



# 金融信息采编

## COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2018 年第 96 总第 670 期

### 合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2206 室

2018 年 12 月 28 日 星期五

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



<b>宏观经济</b> .....	2
11 月全国工业企业利润同比下降 1.8%.....	2
企业社保暂缓划归税务部门征收.....	2
财政部：年终奖 2022 年后并入综合所得计税.....	2
美 20 城市房价涨幅连续七个月放缓.....	2
日本：安倍呼吁日企明年加薪 5%.....	3
<b>货币市场</b> .....	3
央行货币政策例会“口风”微调 将加大逆周期调节力度.....	3
欧洲央行：欧元区仍需重大货币政策刺激.....	3
<b>金融行业</b> .....	3
建行中行理财子公司获批成立 明年直销银行牌照或放开.....	3
信用保护合约主协议发布 助推民企发债纾困.....	4
国债逆回购利率升破 10% 创近半年以来新高.....	4
2018 年度上交所发布上市基金流动性服务考评结果.....	4
<b>国企改革</b> .....	5
国企改革涉上市公司股权激励等政策正在修改完善.....	5
上海制订了区域性国资国企改革综合试验方案.....	5
<b>热门企业</b> .....	5
特斯拉在华组建融资租赁公司 注册资金 3000 万美元.....	5
天津联合调查组要求权健作如实说明.....	5
中行成立城盈住房公司 加速布局住房租赁市场.....	6
财付通发布公告 微信支付 5 万元交易受监控系谣言.....	6
<b>地方创新</b> .....	6
山东稳就业 企业裁员 10% 以上须职代会通过.....	6
又一次“因城施策” 合肥限购悄然松绑.....	6
<b>深度分析</b> .....	7
防范金融危机的三个重要问题.....	7
——预警可行性、传导机制与政策干预.....	7



## 宏观经济

### 11 月全国工业企业利润同比下降 1.8%

国家统计局 27 日公布数据称,今年 1~11 月份,全国规模以上工业企业实现利润总额 61168.8 亿元,同比增长 11.8%,增速比 1~10 月份放缓 1.8 个百分点。具体来看,规模以上工业企业中,国有控股企业实现利润总额 18087 亿元,同比增长 16.1%。国家统计局工业司何平表示,从 11 月份当月情况看,主要受工业生产销售增速放缓、工业品出厂价格涨幅回落、成本费用上升等影响,工业利润出现下降。

### 企业社保暂缓划归税务部门征收

原定于 2019 年 1 月 1 日划归税务部门统一征收的城镇职工基本养老保险(即企业社保)将暂缓实施。山东、福建、吉林三省税务部门于 12 月 27 日同时下发相关文件要求,自 2019 年 1 月 1 日起,机关事业单位基本养老保险费(含职业年金)和城乡居民基本养老保险费交由税务部门征收。根据目前山东、福建、吉林三省文件,此次先将居民和机关事业单位社保划归税务部门征收,并未提及企业社保。这也侧面证实,原定于 2019 年 1 月 1 日起一同划归税务部门的企业社保在全国层面将暂缓执行。

### 财政部:年终奖 2022 年后并入综合所得计税

财政部发布关于个人所得税法修改后有关优惠政策衔接问题的通知,通知指出,关于全年一次性奖金,以全年一次性奖金收入除以 12 个月得到的数额,按照通知所附月度税率表,确定适用税率和速算扣除数,单独计算纳税,即按现行规则计税,自 2022 年 1 月 1 日起,应并入当年综合所得计算缴纳个人所得税。根据通知,居民个人取得股票期权、股票增值权、限制性股票、股权激励等股权激励,符合相关规定条件的,在 2021 年 12 月 31 日前,也不并入当年综合所得,全额单独适用综合所得税率表。2022 年 1 月 1 日之后的股权激励政策另行明确。

### 美 20 城市房价涨幅连续七个月放缓

12 月 26 日发布的标普 CoreLogic 凯斯-席勒数据显示,美国 20 个大城市房价 10 月份同比上涨 5%,涨幅低于 9 月份的 5.2%。这已是该指数月度涨幅连续第 7 个月放缓,延长了自 2014 年以来的最长连续放缓纪录。分析人士表示,这意味着在抵押贷款



