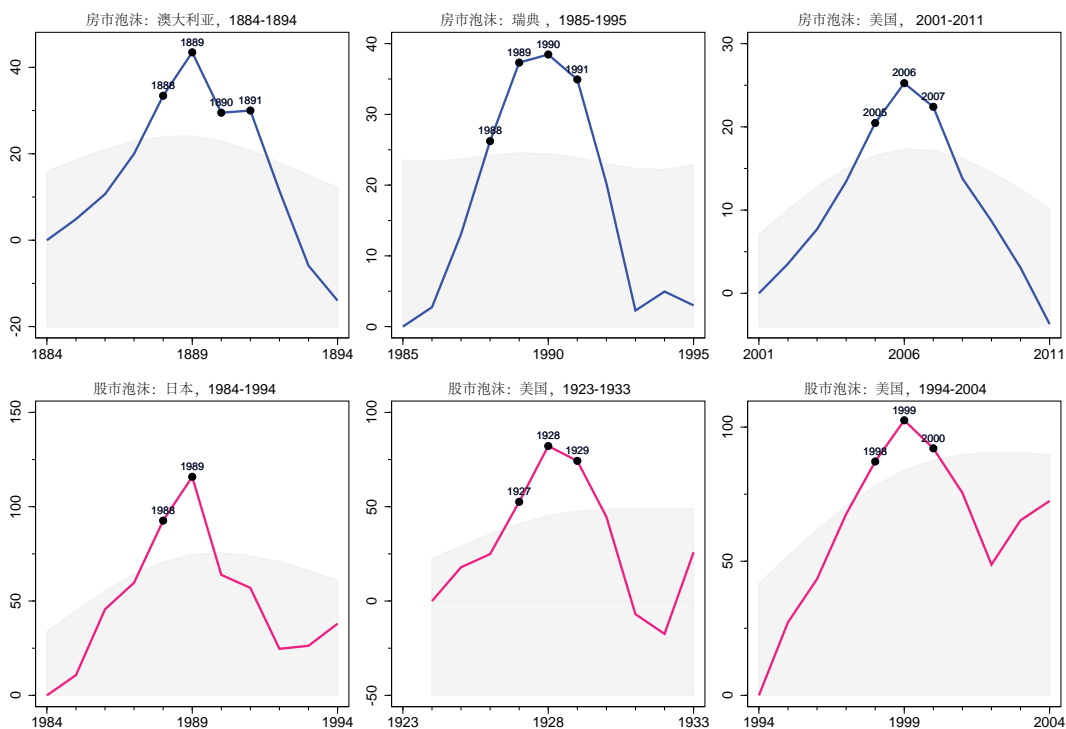
$$\text{价格调整信号}_{it} = I(z_{i,t+3} - z_{it} < -0.15 \text{ 期间的某一年 } t)$$

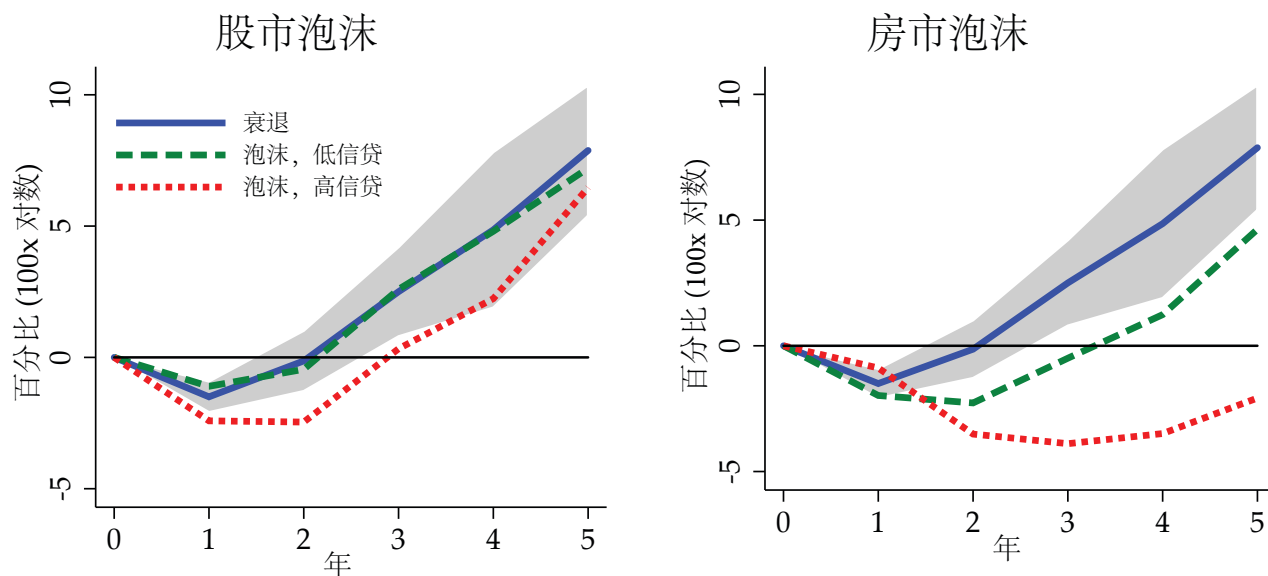
$$\text{泡沫信号}_{it} = d_{it} =$$

$$(\text{价格升高信号}_{it} \times \text{价格调整信号}_{it})$$

著名泡沫时期的例子

使用我们的泡沫信号定义:





34/35

第三部分的结论

杠杆泡沫带来麻烦：若忽视它，会面临风险。

- 资产价格泡沫与信贷繁荣的同时存在会使危机风险显著上升：在早先关于信贷本身作用的研究结果基础上，这一分析作出了改进。
- 房价泡沫不如股价泡沫那么频繁，但更容易导致金融危机。
- 房市泡沫刺激的信贷会带来尤其高的代价：导致更深的衰退和更慢的复苏。

35/35



如何应对信贷繁荣

GIOVANNI DELL'ARICCIA
基金组织 - 研究部

中国人民银行和国际货币基金组织联合会议
北京，2016年4月

本发言仅表达作者个人看法，并不一定代表基金组织或基金组织执董会观点。

信贷繁荣：政策两难困境

有利

- 融资渠道增加
 - 投资和经济增长获得更大支持
- 如，Levine, 2005年

有害

- 贷款标准放松
- 杠杆过高、资产价格泡沫
- 金融危机

如, Reinhart和 Rogoff ,
2009年

政策共识

危机前：设定通胀目标，以微观审慎为重点，善意忽视

危机后：信贷繁荣的危险性已经到了不得不干预的程度

采取干预措施要求提高对“宏观金融”稳定的理解，并评估所有可用的政策选择。



问题

是什么触发了信贷繁荣？

在什么情况下信贷繁荣最终导致崩溃，什么情况下不会？
我们能否提前探知哪些信贷繁荣会导致有害结果？

不同政策在抑制信贷增长和/或缓解相关风险上发挥怎样的作用？



(部分) 答案

有利于信贷繁荣的条件：

- 金融改革和经济增长
- 固定汇率制度、薄弱银行监管、宽松宏观经济政策

繁荣规模越大，持续时间越长，导致坏结果的可能性就越大

货币和财政政策似乎不能有效限制信贷繁荣。

宏观审慎工具有时能有效抑制繁荣，限制崩溃导致的后果。



内容

定义和典型事实

就以下问题的实证分析：

- 诱因
- (不良)繁荣的决定性因素
- 政策和发生(不良)繁荣的可能性

结论



什么是信贷繁荣？

目标：找出具有实际意义且能实时用于政策决定的定义

- 信贷占GDP比率
- 各国具体的从t-10 到t的三次趋势
- 趋势偏离度 (1.5std) 和绝对门槛值 (20%) 之综合

数据范围：20世纪60年代以后170个国家的数据

- 确定1970年到2010年发生的176次信贷繁荣

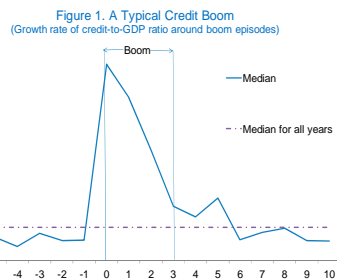
注意事项：

- 仅限于银行信贷
- 样本不包括金融系统不发达的国家 (信贷占GDP比率小于10%)

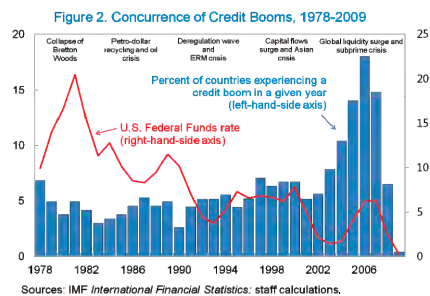


典型事实一

- 信贷繁荣通常持续三年，信贷占GDP比率每年约增长13%（比非繁荣时期快5倍）。
- 20世纪80年代之后“同步繁荣”出现上扬趋势

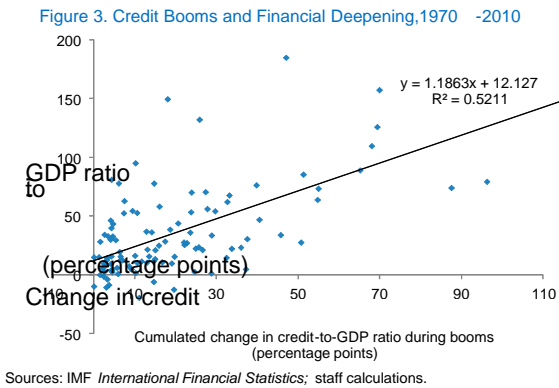


Sources: IMF International Financial Statistics; staff calculations.



典型事实二

- 尽管追赶很重要
但是，高收入国家也发生信贷繁荣
- 信贷繁荣更多发生在相对不发达制度下：信贷占GDP比率中位数为19%，样本中位数为30%。



典型事实三

- 繁荣期间经济更活跃
- 是否也有利于长期增长？

年平均变化(%)	非繁荣时期	繁荣时期
信贷占GDP比率	1.4	16.6
GDP	4.0	5.4
消费	4.4	5.4
投资	5.4	10.5
股价	4.3	11.1
房价	1.2	9.5

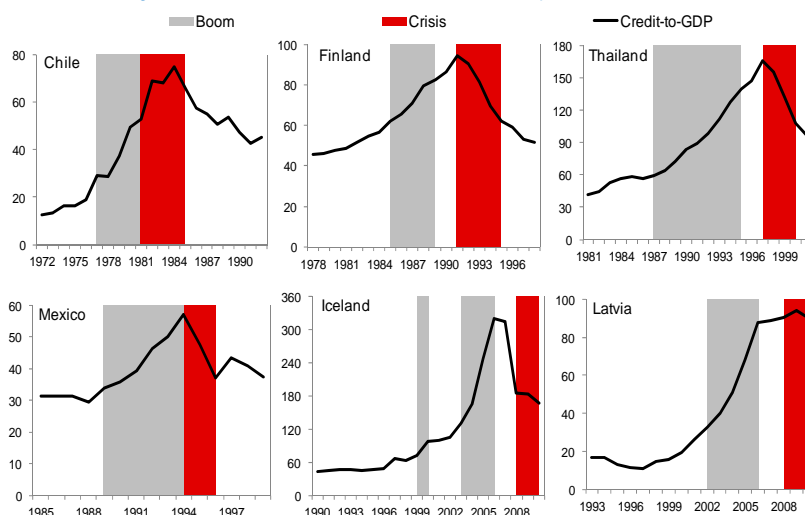
繁荣持续年数	RGDPpc的变化(%)
零	38
0 < x ≤ 5	60
> 5	59

典型事实四

- 危机相关
 - 早期文献
 - 轰动案件
 - 近期经历
- 与经济衰退、增长放缓和“信贷缺乏的经济复苏” 相联。

信贷繁荣与宏观金融稳定						
是否随后发生了金融危机？	是否随后经济发展表现不佳？				总计	
	否		是			
	#	%	#	%	#	%
否	52	30	67	38	119	68
是	14	8	43	24	57	32
总计	66	38	110	63	176	

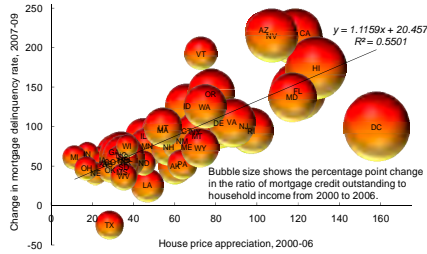
Figure 5. Credit Booms and Financial Crises: Examples of Bad Booms



Sources: Laeven and Valencia (2010), IMF *International Financial Statistics*; staff calculations.

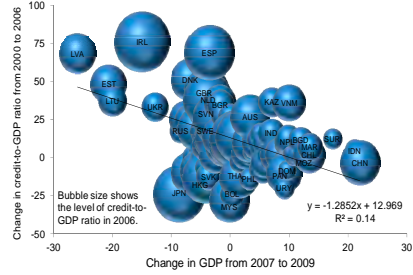
泡沫和泡沫破裂

Figure 4. Leverage: Linking Booms to Defaults



Sources: Federal Housing Finance Agency, Mortgage Bankers Association, Bureau of Economic Analysis, U.S. Census Bureau.
Note: Each data point corresponds to a U.S. state, indicated by the two-letter abbreviations.

Figure 6. Credit Growth and Depth of Recession



Sources: IMF *International Financial Statistics*; staff calculations.
Note: Each data point corresponds to a country, indicated by the three-letter abbreviations.

诱因

通常怀疑的因素（以文献为依据）：

- 三分之一的信贷繁荣发生在**金融自由化**之后或同时发生，只有2%是相反情况。
- **资本流入高涨**，因为信贷繁荣发生前的三年内，净资本流入从占GDP的2.3%上升到3.1%，
- 信贷繁荣之前**经济增速高涨**，年增长率达5.4%，而平缓时期的增长率为3.4%。

其他规律：

- 固定汇率制度
- 扩张性宏观经济政策
- 银行监管质量低

外汇制度		货币政策		财政政策		监管质量	
固定	浮动	宽松	紧缩	宽松	紧缩	低	高
76%	24%	85%	15%	74%	26%	79%	21%



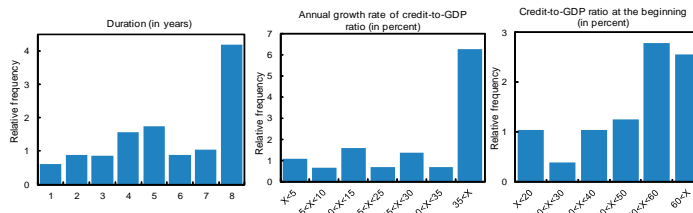
	信贷繁荣		信贷和房地产繁荣	住户信贷繁荣	公司信贷繁荣
人均GDP	-0.04	-0.13	-0.05	-0.03	0.04
GDP 增长	0.04*	0.12**	0.05***		
金融改革	0.81**	2.46***	1.18***	1.10***	0.83**
资本流入高涨	-0.03	-0.11	-0.04*	-0.07***	-0.05**
通胀	0.01	0.02	-0.02***	-0.004	-0.003
经常账户	0.01	0.03	0.01	0.04***	0.03***
贸易开放程度	-0.002	-0.005	-0.003***	-0.002	-0.002**
外汇制度	-0.03*	-0.08*	-0.02	-0.01	-0.02
银行导向	-0.16	-0.49	-0.22**	-0.19*	-0.22**
消费增长				0.01	
投资增长					0.04***
观察次数	125	123	104	117	114
R平方	0.21	0.17	0.62	0.48	0.52



引起不良后果的繁荣

Figure 7. Bad versus Good Booms

Booms that last longer and that develop faster are more likely to end up badly. Booms that start at a high level of credit-to-GDP also tend to be bad.



Sources: IMF *International Financial Statistics*; staff calculations.

