# 期待一场货真价实的信用违约事件

胡月晓

以前的信托违约事件还只是在私募领域发生风险，市场或认为信用风险虽有但仍属可控；不久前发生的超日违约事件，则使市场预期发生了根本性改变：公司债违约意味着有组织公开市场上的信用风险也开始暴露，风险演化或给原本孱弱的市场再度增加压力。

从融资行为的实际操作角度，信贷、债券和信托三大融资领域的风险分布是明显不同的，通常情况下安全等级由高到低的次序分布为债券、信贷、信托。这种等级分布，是由我国的监管安排、融资规模、市场容量和投资者结构等，不同因素共同作用的结果。这种信用风险等级分布格局说明，当前信托、债券领域先后爆发信用违约事件，让市场自然沿着风险分布演化路径，开始担忧起信贷质量来，而事实上，商业银行的资产质量，自2013年四季度起，已经开始呈现了下降的态势。

当前债券领域出现违约事件，说明中国信用风险暴露进入了第二波。截至2014年2月，中国信用市场上刚性兑付惯例还未有打破。已经发生的信用违约也仅是技术性违约，并未演变成实质违约。在信用风险管理领域，信用违约通常分为技术违约和实质违约两种形式，前者通常是指由于发行人财务、经营状况变化，导致债务安排中的信用增信、还款安排等发生与原条款不符的情况；后者则是出现了不能正常还本付息的行为。技术违约后，经过救助和债务修正，实质违约经常能得以避免。比如，最近发生的中诚信托兑付风波，实际上是技术违约后经过补救，避免了实质违约。

2014年中国信用违约事件的增多，主要还是技术性风险事件。鉴于中国整体财政状况的健康和全社会货币的充裕，即使有个别信用实质违约的风险事件发生，我们认为也不太可能演变为一场波及面较广的风暴。

从货币环境看，中国持续偏紧的货币政策，实际上是对过分宽松货币现状的反映。中国信用市场的分散监管制度，也使得监管部门间出于政绩等监管竞争需要，有动力去维护市场的稳定。因此，我们认为，政府和市场可以承受信用风险事件的适当上升，经济运行趋势不至于受到冲击而发生改变。

市场期待违约事件可以促进风险定价。与海外市场普遍不欢迎风险事件发生不同，目前中国市场似乎正在热切期盼一场真正的信用违约事件发生，希望刚性兑付的历史能被打破。没有经历过风险事件、没有出现过违约的信用市场是不成熟的。正如小孩“不摔跤不成长”一样，正是一百多年尔虞我诈的华尔街发展历史，造就了当今美国金融市场的完善。

在中国，老百姓把银行信用等同于国家信用，不仅是因为过去银行都是官办的，而且主要是银行从来没有破产先例的事实，给了投资者和储户这种信用抬升的错觉。中国刚性兑付的历史，意味着中国信用市场还未出现过实质违约先例，无论是信托、债券还是理财产品，即使个别出现了技术违约，最终也不会发展成为实质违约；刚性兑付的历史，给了中国老百姓各类信用产品无风险、等同于储蓄的错觉(而银行储蓄又被认为是有国家信用保证的)。这意味着，中国当前的金融市场实践是缺乏风险定价的。实践中，“风险利差”还只是固定收益市场上专业投资者之间交流的概念，一般投资者对无风险利率和风险利率是不做区分的。

因此，抱着能够改造市场、教育投资者的期望，目前市场正在期待一场真正的信用违约事件发生。不少市场人士认为，中国债务市场刚性兑付的历史，直接导致了市场融资和金融资产的风险定价行为扭曲，信用利差过小，导致无风险利率过高。信用风险事件，或成为风险定价扩展的推手。许多机构认为，当信用风险事件发生后，市场在度过初期的违约事件冲击后，债市将会分化，无风险利率下降将带来高等级债券价值提升。

但是，一件或数件风险事件真能促进风险定价在中国的普及吗？风险事件背后的处理机制、运行程序、监管机制等如不建立，金融运行机制如没有改变，风险定价也难推开。市场期待风险事件的真正原因，是金融运行机制的改变，如市场准入的放松、监管的改革、稳定体系的完善等。

焦点评论

# 稳增长一以贯之 别老往刺激政策上扯

陈中

3月19日，国务院常务会议的议题是确定《政府工作报告》重点工作部门分工，部署进一步落实不得新建政府性楼堂馆所要求的措施。昨日，在采用新华社通稿时，财经媒体不约而同地拎出了这样一句话作标题——“国务院：抓紧出台扩内需稳增长措施”——简洁、应景、吸引眼球，乍看上去让人浮想联翩，这是要出台经济刺激政策的征兆吗？