利率上升和房价高企的情况下，美国居民的房屋需求有所减弱。

## 日本：安倍呼吁日企明年加薪 5%

当地时间 26 日，日本首相安倍晋三在出席日本最大工商团体“经济团体联合会”在东京都举行的审议员会议上表示，希望日本企业明年能给员工加薪，以增加经济增长的动力，对冲消费税上调的潜在影响。不过，他并没有给出具体的加薪幅度，但在致辞中又提到，上个世纪 90 年代末，时任日本政府将劳工薪资平均调高 5% 的前例，可作为当下目标。此前，日本央行行长黑田东彦也表示，希望企业和工会明年能采取“高瞻远瞩”的措施。

## 货币市场

### 央行货币政策例会“口风”微调 将加大逆周期调节力度

12 月 27 日，央行发布公告称，央行货币政策委员会 2018 年四季度例会于 12 月 26 日召开。会议指出，要加大逆周期调节的力度，提高货币政策前瞻性、灵活性和针对性。稳健的货币政策要更加注重松紧适度，保持流动性合理充裕，保持货币信贷及社会融资规模合理增长。

### 欧洲央行：欧元区仍需重大货币政策刺激

欧洲央行在 27 日最新发布的月度报告中指出，预计明年全球经济活动或放缓，但此后将保持平稳。预计欧元区经济将持续扩张，但下行风险升高，动能放缓的迹象正在出现。目前欧元区仍需要重大的货币政策刺激。

## 金融行业

### 建行中行理财子公司获批成立 明年直销银行牌照或放开

银保监会 12 月 27 日消息，于 12 月 26 日正式批准中国建设银行、中国银行设立



理财子公司申请。按照监管要求, 商业银行通过子公司展业后, 银行自身不再开展理财业务(继续处置存量理财产品除外)。同时, 理财子公司应自主经营、自负盈亏, 有效防止经营风险向母行传染。而目前, 银行销售理财产品的一个主要渠道是直销银行, 由于未来银行理财业务将全部转到理财子公司, 直销银行的业务模式也将发生巨变。

## 信用保护合约主协议发布 助推民企发债纾困

12月27日, 中国证券业协会牵头发布《中国证券期货市场衍生品交易主协议(信用保护合约专用版)》, 通过市场化衍生金融工具, 增进民营企业信用, 降低民营企业融资成本, 支持民营企业融资纾困。信用保护合约的推出将成为民营企业债务融资增信的重要手段, 能使各类业务参与主体受益。一是满足合约买方(或债券投资者)风险分散与管理的差异化需求; 二是畅通民企直接融资渠道, 提升民企发债融资能力; 三是丰富证券公司等创设机构的业务品种, 增强证券公司服务实体经济能力。

## 国债逆回购利率升破 10% 创近半年以来新高

临近岁末, 在市场资金旺盛需求下, 国债逆回购利率出现一波上涨。12月27日, 国债逆回购利率急速拉升, 上交所 GC001 开盘升破 10%, 最高达到 10.6%, 较 12月26日涨幅高达 82%, 创下自 6月29日以来的近半年新高。截止当日收盘, GC001 涨幅 41.42%, 报价 7.785%, 已连续五个交易日呈涨势, 涨幅达 113.58%。12月27日, GC2002、GC007 也呈现大幅上涨情形。GC002 开盘报 7.5%, 最高触及 9.8%; GC007 最新报 8.8%, 最高触及 9.5%。

## 2018 年度上交所发布上市基金流动性服务考评结果

根据《上海证券交易所上市基金流动性服务业务指引》的有关规定, 上海证券交易所对 2018 年度(2017 年 12 月至 2018 年 11 月)各基金流动性服务商提供流动性服务的情况进行了年度综合考评。国信证券股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、联讯证券股份有限公司、方正证券股份有限公司为优秀; 华融证券股份有限公司和中国银河证券股份有限公司为良好; 招商证券股份有限公司、中信证券股份有限公司、广发证券股份有限公司、华泰证券股份有限公司、申万宏源证券有限公司为合格。



