



中华人民共和国

金融体系稳定评估

2017年10月24日

由 **Ratna Sahay** 和 **Markus Rodlauer** 批准

由 **货币和资本市场部** 撰写

本报告基于 FSAP 评估团于 2015 年 10 月，2016 年 1 月、6 月和 12 月，以及 2017 年 2 月、4 月、5 月和 9 月访华开展的工作。FSAP 的发现成果在 2017 年 6 月第四条磋商期间也与当局进行了讨论。

- FSAP 评估团由 Ratna Sahay、Simon Gray 和 Carlos Mdeiros 领导，IMF 的副团长为 Alvaro Piris 和 James P. Walsh，评估团成员包括来自 IMF 的 Pierre Albert、Chikako Baba、Noémie Choiset、Maria Zenaida De Mesa、Ian Carrington De Vere、Mario Catalan、Ding Ding、Yara Esquivel、Olivier Frécaut、Neri Gomes、Naomi Griffin、Shaoyu Guo、David Jutra、Purva Khera、Dinah Knight、Hui Miao、Angelin Oey、Katharine Seal、Froukelien Wendt 和 Kai Yan；来自世界银行的 Miquel Dijkman（联席团长），Haocong Ren 和 Roberto Rocha，Ana Carvajal、Jennifer Chien、Anderson Caputo Silva、Serap Gonulal、Jose Antonio Gragnani、Barend Jansen、Andres Martinez、Nan Zhou、Valeria Salomão Garcia、Gynedi Srinivas、Sau Ngan Wong、Luisa Zanforlin 和 Luan Zhao；以及外部专家 Richard Comotto、Jonathan Fiechter、Ruth Neyens、Malcolm Rodgers、Yee Theng Tan、Ian Tower 和 Thomas Yee。
- FSAP 旨在评估金融体系整体而非单家机构的稳定性，帮助各国识别其金融部门系统性风险的主要来源，并实施政策以增强其抵御冲击和风险传染的韧性。FSAP 不涵盖影响金融机构的特定类型风险，如操作风险、法律风险或欺诈风险。
- 根据 SM/13/304(11/18/2013)，IMF 认为中华人民共和国的金融部门具有系统重要性，此次 FSAP 的稳定评估也是第四条磋商双边监督的一部分。
- 本报告由 Ratna Sahay、Simon Gray、Alvaro Piris 和 James P. Walsh 撰写。

目录

缩略词	4
前言	6
概要	7
宏观金融环境	12
A. 宏观经济环境	12
B. 金融体系	14
风险评估	18
A. 经济转型和金融稳定	18
B. 金融体系复杂性和风险	28
C. 投资、担保和泡沫	31
D. 宏观经济政策挑战	32
E. 宏观金融监管挑战	33
主要政策建议	34
A. 系统性风险监管和宏观审慎政策	34
监管：各部门的独立性、合作和资源	36
A. 银行资本	37
B. 非银行金融	39
C. 流动性	39
微观审慎监管	40
A. 银行监管框架的现代化	40
B. 并表监管和金融集团	42
C. 资产质量和信用风险	42
D. 证券市场监管	43
E. 保险	43
F. 金融市场基础设施监管	44
G. 反洗钱/反恐怖融资	45
危机管理	45
A. 危机预防和准备	46
B. 处置的权力和方法	46

C. 金融安全网	47
D. 坏账处置	48

金融发展和普惠性	48
-----------------	-----------

专栏

1. 2011 年 FSAP 评估以来的五大主要成果	13
2. 压力测试结果	23
3. 中国对金融风险的金融工程化	29
4. 隐性担保和改革顺序	34
5. 隐性担保和改革优先顺序	35
6. 提高银行资本：采取的方式及原因	38

图

1. 银行业总资产增长	14
2. GDP 和银行业总资产	15
3. 理财产品余额	16
4. 居民部门与企业部门负债	17
5. 金融发展与 GDP 增长	17
6. 信贷/GDP 缺口	19
7. 二十国集团国家居民部门债务对 GDP 比率	20
8. 一级资本充足率	21
9. 表外理财业务对银行资本的影响	22
10. 从中国金融体系图看压力测试覆盖面	23
11. 金融体系发展与各监管部门总部人员数	37

表

1. 主要建议	10
---------	----

附录

I. 风险评估矩阵	50
II. 压力测试假设	52
III. 金融机构规模和增长	53
IV. 部分经济和金融指标	54
V. 金融体系结构	56
VI. 2011 年 FSAP 建议的实施情况	60

缩略词

AMCs	资产管理公司
AML/CFT	反洗钱/反恐怖融资
AMP	资产管理计划
BCBS	巴塞尔银行监管委员会
BCP	巴塞尔有效银行监管核心原则
CBRC	中国银行业监督管理委员会
CCB	城市商业银行
CCDC	中央国债登记结算有限责任公司
CCPs	中央对手
CCyB	逆周期资本缓冲
CDD	客户尽职调查
CET1	核心一级资本
CIS	集合投资计划
CIRC	中国保险监督管理委员会
C-ROSS	中国风险导向的偿付能力体系
CSDC	中国证券登记结算有限公司
CSRC	中国证券监督管理委员会
DNFBP	特定非金融行业和职业
D-SIB	国内系统重要性银行
ELA	紧急流动性救助
FHCs	金融控股公司
FIs	金融机构
FMI	金融市场基础设施
FSAP	金融部门评估规划
FSS-C	金融稳定子委员会
FSB	金融稳定理事会
G-SIB	全球系统重要性银行
G-SIFI	全球系统重要性金融机构
G-SII	全球系统重要性保险机构
JMC	金融监管协调部际联席会议
JSB	股份制银行
LCR	流动性覆盖率
LGFV	地方政府融资平台
LTV	贷款价值比
MoF	财政部
MPA	宏观审慎评估

NBFI	非银行金融机构
NBS	国家统计局
NPLs	不良贷款
NSCAs	非标准信贷资产
PBC	中国人民银行
PFMI	国际支付结算体系委员会与国际证监会组织金融市场基础设施原则
RMB	人民币
SAFE	国家外汇管理局
SOEs	国有企业
WMPs	理财产品

前言

评估团拜会了金融管理部门和政府部门的领导层和高级官员，包括人民银行、银监会、证监会、保监会、发展改革委、财政部、人力资源社会保障部、国家外汇管理局、国务院法制办以及国家统计局等。此外还与金融机构、行业协会、学术界和私营部门的代表举行了会谈。

IMF 和世界银行 FSAP 评估团对当局卓越的准备工作、富有建设性的会谈、出色的合作、以及在 FSAP 评估过程中的重要贡献致以最深的感谢。“一行三会”提供了大量的问卷答复，翻译了大量的监管文件和法律文书，并且耐心回应各种问题和解释。其他部门的相关工作无一例外均准备得非常充分。特别需要感谢的是人民银行 FSAP 办公室和监管机构负责 FSAP 的部门，他们高效地组织和安排了各种会议。如果没有中国当局在国家层面的持续支持，以及在一些地方层面的支持，包括长春、成都、重庆、福州、广州、杭州、上海、深圳、石家庄、温州和香港特区，要想了解中国这样一个复杂的金融体系是一件不可能完成的挑战。

FSAP 的范围很广，但并不涵盖金融部门的所有议题。FSAP 对一国金融体系的风险和发展前景进行评估，并就提升稳健性和促进发展提供建议。在中国 FSAP 中，金融稳定涵盖了非常广泛的议题。金融部门的其他相关议题，包括货币政策的实施和立场、资本账户开放和汇率市场化、国有企业改革和治理、以及社会保障体系的改革已涵盖在 IMF 的第四条磋商年度报告中（最近一期报告为 IMF 国家报告 17/247），因此本报告并未涉及。

概要

自 2011 年首次中国 FSAP 以来，中国经济持续保持快速增长，并正在经历一场必要而持久的经济转型。中国正在从基于出口和投资的经济模式转向基于服务和消费的更可持续的经济模式。金融体系支持了经济的高速增长，贫困率随之大幅下降。目前，金融服务惠及大部分居民并已经触及经济活动的方方面面，普惠金融措施证明了这一点。

经济转型需要金融体系彻底转变角色。过去，金融体系的角色是将中国的高储蓄以低成本支持战略性行业。未来，金融部门的政策目标应服务于中国向以需求驱动的经济模式的转型，使市场在资源配置中日益发挥主导作用，风险自担的理念得到更好的理解和接受。

经济转型与稳增长之间的政策矛盾若不能解决，将会给金融稳定造成风险。过去几年，为了稳定就业和经济增长，当局采取了扩张性货币和财政政策。对于资不抵债的企业，维持其继续维持经营而不让其破产的压力非常大，尤其是在地方政府层面，其目标有时与金融稳定相冲突。隐性担保普遍存在：银行经常补偿个人投资者的损失，而放款人认为亏损的国有企业或者金融中介机构会获得兜底。由于这些挑战，近期而言，按计划进一步推动汇率和资本账户开放将十分艰难，因为这可能加剧金融机构的风险。

金融市场的自由化和高储蓄率造就了一个巨大而活跃、相互关联的金融体系。银行的资产总额已经达到 GDP 的 300%，股票和债券市场目前分别是世界第二大和第三大市场，保险业快速增长。中小银行快速发展，在理财产品、短期批发融资和非标信贷资产方面的增长十分迅猛。一些企业贷款流向非银行金融机构，其中一些非银行金融机构不透明和相互关联度高、也与银行通过共同持股、融资或销售渠道而高度关联。出于监管套利的非银金融业和金融产品的激增，监管当局很难及时跟上形势的快速变化。

信贷增速长期超过了 GDP 增速，导致信贷存量过大。目前，信贷与 GDP 的比率在其长期趋势的基础上增加了 25%，从国际标准来看非常高，意味着陷入金融困境的概率高。企业债务与 GDP 的比率达到了 165%，居民债务尽管仍然较低，但其与 GDP 的比率在过去 5 年也提高了 15 个百分点，且与资产价格投机的关联性增强。传统行业信贷投放持续增加的同时，伴随着生产率增长放缓和银行信贷质量可能转差。考虑到银行持有的非标信贷资产敞口不透明及表外产品的风险，当前较低的不良贷款率可能低估了信贷质量问题。尽管银行积极地进行核销并通过四大资产管理公司处置不良资产，但很少对陷入困境但仍有生存潜力的公司进行经营性重组，不具生存能力公司的及时退出更为少见。

政策当局，包括最高领导层，已把金融稳定作为今年的首要任务，正在采取措施消除不稳定因素。2017年4月，习近平主席指出金融安全是国家安全的重要组成部分，是经济平稳健康发展的重要基础。当局采纳了 2011 年首次 FSAP 的很多建议（附录四），尤其是完善微观审慎监管，在富有挑战的经济环境下持续采取了很多措施。在 FSAP 会谈中，当局对 FSAP 评估团在评估中发现的问题和建议予以积极回应。

但是，一些根本性的风险因素尚待彻底解决，反映出政策层面面临的矛盾。包括：首先，过度追求高增长，尤其是在地方政府层面，刺激了信贷扩张，特别是在影子银行部门；其次，金融体系的复杂和不透明（由于行业的快速增长以及监管套利）制约了当局衡量资产质量以及评估和防范风险的能力；第三，隐性担保的存在助长了道德风险，使居民、企业、地方政府和金融机构均过度追求风险。

这次 FSAP 的主要建议包括：

- **减少过度信贷扩张和债务累积要求国家规划中弱化对 GDP 增长的过高预测，因为这会激发地方层面设定高增长目标。**这符合在中长期内向更稳健、可持续和高质量增长的转型。但短期内出于社会稳定目标的优先考虑，信贷扩张对企业持续予以融资支持（即使企业已不具有生存能力），和稳定资产市场以避免居民部门的损失。如果宏观经济环境（特别是货币、财政和发展政策）不理想，微观审慎监管则难以降低宏观风险并实现金融稳定。
- **应加强对金融集团的监管，提升前瞻性综合风险分析。**金融体系规模和复杂性的快速增长给监管工作增加了难度。这种复杂性部分源于监管套利，即相似产品受到不同监管，而在一些情况下风险发生转化使监管部门（和投资者）难以“看穿”。中国的金融科技行业也在迅猛发展，在鼓励创新和保障安全和稳定之间存在难以避免的矛盾。
- **谨慎规划改革次序可以降低因道德风险和隐性担保产生的风险。**首先应包括提高数据质量、增加资本、完善资产质量和金融控股集团监管的规制、强化破产和处置的法律框架、降低对短期融资的依赖、以及提升投资者的风险意识。这些措施应与强化社会保障体系同步进行，即因公司倒闭而导致的民生困难降至最低。这些政策将降低系统性风险（包括投资者挤兑），否则，如果取消隐性担保并允许不具生存能力的公司破产及允许投资者遭受损失，则可能会产生系统性风险。对陷入困境但仍有生存能力的公司进行经营性重组，使不具有生存能力公司及时退出，应成为政策重点。

对银行、保险和证券业监管的评估结果显示中国的监管高度符合国际标准，但需要在一些关键领域弥补不足。尽管大部分合规指标让人印象深刻，但中国金融监管部门在三个关键领域存在共同的不足：缺乏独立性；应对规模巨大且日益复杂金融部门的监管资源不足；部门间协调和系统性风险分析不足。这些不足导致金融风险的累积。同时，当某些市场或机构发生问题时，监管部门能够迅速采取协调行动。监管部门应强化金融稳定目标高于发展目标。当局应建立金融稳定子委员会，向新成立的金融稳定发展委员会报告，并单独承担维护金融稳定职责。金融稳定子委员会成员应包括人民银行和“三会”，并具有常规监测和评估整体系统性风险的技术能力，提出宏观审慎政策措施建议。金融稳定子委员会应通过金融稳定发展委员会向国务院负责。

虽然银行体系满足巴塞尔的要求，但目前的情形也需要有针对性地增加资本。这包括设立缓冲以吸收经济转型过程中随着信贷收紧以及打破隐性担保后预期产生的潜在损失，以及更好地反映因复杂和不透明交易所导致的风险可能被低估的情况。由于系统重要性和关联性，大型银行理应拥有更多资本，而 FSAP 的分析（包括压力测试）则显示很多中型银行较为脆弱。增加资本将有助于提升金融体系的韧性和信誉度，给市场以信心。

应加强对资产质量的评估以降低风险。为了更好地管理信用风险，应实施更为严格的贷款分类，严格执行穿透原则（将基础资产的质量考虑在内）。应将国有企业纳入大额敞口限额管理，取消政府担保或者将担保显性化。

应通过多种方式降低流动性风险和期限错配。应审视回购抵押品的折扣率，更多考虑定价和流动性的不确定性。应提高流动性覆盖率，包括对同业产品和银行销售的表外理财产品的要求。应强化金融市场基础设施的监管和法律基础，尤其确保充分实现券款对付并确保结算最终性具有充分的法律基础。

进一步完善其他领域。应强化危机管理框架，尤其是建立特别处置机制。应提升金融部门数据的可得性和质量，建立并实施数据保护的综合性法律框架。应建立数字金融的监管框架，该框架要平衡

创新与安全稳健之间的关系。应重新审视政策性银行广泛且日益扩大的职能。进一步深化资本市场的措施应包括建立成熟的机构投资者基础，以助于增加市场韧性。应采取措施弥补反洗钱/反恐怖融资框架的不足，包括提升法人透明度，基于风险采取强化客户尽职调查措施，确保更有效地调查并独立定罪起诉自洗钱行为，以及扩大反洗钱预防措施范围以涵盖非金融行业。

一些会影响金融部门的政策建议已纳入第四条磋商报告中，而没有反映在 FSAP 报告。包括货币和汇率政策、资本账户开放、国有企业改革以及强化社会保障体系。

表 1： 中国主要建议

建议	优先程度 ¹
宏观经济建议	
弱化全国性规划中较高的 GDP 增长预测，这种较高预测将激发地方层面设定高增长目标。（45-47 段）	最高，近期措施
系统性风险、宏观审慎政策和强化监管	
新设立一个金融稳定子委员会，并赋予其维护金融稳定的单一职能。（55-58 段）	最高，近期措施
在国内和国外的金融安全网参与者之间建立强有力的合作、协调、信息交流机制，包括详细财务数据的共享（39 段）	最高，近期措施
触发逆周期资本缓冲，评估银行的资本要求，有针对性地（在有些情况下是大幅地）增加资本。（64 段，专栏 6）	最高，近期措施
修订主要法律，以加强人民银行和监管部门的操作和预算自主权，并增加其资源。（62 段）	最高，中期措施
解决制约系统性风险监测和有效金融规制和监管的数据缺口问题。（21 段，专栏 5）	最高，中期措施
评估人民银行宏观审慎评估的目标和结构并对其进行简化，仅将其作为金融稳定子委员会及其下设的监察手段。（专栏 5）	中等
银行的规制和监管	
强化金融控股集团风险监管，提升监管银行及其关联金融集团及其所有权结构的能力，包括识别最终受益所有者。（77-79 段）	最高，中期措施
停止在贷款分类中考虑抵押品的作用，约束银行向非中小企业借款人的信贷展期，将逾期 90 天以上的所有贷款划入不良贷款。（81 段）	最高，中期措施
强化“穿透”原则的执行。（21 段，专栏 6）	中等
提高流动性覆盖率对同业产品和表外理财产品的要求。（69 段）	中等
提高监管报告要求，收集更为详细的监管数据，包括银行投资情况以及对应的拨备。（80 段）	中等
银监会应加强前瞻性全面风险分析，以识别脆弱性、质疑银行、促进事前干预。（104 段）	中等
压力测试	
为更好开展压力测试和系统性风险评估，要大幅提升“一行三会”间的数据和信息共享并将其系统化。在压力测试中使用更加详细的监管数据。（59 段）	最高，中期措施
在系统性风险评估中大幅扩大非银行机构和关联性的覆盖范围，开发并整合对集合投资计划的压力测试（59 段）	中等
加强跨部门协调和压力测试团队的分析能力（60 段）	中等
影子银行和隐性担保	
修改法律或监管规定，在管理人或托管人破产的情况下，确保集合投资计划（包括理财产品）的破产隔离。（68 段）	最高，中期措施

在取消隐性担保的前提下，逐步取消对某些行业的信贷限制（67段）	中等
对资产市场（包括房地产市场和股票市场）的干预措施，应仅限于应对系统性风险。（专栏4）	中等
证券市场的规制和监管	
改进集合投资计划的信息披露，禁止在理财产品说明书中列明预期收益率。（83段）	最高，近期措施
引入功能监管，确保不同金融机构发行的相似产品受到相似监管。（50、62段）	最高，中期措施
严格把控回购抵押品的资质，并改进折扣率计算方法（71段）	中等
强化系统性风险监测机制，以确保从整体的视角审视证券市场之间以及和其他金融部门的关联性。（85段）	中等
保险的规制和监管	
制定基于风险的监管规划，将每家保险公司的所有问题和行为（包括市场行为）纳入其中。（89段）	中等
制定规划，逐步采用更为市场化的方式进行估值。（89段）	中等
金融市场基础设施的监管	
中国证券登记结算有限公司应充分采用券款对付。（91段）	最高，近期措施
通过充分实施国际支付结算体系委员会与国际证监会组织的原则以及强化法律框架，来增加金融市场基础设施的韧性。（91-93段）	最高，中期措施
将中央银行的服务延伸至所有系统重要性中央对手。（95段）	中等
反洗钱和反恐怖融资	
基于风险对国内政治公众人物采取强化客户尽职调查措施。（99段）	中等
确保对自洗钱行为进行更有效的调查，并将其独立定罪进行起诉。（99段）	中等
危机管理	
对政府主导的危机应对的触发条件应有更为清晰的界定，并仅限于需动用公共资源的系统性事件。（103段）	最高，近期措施
为银行和系统重要性保险公司制定特别处置机制。（107段）	最高，中期措施
人民银行应制定一个正式的紧急流动性救助框架。（110段）	最高，中期措施
提升各类保护基金的制度设计，以限制道德风险。（108-109段）	中等
普惠金融	
提升金融科技的法律、规制和监管框架。（118段）	中等

宏观金融环境

A. 宏观经济环境

1. 自 2011 年 FSAP 评估以来，中国经济持续保持增长，并正在经历一场必要的经济转型。以美元计价，GDP 增长超过 60%；按照购买力平价（PPP）计算，中国 GDP 居世界首位¹。贫困率下降，金融普惠程度也得到提高。但受限于通过投资和制造业出口实现经济高增长的策略、过去改革的红利消退、外部经济环境变化等因素，大量企业和行业的长期生存能力受到影响。当局意识到了这些问题，而向市场主导、需求拉动、高附加值的服务驱动型经济转型将难免面临艰难抉择和短期内经济增速的下降。

2. 维护金融稳定对全面经济转型十分关键。银行、保险、股票和债券市场迅速增长，自由化程度不断提升，政府正致力于通过逐步容忍更大波动和尽量减少金融市场和实体经济中的大幅震荡来实现平滑转型。然而事实证明，通过这种策略维护社会稳定是有代价的，如下所述：

- **货币政策和财政政策**近年来持续扩张，造成了信贷和债务规模的快速积累。资产价格（主要是股市和房地产市场）经历了泡沫性价格上涨和杠杆水平上升。财政或有债务（包括地方政府债务）也增长迅速。²
- **维持低效国企持续运营的压力**来支持就业，以及当局对金融市场波动和个人投资者损失的容忍度较低，导致形成对国家隐性担保的普遍观念。
- **地方政府层面的矛盾**更为明显：首要目标是防止当地就业率大幅下降并实现地区经济增长目标，这与金融稳定等其他政策目标产生了冲突。

3. 储蓄率仍维持高位，且不断寻求高收益率。资本管制限制了海外投资机会。大量可投资资金连同隐性担保一起，拉低了长期收益率，助推了冒险行为。

4. 金融市场自由化、信贷快速增长和高储蓄率相结合，成为金融创新的沃土，但也造成了风险和杠杆的积累。效益差的企业、地方政府实体以及高杠杆非银行金融机构的借贷行为导致债务存量规模较大且不断增长。相对于低收益存款，储户对投资的偏好逐渐增加，信贷增速超过银行存款增速，短期批发融资市场的重要性日渐增长。为应对监管收紧，银行及其他金融中介创造了一系列复杂、不透明的金融工具，将风险更高的金融业务转移至表外或非银行金融机构。

5. 同时，当局在金融部门管理和监管方面取得了重大进展。监管当局积极参加完善标准的国际讨论，为升级国内监管框架以适应金融业增长付出了巨大努力（专栏 1）。

¹ 详见附录四的宏观经济和金融稳定指标。

² 鉴于用来引导货币政策的正式和非正式工具种类繁多，因此对货币政策立场进行实证评估并不简单。同样，由于大量的类财政支出，很难对中国的财政刺激政策进行评估，但自 2012 年以来，政府债务及其担保债务迅速增长，表明当局采取了扩张的需求管理。

专栏 1. 2011 年首次 FSAP 评估以来的五大主要成果¹

升级货币政策和宏观审慎政策框架。利率自由化和市场化改革取得重大进展，这对维护金融稳定尤其关键。通过审慎的方式，让市场在资源分配中发挥更加决定性的作用，同时减少市场波动和不稳定因素。人民银行在 2013 年 7 月和 2015 年 10 月分别放开了贷款利率下限和存款利率上限，迈出了关键的一步。为应对宏观审慎风险，跨部门合作得到加强，包括 2013 年抑制房地产市场泡沫，以及人民银行和监管部门加强系统性风险监测等。

建立存款保险体系。这一举措强化了金融安全网，对帮助解决隐性担保问题十分重要。2015 年 5 月 1 日《存款保险条例》施行，标志着存款保险体系正式建立。

落实巴塞尔协议III监管框架。自 2010 年起，银监会发布了一系列银行业监管规章，以落实巴塞尔协议III的资本、杠杆率和流动性标准，并针对银行的公司治理、薪酬、综合风险管理、并表监管、内部控制和审计等方面发布了指导文件。这一系列举措有助于落实金融稳定理事会（FSB）和巴塞尔银行监管委员会关于强化银行公司治理和风控实践要求的危机后国际改革。近期，银监会于 2017 年开展了针对同业融资、理财和表外业务的检查，以解决监管套利和不当行为的问题，重点关注银行的跨行业业务。