的确，上周出炉的经济数据不好看。1–2月，规模以上工业增加值同比实际增长率创2009年4月以来新低，全国固定资产投资同比名义增长率创2002年12月以来新低，社会消费品零售总额实际增长率也呈回落态势。

的确，有专家表示，经济数据下滑显示经济放缓迹象仍在延续，经济增长内生动力仍较弱。如果数据短期内没有改善，预计稳增长和相关改革举措会加速出台。

因而，在此背景下，类似“国务院：抓紧出台扩内需稳增长措施”的新闻标题一出，虽然吸引眼球，但也容易让人误解。

事实上，细看原文不难发现，国务院是在强调“抓紧出台已确定的扩内需、稳增长措施”，并非“抓紧出台扩内需、稳增长措施”。将“已确定的”这个限定词隐去，虽然不能算错，但也容易造成理解上的误差。正确的理解是，国务院要求加快推进已经确定的扩内需、稳增长的相关措施出台，绝不是临时起意要出台新的刺激政策。

众所周知，去年上半年经济持续下滑，政府也没有采取短期刺激政策，不扩大赤字，不超发货币，而是增加有效供给，释放潜在需求，依然保障经济不滑出合理区间。李克强总理也强调过，只要经济增长率、就业水平等不滑出“下限”，物价涨幅等不超出“上限”，政府就不刺激干预，专心调结构、促改革。事实上，稳增长与调结构也是相辅相成的关系，并不矛盾。

事实上，从刚发布不久的《政府工作报告》和《关于2013年国民经济和社会发展计划执行情况与2014年国民经济和社会发展计划草案的报告》里，就能看到不少“已确定”的措施。

在扩内需方面，消费是扩大内需的主要着力点，包括了三个方面：增强居民消费能力，大力培育和发展新的消费热点，优化消费环境。这方面，“已确定”的措施有很多：例如抓紧出台深化收入分配制度改革实施细则，例如推行“三网融合”，鼓励电子商务创新发展，例如继续实施节能产品惠民工程，出台推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展以及促进旅游消费的指导意见，进一步落实带薪休假制度……

在稳增长方面，投资是稳定经济增长的关键。“已确定”的措施则包括：中央预算内投资拟增加到4576亿元，重点投向保障性安居工程、农业、重大水利、中西部铁路、节能环保、社会事业等领域。

## 兴润置业资金链断裂 24亿银行贷款涉险

资金链紧终绷断，兴润置业陷泥潭。
融资指望前景好，还钱遭遇生意难。
楼市泡沫在堆积，金融风险要防范。
央行兜底不靠谱，裸泳须待退潮看。

赵乃育/漫画
孙勇/诗

# 向制度红利要增长动力

周子勋

当前，市场对中国经济进一步放缓充满疑虑，而稳定预期已成为中国政府的一件大事。国务院总理李克强3月19日主持召开国务院常务会议，确定《政府工作报告》重点工作部门分工，今年政府工作15个方面共55项重点任务分解到国务院各部门、各单位。会议确定了今年三项重点工作：一是坚持向深化改革要动力。二是要努力保持经济运行处在合理区间。三是需要着力提质增效升级、持续改善民生。这包括落实国家新型城镇化规划，按期完成包括棚户区改造在内的保障性安居工程建设任务等。

今年年初的经济已显示出疲软迹象。汇丰的采购经理指数(PMI)显示，2月中国制造业活动触及7个月低点。贸易数据也描绘了一幅不太明确的画面，1月出口强劲增长，而2月出现了收缩。更超出市场预期的是，工业生产、固定投资及社会消费品零售三项关键数据都大幅下滑，显示今年经济增长可能将明显下行。

在不久前发布的《政府工作报告》，以及“两会”结束后的新闻发布会上，李克强总理反复强调宏观调控的区间论，就是增长和就业不能越出下限、通胀不能突破上限。从宏观经济数据看，今年中国经济增长存在进一步向下的压力，势必将再度挑战增长与就业的下限。

种种迹象表明，在宏观经济持续下滑的背景下，越来越近地触及到政府容忍的底线，国内外市场对于不确定风险也持续放大，尤其是随着人民币汇率持续贬值带来的市场波动，引发市场持续看空中国经济。在这个背景下，保持稳定成为重点。值得注意的是，相比以往简单的投资惯性思维，当前更需要以制度性的措施来实现经济的稳定运行。

