

不同国别下的金融稳定路径选择

金融稳定专题研究

2017 年金融去杠杆以来，金融稳定框架逐渐完备，金融稳定法呼之欲出，存款保险等行业保障基金和金融稳定保障基金加入金融风险防控长效机制。本文尝试分析中国金融稳定与金融创新的发展历程，同时与国外实施路径交替对比总结经验。

- 金融稳定、金融创新和零道德风险三者难以同时兼顾，依金融体系差异和国情差异，不同阶段的政策选择也会有所变化。纵向来看，中国从 20 世纪末的金融压抑到 21 世纪 10 年代的金融创新，再到 2017 年以来的金融稳定兼顾金融创新路径，走出了符合实际的一条道路。一方面，加快出台金融稳定法，明确金融风险处置的触发标准、程序机制、资金来源和法律责任。另一方面，“自救”将成为当前和今后应对金融风险的主要方式。如果“自救”失败，则股东承担机构破产重组或清算的法律后果，此时为保护中小存款人利益、防范系统性风险，“他救”机制和金融稳定保障体系开始发挥作用。“金融稳定+零道德风险”组合仍将是二十大后不变的主题。
- 各国都在“创新-监管-再创新-再监管”的循环中往复，但由于国情不同，德国、日本、美国的选择也各有差异。在 20 世纪 80 年代的金融自由化浪潮以来，德国金融系统保持稳定、日本经历经济危机后通过存款保险机制等措施逐渐降低不良率、美国则是在经历次贷危机强化监管后又开启了放松管制的步伐，三者选择的金融稳定路线各有不同。综合来看，核心在于以下几点：首先，现代金融体系需适合各国国情和适应发展需要；其次，去杠杆应当与促进经济良性循环有机结合，维持低宏观杠杆率不应只是金融部门的事，国民经济良性循环带来的企业部门、居民部门、政府部门低杠杆率对于降低宏观杠杆率更为重要。
- 住房金融具有系统重要性，住房金融市场稳定是金融稳定的基石，审慎和节制是住房金融市场稳定的关键。德国住房金融市场稳定受益于德国央行对货币的保护、发达的住房租赁市场和审慎性住房金融制度，而日本曾因地产泡沫被刺破引爆银行危机，美国也因地产泡沫爆发次贷危机。与德国类似，中国同样高度关注房地产泡沫化倾向，稳定资产价格，但在金融稳定路径选择上，中国更倾向于选择“金融稳定+零道德风险”组合，主张打破全面兜底，引导不良资产市场化处置，实现长期稳定的住房信贷金融政策。一方面，稳定购房者预期，支持刚需和改善型购房需求，同时抑制投机性需求。另一方面，规范房企融资用途，防止过度融资，同时支持房企合理融资需求，提供一定时间窗口让存在问题的房地产企业有自救机会，即自身债务自清。从而实现既能通过短期措施促进房地产市场稳定，又能通过长期制度建设促进房地产市场健康发展，最后落实到维护金融稳定之上的战略。
- 风险提示：三重压力进一步加大；房地产风险持续扩散；国内新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《11 月通胀点评：防疫措施放开或带动消费需求 and 价格上行》20221209

《1207 政治局会议点评：开好局起好步》20221207

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

一、金融稳定的不可能三角	4
金融稳定期：1998 年-2008 年.....	5
金融创新期：2009 年-2016 年.....	5
回归稳定期：2017 年至今.....	7
二、发达国家如何权衡	8
德国：金融体系长期保持稳健	8
日本：从金融自由化走向金融大爆炸改革	9
美国：强化监管和放松管制的轮回	10
三、妥善处置房地产是金融稳定关键	12
房地产与银行业关联程度较高	12
目前的银行业房地产风险暴露	13
三箭齐发是房地产处置的关键因素	15
四、主要结论	16

图表目录

图表 1. 金融稳定、金融创新、零道德风险难以三者兼得	4
图表 2. 2008 年开始放松银根	5
图表 3. 表内信贷扩张加速	5
图表 4. 2012 年后不良率再度攀升	6
图表 5. 理财资金一度大量投向非标资产	6
图表 6. 2017 年之前资管行业规模快速攀升	6
图表 7. 金融部门杠杆率一度大幅攀升	6
图表 8. 2018 年非标断崖式下跌	7
图表 9. 2018 年债券违约数量增加	7
图表 10. 德国金融保险业增加值占比低于美国	8
图表 11. 德国非金融部门杠杆率远低于其他发达经济体	8
图表 12. 1990 年后金融机构向房地产借贷意愿下降	9
图表 13. 1998-2002 年间大量银行破产	9
图表 14. 2002 年后日本银行不良贷款率下降	10
图表 15. 经通胀调整后的商业房地产价格持续走高	11
图表 16. 商业地产收入相对于价格继续下降至历史低位	11
图表 17. 2020 年后金融机构投向房地产贷款余额增速下降	13
图表 18. 房地产贷款增速放缓	14
图表 19. 新增房地产贷款占比下降至 4.7%	14
图表 20. 房地产信托贷款余额占比下降至 8.53%	14
图表 21. 2020 年以来房地产信托贷款持续压降	14
图表 22. 公积金贷款规模增速维持在 10% 左右	15
图表 23. 投向非标的理财规模占比下降至 7.1%	15

前言：2022年12月14日，银保监会主席郭树清在人民日报发表《加强和完善现代金融监管（认真学习宣传贯彻党的二十大精神）》。文章谈到，加快出台金融稳定法，明确金融风险处置的触发标准、程序机制、资金来源和法律责任。从2017年金融去杠杆以来，金融稳定框架逐渐完备，存款保险等行业保障基金和金融稳定保障基金加入金融风险防控长效机制。本文尝试分析中国金融稳定与金融创新的发展历程，同时与国外实施路径交替对比总结经验。

一、金融稳定的不可能三角

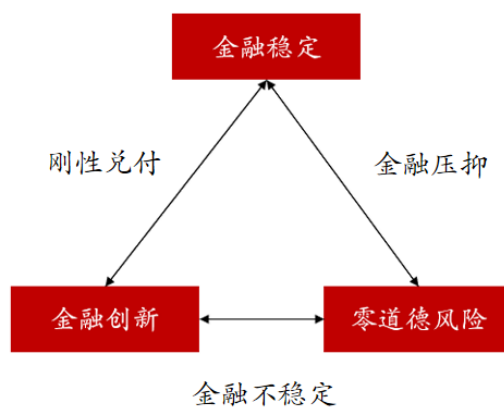
从金融制度设计和变迁历史来看，如何在金融稳定与金融创新之间取得平衡，构建一个稳健的金融体系，一直以来都是金融稳定制度变迁的核心命题。金融体系的运转存在内在创新需求，这种创新需求的创造往往为金融体系注入了不稳定性。金融不稳定积累到一定程度，大概率引发金融危机。以美国为例，在金融危机之前，美国的货币市场基金和证券化产品高等级部分的收益比银行存款利率高，但投资者低估了其信用和流动性风险，导致定价错误的是金融创新以及金融工程创造的复杂产品，但副作用是给投资者造成风险被成功分散和管理的错觉。在危机爆发后，为了控制恐慌情绪的蔓延，在最紧张的时刻，美国政府承诺对所有货币市场的债务担保，目的并不是保护小投资者，而是因为害怕挤兑威胁到整个金融体系的稳定。面对金融危机，货币当局需要决定“救”与“不救”两种选择。不救助，引致金融不稳定和系统性风险；救助则导致刚性兑付，带来道德风险。因此，一个国家的货币当局必须在金融稳定、金融创新和零道德风险之间选择两项，难以三者兼得。

