

兰瑞智库战略决策研究



兰瑞智库

**R**unwaysys

2021年09月27日 星期一

**政策观察**

*Policy to observe*

主办：兰瑞智库经济战略研究中心

网址：<http://www.runwaysys.com>

全国客服热线：4001182162

E-mail：[runwaysys@163.com](mailto:runwaysys@163.com)

欢迎关注  
兰瑞智库  
官方微信平台  
(RUNWAYSYS888)



## 目 录

【债券“南向通”上线，影响几何？】 .....	2
一、债券“南向通”正式开启	
二、债券市场从“北向通”到“南向通”	
三、债券“南向通”的机制安排	
四、债券“南向通”与“北向通”的区别	
五、“南向通”的意义及影响	
【“恒大出事”背后呈现的中国金融复杂化迷局】 .....	12
一、知名企业中国恒大陷入债务危机	
二、现阶段中国金融体系复杂化的表现	
三、中国金融体系复杂化的主要原因	
四、防范金融体系复杂化风险的根本	

## 【债券“南向通”上线，影响几何？】

### 目录

- 一、债券“南向通”正式开启
- 二、债券市场从“北向通”到“南向通”
- 三、债券“南向通”的机制安排
- 四、债券“南向通”与“北向通”的区别
- 五、“南向通”的意义及影响

### 正文

#### 一、债券“南向通”正式开启

“南向通”（内地与香港债券市场互联互通南向合作）已于2021年9月24日上线。境内投资者可使用人民币或外汇参与“南向通”，相关资金只可用于债券投资。境内投资者不得通过“南向通”非法套汇。“南向通”跨境资金净流出额上限不超过年度总额度和每日额度。目前，“南向通”年度总额度为5000亿元等值人民币，每日额度为200亿元等值人民币。

“债券通”是内地与香港债券市场互联互通的创新合作机制，境内外投资者可通过香港与内地债券市场基础设施机构连接，买卖香港与内地债券市场交易流

通债券。“北向通”于2017年7月3日开通，为国际投资者参与中国银行间债券市场提供便捷通道，如今扩展至“南向通”，将和人民币国际化以及我国金融市场对外开放的整体部署相配合，帮助境内投资者、境内金融机构和金融基础设施的发展，构建出一个便捷可控的“走出去”通道。

## 二、债券市场从“北向通”到“南向通”

在香港回归20周年之际，中国人民银行和香港金融管理局发布联合公告，香港与内地债券市场互联互通合作（“债券通”）正式诞生。债券通上线的初期，仅支持资金的北向流通，即境外投资者可以通过债券通“北向通”投资内地债券市场。根据中国人民银行在答记者问中提供的信息，“北向通”开通以来，持续受到境外投资者的追捧：境外投资者持有境内债券金额从人民币8500亿元迅猛增长至人民币38000亿元，其中“北向通”持有量为人民币11000亿元。全球前100大资产管理机构中，有78家参与“北向通”。根据彭博，海外投资者在中国内地债券市场的持有比例从“北向通”推出前的4%升至创纪录的11%。

在“北向通”开通后，市场也持续关注债券通“南向通”的进展。2018年全国两会记者会上，时任中国人民银行行长周小川在回答记者问题时说“只要有‘南向通’需求，随时可以做到，金融市场的双向开放会不断地迈出步伐”。2020年5月，中国人民银行等四部门发布的《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》中提及，优化完善“沪港通”、“深港通”和“债券通”等金融市场互联互通安排（包括适时研究扩展至“南向通”）。2021年9月9日，国新办就《横琴粤澳

深度合作区建设总体方案》《全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放方案》举行新闻发布会，央行副行长潘功胜提到在市场互联互通方面，不断扩大港澳投资者投资内地资本和债券市场，推动实施“跨境理财通”和债券“南向通”项目。2021年9月15日，中国人民银行与香港金融管理局联合发布公告，决定内地与香港债券市场互联互通南向合作（“南向通”）将于2021年9月24日正式上线。

### 三、债券“南向通”的机制安排

#### 1、机制安排

与“北向通”一样，“南向通”也采用了国际通行的名义持有人制度安排。内地债券登记结算机构、托管清算银行通过在香港开立名义持有人账户的方式，为内地投资者提供债券托管结算服务，“南向通”没有突破内地与香港现行政策框架。

#### 2、投资范围

“南向通”的可投资范围是在境外发行、并在香港市场交易流通的债券。起步阶段，“南向通”先开通现券交易。由此可见，“南向通”的投资范围较为广阔。不过外汇交易中心将在交易系统公布可交易债券清单，并根据市场情况及境内投资者需求不时予以更新，投资范围或采取循序渐进的方式不断扩容。

### 3、参与机构

内地投资者暂定为中国人民银行 2020 年度公开市场业务一级交易商中的 41 家银行类金融机构（不含非银行类金融机构与农村金融机构）。合格境内机构投资者（QDII）和人民币合格境内机构投资者（RQDII）也可以通过“南向通”开展境外债券投资。交易对手方暂定为香港金融管理局指定的“南向通”做市商。首批境内托管清算银行为工商银行、中国银行和中信银行。