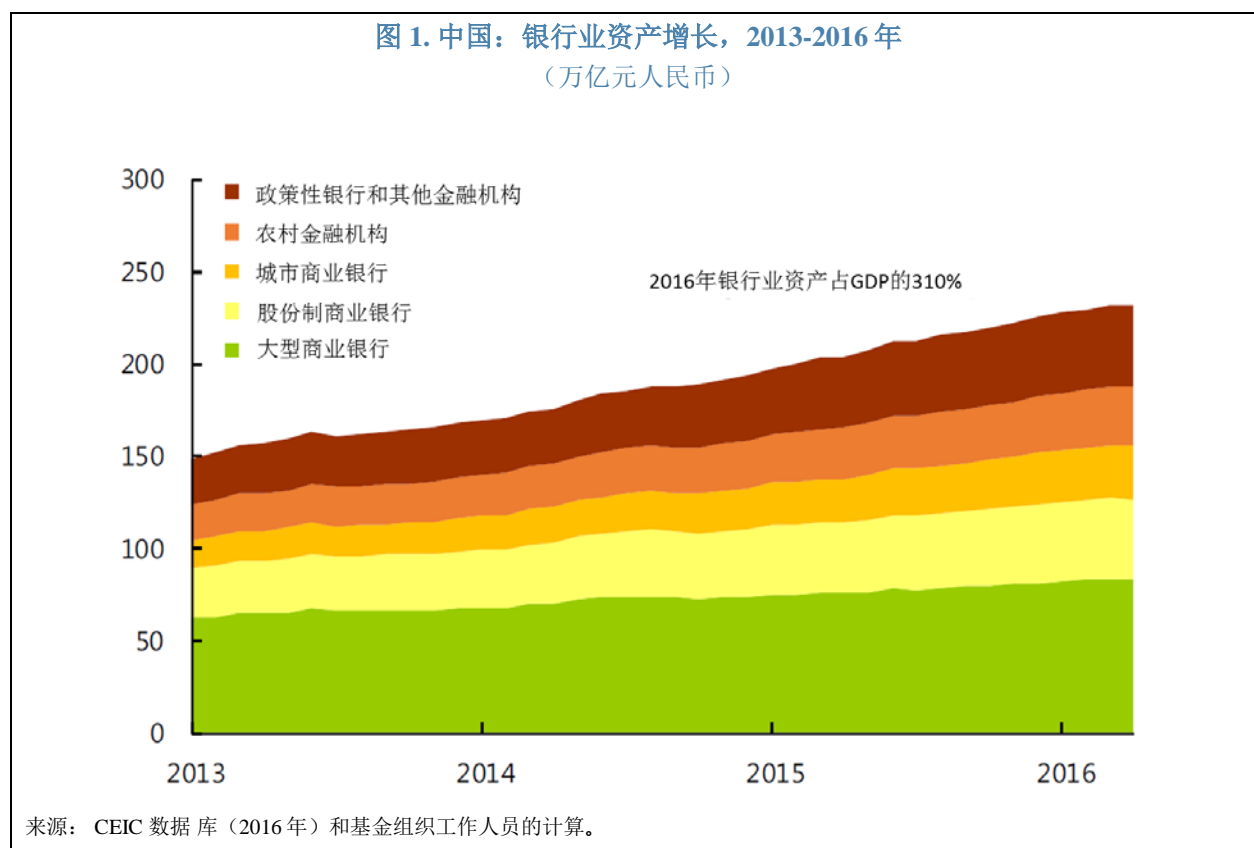
加强投资者保护，夯实市场进一步发展的基础。过去五年间，中国采取了一系列旨在保护广大个人投资者的举措，包括证监会强化对中介机构的适当性要求、提高投资者行使权利的能力、加强投资者教育等。证监会也扩展了一些证券中介机构的从业范围，旨在培育投资银行文化，助推资本市场更好地服务实体经济。同时，针对特定市场参与主体的审慎要求和资本要求也得到审视和强化。自 2015 年的市场波动以来，证监会采取了一系列措施抑制市场过度使用杠杆，其中部分措施与其他部门联合施行。

建立保险业增长的稳健框架。保监会自 2012 年 3 月开始启动“中国风险导向的偿付能力体系”（简称偿二代）建设工作。2015 年 2 月，保监会正式制定并发布了偿二代的 17 项核心监管规则，保险业进入落实新偿付标准的过渡期。经过一年的测试期，偿二代于 2016 年 1 月 1 日正式施行。

¹ 详见附录六，对首次 FSAP 评估建议的采纳情况。

B. 金融体系

6. 2011年以来，中国金融体系规模和复杂性显著增长。如附录三和附录五图1所示，金融资产占GDP的比重从263%增长至2016年的逾467%。银行体系内，增长主要由股份制银行、城商行和农商行拉动，而四大行³资产占GDP的比重保持平稳。保险公司和信托公司等非银行金融机构继续快速增长。



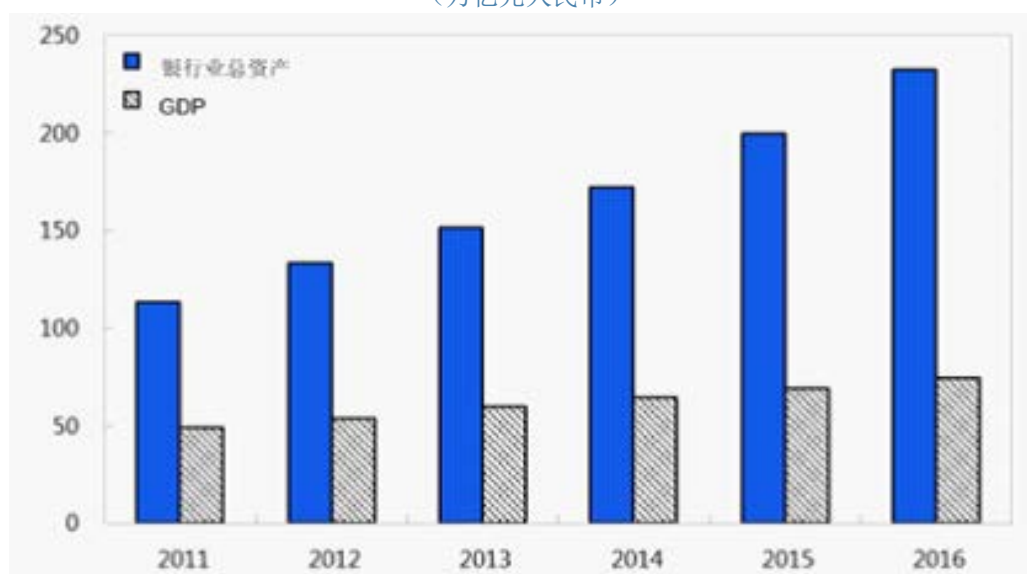
7. 2011年以来金融体系的演变反映了维持GDP增速和抑制金融风险之间的矛盾。有关部门经常在以下几方面寻求平衡：为维持高速增长而刺激信贷、推动金融自由化（包括逐步放松利率管制），同时阶段性限制高风险的金融产品和行业。为规避利率管制和审慎监管而产生的持续金融创新导致信贷增速大幅超过GDP增速。金融体系在关联度和复杂性上均有所增长。

8. 银行仍占主导地位。2016年末，银行资产规模达到约GDP的310%（图2）。银行在资产端和负债端的结构也更加复杂（附录五），表外业务迅速增长。这些表内外投融资强化了银行间的关联性，以及银行与非银行金融机构间的关联性，包括信托公司、保险公司、证券公司、资产管理公司等。四大国有银行拥有更广泛、更稳定的存款基础，融资成本较低。他们传统上主要贷款给大型国有企业，但最近贷款投向开始向居民部门分散。12家股份制商业银行更多面向中小企业投放贷款，并更加激进地转向非标准化信贷资产业务，如信托贷款、委托贷款、银行承兑汇票以及其他流动性相对较差的资

³ 四大行是中国工商银行、中国银行、中国建设银行和中国农业银行。四家银行均是国有的全球系统重要性银行(G-SIBs)，被统称为“四大行”（严格来说，四大行均是股份制银行，并非百分百国有）。

产等。城市商业银行更多投资于地区性国有企业及项目。随着经济增速放缓，银行的盈利能力下降但仍保持盈利：截至 2016 年第 2 季度，资产回报率为 1.1%。

图 2. 中国：GDP 和银行业总资产，2011–2016 年
(万亿元人民币)

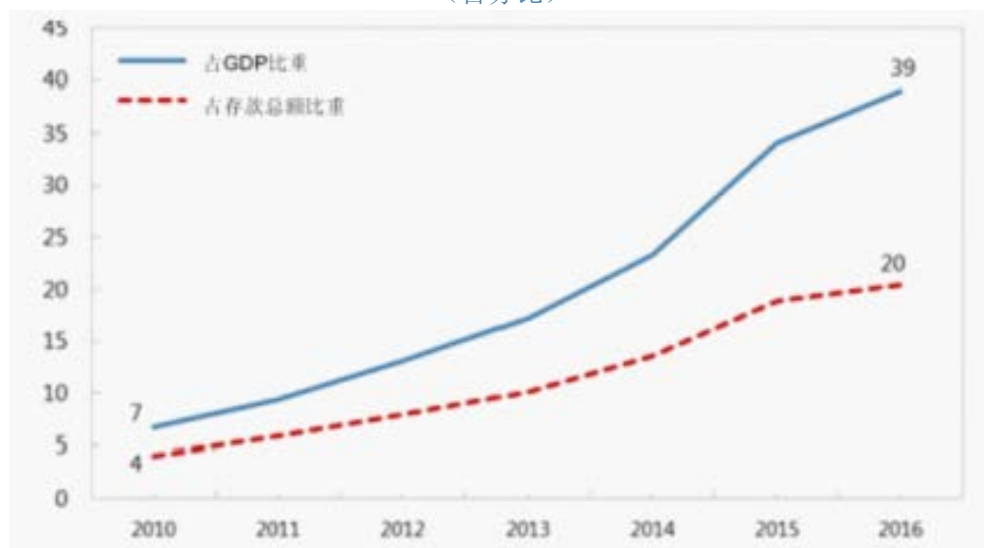


来源：CEIC 数据库（2016 年）。

9. 银行和非银行金融机构的负债结构日趋复杂，融资期限显著缩短。 负债结构的批发融资特征日益明显。中小银行和非银行金融机构的发展很大程度上依赖短期的同业信贷和融资结构，如理财产品（图 3）。

10. 资产结构也更加复杂，银行处于一个巨大的间接融资体系的核心位置。 贷款占银行总资产的近一半，如果去掉四大行，该比例将降至 40%。银行在利率仍受管制时通过创新发行理财产品来满足储户的收益率要求，理财资金被投向债券和非标准化信贷资产。证券公司发行的资管产品与银行发行的类似产品（例如理财产品）受到不同的监管。对许多中型银行而言，目前这类投资组合规模已达到总资产的一半。这些投资通常包括直接或间接持有的非标准化信贷资产。

图 3. 中国：理财产品余额，2010–2016 年
(百分比)

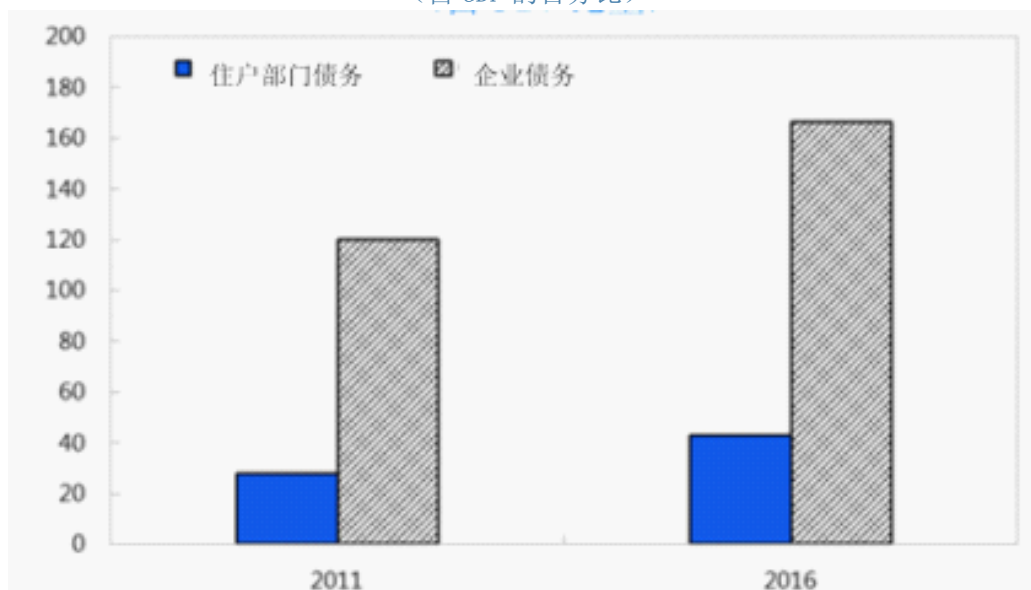


来源：万德（2016 年）和基金组织工作人员的计算。

11. 许多非银行信贷投向了监管部门限制银行授信的行业或借款人（尤其是产能过剩行业或薄弱行业）。 银行对基础设施、建筑业和房地产行业的贷款规模占比已有所下降，但这似乎被其他渠道的信贷所弥补，包括信托贷款、理财产品和债券。这延续了旧的增长模式，延缓了生产率的提高，导致了企业债务水平和风险的积累（图 4）。

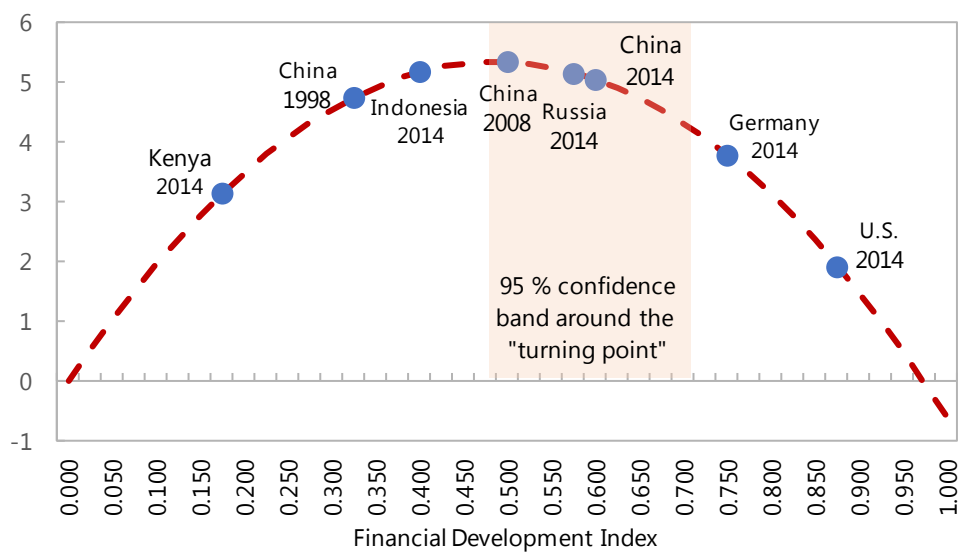
12. 金融业发展带来的效益目前似乎正在减弱。 IMF 进行的一项涵盖 128 个国家超过 30 年的面板数据研究表明，当金融业规模过大时，其对 GDP 增长的贡献度开始下降。数据表明中国正在经历拐点：金融业增长带来的效益减少可能与新机构进入以及低效机构退出不畅有关，这是资源错配的一种表现。这一迹象进一步表明，在不损害长期经济增长的前提下，为了维护金融稳定，需要放缓金融业的发展（图 5）。

图 4. 中国：居民部门和企业债务，2011 年和 2016 年
(占 GDP 的百分比)



来源：国际清算银行（2016 年第三季度）。

图 5. 中国：金融发展与 GDP 增长，1998–2014 年
(百分比)



来源：Sahay 等（2015 年），“反思金融深化：新兴市场的稳定和增长”，国际货币基金组织；经基金组织工作人员更新。

13. 将中国的金融业发展与其他同类型国家进行比较⁴，结果表明：

- 中国的金融体系中，银行仍占据主导地位。信贷与 GDP 比率远超国际基准水平。从绝对规模看，中国已拥有世界上最大的银行体系。
- 债券市场规模位列世界第三，但在私营企业部门融资渠道中占比仍然较小⁵。
- 股票市场规模庞大，波动较高。中国股票市场规模仅次于美国，位列世界第二。散户投资者是交易主体，显著高于其他大多数国家。
- 保险公司的规模和业务只在近期经历了高速发展。
- 得益于银行理财产品规制收紧，公募基金快速增长但发展仍不足⁶。
- 尽管享受税收优惠，且考虑到中国的人口结构和高储蓄率，但养老基金仍然是发展最为滞后的传统非银行金融机构。
- 非传统储蓄和投资产品（包括信托和理财产品等），因其独有的中国特色，并不能与国际基准相比较。

14. 最后，政府拥有高度所有权和控制权是金融体系的重要特征，这使得资产估值和风险定价变得十分复杂。四大行是国有控股，而地方政府也持有一些较小银行的股份，很多情况下拥有控制权。因此民营银行和国有银行之间并没有实质性竞争。地方政府的附属实体也持股非银行子公司和资产管理公司等其他中介机构，然而这种持股关系很少是透明的。国家也控制着金融体系的其他行业，如保险公司、信托公司、证券公司，以及金融业最大的借款人：政府广泛的影响力难免影响到信贷分配。政府既扮演控股或主要股东角色，又扮演监管者角色，这一潜在利益冲突限制了市场的有效运行和资产负债的精确定价。

风险评估

15. 对中国金融体系的稳定及不同政策目标之间的冲突的关注，主要围绕以下三个主要问题：

- A. 维持目前的 GDP 和信贷增速水平会对系统性风险产生什么影响？
- B. 活跃且日益复杂的金融体系会对金融稳定产生怎样的威胁？
- C. 能否通过采取有序的改革措施降低取消隐性担保对社会稳定产生的影响？

A. 经济转型和金融稳定

16. 近年来，支持 GDP 增长所需的信贷量有所上升（即“信贷密度”），因此在经济放缓的同时，金融部门反而快速增长。大型银行资本充足，但中小型银行的脆弱性较高，企业部门债务规模不断攀升，且存在潜在风险。信贷仍在流向亏损企业，银行通过金融工程掩盖了潜在的损失。尽管中国住房

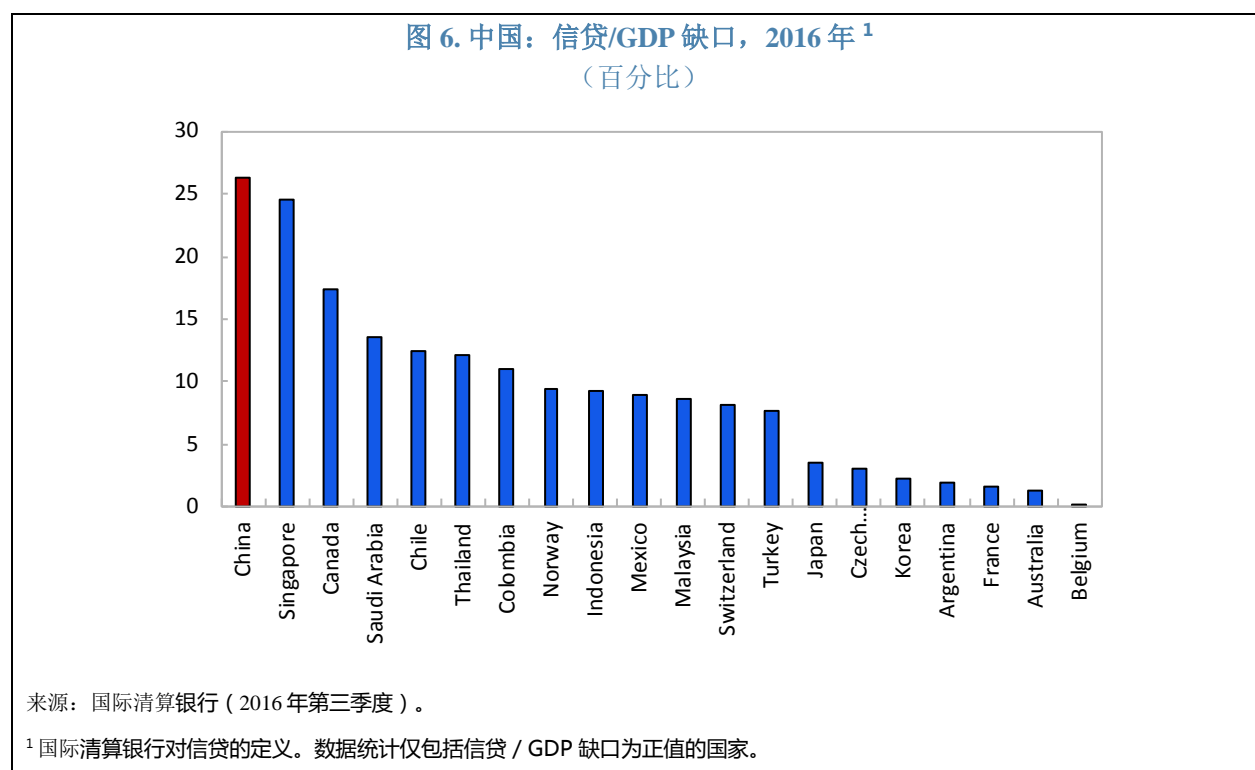
⁴ 中国的金融业发展按照世界银行金融统计方法进行了基化处理（Beck, Feyen, Ize, and Moizeszowicz (2008)）。

⁵ 2016 年，私营企业部门发行的债券少于 7000 亿人民币，银行对私营企业的贷款增长了 5 万亿人民币。

⁶ 银行理财产品有一定的监管优势，如可以在产品说明书及营销材料中标明预期收益。

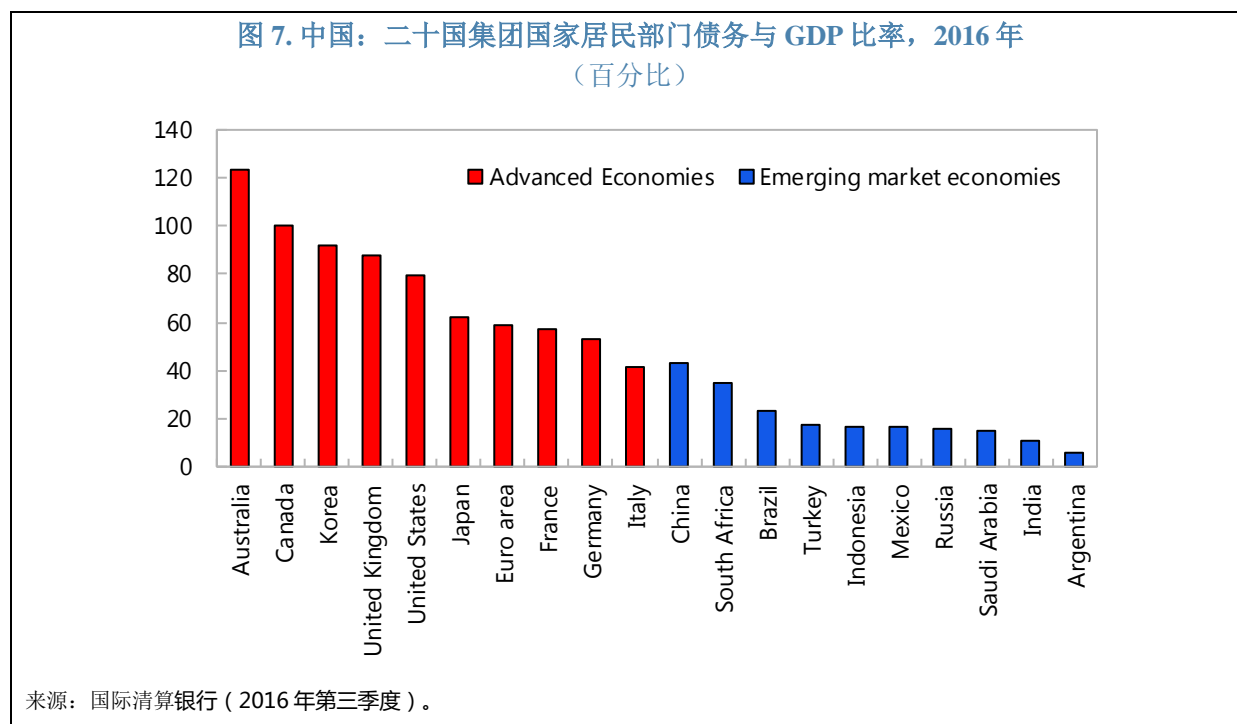
自有率已经超过百分之九十，但居民部门按揭贷款近期仍然增长迅速。这反映了城市化进程、对高质量住房的需求以及大城市房价不断上升。

17. 信贷密度上升。近 10 年来，中国的信贷与 GDP 比率持续高于其长期趋势，据国际清算银行数据，“信贷缺口”目前已经达到 GDP 的 25%。从国际比较来看，已经处于很高的水平，出现金融困境的概率高（图 6）。



18. 企业部门债务存量且风险高。企业部门债务一直保持较快增速，截至 2015 年末，已经达到 GDP 的 165%。在传统产业和衰落产业集中的地区，信贷密度增长更快，许多高负债行业（地产建筑、钢铁、水泥、太阳能板、公共事业、采矿）受到产能过剩的困扰。一些国有企业使用低成本贷款投资房地产项目或其他投资产品，使人对金融体系在贷款决策时如何评估信贷风险产生疑问。