情景一：金融稳定和零道德风险。在该政策组合下，货币当局必须实行严格的行业管制，无论金融业发生怎样的风险，货币当局都承诺不予救助，这也导致金融风险存在极强的外溢性。因此为确保金融稳定，使得投资者和存款人不受外溢性影响，必须实行严格的业务规则，形成金融压抑。

情景二：金融稳定和金融创新。在该政策组合下，货币当局可以实现消除金融压抑并确保金融系统稳定，代价是必须承担金融创新造成的金融不稳定和系统性风险，以及货币当局作为最后贷款人的担保。

情景三：金融创新和零道德风险。在该政策组合下，货币当局实行最严格的金融交易买卖双方自担风险的制度安排，因此势必要求对金融不稳定有一定承受力。这一组合行为的可置信程度取决于政策当局在多大程度上容忍系统性风险。

图表 1. 金融稳定、金融创新、零道德风险难以三者兼得



资料来源：中银证券

从中国的经验出发，根据时代的主题不同，在组合的权衡上也有所变化。梳理过去二十年的金融发展历程，可以划分出以下几个阶段：

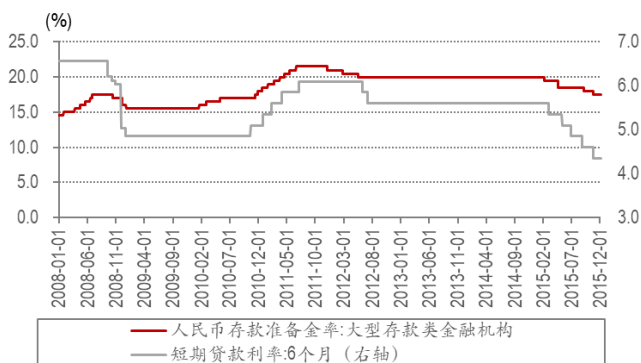
金融稳定期：1998年-2008年

这一期间实际采取了第一种组合。在此期间，央行剥离了监管职能，银监会开始成立，现代化的金融系统建设也基本完成，为确保金融体系稳定性，在以银行为主导的金融体系下，通过剥离银行的非商业银行业务实现分业经营，1998年出台《证券法》规定，“证券业和银行业、信托业、保险业分业经营、分业管理”，同年11月国务院决定成立中国保监会，将保险行业的监管职能从中国人民银行分离出来。2003年4月，中国银监会正式组建。直到2003年后，政策上才对混业经营有适当的放开。

金融创新期：2009年-2016年

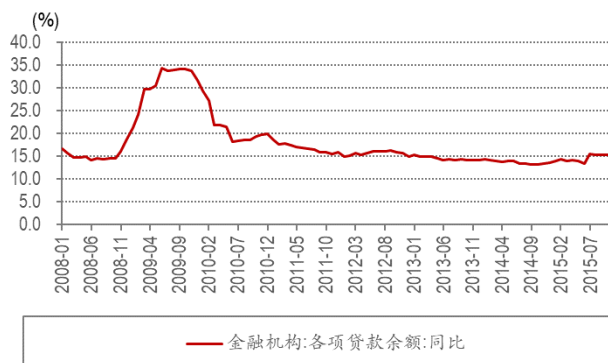
这一期间实际采取了第二组合。这一阶段的金融创新本质上是2012年以后金融自由化的产物，但需要溯源至2009年开启的信用扩张，这轮的逆周期调节力度较大，包括大幅降低存款准备金率、降低贷款基准利率，暂时取消对商业银行贷款规模的限制、支持银行扩张表内信贷，中央政府投入1.18万亿、地方投入2.82万亿扩大基建投资等举措，使得表内信贷扩张大幅加速。

图表 2. 2008 年开始放松银根



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 表内信贷扩张加速



资料来源：万得，中银证券

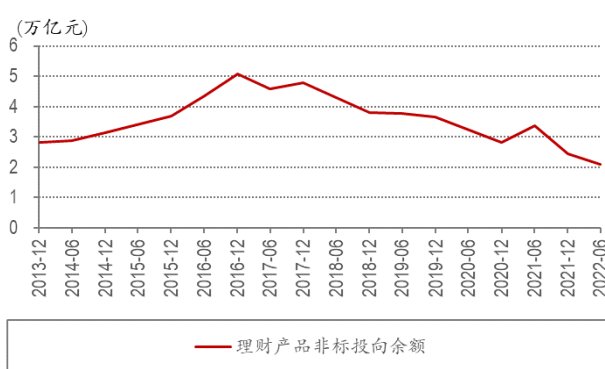
地产与基建投资的需求带动表外资产大幅扩张。政策刺激后，一方面房地产投资开始过热并有了泡沫化倾向，另一方面城投成为了地方政府举债的重要载体，基建投资进入高速扩张期。同时在二者的需求带动下，处于产业链中下游的钢铁、煤炭等重工业企业也开始竞争性地扩张产能争夺市场。然而短时间内重工业行业就出现了产能过剩、资产负债率过高等问题。为了抑制经济过热以及重工业行业的过度扩张，2010年后央行收紧银根，并开始限制表内贷款对房地产、城投和“两高一剩”产业的规模。在表内贷款的资金来源被切断后，以银行理财为代表的监管约束较少的影子银行替代了银行表内信贷，继续为城投、地产注入资金，创造出了新的信用资产“非标”。

图表 4. 2012 年后不良率再度攀升



资料来源: 万得, 中银证券

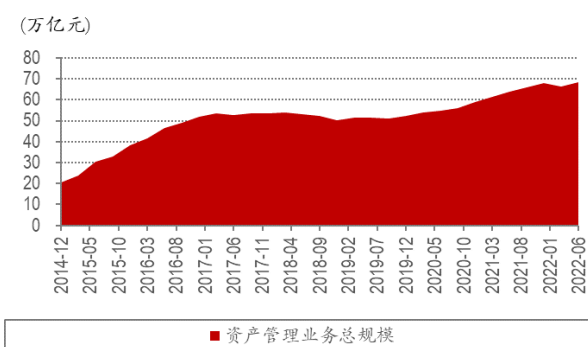
图表 5. 理财资金一度大量投向非标资产



资料来源: 万得, 中银证券

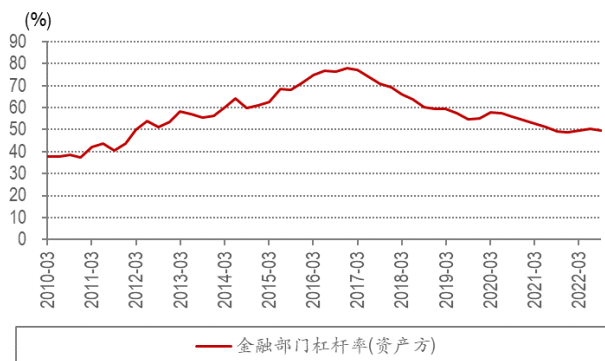
金融自由化程度加深。在 2012 年以后的五年时间里，金融自由化程度逐渐深化，影子银行的交易结构设计不断迭代、层出不穷，从最初的银行理财与信托表外合作，到银行表内自营与信托的合作，再到银行理财、券商资管/基金子公司与信托公司的三方合作，除信托外，基金、证券、保险，也都可以作为通道方。在银信、银基、银证、银证基等各种模式下，商业银行主导的影子银行业务迅速增长，尤其是在 2014 年以后，在新一轮的降准降息宽松周期后，货币宽松下“资产荒”导致资金脱实入虚，造成机构间加杠杆，资金空转套利，金融部门杠杆率一度大幅攀升。