### 4、额度管理

“南向通”跨境资金净流出额上限不超过年度总额度和每日额度。目前，“南向通”年度总额度为 5000 亿元等值人民币，每日额度为 200 亿元等值人民币。中国人民银行根据跨境资金流动形势，对“南向通”年度总额度和每日额度进行调整。参与“南向通”的合格境内机构投资者（QDII）、人民币合格境内机构投资者（RQDII）仍遵守现行管理规定，相关跨境资金净流出额不纳入“南向通”相关额度使用情况统计。

### 5、汇兑安排

境内投资者可使用人民币或外汇参与“南向通”，相关资金只可用于债券投

资。境内投资者不得通过“南向通”非法套汇。使用人民币投资外币债券的境内投资者，可通过银行间外汇市场办理外汇资金兑换和外汇风险对冲业务，投资的债券到期或卖出后境内投资者不再继续投资的，相关资金应汇回境内并兑换回人民币。

## 6、交易时间

交易服务日为内地银行间债券市场的交易日，交易服务时间为内地银行间债券市场交易时间，具体为每个交易日北京时间上午 9:00—12:00，下午 13:30—20:00。

## 四、债券“南向通”与“北向通”的区别

从管理规则来看，我们对比了债券通“南向通”和“北向通”存在一些差异，具体如图表 1 所示。

表1 “南向通”与“北向通”规则对比

	南向通	北向通
政策	2021年9月《关于开展内地与香港债券市场互联互通南向合作的通知》	2017年7月《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》
投资者	人民银行2020年度公开市场业务一级交易商中的 <b>41家银行类金融机构</b> （不含非银行类金融机构与农村金融机构）；兼容QDII/RQDII	境外中央银行或货币当局、主权财富基金、国际金融组织；QFII&RQFII；境外依法注册成立的商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司及其他资产管理机构等各类金融机构及投资产品，以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等其他中长期机构投资者
标的	境外发行并在香港债券市场交易流通的所有券种； 可参与境外债券发行认购	在内地银行间债券市场交易流通的所有券种； 可参与内地银行间债券市场发行认购
托管类别	境内债券登记结算机构； <b>或是境内托管清算银行</b>  <i>一级托管&amp;多级托管</i>	香港金管局辖下债务工具中央结算系统（CMU）与中债登连接  <i>多级托管</i>
境内托管清算行	<b>首批资质：工行、中行、中信；</b> 为境内外投资者提供 <b>债券登记、存管、托管、交易、结算、清算</b> 等基础性服务的机构	—
汇兑	人民币或外汇； （人民币投资）可在银行间市场办理资金兑换和风险对冲，债券到期或卖出后资金应汇回境内并兑换回人民币； 通过CIPS系统进行资金支付	自有人民币或外汇； （外汇投资）在香港清算行/结算行办理资金兑换和风险对冲，头寸在境内银行间市场平盘； 通过CIPS系统进行资金支付
额度	年度总额 <b>5000亿元人民币</b> ； 每日额度 <b>200亿元人民币</b>	无

投资者资格方面，“南向通”首批试点仅针对41家银行类金融机构开放，并允许QDII和RQDII通过“南向通”开展境外债券投资，后者资金净流出额不占用“南向通”额度。交易对手则暂定为香港金管局指定的做市商。而“北向通”开通时投资者范围与当时CIBM通道保持一致，既包括境外类央行机构、境内商业银行，也包括境内保险公司、证券公司、基金公司及其他资管机构（及其面向客户发行的投资产品），以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等中长期机构投资者。“北向通”投资者范畴较“南向通”更广。

标的方面，“南向通”和“北向通”基本一致，即债券市场交易流通的现券以及一级市场发行认购。

托管方式方面，“北向通”明确采用“多级托管”模式，即香港金管局债务工具中央结算系统（CMU）与中债登连接办理债券登记托管等业务。而“南向通”则提供了“一级托管”和“多级托管”两个选择，境内投资者可以自主选择通过境内债券登记结算机构或境内托管清算银行托管其债券资产。首批公布的境内托管清算银行仅工商银行、中国银行和中信银行三家，能够为境内外投资者提供“南向通”下债券登记、存管、托管、交易、结算、清算等基础性服务。

汇兑方面，“南向通”与“北向通”类似，投资者可以使用人民币或外汇参与投资，且“南向通”并未强调需“自有”外汇，或意味着可以购汇投资。“南向通”直接在境内银行间外汇市场办理资金兑换和风险对冲。“北向通”则依靠香港清算行和结算行办理，相关敞口在境内外汇市场平盘。