Notes: Relative frequency is the frequency of a given attribute in bad booms divided by the frequency in good booms. Credit booms are identified as episodes during which the growth rate of credit-to-GDP ratio exceeds the growth rate implied by this ratio's backward-looking, country-specific trend by a certain threshold. Bad booms are those that are followed by a banking crisis within three years of their end.

持续时间越长、速度越快、水平越高→随后发生系统性危机的可能性越大

回归分析显示与经常账户逆差较大、通胀率较高、银行监管质量较低以及资产价格增长较快有关，但相关系数不稳定。

没有证据表明新兴市场的信贷繁荣更危险。



要点总结

某些诱因和宏观经济条件影响对某国家受信贷繁荣影响的评估，即使这些国家还远没有显示出确切的信号

统计数据无法鲜明有力地确定信贷繁荣的好坏，但明智的做法是如果繁荣出现以下特点，则应额外注意（并采取行动）：

- 持续6年以上，
- 年均增长率超过25%，
- 繁荣初期的信贷占GDP比率超过60%。

需采取哪些措施？

- 货币政策
- 财政工具
- 宏观审慎措施



货币政策

应从以下方面开始

- 提高借款成本，降低抵押品价值
- 可能会限制杠杆和冒险

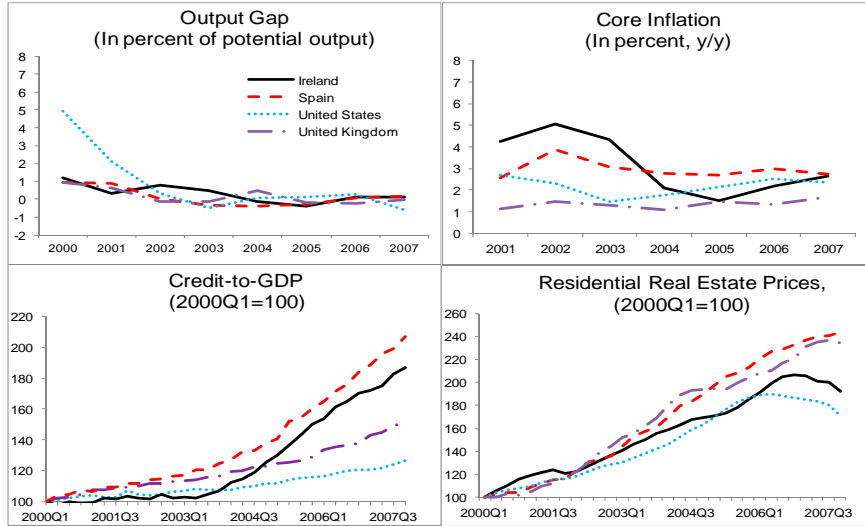
但是：

- 整个经济体都要付出昂贵代价，而且各目标之间可能发生冲突（通胀目标、资产负债表稳定等）
- 规模较小的开放经济体面临的问题（比如，突然停止和货币替代）
- 对投机因素的影响可能有限



危机前：宏观状况尚可，但风险增加

Figure 1. Output Gap, Core Inflation, and Financial Indicators Before the Crisis



Source: World Economic Outlook (September 2007 vintage for the output gap) and Haver Analytics.



财政工具

采取审慎的逆周期措施和消除债务倾向当然能起到帮助作用

- 如果整个繁荣期内累积相当于GDP5%的缓冲，就能负担一般性危机的财政成本。

但是:

- 难以按周期实施并做出及时回应
- “金融活动税”的实际问题
 - ✦ 针对银行业务模式设定累进税率，并考虑到银行的反应
 - ✦ 系统性风险升高时，操纵制度系统的刺激因素可能会增加



宏观审慎措施

采取有针对性措施：

- 预防不可持续的繁荣
- 提高抵御崩溃的能力

但是：

- 规避
- 政治阻力
- 非预期的后果（如为避免总量波动提供保障可能会加剧跨部门冒险）



预防信贷繁荣				
人均GDP	-0.04	-0.06	-0.16***	-0.16***
GDP增长	0.04*	0.02	0.06***	0.05**
金融改革	0.72**	0.77**	0.97***	0.76**
资本流入高涨	-0.03	-0.03	-0.02	-0.02
通胀	0.01	0.002	0.01	-0.00
经常账户	0.01	0.003	0.02*	0.01
贸易开放程度	-0.001	-0.002	-0.002**	-0.002
外汇制度	-0.02*	-0.03	-0.02	-0.01
银行倾向	-0.16	-0.23**	-0.26**	-0.33***
货币政策立场	-0.001			-0.001
财政政策立场		0.09*		0.11**
宏观审慎工具			-0.14***	-0.14***
Obs观察次数	125	117	125	117
R-sqR平方	0.22	0.26	0.34	0.38

预防繁荣朝有害方向发展

	所有有害繁荣			金融危机			增长放缓		
持续时间	0.05*	0.04	0.09*	0.02	0.02	0.01	0.05	0.02	0.09*
货币政策立场	0.00			0.00			-0.00		
财政政策立场		-0.00			0.01			-0.01	
宏观审慎工具			-0.02			-0.04*			-0.02
观察次数	137	111	78	137	111	78	137	111	78
R平方	0.12	0.09	0.18	0.09	0.15	0.16	0.11	0.06	0.17



分析的局限性

缺乏关于货币政策有效性的证据

- 在货币政策收紧的情况下转向外汇借贷（匈牙利、波兰）
- 内生问题：信贷增长时收紧政策

宏观审慎工具可能得出的结果

- 数据有限
- 差异性导致难以进行经济计量。



结论

只有（极）少数信贷繁荣最终引发危机，而且在初始时期难以确定该繁荣是否是有害繁荣

- 前文列述的证据确定了有利于信贷繁荣的条件和规模较大、持续时间较长的繁荣会带来危险。
- 需在过早干预的代价、终止有益繁荣的风险和预防危机这一目标之间进行权衡

货币和财政政策似乎不能有效应对繁荣，而宏观审慎工具似乎能产生不错的效果

解决问题的方法在一定程度上还是要大力加强微观审慎政策的力度。20%的资本充足率要求能避免大部分的银行危机



供进一步探讨的重要问题

宏观审慎政策的最佳组合和模式

- 各政策之间的关系
 - ✦ 这些工具的独立程度
 - ✦ 宏观审慎当局的权利
- 规则与自行处理权
 - ✦ 与通胀目标标准相去甚远
 - ✦ 过度干预政策带来的风险
 - ✦ 政治经济方面的挑战
 - ✦ 防止规避和风险转移

政策对不同类型繁荣的有效性

当局间和跨境政策协调



人民银行和基金组织联合会议，2016年4月28日



韩国信贷周期方面的经验

金融委员会事务处长
金容範



第一部分. 今日韩国

第二部分. 公司信贷危机 (1997年)

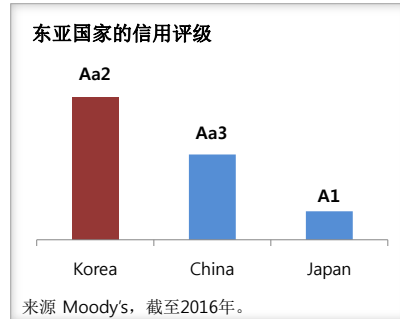
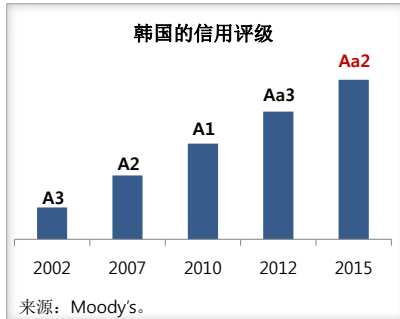
第三部分. 消费者信用危机 (2003年)

第四部分. 房地产泡沫 (2002-2005年)

第五部分. 我们从中学到了什么?

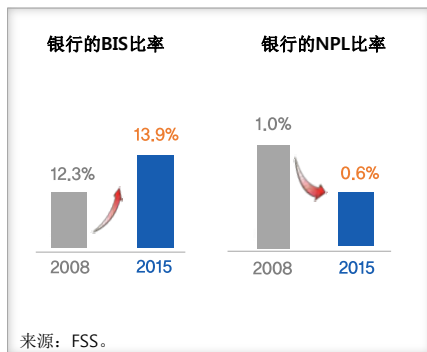
1. 今日韩国

- 亚洲地区最高信用评级之一（Aa2级，穆迪）
- 银行系统非常健全和稳定
- 政府资产负债表和预算均健康

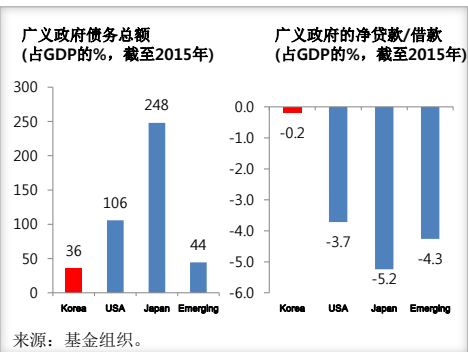


1. 今日韩国

- 金融体系稳定



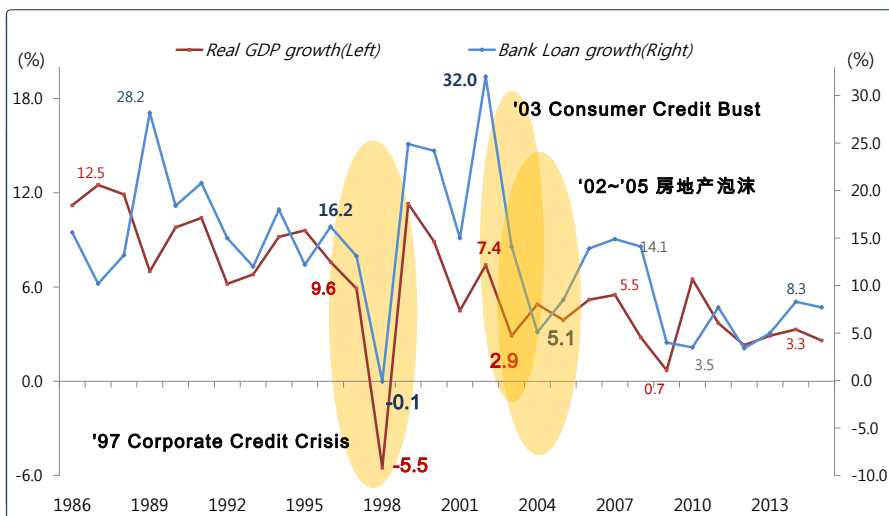
- 财政健康





然而，走到今天的路途并不平坦

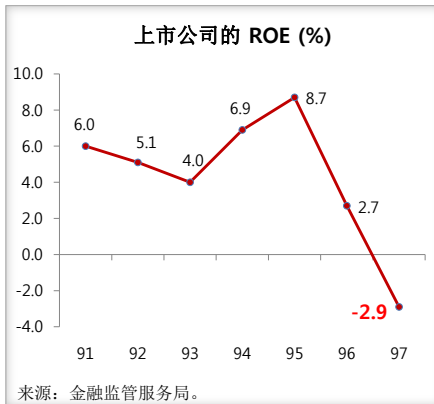
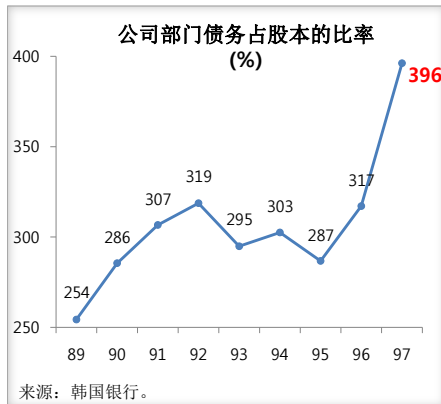
总括：韩国的信贷周期



来源：韩国银行。

2. 公司信贷危机 (1997年)

- 公司信贷迅速增加及利润下降产生了全面信贷周期



2. 公司信贷危机 (1997年)

- 短期美元借款导致公司债务急剧上升及整体经济中的杠杆激增
- 此现象由影子银行突增和低于全球标准的宽松银行监管所致
 - ✓ 商业银行的数目: (1985) 6 → (1997) 30
 - ✓ 投资信托的数目: (1995) 8 → (1997) 24
 - ✓ 商业银行的不良贷款比率 (1997): 4.5%
 - ➔ 以全球标准重估 (1999): 12.4%

2. 公司信贷危机 (1997年)

● 政府回应

✓ 韩国迅速恢复的关键

我们认识到这是一个**资产负债表周期**，并相应制定了计划

许多其他国家采取的是**损益表解决方案**
(例如，促进增长的倡议)

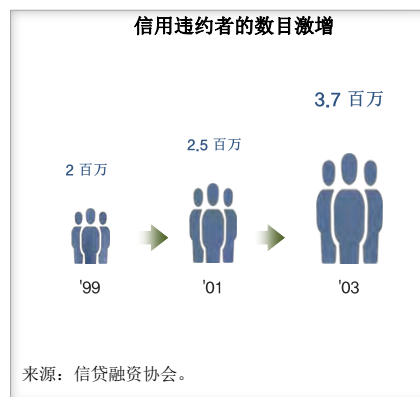
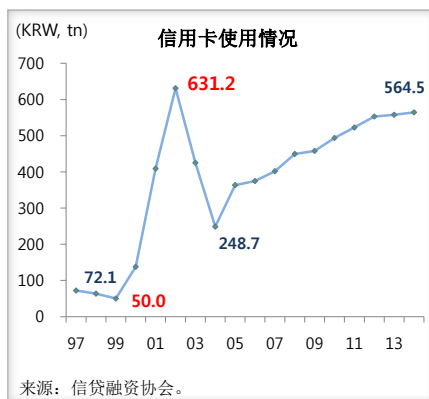
✓ 通过**关闭和并购**对银行系统进行再注资和重组

✓ 让资不抵债企业破产，以此**解决产能过剩问题**

✓ 改善金融监管能力，建立一个**独立的控制机构**来监督整个金融体系

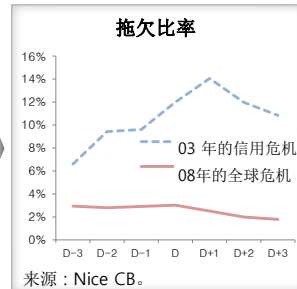
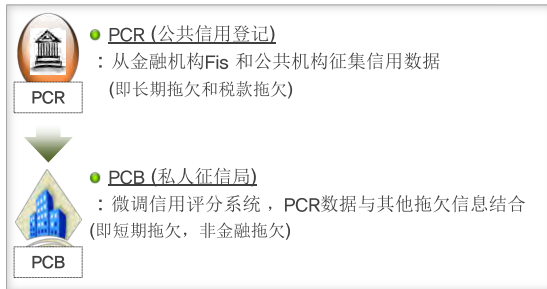
3. 消费者信用危机 (2003年)

● 信用卡业务激增，但却**不具备充分的信用评级系统**，导致**违约激增**

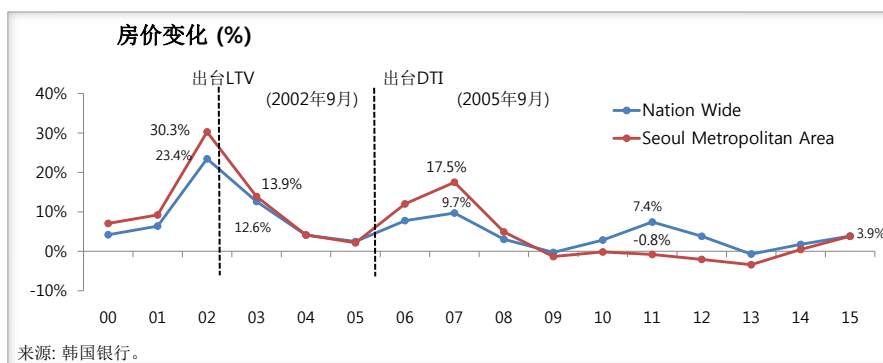


3. 消费者信用危机 (2003年)

