

韩国破刚兑、防范信用风险的借鉴及启示

赵旭

(上海对外经贸大学 金融管理学院, 上海, 201620)

[摘要] 刚兑侵蚀了市场化基石, 造成融资贵、融资难问题。打破刚兑, 让市场给风险定价, 有利于经济成功转型和生产率的提升, 防范金融危机。韩国打破刚兑的经验值得借鉴, 如利率市场化、金融国际化等外部环境的配合, 以及金融部门和企业的综合改革支持。中国打破刚兑的条件基本成熟, 关键在于建立市场化的破刚兑机制, 深化供给侧改革, 审慎实施金融开放, 做好去产能、债务处理和安置就业之间的政策协调。

[关键词] 破刚兑; 国家信用背书; 韩国; 经验借鉴; 信用风险

[中图分类号] F832.5 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 2096-3300 (2018) 01-0013-08

刚性兑付是中国资本市场自 20 世纪 80 年代以来的一个特有现象。在 2014 年 3 月超日债违约之前, 尽管陆续发生过几起如新中基偿债危机事件, 但由于有政府出面解决, 并未变成实质违约。从理论上讲, 刚性兑付刺激了债务融资需求, 推高了市场无风险利率, 而只有高增长才可覆盖高利率。经济发展的早期高增长还能维持, 但当人均 GDP 达到 1 万美元后, 劳动力等各种要素成本会增加, 高增长难以持续, 此时降低企业融资成本、提高资金配置效率是关键。而打破刚兑能够降低市场资金的整体需求, 使得无风险利率下行, 同时银行和债券投资者等债权人对企业的风险识别能力也能得到提高, 减少企业软预算约束, 资金从原先的刚兑企业流到更有效率的企业, 从而有利于提高资金配置效率。

打破刚兑需要破除政府对债务融资的干预, 关键在于建立成熟的市场机制。20 世纪 90 年代末韩国打破刚兑的经验值得借鉴。考察韩国的经济发展历史,

韩国经济借助于政府对企业的信用兜底, 实现了“汉江奇迹”。但随着高增长时代结束, 政府仍在干预企业, 亚洲金融危机给韩国带来的危害影响深远。危机后政府推动了各项改革, 破除了政府干预和建立市场机制。打破刚兑后, 市场无风险利率下行, 生产效率得到提高, 韩国经济跨越了中等收入陷阱。目前中国经济与韩国 20 世纪 90 年代末期所处的亚洲金融危机时的情况比较类似, 经济增速下滑, 企业债务压力加大。2016 年, 中国债券市场共发生了 73 次信用风险事件, 比 2015 年增加了 108.57%, 其中, 72 次信用风险事件发展成为违约事件, 债券违约已经常态化, 债券市场信用风险事件涉及的债券数量和金额也快速增加。截止 2017 年 8 月 31 日, 违约债券数量共计 148 只, 涉及违约主体 83 家, 累计违约金额 597.76 亿元, 债券违约的影响越来越大。发生违约的债券涉及煤炭、水泥、钢铁、机械、餐饮等多个行业, 违约主体也从民营企业向国有企业蔓延。随着中国债券市

收稿日期: 2017-10-28

作者简介: 赵旭 (1968-), 男, 陕西咸阳人, 教授, 博士, 研究方向: 金融管理与证券市场。

场发展,打破刚性兑付是必然趋势。因此,本文借鉴韩国危机后打破刚兑的成功经验,探索中国资本市场破刚兑的市场化机制形成模式。

一、韩国刚兑的制度基础和打破刚兑的环境透视

(一) 政府控制银行和国家信用背书是韩国刚兑的制度基础和核心

韩国刚兑的制度基础核心是政府控制银行。以前不能打破刚兑的原因在于政府对债务融资的干预,尤其是对信用的担保甚至兜底。1997年金融危机前,韩国经济的高增长是建立在政府主导的债务融资和大财阀增长模式。韩国的融资方式主要以银行贷款为主,政府通过银行信贷杠杆控制大财阀企业来调控宏观经济^[1]。在相当长一段时期,财阀企业享受政府的信用背书,维持了韩国经济的高增长。但韩国曾经历了几次大的经济危机,使得刚兑的制度基础受到动摇。