## 国企改革

### 国企改革涉上市公司股权激励等政策正在修改完善

国资委改革办副局长季晓刚表示, 国企改革涉上市公司股权激励等政策正在修改完善; 员工持股也在中央层面进行研究讨论, 近期会有一些考虑, 希望在“双百企业”这样的范畴, 允许做员工持股。

### 上海制订了区域性国资国企改革综合试验方案

上海市国资委党委副书记肖文高在上海举行的第九届上海国资高峰论坛上表示, 上海研究制定了区域性国资国企改革综合试验方案, 发挥综合改革集成、联动、辐射效应。上海电力等 7 家企业开展综合改革, 拟打造一批治理结构完善、经营机制灵活的改革尖兵。数据显示, 今年 1 至 10 月, 上海市地方国有企业实现营业收入 3.05 万亿元(人民币。下同), 利润总额 2956 亿元。到 11 月底, 上海市地方国有资产总额达到 19.08 万亿元。

## 热门企业

### 特斯拉在华组建融资租赁公司 注册资金 3000 万美元

通过全国企业信用信息系统查询得知, 特斯拉已经于 2018 年 12 月 19 日在上海自贸区注册“特斯拉融资租赁(中国)有限公司”, 注册资本 3000 万美元, 法定代表人、董事长为朱晓彤。该公司的唯一股东是特斯拉香港有限公司, 系全资子公司。据了解, 该公司将立足上海并面向全国提供新能源及相关领域产品的融资租赁服务与支持, 服务于特斯拉品牌。2018 年 10 月, 特斯拉宣布 9.7 亿拿地近 1300 亩, 在上海临港建超级工厂, 预计 2019 年下半年部分投产。按照规划, 这座超级工厂将集研发、制造、销售等功能于一体, 预计在 2-3 年建设之后, 达成 50 万辆纯电动整车的年产能。

### 天津联合调查组要求权健作如实说明



医学网站“丁香园”所属微信公众号“丁香医生”日前发文，反映天津权健集团涉嫌虚假宣传、传销等问题。12月27日下午，天津市委、市政府责成市市场监管委、市卫健委和武清区等相关部门成立联合调查组，进驻权健集团展开调查核实。目前，联合调查组已要求权健集团就反映的问题作出全面、如实说明，并致函“丁香医生”，希望其提供相关线索和证据，以利于核查工作尽快完成。

## 中行成立城盈住房公司 加速布局住房租赁市场

12月27日，中国银行发布消息称，该行近日在上海正式注册成立城盈住房服务有限公司，进一步推动住房租赁场景服务生态。工商登记信息显示，城盈住房成立于12月13日，注册资本6000万，法定代表人高健。股东方上海众樊上午咨询中心(有限合伙)和中银城市发展资产管理(上海)有限公司各占50%股份，后者成立于2015年10月，是中行全资附属公司。

## 财付通发布公告 微信支付5万元交易受监控系谣言

财付通发布公告微信支付5万元交易受监控要上报是谣言；当日现金交易5万元以上才要上报，个人客户当日交易50万元以上才要上报，并且报告大额交易是金融机构以及支付机构应当履行的三项核心反洗钱义务之一，不影响个人正常交易，上报的主体是支付机构。

## 地方创新

### 山东稳就业 企业裁员10%以上须职代会通过

山东省政府发布《关于进一步稳定和扩大就业的若干意见》，其中规定，企业裁员20人以上或裁减不足20人但占企业职工总数10%以上的，裁减人员方案须提交企业职工代表大会审议通过。在不违背相关规定的前提下，允许小微企业和自由职业者将住宅、公寓登记注册为营业场所。

### 又一次“因城施策” 合肥限购悄然松绑

从合肥多个楼盘中介以及代理商管理人士处了解到的信息，合肥目前调整后所执



行的限购政策是：合肥市四县一区(长丰、肥东、肥西、庐江四县及巢湖一市)家庭户无需提供社保证明即可购房；合肥市(含 4 县)集体户、非合肥户口(安徽省各地级市、外省)只需提供 1 个月社保证明(剩余 11 个月社保科补交)即可购房。这相比起之前所执行的限购政策有所松绑。