- 为此，政府成立了新的**信用评级体系**
 - ✓ 促进**私人征信局**的发展，结合使用**公共信用登记系统**的信息
 - ✓ 形成**高效和有效的信用信息系统**



4. 房地产泡沫 (2002–2005年)



- 政府出台**宏观审慎监管 LTV, DTI**
 - ✓ 为对付投机出台LTV - 2002年
 - ✓ 为对付投机出台DTI - 2005年
 - ✓ 取决于住宅所在区域、债务期限、房价和宏观经济冲击，进行有针对性和逐步的监管调整。

5. 我们学到了什么？

- 信贷周期将发生
 - ✓ “此次不同，或者我们跟他们不同”的错误说法
- 管理信贷推动的增长
 - ✓ 多少信贷是有益的，多少是有风险的？
 - ✓ 债务上升 + 利润和 & 增长率下降 = 问题
- 谨防“政策钟摆效应”
 - ✓ 从“太松”转向“太紧”

13

5. 我们学到了什么？

- 管理信贷周期的经验教训
 - ✓ $GDP \% = f(\text{健康的资产负债表})$
 - ✓ 信贷推动的过剩产能在近期对GDP有积极影响，但在长期会给经济和金融体系带来负面影响 (取舍)
 - ✓ 避免创造全国范围的“大到不能倒闭”的情况。

谁处在困境？ ❗ 比较不能还款的100万美元和1亿美元的借款人
- 所有信贷周期的源头：G7政策对我们不起作用
 - ✓ 出于政治利益消除商业周期给经济带来越来越多的风险
 - ✓ 我们不能通过增加信贷来解决信贷周期问题。
 - ✓ 这是中等规模的开放型经济体，包括韩国在内经济体的危险所在

14

中国与新兴市场危机类比

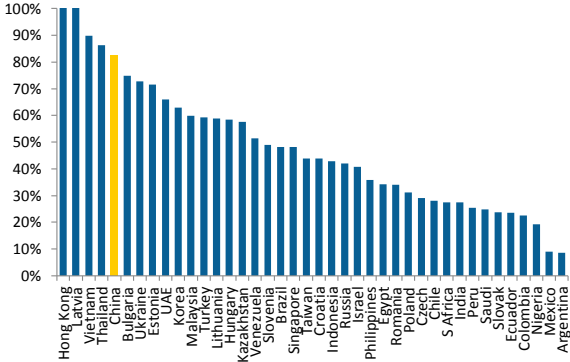
Jonathan Anderson
 新兴顾问集团
 2016年4月

jonathan@emadvisorsgroup.com

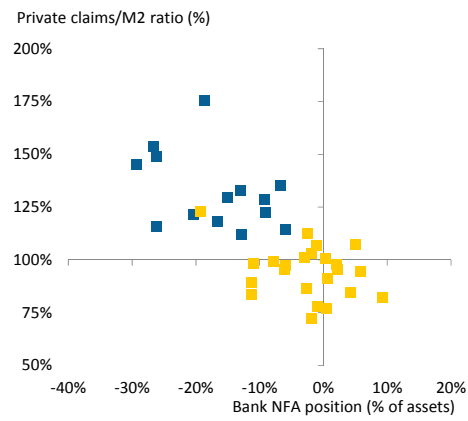


历次信贷扩张峰值

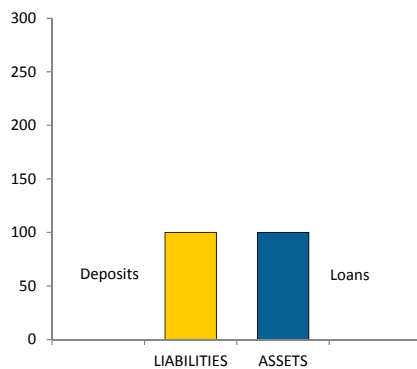
Maximum trough-peak increase in a 10-year period (% GDP), 1990-2015



金融危机影响

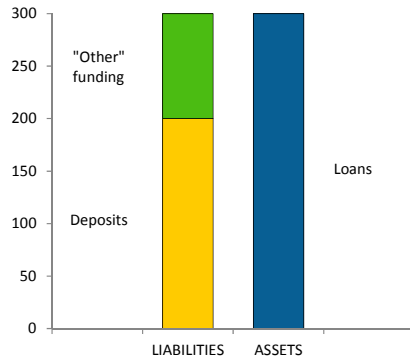


危机模型



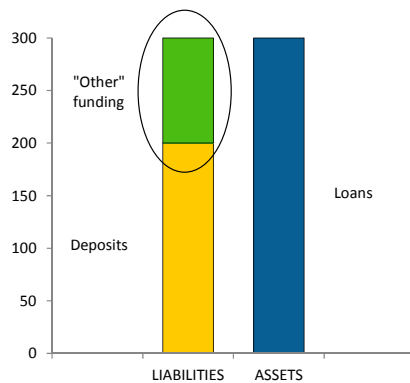
- 以简单的银行部门为起点
- 100个单位的贷款资产，以及100个单位的储蓄负债；

危机模型



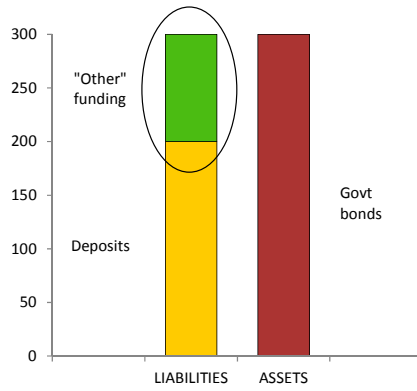
- 假设发生大规模信贷扩张
- 贷款资产升至300个单位
- 仅一半的信贷扩张由储蓄支持
- 剩余通过非银行金融部门融资获得；

危机模型



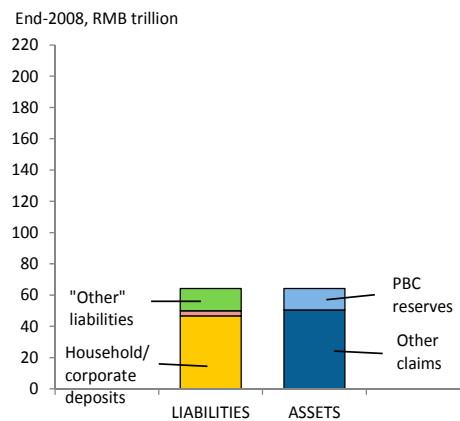
- 危机风险来源于何处？
- 风险在于负债端—若波动性大、敏感性高的“其他融资”突然撤出时产生；

危机模型

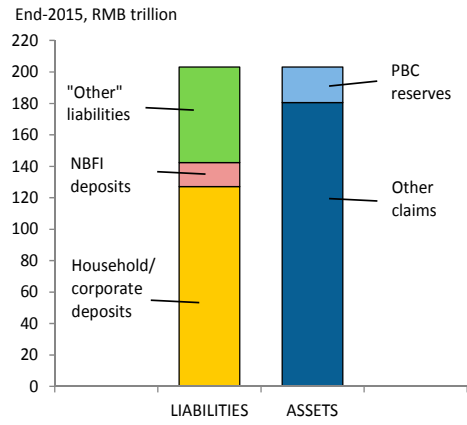


- 即使政府将所有资产端风险从账面去除（如，用政府债券置换坏账或全部贷款），上述结论也成立；

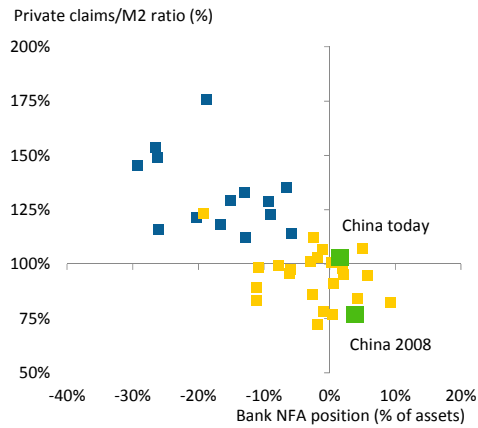
中国银行——2008年



中国银行——2015年



中国的风险状况



债务问题有多严峻，如何解决？

Markus Rodlauer 和 Wojciech Maliszewski
国际货币基金组织
(prepared by APD, LEG, MCM and RES
departments)

1

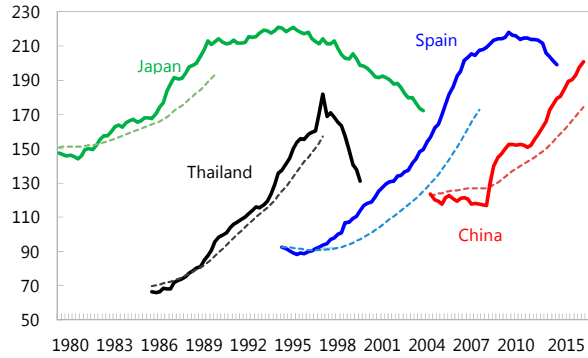
是否存在问题？

2

中国的信贷繁荣与其他国家相似

High Credit Growth and Credit Gap

(In percent of GDP)



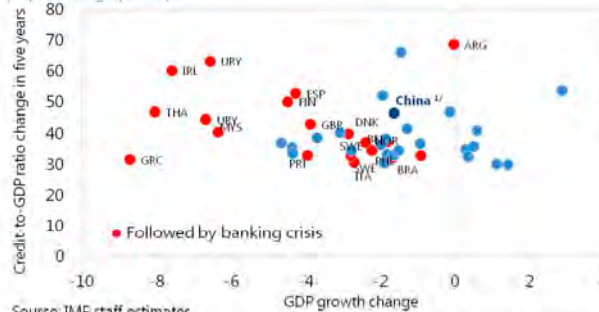
1/ Dot lines represent the credit trend.
Sources: BIS; and IMF staff calculations.

3

跨国证据指向了风险

Credit Booms Ended in Financial Crisis and/or Lowered Growth

(In percentage points)



Source: IMF staff estimates.

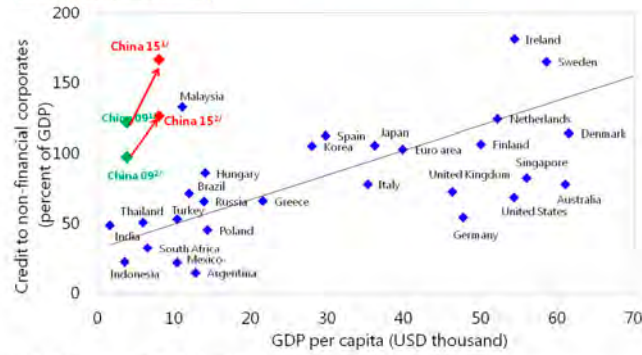
1/Average growth differential between after 5 years and previous 5 years. GDP growth projection is based on April 2016 WEO. Credit number is based on adjusted TSF as of end-2015.

4

企业部门是主要元凶

Credit to Nonfinancial Corporates much Higher

(Selected economies, 2014)



^{1/} Calculated as total social financing minus equity and household loans.

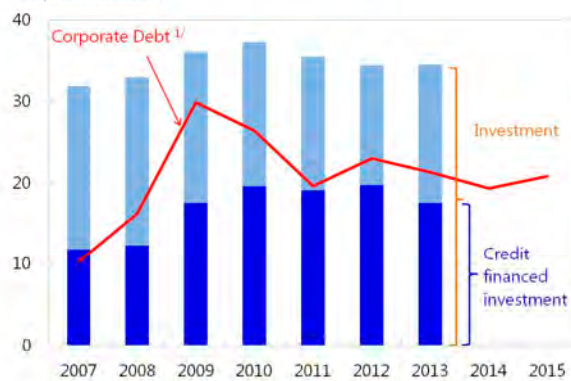
^{2/} Calculated as total social financing minus equity, LGFV borrowing and household loans.

5

因为投资用信贷融资

Corporate Debt and Investment

(In percent of GDP)

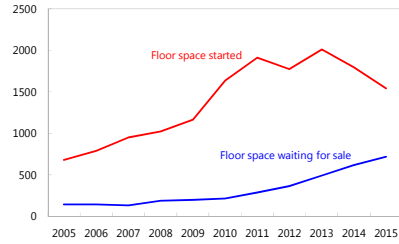


^{1/} New increased debt including LGFV borrowing.

6

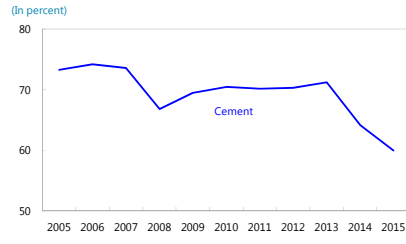
流向了建筑业和其他上游行业

Booming Construction Has Left Real Estate with Overhang
(In thousand of square meters)



Sources: CEIC Data Company Ltd.; and IMF staff calculations.

Exacerbating Overcapacity Problems in Upstream Industries
(In percent)

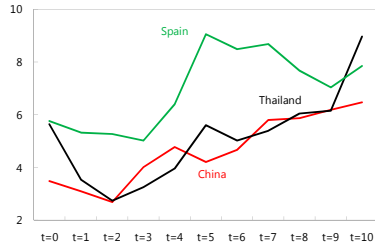


Sources: CEIC Data Company Ltd.; and IMF staff calculations.

7

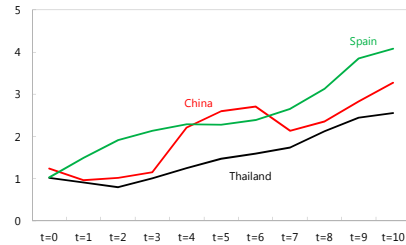
变得越来越低效率

Investment Efficiency Has Fallen
(In percent)



Sources: World Economic Outlook; and IMF staff calculations.

While Credit Intensity Has Increased
(In percent, new credit per unit of additional GDP)

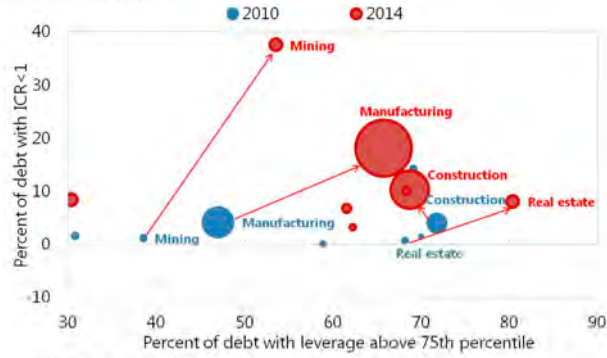


Sources: BIS; World Economic Outlook; and IMF staff calculations.

8

影响了企业的债务偿还能力

Impaired Assets in Manufacturing, Mining, Constuction and Real Estate

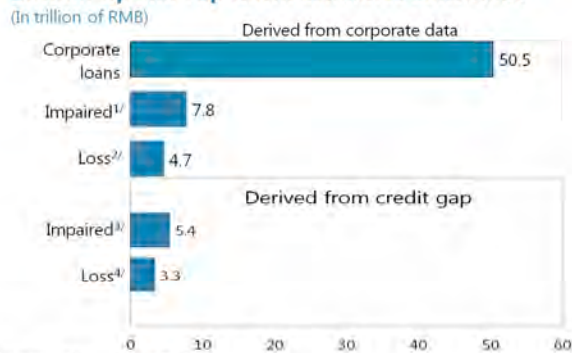


Sources: WIND database; and IMF staff calculations.
Note: Dot size indicates the size of debt in the sector.

9

和银行的资产质量

Bottom-up and Top-down Estimates Consistent

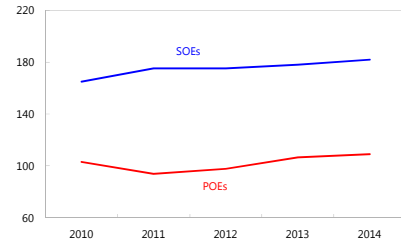


^{1/} Share of loans with ICR < 1.
^{2/} Assuming 60 percent loss rate.
^{3/} From the relationship between credit gap and subsequent NPLs.
^{4/} From the relationship between credit gap and subsequent write-offs.