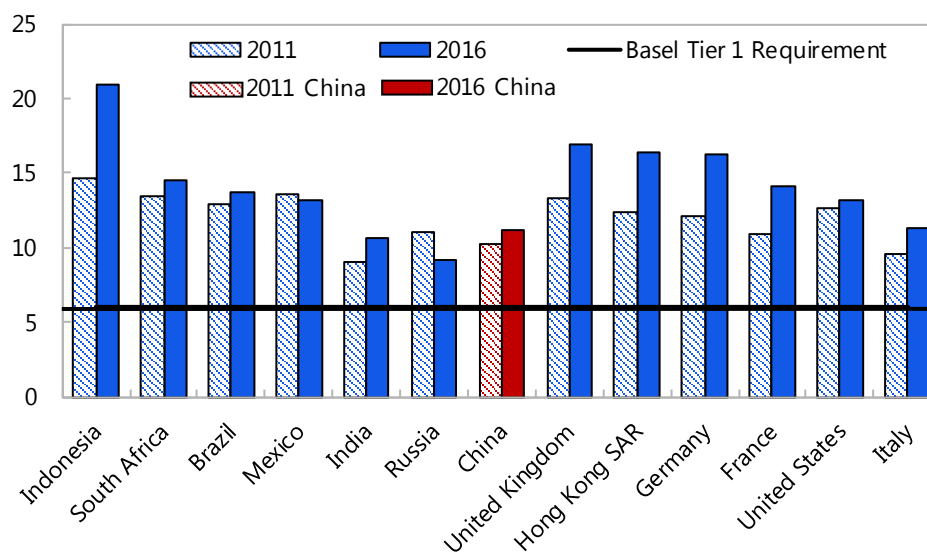
图 7. 中国：二十国集团国家居民部门债务与 GDP 比率，2016 年
(百分比)



19. 尽管按揭比低，但中国居民部门债务增速之快也引发关注，目前已经处在新兴市场国家中的高位（图 7）。2015 年以来，新增居民部门债务大多为住房贷款。贷款价值比（LTV）普遍较低（2016 年新增按揭贷款的平均贷款价值比在 40% 左右），但存在利用金融创新手段规避贷款价值比规定⁷的现象。存在的缺口，如月供收入比和债务收入比的有效信息，导致无法对系统性风险进行准确分析，但分部门的高风险债务估算显示房地产部门存在脆弱性（附录五，图 4）。

⁷ 例如，尽管当局严厉打击这种做法，但购房者仍用消费贷款和 P2P 贷款作为按揭贷款的首付，以此规避贷款价值比的规定。

图 8. 一级资本充足率，2011 年和 2016 年¹
(百分比)



来源：国际货币基金组织金融稳健性指标（2016 年）；中国银监会（2016 年）。

¹ 2019 年 1 月 1 日起需达到最低一级资本要求。

资本充足压力

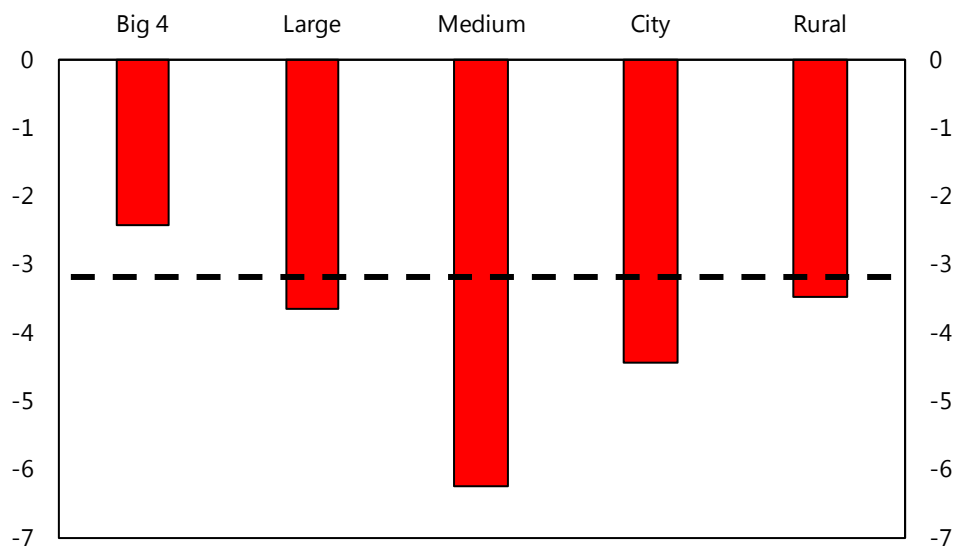
20. 不同规模的银行资本状况也不同，但是盈利水平和流动性状况差别小一些。2016 年二季度，采用银行业监管方法计算的资本充足率为 13.1%（其中一级资本 11.1%），低于许多发达国家和新兴市场国家，这些国家的金融复杂程度低、信贷缺口较小、风险定价更加市场化，因此风险可能更低。银行体系流动性充裕：2013 年以来，流动资产占总资产的比重约为 20%，流动负债略低于总负债的 50%。上述平均值中，大型国有银行经营模式保守，但大量中小银行的状况较差，拉低了平均值。银行体系只有少量外币贷款或存款，总头寸仅为资本的 3%。

21. 信贷质量恶化，其他风险上升，但数据缺口阻碍了深入分析。公布的不良贷款率从 2013 年末的 1%略增至 2017 年第二季度的 1.7%，这是因为银行加大核销并出售资产，同时增加不良贷款的催收一定程度上也有所帮助⁸。这些措施使得银行的拨备从 2013 年初的 290%大幅下降至 180%。尽管监管采用了“穿透”原则，但一些银行投资产品的风险权重似乎过低，一些贷款的信用风险被低估。由于缺乏足够的细化数据，FSAP 评估团无法对这些风险进行量化评估。表外理财产品也会对资本造成重大风险。许多理财产品虽未受到担保，但银行几乎都会对个人投资者的本金损失进行赔付。在压力情景下，银行支撑理财产品的成本可能相当高，一旦发生挤兑，可能使一些银行的流动性承压。

22. 中小型银行增长较快，理财产品、批发融资以及高风险借贷大幅增长，尤其是非标信贷资产投资增长迅速。由于激烈的市场竞争以及支持当地产业发展的压力，近年来股份制银行、城市和农村商业银行资产负债表扩张较为激进。中小型银行通过表外业务（如成本较高的理财产品以及近期通过短期批发融资）进行融资的趋势愈加明显（附录五，图 1）。

⁸ 关注类贷款（比不良贷款高一级）在 2016 年第三季度达到最高值，占贷款总额为 4.1%，目前占贷款总额的 3.8%。

图 9. 中国：表外理财业务压力对资本的影响
(核心一级资本充足率变化)



来源：基金组织工作人员的估算。

23. 压力测试结果显示，在重度压力情景下，除四大行外，大多数参试银行将出现资本不足⁹。在综合国内和国际两方面冲击的压力情景下（详见附录二），假设实际 GDP 增速在两年内较基准情景下降两个标准差（2017-2018 年间累积 7.3 个百分点）。在宏观经济状况恶化和关注类贷款部分迁徙的情景下，不良贷款率将在 2018 年大幅上升至 9.1%。尽管已经假设要求的拨备覆盖率放松（允许其在重度压力情景下从 150% 下降至 50%）以大幅冲销信贷损失，但由于信贷和市场风险损失，以及净利息收入的下降，核心一级资本充足率仍从 10.3% 下降至 7.2%^{10,11}。对不同组别银行的影响详见专栏 2。

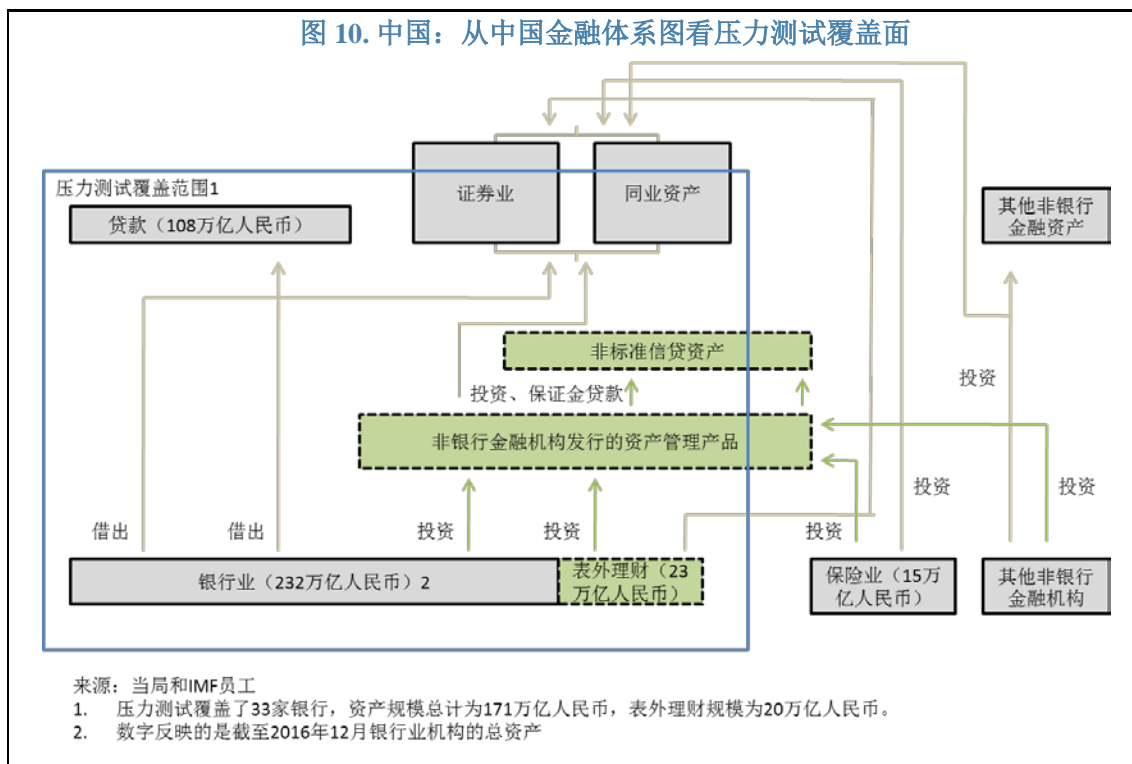
24. 不同银行的受冲击程度差异较大。四大行资本仍然充足，但大型、中型以及城商行较为脆弱（附录二包含银行分组；压力测试覆盖面详见图 10）。总体来看，33 家参试银行中按至少一项标准（包括资本留存缓冲）存在资本不足的为 27 家。

⁹ FSAP 评估团使用人民银行在其办公楼提供的一间数据室中的监管数据开展压力测试。但中方仅向评估团提供了部分监管数据。

¹⁰ 从 2011 年到 2016 年，商业银行用 1.4 万亿元人民币来吸收不良贷款——约是目前拨备水平的一半。

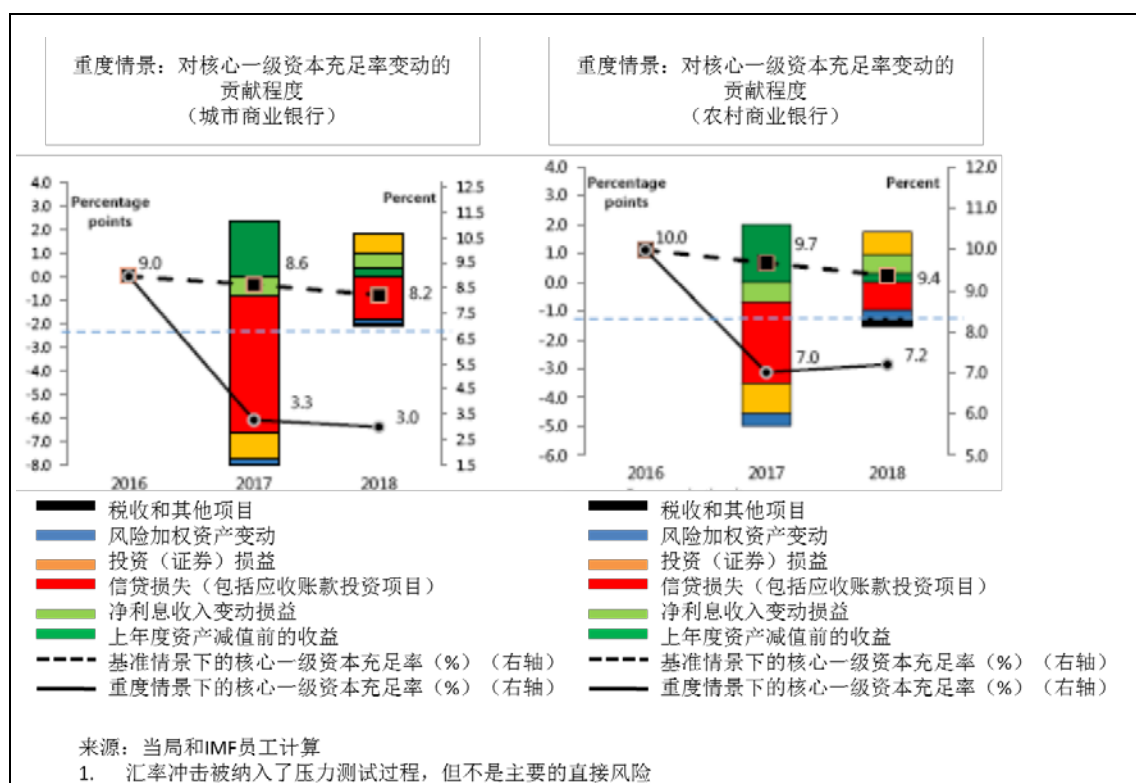
¹¹ 利率或融资成本上升的冲击将降低银行的净利息收入。在短期负债到期后以较高利率展期时，利息支出将激增，而利息收入将逐步调整，且仅调整到银行选择将融资冲击成本转移至借款人的水平。银行可能不这样做，以避免加剧信用风险。较高的利率也将导致证券向下调整的重新定价——尤其是那些受到信用利差扩大影响的证券（如公司债）——并因而导致市场损失。

图 10. 中国：从中国金融体系图看压力测试覆盖面



专栏 2. 压力测试结果

偿付能力压力测试基于占银行业总资产74%的33家银行开展。测试显示，在重度压力情景下，大多数股份制银行和城商行存在较大的资本不足。上述类型的银行约占银行业总资产的37%。在重度宏观压力情景下，假设关注类贷款迁徙至不良贷款，33家参试银行的不良贷款率从1.5%快速上升至9.1%，上述类型银行的核心一级资本充足率将下降4.2个百分点，24家参试银行中有23家面临资本不足，资本缺口相当于GDP的2.5%。上述银行的贷款和应收款项投资的信用风险损失显著高于四大行。



银行资本充足情况

	整体情况	四大行	大型银行	中型银行	城商行	农商行
基期 (2016)						
核心一级资本充足率	10.3	11.8	9.3	8.2	9.0	10.0
一级资本充足率	10.9	12.4	9.7	9.0	9.6	10.0
资本充足率	13.0	14.3	11.9	11.2	12.3	12.9
杠杆率	6.1	6.8	5.7	5.0	5.3	5.4
重度压力情景 (2017)						
核心一级资本充足率	7.2	9.9	5.7	3.0	3.3	7.0
一级资本充足率	7.8	10.5	6.1	3.8	3.9	7.0
资本充足率	9.8	12.2	8.3	5.9	6.5	9.8
杠杆率	4.5	6.0	3.7	2.1	2.2	3.9

来源：当局与IMF工作人员计算。
注：结果假设银行不吸收其发行的表外理财产品。

中等规模的股份制银行和城商行大量发表外理财产品（分别占总资产的 25%和总资产的 17%）。此前，银行曾经承担过其表外理财产品的部分损失。假设银行承担其表外理财产品 25%的面值、理财产品的回收价值为 40%，用压力测试的方法检验对银行资本的影响。结果显示，银行业核心一级资本进一步降低，相当于 GDP 的 4.5%。

在压力情景下，国债收益率曲线变化及公司债券信用利差大规模持续扩大可能导致公司债券价格大幅下跌。多数银行的债券投资组合及其或有负债中来自银行发行的影子银行产品部分均可能面临较大损失，后者是公司债券的主要持有者。

流动性压力测试基于到期期限窗口分析，用于评估银行承受极端融资压力的能力。基于现金流的流动性压力测试采取自上而下的方式使用监管数据进行。测试衡量银行从强烈冲击中的恢复能力，冲击体现在资金的流失率以及资产变现的折扣率设置上。具体而言，测试捕捉：（1）银行由于流出资金所致的流动性需求；（2）银行因资金流入可借助的流动性支持；以及（3）银行可用于弥补流动性缺口的缓冲。一个衡量流动性缺口的主要假设是银行可以将所持证券质押给人民银行以获取流动性便利。仅当银行没有合格抵押品以获取人民银行流动性便利时，才会无法通过压力测试。

流动性测试结果显示，如果发生融资冲击，损失基本可控。4家银行将在30天内面临流动性短缺，3家银行将在90天内面临流动性不足的问题，但四大行的流动性状况表现稳健。公司债券市场上，债券的期限通常是2-3年，随着信用质量的恶化以及监管趋严后非银行金融机构的需求下滑，展期风险正在上升。由于这些市场通过理财产品、同业借款，有时还通过金融集团的风险敞口等方式，与银行体系密切联系，风险很容易外溢至银行体系。即便如此，鉴于人民银行可接受的押品范围较广，即使在表外理财产品及同业产品大量流失的情况下，大多数银行的流动性状况仍可保持稳健。

流动性压力测试结果：33家参试银行中未通过测试的银行家数

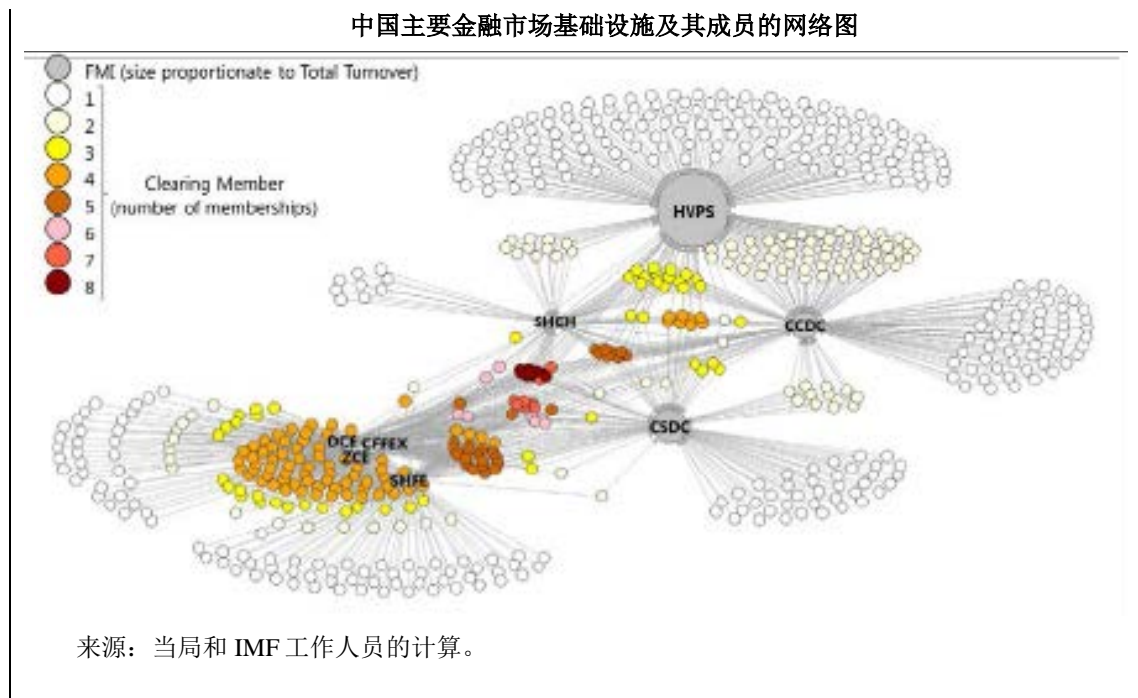
银行类型及分组	剩余期限				
	次日	2-7日	8-30日	31-90日	90日-1年
四大行	0	0	0	0	0
大型银行	0	0	2	3	3
中型银行	0	0	0	1	1
城商行	0	0	2	3	3
农商行	0	0	0	0	0
合计	0	0	4	7	7

来源：当局与IMF员工计算

传染性（基于资产负债表的网络模型）分析显示，按照触发他行违约的标准，四大行最具系统重要性。小银行因同业传染面临更高的资本损失风险。基于股票市场数据的传染性分析表明，中国的银行高度关联。使用股本回报率波动的协同波动分析发现，股份制银行和城商行是银行体系中金融压力的重要来源。非银行金融机构作为来源和通道，与金融冲击关联日益增强：从非银行金融机构到银行的净溢出效应呈增长态势。

金融市场基础设施成员高度聚集。期货交易所80%的会员属于所有的交易所，而中央结算公司和上海清算所（银行间市场的活跃成员）的会员重叠率超过50%。中国结算公司的数据显示，若最大的两家会员违约，将伴随着这些会员在其他金融市场基础设施的违约，包括几家中央对手。最大的8家银行在8家金融市场基础设施均有接入，成为一个范围很广的脆弱性来源。

中国主要金融市场基础设施及其成员的网络图



25. 资本缺口可控，但在压力情景下，去杠杆及其他第二轮效应将加大财政和注资成本。在重度压力情景下，33 家参试银行的资本缺口达到 GDP 的 2.5%。压力情景下，资本缓冲和拨备覆盖率的下降可能使银行无力或不愿维持当前的信贷增速。随之而来的去杠杆可能导致产出增速下降，且降幅超过压力情景中的假设幅度，注资的财政成本也可能会大幅高于银行体系的直接注资需求。

流动性压力

26. 许多中小型银行日益依赖短期融资，如隔夜银行间拆借和回购。存款增长较快，但银行资产增长相比更快，不断增长的短期回购融资被用来弥补这一缺口。同业拆借占融资总量的比率从 2010 年的 11% 上升到 2016 年的 17%，其中股份制银行和城商行达到 22%。回购是主要的批发融资工具，但回购的平均期限从 2010 年末的 4.2 天减少至 2.7 天。多数回购以国债或政策性银行债券作为抵押，但非政府资产作为抵押的回购交易正在上升，主要集中于中小型银行。金融中介链条正在不断变长，最终的信贷风险更加不透明。

27. 此外，影子银行投资资产的期限与投资者的流动性预期之间存在错配。与美国的货币市场共同基金类似，理财产品等集合投资计划的投资者通常都可以在出售产品份额当日收到资金。但是由于机构持有的流动性缓冲较少，他们可能无法在缺少外部支持的情况下应对大量净赎回要求。证监会文件规定，基金公司的股东——主要是银行和保险公司，有责任提供支持。尽管大型和中型银行已经开始实施流动性覆盖率要求，但并不清楚是否有充足的拨备来应对可能发生的银行投资产品挤兑。

28. 债券市场的流动性不足，信贷质量恶化、监管收紧以及利率升高等因素会共同引发潜在风险。交易所市场和银行间市场的多数公司债券都被影子银行产品所持有，并通常以回购（将中国结算公司作为中央对手）的方式来增加投资组合的杠杆。在银行间市场上，银行持有的短期融资券、中期票据和企业债大多在持有至到期投资项下。此外，对银行和集合投资计划在债券投资和交易方面的税收差异潜在降低了流动性。信用评级区分度低，只有极少数债券评级低于 AA，也进一步削弱了交易的积极性。债券市场的展期风险也在上升。

29. 但是，人民银行所接受的证券抵押品范围广。人民银行提供流动性支持时采取适度且差异化的折扣率，并且不预设数量限制。这些因素增强了银行抵御融资冲击的能力。

30. 发生危机时，中国可动用的资源非常广泛。中国有足够的财政空间确保经济平稳渡过转型期，国际储备头寸充足，尽管这两方面资源的缓冲能力有所削减。此外，中国政府面对危机时可使用的行政手段非常充裕。这些缓冲虽不能阻止危机的发生，但能减轻危机的后果，同时也要注意资源的充足性可能滋生应对风险时的过度自信。

B. 金融体系的复杂性和风险

31. 三大因素推动了日益复杂的非银行金融部门的发展。为实现 GDP 高速增长而要求信贷扩张，尤其是在地方层面；对高收益投资产品的需求迅速增加；相对于非银行金融部门，银行部门的监督更严，监管套利由此产生。与此同时，非银行金融部门又与银行紧密联系。在负债端，短期融资的增加潜藏巨大的流动性风险。监管部门之间的协调不充分阻碍了对系统性风险的有效监督和宏观审慎措施的有效应用，同时功能监管存在重大空白，特别是对一些投资产品的监管。

创新、套利和复杂性

32. 金融体系极具创造力，导致风险在各业务间迁移。经济增长要求信贷放松（这种增长方式通常来自地方政府压力）以及监管部门对金融稳定的关注之间的矛盾导致了监管套利。高风险贷款从银行体系转移到一些监管没那么高的部门。信托、保险公司、证券公司以及基金公司在金融体系的份额日益增加，银行几乎与所有的金融活动都有关联（详见专栏 3）。银行和非银行金融机构将对低效企业部门的贷款重新打包成复杂的、通常为结构化的金融产品。这些产品通过投资载体出售，吸引那些寻求高于银行储蓄利率收益的投资者。