## 深度分析

### 防范金融危机的三个重要问题

#### ——预警可行性、传导机制与政策干预

文/高善文 (安信证券首席经济学)

文章来源：中国金融四十人论坛 2018 年 12 月 27 日

防范系统性金融危机，具有重大的理论意义、现实意义和政策意义。学界的许多研究通过大量的理论推导、实证分析和数值模拟，对上述问题进行了较为系统的研究，提出了很多具有启发性的观点，落脚在中国的政策建议也值得深思。作为市场参与者，我想谈一谈危机防范和干预中的几个重要问题。

#### 金融危机是否可以提前预警

第一个问题涉及金融危机的预警。众所周知，金融市场理论中有一个特别有影响力的假说，叫做有效市场假说。基于有效市场假说的分析思路，会发现预警是一个伪命题：如果金融危机可以预警，那么通过基于预警指标体系的交易，本身就可以获取巨额的利润。这就使得，所有基于公开信息和理论模型能够反复地、成功地做到的预警，最终是不可能发生的。

2008 年金融危机以后，大家对经济学理论的批评很多。人们纷纷质疑，为什么这么多的经济学家、著名学者，都没有预料到这么大的危机。一些有效市场假说、理性预期理论的捍卫者提出非常重要的反驳就是，如果危机是可以预期的，市场早就把它预期到了，并可以基于这种预期获利，但这反过头来又会使得危机预警失效。

回顾 20 世纪以来的金融危机历史，每一次危机过后，都会有很多人说要对危机进行预警。但在 100 多年的历史中，并没有看到哪些人能够持续地预警金融危机。



20 世纪 30 年代, 华尔街股票大幅下跌, 有人站出来就说早就预料到股市会崩盘。后来, 好事者认真地查看了他的预测记录, 发现他在前十几年的时间里, 每一年都在“预测”明年股市要崩盘, 最后终于蒙对了。然而这种预测, 无论在操作上还是政策干预上都是毫无意义的。

1997 年东南亚金融危机之后, 又有很多人提出要预警危机。但即便是拥有着强大经济研究能力、政策执行经验丰富的美联储, 依然没有预测到 2008 年的金融海啸。还没等欧美学者弄明白 2008 年的教训, 2012 年的欧债危机又爆发了, 也没有任何人预警出来。

我认为, 预警本身就是一个伪命题, 从根本上来说金融危机就是不可预警的。无论付出多大的努力, “预警金融危机”都是在白费工夫。

从政策角度来讲, 一个更有价值的问题是——为什么市场自身事前对危机没有警觉。如果市场能对危机有一些警觉, 它自己就会采取很多修正措施, 反过来使得危机不会发生, 或者明显降低其破坏力。如上面所说, 事前的危机预警具有商业上的获利空间, 可以通过做空赚钱, 这一激励本身就有很强力量防止市场走向危机。

为何市场没有充分发挥出这种防范的力量, 部分地跟现实中存在的诸多摩擦关系较大。一个重要的原因是, 现实中的很多市场是没法做空的, 例如房地产市场。

金融市场理论认为, 当市场存在泡沫时, 做空该市场便可以获利。做空行为本身就可以修正价格, 防止金融危机的发生。一旦无法做空市场, 这种价格修正机制就难以发挥作用。例如, 美国房地产泡沫引发危机, 部分原因正是因为美国房地产市场难以做空。再比如在中国股票市场上, 融券卖空是十分困难的; 以前本来可以通过卖空股指期货的方法来实现价格发现的过程, 但 2015 年股灾期间, 股指期货交易被限制, 到现在还没有完全恢复正常。如果中国股指期货交易是正常的, 今年股票市场下跌的幅度也许就不会这么大, 因为对于机构投资者管理风险而言, 卖空股指期货远比卖空一揽子现货有效率得多。