10

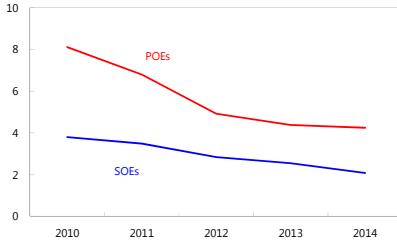
国企比私营企业更加脆弱

SOEs Are More Leveraged
(In percent)



Sources: WIND database; and IMF staff estimates.

And Less Profitable
(In percent, return on assets)

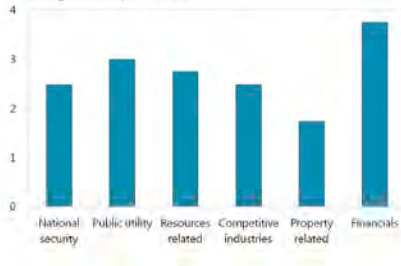


Sources: WIND database; and IMF staff estimates.

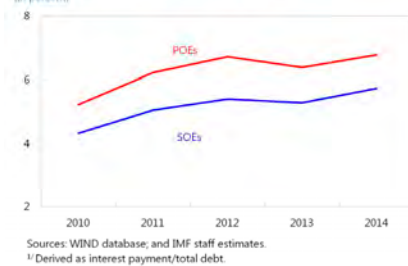
11

受益于隐性担保

Uplift in Ratings for SOEs
(Average notches uplift for SOEs)



Implied Interest Rate^{1/} is Lower for SOEs
(In percent)



Sources: WIND database; and IMF staff estimates.
^{1/} Derived as interest payment/total debt.

12

但在债券市场有分化的迹象



13

制定解决方案

14

策略——关键因素

- **分辨。**识别可以存续和不可存续的公司。
- **企业重组。**不可存续的公司应当退出。可存续但过度负债的企业应该重组。
→ 最大化企业价值。
- **消除债务积压。**确认损失，调整资本，并发展销账和其他形式重组的支持机制。
- **加强预算约束。**退出机制会提高财政纪律。但未来需要废除隐性担保。这些变化需要谨慎地处理。

*一致的框架是系统性解决方案的关键。
利用估值与重组方面的专家。*

15

策略——支持性政策

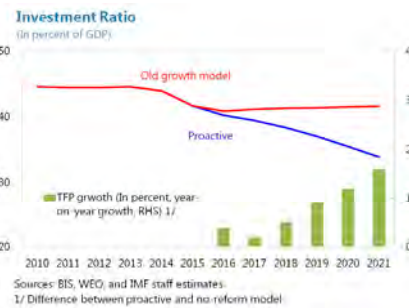
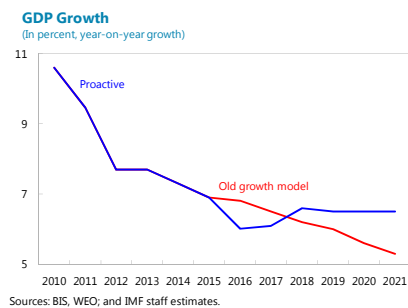
- **强化法制体系。**长期目标是改善法制。但强化的机制需要与现有法律架构形成互补。
- **减低对短期内增长和就业的冲击**（并帮助受影响者）。需要加强社会保障网络，重新计划并放松民工转移约束。
- **在地方政府层面改善财政纪律。**

16

演示情境

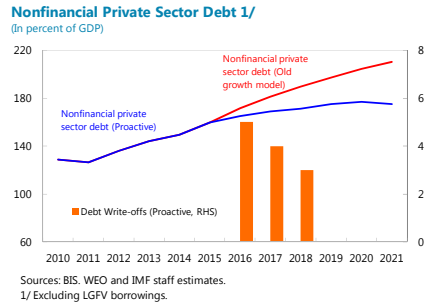
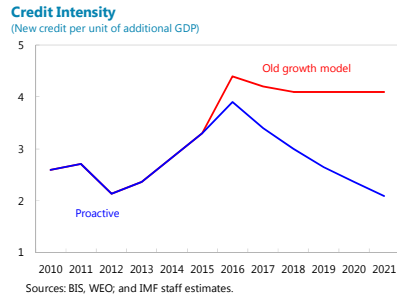
17

由于较低的投资密度，积极去杠杆
更可持续



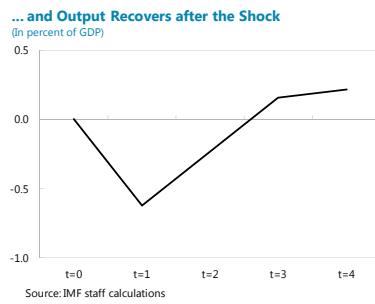
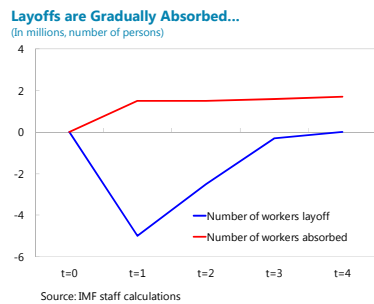
18

较低的信贷密度



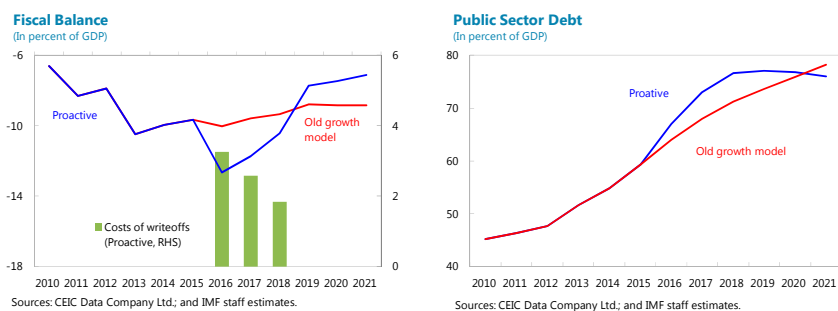
19

存在转型成本



20

但财政仍可负担



21

当局的计划

- 第一步已完成：认识到问题。
- 计划：
 - 处置产能过剩部门和僵尸企业；
 - 创建健全的企业环境来进行重组；
 - 兼并优于清算。
- 但是：
 - 该计划能否实现预算约束的强化？
 - 其他部门的过高杠杆如何解决？
 - 对金融体系的启示有哪些？

22

如何降低中国企业杠杆率

马骏
中国人民银行研究局首席经济学家
2016年4月28日

1

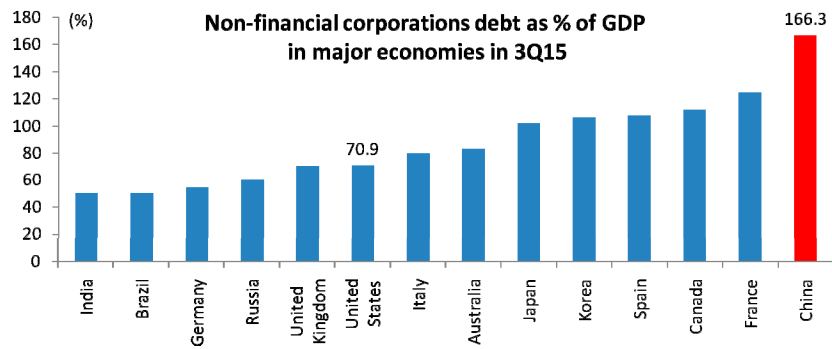
内容

- 企业部门的杠杆率
- 降低杠杆率的方法
 - 实施结构性改革，改善企业利润
 - 将债务转移给政府
 - 债转股
 - 发展多层次股权市场
 - 核销不良贷款（“僵尸”企业退出市场）
 - 硬化预算约束、评级等
- 在不改变杠杆率的情况下降低风险的方法
 - 期限转换
 - 利率衍生工具（掉期、期货、信用违约掉期）
 - 证券化

2

中国企业杠杆率：高于多数国家

中国企业杠杆率水平在主要经济体中最高

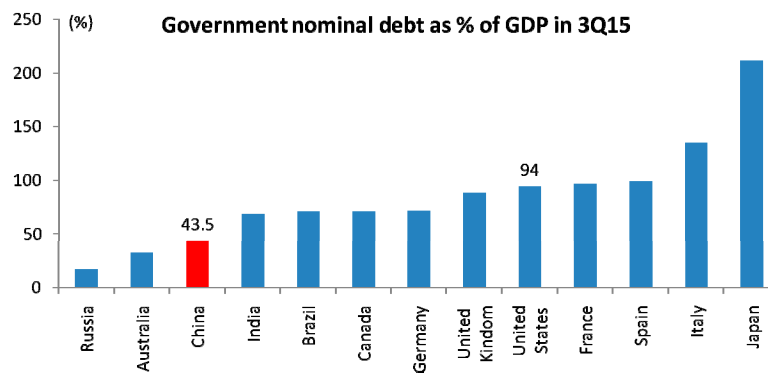


来源：国际清算银行

3

中国政府债务：低于很多其他国家

中国政府部门债务率在主要经济体中较低



来源：国际清算银行

4

降低杠杆率是长期任务

- 广义货币M2预计今年将增长13%
- 名义GDP今年可能增长约7-9%
- 杠杆率近期可能上升

5

降低企业杠杆率的方法

6

改善企业利润是根本的解决办法 (供给侧改革以改善利润是根本)

- 需要削减过剩产能
- 需要成功转向有利润的新部门
- 需要技术创新
- 以上都不是短期性的

7

将债务转移给政府，如减税

中国可以通过减税并提高财政赤字的方式来降低企业部门杠杆水平



来源: WIND

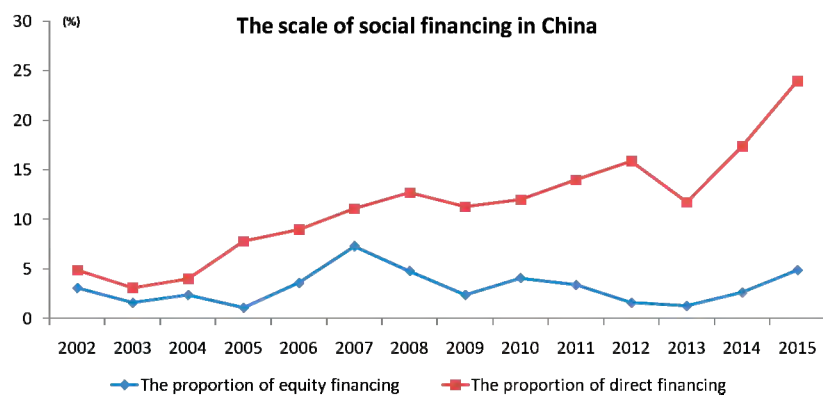
8

债转股

- 但债转股也存在一些困难。
 - 银行拥有股权受到限制
 - 缺乏企业重组方面的合格专家
 - 资产缺乏透明度
 - 政府支持的资产管理公司可能是一种快速方法，但会导致政府债务增加。

9

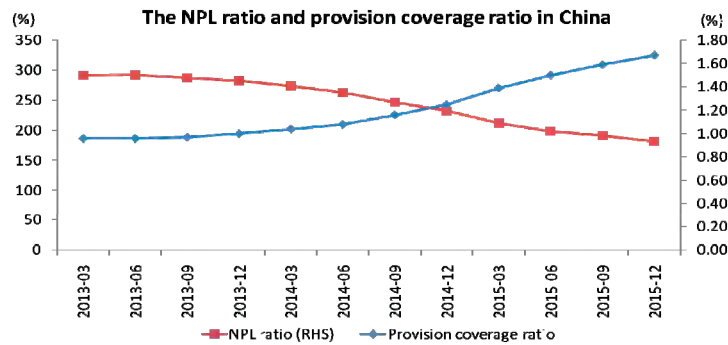
发展多层次股权市场



10

核销不良贷款（让“僵尸”企业退出市场，以财政补贴提供支持）

核销不良贷款的条件：拨备覆盖率仍保持高位



来源：WIND

11

硬化预算约束和改善信用评级

- 硬化国有企业和地方政府融资平台的预算约束。预算约束增强后，企业借款往往减少。
- 提高企业透明度。透明度提高后，高债务企业的借款会减少。
- 改善信用评级。信用评级应反映真实信用风险，因此信用风险较高的企业，其借款较少。

12

在不改变杠杆率的情况下降低风险的方法

13

用债券或利率衍生工具对贷款进行再融资， 以实现期限转换

银行贷款的平均期限是1-2年。

用中长期债券对贷款进行再融资，或通过利率掉期或债券期货对冲期限（利率）风险，这些做法有助于降低风险。

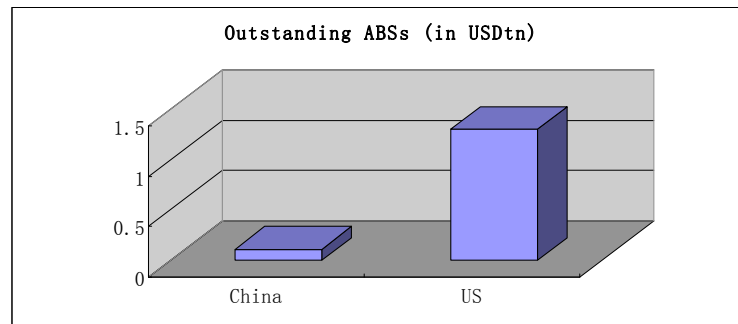
14

发展信用违约掉期市场

- 信用违约掉期市场可以将信用风险转给风险容忍度高于银行的投资者。

15

资产证券化也能分散风险或将风险转移给市场



注：中国是2016年4月13日数据，美国是2015年第四季度数据。
来源：WIND, SIFMA

16

结论

- 中国企业杠杆率很高，给金融稳定带来风险。
- 供给侧改革是改善利润的关键，而利润的改善在长期内可能有助于降低杠杆率。
- 其他措施包括，将债务转给政府，债转股，核销不良贷款，发展股权市场、硬化预算约束、改善信用评级、采用衍生工具、进行期限转换等。

应对中国的债务挑战

汪涛

董事总经理
中国首席经济学家、亚洲经济联席主管
wang.tao@ubs.com / +852 2971 7525

2016年4月

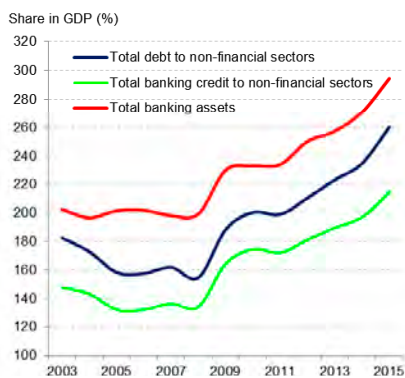
本文件由瑞银集团（UBS）下属公司瑞银证券亚洲有限公司准备。

分析人员资格证明及披露要求见PPT的17页及之后

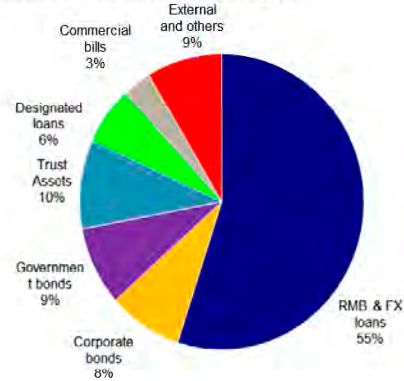
www.ubs.com/investmentresearch



非金融部门债务接近GDP的260%

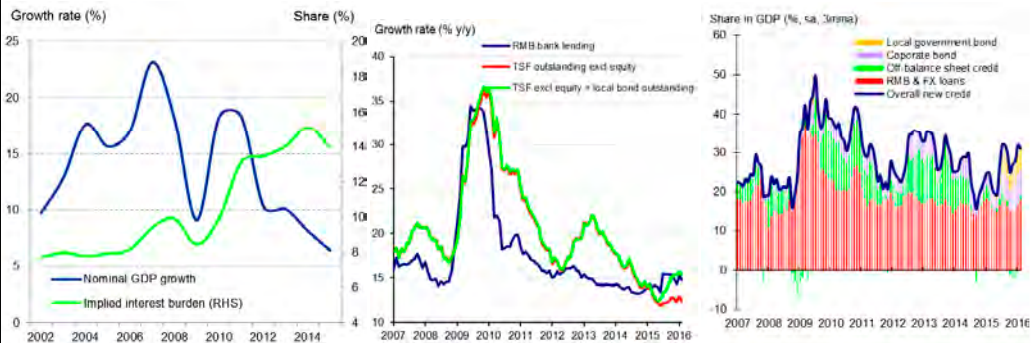


Breakdown of China's non-financial sector debt (%)