额度方面，“南向通”制定了 5000 亿元年度总额度和 200 亿元每日额度。人民银行将根据跨境资金流动形势对额度进行调整。“北向通”并未设定额度限制。

在“南向通”开通初期，人民银行和香港金管局采取“审慎监管”的态度。未来随着“南向通”业务逐渐铺开，风险防控经验不断积累，相关资质有望拓展。一是符合资质的境内投资者范围预计将扩容，逐渐与“北向通”看齐，例如将农商行、保险公司、证券公司、基金公司以及其他资管机构纳入。二是扩充境内托管清算行的范畴，将更多国有大行和股份制银行纳入。

## 五、“南向通”的意义及影响

### 1、意义

距离 2017 年 7 月债券“北向通”的开放已有 4 年时间，但当时考虑到资金外流压力，“南向通”一直没有启动。在“北向通”开放的这几年中，外资不断流入我国债券市场，当前境外机构持有我国债券已经超过 3.4 万亿元人民币。随着外资流入规模增加，内地资金流出放缓，我国的外汇储备规模也在不断攀升，“南向通”的推出时机已经成熟。

“南向通”的落地将改变我国债券市场流向不对称的格局，进一步促进人民币的跨境使用，强化人民币资产在全球范围内的活跃度，从而平衡跨境资本流动，提升人民币国际化水平。同时还可以在在一定程度上缓解前期境外投资者不断增持人民币资产带来的人民币升值压力。

由于当前中美利差依旧维持在 150bp 左右，处于相对较高的水平，利差保护较足。同时中国货币政策以“我”为主，保持了较强的宏观自主性，和其他国家市场的相关度较低。此时推出“南向通”也不会造成大规模的资本外流，导致金融稳定性受到影响。

从企业角度来看，南向通可以支持境内发行人在香港债券市场融资，由于境外的融资成本相对境内要低，会有助于降低企业融资成本。从宏观角度来看，“南向通”是中央政府支持香港发展、推动内地与香港合作的又一项重要举措，有利于内地机构投资者拥有更多的投资渠道，有利于稳步推动我国金融市场双向开放，

也有利于支持香港提升竞争优势，巩固国际金融中心地位，保持长期繁荣稳定。

## 2、影响

“南向通”推出可能为香港债市带来增量资金。目前，根据彭博数据，以风险涉及国为中国进行筛选，存量港元债规模是 2490 亿港币，香港离岸人民币债券大概是 2500 亿元，全部中资美元债存量（不含 CD）大概是 9000 亿美元。境内投资者偏好的境外债券主要也是中资美元债和离岸人民币债，所以每年 5000 亿人民币，每天 200 亿人民币的“南向通”额度能在一定程度上对香港债市的价格造成影响，中资机构对资产定价的话语权也有所提升。对于汇率的影响，因为单日额度不超过 200 亿，而且全程闭环管理，影响不大。

从短期看，“南向通”对香港债券市场的影响可能相对比较有限，主要的原因有几点：

首先，第一批境内的合格投资者是境内的 41 家一级交易商、QDII 和 RQDII，绝大部分的非银机构并没有纳进来。对于银行而言，在境内债券市场，它们不是投资信用债的主体，对信用债的投资可能还是集中在高等级板块，对高收益债缺乏配置和交易的意愿和动力。很难想象在境外市场，这些主体的投资范式和风险偏好会发生改变，但目前投资级的境外债已经不具备价格的吸引力了，银行很难具有大规模投资的意愿；

其次，对 QDII 和 RQDII 而言，目前境外购买额度不是主要矛盾，买和不买只是意愿的问题，增加渠道和额度，短期内边际改善有限。不过，如果境外发

生类似去年 3 月份的流动性危机，境内外债券价差出现明显差异，导致资金出境需求大增时，“南向通”将显示出其重大的作用；

最后，“南向通”操作细节上仍有待进一步明确。譬如，投资范围内的“流通的债券”定义还是比较模糊的，譬如新兴市场债券、可转债、甚至美国国债等，均可在香港市场流通交易，这些债券是否能交易，尚未有明确的定义。从交易中心发布的《交易规则》看，交易中心在可投资标的的决定上具有较强的主动性。投资标的的范围厘定会影响资产价格的供需结构，从而对资产价格产生影响，对此类的细节定义，可能需要进一步的观察和明确，才能判断短期对资产价格的影响。

总体来说，理论上“南向通”的开通，长期看有利提高境外债券市场价格发现功能，增加双边市场的联动，进一步丰富境内投资者的投资工具。短期内，由于目前参与者的结构比较局限，参与者又受到自身的能力、意愿和资产负债约束，对美元债市场整体的影响可能相对比较有限。结构上，影响可能局限在高等级等有限的主体内，对高收益板块的影响不大。另外，一些具体的交易机制和细节还有待进一步明确和了解，才能更好地评估和把握政策对资产价格的影响。

[Top](#)