图表 6. 2017 年之前资管行业规模快速攀升



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 金融部门杠杆率一度大幅攀升



资料来源: 万得, 中银证券

未进行机制深度改革的金融自由化不可持续。这一时期金融自由化持续加深的内在原因，在于国内的确存在着它们生存的土壤。一方面，利率双轨制下，低利率的银行存款满足不了居民理财意识的增长，导致国内储蓄大幅搬家至市场利率较高的银行理财、券商资管等产品中。又凭借着期限错配和滚动续作两个特征，影子银行能用这些高成本短期限资金来配置这些长期限高收益资产。只要刚兑+资金池运作的模式不被打破，影子银行就能始终存续。

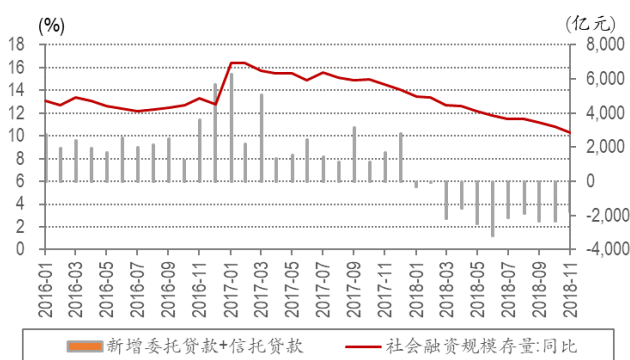
但是这种模式的背后隐藏了诸多风险。一是影子银行的资金来源主要是短期信贷，但资金流向却是高收益的长期贷款，这样期限的不匹配很可能导致银行发生流动性危机；二是影子银行自身不具备充足的资本金抵补亏损，却又要保证刚兑，最后极有可能需要借用机构表内的资本金来贴补。因此，在度过了 2014 年-2016 年经济压力最大的几年后，在 2017 年经济稍微企稳复苏之际，监管便开始着手整顿影子银行。

回归稳定期：2017 年至今

这一期间实际回归了第一组合，通过打破刚兑实现了金融稳定和零道德风险的结合。

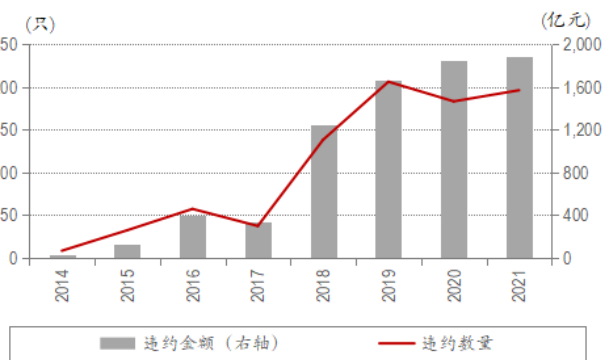
金融去杠杆拉开序幕。原银监会从 2017 年上半年开启银行业“三违法”“三套利”“四不当”“十乱象”等的整治工作，强化金融监管、防控金融风险被提到前所未有的高度，金融行业迎来了新一轮的高压规范监管。这一整顿采用了“严监管+货币收紧”的组合拳来切断影子银行的流动性来源，打击影子银行资金池运作的业务模式，影响非标资产的创造。具体措施包括控制同业存单的扩张、施加表内流动性监管指标约束、打击银行与信托开展通道业务等。从社融口径看，2018 年以后委托贷款和信托贷款持续大幅下滑。企业债务接续难度上升，融资环境恶化，加之债券大量到期，导致违约事件频发，债务风险加大，并逐渐传染至权益市场与银行表内信贷。

图表 8. 2018 年非标断崖式下跌



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 2018 年债券违约数量增加



资料来源：万得，中银证券

资管新规卓有成效。资管新规下，刚性兑付将不再可行，资金池也将得到严格规范。同时，新规大幅提高了合格投资者门槛，使风险匹配原则得到有效遵循，确保了打破刚兑的实际执行。净值化转型程度持续提升，自 2018 年 4 月资管新规颁布，银行理财业务开始步入向净值化全面转型的新时期。过渡期内，净值型产品的规模与占比不断提升。截至 2022 年 6 月，净值型理财产品存续规模达到 27.7 万亿。其次，过渡期内，银行理财嵌套投资券商、信托、基金等各类资管产品的业务规模显著下降，截止 2022 年 6 月，银行理财产品持有非标资产的规模为 2.3 万亿元，较资管新规发布前 2017 年 6 月规模压降 51 个百分点。

总结来看，不同阶段的政策选择也会有所变化。纵向来看，中国从 20 世纪末的金融压抑到 21 世纪 10 年代的金融创新，再到 2017 年以来的金融稳定兼顾金融创新路径，走出了符合实际的一条道路。结合当前实际，金融稳定+零道德风险将是未来的主题。一方面，加快出台金融稳定法，明确金融风险处置的触发标准、程序机制、资金来源和法律责任仍是二十大后不变的主题。另一方面，从易纲近期的表述来看，“自救”将成为当前和今后应对金融风险的主要方式。如果“自救”失败，则股东承担机构破产重组或清算的法律后果，此时为保护中小存款人利益、防范系统性风险，“他救”机制和金融稳定保障体系开始发挥作用。

二、发达国家如何权衡

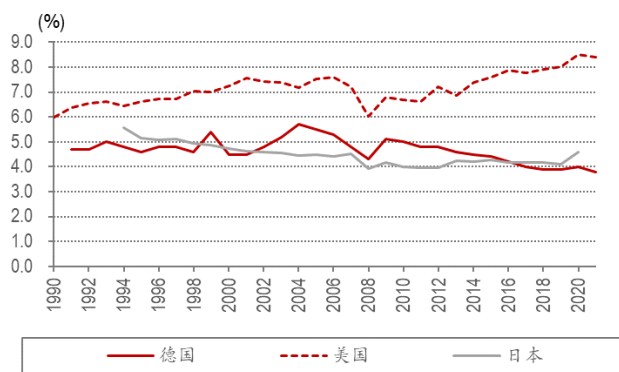
全球性金融危机具有历史周期律。各国通例是只要有经济周期必有滞后性金融周期，资产负债表危机具有必然性。但如何权衡金融稳定与金融创新方向以应对危机却有不同，以德国、日本、美国为例，在 20 世纪 80 年代的金融自由化浪潮以来，德国金融系统保持稳定、日本经历经济危机后通过存款保险机制等措施逐渐降低不良率、美国则是在经历次贷危机强化监管后又开启了放松管制的步伐，三者选择的金融稳定路线各有不同。

