

当前信用风险叠加流动性风险：形成、影响与化解

胡洁¹

（中国社会科学院数量经济与技术经济研究所，北京 100732）

在当前经济放缓的背景下，随着全面的金融整顿，去杠杆带来的全面信用紧缩，高杠杆所伴随的风险不断发酵，违约风险事件频发。一些 P2P 平台“爆雷”、债券违约频发，股票市场持续低迷、股权质押平仓风险频现，越来越多的上市公司及其大股东出现了流动性压力和债务危机，叠加中美贸易战引发的不确定性，人民币贬值压力持续增加，市场信心受到严重打击，金融机构风险偏好的下降，导致证券市场持续低迷、信用进一步萎缩，进而加剧了流动性风险，由此呈现信用风险与流动性风险的交替叠加、互相强化，如不及时加以化解，将引发系统性风险。

一、信用风险叠加流动性风险的形成及其影响

近期金融市场动荡加剧，上市公司股权质押、债券违约、互联网金融平台“爆雷”频发，信用风险和流动性风险互相作用、相互强化，呈现加剧态势，集中体现在民企和中小企业的信用风险叠加流动性危机，同时反映出在当前融资形势偏紧形势下，民企和中小企业面临更为严峻的融资难、融资贵困境。

1、债券市场违约密集发生，融资功能受到冲击

在目前经济下行、信用融资环境紧缩状态下，今年以来债券市场违约事件频发，除大量的大型民营企业和上市公司陆续违约，一些地方政府平台（如天津和云南的省级融资平台）也出现违约，从而引发了市场对信用风险的高度关注。据统计，三季度债券违约数量和规模均创新高。截至 10 月底，今年以来债券市场（银行间、交易所）共有 34 家主体发行的 85 只信用债券发生实质违约，涉及违约的债券余额规模为 854.16 亿元，为历史最高金额；2017 年全年共有 35 只债券发生实质违约，违约债券余额 337.49 亿元。特别是这些违约主体中绝大多数是民营企业，而且包含了较多上市公司。34 家违约主体中，非国有企业有 30 家，所占比例高达 88.24%；有 11 家发行主体为上市公司，占违约主体数量的 32.35%。²由此可见，当前民营企业面临更大的债务违约风险，同时部分上市公司也出现债务危机。

由于信用风险事件密集发生，市场机构对发债主体整体持谨慎态度，导致债券发行困难。今年以来，信用债市场净融资大幅萎缩，尤其是中低等级信用债接近冻结，债券市场流动性不足、融资功能下降。高等级短久期依然占主导地位，截至三季末，AA 级及以上信用债券余额占总债券余额的 97.5%，3 年及以内信用债券余额占总债券余额的 70.2%，³表明货币政策传递通道不畅，中低等级信用债发行主体，即民营及中小企业难以从债券市场获取资

[作者简介] ¹胡洁（1970-），女，汉族，陕西咸阳人，中国社会科学院数量经济与技术经济研究所研究员、博士，硕士生导师。

² WIND 数据库。

³ WIND 数据库。

金，由此加大了民营及中小企业的信用风险。

（2）股票市场持续下跌，股票质押流动性风险高起

近期我国股票市场受多种因素影响出现较大幅度异常波动，A股市场接连大幅下跌，今年以来主要指数跌幅超过30%，截至今年10月已经是连续7个月的暴跌，这在A股历史上从来没出现过，也创了世界纪录。随着当前市场的下探，上市公司股权质押爆仓风险大增，已经危及引发系统性风险的底线。