## 【“恒大出事”背后呈现的中国金融复杂化迷局】

**导读：**恒大集团旗下恒大财富兑付危机如何收场备受市场关注。9月18日晚间，处在风暴眼中的恒大财富，宣布实物资产兑付工作已启动。公告称，根据9月13日恒大集团制定的《恒大财富投资产品兑付方案》，实物资产兑付工作已启动。投资者若有实物资产兑付需求，可以联系投资顾问或携带身份证、投资合同到各地接待地点咨询办理。2015年正是p2p风头正盛的时候，当年11月18日，恒大财富横空出世，立足深圳，辐射全国，带着这样的雄心壮志，恒大财富迅速发展壮大。但这一切，在这个9月戛然而止。一些维权者集结于企业门口的图片在网上流传，而“以房抵债”、少数人优先还款等传言也不胫而走，引发广泛关注。暴雷，它以投资人最害怕的姿态，将资产缺口暴露在他们的面前，从受益人到受害者，角色转换只在毫秒之间。尽管事件走向尚不明朗，但其中可能涉及的金融运作，也折射出一个重要问题——中国金融体系复杂化。

### 目录

- 一、知名企业中国恒大陷入债务危机
- 二、现阶段中国金融体系复杂化的表现
- 三、中国金融体系复杂化的主要原因
- 四、防范金融体系复杂化风险的根本

正文

## 一、知名企业中国恒大陷入债务危机

9月13日，恒大总部被投资人堵得水泄不通。投资者举着扩音喇叭，历数恒大财富罪状。而来到现场的大多为恒大员工及理财经理叫来的客户。一位在现场的投资人在某微信群称，他不仅自己套进去了，今年5月，他还把家人的钱也都投进了恒大，其中包括他老母亲每月数千元积攒起来的80多万元养老金，毫无疑问，这是老太太一生的积蓄。回过头来看，5月几乎是恒大财富的分水岭，危机正于不动声色处显露出它狰狞的面孔。公开报道显示，今年5月31日，恒大财富执行董事兼总经理杜亮赎回恒大财富理财产品。而其理由则是“因为家里有急事”。讽刺之处在于，网友现场视频显示，一位恒大财富客户经理举着喇叭质问，此前其客户因家人患癌请求提前赎回资金，却被领导驳回请求。那么，杜总家里是多大的急事？一边是高管提前赎回资金疑似避雷，一边则是高额利率持续刺激投资人神经引人入坑。有网友在知乎爆料，今年8月31日之前，恒大财富还在疯狂鞭策员工销售理财产品，产品利率一度飙至11%，各种销售政策导致大量员工、员工家属及自然人投资者涌入。时间到了9月9日，恒大财富突然宣布，即日起，停止兑付全部已发售的理财产品。毫无预兆的急刹车，可想而知，这个决定带来的是多少家庭的震惊与绝望。

在银行理财收益日渐走低、信托收益风光不再、基金时刻过山车、炒房路径被堵的当下，把钱投向排名靠前的房地产，以利生利，似乎成了不错的选择。尤

其是当这些产品的年化收益直冲 10% 多时，拥趸自然趋之若鹜、飞蛾扑火。高收益的刺激之下，高风险的警钟失了，大家都一厢情愿地默认自己会是那个幸运者。2018 年 6 月 14 日，在上海陆家嘴金融论坛上，银保监会主席郭树清曾说过一句让当时的市场哗然的提醒：理财产品收益率超过 6% 就要打问号，超过 8% 很危险，超过 10% 就要做好损失全部本金的准备。这一句话，让多少 p2p 公司在此后迅速退出市场，从草莽到清算，野路子的财富管理公司来得快，去得也快。但是面对恒大这只巨无霸，大家仍抱着希望。

在业内，恒大庞大的负债是一个公开的秘密，这也始终是一把悬在企业头上的利剑。在房地产迅速扩张的年月里，高负债意味着高规模，高发展。但近几年，在“房住不炒”的政策引导下，房地产的资金始终是收紧的。杠杆在降，永动机失却了滚雪球的动力。今年 1 月，央行、银保监会为银行房地产贷款集中度划定“红线”，多家超线、或在临界线的银行，纷纷响应政策，收缩房地产规模。房地产融资，迎来寒冬。融资的暂停，让恒大这部烧钱的机器慢了下来，拆东墙补西墙的路走不通了。据《2021 中国房地产上市公司测评研究报告》显示，在中国前 15 家房地产公司中，恒大负债率高达 152.9%，连踩三道红线。

大环境轮变，恒大的危机早已四伏。最近的一次危机警示来自广发银行宜兴支行一纸诉讼。公开报道显示，7 月 19 日，无锡市中级人民法院民事裁定书显示，广发银行于近日请求冻结被申请人宜兴市恒御置业有限公司、恒大地产集团有限公司银行存款 1.32 亿元，或查封、扣押其他等值财产。裁定书显示，广发银行申请保全的原因是“情况紧急，不立即申请保全将会使其合法权益受到难以弥补的损害。”这一纸判决书，再次引发市场对恒大债务问题的关注。