德国：金融体系长期保持稳健

从国际比较研究看，德国金融体系相对保守与稳定，总体结构稳定、层次分明，在应对金融稳定问题上倾向于选择“金融稳定+零道德风险”组合，相应地在支持创新发展方面力不从心。

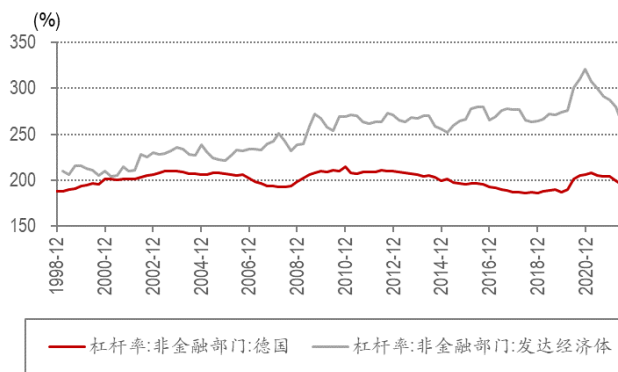
货币稳定是德国金融稳健的首要支撑因素。二战以来，德国并没有像美国、日本和英国等国一样发生大规模金融危机。德国金融系统的稳定性体现在三个方面：一是避免了经济金融化的浸染，维持着“小金融、大实体”格局。德国始终维持着较小的金融规模和庞大的制造业部门，生产要素“脱实向虚”的现象不突出，金融业比重长期低于 5%，与美国重金融业轻制造业的情况相反。其次长期保持低杠杆率。过去 20 多年来，受金融化浪潮和应对国际金融危机的影响，美国等发达国家宏观杠杆率大幅上升。与此相反，德国宏观杠杆率不升反降，与其他发达国家和全球趋势形成了强烈反差。截止 2022 年年中，德国非金融部门杠杆率仅为 195.1%，低于发达经济体平均水平接近 70 个百分点。三是德国银行业长期隔离于私有化浪潮。在全球私有化浪潮的大背景下，受储蓄银行市政托管体制、联邦主义等因素影响，德国保有大量非利润最大化导向的银行，且几乎没有出现公共银行和合作社的私有化，与美国、英国、欧洲其他国家和大多数转轨经济体的市场化银行体系形成了强烈反差。德国银行业中无论是按机构数还是资产规模计算，私营性质的商业银行部门均不占据主导，起主导作用的是非利润最大化导向的银行。

图表 10. 德国金融保险业增加值占比低于美国



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 德国非金融部门杠杆率远低于其他发达经济体



资料来源：万得，中银证券

四重制度保障住房金融市场稳定。住房金融市场稳定或金融与房地产的良性循环受益于德国央行对货币的保护、发达的住房租赁市场和审慎性住房金融制度。住房金融制度的审慎性集中体现为四点：基于 MLV（抵押贷款价值）的抵押物价值评估、LTV（贷款价值比）且以 MLV 为基准计算贷款价值比、固定利率占主导、再融资不出表的潘德布雷夫抵押债券模式。其中 MLV 是对房产价值的保守评估，其评估值通常也是经济周期内的最低价格。这些制度设计，有助于隔离货币政策变动对房地产市场的扰动，弱化金融和房地产市场顺周期性叠加，避免房价上涨与房贷扩张的螺旋式循环。

德国与中国在经济金融发展道路和制度安排上存在较多相似性。例如，中德两国金融体系的银行主导特征都十分明显，国有金融机构比重高，两国都重视实体经济发展，出口导向性特征明显，两国都实行大陆法系等等。但不同在于，中国在过去借鉴德国模式的同时也学习了英美模式，走了一条以影子银行、表外业务、同业业务迅速发展为主要特征的市场化道路，同时也出现了金融业急剧扩张，金融与实体经济失衡，金融风险大量累积等问题。

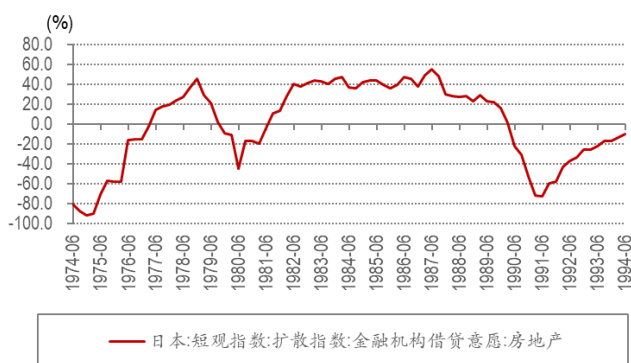
日本：从金融自由化走向金融大爆炸改革

日本金融体系经历了从金融自由化走向金融大爆炸改革的历程，在应对金融稳定问题上也由“金融稳定+金融创新”转向“金融稳定+零道德风险”组合。

日本的金融自由化改革是时代的产物。上世纪80年代日本经济追赶阶段结束，日本经济由高速增长向中速增长转变，资金状况由储蓄不足向储蓄过剩转变，同一时间由于对美贸易摩擦加剧，美国等国强烈要求日本开放其国内金融市场。在国内外合力下，日本开启本国金融自由化和国际化，但转向过快的金融自由化增大了银行风险投资的倾向。但由于对不良资产的监管和应急处理迟缓、滞后，未能成功监测和监管资金流动的快速转变，以及经济部门资产负债表结构发生变化，日本未能保持住金融稳定。银行不良资产问题和经济下行开始恶性循环，最终演变为银行巨额的不良债权，导致一系列金融机构破产，其间还伴随着“僵尸企业拖累僵尸银行”现象，即东亚国家依靠政府对银行不公开担保确保净资产为零以下的银行保持不死不活的运行。

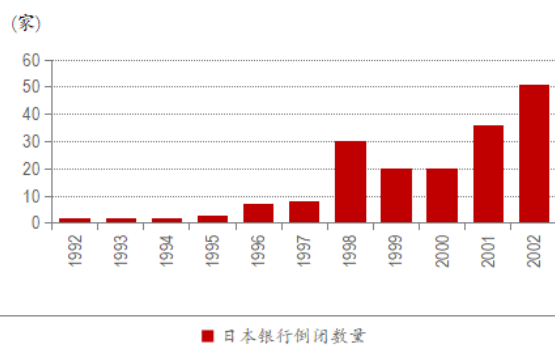
在泡沫破裂后，从1991年起日本的中小金融机构开始破产。造成这种情况的主要原因在于这些机构在泡沫时期过度放贷，尤其是在房地产贷款方面形成了大量不良贷款。1995年如何处理持有巨额不良贷款的专营房地产贷款业务的非银行金融机构，成为了一个严重问题。然而注入公共资金因遭到强烈反对而作罢。在此期间，此前一向被认为较为健康的金融机构的经营状况也在逐渐恶化。从1997到1998年，一流大型银行和大型证券公司也相继倒闭。日本金融机构的破产数量从这个时期开始急剧增长。