33. 风险定价扭曲。非银行金融和投资产品的增长一定程度上代表着金融体系正朝着更加市场化的工具和事实上的贷款定价自由化转变，但实践中，银行将信贷风险出表的动机和监管套利是主要的驱动因素。银行在何种程度上对其发起或设立的表外载体进行支持并不明确，而投资者对各类投资公司或项目实际有担保的观念，造成了市场纪律松弛，并影响对产品的准确定价¹²。

34. 地方政府利用间接融资，并可能以此规避借款限制。受地方经济增长目标、就业以及社会民生目标驱动，地方政府的借款自 2007 年以来以每年大约 25% 的速度增长，增速是中央政府借款的 2.5 倍。地方政府融资平台有助于规避直接借款的限制。2015 年的预算法旨在限制地方融资平台从银行获得贷款。但新发生的地方融资平台借款仍没有被置换为地方政府债券，一些地方政府基础设施项目仍通过非正规渠道或以新的方式（如政府引导基金）进行融资¹³。

35. 中国是全球金融科技的中心，监管当局已开始将其纳入监管。2016 年，P2P 贷款的规模增长了一倍（虽然仅占银行部门资产约 0.5%），作为中国最大的互联网零售商和支付体系的强有力竞争者，阿里巴巴允许客户将其在第三方账户中的资金用于金融投资。中国随处可见的智能手机应用程序微信开发商也开始通过微众银行开展贷款业务，对银行体系形成了竞争压力。这些发展还没有达到系统重要性的程度，但当局已经开始采取措施管控风险，要求互联网企业提供的贷款产品受银监会监管，证券产品受证监会监管¹⁴。为促进互联网金融的健康发展，国务院在 2016 年开展了互联网金融风险专项整治¹⁵。

¹² 本世纪初政府为救助银行提供支持，以及据报道银行就违约理财产品向个人投资者赔付本金。

¹³ 地方政府贷款可被视为财政而不是金融部门（潜在）的风险。

¹⁴ 中国金融科技的快速增长提升了该部门在金融体系中的重要性。例如，余额宝——支付宝（电子商务公司阿里巴巴的子公司）在 2013 年建立的一只货币市场基金——已成长为世界最大规模的货币市场基金，资产达到 1.4 万亿元（2017 年 6 月）。这只基金占到中国货币市场规模的四分之一。

¹⁵ 中国近日禁止了加密货币的交易。

专栏 3. 中国信用风险的金融工程化¹

一方面，中国银行机构的不良贷款水平相对较低，另一方面，不少中国企业的债务高且信用风险高，这两方面如此悬殊的差别让人生疑。² 银行发展出各种将资产移出其贷款账户的策略，这些策略包含一些风险，同时为新发放贷款腾挪出资本空间。这些策略包括：

信托贷款。一家银行可以通过一款理财产品将投资者的资金提供给信托产品。该信托产品可以向一家经营困难的公司发放贷款（有时该银行或地方政府会提供隐性的增信），以使这家公司能够归还银行的贷款。

证券化。银行可以将贷款打包进行证券化，将优先级证券作为一项投资产品持有，这些证券本身评级较高，因此资本要求也较少（也没有拨备），同时将夹层和股权类证券出售给表外理财产品。

资产管理计划。资产管理计划与理财产品类似，但是由不同类型的非银行金融机构发行，可以使用从投资者（通常是银行引入的投资者）处募集的资金购买银行的非标信贷资产。2016年，严格的监管管制降低了资产管理计划能承担的杠杆水平。

委托贷款。公司间贷款绝大部分发生于企业集团内部，但是有时也发生在互相没有关联的公司之间。公司（特别是国有企业）从银行借款，再通过银行牵线搭桥将钱转手借给经营困难的公司，其间通常还伴随着非正式的增信。

中国特色的证券化。银行资产负债表中的应收账款类投资通常是由其他金融产品构成的投资产品，包括信托受益权——从信托产品中产生的收入流、定向资产管理计划、或者证券化产品。银监会监管规则要求对这些产品在资本和流动性方面使用“穿透”原则，但这很难执行。

债转股。银行直接持有企业的股份不被允许，但国家另有规定的除外。最近的一项例外即是允许债转股（其中一些债转股项目含有选择回购的条款）。

1. 本专栏是对 N.Griffin 和 J.P.Walsh 文章《迅速变化的金融体系》中相关问题所进行的广泛讨论的总结，该文章收录于 W.R.Lam 和其他人合著的《现代化中国：投资于软基础设施》，IMF(2017)。

2. 参见 IMF《全球金融稳定报告》(2016年4月)。

传染性

36. 金融中介机构之间的关联性日益复杂。

- 银行对其发行的产品有大量或有敞口，以及对作为担保品的债券和股权（以及房地产）有间接敞口¹⁶。
- 保险公司投资分散化，其资产负债表上持有复杂的金融产品。同时保险公司还销售一些具有投资属性的产品。
- 出现了一些复杂的金融架构，企业集团——不一定由金融控股公司所有——拥有银行以及保险、证券、信托和基金管理公司。

37. 中国数量庞大的金融市场基础设施也具有高度关联性，这也是脆弱性的一个潜在来源。中国最大的八家银行，在中国的8家金融市场基础设施中均拥有会员资格。这种高度关联意味着，如果缺乏有效的保护机制，那么一家金融市场基础设施或一家会员机构出现财务或经营困难，造成的损失将迅速在金融体系内传递。

38. 压力测试结果显示，银行间市场的直接溢出效应相对有限（专栏 2），但全球系统重要性银行的关联性高。对中国全球系统重要性银行（四大行）以及其他全球系统重要性银行间的溢出效应分析显示，中国的中型和小型银行是全球系统重要性银行所产生冲击的主要承受方。

39. 中国对全球资产价格有着重要影响，中国银行机构与全球银行业关联程度日益上升。金融领域的冲击将削减国内需求，导致大宗商品价格下降、进口需求减弱、对外投资减少，从而对全球经济产生负面冲击。尽管存在资本管制，但跨境资本流动数量较大且呈上升趋势¹⁷。

- **溢出效应承受方。**大宗商品出口国一般吸收来自中国的信贷或直接投资，而发达经济体则通常接收投资组合和长期资产流入。与中国贸易联系紧密的国家，如东盟国家，受溢出效应影响最大。
- **资产价格。**中国国内的金融冲击将导致 GDP 增速放缓，进而影响全球资产和大宗商品价格。全球资产主要受到避险情绪和大宗商品价格变动的影响¹⁸。
- **中国的全球系统重要性金融机构。**四大行在全球表现活跃，中资银行在撒哈拉以南非洲和加勒比海地区许多国家已成为重要的贷款机构，由此产生的影响力超过直接贸易联系。银监会与其他监管机构正着手解决跨境银行业问题，但仍需加强合作，特别是解决中国银行业面临的潜在风险。按照 FSB 要求，中国五家全球系统重要性金融机构已经全部落实了危机管理小组、恢复和处置计划的要求，可处置性评估及跨境合作协议正在进展之中。

C. 投资、担保和泡沫

40. 尽管中国的投资者能够并且确实在承担投资损失，但包括地方政府债券、国企债务、银行发行的投资工具在内的大部分金融体系，都被投资者视为受到中央政府最终担保。隐性担保和高储蓄率、个人投资者的主导地位、资本外流的限制以及长期投资产品的缺乏等因素共同导致了资产市场的周期性波动。金融市场杠杆率增加了发生市场剧烈波动的可能性。

41. 个人投资者在中国的很多金融市场中扮演着主导角色。人寿保险、共同基金和私营养老基金等产品在中国仍不普遍：由机构投资者管理的标准资产的投资估计在 2016 年达到约人民币 20 至 25 万亿

¹⁶ 例如，国海证券和城市商业银行以“债券代持”的创新形式设立了一个高杠杆的双边回购来绕过对回购折价率的审慎监管要求。由于人民银行提高利率，2016 年 12 月国海证券违约，增加了市场对对手方风险的关注。直到人民银行提供流动性支持才使得市场恢复正常。

¹⁷ 国际货币基金组织：世界经济展望，2016 年 10 月，第四章

¹⁸ 国际货币基金组织：溢出效应报告，2016 年 9 月。

元(约占 GDP 的三分之一)。个人投资者持有 30% 的 A 股股票，但占到了成交额的 75%。机构投资者作为不太活跃的交易者，无法像在其他大型资本市场中那样发挥稳定作用。个人投资者的主导作用，尤其是在中国这一自由流通股相对较少的股票市场，对市场行为产生重要影响并加大了市场波动性。

42. 广泛存在的隐性担保助长了道德风险，并扭曲了风险定价。这些情形存在于多个市场：

- **投资产品。** 金融机构经常对他们所销售的无担保产品进行偿付（尤其是银行发行的理财产品）¹⁹。
- **国内评级机构。** 大型国有企业债券的评级非常接近主权评级。地方政府会利用地方融资平台，以及近期的政府引导基金等工具引导项目融资。金融机构基于地方政府不会让企业和金融机构违约的假定，向投资者推销这些产品，或者直接放贷。评级机构将这些产品视为政府兜底，几乎将其全部定为 AAA 级。
- **资产市场。** 为迎合个人投资者的期望并为了稳定金融市场，政府采取的措施有时隐含了在资产市场设定底线的偏好。在 2015 年年中和 2016 年初股市出现调整时，政府采取了许多措施（后续已解除）来提振股市。2016 年末，对交易对手风险的担忧导致货币市场出现局部流动性紧张，政策性银行向非银行金融机构提供融资，解决了眼前的流动性短缺问题²⁰。对市场事件的相关政策声明和措施进一步形成了国家是金融市场后盾的印象。
- **流动性支持。** 市场失灵时，人民银行以及一些政策性银行采取措施支持市场，以避免价格出现大幅下跌。
- **保护基金。** 动用现有的金融安全网，即各类保护基金的使用标准并不十分清晰，产生了道德风险。

43. 在中国的宏观经济背景下，这些因素导致金融体系容易发生大的周期性调整。风险定价过低导致了过度的信贷创造和高杠杆。高储蓄率压低了回报水平和期限溢价，同时提高了风险偏好，资本向外流动不足阻碍了资产分散配置。由此产生的庞大而封闭的储蓄量在一个流动性相对较差、政府干预和担保造成道德风险普遍存在的市场中追逐收益，导致资产价格通胀和不稳定反复出现。正如 2015 年及 2016 年初所观察到的，市场对资产价格冲击的反应可以传导为汇率压力。

44. 对中国房地产市场的担忧尤为普遍。地方政府拥有可供开发的土地资源，并在很大程度上依赖土地收益作为财政收入。政府因此通过调整新开发土地供给来确保适当的财政收入。因此，房屋所有者预期房价不会大幅下跌。无论商业地产还是住宅地产都是中国最常见的抵押品形式，占到了银行贷款抵押品的三分之二，同时也抬升了潜在价格波动的利益攸关程度。最后，中国的房地产市场如同所有大国的房地产市场一样高度分化：在规模最大的城市（一线城市），房价高、增速快；但在一些小城市，尤其是落后地区的城市，价格要低很多也更为稳定。

D. 宏观经济政策挑战

45. 降低过度信用扩张以及过多债务需要在国家规划中不再强调过高的 GDP 预测，这些国家规划通常会激发区域或地方层面制定过高的增长目标²¹。尽管宏观政策组合和经济计划强调经济增长应注

¹⁹ 第一起理财产品违约是华夏银行 2012 年发行的一款产品：投资者得到了一个匿名第三方的赔付。从那以后，很多理财产品——包括由工商银行，交通银行，中信证券发行的——都曾经违约，而个人投资者基本都在后续长时间中未公开地得到了全额补偿。

²⁰ 政策性银行占到了银行业总资产的 10%；它们主要为基建项目提供融资，偶尔也为经济提供逆周期支持，但这只是短期目标。

²¹ 当局在 2017 年 7 月 13 日的第四条磋商报告中提到“预期增长目标只是预期目标，不具有约束性”，注重增长的质量而非数量。

重质量而不要只看增长的幅度，地方政府仍将信贷增长视为保持就业和社会稳定的重要因素，中央当局也将其视作应对负面冲击的工具。当监管机构对其监管领域的风险采取严厉管控措施时，也会对金融创新产生强烈激励，使其找到富有创造力的方式为那些实际上已经丧失继续生存能力的企业提供融资。进一步提高利率——如果核心通胀率水平持续攀升——也许有助于减少过多的信贷需求和金融风险。

46. 当局力图将关注点从 GDP 增长转向经济发展的质量。这包括推进供给侧结构性改革，鼓励公司并购和重组，促进僵尸企业退出市场，解决高杠杆问题。

47. 中期信贷增长放缓取决于对丧失生存能力的国有企业改革的情况，非常关键的一点在于，允许这些企业倒闭以及强化社会保障体系。更有效的信贷投放意味着这些经营不善的国有企业的借款能力受到限制。改善国有企业的公司治理，包括化解他们的社会职能，以确保预算约束得到切实执行是非常必要的，但必须作出允许丧失生存能力的国有企业倒闭的政策选择。这将要求：一套识别处于长期困难的公司的策略；对破产体制的改革；对那些有生存能力但又过度负债的企业进行公司债务重组；为私营企业的市场准入提供便利²²。重要的一点是，淡化经济增长的核心政策要取得成功，就需要使地方政府的激励机制与此目标相一致，特别是通过改善社会保障体系以减少失业率增加的社会成本。

E. 宏观金融监管挑战

48. 当局已意识到金融稳定风险，并持续采取措施进行管控。2017年4月，习主席指出金融安全是国家安全的重要组成部分，是经济平稳健康发展的重要基础。2017年7月召开的全国金融工作会议进一步阐述了这一主题²³。在此次FSAP评估过程中，监管当局就FSAP评估团提出的评估结果和建议作出积极回应。此外，2011年FSAP评估提出的绝大部分建议，都已经大部分或完全采纳了（见附录六）。在许多领域，微观审慎监管已经得到加强。银监会和人民银行加强了对复杂金融产品的规制²⁴。银监会进一步加快了对不良贷款的审查。证监会全面改进了自身的系统性风险监测机制，保监会对中小保险机构依赖短期产品的情况进行了管控²⁵。

49. 近期各监管当局的协调行动已越来越明显。特别是，人民银行和银监会共同努力减少理财产品风险，并正在出台对跨行业、跨市场的资管业务的规制。

50. 但是对风险的监管仍然受到监管架构的阻碍，现有监管架构在功能监管方面留下了重大空白，为创新和监管套利提供了很强的动机。监管工作绝大部分是基于机构而非功能开展的，侧重点不同的监管机构差异较大。非常重要的一点是，对于银行和保险公司发行的投资类产品（有许多，但也不是全部的理财产品都被归入集合投资计划）均不受到证监会的直接监管。继续提供贷款的压力会导致高风险信贷供给不但没有减少，反而找到新的出路。例如，2013年，银监会要求银行非标信贷资产占理财产品的比例不得超过35%，占其总资产的比例不得超过4%。这刺激了许多非银行金融机构开发新型工具，包括信托受益权凭证以及资产管理计划。

²² 国际货币基金组织工作论文 16/203 “解决中国企业债务问题”，法律及其他，2016。

²³ 会议提出加强系统性风险监督，改善监管，更加注重功能性监管，降低杠杆水平，以及改善国有企业治理。

²⁴ 2017年5月初，北京、南京的银监局提高了对资产支持证券优先级的风险权重。监管当局还通过“穿透式”原则加强了对表外业务和创新性金融活动的监管、统一监管标准并“解决刚性兑付难题”（即打破隐性兑付）。

²⁵ 例如，2012年成立的中证资本市场运行统计监测中心（CMSMC）是一个收集、汇总并分析跨市场、跨部门数据和信息的机构。

51. 一定程度上，监管措施并没有解决银行和非银行金融机构的信贷的动机问题，也没有解决为投资者提供安全感的隐性担保问题，风险仍旧会积累并转移至影子银行体系。来自非市场方面的贷款压力，阻碍了形成完全由市场决定的资本配置。其他的激励机制问题包括：银行管理层设定的内部不良贷款考核目标推动银行工作人员在确定贷款不能回收前就将信用风险从贷款账户上转移；要求信贷人员为不良贷款负责，即使该贷款是按照银行内部规则发放的；有关向某些领域，如产能过剩领域投放信贷的管理指引（当受到地方政府要求支持相关企业的压力时，就会鼓励通过非银行金融机构发放借款）。

52. 这些挑战的复杂性表明，有必要仔细斟酌单个改革措施对更广义金融稳定的影响和溢出效应。规划改革的先后顺序对于降低改革措施的意外不良后果至关重要。

主要政策建议

A. 系统性风险监测和宏观审慎政策

53. 自上次 FSAP 评估以来，中国的系统性风险监测和应对框架已经得到检验和改进。宏观审慎政策工具是成功应对 2012-2013 年房价上涨风险的关键。人民银行和银监会共同对理财和其他金融产品进行监测并修改了相关监管规制。2013 年，金融监管协调部际联席会议成立，致力于在相关监管机构、特别是一行三会之间加强政策协调和信息共享。2015 年中，股票市场异常波动之后，证监会显著提高了其系统性风险监测能力，并采取多种措施降低市场脆弱性。政府相关部门一直在努力构建统一的数据平台，以加强监管机构之间的信息共享。各监管机构在完善金融稳定监测与评估，包括建立新的宏观审慎工具方面已做出诸多努力。

54. 尽管已有所进展，当局在防控系统性风险时仍然面临挑战：

- **监管空白。** 如果对于新型或跨部门金融产品的监管没有明确的授权，则对系统性风险的理解就不深刻。
- **协调机制不力。** 金融监管协调部际联席会议侧重特定监管政策的协调，而非牵头各部门对系统性风险进行分析。有时，某些技术性、非系统性问题过早直接提交国务院，而不是由部际联席会议决策。
- **目标冲突。** 相对增长目标，监管部门原则上更加重视其金融稳定职能，然而部门间协调较弱或存在空白意味着，监管部门不一定充分考虑本部门发展对其他监管部门管辖领域，乃至对那些未被纳入监管范围的领域的金融稳定的影响。

专栏 4. 隐性担保和改革顺序

打破隐性担保是改革的必要部分，但也会引发风险。对隐性担保观念的激进变革可能导致破坏性的赎回，如个人投资者赎回投资产品或短期回购资金出借方收回资金，并可能会损害某些金融机构和公司的偿付能力。甚至会导致对预期收益（包括个人投资者承担本金损失的可能性）的渐进性重估，可能产生收益不确定性并引发资本外流。在完全打破隐性担保前，推动下述改革将有助于降低风险。

- 强化监督，采取更严格的贷款分类标准；强化和统一对无担保投资产品的信息披露要求；要求对无担保产品进行赔偿的金融机构持有与表内产品相当的资本和流动性缓冲。
- 提高资本要求。详见专栏 6。
- 延长久期、降低对于短期批发融资的依赖从而降低债权人挤兑的风险。
- 建立有效的破产和债务人处置框架可以使债权人实现回收价值最大化。中央和地方政府应当明确其支持国有企业的程度。
- 减少对房地产市场的干预有助于逐步解决房地产市场的过度投资和风险低估问题。降低地方政府对卖地收入依赖将有助于把干预措施限制在宏观审慎政策范围内（专栏 5）。
- 应建立金融机构的流动性缓冲，同时，长期来看，投资者教育和更强有力的投资者保护相关法律法规将提升市场稳定性。
- 建立更加全面的社会保障体系有助于允许不盈利的企业倒闭，促进经济结构转型升级，引导金融部门向盈利能力较好的企业放贷。上述改革包括更加灵活的养老金体系以及户口制度改革，且在近期 IMF 的第四条磋商报告中进行了讨论。

55. 需要更有效的宏观审慎政策制定框架。 国务院金融稳定发展委员会是近期成立的高级别跨部门委员会，这是一项积极进展（除人民银行将承担办公室职能外，其他细节尚待公布）。金融稳定发展委员会承担金融稳定和发展的双重职责，中国最高决策机构能够同时考虑上述两项目标至关重要。但为了金融稳定发展委员会能够制定全面政策，应当建立独立机构专职履行金融稳定职责。例如金融稳定子委员会²⁶。金融稳定子委员会成员应同时对金融稳定发展委员会负责，从而对国务院负责，以确保高效工作。

56. 金融稳定子委员会应为常设机构，应定期、经常召开会议。 类似机构一般每季度举行例会，但中国金融体系快速发展，可能需要频率更高的会议安排。金融稳定子委员会应定期讨论宏观审慎相关风险的联合评估，并对关键问题提出跨部门早期共识，重点关注系统性风险分析应对和宏观审慎政策建议。可建立由技术人员组成的跨部门工作小组，支持金融稳定子委员会的工作，根据工作需要，上述小组可为常设小组或专项小组。为保证上述工作有效推进，需要人民银行和各监管机构配备充足的（额外的）资源。

57. 应当以跨部门合作的形式，由人民银行和各监管机构专家开展系统性风险的定期分析。 专家将向金融稳定子委员会提供非正式的技术建议供其评估。目前，系统性风险分析基于行业展开，尚无机构负责监测或深入研究跨行业、宏观金融风险。举例来说，新的专题研究可以包括住房市场最新发展等内容。应建立各层级的跨部门沟通，以支持金融稳定子委员会及其下设工作小组的工作，包括能够

²⁶ 也可建立金融发展子委员会，以促进经济和金融市场的良性发展为目标。

获取各成员内部的系统性风险分析报告。国务院金融稳定发展委员会办公室设在人民银行，从各监管机构借调人员，负责筹备会议、准备基础材料，确保金融稳定子委员会和各工作小组的有效履职。

58. 金融稳定子委员会仅负责提供政策建议，而非决策主体：宏观审慎工具（见专栏 5）应当保留在相关监管机构和人民银行手中²⁷。金融稳定子委员会应在协调和建议使用宏观审慎工具方面发挥重要作用。监管机构在制定和执行政策时应考虑金融稳定子委员会的建议。金融稳定子委员会应可就各类宏观审慎工具提出建议，包括有关信贷、流动性、外汇的系统性风险相关工具。

59. 相关机构应加强压力测试工具，将压力测试运用于系统性风险评估和政策决策的协作框架中。目前，相关机构的压力测试框架尚不足以成为支持宏观审慎政策决策的有效工具。为使相关工作更具实用性，应当采用更加详细的信息，包括各银行的贷款资产组合、证券资产组合、各类投资产品及其相对应的基础资产、各类同业敞口（既包括银行体系内的，也包含同非银行金融机构的）、银行表外理财产品的资产和久期结构。更进一步大幅提升机构间（主要指“一行三会”间）数据和信息共享并将其系统化，以支持压力测试和系统性风险评估工作。此外，压力测试必须能够全面捕捉到整个金融系统的所有主要尾部风险，这样才能具有可信度。压力测试的范围应当扩展到非银行金融机构，例如保险公司和资产管理公司，并将其整合到一个更广的风险评估框架中。

60. 压力测试小组的分析能力亟待加强。压力测试小组应当能够持续采纳新技术，以加强其对系统性风险的分析（目前，全球系统性风险分析方法正不断发展）。压力测试小组要有足够的技术和能力，并与时俱进，否则压力测试和传染性分析将难以捕捉到金融体系内的发展变化，系统性风险的关键来源可能被忽视、或未被准确量化。跨部门协作在这项工作中也非常重要。

专栏 5. 房地产市场的宏观审慎政策

逆周期资本缓冲（CCyB）是重要的宏观审慎工具。金融稳定子委员会可定期对其进行评估，并提出启动的建议。应统筹考虑逆周期资本缓冲的启动及调整和进一步控制影子银行的措施，以及因其他原因可能增加资本的要求（专栏 6）。

人民银行的宏观审慎评估（MPA）已经是一项有效的监测工具，但其目标和结构可通过评估进一步优化。针对单体银行，MPA 监测七个方面的金融稳定指标（近期将表外信贷扩张纳入其中），其中部分是关键的宏观审慎指标。MPA 评估以及对不满足 MPA 的银行采取非正式惩罚措施反映了人民银行的一些判断，例如利率和信贷政策的执行情况。目前，MPA 主要运用于决定银行能否获得人民银行便利工具，以及超额准备金利率，而非为解决系统性风险量身定制。MPA 结果不应被用于决定银行能否获得人民行政策工具。此外，应当评估并明确 MPA 的目的，简化结构，披露方法。为保证机构间的紧密合作，任何基于 MPA 所建议的宏观审慎政策行动应由金融稳定子委员会进行讨论，再由监管机构采取行动。

出于宏观审慎的考虑，需要更严格的流动性要求。在机构层面，同业存单已经纳入了同业负债限额，然而，流动性覆盖率的适用范围仍需扩大到小型银行。在产品层面，应收紧资产配置和赎回的规则，修改估值规则。