船大难掉头,在骤然变冷的大环境下,地产公司尤其瑟缩。而高负债的恒大,则不啻于在市场上裸泳,而水池里的水正在减少。近日,又有消息称,佛山南海住建局表示,暂停受理恒大地产项目公司在南海区的不动产抵押登记业务,这意味着当地市民买恒大的房子将办不了贷款。这无疑给恒大的现金流回笼再添一道闸门。目前,网上流传的信息显示,为解决恒大财富投资产品的兑付问题,恒大给出了三种兑付方案,供投资者组合选择。

恒大的解决方案为:现金分期兑付、实物资产兑付、冲抵购房尾款兑付。投资者可从三种方案中选择其中一种兑付,或者组合任意两种及三种方案进行兑付。方案颇具诚意,但是并不是所有投资人都买账。在一个投资群里,有网友提出“恒大肯定会兑付的”之观点,就遇到群友抨击“信个鬼!”但也有网友表示“相信恒大”。恒大暴雷消息一出,当日权益市场暴跌。股票市场上,放长时间线,恒大物业今年累计跌幅近 50%,中国恒大累计跌幅近 80%,而累计跌幅则已击穿 80%。债券市场上,“19 恒大 01”跌幅超 30%,盘中二次临时停牌。投资人的情绪在市场上快速放大,恐慌在蔓延。

但今天,恒大相关股票,涨跌不一。其中,恒大物业早盘上涨 8%,但中国恒大则下跌 11%,恒大汽车跌幅则超 13%。暴雷的场景总是相似,从四面八方涌来的投资者,带着疲惫的脸庞、绝望的眼神,数百万投资打了水漂。暴雷的恒大财富,能否因恒大的兑付方案再活?许家印的宣言,市场等着印证。

## 二、现阶段中国金融体系复杂化的表现

中国恒大陷入债务危机，尽管事件走向尚不明朗，但其中可能涉及的金融运作，折射出一个重要问题——中国金融体系复杂化。近些年中国金融体系无论是规模还是复杂化程度，都呈现出非线性地迅速上升。金融业态呈现保险公司“对冲基金化”、房地产金融化、非银机构“银行化”等新特点。金融机构网状化、强关联性等金融体系复杂化大大改变了监管环境，监管的有效性和及时性受到很大挑战。一方面，很多复杂金融产品本身就是监管套利，使现有监管即使打上补丁仍显“力不从心”。一些关联性和结构化的金融产品容易通过多层结构嵌套的通道业务或刻意模糊真实信用状况来满足不同监管部门的要求，甚至专以满足盈利激励而“空转”和内部循环。另一方面，市场主体与监管部门之间的“博弈”使得监管效力可能打折扣，一些金融机构的关联复杂、透明度低、涉及资金额巨大，强化监管和风险处置很难下“重手”。这些变化超乎业界、监管者和政策制定者的普遍想象，对金融调控、金融监管和金融稳定等带来的影响不容忽视。

全球范围看，过去 50 年金融增长远快于实体经济的增长，金融规模和复杂性持续上升。中国金融体系近些年也发生了类似的变化，其中“复杂化”尤为突出。现阶段中国金融体系复杂化有其阶段性和必然性，对金融调控、金融监管和金融稳定等带来的影响不容忽视，深化体制改革是根本之策。从演化角度看，规范性研究往往以某个演进形态为标准（通常是发达市场经济体系），描述金融体系从非市场化到市场化、从金融资源的低效配置到高效配置的进步途径，并着重解释对该标准形态的偏差及其原因，这种看法是线性的。中国金融体系自 1978 年以来朝着市场化、规范化、多元化、国际化的方向演进，但其过程是曲折的，尤其是近几年中国金融体系无论是规模还是复杂化程度，均非线性地迅速上升。

表现一：各类金融机构资本结构“网状化”，信用联系日益紧密、混杂交织。

2010—2015年金融机构的正规牌照发放有所增加，主要是企业集团财务公司（增加117家）、信托公司（5家）、金融租赁公司（30家）、汽车金融公司（12家）、证券公司（19家）、基金管理公司（38家）、基金管理公司子公司（97家）、保险公司。这体现了适当扩大法律意义上分业经营机构准入的一般逻辑，但随着金融资本化和金融业综合经营试点的推进，金融体系已然形成“五彩斑斓”的金融控股或金融资本系版图：

第一类是传统金融机构通过设立或收购子公司等形成事实上的金融控股集团，如工农中建交五大银行均已涵盖银行、证券（境外）、保险、基金、金融租赁等业务，银河金控、中信、光大等多元化金融集团，以及专司股权管理的纯粹型金控——平安集团。此外，四大资产管理公司向金融控股集团转型，一些地方政府整合资源后也形成地方性金控平台，如上海国际集团、天津泰达国际控股集团；

第二类是产融结合型企业集团，数家央企拥有多家金融子公司，涉及财务公司、保险、信托、基金、期货、银行等，寻求补充资本、集中持股以及金融上市；

第三类是产业和资本深度融合涌现的民营资本系，如海航系、复星系、万向系、明天系、恒大系等。据《新财富》统计，民营资本实际控制的金融机构约200家，2016年末合计资产规模近26万亿元，约占中国金融业总规模的10%；