股权质押是企业为增加流动性的融资行为，在当前信用收紧环境下，股票质押成为了民营上市企业，尤其是中小企业当前获得短期流动性的唯一出路。从数据来看，近年来股票质押占A股总市值比例不断提高，以最新价格计算（11月15日），A股市场质押股数6444.3亿股，市场质押股数占总股本10.03%，市场质押市值为45407.93亿元，占A股总市值10.32%，而2016年和2017年分别为5.56%和9.36%。¹据统计，截止11月7日，A股拥有未解押股票质押的公司为3542家，占A股总上市公司数量的99.13%，大多数公司股票质押比例处于较低水平；高质押比例（50%以上）的上市公司数量为146家，占比4.12%，其中质押比例超过70%的上市公司数量为15家，占比0.42%。随着二级市场股价出现大幅下降，一些股权高比例质押的上市公司将面临平仓风险。从重要股东股权质押状况来看，截止11月15日，大股东质押股数6045.4亿股，大股东质押股数占所持股份比6.6%，大股东未平仓总市值13839.12亿元，大股东疑似触及平仓市值29965.9亿元²，将近2成已达平仓线，1成处于预警线与平仓线之间。其中中小板企业股权质押比例高，质押数量少但到期规模压力较大，年内到期压力约2110亿元。由此可见，A股市场下行引发的股权质押危机，主要是民营上市公司存在较为严重的流动性危机。

从流动性及经营层面来讲，在当前去杠杆、强监管背景下，今年以来A股上市公司筹资活动现金净流入额出现下降，货币资金规模缩减，企业整体偿债能力出现恶化；而上市公司质押股票集中到期的资金紧张又造成基本面恶化而引发股价再次下跌，高质押比例的上市公司一旦无充裕流动性，股价下跌引起的违约风险叠加平仓风险将被再次放大，从而陷入股权质押的螺旋式风险。同时上市公司股价大跌，不仅面临平仓风险，也拖累为其提供质押融资的券商，最终需要投资者埋单，这些最终又会传导到企业的生产经营，即对实体经济产生伤害。因此，股权质押风险的增大，其影响将是系统性的。为此，近期相关政策及各方纾困措施频频出台，上市公司因股权质押风险而面临的流动性压力虽将得到一定程度的缓解，但根据过去五年股权质押情况统计，未来两年是公司股权质押解押的集中窗口期，2019年及2020年到期规模分别为1.29万亿元、5643亿元，³若市场继续下跌，不仅平仓风险将加大，还会影响上市公司的发债资质和融资能力，由此导致公司现金流不足，进而又将加大信用违约风险。

（3）P2P平台爆雷潮，引发行业流动性危机

互联网金融降低了金融服务门槛，为产业链上下游数千万的中小企业，打开了一道通往现代金融服务的大门，促进服务业的快速健康发展，但由于前期监管的不明朗，一些金融乱象的整治目标还未完全实现，一些违法金融活动并未绝迹，同时在目前整个社会宏观经济承

¹ WIND 数据库。

² WIND 数据库。

³ WIND 数据库。

压、市场资金流动性紧张以及金融去杠杆导致企业债务违约率上升的经济环境下，互联网金融领域特别是网贷行业“暴雷”频发，加剧了全行业流动性风险，融资功能大幅下降。

自今年6月起，P2P网贷平台的风险事件频繁爆出，据网贷之家数据显示，2018年9月，全国P2P网贷成交额降至1107.37亿元，环比下降7%，同比下降53%，达到历史最低成交量；平均综合年利率升至10.3%，达到近2年来的最高水平，P2P网贷平台的借款人和投资人也创两年来低位。¹同时，截至2018年三季度末，纳入统计的基本正常运营P2P网贷平台为1530家，累计问题平台（失联跑路、经侦介入、提现困难、延期兑付、网站关闭）2412家、累计转型及停业平台2455家，均创历史新高。²今年6-9月末，累计新增问题平台325家、转型及停业平台2455家，7月份达到高峰，当月新发生175家，环比增加112家，同比增加164家，其中158家是民营系平台，占比高达90.3%。³目前由于平台问题不断爆出，特别是知名度较高的平台出现问题，投资人信心大幅下降，造成资金出逃，平台流入资金大幅度减少，导致资金链断裂，同时有部分借款人试图利用平台暴雷、清盘后的混乱恶意逃废债，从而进一步加剧了P2P网贷行业经营环境的恶化。