图表 12. 1990年后金融机构向房地产借贷意愿下降



资料来源：万得，中银证券

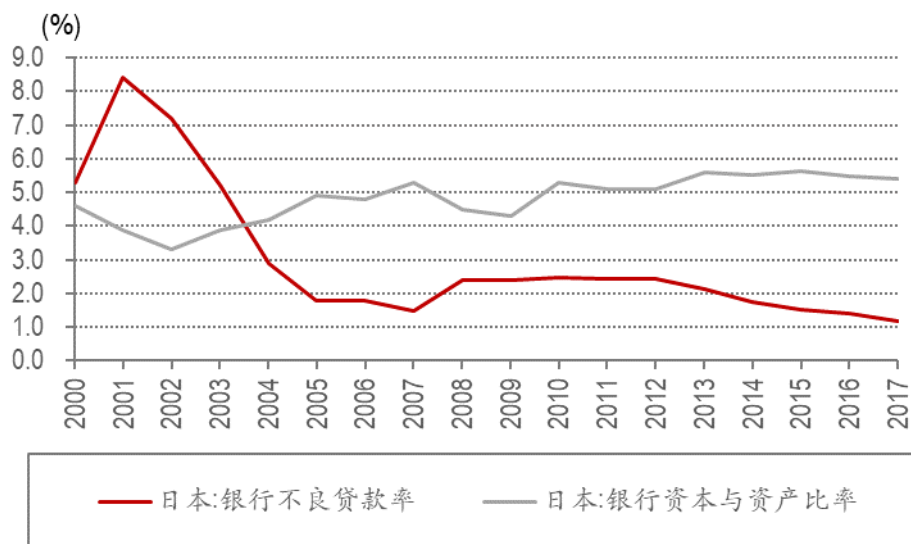
图表 13. 1998-2002年间大量银行破产



资料来源：万得，中银证券

金融大爆炸改革主张打破全面兜底，引导不良资产市场化处置。1998年4月，日本开始了“金融大爆炸”改革，引导不良资产处置从政府主导、全面救助转向自由竞争、效率主导的模式。为了能够废除金融行政和金融行政对金融机构的过度保护，使效率低下的金融机构退出市场，日本修改《日本银行法》，明确了日本银行稳定物价和维护金融体系稳定职能；且废除大藏省对日本银行的指令权和禁止因为意见向左而解雇重要干部。为了能够顺利进行破产处置，日本政府于1998年10月建立起相应的政策框架，其中包括将金融机构暂时收归国有等政策。同时设置了一个新的框架以帮助金融机构补充资本，几家问题严重的大型金融机构被暂时收归国有，其他大型金融机构则被注入了巨额资金。为了能够促进金融机构间的重组和整合，实现混业经营，在1997年12月日本修改后的《反垄断法》规定原则上可自由设立控股公司。此后，1998年10月通过了以金融机构破产处理为核心的《金融再生法案》和以事前防范金融危机为目的的《金融健全化法案》，两部法案分别关注金融机构破产处理和防范金融风险，将不良资产处置方式由政府主导、全面救助的模式向市场化自由竞争、效率主导的模式转变，以市场化的方式处置可以减少道德风险，从根本上约束和减少不良资产的产生。但日本政府直到1998年10月才开始直接将资金注入到问题金融机构中，此时日本经济已经度过了“失去的十年”，救市效果有限。2004年，主要商业银行不良资产率大幅下降。

图表 14. 2002 年后日本银行不良贷款率下降



资料来源：万得，中银证券

美国：强化监管和放松管制的轮回

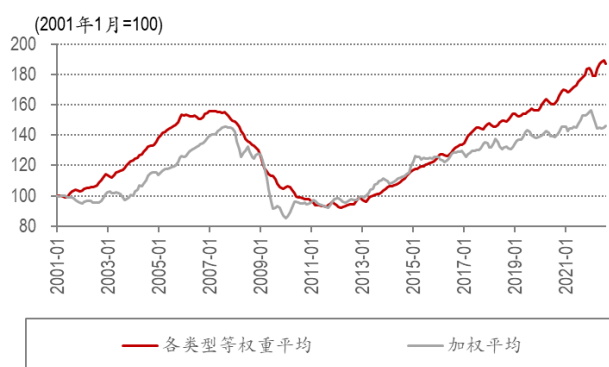
次贷危机以来，美国金融监管政策经历了从强化监管到放松管制的十年轮回，在应对金融稳定问题上往往更倾向于选择“金融创新+零道德风险”组合。

特朗普政府修改沃尔克规则，放松金融监管。2008年，奥巴马政府在次贷危机的惨痛教训下，开始对金融业进行严格监管，出台了《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》以及极为严格的沃尔克规则。但是，自特朗普竞选总统开始，放松金融管制的呼声渐强。特朗普在竞选阶段就对沃尔克规则提出严厉的批评，认为沃尔克规则对大型金融机构进行的严格监管，抑制了华尔街金融创新并降低了美国在国际金融体系中的竞争力。其一上台就放松了对金融体系的管制，重点是修改沃尔克规则，提高美国金融体系的效率和国际竞争力。2017年6月以后，在华尔街的推动下，特朗普政府放松金融监管，通过《促进经济增长、放松监管要求、保护消费者权益法案》，修订《多德-弗兰克法案》和沃尔克规则，对抵押贷款、社区银行、大型银行和证券市场的监管均进行了放松。长期低利率、资产价格持续上涨、监管放松等加剧了金融机构的顺周期性和道德风险。金融机构风险偏好上升，投资决策更加激进，信贷市场未偿债务同比持续上升。

作为《经济增长、放松监管和消费者保护法》中最为重要的内容之一，“沃尔克规则”修订案于2019年8月20日获得美国货币监理署和美国联邦存款保险公司的批准，美国金融监管放松走向了新高潮。美国金融监管呈现从强化到放松的十年轮回。在美元霸权体系下，美国拥有全球最发达的金融市场，其金融监管政策对于全球具有显著的外溢效应。随着美国货币政策调整、税制改革以及实质放松金融管制，其他经济体可能面临较为显著的金融波动和经济冲击，甚至产生系统性的影响。