第四类是互联网企业涉足金融领域，如阿里巴巴、腾讯、百度等，蚂蚁金服拥有第三方支付、小额贷款、保险、基金、银行等多项金融牌照。

上述控股集团或金融资本系的股权结构“叠床架屋”，以追求规模经济、范

围经济和协同效应的最大化为主要目的，借助集团内资产组合关联投资、信息共享、税收及会计处理等，建立起网络化资金信用关联。金融机构资本化和股权结构“网状化”已是我国金融体系的重要特征，对金融资源配置、机构行为、社会资产负债结构、货币调控和金融监管等的影响都值得分析研究。

**表现二：金融体系仍是银行业主导，但银行与银行、银行与其他金融机构以及各金融子市场之间的关联度显著上升。**

以 2016 年为例，2016 年末间接融资约占社会融资规模存量的 84.8%，银行业机构总资产为 226.2 万亿元，与 GDP 之比为 304%，比 2011 年末提高了 76 个百分点，银行业的主导地位不降反升。一方面，银行之间的联系更加紧密，2016 年其他存款性机构的同业负债和同业资产分别达 14.5 万亿和 31.6 万亿元，分别是 2010 年末的 2.6 倍和 2.34 倍，同业负债/同业资产之比达 45.9%。

另一方面，银行类机构对其他金融机构的负债和资产分别达 15.7 万亿和 26.5 万亿元，两者之比达 59.2%，关联度明显上升。出于减少资本占用、规避审慎监管规定、突破分业监管要求等需要，银行表外活动快速扩张且日趋复杂，银行与信托、保险、证券、资产管理、金融租赁等各类非银行金融机构建立起广泛而密切的联系，结构性信托、资管计划等产品相互嵌套，信用关系复杂，资金链条长。银行资金外溢与其他金融机构业务交叉融合，大大提升了信贷、货币、债券、股票、房地产等各子市场的连通性和关联度，如 2017 年以来债市与信贷市场出现“融资替代”效应、货币市场与债市出现互动效应都说明了这一点。

**表现三：金融体系资产和负债结构趋向复杂，批发性融资在负债中的重要性明显上升**

从资产端看，2016 年末其他存款性机构的表内资产近 230 万亿元，其中对企业债权 83.6 万亿元，占比由 2005 年末的一半（49.1%）降至 1/3 略多（36.3%）；对其他金融机构和居民债权分别达 58 万亿和 32.9 万亿元，占比分别比 2005 年末上升 13 和 8.5 个百分点至 25.2%和 14.3%。2011—2016 年对其他金融机构债权净增加 42.7 万亿元，目前中资中型和小型银行这部分资产占比分别达 30.2%和 37.6%，比 2010 年末分别提高 11.7 和 14.5 个百分点。这些资产相当部分是非标准化信贷资产以及信托受益权、资管计划等，结构化程度高，信用链条和结构复杂，杠杆和底层资产情况不透明、不清晰。

从负债端看，其他存款性机构负债中的债券和同业等批发性融资 2016 年末达 50.3 万亿元，比 2010 年末净增 34.4 万亿元。企业和居民存款余额为 142 万亿元，占比从 2005 年末的 75.3%降至 61.7%。不同梯队银行的负债结构差异明显，大型银行和小型银行负债仍以企业和居民存款为主（2017 年 5 月末其占比分别为 67.2%和 63.8%），中型银行则为 45.9%，对同业及其他金融机构融资、债券筹资占比分别达 21.5%和 15.6%。不少中小银行和非银机构“长资产、短负债”搭配多，对银行间市场短期融资的依赖较大，流动性易波动，对央行融资需求呈上升之势。2016 年末中型银行对央行负债 3.17 万亿元，占其负债的 5.8%，明显高于大型和小型银行。

### 三、中国金融体系复杂化的主要原因

国际上，金融体系复杂化是个渐进过程，一般在经济繁荣或金融快速自由

化时期发展迅猛，如欧美主要发达国家在 20 世纪 80 年代初和 2008 年国际金融危机爆发前近十年都呈现这一特点。但是，为什么中国金融体系复杂化的显著上升却偏偏发生在 2010 年以来经济进入新常态和不时面对下行压力的阶段呢？这绝非单一因素作用的结果，至少有三个重要驱动力。

### （一）货币化、资本化持续积累和社会财富增加引致金融深化进程加快

金融机构的核心功能是充当将社会储蓄转化为投资的中介。低收入和发展中国家一般受储蓄不足、投资缺乏资金、金融中介缺失等制约，格利（Gurly）、肖（Shaw）、戈德史密斯（Goldsmith）和麦金农（Mckinnon）等认为，发展中国家可借助发展金融中介来有效激励和增加社会储蓄，使储蓄更有效地用于生产，进而拉动投资、扩大出口，实现发展经济和提高收入的目的。改革开放以来，中国先后推进商品、生产资料、劳动力、资金等要素的市场化和货币化，2000 年以后又全面启动了住宅和土地的市场化和货币化，并完成了主要商业银行股份制改革以及股票市场股权分置改革。在 2010 年应对危机最急迫的阶段过去后，这些进程事实上开始发挥三方面的累积效应：