20世纪60年代初期,韩国实施“出口导向政策”战略。为了促进该战略的实施,政府把商业银行国有化,以国家信用服务于出口战略,实施利率管制,提高利率把私人资金吸引至银行。1965年,韩国政府实施单一浮动汇率制,对外汇交易规模和汇率进行管制,大幅压低韩元汇率来促进国内出口。为了吸引外资和鼓励企业出口,政府以国家信用为私营企业提供信用担保。正是由于政府的信用背书,使得企业大举借债、投资,而银行过度借贷,制造部门的杠杆率从1965年的92.7%增加到1970年的328.4%,加之韩元长期被低估,韩国国内通货膨胀飙升,最高达到18%。政府为了降低通胀,不得不收缩信贷,出口增速由1968年的42%降至1971年的28%。企业为了生存在场外融资,1970年场外融资利率高达50%。由于信贷萎缩、融资成本高企和出口增速下滑,导致韩国企业净利润率从1965年的7.9%下滑至1970年的3.3%^{[2]78},偿债能力大幅削弱,使得商业银行不良贷款增加,企业经营陷入困境。这期间由于没有打破刚兑,政府对企业进行兜底,并通过展期企业贷款和优惠利率的方式解救深陷财务危机的企业,降低了大企业集团的经营风险,鼓励其投资。国家信用背书也导致这些企业加杠杆扩张,加大了企业的道德风险。政

府尽管帮助企业暂时度过了困境,但企业过度借贷和投资,使得银行坏账率在3.2%左右,高于2%的国际警戒线。由于政府的信用担保和刚兑,韩国经济的脆弱性进一步强化,为下一轮金融危机埋下伏笔。

1973年后,韩国将经济增长模式调整为“出口导向和进口替代相结合”的模式,重点培育重化学工业。但由于第二次石油危机,原油进口价格飙升,加之外部需求萎靡和贸易条件恶化,侵蚀了重化学工业出口企业利润,进而导致银行呆坏账递增,国家信用再次为企业兜底,政府采取了担保、展期出口部门银行贷款并下调贷款利率。这次危机相对于上一次,信贷规模比较大,加之石油价格上升冲击重化学工业,使得商业银行坏账率从1970年初的3%增加到1980年初的7%以上,银行资产负债表显著衰退,韩国实体经济脆弱性显得更为突出,政府信用担保能否持续受到考验。

(二) 亚洲金融危机使得政府兜底难以维持,倒逼打破刚兑是必然选择

韩国在高速增长后半期将部分银行私有化,但仍保留一定的控制权。加之利率管制,政府可以通过货币扩张来刺激经济。尽管韩国的债券融资不发达,融资占比不高,但大部分债券都是担保债券,担保人往往是政府控制的担保机构以及商业银行,政府变相对财阀的银行贷款和债券融资提供隐性担保。韩国在实施30多年的出口导向发展战略中,培育了一批大企业财阀,这些财阀企业借助于国家信用背书,影响着韩国经济^[3]。但这些财阀由于垄断优势,缺乏创新激励,使得其效率低下,呈现“大而不倒”的特性,投资率从1963年的13.5%增加到1970年末的30%以上,1995年更是达到37.5%。这些企业的资金来源主要是银行信贷,1996年财阀净资产负债率平均为449%^{[2]81}。值得注意的是,韩国企业集团依赖外债盲目投资,制造业企业负债权益比在300%左右的高位,制造业平均负债权益比率从1996年的307%上升至1997年的396%,而同期的美国为154%。加之利率上升和货币贬值,企业债务负担加重,资金周转不灵,难以偿还到期债务,从而导致破产。1997年1月23日,

韩国第14大企业第二大钢铁集团韩宝钢铁工业公司因无力偿还借款宣布破产倒闭,成为第一个因债务危机而倒闭的大型企业。企业破产拖累银行,商业银行呆帐、坏帐增加,银行信贷收缩,反过来又促使企业经营环境再度恶化。企业纷纷破产,对韩国经济打击史无前例,GDP增速从1996年的7%降到1997年的4.7%,1998年更是降到-6.9%。20世纪90年代末期的亚洲金融危机,韩国企业经营不佳,破产倒闭增加,银行坏账规模增加,加之资本账户的开放使得银行外债增加以及海外股权资产减少,银行资产负债表逐步塌陷。尽管政府采取了提供流动性、对问题贷款展期以及担保等措施,但救助已难以解决问题,打破刚兑是必然选择。这种刚兑打破只是被动的结果,金融危机促使企业破产倒闭,而政府无力兜底倒逼打破刚兑。