来源：CEIC以及UBS估计。

利息负担大幅上升，但信贷增速仍然很快

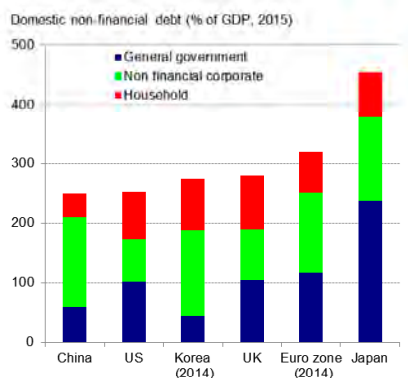


来源：CEIC以及UBS估计。

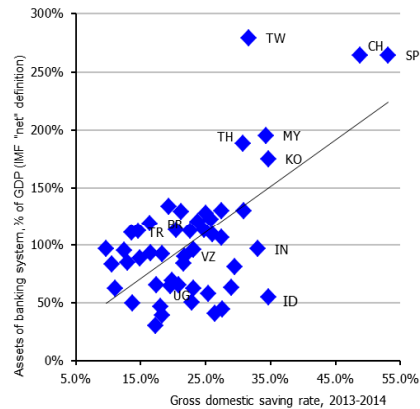


2

企业债务占GDP比重超过150%，由国内储蓄提供融资

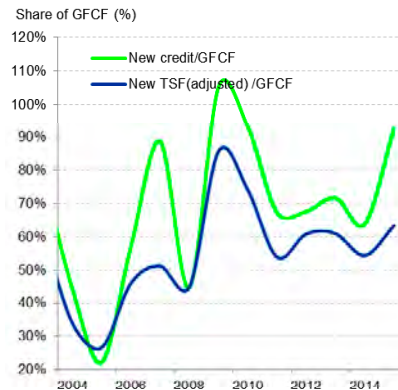


来源：CEIC、Haver以及UBS估计。



3

为投资进行债务融资的规模在上升.....

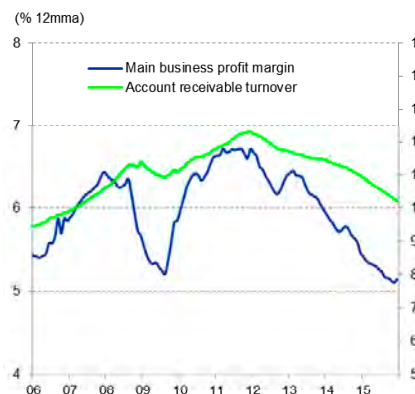
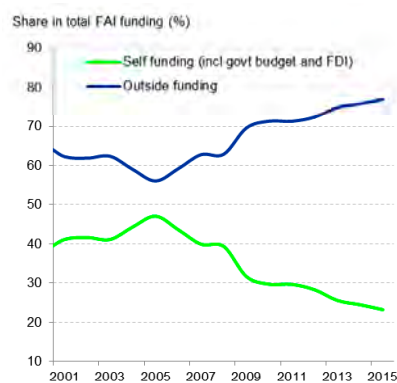


来源：CEIC以及UBS估计。



4

.....而外部需求下降，企业收入和自有资金减少



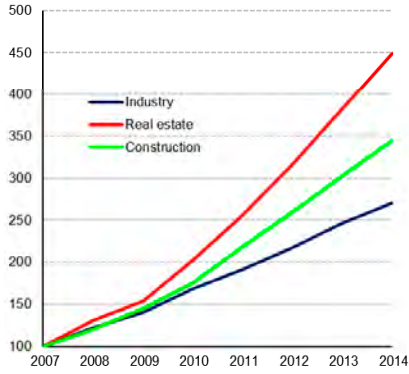
来源：CEIC以及UBS估计。



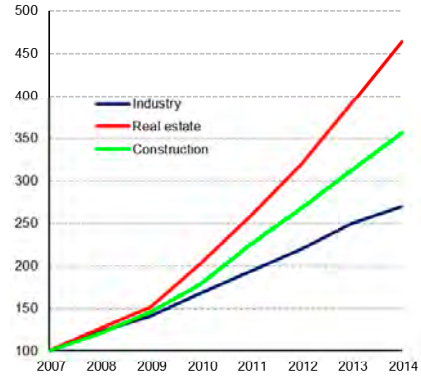
5

资产积累最迅速的是“非生产性的”房地产部门，这是由债务较快上升所推动的

Assets of above-sized enterprises (2007=100)



Liabilities of above-sized enterprises (2007=100)



来源：CEIC以及UBS估计。



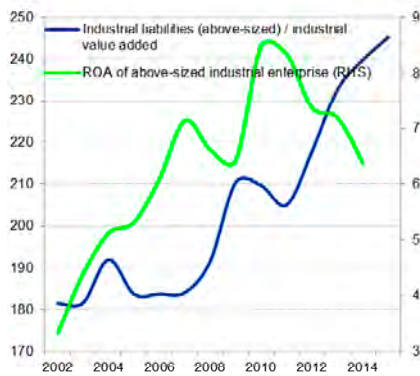
6

工业部门资产也在上升，但资产回报率在下降.....

Liability/asset (% 12mma)



(%)

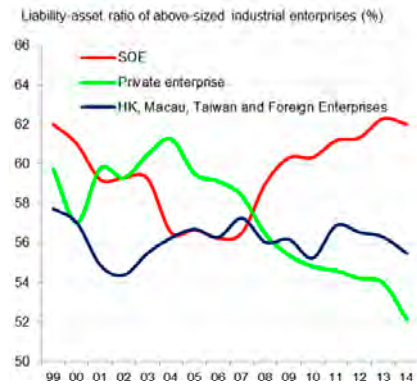
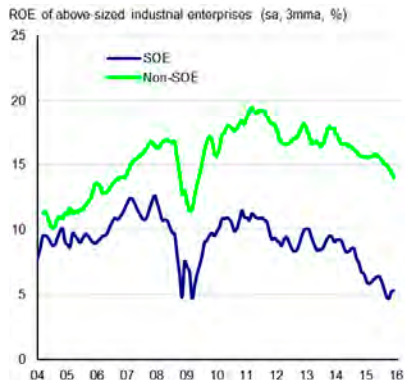


来源：CEIC以及UBS估计。



7

国有企业回报率低下，且举借了更多债务

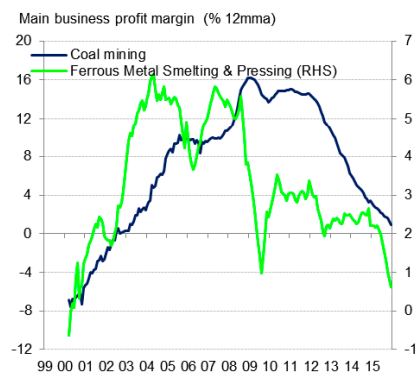
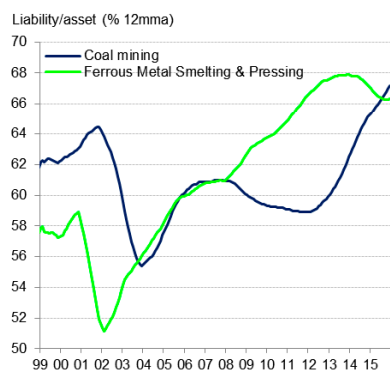


来源：CEIC以及UBS估计。



8

产能过剩行业：盈利能力在下降，资产负债率在上升

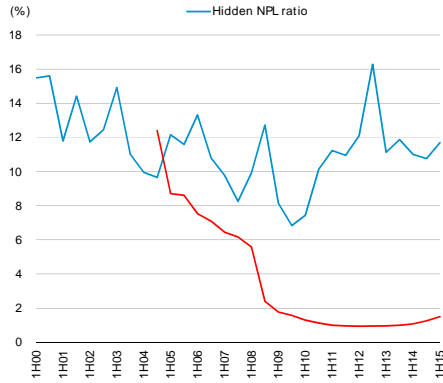


来源：CEIC以及UBS估计。

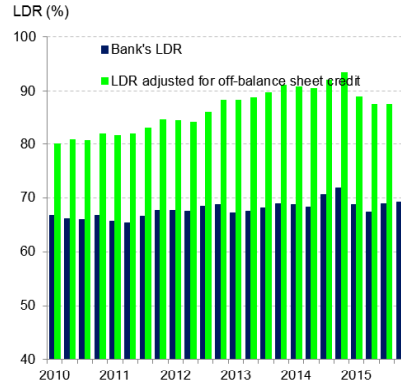


9

银行不良贷款很可能上升，但目前流动性还不成问题



来源：UBS银行团队。隐藏不良贷款率，指A股非金融机构中EBITDA/金融成本<1或为负的机构的负债总额与A股所有非金融机构负债总额的比率。
来源：Wind、CEIC和瑞银估计。



来源：人民银行、CEIC、UBS估计。

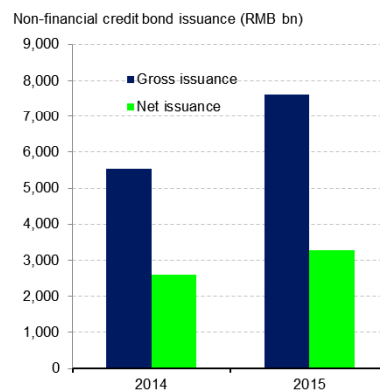
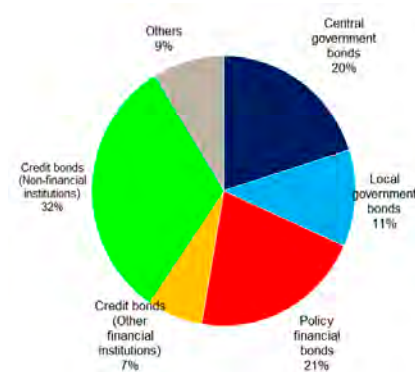
形势令人堪忧，出现危险信号

- **影子信贷快速增长**，其通常被设计来掩盖贷款和/或不良贷款，并推升了融资成本
- **过为宽泛的隐性担保**鼓励过度承担风险的行为，产生过大的信用风险
- **资本大幅流出**正减少国内流动性缓冲
- **不愿对公司或不良债务进行重组**导致产能过剩部门和坏公司占用了过多的资源，道德风险恶化
- 对银行开展的**道义劝告越来越多**
- 在金融监管方面，可能吸取了“错误的”教训

中国怎样才能控制上升的杠杆？

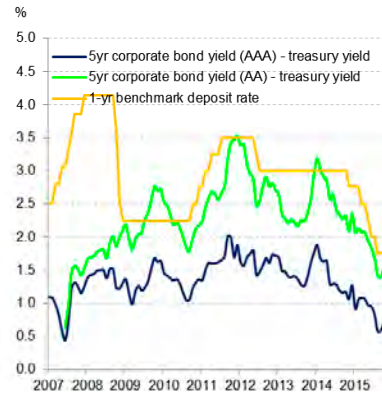
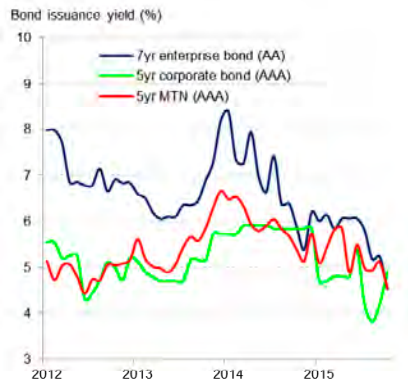
- **稳定名义增长（分母）：**增加财政支出，对劳动者和小企业减税，改善社会安全网/推进户口改革，允许使用宽松的货币政策
- **降低融资成本（分子）：**降低市场利率（下调存款准备金率有助于实现）；发展债券市场；使用政策性银行
- **债务重组（分子）：**
 - 扩大地方政府债务置换
 - 开始企业债务重组
 - 消除过剩产能，核销坏账
- **需要在去杠杆和稳增长之间维持平衡，**确保流动性充裕，但要控制信贷总量的增长；密切管理资本流动；避免信用事件溢出
- **增加资本：**帮助银行和非银行金融机构核销债务

中国的债券市场：新泡沫还是新常态？



来源：Wind以及UBS估计。

信用利差已经缩小——是否是个大问题？

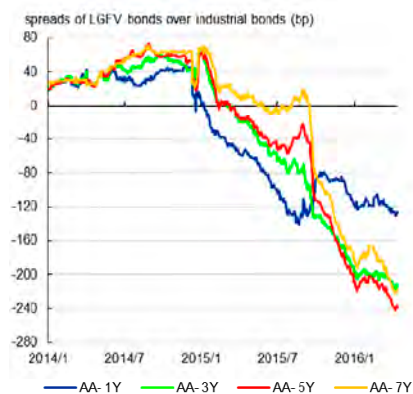
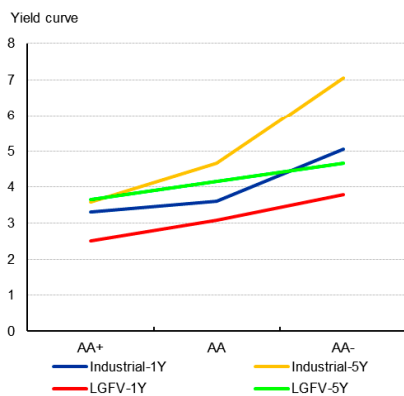


来源：Wind以及UBS估计。



14

市场正设法为风险定价

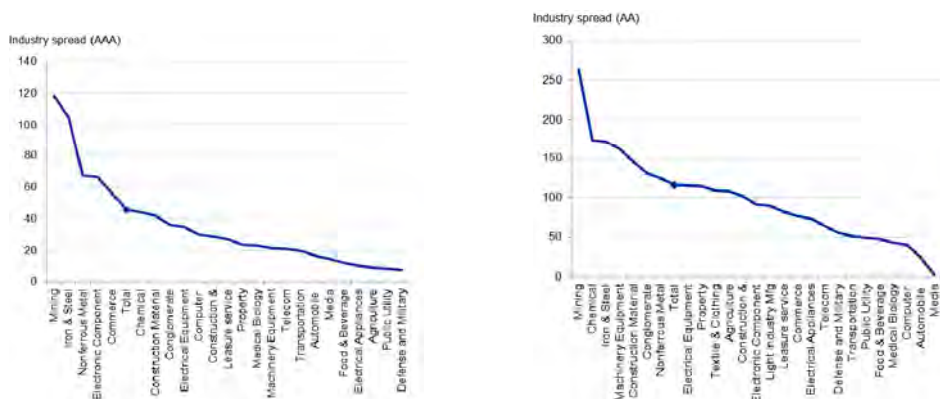


来源：Wind以及UBS估计。



15

不同部门的信用利差



来源：Wind以及UBS估计，2016年4月1日数据。



16

披露与分析师资格

Required Disclosures

This report has been prepared by UBS Securities Asia Ltd, an affiliate of UBS AG. UBS AG, its subsidiaries, branches and affiliates are referred to herein as UBS.