由此可见, 与其预警金融危机, 不如研究如何尽量减少市场存在的诸多摩擦, 让做空机制更好地发挥作用, 这远比危机预警更为有效。立足于健全的卖空机制的预测预警, 在理论上可以自圆其说, 现实中也是可操作的。





例如, 我们也许应该深入地研究和思考, 如何通过金融创新手段, 在市场上提供出可以卖空房价的金融工具, 这对许多金融机构而言, 无疑提供了一个重要的针对房价泡沫的保护, 这也可以让市场自我修正机制更好地发挥作用。

由此可见, 市场本身无法预警金融危机一个重要的原因便是, 市场可以自我实现。那么, 为何危机又反反复复发生? 我认为更深刻的原因是金融市场定价过程中存在一些基本的悖论。

所有的金融危机, 第一步一定是资产价格的大幅度修正。按照现代金融理论, 资产价格是对未来现金流的预期和折现, 资产价格发生大幅修正主要是因为未来现金流预期发生了明显变化。但一个基本的问题是, 在哲学上, 未来是不可预期的。

未来的不可预测性与金融市场试图预测未来之间存在不可调和的矛盾。这种矛盾使得金融市场在一些时候走的太远: 如果沿着悲观的方向走得太远, 未来市场就可能大幅上涨; 但如果沿着乐观的方向走得太远, 最终一定会有大幅度的下调修正, 这一点基本是不可避免的。

没有人会知道未来的样子, 金融市场一再试图预测未来, 就难免会使用一些不可靠的工具, 市场自身对这些工具的可靠性也心存疑虑。一旦任何一种不可靠的工具被使用到极端, 都会将市场带到死胡同。

这方面的例子数不胜数, 比如 2000 年的互联网泡沫。作为一种全新的改变人类社会生活和组织方式的技术, 互联网技术将会给人类社会带来重大的影响, 如何评估和预期这种影响? 实际上是很难预测的, 但市场上需要基于这种预测进行交易。在一些条件下, 市场预期变得过于乐观, 最后便发生了大幅度的价格修正。

再如北京金融街的房价, 它取决于未来数十年现金流的预测。但 70 年后北京金融街房租将是多少, 谁也说不清。这就如同站在 1949 年的时点, 绝对预测不到 2019 年金融街的房价。既然我们预测不了 70 年后金融街的房价和租金, 又如何利用现金流折现模型来进行定价呢? 只能纯靠猜测, 多数人认为合理的猜测。但问题是, 猜测有时会出现大错, 这一过程还存在许多反馈机制, 但这不是我们今天讨论的重点。

我想要反复强调的是, 金融市场资产价格大幅度的修正很多时候是不可避免的, 原因在于未来的不可预测性, 但金融市场试图强行预测它, 两者之间始终存在张力。一旦做空机制无法正常发挥作用, 这个体系出现问题的可能性会非常大。即便做空机制完全正常工作, 价格有时出现大幅的修正也是市场的正常现象。因此, 我们不应试



图去预警市场。预警行为往往表明，我们走到了一个极端，即似乎能够超越于市场之外预测未来，这是一种致命的自负。

### 金融危机的传导机制

第二个问题涉及金融危机的传导机制。相对于其他自然科学而言，经济学仍然是一个不够严密和精巧的科学。或许为了紧跟潮流，经济学从其他科学中借用了许多名词，例如“软着陆”，这是飞行工程领域的名词；例如“均衡”，这是物理学的概念。“传染”也一样，这个词来自于病理学。从医学含义上看，“传染”似乎是指某种病菌从一个宿主通过某种接触转移到另外一个宿主的过程。如果根据这个医学定义去研究金融危机，就会发现危机的本质、或者其核心机制并不完全是金融机构之间的“传染”。