应解决数据缺口问题，包括机构间不充分的信息共享问题。银监会采集的银行贷款账户相关数据似乎很强，但随着风险向投资账户以及表外产品转移，监管数据共享尚未跟上。目前需优先解决的问题包括，（1）银行投资和银行间敞口相关数据的精细程度需提高；（2）授权金融稳定子委员会要求机构报送与金融稳定相关数据的权力，包括要求提供金融服务的非金融机构报送数据；（3）在金融机构间采取一致的会计标准，以支持风险监测工作。应优先考虑目前计划开发的一个金融部门监管联合

²⁷ 与国务院应对国际金融危机小组不同。

数据平台。应提高征信系统中关于个人贷款信息的质量和范围应提高，采集个人对非银行部门（如P2P）的负债。应采集覆盖到各区域的、更加全面、集中的房地产市场指标。

房地产市场风险有所上升，但其管理工具以地方性工具为主。相比上一轮房地产市场风险上升，房屋买家现在的杠杆化程度更高，高贷款价值比的住房抵押贷款占比的上涨值得关注。改进住房市场相关监测指标将有所帮助，例如在月供收入比限额内使用压力利率假设。

应由城市层面分别制定、执行的房地产市场政策标准化。虽然相关政策需要与人民银行、银监会以及其他监管机构的地区分支机构相互配合，地方政府的GDP增长目标和社会稳定、财政目标可能影响其及时收紧部分政策，或过早的放松政策。地方政府有充分的动机做出上述决策。应当正式建立包括地方政府、人民银行和银监会的地方分支机构的委员会，并定期会晤，运用人民银行提供的风险分析，确保不同城市间的政策可比性，缩小过晚收紧、或过早放松政策空间。

监管：各部门的独立性、协调和资源

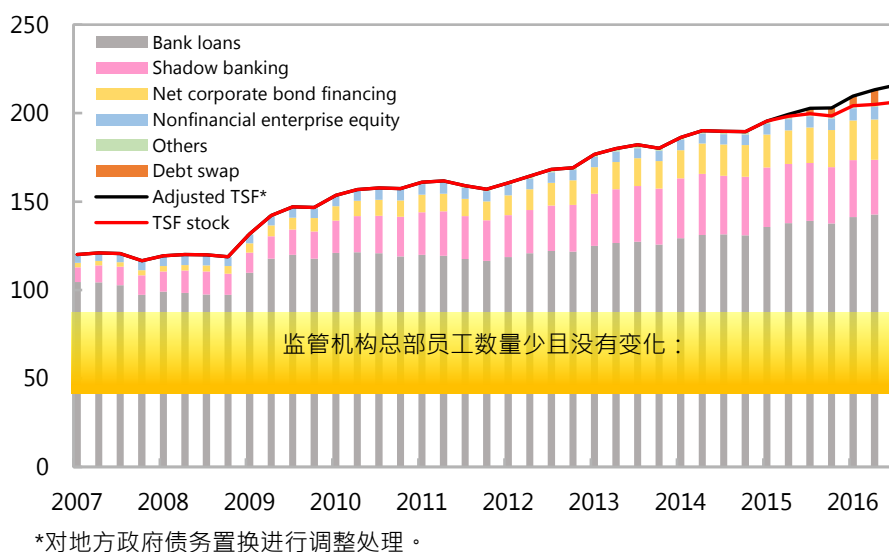
61. 对银行业、保险业和证券业监管的评估结果显示其高度符合国际标准，但也存在重要的缺陷。尽管修订后的国际标准和评估方法覆盖范围更广、标准更严格，但自上次FSAP评估以来，中国的银行业、保险业和证券业监管水平取得了显著提升。在以下方面体现出共同优势，如监管权力适当充分、规则制定能力灵活、明确强调与国际标准接轨等。事实表明，一旦出现市场危机，监管当局有能力快速应对。

62. 中国的监管机构有三个共同的重要问题需要解决：

- **国务院应逐渐赋予监管机构独立决策权，并增加其预算自主性。**这一建议由来已久，旨在确保监管决策不会遭到驳回，保障重要岗位人员在任期内的稳定性（免职的理由应当公正、透明），确保金融体系安全稳健的职责优先于增长、就业或市场发展等其他考量。实现这些目标，才能确保监管机构更好履行维护金融稳定的职责，也与当局大的政策目标相一致²⁸。建议在充分征求意见并在政府内部建立共识的基础上进行相关立法改革。
- **监管协调应该从事后的进展讨论转向事前在数据共享、风险评估、遏制监管套利、做好危机预防和准备方面的协作。**同时应加强监管机构内部的协调，包括通过（在金融稳定发展委员会下设的）金融稳定子委员会加强协调。此外，有必要对相似产品和服务实施功能监管。
- **监管资源不足，难以充分监管一个如此庞大复杂的金融体系，因此需要大量增加监管资源。**

²⁸ 这并不意味着监管机构不应该适当考虑市场发展和增长，但这一目标最好赋予金融监管机构之外的其他机构，以避免利益冲突或影响监管机构优先履行其金融稳定的职责。

图 11. 中国：金融体系发展和监管机构总部员工数，2007–2016 年
(社会总融资占 GDP 的比重)



来源：Haver Analytics（2016 年）和基金组织工作人员的估计。

- 银监会：考虑到监管对象包括 4 家全球系统重要性银行、许多投融资风险不断上升的中等规模银行以及众多的小银行，为确保维持行业监管标准、充分了解每家银行的风险，银监会对现场检查资源和专业技能的需求巨大且不断增加。
- 证监会：中国有大量散户，这就要求中国实施比其他大国更为精细的监管，也使得改进非现场监测和运用大数据方法所发挥的作用受到限制。
- 金融市场基础设施：尽管工作职责有所增加，但人民银行和证监会的员工数量没有根据《CPSS-IOSCO 关于金融市场基础设施的原则》确定的新任务和市场新发展而相应增加。需要增加熟知国际标准和熟练掌握风险管理实践（包括中央交易对手的量化风险模型）的员工。

63. 与市场进行更好的沟通，降低市场波动。 尽管监管机构尤其是银监会与金融机构的沟通非常有效，但监管与市场的沟通效果仍有待提升。针对政策和监管目标、监管变化的实施时间表及实施进程中的潜在风险与市场进行更为清晰和直接的沟通，将帮助市场做好应对变化的准备，并更快地适应这些监管变化。

A. 银行资本

64. 评估团建议在当前的经济转型期间，有针对性地增加银行资本。 资本是宏观审慎和微观审慎工具的重要组成部分，与评估团建议的其他监管工具和监管行动相辅相成。虽然中国银行体系符合巴塞尔协议 III 的最低要求——在某些领域，中国的监管要求甚至严于国际标准——但行业风险高且具不确定性，仍需建立更多资本缓冲来应对。特别是现在就应启动逆周期资本缓冲和国内系统重要性银行附加资本要求（详见专栏 6）。这将有助于提高金融体系的可信度，并使市场确信，在金融系统高度关联的核心部分，已额外建立起一道防御体系。此外，强化监管也可促使资本实现内生性增长。

专栏 6. 提高银行资本：采取的方式及其原因

增加资本将加强银行体系抗风险能力，并增强金融体系稳健性。考虑到在短期内筹集资本的成本较高，FSAP 建议逐步提高资本要求。从 2018 年开始，部分实施逆周期资本缓冲和国内系统重要性银行附加资本要求，并拟在 2019 年底全面实施国内系统重要性银行附加资本要求。考虑其他一系列因素——机构层面和行业层面的因素——表明需要更多的资本。主要有以下三个方面：

- **逆周期资本缓冲。**作为巴塞尔委员会成员，中国已表明支持实施逆周期资本缓冲，尽管在中国的实施方式尚未确定。中国信贷缺口的规模，以及资产价格上涨和非标信贷资产带来的潜在信用风险的持续增长等都要求启动逆周期资本缓冲。将逆周期资本缓冲定位于适用所有银行，并在未来 12 个月内设定风险加权资产 0.5%-1.0% 的资本要求，可能是一个较为适当的开端，随后可根据经济发展和银行相关情况的变化再进行调整¹。
- **系统性风险。**中国的四家全球系统重要性银行已执行相关附加资本要求，但其他潜在的系统重要性银行并未执行。应制定国内系统重要性银行的识别方法，实施框架应包含所有潜在的国内系统重要性银行。“分组法”根据每家银行的系统重要性，或许在 2019 年底之前，对各类银行计提 0.25%-1% 的国内系统重要性银行附加资本要求。此外，还应对识别出的国内系统重要性银行采取其他监管措施（包括更严格的流动性要求和大额敞口限制）。
- **需要针对国内具体情况在巴塞尔最低要求基础上适当调整。**巴塞尔最低资本框架为各国处理经济转型和转型阶段出现的特殊压力提供了一定应对能力。一些国家根据国内具体情况提高了资本水平，这可能也适用于中国。虽然广泛消除隐性担保将大大有利于增加透明度，并促进风险定价和提高韧性。但也可能导致违约率上升（如果取消政府支持），以及因个人投资者对表外产品担保预期变化而带来的流动性压力（如果银行撤销投资产品赎回时提供的流动性支持）。金融体系中的一些重要变化，包括持续推进汇率自由化和资本项目开放，也可能增加波动性。这一系列风险聚合在一起，意味着需要考虑实施比巴塞尔标准更严格的资本要求，正如中国在某些领域已经做的那样。根据国家具体情况的特定资本调整，不论是系统性的还是针对部分重点行业的（例如根据监管当局的判断调整风险权重或信用转换系数），都必须根据风险的综合评估进行校准。随着中国经济转型分阶段结束，这种“不确定性缓冲和过渡缓冲”可以减少。

即使没有资本监管比率的变化，强化的监管也将需要更多的资本。强化的监督审查（第二支柱）——通过配置更多的资源进行现场检查、扩大独立审查范围、实施更为严格的贷款分类要求、强化“穿透”原则执行等——将提高资产和或有负债的风险密度。从而确保单家银行持有的资本充分反映其风险状况和管理能力。这意味着，即使没有资本监管比率标准的变化，通过加强监管实践，也将使得银行计提更多的资本。

通过多个渠道补充资本以符合更高的资本要求是可行的。补充资本的渠道包括：在股票市场上筹集资本、通过发展其他资本工具筹集资本。鉴于四大行将在未来几年实施总损失吸收能力的相关要求，需要在以机构投资者为主的基础上，安全、健康地发展提供这些工具的市场。一些银行目前持有较多超额资本，暂时性地减少超额资本和增加利润留存，将有助于满足更高的资本要求。四大行和部分中型银行，似乎比其他大型银行和城市商业银行更容易通过利润留存建立更多的资本。

会计处理复杂化)的问题得到解决,对银行的部分高风险地区 and 行业的敞口进行信贷质量审查,将有助于提高透明度。资产质量审查应进行全面而独立的评估,包括投资账户、资产转让是否公平。银监会已经开展的针对信用风险的检查和压力测试,能够有效地显示哪些金融机构高风险敞口最大。可以尽早对上述资产质量审查进行规划,以明确监管当局希望达到的目标。

B. 非银行金融

66. 控制复杂投资产品方面已经取得了一些重大成就。对理财产品进行单独核算、限制债券基金的杠杆、对理财产品持有非标信贷资产设置上限,以及其他相关措施降低了这些产品的风险。对于其他旨在解决专栏3所述的金融工程问题的相关措施,需要通过进一步提高透明度、简化结构、进行产品标准化,以及尽量减少金融机构间的关联度等方式,来达到增强金融部门稳健性的目的。

67. 然而,仍需解决这些金融产品扩张的内在动机问题。目前的战略重点是从银行端减少上述产品的供给,但没有真正解决银行和非银机构发行和出售这些风险资产的需求问题。从根本上解决这些动机问题的措施可能包括:

- 在消除隐性担保之后,贷款压力将随之下降,进而形成以市场为基础的信贷决策,放宽对基础设施、建筑、房地产以及过剩产能行业的信贷限制。
- 将对银行的强化监管审查重点转到信贷和风险管理政策和行动。如果不良贷款率达到百分之二,将触发对银行的强化监管。在对银行的强化监管中,有必要检查信用风险管理是否存在薄弱环节;以及是否存在鼓励常青贷款或隐藏损失的不当激励。
- 应重点关注对信贷政策的遵循情况,而非仅仅贷款质量。对信贷人员个人的问责会促使其对贷款展期,以及将高风险贷款转至银行资产负债表外。
- 在对地方政府进行政绩考核时,要淡化总体增长目标(这会导致地方信贷扩张),降低其通过影子银行体系获取资金投资基础设施的压力。发展全面的社会保障体系将有助于推动这一目标的实现。
- 加强投资者金融知识教育,提高其对高收益资产的风险意识。这也是消除隐性担保进程中的一部分。
- 其他有关并表监管、信贷风险监管和证券监管的改进措施,详见下文微观审慎监管。

68. 需要修改法律和监管规定,以确保在资产管理机构或托管机构资不抵债时,对集合投资计划(包括理财产品)能够实现破产隔离。大部分投资产品中,资产的所有权属性并不清晰,包括投资者能否对金融工具的发行方单独提出索赔。独立的法律主体和会计记录将有助于风险定价和明晰各方权利。

C. 流动性

69. 鉴于流动性风险不断上升,应考虑对流动性覆盖率进行改革。虽然银监会对流动性覆盖率的实施符合巴塞尔委员会的最低标准,但压力测试表明,目前对表外理财产品的流动性风险缓冲规模太小。在流动性覆盖率框架下的理财产品流失率应提高到与其他零售产品相当的水平。同样,也应重新考虑同业负债的流失率,尤其是在有业务关系存款和无业务关系存款之间的分配²⁹。

²⁹ 有业务关系存款通常更加稳定,允许设定更低的流失率。

70. 较小的银行和非银行金融机构越来越多地通过交易所的回购市场融资，其中流动性较差的担保品给金融稳定带来风险。该市场上约三分之一的担保品是企业债券，其二级市场基本不活跃，不足以应付即使规模较小的担保品清算需求（见 28 段）。考虑到为固定收益产品投资提供融资的回购交易规模，不断上升的违约率和去杠杆所导致的价格下行压力会随着信贷市场的流动性不足而加剧，并引发抛售、资产价格螺旋式下跌和跨金融市场传递等情况。这种情况下，在市场上充当中央对手为大多回购交易提供担保的中国结算公司的稳定性也将受到损害。相应地，政策性银行在压力期间（见 42 段）向非银行金融机构提供流动性会产生道德风险，并且会不利于鼓励非银行金融机构持有足够的流动性资产以应对困境。

71. 进行担保品改革并明确法律框架会减少回购市场的道德风险和系统性风险。应该采用（如基于到清偿日的天数）的附加折扣率。只有能够满足最低月交易额要求的证券才具备充当回购担保品的资格。应逐渐限制个人投资者进入回购市场交易，因为这会增加市场的波动性。为更好地区分不同债务风险水平为提高风险差别化水平，应鼓励中国结算公司开发内部评级。当局还需要解决质押品转让的法律风险，如逐步转向所有权转移的买断式回购方式。回购担保品应纳入一种快速通道的安排，从而将其置于正式破产程序之外。此外，参与者应在破产中能够使用抵消（轧差）的方法。

72. 流动性压力导致银行或资产市场的挤兑，可能伴随资本外流与汇率压力。除了采取流动性支持措施（可能对中央银行货币政策的执行造成直接影响），可能还需要考虑通过采取利率或外汇措施以确保总体政策立场的合理性。压力测试情景中，人民银行提供的流动性支持比目前人民银行向商业银行提供的贷款规模略小，因此，原则上可通过减少其他贷款抵消而不扩大人民银行的资产负债表。但由于大多数现有贷款是长期的，临时的流动性管理措施非常必要。为这种情况做预先规划可以作为监管当局危机应急预案的一部分。

微观审慎监管

A. 银行监管框架的现代化

73. 银行体系规模和复杂程度的上升，加上不断推进的国际监管改革的要求，是银监会自上次 FSAP 评估以来一直面临的主要挑战。总体而言，银监会一直保持着良好势头，维持着高度可信的业绩，几乎在银行业监管的各个方面都取得了进步。2015 年的机构改革，以及其他内部改革，有利于银监会履行各项监督职责。与银行的监管沟通是银监会的一个突出优势，是支持监管持续进步的必要手段。然而，在一些重要领域仍存在不足，需要更多的关注和干预。

74. 银监会有一套有效的权力，但在脆弱性上升的领域，仍存差距。

- **集团监管。**银监会必须确保银行能够全面识别和管理复杂集团之间风险的相互影响。银行的公司治理监管框架应当整合在一份单一的法律文件中，并保证该法律文件的连贯性与全面性。
- **风险集中度。**正如上次 FSAP 所提到的，大额风险敞口和关联方风险敞口的监管需要得到加强，随着企业集团重要性不断提高，这一要求日益迫切。当债务关系中的各方与地方政府均存在所有权上的关联时所采取的豁免，可能成为集中度风险的重要来源，或可能导致银行治理标准被削弱。
- **贷款分类和信用风险。**考虑到许多传统和产能过剩行业借款人正面临日益严峻的挑战，贷款分类标准显得不够稳健。

75. 银监会正在实施或者已经完全实施适用于最大型、最复杂银行的国际标准。但有关国内系统重要性银行监管框架的工作需要给予更高的优先级³⁰。与此同时由于资源有限，以及在某些情况下相关监管标准可能偏松，存在着对较小的银行监管不足的风险，而这些银行经常呈现更高的风险态势。对于这些银行的流动性风险、银行账户利率风险、高质量审计监督等，应当给予更多关注。

³⁰ 在一个更广泛的层面上，人民银行正在牵头制定国内系统重要性金融机构的识别原则和监管要求。

B. 并表监管和金融集团

76. 从事跨部门领域业务的复杂企业集团带来了重大挑战。目前对金融控股公司的结构或监管没有标准的方法³¹。通过金融监管部际协调会议机制加大了监管协作力度，但在单个集团和机构层面，监管机构的详细信息交流和合作仍不充分。这导致在防止滥用金融服务方面存在不足，以及对复杂企业集团带来的风险和脆弱性理解不充分。

77. 银行集团结构愈加复杂，凸显有效并表监管的重要性。银监会在调查银行主导的金融集团的风险管理、业务活动和经营战略方面积累了经验和信心。然而那些广义的企业集团（在中国有多种存在形式）的机构和业务可能对银行实体和其下子集团产生影响。由于缺少对最终受益所有权信息的披露，导致评估是否遵守资本充足率、大额敞口和关联交易等方面的规定变得更为复杂。更好地了解银行集团的性质和风险对于并表监管、识别混业集团中控制的银行集团面临的相应集团内风险至关重要。

78. 面对这些挑战，对包括银行在内的企业集团的结构和控制权变更并没有审批权，甚至没有事前报备要求，是目前的一个主要的短板。银监会具有明确的事后信息收集和干预的权力，能够在事后识别对银行存在不当影响的交易。但是，确保银监会在相关变化发生前能够获取充分信息并采取必要的事前行动是非常重要的，否则会导致不合格股东拥有控制权、损害银行的安全和稳健。

C. 资产质量和信用风险

79. 不良贷款率没有充分反映资产质量。三方面原因表明，不良贷款率可能未充分反映系统性信贷质量问题：

- **贷款账户。**一些小型和中型的银行有大量逾期 90 天以上的贷款，但没有归入不良贷款。虽然难以得到可靠的数据，但在实践中观察到逾期贷款的续贷（有一定约束限制）和从其他借款人（有时是关联方）处获得过桥资金以偿还贷款的情况。
- **投资账户。**一些银行将信贷资产转移至投资账户，从而规避信贷规模和其他限制，或降低资本和损失准备计提要求³²。
- **表外敞口。**有些迹象表明，一些银行（通过金融工程和隐性担保）将资产出表，但事实上信用风险仍保留在银行。

80. 需要采取额外的措施使信用风险更透明。有序化解复杂、不可持续的金融结构需要采取以下行动：

- **将逾期 90 天以上的贷款划为不良贷款。**与 2016 年巴塞尔委员会关于不良贷款的指引相一致，一旦贷款逾期 90 天以上应划为不良贷款。
- **贷款分类中的抵押品。**贷款分类指引允许有充足抵押品或担保的逾期贷款被分类为“关注”甚至是“正常”。基于最佳国际实践，贷款分类应该由现金流决定，而不是抵押品。

³¹ 监管者认可需要对金融集团监管进行协作，包括基于互联网的公司和跨部门业务。

³² 在银行的财务报告中几乎没有关于这些投资的基础资产信息披露。银行对其他非银行金融机构的受益权凭证占银行资产的比例从 2010 年底的 2% 上升至 2017 年 3 月 12% 的水平。这在很大程度上反映出，信贷资产已转化为非银行金融机构设立的特殊实体持有的类似资产的受益权凭证。

- **国有企业的隐性担保。**识别并减少对困难国有企业（相当部分陷入困境的借款人是国有企业）的展期贷款是很难的。重要的措施包括，清楚地界定可接受的担保类型、贷款行为、正式的指引或风险提示等。
- **信用风险管理。**银监会还没有一部全面的信用风险管理指引，碎片化的法规为规避监管留下了机会。
- **内部信用评级。**通过更加注重内部评级、增加评级市场的竞争，或给予国外信用评估机构市场准入资格，可以改进风险定价。

D. 证券市场监管

81. 过去三年，证监会多措并举，保护散户投资者，加强系统性风险监测，对稽查执法保持高压态势。银监会在多个关键领域巩固了对理财产品（WMP）的监管制度，包括加强代销和分销管理制度，要求全面隔离和对每个理财产品单独核算，以及采用更加严格的适宜投资规则。整体而言，证券市场的监管制度和检查工作大致符合国际证监会组织的原则。

82. 对类似产品统一规制是一个重大挑战，其中资产管理服务是一个重点领域。随着资本市场的迅速发展，市场上出现了许多满足相似经济需求的产品和服务。根据当前的机构监管架构，这些产品和服务的发行主体受不同监管机构的监管。应充分落实关于将多头监管的业务和产品统一规制的共识。目前，已经在制定统一资管产品的规制，并已起草信用评级服务的规制。完善信息披露要求——确保投资者获得具有可比性的产品信息，禁止在理财产品说明书中宣传预期回报率——将缩小不公平竞争和监管套利的空间。消除货币市场基金利用摊余成本法保持固定净值的可能性或对这种行为采取更为严格的监管措施，有助于统一不同金融工具的信息披露行为，更好地向投资者揭示风险。当局应考虑统一对资产证券化产品的规制。

83. 近来执法从严的态势受到好评，应该继续并进一步深化。证监会在行政措施和行政处罚方面采取了更加严厉的措施，提高罚款水平和处以市场禁入。应消除对某些类型的违法违规行为描述的空白和不一致的内容，同时提高行政处罚措施和刑事犯罪的罚款和惩戒力度。

84. 监测系统风险时，应统筹监测证券市场及其与其他金融领域的相互关联性。证监会在改进系统风险识别和监测的工具和流程方面取得的进步令人印象深刻，这些努力应该继续，确保证监会随着市场的发展能够有有效的工具和专业技能来监测监管范围内的全部市场。鉴于关键产品和市场多头监管的情况，由金融稳定子委员会协调跨部门的信息共享、系统风险识别和监测至关重要。

E. 保险

85. 保险业增长非常迅速，且增长趋势还将继续，这对有效监管构成挑战。新公司、产品和渠道——以及放松定价监管——加剧了竞争，而经济增长放缓和投资回报降低增加了风险。由于现有业务的利润率受到侵蚀，许多非寿险公司正在发展新的业务线。部分公司销售的短期产品与理财产品和银行存款类似（这已引发保监会的监管反应）。

86. 保监会进行了影响深远的改革，高度遵守了保险核心原则。虽然保险核心原则没有涵盖保险公司的所有业务，但在治理、再保险、披露和行为等方面都有广泛的要求。中国风险导向的偿付能力体系（偿二代）于 2016 年实施，借鉴国际惯例和中国经验，建立了基于风险的偿付能力标准，以及对保险公司风险管理进行深入评估的框架。保监会是一家全球系统重要性保险机构的全集团监管机构，正在建立国内系统性重要保险机构的监管制度。保监会的执行权力广泛，且有充分的法律规定和有资金支持保险保障计划，支持有序的市场退出。

87. 保监会应当采取更多措施，在其监管职能范围内全面了解大型保险公司的主要风险。应加强与
其他监管机构的合作，特别是加强与证监会在资产管理问题上的协调，以及与外国监管机构的合作。