其一，土地和房屋持续货币化带来从储蓄供给和投资需求两端同时刺激相关领域金融中介化的“滚雪球”效应。土地货币化和市场化使土地成为重要的资本和融资工具。过去十余年的房地产货币化和大规模城市“再造”派生出大量的投融资和货币需求，通过土地入市、征地拆迁、不动产价格多轮上涨和资产变现滋生出大量社会财富和资产。在 2010 年后多轮刺激和调控交替中，房地产市场并未做深度调整，反而是中介化、金融化的程度不断加深、渠道多元、方式翻新，贯穿土地、地产开发、股市、债市、理财、信托、万能险、股权控制、境外投资、

境内外套利、互联网金融平台等多个方面，大大加深了金融体系与房地产的联系和互动。

其二，步入中等收入国家后，社会储蓄寻求更高金融资产收益的倾向明显上升。按照世界银行对各国经济发展水平的分组，人均 GDP 在 4126—12735 美元为中等偏上国家。2009 年和 2010 年末我国人均 GDP 分别为 4142 和 4560 美元。随着收入水平上升和财富增加，居民已不满足于较低且固定的储蓄收益，大量新生的高净值人群积极寻求多元化资产配置，在后危机时期投资回报率趋势性下降的背景下，大量相对于实体需求的“冗余”资金积聚了旺盛的资产配置需求。

其三，主要金融机构通过股份化解决了资本金不足约束，动员资金和资产创造的能力迅速增强。不少大型金融机构完成了资本化和股份制改造，并初步建立了常态化的资本金补充机制。目前国内上市的各类金融企业达 109 家，市值占比约 25%，包括银行、券商、保险及信托、资管、私募等多元化金融公司。金融机构融资能力增强，资产扩张冲动强烈，而房地产市场快速发展和相关资产的迅速积累大大缓解了合格抵押品不足对信贷融资的制约，为信贷快速扩张创造了条件。

## **（二）经济新常态下金融市场竞争加剧，金融业转型和创新明显加快。**

近些年，中国金融机构的数量和类型明显增多，金融市场多元化程度上升，在股份制改革和利率市场化的背景下，金融机构追求利润或股东回报极大化的动机和激励大大增强，来自收入盈利激励的强“刺激”和利润、业绩考核的巨大压力相伴相随，呈现越来越强的商业性和短期逐利性，尽快做大资产规模、做大收益和抢占市场的冲动十分强烈。

传统金融业的生态环境出现了一些明显变化。一方面，传统正规金融机构谋

求加快转型和创新。各类机构提出了诸如“重构资产负债表”“资管立行”“全面转型”“国际化”等口号，力求在经营战略、市场定位、管理架构、业态、产品等创新方面抢占先机。一些中小金融机构创新活跃，在资产负债管理、市场营销、薪酬激励等方面表现更加激进，为资产扩张找负债的倾向明显。另一方面，各类新兴金融机构大量涌现。快速发展的信息技术加快向金融体系和金融业渗透，新兴机构在现有市场细分和政策的“夹缝”中寻找商机，依托互联网技术或现有金融机构“借鸡生蛋”，充当现有金融中介的“中介”而拉长信用链条，或实现对现有金融中介的“脱媒”。与此同时，金融信息、人才、知识等要素加快流动，创新的学习成本大大降低。借助于现代通信平台和新媒体，各类国内外的结构化金融创新很容易被复制和大量传播，出现了一系列突破传统风险控制模式的储蓄和投资工具，令人眼花缭乱、应接不暇，也使得风险控制的“阈值”明显降低，金融监管部门在信息、知识、能力等方面不够适应，监管套利的空间较大。

更为突出的是，各类非持牌、非正规类金融机构“泥沙俱下”。金融、投资、资管、理财、财务管理等成为“点石成金”的“香饽饽”，一时间似乎谁都想、谁都能搞金融、搞投融资，出现了不少“挂羊头、卖狗肉”的机构和从业者甚至是非法集资等坑蒙拐骗的不法之徒，社会环境的复杂性大大上升。

金融市场环境的显著变化和金融要素配置的再调整相互作用，引发经营人才、产品开发、营销、客户资源等资源从传统金融机构向新机构、新业态流动配置，跨行业、跨国、跨机构人才流动前所未有的活跃，监管部门和传统金融机构人员流动加快，金融要素再配置反过来又强化了这一环境变化。