(三) 汇率贬值导致流动性危机和信用风险爆发,迫使政府打破刚兑

从国际经验看,一国汇率贬值时资本外逃加速,风险资产价格往往会大幅下降。1996年初至1998年2月,韩元对美元贬值高达106%。韩元大幅度贬值的主要原因在于,日元贬值导致韩国出口竞争力丧失,电脑芯片、汽车和服装等产品价格下跌,影响韩国一半以上的出口产品,其出口增长率由1995年的30%下降至1996年的4%以下;另一方面,美元结算模式加大了其外汇损失。由于当时韩国的外债60%以美元结算,当韩元对美元贬值时,巨额的外汇损失难以避免。韩元贬值的结果导致经常账户危机上升为流动性危机,外债危机演变为汇率危机。1997年11月,韩国央行可动用的外汇储备为73亿美元,而短期外债高达889亿美元^[4]。由于政府难以偿还外债,韩元大幅贬值,韩国中央银行废除了汇率每日波动限制,导致韩元跌势更大,资本外流加大。其结果迫使韩国不再盯住汇率制度,韩元走向自由浮动,汇率大幅度贬值,大量企业破产,银行不良贷款上升,信用债违约频繁发生,债市信用利差大幅扩张,无风险利率飙升。这次汇率贬值导致信用违约发生,迫使政府打破刚兑。在亚洲金融

危机之后,韩国发展知识密集型产业,经济逐步恢复。但由于美元升值,韩元大幅度贬值,2000年8月韩国最大的两家企业(东亚工程与重工、大宇汽车)破产倒闭。2000年8月至2001年4月韩元第二次大幅度贬值,由于国内经济改善和外债规模不高,并未出现流动性危机,并且打破了刚兑,并未造成大量企业倒闭,银行不良贷款率维持在低位水平,2002年只有2.4%。尽管信用利差走扩,但相对于打破刚兑之前的1998年,无风险利率下行,且之后美元实施贬值策略,缓解了此次韩元贬值的风险。2007年次贷危机爆发,美元指数上涨,导致2008年初至2009年初韩元对美元贬值幅度达到50%。尽管此次贬值导致短期内外汇储备减少,信用风险增加,但由于前期外汇储备的积累,以及经济的成功转型和打破刚兑,加之经过危机后,政府调控外汇市场,与主要国家签订货币互换协议,向金融机构注资,稳定金融市场,借助于减税等财政政策,刺激实体经济,韩国并没有发生流动性危机,在2009年后风险快速化解,无风险利率下行。

韩国从1961年开始的三次经济危机都是刚兑没有打破而导致过度债务融资的结果,韩国政府担保行为使得韩国经济在高负债、高利率下发展,显得相对脆弱,爆发危机在所难免。20世纪80年代中期,在石油危机冲击下,韩国经济下滑比较严重,政府仍保刚兑没有让企业承担高负债和加杠杆的责任。尽管避免了大规模破产和失业,但使企业防范风险的意识减弱,经济脆弱性加大。这次经济危机后,韩国政府认为干预私人投资决策是不妥的,加之当时加入经济合作与发展机构OECD,需要开放金融市场。正是由于这两种作用的影响,政府采取了金融自由化措施,但由于利益集团的约束,很难触及政府维持刚兑的政治基础。而放松对金融部门的管制,推行银行私有化,使得金融资源配置出现某种程度的扭曲,这也为未来经济危机埋下了伏笔。可见,韩国政府的信用背书是其维持刚兑的基础,而亚洲金融危机迫使韩国政府打破刚兑。打破刚兑后,韩国顺利度过了2008年的次贷危机,保持了经济的健康发展。

二、韩国打破刚兑的效应及经验

(一) 打破刚兑对经济和债市的效应——无风险利率下降、信用利差扩大

打破刚兑使得韩国经济在1999年快速恢复，无风险利率和企业借款利率大幅降低，企业的杠杆率和银行不良贷款率也有所下降，资本市场尤其是债市和股市得到了长足发展。韩国经济实现了中速增长，跨越中等收入陷阱，完成经济转型，在2008年次贷危机时尽管有所下滑，但快速复苏。破刚兑使原来被政府信用背书掩盖的企业风险显性化，也改变了投资者的风险偏好，信用利差真正反映了企业的信用风险。危机前韩国公司债有政府信用担保，债券基本零违约，损失的概率很小，风险溢价很少。刚兑打破过程中，韩国高风险债券利差先大幅上升后下降，但下降后的利差仍要比破刚兑之前高。信用利差的变动主要是因为风险溢价的影响，危机时低等级公司债利差急剧上升，加之韩国政府减少了对破产企业的信用兜底，导致低等级公司债的违约概率增加。之后随着危机的缓解，企业经营逐渐好转，公司债的违约又有所下降，而投资者风险偏好上升，使得风险溢价大幅下降。但下降后的利差仍显著高于破刚兑之前，这是由于破刚兑后的违约概率高于破刚兑前的信用利差。