金融市场违约事件频发、信用风险的增加，严重打击的投资者信心，市场避险情绪严重，将导致整个金融市场流动性严重紧缩，债市、股市融资规模大幅收缩。对信用风险的担忧，大幅降低了金融机构风险偏好，加剧整个金融机构的“惜贷”情绪，加之货币政策传导机制不畅，导致信用扩张力度减小，由此进一步强化了流动性风险。总体来看，金融去杠杆带来的信用偏紧已经从实体经济传染到资本市场，而资本市场的动荡下行又加剧了高杠杆企业的信用风险和流动性危机，因此，实体经济与资本市场之间的流动性风险循环强化，加大了系统性风险的形成。

二、信用风险与流动性风险加剧的原因

本轮违约潮、暴雷潮和股权质押危机引发的信用风险叠加流动性风险原因有多方面，既有整个经济金融环境的因素，又有企业、平台及行业自身存在的问题，也有货币政策传导机制不畅的影响。

1. 政策导致的流动性萎缩

首先，受外汇储备减少的影响，我国基础货币投放量减少。我国基础货币存量绝大多数来自于外汇储备，央行数据显示，中国10月外汇储备30531亿美元，降幅为1.1%，环比减少339亿美元，9月减少227亿美元，连续三个月大幅下降。随着外汇储备下降导致货币创造减少，加之国内货币中长期投放渠道缺乏，央行更多的是通过期限相对偏短的货币政策工具，商业银行负债特别依赖央行短期货币政策工具的现实，导致宏观流动性趋紧。

其次，受金融去杠杆、严监管等政策因素影响，金融机构表外和影子银行融资受到严格限制，表外融资持续大幅收缩，导致信用总量、尤其是社会融资规模迅速萎缩。据统计，前三季度，表外融资同比减少2.3万亿元，同比大幅下降178.5%，其中委托贷款规模降幅扩大，减少1.56万亿元，信托贷款减少4652亿元，同比分别减少269.5%、126.1%。委

¹ 数据来源：网贷之家统计数据

² 数据来源：网贷之家统计数据

³ 数据来源：网贷之家统计数据

托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票对社融的贡献率均为负。¹过去表外融资一直是中小企业和民营企业融资主要来源，随着融资结构表外转表内的趋势日趋明显，使得中小企业和民营企业面临更为严峻的表内信贷支持不足、表外融资大幅收缩导致的融资困境。一方面表内融资受风险和监管约束，导致表内资金竞争激烈，银行更倾向于将资金优先投向风险相对更小的国有企业和金融同业，而不是中小企业和民企；另一方面，市场上信用违约事件频发，金融机构风险偏好普遍下降，引发银行等金融机构信用收缩，中小企业和民企的融资首先受到影响。同时，虽然市场上货币市场资金价格下降，但在经济下行大背景下，中小企业和民营企业的风险成本并未显著下降，由此信用风险叠加流动性风险更加体现为中小企业和民营企业融资难、融资贵。

2、货币信贷机制传导不畅是直接原因

中国经济目前正在经历这样的双重困境，一方面货币宽松使得资金在金融市场聚集，另一方面，实体经济却面临融资难，得不到资金。今年以来央行为应对稳中有变的经济形势，逆周期实施结构性宽松，包括扩大 MLF 抵押品范围、四次降准扩大货币乘数，尽管货币政策结构性宽松和金融监管逐步从去杠杆转向稳杠杆，但市场流动性仍紧。据统计，10 月末，广义货币(M2)余额 179.56 万亿元，同比增长 8%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 0.9 个百分点，增速处历史低位；社会融资总量大幅下降，9 月社会融资规模剔除统计口径调整（计入地方项目债），实际增速呈下降趋势，10 月社会融资规模增量 7288 亿元人民币，环比减少 14766.13 亿元，同比减少 4716.00 亿元，并创历史新低，²这些都表明货币传导渠道仍未疏通，信用创造渠道依然受阻。