88. 应通过以下几点加强监管和促进市场健康发展：

- **进一步发展完善偿二代。**保监会已经制定计划采取更加市场化的估值基础。可以扩大监管判断的作用。在完善保险业风险管理标准的同时，应继续审查投资限制。
- **偿付能力控制水平。**应审查并与保险公司交流偿付能力控制水平，包括在最低要求之上时保监会进行干预的触发点，以及不允许保险公司继续经营的触发点。
- **流动性风险。**部分保险公司销售了大量的短期储蓄产品，同时投资于房地产和理财产品等非流动性资产。应考虑采取行动抑制异常流动性风险或负债久期的过度缩短。
- **危机管理和准备。**应通过建立系统重要性保险机构的恢复处置计划，完善对大型保险集团的监管框架。
- **市场行为。**保监会应审查消费者保护风险，包括复杂产品销售误导风险等，并弥补中介机构监管空白，特别是信息披露要求。
- **制定基于风险的监管计划。**制定基于风险的监管规划，将每家保险公司的所有问题和行为（包括市场行为）纳入其中。

F. 金融市场基础设施监管

89. 中国的金融市场基础设施堪称世界上规模最大和最复杂之一。它由一系列支付、清算和结算系统构成，包括若干银行间支付系统、证券结算系统和中央对手。与国际相比，中国许多系统交易量高，并在国家层面具有系统重要性。这些金融市场基础设施的任何一个出现运营或财务方面的问题，都可能对经济产生重大影响。随着人民币跨境支付系统（CIPS）和场外衍生品的中央对手的建立，以及创新产品（如网络支付等领域）的进一步发展，行业形态正在发生改变。

90. 2013年通过的《金融市场基础设施原则》和评估金融市场基础设施的跨部门平台（PFMI 办公室）的建立，是监管领域的重要成果。下一步，金融市场基础设施将全面落实相关原则，以期提高其提高韧性和稳定性。不同系统的落实情况差异很大。鼓励金融市场基础设施及其管理部门积极改革风险管理实践，特别是中国结算公司应充分实现券款对付，实现信用和流动性风险管理现代化。

91. 需要加强金融市场基础设施监管的法律基础，各类举措正在开展。缺乏期货市场法律框架是一项主要脆弱性，这可能会阻碍证监会在必要情况下强制执行变更的权力。例如在场外衍生品市场上推出跨行业的新产品时，可能出现监管规制的空白或重叠。当局的举措应加强监管框架并增强清晰度，如制定《中国金融基础设施监管规则》，起草全面的《期货法》，修订《证券法》，起草《国家支付系统法》等。

92. 中国金融市场基础设施的法律框架中，交易的结算最终性和轧差确认等方面较为薄弱。建议制定一项全面的法规，或者通过法定条款，为中国金融市场基础设施的重要领域建立高度的法律确定性。在结算参与者破产的情况下应承认结算最终性；应承认多边净额轧差；应规定对抵押品进行破产隔离；以及引入能够克服任何零时规则（zero hour rule）的规定。

93. 当局已将网络风险视为一项与金融市场基础设施相关的重要议题。2016年已颁布网络安全法。国务院下属的国家互联网信息办公室在国家层面进行网络安全测试。随着网络安全法的颁布，人民银行、证监会与金融市场基础设施之间的合作可进一步提高预见性，这将有助于提高网络风险意识和评估。危机联合协调机制和危机沟通协议的测试可以进一步提升对相关风险的管理和监测。

94. 最后，明确央行可以向所有具有偿付能力的和系统重要性的金融市场基础设施提供服务，以加强韧性。人民银行目前向中央结算公司和上海清算所提供结算服务。可考虑将这些服务扩展至中国结算公司和其他中央对手。尽管私营部门的流动性必须构成金融市场基础设施的第一道防线，但在极端情形下，这些流动性仍可能会变得不充分或不可用。为具有偿付能力的金融市场基础设施提供央行的紧急流动性支持（需提供担保），确保其能够继续向交易对手方付款，并保持市场的稳定³³。提供中央银行账户将会降低金融市场基础设施对商业银行的风险敞口。

G. 反洗钱 / 反恐怖融资

95. 经过大量实质改进措施后，中国于2012年退出金融行动特别工作组的强化后续评估程序。自2007年发布《反洗钱和反恐怖融资互评估报告》以来，中国反洗钱和反恐怖融资法律和监管制度显著加强，将洗钱列为刑事犯罪，并涵盖所有的恐怖融资犯罪。证券和保险业纳入了中国的反洗钱和反恐怖融资体制。需要进一步采取措施使法律更加符合国际标准，包括基于风险对国内政治公众人物进行强化的客户尽职调查。客户尽职调查和可疑交易报告规章大部分符合国际标准，除了未能实施于特定非金融行业和职业。

96. 尽管中国采取措施将反腐败措施与反洗钱和反恐怖融资制度相结合，但仍有完善空间。中国批准了《联合国反腐败公约》并将其纳入法律体系。中国积极参与国际反腐败工作。由于隐藏个人犯罪的收入被认定为犯罪的延伸，因此自洗钱不作为独立行为被处罚。需要按照《金融行动特别工作组建议》充分全面获取法人所有权和控制权的有关信息。

97. 集团范围的监管和合作机制应予以加强。人民银行制定了风险为本的反洗钱和反恐怖融资监管措施，要求机构进行自评估，并形成了确定监管重点的方法。强化关注集团风险应该是监管的重点，有些领域需要监管机构加强合作。应考虑对违反反洗钱和反恐怖融资义务的行为提高惩罚力度。

98. 未来，当局应该：

- 确保自洗钱作为独立犯罪，进行有效的调查和起诉。
- 基于风险，对国内政治公众人物实施强化客户尽职调查。
- 确保记录和保存关于受益所有权数据的制度有效运作。
- 反洗钱和反恐怖融资预防措施应推广至特定非金融行业和职业。
- 加强所有反洗钱和反恐怖融资部门间的合作。

危机管理

99. 中国已成功化解了经营不善的金融机构，为支持一个更为市场化的体系并促进长期金融稳定，仍需进行重大改革。当局依靠官方的财务支持来处理濒临倒闭的金融机构，而不论其系统重要性如何。

³³ 这涉及到修改法律或国务院审批。

尽管这种做法解决了当前的风险，但从长期来看，会引发道德风险，不利于金融稳定。此外，当前金融部门的规模意味着这种做法可能不再具有可行性，因为这需要投入的资源将远高于以前（例如，20世纪90年代后期处理金融问题时的类似方案）。建立一个允许金融机构倒闭的制度框架——并在降低金融稳定风险的同时让股东、债权人和投资者承担破产成本，这是转型的一个重要部分。为此，需要改革以重新定位现有的危机管理框架，以便于特别处置机制的运作。

A. 危机预防和准备

100. 有效的危机管理制度框架的一些要素已具备。监管部门和人民银行已制定了突发事件的应急响应框架，包括监测和早期预警系统、基于风险指标的行动方案、相关部门的地方派出机构和总部之间，以及这些机构和地方政府之间就风险苗头及时沟通的报告制度。有关监管部门或人民银行酌情处理，将严重事件上报国务院，可以由国务院应对国际金融危机小组（FCRG）推动决策、跨部门协调和危机管理。

101. 但是由于非系统性风险问题快速上报政府层面，政策决定不一定基于技术考量，而是倾向于确保社会而非金融稳定。原则上，在上报国务院应对国际金融危机小组（或国务院直接采取措施）之前，监管部门和人民银行可在其职责范围内采取必要措施应对风险苗头。实际上，这些措施似乎受到地方政府的影响。由于地方政府有明确的法定责任处理在其辖区内的金融机构的风险，只有严重的事件才被上报国务院，而其他突发事件会向地方政府报告。地方政府可以召集并指导各监管机构共同采取措施，哪怕是针对单个、非系统重要性的金融机构的较小事件。

102. 启动政府主导的危机应对措施触发因素应仅限于可能需要动用公共资源的系统重要性事件。在应对高风险金融机构和危及金融稳定的事件方面，跨部门的协调主要由政府主导，首先是由地方政府主导。许多国家的危机管理框架中包括政府角色。然而，在好的做法³⁴中，政府的角色应限于可能使用公共资金的情况。即使在这种情况下，应该根据安全网成员按照其职责提出的技术层面的建议来制定和实施危机管理的策略，维护安全网成员的监管自主权。人民银行和监管部门可根据需要，通过联合危机模拟演练，更新其应急响应框架等，提升应对危机准备的充分性。还可以考虑建立应急计划的专门论坛和危机管理的技术层面协调机制等。

103. 为了提高应对潜在风险的能力，监管机构应能够基于前瞻性的风险评估采取纠正措施。监管部门已经具有全面的早期预警指标体系，该体系能够及时识别经营不善的机构，并有计划地加强监管力度，有权要求采取纠正措施和施以处罚。但是，目前所有监管部门基于前瞻性风险评估能够采取行动的范围有限。滞后的监管行动通常会导致高风险金融机构的财务状况进一步恶化，在需要处置时可能会降低其回收价值。根据FSB的要求，当局已经要求5家全球系统重要性金融机构制定了恢复计划，以确保金融机构陷入困境时能够承担恢复自身财务状况的责任。银监会和保监会目前正计划将制定恢复计划的要求扩大到其他国内系统重要性的银行和保险公司。应该根据中国国情来落实FSB关于恢复（和处置）计划的指引，相应制定适用于本国金融机构的监管要求和内部指引。

B. 处置的权力和方法

104. 当局能否解决由来已久的过度负债和不具生存能力的借款人的问题，这是未来有效监管取得成功的关键。有效的不良贷款管理及处置需要对过度负债行业进行重组的政治意愿，这种重组包括对可

³⁴ 例如，根据《FSB有效处置机制核心要素》

存活企业进行经营性重组，让难以为继的企业退出市场。有针对性的社会保障项目将有助于缓解经营性重组带来的影响。

105. 在按照《FSB 有效处置机制核心要素》处置高风险金融机构方面，还需要做进一步的工作。尽管《破产法》适用于金融机构，但在实践中几乎不使用。目前的做法是通过将经营不善的金融机构转化为实力更强的机构以保护股东和债权人。通常情况下，地方政府针对经营不善金融机构的重组牵头与股东、债权人和潜在的新投资者进行谈判，有时还会利用公共资源。这种方法的有效性取决于良好的增长前景的良好、通过其他渠道获取银行牌照的难度、对高回报（高风险）投资的追求及对公共资金的使用——这些条件在未来可能不再具备。与此相反，国际良好实践旨在让股东和不受保护的债权人承担损失；促进难以为继的企业有序退出；依靠存款保险基金向存款人进行限额赔付；将公共资金的使用降到最小化。

106. 扩大处置银行和保险公司的行政部门权力的工作应提速，应建立对银行和系统重要性非银行金融机构的特别处置机制。对于全球系统重要性金融机构，已建立了危机管理小组，处置计划和可处置性评估工作正在进展之中。然而，关于处置的法律框架缺陷限制了处置计划的范围。需要修改法律，建立特别处置机制，授权行政部门根据规定的债权求偿顺位进行损失认定，并行一套广泛的处置权力进行处置。处置行动不应被法院中止或撤销，如果发现当局存在过错，矫正措施限于货币赔偿。处置权力应包括将部分业务或股权转让给健康机构或过桥机构的能力和自救权力。在不考虑金融稳定的情况下，非银行金融机构适用《破产法》已有的充分制度安排，包括要求相关监管部门在启动破产程序时担任“看门人”的角色。

C. 金融安全网

107. 金融安全网系统过于广泛，给限制道德风险带来挑战。正式的金融安全网包括：（1）存款保险基金；（2）保险保障基金；（3）证券投资者保护基金和（4）近期针对信托公司成立的保护基金；（5）人民银行流动性援助。除此之外，也用其他国有金融资产来支持金融稳定，包括中国证监会公司的资金，这是一家从事转融通业务的金融机构，在应对 2015 年的股票市场异常波动时提供了很大的市场支持。但是安全网的使用并不要求区分金融机构到底是资不抵债还是缺乏流动性，没有关于系统重要性的明确测试，而且无法确保在使用安全网资金之前让股东和无担保债权人先行承担损失，并将安全网的成本降至最低。

108. 应该只有在金融机构牌照撤销之后，才能动用各类保护基金的资金，这些资金应该对特定类别的债权人提供适当的保护。这样可以防止各类保护基金资源被用于恢复那些濒临倒闭的公司并保护了股东和债权人。必须向所有银行客户明确被保险的存款和其他投资之间的区别，并照此执行。这样有助于打破隐性担保的观念。对信托和证券行业的保护应仅限于欺诈或者资产挪用，不能用于注资或者提供流动性支持。在出现系统性风险的情况下，公共资金应由政府提供，并实施相应的保障措施。紧急流动性援助应仅由人民银行提供。

109. 在正常的货币政策操作之外，向商业银行提供融资应仅可使用特定的紧急流动性工具，并遵照严格的条件。金融机构向人民银行申请流动性时，没有明确的偿付能力要求或监管部门关于金融机构偿付能力的意见，因此容易让市场形成破产程序不会执行的观念，从而滋生道德风险³⁵。需要基于以下核心原则制定有关是否提供支持的更加严格的程序性框架：（1）由人民银行决定；（2）仅向具备偿付能力的、有持续生存能力的机构提供支持；（3）需提供担保，并收取惩罚性利率；（4）触发强化

³⁵ 按照现行法律，人民银行只能根据国务院批准向非银金融机构提供流动性。

监管措施；（5）提供明确的还款计划。缺乏流动性也是对金融机构启动风险处置的充分理由，只能根据系统性风险分析来确定即使有风险也需要动用公共资金提供支持的情况。

D. 坏账处置

110. 目前由四大国有资产管理公司起主导作用的架构促进了银行问题资产的处理。中国的四大资产管理公司建立于 1999 年，吸收了大量银行不良资产。资产管理公司通过竞标方式买入贷款并主要通过转售的方式处理不良贷款³⁶。资产管理公司已经转售了所收购的大部分不良贷款，同时对那些有存活潜力的企业贷款进行重组。为应对当前的挑战，当局已经采取措施提升基于资产管理公司处理不良贷款渠道的能力，同时促进处置方法的多样性。积极采取措施扩充处置方式，包括开展不良贷款资产证券化试点及对陷入困境的借款人的债务减免（如，组建债权人委员会通过债转股支持降杠杆）³⁷。

111. 在经济的结构性放缓和再平衡时期，需要对目前倾向于快速处置而不是恢复和重组的方式进行反思。由于缺乏针对经营困难但有生存潜力的企业进行细致的经营性重组和让不具备不生存能力的公司及时退出市场的机制，损失将增加并侵蚀可救助的经济活动。³⁸现有法律及监管框架的一些方面限制了恢复及重组。据报道，抵押物强制执行制度在大城市运行较好，但在其他地方出于社会影响的考虑并未得到有效执行。正式的重组及破产清算案例很少，没有庭外执行的案例，破产实践也非常有限。近期监管部门鼓励的债转股似乎过于重视财务重组，这可能最终会变成对产能过剩部门损失的资本化，而不是对陷入困境的企业实施有效的经营性重组。

112. 许多国家都制定了处理国有企业债务的专门项目，但中国所采取的地方主导项目面临挑战。地方的政策制定者可能会缺少足够的动力来推动有意义的经营性重组以代替财务重组，并且可能缺少资源，通过社会保障项目来缓解重组和下岗职工再安置的影响。

金融发展和普惠性

113. 作为经济转型的一部分，政府要求金融机构在提供信贷时更加重视住户、小微企业以及劳动密集型产业³⁹。

114. 应进一步评估政策性银行的职能。政策性银行近期经历了新一轮资产快速增长，国内及海外职能得到了大幅扩展，使人们对其相对于商业融资渠道的补充性及对经济的影响提出了疑问。广泛的职能范围反映了短期的稳定经济增长战略（集中于基础设施和建设项目）和长期发展重点的综合考虑。政府应进一步明确政策性银行的职责，使其成为商业融资的补充和催化剂，并防止其业务范围的过度扩张。

115. 中国在普惠金融方面取得重大进展。账户渗透度、储蓄和支付服务的使用已经达到很高水平。尚存的挑战包括向那些已经是银行客户，但享受的服务依然不足的个人和小微企业提供更广泛的金融

³⁶ 近期新成立地方性资产管理公司提升了买入银行不良贷款价格的竞争性，但是很难评估转让价格是否接近公允价值（fair value）。

³⁷ 据报道，债权人委员会可以帮助公司就贷款条款和银行进行协商，以至成立债权人委员会的不良贷款不能被作为不良贷款处理。

³⁸ 经营性重组关系到对公司运行的基础改变，包括通过放弃或停止一些非核心活动、裁员、恢复融资持续性和商业活动。

³⁹ 世界银行的《中国金融部门评估报告》（FSA）为 FSAP 评估工作提供了更多关于发展方面的细节信息。

服务，特别是信贷和保险产品。同时，也需进一步提高金融知识普及，特别是在农村，投资者更易被高风险或欺骗性的高额回报承诺所误导。

116. 基于市场化方法，完善法律和监管框架将是改进金融服务普惠性的最具可持续性的方式。实体网点数量目标和贷款发放数量目标（以及强调保持低利率）等措施与商业可持续性原则相违背，可能会（作为意外后果）给大多数低收入家庭和中小企业造成了不可持续的债务积累，对金融稳定造成负面影响。

117. 金融科技的兴起有助于普惠金融，但也对监管提出了挑战。金融科技已经在普惠金融方面发挥了非常积极的作用。金融科技利用网络效应、规模经济、先进的信息通信技术和大数据分析，已经成功地向数亿消费者提供了新的金融产品。这些产品包括对没有银行账户的消费者提供的投资工具，无现金和去中介的支付系统，以及向因征信记录不足不能从银行体系获得贷款的个人及小微企业提供贷款。然而这也增加了风险：当局已经禁止了部分 P2P 借贷（被用来规避住房首付要求），在金融科技公司管理下的货币市场基金规模巨大且增长快速，这意味着最终可能形成系统性风险。应该提升金融科技的法律规制和监管框架，提高法律明确性并指导风险管理，从而实现行业健康增长。

附录一：风险评估矩阵

风险来源	可能性	对金融稳定的影响
国内风险的爆发		
1. 隐性担保价值的转变导致风险溢价陡增 (见风险评估 C 章节)	高	高 对隐性担保的冲击可能导致整个系统内风险的重定价。短期融资的展期可能变得更加昂贵或不可能；按揭利率可能上升并导致房地产供给过剩地区的价格下跌（风险 3）；对投资品的需求可能下跌；金融机构可能遭受市价损失。
2. 复杂的短期金融中介化链条的断裂，导致系统性流动性危机。即使在短时期的流动性中断和央行可以迅速提供的紧急流动性援助的情况下，短期融资市场的失灵也可能导致巨大的流动性缺口，特别是对中等规模银行而言。 (见风险评估 B 章节)	高	中 批发融资快速增加：公司违约（风险 4）导致小型银行面临压力，对押品价值的担忧或隐性担保预期转变（风险 1）可能导致银行间产品的违约。 如果风险溢价升高（风险 1 和 5），可能导致理财产品和其他表外投资产品资金外流的增加。银行可能出于声誉的考虑而赔偿表外产品的损失，压低盈利水平和流动性。 人民银行可能会向银行（还可能向非银行）提供紧急流动性救助。但是银行可能会遭受损失，同时各部门对批发融资依赖的错位可能很大（风险 4）。
3. 资产价格的持续下跌——最危险的是一线房地产市场——导致投资信心的下滑并引发潜在的资本外流。 (见风险评估 C 章节)	中	高 按揭贷款融资的重要性日益提高，增加了房地产价格下跌情况下大型银行遭受损失的风险。鉴于贷款价值比相对较低，房地产价格的大幅下跌可能导致损失。这也可能降低许多公司借款中土地标的的价值，挫伤房地产投资。在以前的房地产市场面临不确定性的情况下，投资资金会转移到其他市场中。但如果其他市场的价值如果也被认为是高估的话，资本外流可能会非常大（风险 5）。

<p>4. 无序的公司部门去杠杆导致对国内经济信心的丧失，进而导致银行的信贷损失。这可能限制地方政府的融资，进一步压低风险偏好和投资，提高风险溢价。（见风险评估 A 章节）</p>	中	<p>高</p> <p>国有企业产生债务的速度似乎不可持续。但是，如果对亏损企业的新增贷款遭到削减，违约又可能引发银行贷款、理财产品与证券产品，以及其他债务产品的损失，使得信贷损失波及整个复杂而又相互关联的金融体系。</p> <p>地方政府将会介入，但不确定他们提供支持的最终能力，或中央政府作为后援的能力，而这可能进一步打击投资者情绪，损害经济的流动性（风险 2）和信用，并且导致资本外流（风险 3）。</p>
<p>外部风险的爆发</p>		
<p>5. 大型经济体保护主义的抬头可能逆转国际贸易的一体化和政策协调，加重全球经济增长负担。</p>	中	<p>高</p> <p>中国作为世界上最大的贸易国，可能会受到严重影响。低于预期的外部需求可能来自于伙伴经济体的信心、投资及经济增长的下降。汇率压力也很可能加速资本外流。</p> <p>更低的国内经济增速可能会加重信贷风险，对银行的盈利水平和资本水平造成负面影响。</p>
<p>6. 全球利率水平或相对风险溢价的陡增导致净资本外流。</p>	中	<p>中</p> <p>投资者预期人民银行会跟随全球利率上升的趋势加息，但是人民银行可能会选择保持政策宽松，并加紧资本管控。</p> <p>反之，个人投资者对国内（风险 1-4）和国外投资预期的评估发生转变可能导致大量的资本外流。</p> <p>更加严格的资本管控很难长期持续；外汇储备损失和人民币外汇压力将会继续增加。更加严格的管控和资本外流的增加可能削弱国内信心，打压资产价格，延缓经济增长。</p>

附录二：压力测试假设

1. 当局和 FSAP 团队在位于人民银行总部的数据屋中，使用监管数据开展了联合压力测试。压力测试覆盖了 33 家银行，占银行体系总资产的 74%，压力测试数据基于截至 2016 年末的部分银行业监管数据。

2. 这些银行被分为五大类：

- **四大行**：中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行和中国银行。
- **大型银行**：5 家资产规模超过 5 万亿的股份制商业银行，交通银行，国家开发银行，中国邮政储蓄银行。
- **中型银行**：7 家资产规模不超过 5 万亿的股份制商业银行。
- **城市商业银行**（9 家）。
- **农村商业银行**（5 家）。

3. 压力测试考察银行体系应对偿付能力风险、流动性风险和传染性风险的稳健程度，包括来自于理财产品和金融体系中其他（非银行）部门的风险。

4. **偿付能力压力测试**。偿付能力压力测试基于一个反映了内外部冲击影响的宏观情景，这一情景下，GDP 在 2 年的测试期内的累计下降分别为基准情景的 1 倍和 2 倍标准差。同时偿付能力压力测试还包括敏感性分析，以评估银行体系对于个体冲击的脆弱性。这些测试同时也评估了银行可能出现的覆盖表外理财产品资金缺口的行为对银行自身偿付能力和流动性的影响。

5. **流动性压力测试**。流动性压力测试评估了银行面对强大外部冲击时的韧性，主要表现为不同类别的融资减少，以及使用到期期限窗口分析（基于不同到期期限档次信息所开展的现金流分析）得到的融资减少情况。为了弥补冲击导致的流动性缺口，银行必须将资产折价变现。银行可以使用证券作为抵押品来获取人民银行常备借贷便利的流动性支持。在银行没有能力通过抵押品获得常备借贷便利支持的情况下，银行将无法通过流动性压力测试。

6. **传染性压力测试**。网络模型压力测试使用 Espinosa-Vega and Solé (2010)的方法，基于单家银行的资产负债表信息。该分析运用了一个包含银行双边敞口的矩阵，敞口包含同业资产负债，以及各家银行发行和投资的表内及表外理财产品。基于市场数据的传染性压力测试使用股票收益的日频波动数据，遵循 Diebold and Yilmaz (2014)开发的方法。