刚性兑付的打破纠正了资金的错配，使投资者不再单一投资政府背景的企业，开始关注企业的发展前景和未来产生现金流的潜力，自然会促进资本市场的资源配置，促使资本流向创新型企业。更为重要的是，打破刚兑，信用市场的风险由原来的所有权属性歧视转化为基本面度量，经营管理能力较强的企业可以享有较低的融资成本，而经营管理水平不高的企业将被市场给予更高的风险溢价，这促使信用市场的定价趋于理性。值得注意的是，刚兑打破后，资金需求大幅减少，低利率时代开启，债市资源配置效率提升，低等级债信用利差高于打破刚兑前，有利于企业降低融资成本，促进实体经济的发展。

(二) 打破刚兑需要利率市场化、金融国际化等外部环境的配合

政府是保刚兑的主要力量，唯有政府才能在全社

会形成刚兑的预期。打破刚兑有利于提高资金配置效率，提高经济效率，降低经济运行成本。但破刚兑十分困难，主要面临与企业利益的矛盾、与稳增长防风险的矛盾、与不发达的市场机制的矛盾，隐含着政府要容忍风险暴露，并避免债务连锁违约形成的金融风险。因此，破刚兑需要综合的金融改革和企业改革相配合，需要利率市场化、金融市场国际化和对外开放等外部条件成熟。

韩国打破刚兑时，多次实施利率市场化。第二轮利率市场化从1991年开启，到1997年放开活期存款利率，完全实现利率市场化。渐进式利率自由化改革是成功的，使利率反映资金供求状况，也为韩国打破刚兑提供了外在环境。另一方面，韩国金融市场国际化和对外开放也为其打破刚兑奠定了基础。1991年，韩国取消实行几十年的外汇管制，使外汇市场和资本账户自由化。1992年，韩国股市向外国投资者开放，投资限度从10%提高到1997年12月的55%。1993年，韩币实现了经常项目和资本项目下的自由兑换，并对外资银行实行国民待遇。1995年对国外投资者开放了资本市场和货币市场，支持国内金融机构的国际化，取消了对企业举借外债的限制等，实现资本流动自由化^[5]。韩国对外开放的结果使国际资本流入，外债增加，但资本账户开放并不全面，不允许企业集团发行外国债券，只可以借入外国短期银行贷款，其结果使韩国短期债务增加。韩国在资本市场不发达、金融体系不健全条件下，加快了金融自由化步伐，加剧了经济脆弱性，爆发了金融危机，最终也不得不打破刚兑。

(三) 打破刚兑需要金融部门和企业的综合改革支持

打破刚兑的关键环节在于，如何进行各项改革来化解与稳增长防风险的矛盾。韩国通过金融部门改革和企业破产重整等综合改革，解决了打破刚兑导致的失业、金融风险等问题。韩国融资方式以间接融资的银行信贷为主，而资本市场尤其是债市发展严重滞后，由于风险识别能力不足，银行信贷为