人们担心的是，倘若4月公布的一季度数据印证了市场预期，中国政府可能再度推出“稳增长”政策，将经济增长稳定在下限以上。事实上，日前国家发改委集中公布5条铁路线路建设项目的核准情况，总投资额约1424亿元。此举已经释放了稳增长信号。而有传闻称，央行可能将在一季度数据公布后采取调降存款准备金率的措施，这方面的动向值得关注。市场分析人士认为，有迹象表明，中国央行已经放松货币政策，因为曾在去年12月飙升的货币市场利率近来大幅下滑。如果向金融体系注入更多的流动性，将为大型国有企业和地方政府提供喘息空间，它们正在艰难偿还2009年货币刺激政策后积累的贷款。此外，放松政策还将有效地遏制社会不安定，因为企业将能够为每年数以百万计的进城务工人员创造就业机会。中国信贷增长在1月份继续加速，已经使得市场相信可能存在一轮刺激政策。

不过，信贷刺激也将加大债务存量，过去5年里，中国的债务存量增加近一倍，其与国民收入之比从130%升至210%。由于债务风险增大，这又使得中国决策层慎重考虑，是否应当避免出台新的刺激。此外，中国还应该让违约事件发生，而不能由政府或国有银行来兜底。这些看似反复的现象，显示出中国在宏观决策领域面临着敏感而棘手的权衡：一方面是过猛地踩刹车，可能导致一波市场违约；另一方面如果放松政策，又将加剧市场上已经严重的信贷依赖。

眼下，中国在各种宏观政策和改革政策上的纠结，主要是因为要在短期问题与长期问题之间取得平衡。某种程度上说，市场资金紧张的症结在于利率市场化进程过于缓慢，从而迫使市场向影子银行体系要求流动性，而监管层对地方债务和房地产等的调控政策进一步加剧了资金市场的人为割裂。因此，中国经济去杠杆还得加快利率市场化，如此看来，央行当下表态要两年内才能实现利率市场化用时太长，实际不利于中国经济去杠杆化和结构调整。

总之，既然中央全面改革的核心方向是市场化，就应该展开得更加彻底。这将会衍生出一系列的重要改革——政府放权、国企放弃垄断、市场准入放开、银行信贷取消歧视、取消各种投资限制、取消重要商品的进口配额等，都会在市场中创造出巨大的能量。这种由于市场化改革带来的新动力，就是中央领导层一直强调的“制度红利”。制度红利，一定要靠改革来创造。正因如此，在改革的安排上不能过于局限在短期目标和个别目标，更要关注系统性的战略目标和系统风险。

鹏眼 Huang Xiaopeng's Column

# 美国撤销“两房”的启示

黄小鹏

上周，美国房地产抵押贷款巨头房利美和房地美普通股价格出现暴跌，一周内最大跌幅达到60%，事情起因于改革“两房”的立法在国会推进顺利，据分析，国会最终将通过法律成立由私营房贷机构交纳保险费而组成的担保公司，“两房”现有经营模式将会终止，执照将被吊销。

“两房”是引发2008年金融危机的主要力量之一，2008年9月美国财长保尔森向国会申请的7000亿美元救援资金中，就有1870亿美元用于向“两房”注资。其后，随着美国房地产市场走向稳定，“两房”开始盈利，归还了政府借款，而已经退市到粉单市场的“两房”股价也在触底后巨幅上涨，其中，房利美在最近一年内涨幅最高达到2000%，堪称超级大牛股。

但是，美国社会并没有因这次救援“皆大欢喜”的结果而感到庆幸，也没有好了伤疤忘了痛，相反，国会抓住这次难得的机会，准备终结“两房”。本栏目1月3日曾以《中国版“房利美”能不能美起来？》为名，介绍了房利美公司如何在模糊私人企业与政府关系的环境下野蛮成长，又如何在政治操作之下，让准备切断政府给予其隐性担保的种种努力落空。那种滥用政府隐性担保，顺利时股东和高管们赚个饱，一出事就把烂摊子甩给广大纳税人的模式，经过这次危机后已是天怒人怨，没有了生存的空间。撤销“两房”意义非同小可，说其是重树市场道德的一次重大胜利也不为过。

政府越界有多种表现形式，笔者将其归纳为三大类：一是管制过度，设置种种准入障碍，过多干预微观主体的自由经营；二是在亲自组建企业参与竞争性领域的市场活动，或者罔顾管制技术的进步，仍然以组建国企的方式来经营自然垄断行业；三是以隐性担保方式，模糊企业与政府的责任边界，扭曲企业行为，制造道德风险。