For information on the ways in which UBS manages conflicts and maintains independence of its research product; historical performance information; and certain additional disclosures concerning UBS research recommendations, please visit www.ubs.com/disclosures. The figures contained in performance charts refer to the past; past performance is not a reliable indicator of future results. Additional information will be made available upon request. UBS Securities Co. Limited is licensed to conduct securities investment consultancy businesses by the China Securities Regulatory Commission. UBS acts or may act as principal in the debt securities (or in related derivatives) that may be the subject of this report.

Analyst Certification: Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers and were prepared in an independent manner, including with respect to UBS, and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Research analysts contributing to this report who are employed by any non-US affiliate of UBS Securities LLC are not registered/qualified as research analysts with FINRA. Such analysts may not be associated persons of UBS Securities LLC and therefore are not subject to the FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances, and trading securities held by a research analyst account. The name of each affiliate and analyst employed by that affiliate contributing to this report, if any, follows.

UBS Securities Asia Ltd, an affiliate of UBS AG (UBS): Tao Wang

Unless otherwise indicated, please refer to the Valuation and Risk sections within the body of this report. For a complete set of disclosure statements associated with the companies discussed in this report, including information on valuation and risk, please contact UBS Securities LLC, 1285 Avenue of Americas, New York, NY 10019, USA, Attention: Investment Research.



17

联络方式

瑞银证券亚洲有限公司

汪涛
董事总经理
亚洲经济联席主管

wang.tao@ubs.com
+852 2971 7525



18

Global Disclaimer

This document has been prepared by UBS Securities Asia Limited, an affiliate of UBS AG, UBS AG, its subsidiaries, branches and affiliates are referred to herein as UBS.

Global Research is provided to our clients through UBS Neo, the UBS Client Portal and UBS.com (each a "System"). It may also be made available through third party vendors and distributed by UBS and/or third parties via e-mail or alternative electronic means. The level and types of services provided by Global Research to a client may vary depending upon various factors such as a client's individual preferences as to the frequency and manner of receiving communications, a client's risk profile and investment focus and perspective (e.g. market wide, sector specific, long-term, short-term, etc.), the size and scope of the overall client relationship with UBS and legal and regulatory constraints.

When you receive Global Research through a System, your access and/or use of such Global Research is subject to this Global Research Disclaimer and to the terms of use governing the applicable System.

When you receive Global Research via a third party vendor, e-mail or other electronic means, your use shall be subject to this Global Research Disclaimer and to UBS's Terms of Use/Disclaimer (<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>). By accessing and/or using Global Research in this manner, you are indicating that you have read and agree to be bound by our Terms of Use/Disclaimer. In addition, you consent to UBS processing your personal data and using cookies in accordance with our Privacy Statement (<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>) and cookie notice (<http://www.ubs.com/global/en/messages/cookies/cookie-management.html>).

If you receive Global Research, whether through a System or by any other means, you agree that you shall not copy, revise, amend, create a derivative work, transfer to any third party, or in any way commercially exploit any UBS research provided via Global Research or otherwise, and that you shall not extract data from any research or estimates provided to you via Global Research or otherwise, without the prior written consent of UBS.

For access to all available Global Research on UBS Neo and the Client Portal, please contact your UBS sales representative.

This document is for distribution only as may be permitted by law. It is not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation or would subject UBS to any registration or licensing requirement within such jurisdiction. It is published solely for information purposes. It is not an advertisement nor is it a solicitation or an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy. No representation or warranty, either expressed or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained in this document ("the Information"), except with respect to information concerning UBS. The Information is not intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the document. UBS does not undertake to update or keep current the Information. Any opinions expressed in this document may change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or groups of UBS. Any statements contained in this report attributed to a third party represent UBS's interpretation of the data, information and/or opinions provided by that third party either publicly or through a subscription service, and such use and interpretation have not been reviewed by the third party.

Nothing in this document constitutes a representation that any investment strategy or recommendation is suitable or appropriate to an investor's individual circumstances or otherwise constitutes a personal recommendation. Investments involve risks, and investors should exercise prudence and their own judgement in making their investment decisions. The financial instruments described in the document may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors. Options, derivative products and futures are not suitable for all investors, and trading in these instruments is considered risky. Mortgage and asset-backed securities may involve a high degree of risk and may be highly volatile in response to fluctuations in interest rates or other market conditions. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related instrument referred to in the document. For investment advice, trade execution or other enquiries, clients should contact their local sales representative.

The value of any investment or income may go down as well as up, and investors may not get back the full (or any) amount invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Neither UBS nor any of its directors, employees or agents accepts any liability for any loss (including investment loss) or damage arising out of the use of all or any of the Information.

Any prices stated in this document are for information purposes only and do not represent valuations for individual securities or other financial instruments. There is no representation that any transaction can or could have been effected at those prices, and any prices do not necessarily reflect UBS's internal books and records or theoretical model-based valuations and may be based on certain assumptions. Different assumptions by UBS or any other source may yield substantially different results.

This document and the information are produced by UBS as part of its research function and are provided to you solely for general background information. UBS has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient. In no circumstances may this document or any of the information be used for any of the following purposes:

- (i) valuation or accounting purposes;
- (ii) to determine the amounts due or payable, the price or the value of any financial instrument or financial contract; or
- (iii) to measure the performance of any financial instrument.

By receiving this document and the information you will be deemed to represent and warrant to UBS that you will not use this document or any of the information for any of the above purposes or otherwise rely upon this document or any of the information.

Research will initiate, update and cease coverage solely at the discretion of UBS Investment Bank Research Management. The analysis contained in this document is based on numerous assumptions. Different assumptions could result in materially different results. The analyst(s) responsible for the preparation of this document may interact with trading desk personnel, sales personnel and other parties for the purpose of gathering, applying and interpreting market information. UBS relies on information barriers to control the flow of information contained in one or more areas within UBS into other areas, units, groups or affiliates of UBS. The compensation of the analyst who prepared this document is determined exclusively by research management and senior management (not including investment banking). Analyst compensation is not based on investment banking revenues; however, compensation may relate to the revenues of UBS Investment Bank as a whole, of which investment banking, sales and trading are a part.

For financial instruments admitted to trading on an EU regulated market, UBS AG, its affiliates or subsidiaries (excluding UBS Securities LLC) acts as a market maker or liquidity provider (in accordance with the interpretation of these terms in the UK) in the financial instruments of the issuer save that where the activity of liquidity provider is carried out in accordance with the definition given to it by the laws and regulations of any other EU jurisdictions, such information is separately disclosed in this document. For financial instruments admitted to trading on a non-EU regulated market, UBS may act as a market maker save that where this activity is carried out in the US in accordance with the definition given to it by the relevant laws and regulations, such activity will be specifically disclosed in this document. UBS may have issued a warrant the value of which is based on one or more of the financial instruments referred to in the document. UBS and its affiliates and employees may have long or short positions, trade as principal and buy and sell in instruments or derivatives identified herein; such transactions or positions may be inconsistent with the opinions expressed in this document.



19

United Kingdom and the rest of Europe: Except as otherwise specified herein, this material is distributed by UBS Limited to persons who are eligible counterparties or professional clients. UBS Limited is authorized by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority. **France:** Prepared by UBS Limited and distributed by UBS Limited and UBS Securities France S.A. UBS Securities France S.A. is regulated by the ACPH (Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution) and the Autorité des Marchés Financiers (AMF). Where an analyst of UBS Securities France S.A. has contributed to this document, the document is also deemed to have been prepared by UBS Securities France S.A. **Germany:** Prepared by UBS Limited and distributed by UBS Limited and UBS Deutschland AG. UBS Deutschland AG is regulated by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). **Spain:** Prepared by UBS Limited and distributed by UBS Limited and UBS Securities España SV, SA. UBS Securities España SV, SA is regulated by the Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). **Turkey:** Distributed by UBS Limited. No information in this document is provided for the purpose of offering, marketing and sale by any means of any capital market instruments and services in the Republic of Turkey. Therefore, this document may not be considered as an offer made or to be made to residents of the Republic of Turkey. UBS AG is not licensed by the Turkish Capital Market Board under the provisions of the Capital Market Law No. 6352. Accordingly, neither this document nor any other offering material related to the instrument/services may be utilized in connection with providing any capital market services to persons within the Republic of Turkey without the prior approval of the Capital Market Board. However, according to article 15 (c) (ii) of the Decree No. 32, there is no restriction on the purchase or sale of the securities denoted by residents of the Republic of Turkey. **Poland:** Distributed by UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce regulated by the Polish Financial Supervision Authority. Where an analyst of UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce has contributed to this document, the document is also deemed to have been prepared by UBS Limited (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce. **Russia:** Prepared and distributed by UBS Bank (OJSC). **Switzerland:** Distributed by UBS AG to persons who are institutional investors only. UBS AG is regulated by the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA). **Italy:** Prepared by UBS Limited and distributed by UBS Limited and UBS Italia Sm S.p.A. UBS Italia Sm S.p.A. is regulated by the Bank of Italy and by the Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). Where an analyst of UBS Italia Sm S.p.A. has contributed to this document, the document is also deemed to have been prepared by UBS Italia Sm S.p.A. **South Africa:** Distributed by UBS South Africa (Pty) Limited (Registration No. 1995/01114/007), an authorised user of the JSE and an authorised Financial Services Provider (FSF 7328). **Israel:** This material is distributed by UBS Limited. UBS Limited is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority. UBS Securities Israel Ltd is a licensed Investment Market that is supervised by the Israel Securities Authority (ISA). UBS Limited and its affiliates incorporated outside Israel are not licensed under the Israeli Advisory Law. UBS Limited is not covered by insurance as required from a licensee under the Israeli Advisory Law. UBS may engage among others in issuance of Financial Assets or in distribution of Financial Assets or other issuers for fees or other benefits. UBS Limited and its affiliates may prefer various Financial Assets to which they have or may have Affiliation (as such term is defined under the Israeli Advisory Law). Nothing in this Material should be considered as investment advice under the Israeli Advisory Law. This Material is being issued only to and/or is directed only at persons who are Eligible Clients within the meaning of the Israeli Advisory Law, and this material must not be relied on or acted upon by any other persons. **Saudi Arabia:** This document has been issued by UBS AG (and/or any of its subsidiaries, branches or affiliates), a public company limited by shares, incorporated in Switzerland with its registered offices at Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich. This publication has been approved by UBS Saudi Arabia (a subsidiary of UBS AG), a Saudi closed joint stock company incorporated in the Kingdom of Saudi Arabia under commercial register number 1010257812 having its registered office at Tower Towers, P.O. Box 75724, Riyadh, 11588, Kingdom of Saudi Arabia. UBS Saudi Arabia is authorized and regulated by the Capital Market Authority to conduct securities business under license number 08113-37. **Dubai:** The information distributed by UBS AG Dubai Branch is intended for Professional Clients only and is not for further distribution within the United Arab Emirates. **United States:** Distributed to US persons by either UBS Securities LLC or by UBS Financial Services Inc., subsidiaries of UBS AG, or by a group, subsidiary or affiliate of UBS AG that is not registered as a US broker-dealer (a "non-US affiliate") to major US institutional investors only. UBS Securities LLC or UBS Financial Services Inc. accepts responsibility for the content of a document prepared by another non-US affiliate when distributed to US persons by UBS Securities LLC or UBS Financial Services Inc. All transactions by a US person in the securities mentioned in this document must be effected through UBS Securities LLC or UBS Financial Services Inc., and not through a non-US affiliate. UBS Securities LLC is not acting as a municipal advisor to any municipal entity or obligated person within the meaning of Section 15B of the Securities Exchange Act (the "Municipal Advisor Rule"), and the opinions or views contained herein are not intended to be, and do not constitute, advice within the meaning of the Municipal Advisor Rule. **Canada:** Distributed by UBS Securities Canada Inc., a registered investment dealer in Canada and a Member-Canadian Investor Protection Fund, or by another affiliate of UBS AG that is registered to conduct business in Canada or is otherwise exempt from registration. **Brazil:** Except as otherwise specified herein, this material is prepared by UBS Brasil CCTVM S.A. to persons who are eligible investors reading in Brazil, which are considered to be: (i) financial institutions, (ii) insurance firms and investment capital companies, (iii) supplementary pension entities, (iv) entities that hold financial investments higher than R\$300,000.00 and that confirm the status of qualified investors in written, (v) investment funds, (vi) securities portfolio managers and securities consultants duly authorized by Comissão de Valores Mobiliários (CVM), regarding their own investments, and (vii) social security systems created by the Federal Government, States, and Municipalities. **Hong Kong:** Distributed by UBS Securities Asia Limited and/or UBS AG, Hong Kong Branch. **Singapore:** Distributed by UBS Securities Re. Ltd. (MCI (P) 018/09/2015 and Co. Reg. No. 19850649C) or UBS AG, Singapore Branch. Please contact UBS Securities Re. Ltd., an exempt financial adviser under the Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110), or UBS AG, Singapore Branch, an exempt financial adviser under the Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110) and a wholesale bank licensed under the Singapore Banking Act (Cap. 19) regulated by the Monetary Authority of Singapore, in respect of any matters arising from, or in connection with, the analysis or document. The recipients of this document represent and warrant that they are accredited and institutional investors as defined in the Securities and Futures Act (Cap. 289). **Japan:** Distributed by UBS Securities Japan Co., Ltd. to professional investors (except as otherwise permitted). Where this document has been prepared by UBS Securities Japan Co., Ltd., UBS Securities Japan Co., Ltd. is the author, publisher and distributor of the document. Distributed by UBS AG, Tokyo Branch to Professional Investors (except as otherwise permitted) in relation to foreign exchange and other banking business when relevant. **Australia:** Clients of UBS AG. Distributed by UBS AG (Holder of Australian Financial Services License No. 231087). Clients of UBS Securities Australia Ltd. Distributed by UBS Securities Australia Ltd (Holder of Australian Financial Services License No. 231127). This document contains general information and/or general advice only and does not constitute personal financial product advice. As such, the information in this document has been prepared without taking into account any investor's objectives, financial situation or needs, and investors should, before acting on the information, consider the appropriateness of the information, having regard to their objectives, financial situation and needs. If the information contained in this document relates to the acquisition, or potential acquisition of a particular financial product by a 'Retail' client as defined by section 761G of the Corporations Act 2001 where a Product Disclosure Statement would be required, the retail client should obtain and consider the Product Disclosure Statement relating to the product before making any decision about whether to acquire the product. The UBS Securities Australia Limited Financial Services Guide is available at www.ubs.com/au-research-fig. **New Zealand:** Distributed by UBS New Zealand Ltd. The information and recommendations in this publication are provided for general information purposes only. To the extent that any such information or recommendations constitute financial advice, they do not take into account any person's particular financial situation or goals. We recommend that recipients seek advice specific to their circumstances from their financial advisor. **Korea:** Distributed in Korea by UBS Securities Re. Ltd., Seoul Branch. This document may have been edited or contributed to from time to time by affiliates of UBS Securities Re. Ltd., Seoul Branch. **Malaysia:** This material is authorized to be distributed in Malaysia by UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (Capital Markets Services License No. CMSJ/A0063/2007). This material is intended for professional/institutional clients only and not for distribution to any retail clients. **India:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. (Corporate Identity Number: UBT120MH1986PT097209) 2/F, 2 North Avenue, Maker Masity, Bandra Kurla Complex, Bandra (West), Mumbai (India) 400051. Phone: +91 226 1565000. It provides brokerage services bearing SEB Registration Numbers: NSE (Capital Market Segment): INE30951431, NSE (F&O Segment) INF230951431, NSE (Currency Derivatives Segment) INF230951431, BSE (Capital Market Segment) INB10951437, merchant banking services bearing SEB Registration Number: INM000010609 and Research Analyst services bearing SEB Registration Number: INH00001204. UBS AG, its affiliates or subsidiaries may have debt holdings or positions in the subject Indian company/companies. Within the past 12 months, UBS AG, its affiliates or subsidiaries may have received compensation for non-investment banking securities-related services and/or non-securities services from the subject Indian company/companies. The subject company/companies may have been a client/client of UBS AG, its affiliate or subsidiaries during the 12 months preceding the date of distribution of the research report with respect to investment banking and/or non-investment banking securities-related services and/or non-securities services. With regard to information on the disclosures contained in research documents produced by UBS Limited shall be governed by and construed in accordance with English law.