经营不佳的企业提供融资,导致银行不良贷款增加。因此韩国政府采取的措施是恢复银行融资功能、推动金融制度建设、发展资本市场、加强金融监管等。1998年2月,韩国金融机构不良债权达68万亿韩元,韩国政府为了清理不良债权,成立了韩国资产管理公司,采用资产证券化方式处置不良资产。另外,政府筹措156兆韩元(约1245亿美元)的公共资金(占GDP的25%),用作金融机构重整基金^[6]。银行破产重组,优化银行资本结构,对难以持续经营的金融机构,采取收归国有、合并以及终止营业等三种方式清理,特别是外资的引入,引进了先进的管理经验,提升了韩国银行业的经营水平。治理整顿除银行外的证券、保险、信托、投资、租赁等其他金融机构,建立健全金融机构运行机制,实施新的信贷分类与备抵放款损失提列标准、改善流动性风险管理制度等,从事前管制转为事后监督,建立统一的金融监管机构。更重要的是,鼓励直接融资,大力发展资本市场。危机前韩国财阀杠杆率过高,是诱发金融危机的一大主因,危机后韩国大力发展股市,提高股市透明度,把Kosdaq(韩国创业板)明确定位为高新技术产业和中小企业的融资市场,放松了上市标准;危机前韩国债市大部分有担保,且由银行和受政府支持的担保机构担保,债券大都嵌入了政府信用,危机后政府禁止银行为债券担保,使非担保的企业债券的份额从1996年的8%上升到2001年的98%,如此就把风险从企业和银行转移到了资本市场。值得注意的是,大宇集团的破产倒闭是韩国政府破除信用担保的关键。以前,财阀和投资者对政府救助有预期,1998年即将陷入破产困境的大宇集团发行了17万亿韩元的公司债和中票,受到投资者抢购。大宇不顾巨额债务,继续加杠杆。若这样的企业不为错误决策承担责任,政府威信就会扫地,改革也很难成功。为了深化改革,韩国政府切断了对大宇集团的银行信贷,迫使其迅速破产。大宇集团是第三大财阀,其破产标志着“大而不死”的神话破灭,这使得银行在信贷决策、投资者在债券投资时不得不考虑企业的信用溢价。可见,韩国打破刚兑关键在于各部门的改革措施相

互配合,破除政府干预,建立统一的监管制度,培育资本市场。尤其是政府在去杠杆、去产能、处理不良贷款、推动金融企业和企业破产重组等方面发挥了重要作用,这些方面的经验值得借鉴和深思^[7]。

三、中国刚兑的制度基础及其打破刚兑的条件基本成熟

(一) 中国刚兑的制度基础

中国经济发展模式以政府主导的出口导向型为主,韩国经济起飞时主张“增长和出口第一”的发展战略,这一点比较类似。中国企业融资主要以银行信贷为主,股权和债务融资次之,金融危机前韩国实现了30多年的高增长,这与中国改革开放以来30多年的高增长有相同之处。但在刚性兑付方面,中国与韩国既有相同也有差异之处。中国刚兑的对象主要是大型国有企业,而韩国则是大企业财阀。中国地方政府介入企业的借贷行为中,并且干预银行信贷行为。除了银行信贷外,地方政府对地方国企和部分大型非国有企业的债券融资、信托贷款等也提供隐性担保。中央政府除稳增长外还包括防范金融风险,一旦某地有发生区域性金融风险的迹象,诸如银行贷款逾期或债券、信托等固收产品出现兑付问题时,中央政府都会干预,避免危机蔓延。这种干预短期内隐藏了风险,但会将风险累积。地方政府侧重稳增长,而中央政府把防风险放在首位。中央和地方政府博弈的结果是,中央政府相对地方政府对破刚兑更为积极,而地方政府保刚兑的动机更大,这也是早期出现民企、央企债券违约,但地方国企违约比较少的原因所在。

中国债市长期不发达,融资规模也有限,政府对企业债发行实行严格行政审批,早期要求银行承担兑付的职责。政府过度干预使得债券的发行、承销及兑付都隐含着国家信用,社会整体风险容忍度几乎为零,不存在违约风险。1998年亚洲金融危机冲击了中国经济,政府去产能,国企抓大放小,银行不良贷款强制债转股,但并没有打破刚兑的基础。值得一提的是,20世纪90年代,中国经济进入一个快速发展阶段,企业资金需求迫切,引发了一轮企业债券发债高潮。但从1993年起,陆续发生大面

积债券延期兑付的情况,债券违约给债券投资者尤其是诸多个人造成损失,引发了一系列社会事件,甚至出现投资者冲击政府和代销银行的事件。政府为避免债券违约给社会带来较大冲击而出面为其兜底,违约债券中部分由银行替企业偿付,部分由承销商垫付,部分通过财政拨款的形式偿还,避免了普通投资者的损失。为了避免违约,政府要求发行企业债券应保证担保,银行自然成为担保方,这有利于防范债券违约风险,但也向投资者购买债券嵌入了政府信用背书,不利于风险控制,使投资者形成一种刚兑意识。2007年,银监会采取措施逐步退出对企业债的担保,特别是禁止银行对企业债提供担保。但由于地方政府仍在债券发行和承兑中发挥重要作用,投资者仍有政府兜底的预期,破刚兑仍未得到解决。