中国民众对于前两个方面的危害认识比较充分，政府管制过多、公共部门过于庞大、国有经济份额过高、国企战线过长等问题必须解决，人们对此没有什么分歧。十八届三中全会提出以简政放权为突破口推动改革深化，就是这种社会思潮的一种表现。然而，政府隐性担保的严重危害却未得到充分的识别，仅从不久前有人在积极推动建立中国版的房利美即可窥得一端。事实上，中国经济体制的一个突出特点，就是政府隐性担保泛滥成灾，它涉及各个层面，渗透到各个领域，并且与第一类政府越界和第二类政府越界交织在一起，制造了大量的道德风险，严重扭曲了市场机制，成为市场经济健康运行的最大阻碍。

中央政府对地方政府隐性担保是地方政府长期处于预算软约束状态的一个重要原因。正是因为历史上有地方出事最终由中央兜底（通过再贷款、印票子冲销以及财政补偿等方式)的先例，所以才有近些年来地方债务失控式膨胀的局面。每一次隐性担保的兑现或部分兑现都会对地方政府的软约束行为形成鼓励，要硬化地方政府财政约束，必不可少的一个环节是彻底消除中央对地方的隐性担保。

同样，地方重要企业也常常得到程度不一的隐性担保。事实上，不论是国企还是民企只要意识到自己的重要性，就会向政府索取隐性担保。在过去的经济低迷期，一旦出现重要企业濒死的情况，地方政府就会忙于施救，或是政府入股，或是督促金融机构提供支持，纳税人因此出现损失的并不少。隐性担保屡屡兑现的结果，就是鼓励企业在经济繁荣时期鲁莽行事。从2003年开始的经济增长周期中，中央政府针对投资过热开展宏观调控，但因为有隐性担保等因素的存在，企业层面上对“调控”很不配合，结果“中央调控政策频出，企业疯狂如故”形成了中国经济中的一道风景。正如房利美，在经济向好时完全将风险置诸脑后，因为它的管理层知道，此时不赚钱会受到股东的压力，自己年终的高薪厚禄也会受到影响，它们并非不知道这种野蛮扩张没有风险，而是相信一旦出事后政府会出手。随着“4万亿”后遗症逐步体现，未来一段时间我国一些地方的重点企业陷入困境甚至破产边缘的现象又会多起来，对此政府应该采取什么态度，是值得好好思量的。如果政府再次兑现隐性担保，那么在下一次繁荣时再劝告企业保持理性，就会是苍白无力的。其实，把企业完全交给市场，政府袖手旁观表面上是一种冷酷无情，但正是这种冷酷无情斩断了道德风险，确保其在繁荣时期不失去理智，而这才是符合市场道德的。

隐性担保的危害在股市楼市最为直接和明显。值得称道的是，股市政策市色彩已经淡化，否则，投资者永远无法做到自我负责，政策制定者也会累死在股市上。房地产市场是政府隐性担保被滥用结出恶果的最突出的例子。房价在“十年九调”中一路走高，埋下巨大的宏观经济风险，这个结果与政府隐性担保有极大关系。从开发商到投资购房者，再到自住购房者，之所以敢于不顾房价高低大胆地推高房价，一个重要原因就是他们认为政府不会让房价崩溃，政府有能力不让房价崩溃。这就是经济活动中最为典型的道德风险，它表明市场参与者认为政府向他们提供了隐性担保，而之所以他们认为得到了免费隐性担保，一是因为他们相信房地产市场“太大而不能倒”，二是这种担保在过去十年中确实曾经屡次兑现或部分兑现。有了政府担保在手，谁还用考虑风险呢？一边不断地兑现担保，一边频繁出台调控政策，“十年调控九成空”，就是这种自相矛盾做法的必然结果。

隐性担保泛滥成灾，而危害远未被民众充分认识。就拿美国“两房”为例，如果放在中国，很可能会因为救援结果比较理想（纳税人的钱最终没有受到损失，甚至还有盈利）而放弃追究风险的根源。在中国，更常见的情况是：释放隐性担保从而在繁荣时期助推了繁荣的人受到赞扬，而风险暴露后救援工作中，只要不是直接或明显损害纳税人的利益，它的执行者也会受到赞扬。民众的短视是造成这种现象的原因。正如“房利美”利用隐性担保降低房贷利率受到消费者欢迎一样，民众很难从整体视角去看待机制被破坏后的危害。“天下没有免费的午餐”的道理浅显易懂，但稍微拐点弯很多人就忘掉了。因为政府在释放隐性担保的时候，常常打着为民的旗号，而兑现隐性担保又往往是在危急时刻，保住自己眼前利益的动机又很难让民众起来反对。如此一来，获得隐性担保的机构和隐性担保行为就出现并泛滥了。银行不负责任的放贷以及影子银行问题，背后也是这种机制。“请神容易送神难”，一旦有人从中获益，就会形成阻碍改革的力量，所以，撤销隐性担保从来就是一件十分困难的事情。

联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至ppll18@126.com。