	资产，十亿元人民币							占GDP的比例，%							占金融体系总资产的比例，%						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
银行业金融机构/1	95,305	113,288	133,605	151,333	172,310	199,238	232,253	230.7	231.5	247.2	254.2	267.6	289.1	309.4	84.6	84.1	82.2	80.6	75.5	69.5	68.4
商业银行	74,160	88,404	104,570	118,799	134,798	155,746	181,506	179.6	180.7	193.5	199.6	209.3	226	241.8	65.8	65.7	64.3	63.3	59.1	54.3	53.5
大型商业银行	46,894	53,634	60,040	65,601	71,014	78,163	86,598	113.5	109.6	111.1	110.2	110.3	113.4	115.4	41.6	39.8	36.9	35	31.1	27.3	25.5
股份制商业银行	14,904	18,379	23,527	26,936	31,380	36,988	43,473	36.1	37.6	43.5	45.3	48.7	53.7	57.9	13.2	13.7	14.5	14.4	13.7	12.9	12.8
城市商业银行	7,853	9,985	12,347	15,178	18,084	22,680	28,238	19	20.4	22.8	25.5	28.1	32.9	37.6	7	7.4	7.6	8.1	7.9	7.9	8.3
农村商业银行	2,767	4,253	6,275	8,522	11,527	15,234	20,268	6.7	8.7	11.6	14.3	17.9	22.1	27	2.5	3.2	3.9	4.5	5.1	5.3	6
外资银行	1,742	2,154	2,380	2,563	2,792	2,681	2,929	4.2	4.4	4.4	4.3	4.3	3.9	3.9	1.5	1.6	1.5	1.4	1.2	0.9	0.9
政策性银行及国开行	7,652	9,313	11,217	12,528	15,614	19,285	22,994	18.5	19	20.8	21	24.2	28	30.6	6.8	6.9	6.9	6.7	6.8	6.7	6.8
合作金融机构	7,894	8,610	9,237	9,827	9,788	9,417	8,386	19.1	17.6	17.1	16.5	15.2	13.7	11.2	7	6.4	5.7	5.2	4.3	3.3	2.5
新型农村金融机构及邮储银行	3,510	4,354	5,351	6,211	7,098	8,302	9,507	8.5	8.9	9.9	10.4	11	12	12.7	3.1	3.2	3.3	3.3	3.1	2.9	2.8
银监会监管的其他非银行金融机构	2,090	2,607	3,230	3,968	5,012	6,488	7,931	5.1	5.3	6	6.7	7.8	9.4	10.6	1.9	1.9	2	2.1	2.2	2.3	2.3
银行业资产管理公司/2	...	...	...	...	1,464	1,991	3,392	...	...	...	...	2.3	2.9	4.5	...	...	...	...	0.6	0.7	1
非银行金融机构	10,670	11,010	13,454	15,093	21,033	30,041	33,216	25.8	22.5	24.9	25.4	32.7	43.6	44.2	9.5	8.2	8.3	8	9.2	10.5	9.8
保险公司	5,054	5,983	7,355	8,289	10,159	12,360	15,117	12.2	12.2	13.6	13.9	15.8	17.9	20.1	4.5	4.4	4.5	4.4	4.5	4.3	4.5
寿险公司	4,267	4,980	6,099	6,825	8,249	9,932	12,437	10.3	10.2	11.3	11.5	12.8	14.4	16.6	3.8	3.7	3.8	3.6	3.6	3.5	3.7
非寿险公司	584	792	948	1,094	1,406	1,848	2,374	1.4	1.6	1.8	1.8	2.2	2.7	3.2	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
再保险	115	158	185	210	351	519	276	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.8	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
自保公司及其他	2	2	3	3	13	16	29	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
证券公司	1,969	1,572	1,721	2,080	4,034	6,417	5,790	4.8	3.2	3.2	3.5	6.3	9.3	7.7	1.7	1.2	1.1	1.1	1.8	2.2	1.7
养老金	1,138	1,226	1,588	1,845	2,305	2,866	3,150	2.8	2.5	2.9	3.1	3.6	4.2	4.2	1	0.9	1	1	1	1	0.9
全国社保基金/3	857	869	1,106	1,242	1,536	1,914	2,042	2.1	1.8	2	2.1	2.4	2.8	2.7	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
企业年金	281	357	482	604	769	953	1,108	0.7	0.7	0.9	1	1.2	1.4	1.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公募基金管理人管理的公募基金/4	2,510	2,229	2,790	2,879	4,535	8,397	9,159	6.1	4.6	5.2	4.8	7	12.2	12.2	2.2	1.7	1.7	1.5	2	2.9	2.7
资产管理业务	3,040	4,811	7,471	24,088	36,979	62,229	84,482	7.4	9.8	13.8	40.5	57.4	90.3	112.5	2.7	3.6	4.6	12.8	16.2	21.7	24.9
基金管理工资及其子公司管理的特定客户资产管理计划	...	...	...	1,445	4,963	11,422	15,607	...	...	...	2.4	7.7	16.6	20.8	...	...	...	0.8	2.2	4	4.6
银行表外理财产品，在管资产	...	...	...	6,530	10,090	17,430	23,110	...	...	...	11	15.7	25.3	30.8	...	...	...	3.5	4.4	6.1	6.8
信托公司，在管资产	3,040	4,811	7,471	10,907	13,980	16,304	20,219	7.4	9.8	13.8	18.3	21.7	23.7	26.9	2.7	3.6	4.6	5.8	6.1	5.7	6
证券公司，在管资产	...	...	...	5,206	7,946	11,895	17,376	...	...	...	...	12.3	17.3	23.1	...	...	...	...	3.5	4.1	5.1
期货公司，在管资产	...	...	...	...	...	106	279	...	...	...	...	...	0.2	0.4	...	...	...	...	...	0	0.1
私募基金/5	...	...	...	...	...	5,072	7,891	...	...	...	...	...	7.4	10.5	...	...	...	...	...	1.8	2.3
金融体系总计	109,016	129,109	154,530	190,514	230,323	291,508	349,952	263.9	263.9	286	320.1	357.7	423.1	466.2	100	100	100	100	100	100	100

来源：银监会（2016）、保监会（2016）、证监会（2016）、基金业协会（2016）、证券业协会（2016）、人力资源社会保障部（2016）、社保基金会（2016）、信托业协会（2016）及其年报（2016）

1/各部分加总得出

2/包括信达、华融、东方资产管理公司

3/2016年总资产基于2005-2015年间的增速预测

4/根据普华永道（2015）的估计，2010年银行理财的在管资产约占GDP的7.4%

5/由基金业协会提供的私募基金实缴规模

附录四：部分经济和金融指标

表 1. 中国:部分指标

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	预测值										
除非特别说明，均为百分比年度变化值											
国民账户											
真实GDP(基年=2015)	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.5	6.3	6.2	6	5.8
国内总需求	7.9	8.1	7.2	7.2	7.4	6.9	6.9	6.7	6.6	6.3	5.9
消费	8.7	7.2	7.2	8.3	8.4	8	7.9	7.4	7	6.6	6.2
投资	7.1	9.1	7.1	6.1	6.3	5.7	5.6	5.8	6	5.8	5.6
固定资产	9	9.3	6.8	6.7	6.7	5.8	5.7	5.9	6.2	6	5.8
存货(贡献率)	-0.6	0.1	0.2	-0.2	-0.1	0.1	0	0	0	0	0
净出口(贡献率)	0.3	0.1	0.4	-0.1	-0.5	0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1
总资本形成(占GDP的比重)	47.2	47.3	46.8	44.7	44.2	44	43.3	42.8	42.4	42.1	41.8
总国民储蓄(占GDP的比重)/1	49.7	48.8	49	47.5	45.9	45.4	44.5	43.7	43	42.5	42
劳动市场											
失业率(年度平均值)/2	...	5	5.1	5.1	5	5	5	5	5	5	5
工资(进城务工人员)	33.1	12.9	10	9.5	7.1	7	6.8	6.7	6.6	6.5	6.5
价格											
消费者价格(平均值)	2.6	2.6	2	1.4	2	1.8	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6
GDP平减指数	3.2	2.4	1	1.1	0	1.8	1.9	2	2.1	2.1	2
金融											
7天回购利率(百分比)	4.6	5.4	5.1	2.5	2.6	2.8	...	...	...	...	...
10年期政府债券利率(百分比)	3.6	4.6	3.7	2.9	3.1	3.6	...	...	...	...	...
真实汇率(平均值)	5.6	6.3	3.2	10.2	-5.6	...	...	...	...	...	...
名义汇率(平均值)	5	5.3	3.1	9.5	-6.5	...	...	...	...	...	...
宏观金融											
社会融资总量/3	19.1	17.5	14.3	12.4	12.9	10.9	11.4	12.2	11.2	10.5	9.9
与GDP的比例	169	180	189.8	197.6	209	213.2	218.9	226.6	232.4	237.3	241.7
国内非金融债务总量	18.4	17.5	14.3	15.3	16.8	15.7	13.7	12.6	12	11.1	10.4
与GDP的比例	178.7	190.3	200.7	214.3	234.5	249.6	261.5	271.5	280.4	287.8	294.5
国内私人部门信贷	19.8	16.6	13.1	14.7	16.7	14.5	12.5	11.4	10.5	9.8	9.4
与GDP的比例	134.6	142.3	148.5	157.6	172.3	181.4	188	193.1	196.8	199.7	202.5
房屋价格/4	8.7	7.7	1.4	9.1	11.3	10.4	8.6	8.3	7.9	7.2	6.8
家庭可支配收入(与GDP的比例)	59.4	60	60.7	61	61.4	61.7	62	62	62.1	62.2	62.5
家庭储蓄(占可支配收入的比重)	38.1	38.5	38	37.6	36.1	35.3	34.1	33	32	31.3	31
家庭债务(与GDP的比例)	29.6	33	35.4	38.2	44.2	46.4	48.9	51.6	54.4	57.4	60.8
非金融企业国内债务(与GDP的比例)	105	109.3	113	119.4	128.1	134.9	139.1	141.5	142.4	142.3	141.6
政府(与GDP的比例)											
净贷出/借入/5	-0.3	-0.8	-0.9	-2.8	-3.7	-3.7	-3.7	-3.9	-4	-4.1	-4.2
收入	27.8	27.7	28.1	28.5	28.2	27.5	27.5	27.4	27.1	27	26.8
支出	28.1	28.5	29	31.3	31.9	31.2	31.2	31.2	31.1	31.1	31
债务 ⁶	15.5	16	38.6	36.4	36.6	37.5	38.5	39.4	40.4	41.3	42.4
结构性收支	-0.1	-0.5	-0.5	-2.5	-3.6	-3.8	-3.8	-3.9	-4	-4.1	-4.1
国际收支(与GDP的比例)											
经常账户收支	2.5	1.5	2.2	2.7	1.7	1.4	1.2	0.9	0.6	0.4	0.2
贸易账户	3.6	3.7	4.1	5.1	4.4	4	3.7	3.4	3.1	2.9	2.6
服务账户	-0.9	-1.3	-2	-1.9	-2.2	-2.2	-2.2	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4
国际投资净头寸	21.8	20.7	15.2	14.9	16	16.5	16.2	15.9	15.2	14.4	13.4
官方总储备(10亿美元)	3,388	3,880	3,899	3,406	3,098	2,930	2,876	2,823	2,751	2,655	2,533
备忘项目											
名义GDP(10亿元人民币)/7	54,099	59,696	64,718	69,911	74,631	81,133	88,029	95,444	103,468	111,984	120,795
扩展的债务(与GDP的比例)/8	44.1	48.1	52.3	56.6	62.2	68.2	73.5	78.3	83.5	88	91.8
扩展的净贷出/借入(与GDP的比例)/8	-5.1	-7.6	-7.2	-8.4	-10.4	-10.6	-10.8	-11.1	-11.2	-11	-10.8
扩展的财政收支(与GDP的比例)/9	-7.8	-10.3	-9.8	-10.2	-12.4	-12.6	-12.6	-12.6	-12.6	-12.3	-11.9

来源: CEIC数据(2017), IMF信息系统(2017), IMF员工估计和预测
1/2015及2016年数据为IMF员工估计
2/调查失业率
3/未对地方政府债务置换进行调整
4/IMF基于国家统计局70座大中城市房价数据(商品住宅价格)估计的平均销售价格
5/对当局的财政预算收支进行了调整以反映完整的一般政府收支,包括政府管理基金,国家管理的国有企业基金,经过调整的稳定基金以及社会保障基金
6/官方政府债务(狭义)。2015年以前债务水平的估计包括中央政府债和明确的地方政府债(2015年9月经财政部和全国人大确定)。2014年一般政府债务的大幅增长反映了当局对此前对地方政府预算外借款的认定。2015年债务水平的估计假定2015年至2021年之间没有预算外借款。
7/支出法计算的名义GDP
8/扩展的财政数据将范围扩大到包含地方政府融资平台和其他预算外行为
9/扩展的财政收支=扩展的净贷出/借入-净土地出让收入(占GDP的比重),即到将土地出让作为融资

表 2. 中国：存款类机构核心金融稳定指标
(除特殊说明外，均为百分比)

	2013	2014	2015Q2	2015Q4	2016Q2
监管资本比风险加权资产	12.2	13.2	13.0	13.5	13.1
一级监管资本比风险加权资产	9.9	10.8	10.8	11.3	11.1
不良贷款减拨备比资本	-11.6	-9.8	-8.9	-7.9	-7.9
不良贷款比总贷款	1.0	1.2	1.5	1.7	1.7
贷款分布：居民	99.4	99.0	98.9	98.9	98.9
贷款分布：存款机构	11.2	8.8	8.6	7.1	3.4
贷款分布：中央银行	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
贷款分布：其他金融机构	3.7	3.7	3.7	4.3	4.6
贷款分布：广义政府	-	-	-	-	-
贷款分布：非金融企业	59.6	60.0	59.4	58.6	59.5
贷款分布：其他国内部门	24.5	26.6	27.1	28.9	31.4
贷款分布：非居民	0.6	1.0	1.1	1.1	1.1
资产回报率 (ROA)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
资本回报率 (ROE)	19.2	17.6	17.3	15.0	15.2
利差收入占总收入的比例	78.9	78.5	75.4	76.3	74.3
非利息支出占总收入的比例	32.9	31.6	27.2	30.6	26.7
流动资产比总资产 (流动比率)	21.2	19.9	19.7	21.1	21.6
流动资产比短期负债	44.0	46.4	46.2	48.0	48.1
外汇净头寸比资本	3.7	3.5	3.0	3.7	3.1
(-) 代表数字为 0					
(...)代表缺乏可以参考或计算的统计数据					
来源：IMF 金融稳健性指标 (FSI)。					

附录五：金融体系结构

图 1 中国：金融体系结构

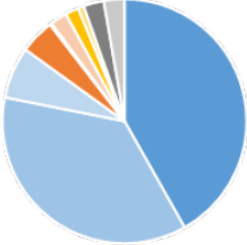
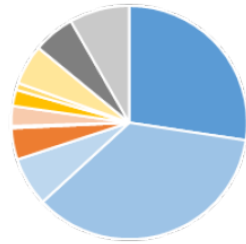
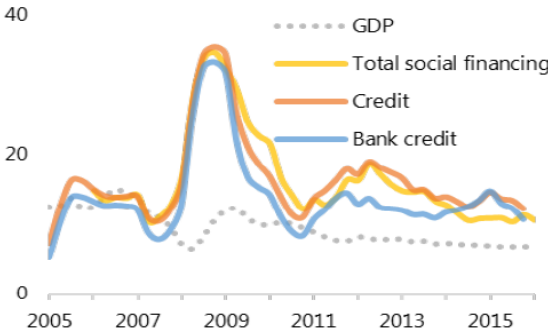
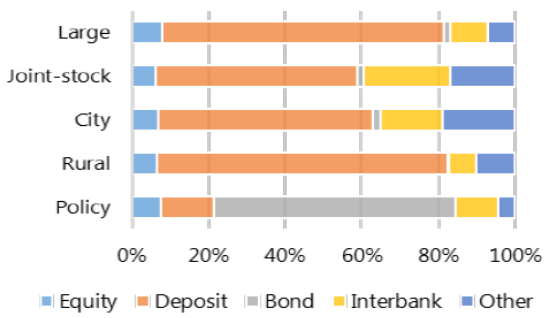
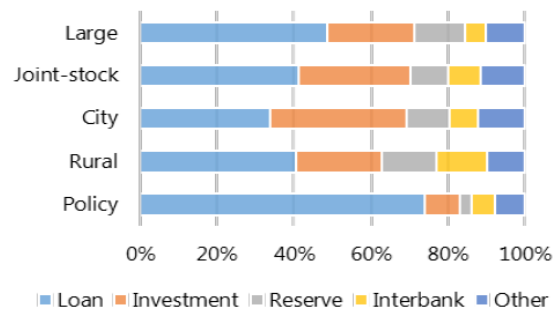
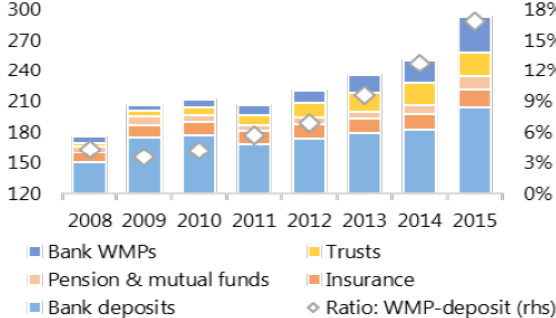
金融体系结构, 2010	金融体系结构, 2015
<p>Total assets: 272 percent of GDP</p>  <ul style="list-style-type: none"> ■ Top 5 banks: 114% ■ Other banks: 99% ■ Policy banks: 19% ■ Insurance: 12% ■ Pension funds: 1% ■ Mutual funds: 6% ■ Securities: 5% ■ NSSF: 2% ■ Trusts: 7% ■ Bank WMPs: 7% 	<p>Total assets: 416 percent of GDP</p>  <ul style="list-style-type: none"> ■ Top 5 banks: 114% ■ Other banks: 148% ■ Policy banks: 28% ■ Insurance: 18% ■ Pension funds: 1% ■ Mutual funds: 12% ■ Securities: 9% ■ NSSF: 3% ■ Other funds: 23% ■ Trusts: 24% ■ Bank WMPs: 34%
<p>来源: 人民银行, 银监会, 社保基金会, 信托业协会, 世界银行。</p>	<p>来源: 人民银行, 银监会, 社保基金会, 信托业协会, 基金业协会, 世界银行。</p>
GDP 和非金融部门信贷, 2005-16	银行融资结构, 2015
 <p>Legend: GDP (dotted line), Total social financing (yellow line), Credit (orange line), Bank credit (blue line).</p>	 <p>Legend: Equity (blue), Deposit (orange), Bond (grey), Interbank (yellow), Other (dark blue).</p>
<p>来源: 人民银行, BIS, 世界银行。</p>	<p>来源: 人民银行。</p>
银行资产结构, 2015	金融资源变迁, 2008-15
 <p>Legend: Loan (blue), Investment (orange), Reserve (grey), Interbank (yellow), Other (dark blue).</p>	 <p>Legend: Bank WMPs (blue), Pension & mutual funds (orange), Bank deposits (dark blue), Trusts (yellow), Insurance (grey), Ratio: WMP-deposit (rhs) (diamond).</p>
<p>来源: 人民银行。</p>	<p>来源: 社保基金会, 信托业协会, 世界银行。</p>

图 2 中国：各部门信贷流向

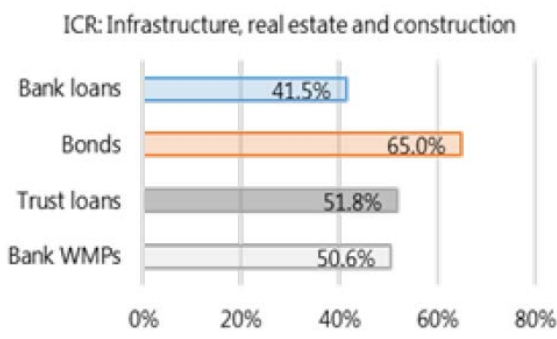
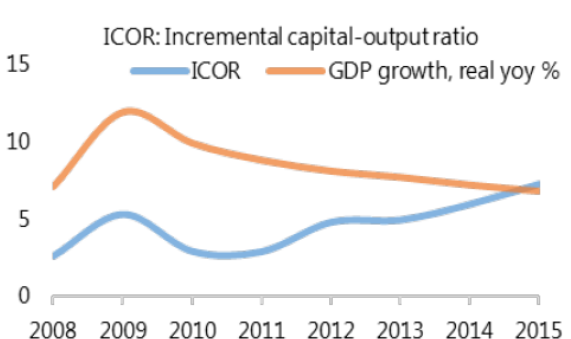
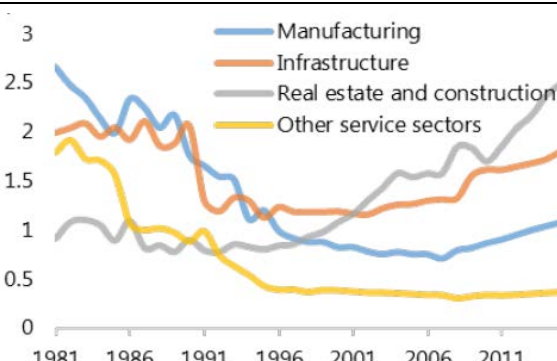
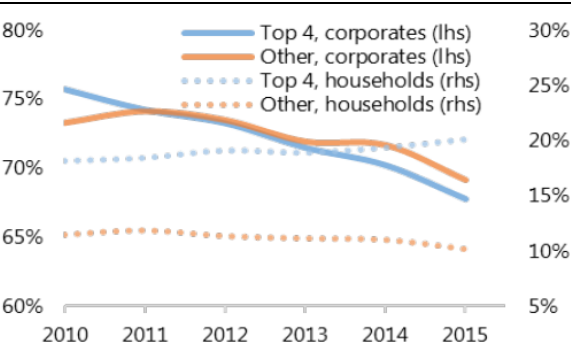
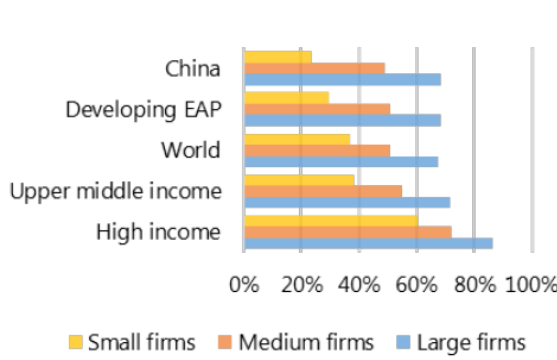
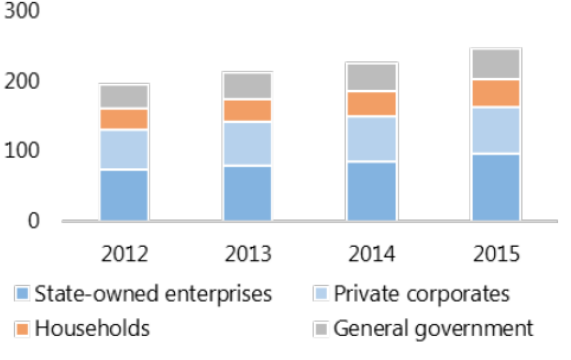
<p>对基础设施，建筑和房地产业直接信贷分布占比, 2015</p>  <p>ICR: Infrastructure, real estate and construction</p> <table border="1"> <tr><td>Bank loans</td><td>41.5%</td></tr> <tr><td>Bonds</td><td>65.0%</td></tr> <tr><td>Trust loans</td><td>51.8%</td></tr> <tr><td>Bank WMPs</td><td>50.6%</td></tr> </table>	Bank loans	41.5%	Bonds	65.0%	Trust loans	51.8%	Bank WMPs	50.6%	<p>ICOR 和真实 GDP 增速, 2008-15</p>  <p>ICOR: Incremental capital-output ratio</p> <p>— ICOR — GDP growth, real yoy %</p>
Bank loans	41.5%								
Bonds	65.0%								
Trust loans	51.8%								
Bank WMPs	50.6%								
<p>来源: 银监会, 信托业协会, 万德, 世界银行。</p>	<p>来源: 世界银行。</p>								
<p>部门资本存量与增加值之比, 1981-2015</p>  <p>— Manufacturing — Infrastructure — Real estate and construction — Other service sectors</p>	<p>区分银行和借款人的借出占比, 2010-15</p>  <p>— Top 4, corporates (lhs) — Other, corporates (lhs) — Top 4, households (rhs) — Other, households (rhs)</p>								
<p>来源: China Industrial Productivity Database, 世界银行。</p>	<p>来源: Jones, Nam, and Zhu 2016。</p>								
<p>需要信贷的公司的信贷可得性占比</p>  <p>■ Small firms ■ Medium firms ■ Large firms</p>	<p>非金融部门债务构成, 2012-15</p>  <p>■ State-owned enterprises ■ Private corporates ■ Households ■ General government</p>								
<p>来源: 世界银行, Chien and Zhao 2017。</p>	<p>来源: 中央结算公司, Gavekal, 万德, BIS。</p>								

图3 非银行金融机构资产和证券市场

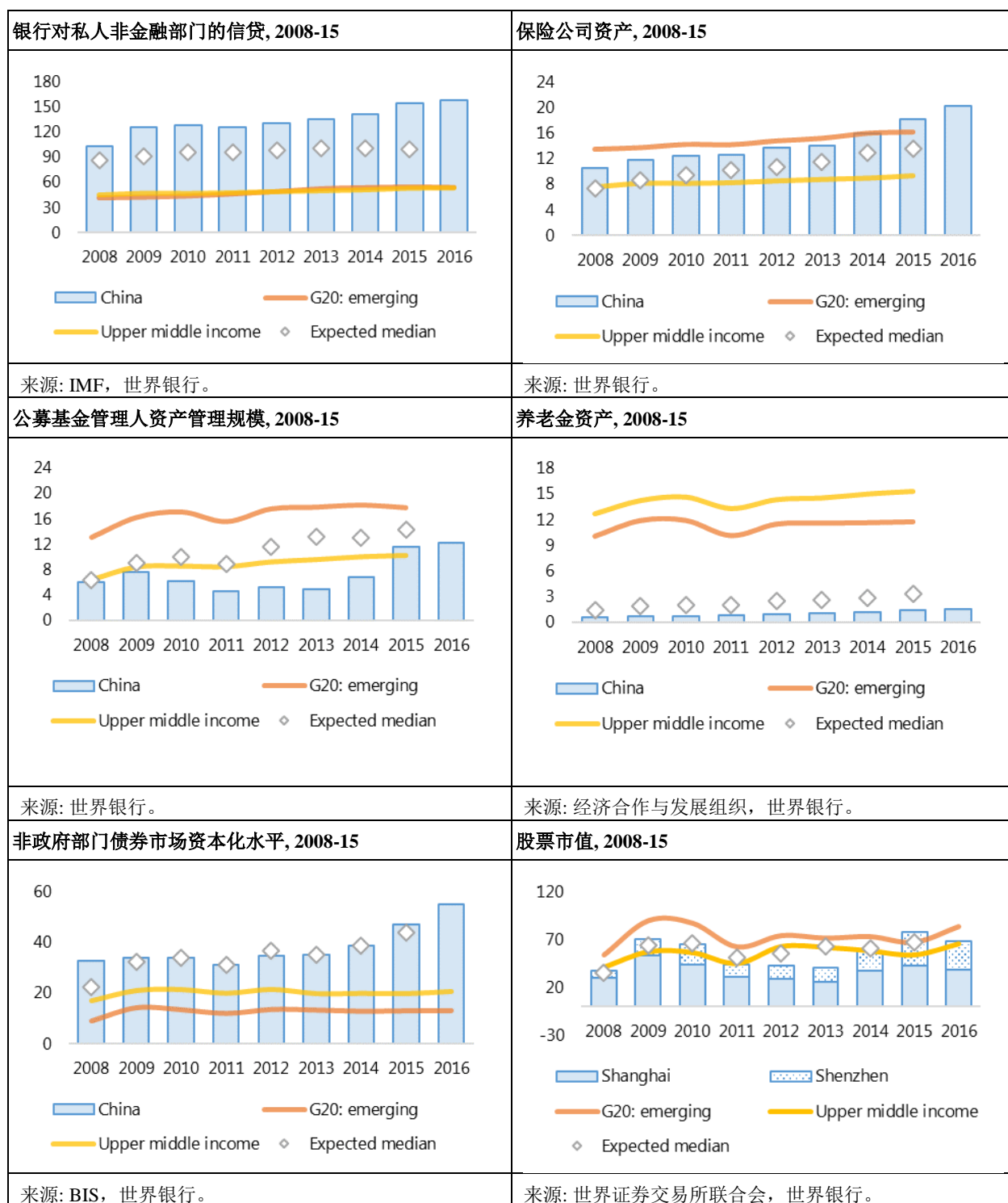
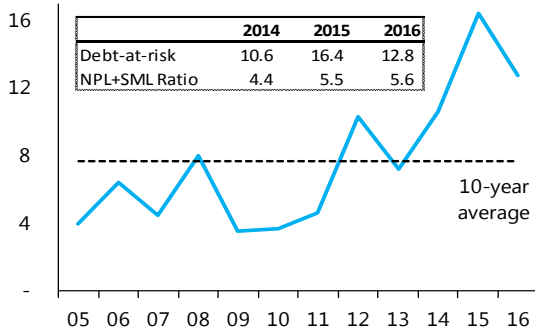


图 4 中国公司部门在险债务，2005-2016 年

中国在险债务 (DR) 自 2005 年以来有所上升，但在 2016 年有所缓和.....