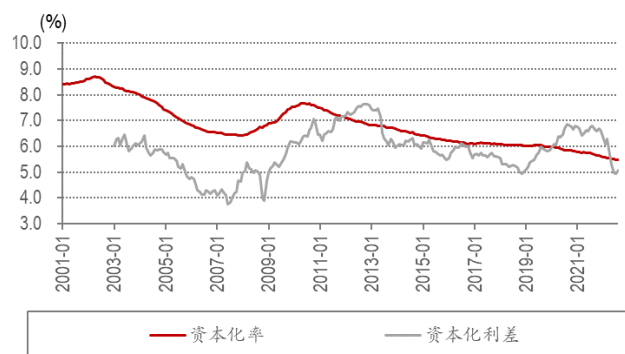
放松金融监管抬升系统不稳定性。放松金融监管在为金融机构带来活力的同时，往往也让金融机构主动或者被动地承担着更多风险。例如，美参众两院通过的《放松监管法案》虽然本意是为中小银行减少监管压力，但很大程度上也放松了对于大型金融机构的监管，使得金融机构承担更多风险，增加整个金融体系的不稳定性，美国金融机构大型化发展趋势有所抬升，或许将为系统重要性金融机构埋下风险隐患。另一方面，房价估值压力抬升也存在隐患。由于估值处于高位，房价可能对冲击特别敏感。自2021年以来，商业地产价格继续上涨，尽管最近几个月的速度有所放缓，但由于资本化率和资本化利差都处于低水平，商业地产估值压力已经上升。虽然随着美联储加息，近来美国房价涨幅有所放缓，但与租金等指标相比，房地产估值仍然偏高。

图表 15. 经通胀调整后的商业房地产价格持续走高



资料来源：美联储，中银证券

图表 16. 商业地产收入相对于价格继续下降至历史低位



资料来源：美联储，中银证券

注：数据是基于2009年美国全国面积的工业、零售、办公和多户住宅行业加权资本化率的12个月移动平均值。资本化利差为资本化率减十年国债实际收益率。

总结来看，各国都在“创新-监管-再创新-再监管”的循环中往复，但由于国情不同，德国、日本、美国的选择也各有差异，核心在于以下几点：**首先，现代金融体系需适合国情和适应发展需要；其次，去杠杆应当与促进经济良性循环有机结合，维持低宏观杠杆率不应只是金融部门的事，国民经济良性循环带来的企业部门、居民部门、政府部门低杠杆率对于降低宏观杠杆率更为重要；再次，住房金融具有系统重要性，住房金融市场稳定是金融稳定的基石，审慎和节制是住房金融市场稳定的关键。**德国住房金融市场稳定受益于德国央行对货币的保护、发达的住房租赁市场和审慎性住房金融制度，而日本曾因地产泡沫被刺破引爆银行危机，美国也因地产泡沫爆发次贷危机。与德国类似，中国同样高度关注房地产泡沫化倾向，稳定资产价格，但在金融稳定路径选择上，中国更类似于日本，主张打破全面兜底，引导不良资产市场化处置。

三、妥善处置房地产是金融稳定关键

全球历次大的金融危机大部分都是由房地产泡沫崩盘所致，其他资产难以产生如此巨大的冲击。房地产市场对金融的过度依赖，银行对房地产业过度偏好，使得房地产业与银行的关联度越来越高。从德国、日本的经验来看，银行主导型金融体系中，住房金融市场稳定具有系统重要性，在金融自由化过程中一方面应主张软着陆，另一方面也应当引导不良资产市场化处置。

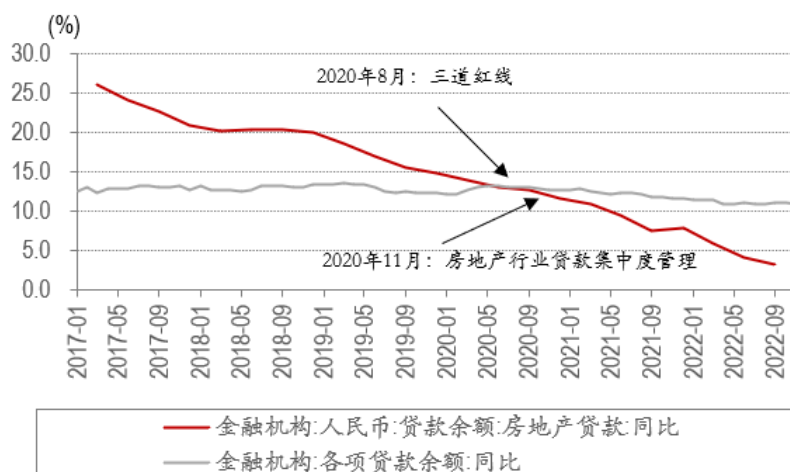
房地产与银行业关联程度较高

房地产价格的波动将对金融稳定产生很大程度的影响。我国金融市场是以银行为主体、以间接融资为主要方式的金融体系。房地产市场在这种金融体系中，也形成以间接融资为主的信贷融资模式。虽然随着房地产信贷政策的不断调整，为适应融资需求，出现了信托、委托贷款等融资方式，但是银行体系仍是金融体系的核心。总结来看，房地产对金融稳定的影响主要在于以下方面：

房地产价格波动通过影响财富的增减，对金融稳定产生影响。 房地产是个人财富的主要组成部分，其价格波动对个人消费者产生很大的影响。对于大多数消费者来说，通常是依靠银行贷款支持购买房地产，房地产价格通常与经济周期正相关，而信贷的可得性又反作用于家庭的消费和企业的投资。抵押贷款在银行贷款总额中所占的比例较高，因此房地产价格波动通过影响抵押品价值来影响金融的稳定。在经济衰退阶段，房地产价格下降，家庭和企业通过抵押资产可以贷到的资金量变少，资金供给减少进一步影响了实体部门的投入和产出，进而影响其经营利润。在经济景气时，抵押品价值随着房地产价格的上升而增加，家庭和企业就可以通过抵押资产的方式得到更多的银行贷款，家庭扩大消费、企业加大资本投入力度，也使银行信贷的规模变大，对金融稳定的影响也随之变大。

通过资产负债表效应，影响金融稳定。 房地产企业作为房地产商品的主要供给者，当房地产商品价格下跌将对房地产企业的销售产生负面影响。因为多数房地产企业都是负债经营，如果没有足够的现金流入来支付债务，就会产生大范围的债务违约。企业的违约事实出现后，也就意味着房地产企业的债权人面临巨大的风险。作为房地产信贷资金的主要供给方，银行就面临着违约风险。随即银行资产负债表上会相应出现呆账、坏账，导致其资产负债表恶化，影响整个银行业的金融安全。从房地产贷款占银行各项贷款余额的比重看，2022年9月为25.3%，如果加上信托等通道业务，占比超过三分之一。如果房企大面积违约，将导致银行不良大幅上升。同样的风险也会来自于个人消费者，因为个人消费者的购房资金也多是源于银行信贷支持。相反，当房地产价格上升特别是非理性繁荣时，将会给金融体系带来一定的风险，包括经济结构不平衡、资源配置长期的无效率、贫富差距进一步扩大等风险。房地产市场的过度膨胀，推动房地产价格上升，因为社会资金有相当比例来自商业银行，这部分资金所面临的市场风险也向银行转嫁，银行承担了房地产发展所带来的风险，将会威胁到金融体系的稳定。