一是今年以来受金融去杠杆、严格执行 MPA 考核、特别是资管新规的落地等因素影响，理财业务、同业业务规模大幅下降，金融机构缺少流动性支持，银行信用扩张能力持续受限，难以向企业提供融资支持。二是表外融资持续大幅收缩，导致其直接融资功能受阻。近年来，以银行理财为主的资管产品一直是资本市场的主要参与者，一直发挥着从间接融资向直接融资转换的连接器作用。规模庞大的资管产品，其资产配置以债券、非标准化债权类资产、现金和银行存款以及权益类资产为主，分别为 42%、16%、14%和 9%。资管新规落地之后，银行理财规模快速下降，因而在资产配置上也相应出现净减，资产到期即收回资金，对股、债、非标等市场都出现较为明显的资金无法稳定续接的问题，导致金融向实体经济传导渠道受阻。三是随着经济下行压力提升，加之违约爆雷事件频发，金融机构的风险偏好普遍下降，尽管央行逆周期微调扩大货币乘数，但银行“惜贷”、机构“惜投”情绪严重，信贷以短期贷款为主，导致资金在金融体系内资金沉积，难以流向实体经济。因此，种种货币传导渠道的不畅，体现在资本市场同时呈现股债爆仓和“资产荒”；在实体经济中则形成了通胀预期上升和“资金荒”同时并存。

4、企业的高杠杆、低收益是本质原因

当前制约信贷规模扩大的本质原因不是资金，而是因为实体经济中很难找到收益稳定、风险较低的投资项目。纵观前期的违约主体，通常具有高负债、规模快速增长，但经营效率

¹ 国家统计局网站。

² 人民银行网站。

低、现金流高度紧张的显著特征。这是由于，在经济景气、政策宽松时，企业加杠杆，以外部融资快速扩张，并过多地采取短债长投的方式，导致企业负债率高起；而当经济下行时，企业经营又不能改善，盈利能力急剧下滑、收入快速萎缩、短期偿债能力下降，同时伴随融资渠道的收紧，企业资金链紧绷，“融资缺口”扩大，借新还旧的负债驱动模式无法继续，导致资金链的断裂，直接导致债务违约的发生。这种在过度扩张、投资激进的高杠杆发展模式下，摊子铺的越大、杠杆越高的企业，对外部融资的依赖就越大，一旦融资环境紧缩，企业出现流动性危机的可能性就越大。

三、化解风险的政策建议

当前宏观层面的货币政策已从“从紧的稳健”转向“从宽的稳健”，但货币传导机制不畅削弱了货币政策放松的效果。为此必须通过结构性放松来纾解当前的流动性危机，通过改革来疏通货币政策传导机制，促进“宽货币”向“结构性宽信用”转变。

1、加大政策精准支持力度

首先，实施结构性宽松的货币政策。央行综合运用再贷款、再贴现、中期借贷便利等货币政策工具，发挥好宏观审慎政策的结构调整功能，支持商业银行扩大对民营企业的信贷投放。充分发挥资本市场枢纽功能，优化融资结构和信贷结构，完善商业银行考核体系，强化考核激励，支持商业银行扩大对民营企业的信贷投放。

其次，实施更加积极的财政政策。进一步加大减税降费力度，特别是加大对中小企业的税收扶持；适当提高政府赤字水平，规范地方政府融资行为，在关偏门的同时抓紧开正门，地方政府去杠杆的同时，中央政府适度对冲。加大政府对基础设施领域的投资