中国在险债务

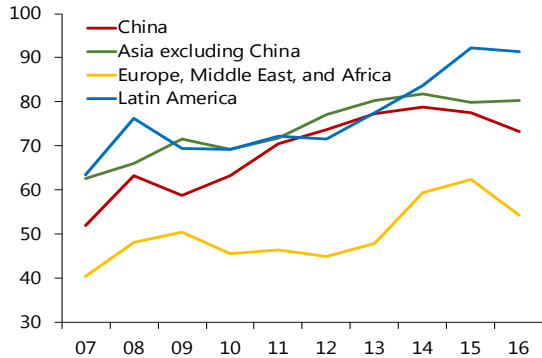
(占利息覆盖率 < 1 的债务的比例，百分比)



新兴市场企业杠杆有所缓和，尽管依旧保持高位。

新兴市场经济体企业杠杆

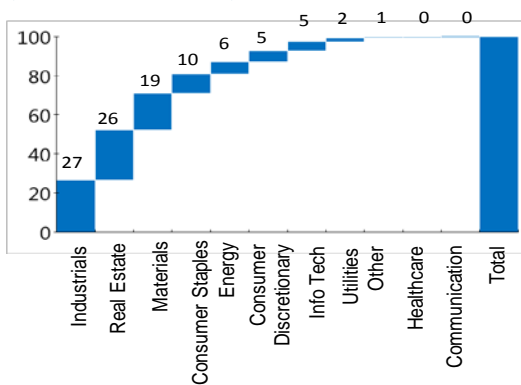
(债务比股权，百分比)



超过 70% 的在险债务是在工业、房地产和原材料行业.....

在险债务的行业构成, 2016

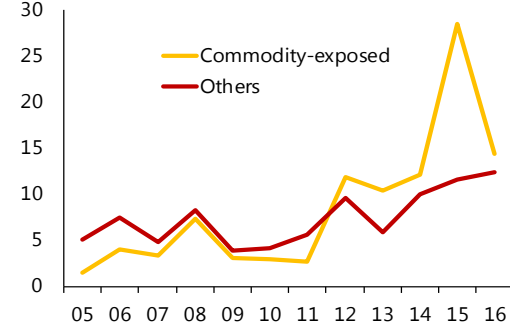
(总在险债务的百分比)



.....这是由大宗商品部门的改善驱动，其他部门的在险债务仍在持续上升.....

中国在险债务，分行业

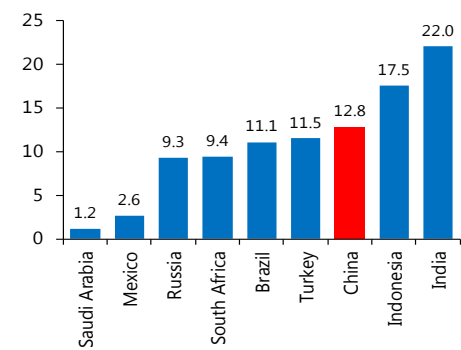
(占利息覆盖率 < 1 的债务的比例，百分比)



中国的在险债务高于大型新兴市场经济体的平均水平。

主要新兴市场经济体的在险债务(2016)

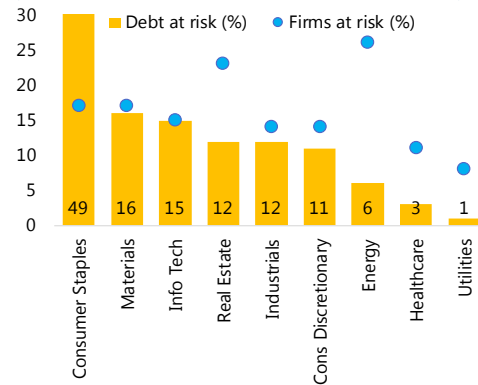
(占利息覆盖率 < 1 的债务的比例，百分比)



.....进而影响了很大一部分房地产和能源部门企业。

各部门在险债务 (以及在险企业的百分比)

(总在险债务的百分比, 总企业数量的百分比)



来源: Bloomberg L.P.; 银监会, Capital IQ, Haver Analytics, 和 IMF 工作人员计算。

注释: ICR = 利息覆盖率, 等于息税折旧及摊销前利润/利息支出。NPL=不良打款, SML=关注类贷款。

附录六. 2011年 FSAP 建议的实施情况

关键建议	目前状态
D – Done / LD – Largely Done / PD – Partly Done / NA –No Action D-完全完成/LD-大部分完成/PD-部分完成/NA-没有行动	
<p>1. 继续推进利率和汇率改革进程，同时确保金融机构能够进行适当的信用风险管理。</p> <p>2. 明确区分政策性金融机构和商业性金融机构的作用和功能。</p> <p>3. 将四家资产管理公司转型为商业化实体，作为第一步，要求其定期公布财务报表和管理报告。</p> <p>4. 赋予人民银行和三个监管委员会以专责、操作自主权和灵活性，充实资金和熟练人员，并加强部门间合作，以应对快速发展的金融部门带来的挑战。</p> <p>5. 建立针对金融控股公司、金融集团和非正规金融企业的监管框架。过渡期内，任何被监管机构的并购活动都必须得到负责监管的监管委员会批准。</p> <p>6. 在银监会的风险评级体系中应该对信用风险进行更前瞻性的评估，以消除评级体系与信用风险、市场风险资本框架的偏差。</p> <p>7. 实施一个正式规划，使证监会据以定期对交易所进行全面的现场检查，以加强监督。</p>	<p>大部分完成</p> <p>部分完成</p> <p>3 家政策性银行已修改章程，明确业务范围</p> <p>部分完成</p> <p>4 家全国性资产管理公司已将业务活动拓展至更多的商业领域，地方性资产管理公司促进了竞争。两家已经公开上市并相应披露信息。</p> <p>部分完成</p> <p>尽管监管职权清晰，但没有解决运营自主性和灵活性的问题。人民银行和其他监管部门在职员总数和预算方面受到限制。金融监管协调部际联席会议提升了认识，为一些跨部门政策的讨论提供了便利。</p> <p>部分完成</p> <p>涉及对金融控股公司和在中国设有金融类子公司的产业集团监管的监管性安排是有限的，无法确保监管机构能够对金融机构的母公司有充分的监管和掌控（grip）。</p> <p>完全完成</p> <p>完全完成</p> <p>所有交易所现在均要接受现场检查</p>

8. 对保险公司实行风险资本偿付能力制度，并给予其适当的过渡期，限制偿付能力水平低于 100% 的保险公司开展新业务。	完全完成 保监会的偿二代于 2016 年 1 月 1 日实施。评估期间，部分保险公司尚未满足 100% 偿付能力水平要求。
9. 制订明确清晰的管理规定，为保险公司通过到期终止或资产转让而退出市场提供便利。	部分完成 修订后的保险法和条例（例如关于资产转让）解决了这一问题。但仍需明确保险公司无法继续开展业务的具体时间节点。
10. 制订一部支付体系法，为支付、衍生产品和证券结算的最终性提供全面保护。	大部分完成
11. 确保法人的受益所有权和控制信息充分、准确，且主管部门能够随时获取。	部分完成 全国企业信用信息公示系统（2014 年）是一个工商注册的数据库，但是金融集团最终受益信息的获取和评估不一致。监管部门可以事后获取信息。
12. 改进人民银行和其他部门之间在反洗钱（AML）和其他监管问题方面的信息共享和协作安排。	大部分完成 人民银行和银监会启动了对反洗钱和反恐融资的联合现场检查计划。保监会的反洗钱和反恐融资现场检查计划未包括人民银行现场检查涉及的对象。
13. 建立常设的金融稳定委员会，由人民银行作为其秘书处。	大部分完成 为促进部门间的协调，金融监管协调部际联席会议于 2013 年建立，办公室设在人民银行。法律未就金融监管协调部际联席会议的职责和权力作出清晰规定。在 2017 年全国金融工作会议上，党中央、国务院宣布，设立国务院金融稳定与发展委员会（FSDC），办公室设在人民银行。
14. 改进对金融机构数据的收集，包括其杠杆率、或有负债、表外头寸、未受监管产品以及跨境和部门风险敞口。	大部分完成 银监会对银行和银行集团的审慎监管数据和分析系统进行了全面检查。一个旨在实现跨部门数据共享的统一平台正在建设。关于

	证券市场数据，证监会和银监会共享了其中关于信托计划的数据，证监会、人民银行和发展改革委共享了其中关于债券市场的数据。
15. 建立宏观审慎框架来衡量并管理系统性风险，这应该包括增加人民银行和监管机构的资源、提高其监测金融稳定和定期开展压力测试的能力。	大部分完成 人民银行和“三会”都致力于金融稳定分析并参与了宏观审慎工作。
16. 通过市场化工具加强对结构流动性的对冲，并通过间接货币政策工具管理系统流动性的溢出效应。	大部分完成 人民银行现有储备货币管理稳定了短期利率，并为银行提供了流动性支持。
17. 实行平均准备金制度，以便利流动性管理并提高稳定性和效率。	完全完成
18. 开始试行短期回购利率目标制，作为间接流动性管理的尝试，并开始进行每日公开市场操作。	完全完成
19. 确保人民银行存贷款便利操作的即时性和自动性，对所有国内注册机构实行统一的抵押品要求。	大部分完成 人民银行已引入常备借贷便利：对外借款操作为实时、自动的，对所有国内注册经营机构适用统一的担保品要求。
20. 实行存款保险制度，为金融机构的有序关闭提供支持，并帮助理清或有负债。	部分完成 国务院于 2015 年颁布《存款保险条例》，新的存款保险机制已开始运作，包括建立单一客户视角系统。由于“存款”定义不清晰，条例的覆盖范围可能包含投资类产品。
21. 确保监管规则的一致性，并明确监管责任，为固定收益市场的发展提供支持。	部分完成/大部分完成 发展债券市场协调机制的共识已经达成。
22. 继续改进财政部和中国人民银行的债券发行策略，以帮助改进收益率曲线上各种期限产品的现有做市活动。	大部分完成 财政部现在定期发行部分期限的工具，然而大型工具的分割，意味着需要进一步改进债券发行策略。
23. 提升回购市场的管理和操作框架以提高市场流动性，加强风险管理，并强化货币和债券市场利率之间的联动。	部分完成

<p>24. 放宽对公司市场化债券发行累计余额不能超过净资产 40% 的限制，以扩大其直接融资能力。</p>	<p>已经采取措施控制回购市场风险，但是关键风险仍有待管控（例如押品的流动性不足），同时也有待做出其他改变，以提升回购支持债券市场发展的力度。</p> <p>部分完成</p>
<p>25. 通过提升中央国债登记结算有限责任公司（CCDC）和中国证券登记结算有限责任公司（SD&C）之间的联系，加强银行间债券市场、上海证券交易所和深圳证券交易所之间的联动性，为这三个市场的进一步发展提供支持，并帮助其提高效率。</p>	<p>大部分完成</p> <p>人民银行和证监会在联合设立账户等方面与有关机构积极协调，为帮助改善市场效率提供了支持。</p>
<p>26. 巩固多支柱养老保险体系，重点关注积累制基本养老保险。</p>	<p>部分完成</p>
<p>27. 审视现有的政府规划，确定其在促进农村和小微企业融资方面是否有效，并制订综合且连贯的农村和小微企业融资战略。</p>	<p>部分完成</p> <p>在政府规划的设计和针对性有所提升，但是缺乏一个全面的战略，以及此类项目的协同，同时，关于影响和有效性的数据是不充分的。</p>
<p>28. 进一步改革农村信用合作社，增强其作为金融产品和服务的商业提供者的效率和可持续性。</p>	<p>大部分完成</p> <p>已经进行了改革，但是有必要就提升农村信用合作社公司治理和商业导向进行进一步改革。</p>
<p>29. 通过优化股权结构、市场化以及建立有效的公司治理，完成邮政储蓄银行的改革。</p>	<p>大部分完成</p> <p>已经进行了改革，包括 2016 年香港上市，但是进一步提升公司治理和完善制度基础的改革也是必要的。</p>

金中夏执董关于中华人民共和国金融体系稳定评估报告的陈述

我谨代表中国当局对金融部门评估规划（FSAP）团队的努力工作、坦诚评估和宝贵建议表示感谢。我们将此次 FSAP 评估视为一个良好的契机，既能全面评估我国金融体系的稳健情况，又让外界更好了解上次评估以来中国的金融改革与发展状况。针对极端情景的压力测试结果显示，中国的金融体系拥有强大的风险抵御能力。我们基本认同工作人员的评估结果，也高兴地看到许多建议与当局目前的工作和改革计划是一致的。十九大进一步强调了对金融业改革开放的高度重视。

当中方与基金组织刚开始讨论如何开展 FSAP 时，中方同意并支持进行一次覆盖所有相关领域的全面评估，而不是选择性的部分评估。这显示了中国当局对中国自身以及基金组织专业能力的充分信心。过去一年中，基金组织工作人员对中国金融部门进行了认真的检查，总计举行了 500 场以上的会谈，并使用保密的监管数据进行了压力测试。测试结果我认为好过很多人最初的想象。压力测试表明，即使在极端情况下，四家最大的银行仍然能保持资本充足。中型银行可能会面临一些流动性压力，资本也会受到很大侵蚀，但仍能保持清偿力。中央银行不会允许任何流动性压力引发系统性金融风险。而新建立的存款保险机制也将有效应对任何资不抵债的问题。

我要感谢 Ratna Sahay、Simon Gray 以及整个 FSAP 团队在评估期间的勤奋工作和卓越表现。中方在评估期间给予了充分的合作。我们尊重并且重视工作人员所做的独立评估和提出的政策建议。我们也对诊断出来的急需采取坚决措施解决的挑战予以高度重视。

在看过所有会前散发的书面发言，并认真听取各位执董在今天会上的口头发言后，我要对所有执董的真知灼见和宝贵意见表示感谢。我将向中国当局如实地转达各位的观点和意见。我总体上同意 FSAP 的评估，同时也想再强调和补充几点意见。

从宏观金融背景看中国的金融问题

自 2011 年上一次 FSAP 评估以来，中国的金融部门快速发展，改革开放进一步推进，这在全球金融形势和资本流动起伏不定的背景下，支撑了中国经济增长与转型。过去 5 年中，中国在发展金融市场、加强监管和宏观审慎管理、发展普惠金融等方面取得了巨大进展。充分认识到这些积极进展，有助于结合金融体系的活力和抗风险能力来更好理解相关风险。我们高兴地看到，上述进展很大程度上在《中国金融体系稳定评估报告》的正文中得到了体现。

我们有个好消息，中方刚刚宣布放宽对银行业外资持股比例的限制，并允许外资在证券公司、基金公司和保险公司中持有多数股。具体而言，外资可持有证券公司、基金公司 51% 的股权，三年后将完全取消外资持股比例限制。三年后保险公司的外资持股比例也将提高到 51%，并在五年后之完全取消。将对中资银行（不含民营银行）和金融资产管理公司实施内外一致的股权投资比例规则。我相信这一开放新举措在中长期内将极大地促进中国金融部门的竞争和效率的改善。

中国已经转向质量型和效益型的增长，而不是仅仅强调增长本身。十九大强调我们当前主要的政策目标就是满足中国人民对美好生活不断增长的需求，与以往不同的是，这次没有提及任何具体的量化增长目标。中国目前设定 GDP 增速的预测值是以对潜在增长的估计为基础的，与基金组织预测成员国 GDP 增速的做法是一样的。在坚定不移地推动经济转型的同时，也需要采取逆周期措施来避免经济增长的大幅放缓和剧烈波动。不应将这种逆周期措施视为单纯的 GDP 驱动。中国在当前的增长速度下，通胀率低于 2%。因此将金融风险归罪于单纯追求 GDP 目标可能会过于简单地理解当前挑战的复杂性。周期性因素、结构性因素和国际因素都对金融运行产生影响。而经济增长低于潜在水平也会造成风险。

虽然“信贷缺口”（信贷增速与长期趋势水平的偏离）值得适当关注，但在一定程度这是一种逆周期现象，且近期缺口已有所收窄。2016 年下半年以来，经济增速有所回升，货币政策转向中性，经济总体杠杆增长放缓。特别是自 2016 年第三季度起，公司部门杠杆率已经出现下降。实际上，总体宽松的国际货币环境也是中国债务上升的重要原因之一。得益于中国灵活的宏观经济政策和结构调整，“信贷缺口”不断上升的风险才得以缓解。

对中国公司部门债务在一段时间内的迅速上升需要正确的理解。近来中国对公司部门债务的性质有一些讨论。一些观点认为部分公司部门债务实际上是地方政府建立的市场主体发行的债务，主要用于地方政府履行在推进城市化和基础设施建设上的职责。在中国，地方政府承担了很多职责，但其通过税收或发债来动员资金的能力非常有限。在这种情况下，部分公司债务实际上是地方政府债务。因此，我们能应将公司部门债务下调，同时相应将地方政府部门的杠杆率上调。当前官方的公共债务占 GDP 之比仍然很低，仅为 40%。如果加上或有的隐性地方政府债务，总体的公共债务占 GDP 之比可能会上升，但公司部门债务也就会相应下降。实际上最重要的还是中国的总杠杆率，它包括政府债务、公司债务和家庭债务，目前上述总债务为 GDP 的 260%。这仍然低于大多数发达国家，与很多新兴市场经济体持平。

关于政府对国企债务存在隐性担保的印象并没有法律基础。实际上近几十年来有一些著名的案例表明政府不会提供这种担保。比如大约 20 年前的“广国投”事件，当时政府允许这个国企破产，不为它的债务兜底，这让很多国际投资者至今印象深刻。这一个重要的先例表明，实际上任何感觉上的政府隐性担保如果没有法律基础是靠不住的。

我们赞赏基金组织始终支持灵活的汇率机制，并同时向我们提示风险管理的重要性。中国始终坚持推进汇率市场化改革，提高人民币汇率灵活性，以促进中国经济内外部平衡，防范金融风险。同时，近两年中国面临的资本流出压力与国际经济金融形势变化，尤其是主要经济体货币政策调整有关，中国相应采取了一些市场化的逆周期宏观审慎政策，主要目的是缓解潜在的金融风险，维护金融稳定。

监管框架

中国当局充分认识到，在日益复杂和高度关联的金融体系中，弥补监管缺口十分必要。2017 年 7 月的全国金融工作会议在加强金融监管方面做出了一系列决定，包括成立金融稳定与发展委员会，加强中央银行的宏观审慎管理和防范系统性风险职能，强化监管当局问责，开展综合的功能监管和行为监管等。《中国金融体系稳定评估报告》所提出的政策建议与这些决定和后续措施大体一致。

宏观审慎评估框架在监测和防范系统性风险方面运行良好。作为中央银行，中国人民银行建立了宏观审慎评估框架，其以规则为基础，对银行的关键性宏观审慎指标开展评估。评估过程对央行和银行双向透明，评估结果告知银行。人民银行贷款工具使用资格的有关政策为鼓励银行审慎经营提供了必要的激励措施，同时，准备金利率政策实践中从未使用过。

对资管产品的统一监管正取得进展。我们同意，对于相似的产品，应根据其功能（而非机构）进行同等的监管。蓬勃发展的资管产品对传统的融资模式形成了补充，支撑了经济增长，但在快速扩张中风险也有所累积。人民银行和相关监管当局正在制定资管产品的监管政策，旨在消除不同监管当局在类似产品上的监管差异。具体来说，资管产品将适用统一的监管标准准则，以尽量减少监管套利。资管产品将被定义为表外产品，并将明确提出投资者适当性要求并杜绝隐性担保。更重要的是，将在“穿透式监管”原则的基础上，强化有针对性的宏观审慎管理和功能监管，在监管和数据统计上加强协调。

不良贷款率的统计数据大体上能恰当反映出资产的质量。一些人担心不良贷款率是否被低估，从而掩盖了一些风险。中方已与基金组织工作人员一起共同研究了可能的低估问题。目前中国贷款风险分类制度总体符合国际审慎监管标准和国际会计准则的精

神。此外，监管部门一直高度关注银行风险分类准确性问题，不断加强不良贷款监测，加大现场检查 and 处罚力度，对投资科目和表外风险提出了更为严格的监管要求，遏制了可能模糊不良贷款情况的非法风险转移行为。过去五年中银行也加强了对不良贷款的拨备与核销。存款保险制度于 2015 年建立，采用了与国际上存款保险和金融机构处置一致的核心原则，为市场化处置提供了坚实基础。此外，有一点是很清楚的，中国整个公司部门利润率今年与去年相比有了很大回升，而多数地方政府借款也有长期的有现金收益的资产相对应。不良贷款率被低估的余地不大，且还在不断缩小。

金融市场基础设施的监管应考虑具体国情。中国正在全面落实国际公认的金融市场基础设施监管原则与做法，同时也正在探索自身国情下更为可行、操作性更强的最佳做法。例如，中国证券登记结算有限责任公司（中国结算）已经建立了充分的风险和流动性管理框架，以保证在证券交付一天后完成支付。该框架包括：用债务人所持证券直接补偿未结算款项的应急计划、100%的保证金要求以及全面的风控管理规定。目前这些做法在中国运行良好，且基本与金融市场基础设施原则一致。在流动性短缺的极端情景下，中国结算可以通过抵押品管理获得流动性。中央银行将相机提供流动性支持以避免极端情况下清算行遭受流动性冲击，同时也会对潜在的风险（包括直接将央行结算和流动性便利用于证券交易所产生的道德风险）保持谨慎。

最后，我很高兴地向执董会通报，中国当局已同意对外发布《中国金融体系稳定评估报告》和标准和准则的详细评估报告。