图表 17. 2020 年后金融机构投向房地产贷款余额增速下降



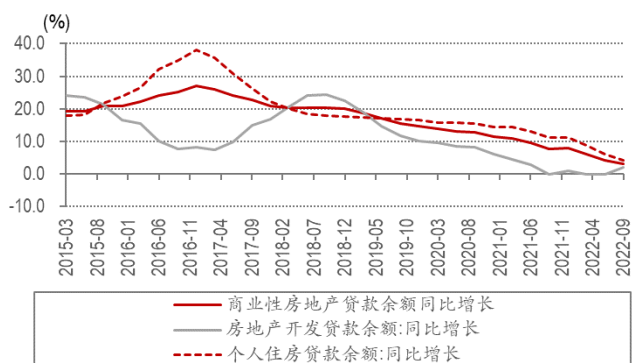
资料来源: 万得, 中银证券

通过托宾 Q 效应, 对银行信贷资产产生作用。托宾提出的 Q 理论, 揭示了资本价格与企业投资支出的相互关联性, 从资产的价值与结构变动的角度系统地解释了资产价格传导机制。房地产价格上升, 一方面会直接提高房地产市场价值与其重置成本的 Q 比值, 从而刺激房地产投资支出增加; 另一方面会提升房地产上市公司以及其他拥有较多房地产的上市公司的投资价值, 推动其股票价格的上涨, 使得托宾 Q 效应发挥作用, 引致该类企业投资支出增加。相反, 房地产价格下跌会引起房地产企业的股票价格下跌, 从而 Q 值下降, 投资减少。房地产价格波动引致 Q 值随之相应变动, 进一步影响整个社会的投资与产出。可见, Q 值的变动导致社会投资和产生的降低, 会直接影响整个银行业进而对金融稳定产生影响。

目前的银行业房地产风险暴露

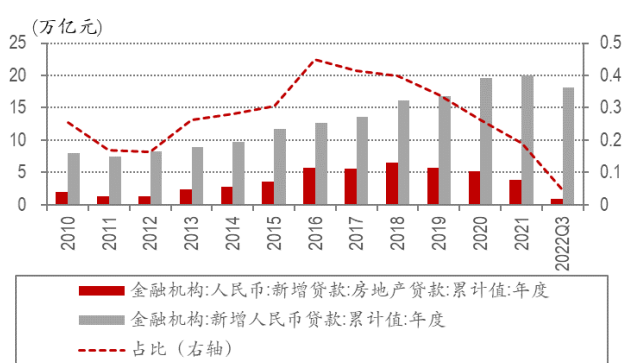
表内融资呈现占比下降、增速放缓趋势。截止 2022 年 9 月, 房地产银行信贷余额达 53.3 万亿。房地产对银行信贷占用体现为对公房地产贷款和个人住房按揭贷款。总体来看, 截至 2022 年 9 月, 房地产对银行信贷占用余额达 53.3 万亿, 占银行贷款比重 25.3%, 较 2019 年顶峰时期下降了 3.7 个百分点。结构上来看, 截至 2022 年 9 月, 对公房地产开发贷 12.7 亿元, 个人住房贷款 38.9 亿元, 占银行贷款比重分别在 2018 年、2020 年见顶, 随着“三条红线”、“贷款两集中”政策出台, 2022 年 9 月分别回落至 6.0%、18.5%。增速来看, 房地产总体贷款、对公房地产开发贷、个人住房贷款余额增速从 2016 年 12 月 27%、8.4%、38.1% 下降至 2022 年 9 月 3.2%、2.2%、4.1%。增量方面, 房地产新增贷款占用银行信贷同样呈现收缩趋势。房地产新增贷款从 2018 年峰值 6.45 万亿降至 2021 年 3.81 万亿, 占新增贷款比重从 39.9% 降至 19.1%。2022 年 6 月新增房地产贷款 8488 亿元, 创 2013 年同期以来增量最低, 占比仅 4.7%。

图表 18. 房地产贷款增速放缓



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 新增房地产贷款占比下降至 4.7%

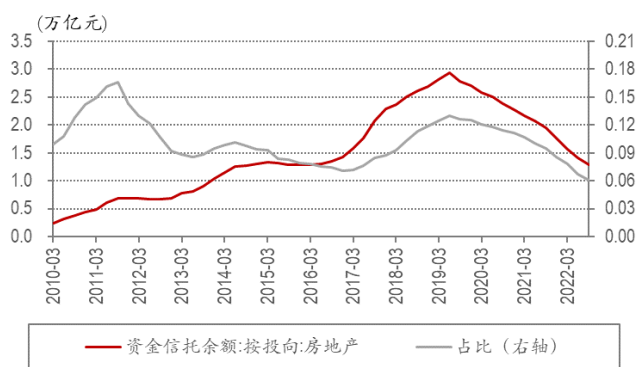


资料来源：万得，中银证券

表外融资中信托贷款大幅压降。 房地产非标融资中，大部分是委托贷款和信托贷款，少量来自融资租赁、小贷和财务公司贷款。

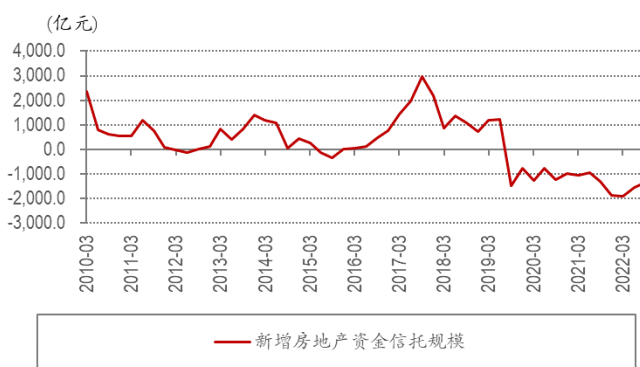
房地产信托存量达 1.4 万亿元，占比下滑至 8.53%。 从投资方式来看，大部分信托资金通过信托贷款或带回购条款的股权融资，投资房地产项目。信托贷款期限灵活、操作简单，交易模式成熟，利息能计入开发成本，但必须满足“四三二”条件；带回购条款的股权信托，采用明股实债的方式规避项目资本金要求，同时固定收益，降低投资风险。总量层面看，受银信监管加强、规范银行理财等影响，房地产信托规模增长放缓，2019 年下半年房地产资金信托余额及占比逐步回落。截至 2022 年 9 月，房地产的资金信托规模为 1.28 万亿元，较 2019 年 6 月压降 56%。从资金信托投向来看，投向房地产的比例从 2019 年峰值逐步下降至 8.53%。

图表 20. 房地产信托贷款余额占比下降至 8.53%



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 2020 年以来房地产信托贷款持续压降

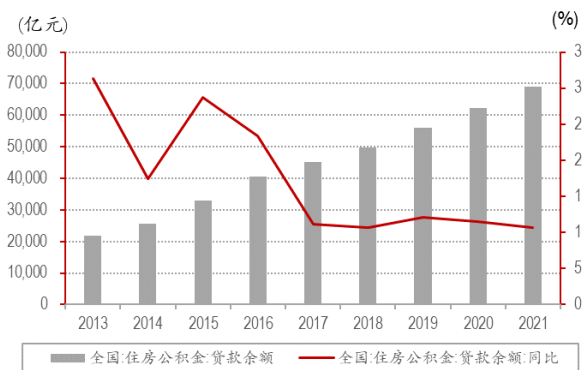


资料来源：万得，中银证券

公积金贷款规模达 6.9 万亿元，同比增速维持两位数。 个人住房担保委托贷款是住房公积金管理中心委托商业银行代发的房屋抵押贷款，计入委托贷款。住房公积金制度关乎民生福祉，近年来政策层不断扩大公积金制度覆盖面，持续改善民生。2012 年-2021 年住房公积金贷款余额从 1.66 万亿元上升至 6.89 万亿元，同比增速一直维持在两位数。2022 年来多地放宽公积金贷款政策，提高公积金贷款额度。自 2022 年 10 月 1 日起，央行时隔 7 年多首次下调首套个人住房公积金贷款利率，5 年以下（含五年）和 5 年以上利率分别下调 15bp，指向公积金贷款需求将进一步提高。