高盛、雷曼、贝尔斯登等投资银行，在危机前都持有大量的房地产金融衍生工具，只是风险敞口有所不同。一旦整个金融资产价格大幅度下跌，一些投行风险敞口更大，会迅速倒闭；另一些投行风险敞口小一些，可能多扛一段时间再倒闭，但这并不是传染。如果与病理学进行类比，这并不是病菌从一个客体跳到另外一个客体，而是大家同时都染病了，有些人抵抗力差，先出事；而另一些人抵抗力强，过了几天才出事。从时间的先后次序上看，这种现象像是一种传染，但从本质上看，这仅仅是问题暴露时间的顺序不一样而已。所以，我觉得在危机中谈“传染”，未必恰当。

对于金融市场而言，本质上存在两种融资方式，即股权融资和债权融资。所以金融资产价格的大幅修正也只有两种，一种是股权市场的修正，一种是债权市场的修正。这两种修正对整个金融体系和经济体系的影响不见得是一样的，至少不是高度重叠的。两者之间也许会有一些交互作用，但传导的结果却不见得是一样的。

例如，2008 年中国股票市场从 6000 多点下跌到 1600 多点，跌幅超过 70%。而 2015 年股灾，A 股市场的跌幅可能还不及 2008 年的一半，但对于整个金融体系的冲击却是非常不同的。究其原因，部分在于 2015 年涉及杠杆，2008 年没有杠杆。

又如，2001 年美国科网泡沫破灭，快速传导成为实体经济的衰退，最后美联储启动降息。在这一过程中，最重要的传导链条是金融市场影响了宏观经济，使得经济减速，反过来这又对金融市场形成了广泛压力。

以上几个对比足以说明，同样是金融资产价格的大幅修正，其对经济体系的影响过程、传导链条和所要求的政策干预不见得一致，这与金融体系的结构、杠杆的使用



程度、问题市场的宏观重要性等密切相关。一个一般性的结论似乎是，如果权益市场上没有非常大的杠杆，那么资产价格的大幅修正并不太需要去干预；一定要干预的话，也要着眼于宏观经济的稳定——一旦市场大幅修正带来的财富效应等造成了宏观经济失速的风险，政府就必须去干预它。但这种干预行为本身已经属于宏观调控的范畴，不仅仅是危机干预了。如果仅仅聚焦狭义上的干预，实际上是不需要的。

至于债权市场的修正，由于契约的特点和时间约束，很容易出现大问题，并非常快地传导下去。

如果不考虑国际资本流动，只考虑一个封闭的国内金融市场。那么，债权市场巨大的修正就包含相互纠缠的三个问题：其一，这会引发局部的流动性危机；其二，可能还会引发一定范围内的清偿力危机，并且流动性危机和清偿力危机是相互纠缠、相互关联、相互强化的；其三，可能还会导致整个经济活动严重失速。

即使资产价格原来是健康的，如果债权市场出现了系统性风险，反过头来会导致资产价格大幅修正，即严重的信用市场收缩会导致资产价格大幅度的修正和宏观经济的严重失速，这又反过来会强化这一过程。

所以，沿着流动性的链条，金融系统会走入风险扩散和加剧的过程，而这会触发清偿力的链条。这个链条上的传导过程，尽管细节上千变万化，但主要的逻辑脉络却是清晰的：一旦金融机构流动性出现问题，风险源的暴露就会加大，就会更加容易中招。金融机构的杠杆率越高，清偿力就越处在边缘位置，就会更加容易中招。

我认为，政策干预也要沿着上述三个链条进行。

第一，应对流动性危机的核心问题是防止挤提。存款保险制度提供了一种非常好的熔断机制，零售市场上有这种机制但批发市场上没有。在 2008 年金融危机中，批发融资市场上出现了挤提。本质上对于流动性危机的传导而言，最重要的就是去阻断挤提，而在批发市场上政府如何去阻断它，在一定程度上仍然是一个开放的问题。