UBS specifically prohibits the redistribution of this document in whole or in part without the written permission of UBS and UBS accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect. Images may depict objects or elements that are protected by third party copyright, trademarks and other intellectual property rights. © UBS 2016. The key symbol and UBS are among the registered and unregistered trademarks of UBS. All rights reserved.



中国人民银行与国际货币基金组织第四次联合会议
北京
2016年4月28日



公司债务重组：最佳做法和国际经验

SEAN HAGAN
JOSE GARRIDO

第一部分
公司债务重组的普通框架

第二部分
公司债务重组的加强框架
(针对有系统性公司债务积压的情况)

第三部分
各国经验对中国的参考

债务重组的普通框架

依靠破产框架，将其作为集体执行债权人权利的机制

具体目标：实现债权人债权价值的最大化

一般好处：通过最大程度地提高债权人债权的价值，信贷可得性提高，从而让所有参与方和整体经济体受益。

3

通过两类程序实现目标：

-恢复

-清算

4

选择恢复或清算程序：

债权人（通过投票）作出选择：

以对企业存续性的评估作为依据：

存续性概念：如果恢复比清算某公司能给债权人带来更多好处，那么该公司可存续；即公司“持续经营”的价值（通过恢复实现）大于零散出售该公司资产（通过清算实现）的价值。

需以下方面的保障：

-**债权等级：**在任何清算或恢复中，有担保债权人要比无担保债权人获得更优惠的待遇，否则将破坏抵押品价值。

-精确的财务和运作信息。

-由特别专业人员进行分析和估值

-受法庭监督

5

恢复程序：

债权人同意采取显示公司存续性的“恢复”计划

恢复计划的特征：

(1) 财务：

- 重新安排债务
- 减少债务
- 债务/股本转换
- 以上任意项的组合

(2) 操作：公司重组可能包括以下方面的变化：

- 业务（如产品和服务）
- 固定资产（如工厂）
- 管理
- 员工人数

6

债转股

-以专业人士所做的**估值**为依据，并接受法庭控制。

-如果负债超过资产，股东不拥有任何价值，也就是说，公司只为债权人“所有”。

-债权人可决定通过债转股实现债权价值最大化（并确保存续性）；即成为股东后，他们将得到比作为债权人更大的好处。

-债转股并不是股东和债权人之间的自愿“互换”。这个过程对不再拥有公司任何价值的股东们来说是强制性的。

-但是，债权人可向股东提供股权以保留管理专长。

7

清算

-出售不可存续企业的资产

-根据债权人的优先次序分配收益，特别是需首先偿还有担保债权人。

-在经济体中，被清算企业的资产被**重新配置**以得到更有效的利用。

8

制度框架

法庭监督重组过程：

- 解决争议
- 确保诚信（如对债权进行估值）
- 最终批准恢复计划（包括针对少数持不同意见的债权人强制执行该计划（“压倒”））

处理破产问题的专家通常由法庭指派，在过程中提供协助，特别是在需要有关重组专业知识的领域：

- 资产控制和管理
- 财务信息分析
- 协助制定恢复计划

9

第二部分：公司债务重组的加强框架

加强框架适用于存在系统性公司债务积压的情况

系统性公司债务积压问题：

从公司角度：

- 债务积压限制增长：偿债阻碍公司投资

从金融系统角度：

- 不良贷款水平高降低了银行提供信贷的可能性
- 如果不良贷款问题得不到解决还会引起金融稳定性风险。

恶性循环—信贷约束加剧公司困境，后者反过来导致不良贷款增加。

10

经验显示，只靠公司债务重组的普通框架是不够的：

- 案例太多；法庭不堪重负
- 市场失灵：资产价格下降导致集体行动问题：银行和公司坐等形势好转以“摆脱危机”，但它们的不作为导致形势长期得不到改善。

11

鉴于这个问题，经验显示有必要建立国家积极参与的加强框架，作为整体战略的一部分。

相关机构协作：中央银行、财政部、证券监管机构，有时需通过建立集中化机构或工作组。

国家支持管理庭外债务重组框架，确保及时进行公司债务重组

-包括积极和消极的激励措施（胡萝卜加大棒），旨在保证公司和银行参与重组。

框架设计取决于各国的具体情况（比如，亚洲国家印度尼西亚、马来西亚、韩国、泰国；以及最近欧洲国家爱尔兰、葡萄牙、斯洛文尼亚和西班牙）

12

主要因素

胡萝卜加大棒：

银行：采取强力监管措施，迫使银行减记债权

公司：比如，税收激励（胡萝卜）和破产威胁（大棒）

-提供专业的调节服务。

-重组和谈判的结果并不由国家决定，国家只是提供激励措施（胡萝卜加大棒）和谈判框架。

-更确切地说，结果仍受普通重组框架所遵循的商业原则所驱动；即针对公司的具体情况评估可存续性和实现价值最大化。此外，还使用普通框架的法律程序，让少数债权人受恢复计划的约束。

13

其他特征

在有些制度下，国家通过以下手段成为**主要债权人**以推动重组过程：

-购买债权，特别是通过国有资产管理公司（**AMC**）

或

-通过银行资本结构调整或处置有效获取债权

14

加强框架的多重好处

- 可持续重组（包括财务和操作因素）能使公司恢复活力。
- 贷款经重组后成为良性贷款。
- 此外，如果框架具备充分的可预见性，银行可以将不良贷款转移到困境债务市场的专门机构，从而减少银行部门的不良贷款。
- 不具备存续能力的公司被清算后，其资产重新分配到效益更高的经济部门。
- 但是，需确保最低程度的经济稳定和增长前景，使债权人能有充分的信息评估前景。

15

第三部分：各国经验对中国的参考

各国经验体反映了多种不同的方法，但这些方法都有一些特定的基本原则：

- 评估生存能力
- 重组可存活的公司
- 重组后公司的最终所有权

需要对不同国家有针对性地设计重组方法。

16

评估生存能力

-需要保证对生存能力的评估按商业法则进行，特别是当债券双方都为国有的时候。

-在确认某些领域的过剩产能方面国家可以成为重要的战略角色，但削减产能需要按生存能力评估**逐个企业**进行。

-该进程必须建立在**可信的评估**和由独立专家提供的专业技术意见之上。

-生存能力评估必须基于硬的预算约束 – 不应该有无限的政府支持（担保、补贴等）

17

重组可存活的公司

-政府可以在促使债务双方交涉上发挥重要作用，但重组计划的设计必须是专业化的，基于可信的生存能力评估。

-当国有银行在债务重组考虑减记时，国际经验提供了指引：当相关官员的决定是基于专业化的生存能力评估时，他们怎样能避免承担民事或刑事责任。

-中国的破产体系与国际最佳经验广泛一致，但处理巨额公司债务悬崖的能力有限。如果重组过程在法庭之外进行，同样需要生存能力评估和专家提供的计划。

-企业重组/清算将导致职工下岗，处理这些重要问题需要制定详尽的再就业策略。

18

重组企业的最终所有权

关于企业的最终所有权，有多种可能的结果：

-债务/股权转换是一种可能性，但银行资产负债表上非金融公司的股份不能是无限期的。

-重组结果也可能是合并或将企业出售给私人领域。

-另外，政府可能在重组后仍然是一些企业的所有人，但在这种情况下，需要由专业人士整顿企业运营，使其具有长期存活能力。为此需要建立可信的治理体系。

-如果资产管理公司成为重组企业的所有人，它们也必须实施运营整顿计划，但是需要在一定时间段内处理完这些企业。



建立健全规范的地方政府 举债融资机制

2016年4月28日

1



- 一、规范地方政府债务管理基本情况
- 二、地方政府债务风险情况
- 三、下一步设想

2



一、规范地方政府债务管理基本情况

- ◆ 对地方政府债务实行限额管理
 - 摸清债务家底
 - 履行法律审批程序
 - 建立限额管理长效机制



一、规范地方政府债务管理基本情况

- ◆ 将地方政府债务分类纳入预算管理
 - 一般债务纳入一般公共预算
 - 专项债务纳入政府性基金预算
 - 地方举债须提请本级人大常委会审议批准
 - 举债信息向社会公开



一、规范地方政府债务管理基本情况

- ◆ 发行地方政府债券置换存量债务
 - 政策安排
 - 发行情况
 - 实施效果



一、规范地方政府债务管理基本情况

- ◆ 发行新增地方政府债券
 - 安排规模
 - 资金用途



一、规范地方政府债务管理基本情况

- ◆ 完善地方政府债务风险评估和预警机制
 - 法律规定
 - 具体措施



一、规范地方政府债务管理基本情况

- ◆ 加强对地方政府举债融资行为的监督
 - 法律规定
 - 实施效果



二、地方政府债务风险情况

- ◆ 债务风险总体可控
- 从政府债务规模和风险指标看
- 从政府债务对应资产看
- 从未来经济发展情况看



三、下一步设想

- ◆ 严格实行限额管理和预算管理，切实落实偿债责任
- ◆ 做好发行债券置换存量债务工作，妥善处置存量债务
- ◆ 推进融资平台公司市场化转型和融资，厘清政府和企业责任
- ◆ 完善债务风险预警和应急处置机制，控制和化解风险
- ◆ 健全债务监督和考核问责机制，加大对违法举债担保行为的惩处力度

如何化解地方政府债务风险？

——短期、中期、长期对策

魏加宁
宏观经济研究部 研究员

声 明

- 1 以下所讲内容纯属个人观点，与所在单位无关。
- 2 本人只是学者，并且不在股市上，因此，讲宏观经济但与股市无关；讲体制改革但与政治无关。
- 3 媒体如报道，须经本人审阅，否则本人概不负责。

一、短期对策

(一) 增强透明度，下放舆论压力。

- 起初，审计结果虽初步公开，但由于公布的只是总量数据，缺乏各省市的具体数据，因此无法对地方政府形成必要的压力；
- 为此，曾经建议尽快公布各省市地方债务的具体审计结果，从而将中央政府所承担的**舆论压力下放给地方政府**，以强化公众和市场对地方政府债务的约束，尤其是对重债地区的舆论压力。

(二) 建议设立地方政府债务管理委员会，着手应对突发性风险

- 建议由国务院领导牵头，由财政部、人民银行、国资委、发改委以及金融监管部门和专家学者共同组成“地方政府债务风险管理委员会”，以应对近期内可能出现的局部突发风险和推进中期的风险化解工作以及长期的治本之策。
- 地方政府债务风险管理委员会应当是一个跨部门的临时决策机构，**但至今尚未成立**。

（三）建议设立风险处置基金，多方筹措救助资金

- 建议在“地方政府债务风险管理委员会”下面设立“地方政府债务风险处置基金”；
- 其资金来源可以多方筹措，包括动用现有财政盈余、转移支付资金，国有资产变现，中央银行贷款，以及中央政府担保发债等；
- 基金主要用于对发生债务风险的地方政府提供临时救助贷款、财政救助资金，以及减债奖励资金等。

（四）制定风险应急预案，确立危机救助原则

- 尽快制定地方政府债务风险的应急处置预案，确立救助的基本原则、审批程序和具体方式，并且以救助资金为手段，对发生债务危机的地方政府提出整改要求、数量指标、改革措施以及债务重组计划等，制定相应的路线图和时间表，并负责检查监督落实情况。

（五）判断风险性质程度，采取**不同处置方式**

- 根据国际经验，对于地方政府债务风险可以采取三种不同的处置方式：

1、**存款保险模式**

- 对于债务指标已经超过警戒线，但尚未发生债务危机的地方政府，可借鉴“存款保险模式”（或日本模式）
- 在强调“责任自负”的基础上，由“地方政府债务风险管理委员会”出面进行“**早期干预**”，对重债地区提出“财政重建”要求，由地方政府制定财政重建规划，报“地方政府债务风险管理委员会”审批，审批通过后，由地方政府负责实施，“地方政府债务风险管理委员会”监督落实。

(2) IMF模式

- 对于已经爆发债务危机，但不具备系统性风险的地方，可以借鉴“IMF模式”，倒逼地方政府加快推进各项改革
- 由地方政府债务风险管理委员会承诺提供必要的救助，但是同时提出一系列整改要求，要求地方政府必须在规定期限内分阶段达到中央政府提出的阶段性整改目标，否则就不给予救助或停止继续救助。

(3) 纽约模式

- 最后，对于债务危机已经十分严重，并有可能引发系统性风险的地方，可借鉴“美国纽约市债务危机处置模式”。
- 宣布实行“财政紧急状态管制”，由“地方政府债务风险管理委员会”全面接管危机地区的财政收支、人事任免以及其他所有重要事项的决策权，并组建“债务重组领导小组”做为“托管人”，全权负责应急处置及债务重组等相关事宜，直到危机平息以后再将相关权限逐步交还给当地政府。

二、中期对策

- 由于目前地方政府债务风险成因复杂，如果仅从财政角度去处置，把所有风险称之为“或有债务”一推了之，就会引发金融危机；如果仅从金融角度，把所有风险统统归之为“政府债务”，就会引发财政危机。
- 因此，必须由跨部门的“地方政府债务风险管理委员会”来统一制定包括财政、金融在内的“一揽子”综合化解方案，并制定《地方政府债务风险化解十三五规划》，力争在“十三五”期间逐步化解全部已有债务风险。

（一）一方面，从地方政府资金来源的角度讲：

1、要加快**推进税制改革**

- 加快财税改革，培育地方政府主体税源，以增强地方政府自主税源；

2、要**规范转移支付**

- 减少专项转移支付，增加一般性转移支付，建立横向转移支付，并增强转移支付的规范性、公式化和透明度，以增强地方政府的财政能力。
- 尤其要注意避免地方政府的道德风险！

3、要规范地方政府举债融资机制

●**新增债务**：允许地方政府公开、透明、自主地从资本市场自主发债融资，开正门、堵旁门

➢（新《预算法》遗留问题：省级发债，市级使用）

●**存量债务**：对于已有地方政府债务，也可以通过**债务证券化**方式盘活存量，把现有的隐形债务“暗翻明”，增强流动性，防止资不抵债，防范银行风险。

➢（债务置换，遗留问题：计划经济方式强制摊派让商业银行购买）

4、要分类规范地方政府融资平台

●对于那些公益性较高、收益性较低的地方政府融资平台，其融资渠道应当主要依靠发行市政债和政策性银行贷款；

●而对于那些公益性较低、收益性较高的平台，进行股份化改造，其融资渠道应当主要依靠发行企业债和商业银行贷款。

5、公私合营方式（PPP）

●值得强调的是，吸引民间资本进入市政建设等领域的**公私合营方式**（即所谓“PPP模式”），在当前不失为化解地方融资平台风险的一种最佳选择，

●但也要注意其“双刃剑效应”，在政府依然控制服务对象、服务内容和价格的情况下，PPP并不能完全解脱政府的偿债责任，只不过是将其政府的偿债责任长期化和隐性化而已，其远期风险值得关注。

●如国务院决定节假日取消公路收费，直接影响企业收益，变成地方政府债务负担。

●**国有资本必须退出竞争性领域，否则不公平，民间资本不进**

6、吸引外资

●此外，由于目前我国的外债水平尚处于较低水平，因此有利于我国地方政府债务风险的化解，可以允许外资通过QFII的形式适当购买地方政府公开发行的市政债，作为**吸引外资的新方式**，从而为化解地方政府债务赢得宝贵时间。