第三，大力拓宽融资渠道、降低企业融资成本，加大对小微企业和民营企业的金融支持力度。贯彻落实“竞争中性”原则，提高民营企业金融可及性，为民营企业发展营造公平的融资环境。推动实施民营企业债券融资支持计划，通过信用风险缓释为部分发债遇到困难的企业提供信用增进服务，带动民营企业整体融资恢复；推进民营企业股权融资支持计划，支持符合条件的私募基金管理人发起设立民营企业发展支持基金，为出现资金困难的民营企业提供股权融资支持；¹鼓励私募股权基金通过参与非公开发行、协议转让、大宗交易等方式，购买已上市公司股票，参与上市公司并购重组；鼓励银行理财子公司资金、保险资金入市，充分发挥保险资金长期稳健投资优势，加大保险资金财务性和战略性投资优质上市公司力度；鼓励各类基金，帮助有发展前景但暂时陷入经营困难的上市公司纾解股票质押困境，促进其健康发展。

2、加强政策协调

首先，加强宏观审慎政策与金融监管的协同性。建立货币政策、宏观审慎管理和微观审

¹易纲：《积极运用民企债券融资支持工具，提高民企金融可及性》，经济日报-中国经济网，2018年10月24日。http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/201810/24/t20181024_30618436.shtml

慎监管协调统一的体制机制，防止出现缺乏沟通、政策叠加或政策背离的情况，进而影响政策效果；央行在加大基础货币投放的同时，结构性放松金融监管以加大信用派生能力支持实体经济；加强逆周期调节。

其次，协调财政与金融的关系，强化财政和货币政策的协同发力。通过财政税收体制改革与金融政策的协调，财税政策重点在于实施全面的减税，通过减税降费降低企业成本，提高非金融企业部门的盈利能力；货币政策在充分考虑经济金融形势和外部环境的新变化，做好预调微调，保证流动性合理充裕。

第三，加强部门协调配合力度，特别要加强金融、财政、发展改革、环保部门以及地方政府等部门之间的协调配合，做好货币、金融、财政、产业、环保等政策的衔接和配套安排。

3、深化金融供给侧结构性改革

首先，加快完善资本市场基本制度，保持股市、债市、汇市平稳健康发展。资本市场关联度高，对市场预期影响大，对稳经济、稳金融、稳预期发挥着关键作用。完善上市公司股份回购制度；继续深化并购重组市场化改革、丰富并购重组支付工具，鼓励和支持上市公司依托并购重组，做优做大做强，鼓励私募股权基金参与上市公司并购重组。大力发展多层次股权市场，加快发展股权投资基金、新兴产业引导基金、创业投资基金和股权信托等；鼓励符合条件的私募基金管理人发起设立民企发展支持基金，支持民企股权融资。加强对投资者保护，尤其是中小投资者的法律保护。在相关法规、指引里增强对投资者保护的条款，完善《证券法》、银行间融资法规等关于对中小投资者保护的相关规定，增强投资者信心，促进证券市场的健康发展。

其次，大力发展普惠金融，深化金融市场化改革，实现民间资本进入金融业常态化。放宽民营银行准入，鼓励和扶持旨在服务中下阶层人群、小微企业的非银行金融机构成长，优化金融结构，增加竞争，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，提升金融服务实体经济能力，推动形成经济金融良性循环。

第三，打破刚性兑付，抑制市场过度投机，防范道德风险，强化全社会的风险意识，有助于金融市场更健康地发展。

第四，主动有序扩大金融对外开放，增强金融业发展活力和韧性。

4、深化国企改革、促进民企发展

一是借鉴“竞争中性”原则推进国企改革，进一步放松和解除管制，给予民营企业平等对待，从而优化营商环境，提振民营企业信心，更好促进实体经济发展。

二是大力推进企业创新，加快技术进步的步伐，加强私人产权特别是知识产权的保护力度，从而为企业营造一个有利于创新的环境。

三是尽快出清僵尸企业、淘汰落后产能。推进企业实现产业转型升级，对于产能实在没有办法转换、无法升级的僵尸企业、劣质企业，该破产的破产，该重组的重组，加大并购重组力度，加速市场出清，提高资金使用效率。