**(三)在应对国际金融危机冲击的背景下，政府信用介入金融体系程度加深。**

经济下行周期一般伴随金融体系的收缩。2008 年国际金融危机爆发的早期阶段引发各国需求和产出剧降、价格急跌、融资中断，“雷曼事件”使全球金融体系有所调整，但任由金融市场和金融体系自行完全出清调整是艰难、长期且风险巨大的。发达国家实行低利率和量化宽松，以期平滑市场剧烈调整和资产负债大面积“崩塌”。出台经济刺激计划是必要和及时的，但后遗症是政府信用扩张和介入金融体系显著加深。不时出现的稳增长压力使政府不得不以各种信用去弥补、替代市场自发调整可能减少的融资活动，逆周期信用扩张提升了杠杆率和总体债务水平，需要较长时间去消化。

首先，政府直接投资和主导的“铁公基”项目建设增多，国有企业增加负债去维持传统产能和扩张“新兴产业”产能，政府和国有企业债务迅速扩张。2013 年 6 月底各级政府直接负有偿还责任的债务达 20.7 万亿元，近几年又有较大程度的增长。

其次，地方政府积极推动资金流向基础设施建设、房地产、城市再造等，不少金融机构增持政府信用关联资产的倾向上升，“围着政府转”，两者行为高度相关。2014 年地方债务清理规范及 2015 年预算法旨在规范地方政府举债、控制地方融资平台贷款、提高地方政府融资的透明度和可靠性，但追求经济增长的冲动和“撒账”心态导致一些地方多方寻求非正规渠道或通过引导基金、政府增信等新方式融资。为吸引资金并取得合规性和合法性，这些融资往往采取多个机构合作、多种资金结合、多层结构嵌套、多次加杠杆等，每层结构似乎都有利可图且符合现行规定，但最终都流向基础设施、房地产等领域，其中不少项目财务可持续性存疑，严重依赖土地出让、财政投入或滚动融资。政府短期内虽以少量资金

成功撬动大量社会资金，但也需承担很大的长期偿付责任。很多令人眼花缭乱的所谓金融创新背后的逻辑大体类似。再次，金融信用增量在短期内扩张太快，而存量风险无法有效调整，总体信用质量劣化的风险上升，政府需承担的“隐性担保”或“兜底”责任明显加大，如金融风险处置、刚性兑付等。

#### 四、防范金融体系复杂化风险的根本

“复杂化”一词并非严谨的研究概念，也难以量化，但一定程度上可用来概括近几年中国金融体系的新变化。在看似复杂的金融现象背后，核心逻辑是中国在近些年加快城市化和进入中等收入发展阶段后，以土地和房地产为主要介质的快速资产化和金融化。在多方主体共同行为的表象下，地方政府和银行体系的行为逻辑和模式值得重点剖析，金融业与新技术、新业态的互动值得关注。银行业表内外信贷扩张很大程度上是全社会金融扩张的“节拍器”和复杂关联的“发源地”。不深入研究分析银行业机构行为及其关联性，就很难真正理解这种复杂性的逻辑。

现阶段金融体系的复杂化有其阶段性和特殊性，理论上会随着资产价格波动有所收敛，但若按照过去几年信用主体的行为逻辑持续发展，继续发散的概率较大。金融体系复杂化有促进金融业发展的积极方面，但危险在于可能加剧金融失衡风险，即资产价格较快上涨和信贷快速扩张的同时出现杠杆率攀升和期限错配加剧，加大金融体系“崩溃”和严重经济衰退的概率。因此，金融体系复杂化值得高度关注和警惕。

金融体系复杂化直接受金融监管范围和强度的影响。随着 2017 年上半年中国金融管理部门释放信号并出台强化监管的措施以来，金融体系复杂化的一些典型特征已受到抑制，如 2017 年三季度末银行业同业资产和负债分别比年初减少 2.6 万亿和 2 万亿元，其中特殊目的载体（SPV）增速比 2016 年同期下降 47 个百分点。值得注意的是，金融体系复杂性有着发展阶段、国情、体制机制和市场主体行为模式等内在演变逻辑，强化监管不可能消除金融创新和复杂性演化。要真正提高监管效能，必须首先充分认识金融体系复杂性的动因和趋势。

防范金融体系复杂化风险的根本在于深化改革、兴利除弊，有必要从供需两端强化信用约束，有序规范地方政府举债和过度动员金融资源的行为，有针对性地加大金融监管的协调和执行力度，尽快弥补制度短板，抑制金融信用过度、无序和过快扩张。只要深入贯彻中央精神，真正按照回归本源、优化结构、强化监管、市场导向的原则，贯彻落实好服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革等任务，金融体系复杂化可能引发的风险就会趋向收敛并降低，金融体系将会更加健康、可持续和稳健。

[Top](#)

## 重要声明:

本报告的信息均来源于公开资料，其来源及观点出处皆被我公司认为可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，客户和决策者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为兰瑞智库，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**我们的一切努力都是为我们的客户——  
提升竞争优势，共同创造持续长远的收益**

主办：兰瑞智库经济战略研究中心  
网址：<http://www.runwaysys.com/>  
e-mail: [runwaysys@163.com](mailto:runwaysys@163.com)  
全国客服热线：4001182162