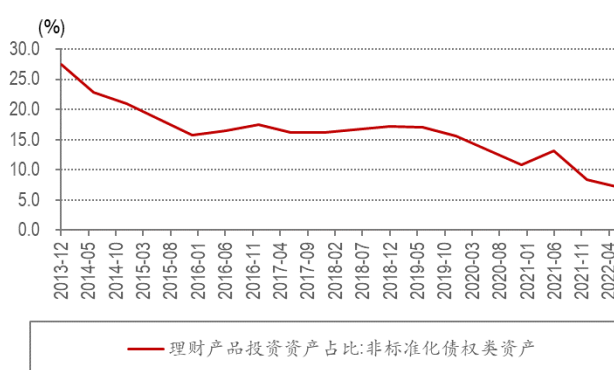
投向非标的理财规模降至 2.3 万亿元，占比降至 7.1%。债券和非标准化债权类资产是表外理财的主要配置方向，也是理财资金流入实体经济及房地产行业的主要方式。受金融监管收紧影响，投向房地产的理财规模回落，银行理财投向非标的规模从 2016 年底 5.1 万亿元下降至 2022 年 6 月 2.1 万亿元，占理财总规模的比重从 17.5% 下滑至 7.1%。商业房地产是非标债权的重点监控行业之一，根据银行业理财年报，2015 年投向房地产业的理财资金占比为 9.68%。资管新规下银行理财规模增速放缓，投向房地产的规模趋降。银保监会副主席梁涛表示，截至 2021 年 4 月末，投向房地产的理财产品规模同比下降了 36%。

图表 22. 公积金贷款规模增速维持在 10% 左右



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 投向非标的理财规模占比下降至 7.1%



资料来源：万得，中银证券

三箭齐发是房地产处置的关键因素

三箭齐发支持房地产融资。11 月以来，央行、银保监会发布“金融 16 条”支持房地产市场平稳健康发展，其中包括信贷、债券和股权融资“三箭齐发”举措：11 月 8 日银行间市场交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资；11 月 21 日人民银行、银保监会召开全国性商业银行信贷工作座谈会，提出要“稳定房地产企业开发贷款投放”等要求；11 月 28 日证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问称恢复上市房企和涉房上市公司再融资。允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业。

第一支箭有望支撑房地产行业贷款。我国金融体系目前仍以间接金融为主导，银行信贷是所有企业最重要的融资渠道之一。对房企而言，开发贷是进行地产施工和投资的主要资金来源，但受 2020 年“三道红线”和贷款集中度管理等政策的影响，房地产贷款余额增速持续下行至各项贷款余额增速以下。随着第一支箭逐渐发力，投向房地产行业贷款增速有望回升，优质房企的资金压力有望得到加速化解。

货币政策仍将保持合理充裕。近期央行副行长刘国强对 2023 年的货币政策进行了解读，“2023 年的货币政策，总量要够，结构要准”。预计 2023 年年初经济仍呈现弱复苏态度，信用扩张缓慢修复，货币政策仍将提供宽松融资环境。再贷款、再贴现、贷款支持工具等结构性货币政策工具将成为主要的中期基础货币投放方式，而抵押补充贷款也将一定程度上承担稳地产功能，保证三支箭支持房地产融资的资金来源。此外，结合近期连续落地的多重松绑手段，我们认为目前的政策组合不会是此轮放松的结束，在看到房地产贷款等指标改善以前，三箭齐发趋势有望进一步深化演绎。

四、主要结论

- 1. 金融稳定、金融创新和零道德风险三者难以同时兼顾，依金融体系差异和国情差异，不同阶段的政策选择也会有所变化。**纵向来看，中国从 20 世纪末的金融压抑到 21 世纪 10 年代的金融创新，再到 2017 年以来的金融稳定兼顾金融创新路径，走出了符合实际的一条道路。一方面，加快出台金融稳定法，明确金融风险处置的触发标准、程序机制、资金来源和法律责任。另一方面，“自救”将成为当前和今后应对金融风险的主要方式。如果“自救”失败，则股东承担机构破产重组或清算的法律后果，此时为保护中小存款人利益、防范系统性风险，“他救”机制和金融稳定保障体系开始发挥作用。“金融稳定+零道德风险”组合仍将是二十大后不变的主题。
- 2. 各国都在“创新-监管-再创新-再监管”的循环中往复，但由于国情不同，德国、日本、美国的选择也各有差异。**在 20 世纪 80 年代的金融自由化浪潮以来，德国金融系统保持稳定、日本经历经济危机后通过存款保险机制等措施逐渐降低不良率、美国则是在经历次贷危机强化监管后又开启了放松管制的步伐，三者选择的金融稳定路线各有不同。综合来看，核心在于以下几点：首先，现代金融体系需适合各国国情和适应发展需要；其次，去杠杆应当与促进经济良性循环有机结合，维持低宏观杠杆率不应只是金融部门的事，国民经济良性循环带来的企业部门、居民部门、政府部门低杠杆率对于降低宏观杠杆率更为重要。
- 3. 住房金融具有系统重要性，住房金融市场稳定是金融稳定的基石，审慎和节制是住房金融市场稳定的关键。**德国住房金融市场稳定受益于德国央行对货币的保护、发达的住房租赁市场和审慎性住房金融制度，而日本曾因地产泡沫被刺破引爆银行危机，美国也因地产泡沫爆发次贷危机。与德国类似，中国同样高度关注房地产泡沫化倾向，稳定资产价格，但在金融稳定路径选择上，中国更倾向于选择“金融稳定+零道德风险”组合，主张打破全面兜底，引导不良资产市场化处置，实现长期稳定的住房信贷金融政策。一方面，稳定购房者预期，支持刚需和改善型购房需求，同时抑制投机性需求。另一方面，规范房企融资用途，防止过度融资，同时支持房企合理融资需求，提供一定时间窗口让存在问题的房地产企业有自救机会，即自身债务自清。从而实现既能通过短期措施促进房地产市场稳定，又能通过长期制度建设促进房地产市场健康发展，最后落实到维护金融稳定之上的战略。

风险提示：

- 1. 三重压力进一步加大：国内需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”持续加大，对经济复苏形成长期制约；**
- 2. 房地产风险持续扩散：房地产政策未见起效，商品房销售难以企稳，房地产投资失速下滑，带动资产负债表衰退；**
- 3. 国内新冠疫情影响扩大：疫情影响扩散，冲击国内供应链，影响居民正常消费。**

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371