●就要发挥评级机构的作用

（二）另一方面，从**金融机构化解风险**的角度讲：

1、要进一步**推进商业银行去国有化**进程

- 尽快降低各级政府在商业银行的持股比例，直至完全退出，以防止“**政府间的关联交易行为**”（即：各级政府通过对商业银行持股控股——控制商业银行的高管任免——命令商业银行将贷款贷给政府项目）；
- 从而切断地方政府债务风险的主要资金源头。

2、应当让**国家开发银行回归政策性**

- 使之成为专门为地方政府融资平台提供贷款的政策性金融机构。
- 由于政策性银行的资金来源与普通商业银行不同，一般不会形成短存长贷或短借长投等期限错配、成本错位现象，因而可以避免商业银行因地方政府融资平台贷款所带来的潜在风险。

3、再次剥离不良资产

- 有条件地将因地方政府债务所形成的**银行不良资产再次剥离**到资产管理公司，由资产管理公司进行市场化处置、回收。
- 对于不良资产过多、救助无望的商业银行，在建立存款保险制度的前提下，果断实施破产处置。
- 风险暴露速度可能比我们预想的要快，因此要加快存款保险制度建设，尽快成为独立机构，做好人、财、物、技术的储备
- 注意防范资产管理公司的道德风险和利益冲突（商业化多种经营）
- 应留一家资产管理公司放在存款保险机构下面，如日本。

4、资产证券化

- 最后，推进地方政府债务**资产证券化试点**，从财政和金融双方向（地方政府债务的证券化和银行贷款的证券化），盘活资产存量，增强流动性，以分散和减轻商业银行所面临的流动性风险。
- （商业银行）资产证券化+（地方政府）债务证券化
- 实行中国版QE势在必行，但必须把好“三道关”

三、长期对策

- 在现代市场经济国家，对于地方政府债务通常存在三种约束机制，
- 一是自上而下的债务管理；
- 二是来自投资者、中介机构、评级机构的市场约束；
- 三是自下而上的民主监督。

(一) 自上而下监管体系

- 必须建立起中央政府对地方政府的债务管理体系，包括风险监测指标和有效监管体制，
- 最好能够（像日本等国那样）将中央财政与地方财政实行分开管理，由独立于中央财政的专门机构来负责监管地方政府债务。

（二）来自横向的**市场约束机制**

- 通过允许地方政府在资本市场上公开、自主举债融资，形成来自信用评级机构、金融中介机构以及广大投资者的**市场约束机制**。

（三）构筑**自下而上民主监督**

- 最后，地方政府债务风险的治本之策还在于推行**地方（财政）自治**，强化地方政府自我约束机制，在各级政府之间打造“防火墙”，其中包括：
 - 强化**地方人大**对地方政府举债融资的监督约束；
 - 建立**地方财政局长**对地方行政长官的制衡机制；
 - 引进地方政府发债的**民主投票机制**；
 - 以及建立地方政府的**财政破产处置机制**。

●总而言之，冰冻三尺非一日之寒，地方政府债务风险的形成有其复杂成因，因此，应对之策既不能放任自流，也不可急于求成，必须财金互动、长短结合、标本兼治。

本人相关研究经历

- 2003年，承担国研中心宏观部与日本财务省综合政策研究所共同研究项目“地方债问题研究”。
- 2009年，参与国研中心技经部《地方基础设施建设融资问题研究》，并负责“地方政府融资平台研究”子课题。
- 2010-2011年，承担《地方政府融资平台问题研究》（国研中心招标课题）、《日本地方政府融资平台研究》（CF40）、《国外地方政府融资的理论与实践》（国家自科）。
- 2013-2014年，承担《城市化融资方式研究》（亚洲开发银行）、《地方政府债务风险化解》（CF40）。
- 2014. 10，出版专著《地方政府债务风险化解与新型城市化融资》，机械工业出版社。

谢谢各位，
敬请批评指正！

中国地方政府性债务：问题与建议

中国财政科学研究所所长 刘尚希

1

中国地方政府性债务：问题与建议

一、全口径地方政府性债务总体情况和主要问题

二、财税体制改革与健全地方债务融资体制的关系

三、对于地方政府性债务风险的初步评估

四、对策建议

2

一、全口径地方政府性债务总体情况和主要问题

(一) 全口径地方政府性债务总体情况

1. 总体情况

从2013年6月底国家审计署审计结果来看，地方政府性债务分两类：

一是直接债务：地方政府负有偿还责任的债务

二是或有债务：

负有担保责任的债务；承担一定救助责任的债务。

3

一、全口径地方政府性债务总体情况和主要问题

2013年6月底确定的债务规模：政府直接债务为10.8万亿元、政府或有债务为2.6+4.3万亿。直接债务规模大，或有债务规模小。在或有债务中，法定的或有债务规模小于非法定（道义）的或有债务。从地方政府债务限额来看，2015年16万亿，2017年17.2万。

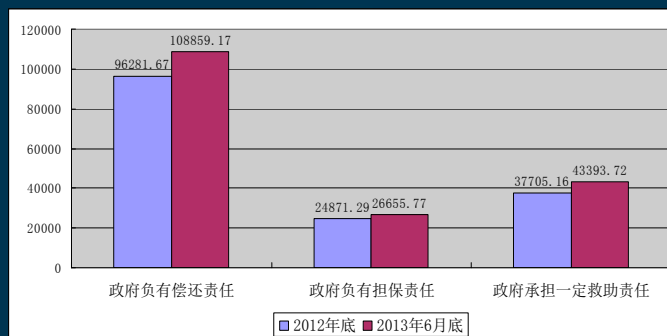


图1 三类地方政府性债务总体规模（单位：亿元）

4

一、全口径地方政府性债务总体情况和主要问题

(一) 全口径地方政府性债务总体情况

2. 分政府级次情况

从债务审计情况看，2013年6月底，地方政府负有偿还责任债务主要发生在市级和区县级，市级占比44.5%，县乡级占比39.2%，而省级只占16.3%。

5

一、全口径地方政府性债务总体情况和主要问题

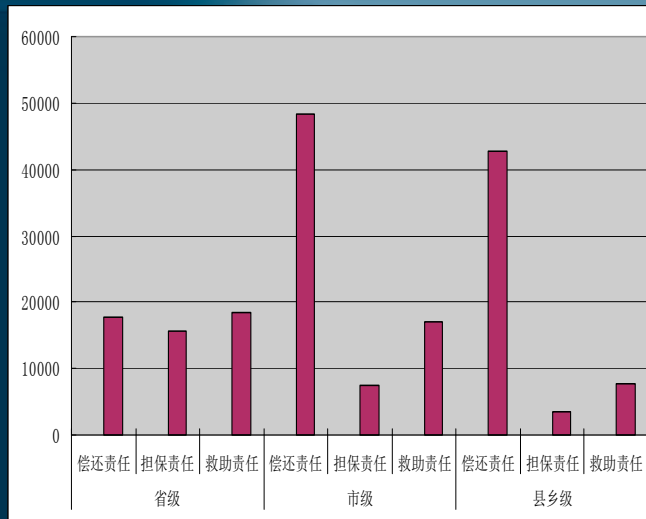


图2 2013年6月底省、市、县两类地方政府性债务构成 (单位: 亿元)

6

一、全口径地方政府性债务总体情况和主要问题

(一) 全口径地方政府性债务总体情况

3. 借债主体情况

在借债主体方面，除地方政府负有担保责任的债务外，通过**融资平台公司**举借的政府负有偿还责任和救助责任的债务规模都是各借债主体中规模最大的，**地方政府部门和机构**是担保责任类债务负债规模最大的主体。

7

一、全口径地方政府性债务总体情况和主要问题

图3显示了三类债务总体的按照负债主体类别划分的情况。从表中可知，地方政府性债务融资平台公司和地方政府部门及机构（约占66%）。

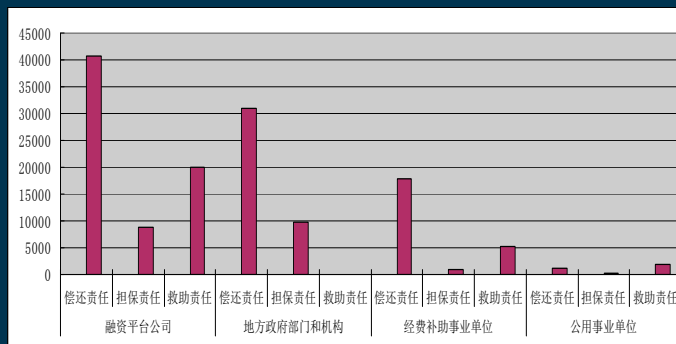


图3 2013年6月底地方政府性债务主要举债主体构成（单位：亿元）

8

一、全口径地方政府性债务总体情况和主要问题

4. 偿债情况

根据2013年债务审计结果，2015年及以后地方政府性债务年度到期偿还债务如下表。总体来看，2015年到期的三类债务偿债规模是未来三年中最高的。

表2 2015年及以后地方政府性债务年度到期偿还债务（单位：亿元）

	2015年		2016年		2017年		2018年及以后	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
政府负有偿还责任	18577.91	17.06%	12608.53	11.58%	8477.55	7.79%	20419.73	18.76%
政府负有担保责任	3198.42	12.00%	2606.26	9.78%	2298.6	8.62%	11706.75	43.92%
政府承担一定救助责任	5994.78	13.81%	4206.51	9.69%	3519.02	8.11%	16669.05	38.41%

9

一、全口径地方政府性债务总体情况和主要问题

（二）主要问题

地方政府性债务面临的主要问题是风险不透明，引发诸多的不确定性。这主要表现在：

第一，地方政府性债务缺乏常规性的统计和发布。

第二，地方政府性债务的确认和计量缺乏政府会计准则的支撑。

第三，地方债务风险评估、识别等管理工具不完善。

第四，地方政府债务管理的内控制度不健全。

第五，地方债务管理与地方预算管理没有实现有效衔接。

10

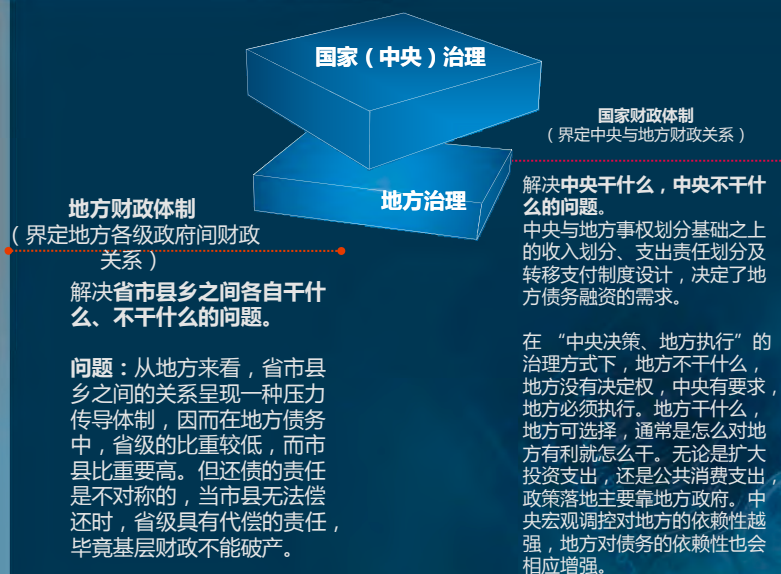
二、财税体制改革与健全地方债务融资体制的关系

地方政府债务融资体制以国家财政体制为基础，以中央与地方事权划分为核心。针对地方各级政府之间“怎么借”、“怎么用”、“怎么还”等具体事项的一系列制度安排，是地方债务融资体制的具体内容。



11

二、财税体制改革与健全地方债务融资体制的关系



12

三、对于地方政府性债务风险的评估

中国地方政府性债务是经过多年形成的，2008年之后加速扩大。目前中国地方政府性债务风险总体可控。

一是债务规模的增加得到了有效控制。

二是中国地方政府拥有大量的公共资源和公共资产，从资产负债表来看，负债率不高。

三是地方偿债的流动性风险通过发行置换债已经基本得以控制。2016年继续发行置换债来化解地方流动性风险。

四是经济触底回升，为地方政府债务风险的收敛提供了条件和支撑。

13

三、对于地方政府性债务风险的评估

地方政府性债务风险总体上看是可控的。但其风险压力仍然不小，尤其是长期风险不可掉以轻心。

一是在当前经济新常态下，地方财政收入（包括土地收入）增速大不如从前，而地方政府公共责任带来的支出刚性增强，收支缺口，**地方政府财政压力在扩大。**

二是城镇化快速推进过程中的投融资任务很重，地方政府投融资创新带来的风险不可忽视，尤其是或有负债风险在加大。

三是互联网金融如P2P，以及PPP，融资租赁，政策性金融、地方政府性金融机构、地方政府性基金快速发展带来的风险在扩大，特别是在财政金融监管能力不足的情况下。

14

四、对策建议

(一) 基本思路

1. 强化依法治理。

2014年《预算法》修正案审议通过之后，依法规范地方政府举债行为，是当前面临的首要任务。应把落实预算法的要求贯穿于各项政策之中。

《预算法》修正案赋予地方政府有限发债权，对地方债务实行限额控制，严格限定地方政府举债融资权限和用途，分类纳入预算管理，接受人大监督；剥离融资平台公司的政府融资职能，分清政府和企业责任，坚决防范企业债务推给政府；建立地方政府债务风险评估和预警机制、应急处置机制以及责任追究制度，中央政府实行不救助原则；政府与社会资本合作模式的制度框架基本搭建，相关法律也在起草、制定之中。

15

四、对策建议

2. 完善地方政府的债务融资体制。

这是一个综合性的问题。

既要达成短期目标，控制债务规模的过快增长，以避免其对中国经济发展、社会稳定带来衍生风险，又要实现长期目标，为地方的发展和治理、国家的长治久安服务。

既要从微观层面入手，建立并完善债务规模、风险控制体系和提高政府投资的有效性，又要从宏观层面着眼，进行经济、法律环境以及财政金融体制等方面的协同改革。

16

四、对策建议

3. 完善风险控制的制度基础设施。

亟待建立真实、全面、及时的地方债务统计体系、内部报告制度及外部披露制度。

完善地方政府债券发行、偿还和管理内控制度。

逐步将年度限额管理转向余额管理。

增强地方政府债券发行与管理中责任与权力的匹配性。

17

四、对策建议

4. 从中长期来看，应从中央与地方分级治理的国家纵向治理结构出发，把地方层面的债务风险、财政风险和公共风险与国家层面的债务风险、财政风险和公共风险统筹考虑，分级治理。在复杂性不断提高的现代社会，分级治理是基本趋势。地方债务问题应放在国家纵向治理结构中来考虑，不能就债务论债务。

5. 需要有效发挥法律控制、规则控制和市场约束的积极作用，以立法形式规范中央与地方政府的事权、产权、税权、收费权、收支范围及支出责任，逐步赋予地方政府有控制的相对完整的治理权，构建中央政府、地方权力机关和民众、市场共同监管的地方债务融资管理体制。

18

四、对策建议

(二) 具体建议

针对目前的情况，控制地方政府债务风险，要兼顾两方面：

一方面是化解地方政府债务风险不能妨碍稳增长的大局，防控风险的目标与稳增长的目标必须相容；

另一方面，提高政府投资的有效性，避免政府投资的挤出效应。这是防控长期风险的重要着力点。

19

四、对策建议

1. 要将投资与融资一体化考虑，注重政府投资的整体效果，把扩大需求与改善供给，稳定短期与增强后劲有机结合起来。

2. 要充分利用市场机制吸引社会投资者参与公共领域的投资、建设和管理。扩大公益性导向的“社会投资”，鼓励办“社会企业”，创新公共服务的多元融合的供给机制。

3. 深化预算制度改革，推动中期财政规划，建立中期预算框架，提高财政资金的时间效率。

4. 加快建立政府会计准则体系，为政府资产、债务的确认、计量、核算和统计提供一致性规则。

5. 加强地方政府债务风险的预期、预警管理和危机处置预案。

20