第二，清偿力危机的处理方式也应该是明确的。如果是小金融机构，任其出清；如果是大金融机构，要考虑政府的系统性救助，至少是政府严格监督下的有序退出。

第三，对于通过实体经济减速和资本市场大幅修正来强化危机的这一链条，重点要防止宏观经济的严重失速。例如，2009 年全球联合的干预。

**应对危机 在中国最好的政策干预就是不干预**



第三个问题涉及危机的政策干预。首先要考虑的是,危机发生时,政策制定者处在一个尴尬境地,急于解决问题。但这里面存在两个悖论。

第一个悖论,不干预也许是更好的选择,有助于克服道德风险,使金融市场变得更有生命力、更强健。但面对市场下跌,政治家很难无动于衷。

第二个悖论,一定程度上跟前面所说的预警有关系。政策制定者可以声称通过成功预警和提前干预避免了危机发生,但是其很难证明这一点。其无法向市场参与者证明,如果没有制定某个政策,危机一定会发生。因此,很多人会质疑政策制定者在邀功。

这种悖论使得政策制定者往往干脆等出了危机再去救助,功劳一目了然。提前预防和干预,尽管在理论上很完美,但在实际工作中说不清楚,难言业绩。从激励机制上讲,这个悖论导致即便能够及时预警和出手,也不会有事前的有效干预。

对干预政策的选择,最困难的问题就在于是否选择进行干预。1998年,美国长期资本管理公司濒临破产,美联储的干预就是督促相关机构对公司债务进行重组,并没有直接救助相关金融机构。从事后看,这也是成功的。

应对危机时选择不干预,市场会克服道德风险,并将会自我修正,从而变得更强健。毛主席曾说,危机暴露了敌人,教育了群众,有很多积极作用。因此,面对危机,我们也不需要惊慌失措,更不需要急于设计政策干预手段。

当然,一旦存在发生系统性问题的巨大风险,政府就一定要干预。其核心问题在于,判断道德风险的时候,还要去判断发生系统性风险的概率。

除了在负债端批发融资市场的挤提外,关键在于整个金融机构的杠杆是否普遍太高,在资本充足率上是否受到了严重的损害,这又与宏观冲击以及对宏观冲击的暴露有关系。

2008年,房地产市场使得美国整个金融体系资本充足问题受到了非常严重的损害,叠加大高杠杆和批发市场的挤提,成为系统性问题。

回头看,发生危机的当时,无论是时任美国财长保尔森还是美联储主席伯南克并未意识到问题的严重性,并不知道关闭雷曼的后果,存在着非常严重的误判。这个案例清楚地告诉我们,加强对系统脆弱性的研究,特别是在危机时刻的研究是极其重要的。

也许可以猜测,如果美联储当时把雷曼救助下来了,金融海啸也许就不会如此严重。一个非常重要的教训是,重要的、系统性的大机构需要设法保住,来控制危机的严重程度。

反观中国,对所有市场参与者而言,大的系统性金融机构内在都是已经被保护起来的。没有人会相信中国工商银行这类国有银行会破产,甚至没有人相信招商银行、民生银行这么大的股份制金融机构最后会被推到破产清算的边缘。这些机构从来没有经受过压力测试,但是我认为没有一个市场参与者相信这些机构会倒闭,这就是整个市场的共识。共识背后有很多东西,例如政府的隐性担保等等。

近期平台债市场出现一些问题,而一旦到了省级平台层面就没有问题,因为没有人相信中央政府会任由省级平台破产。

这些基本事实表明,因为这一强大的心理基础和隐含的心理预期的存在,中国很难发生系统性金融危机。因此,面对金融危机,最好的办法就是让子弹再飞一会,不需要急于去救助。

中国现在的问题,恰恰是对危机的过度防范使得很多风险定价工具和交易市场不能够正常发育起来,存在太多的道德风险。在研究金融危机的政策干预选择中,中国最为重要的问题并不是去指定系统性重要的金融机构,而是政府处置风险时胆子应该更大一些,步子迈得更大一些,让问题暴露得更充分一些。很多问题都可以在暴露过程之中得到更妥善的解决,市场也能够更好地自我发育、进化和完善。

中国防范系统性金融风险的真正底线,是国家的资产负债表必须足够强健,在国际收支、财政账户、通货膨胀、境外借贷和跨境资本流动等宏观经济领域得到良好管理。这使得政府在最终进行系统性救助时拥有足够的清偿能力和流动性提供手段。

# 免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。