(二) 中国现阶段刚兑开始呈现打破迹象,但市场化的刚兑打破机制形成仍有待时日

目前中国经济增速下滑,国有工业企业利润总额从2014年4季度就已陷入负增长,部分行业低迷,产能过剩严重的煤炭业和钢铁业亏损更为严重。若以债券本金或利息到期不能足额偿付为债券实质违约的标准看,从2014年超日债违约至2015年底,共有25只债券实质违约,但2015年底存量的债券就有11872只,实质违约概率为0.21%。2016年1月,民企、央企相继违约,但由于地方政府的强力支持,地方国有企业没有违约。如2015年龙煤集团无力偿债,得到政府救助,避免了违约。但之后15云峰PPN001、15云峰PPN003违约,两只债券的发行人均为上海市地方国企——上海云峰集团。地方国企债券违约,成为打破刚兑的关键一环。

地方政府保刚兑的主要对象是当地国有企业,但部分非国企对当地经济、就业和财政影响大,也成为政府保刚兑的对象,最典型的是江西赛维发行的福禧债。可见,政府对部分非国企的救助意愿也很强,地方政府干预债务融资的动机和能力比较强。债市违约事件逐步增多,但相对于债市规模,债市违约仍比较少,违约的国有企业也是小型国企,刚性兑付市场预期和机制仍没有打破。目前央企、民

企、地方国企都有违约,但违约的央企、国企都是小国企,如天威集团属央企子公司、云峰集团为地方国企子公司。如果遇到大型国企和地方骨干非国企违约,不排除政府仍会救助,从这个角度看,刚性兑付的预期和机制仍未完全打破。

(三) 中国目前打破刚兑的条件基本成熟——与1998年前的韩国打破刚兑时有较大的相似性

第一,中韩都处于经济转型和增速换挡阶段。韩国经济腾飞和发展时期始于1961年,而中国始于1978年,二者经济高速发展都维持了30年。1997年危机前韩国经历了两次危机,都是由于外部环境变化导致内部经济结构和矛盾激化造成的。同样,中国也经历了亚洲金融危机和次贷危机对经济的影响。按照购买力平价计算的汇率核算(2011年价),2014年中国人均GDP和1991年韩国人均GDP比较接近。随着劳动力成本的提高,原有低质量高增长状态难以持续,而刚兑使得资金成本高企和资金配置效率降低,阻滞了企业活力,因此打破刚兑就显得非常必要,由市场来配置资源。利率水平高对经济转型不利,中国名义GDP增速在2015年3季度低于一般贷款加权利率,而韩国在1996年就表现出贷款利率高于GDP名义增速的情况。可见,1998年韩国打破刚兑的外部环境与中国目前非常相似;第二,中韩两国均实施金融自由化改革和金融开放。韩国在20世纪80年代危机后,进行经济自由化改革,对国有银行民营化改革,放开民营银行的设立条件,在危机前实现了资本项目可兑换,放松了对“第二金融圈”的限制,财阀控制了不少非银行金融机构,政府也放开了对短期借款的限制。尽管韩国在1997年前实施了一些金融自由化措施,但鉴于利益集团的约束,改革并未彻底,经济依赖负债融资的模式没有改变,政府维持刚兑的基础没有改变,直到亚洲金融危机爆发倒逼打破刚兑^[8]。中国目前名义上已经初步完成了利率市场化进程,已实现了资本项目部分可兑换,债券市场已经对外开放。这些和韩国当时的环境比较接近,具备了打破刚兑的条件。但中国金融自由化和国际化程度低于韩国,民营银行的放开有限,对短期资本的监管较严格。

目前尽管违约情况逐渐增多,但真正实质违约的案例并不多,政府仍在尽力保刚兑,刚兑的制度基础仍没有完全打破,需要政府全方位改革;第三,中国全方位改革尤其是2015年提出供给侧改革,为未来改革指明了方向,也为打破刚兑提供了良好的政策环境。中国对保刚兑态度已相对放松,2015年两会李克强表态“允许个案金融风险,但政府完全可以守住不发生系统性、区域性金融风险”,而韩国政府坚持保刚兑,直到亚洲金融危机爆发政府难以刚兑。中国企业目前负债率小于当时的韩国,政府对国有的控制力比韩国政府对财阀的控制力要强很多。危机前的韩国财阀对政府影响很大,政府失去了对财阀的控制,使得破刚兑受到的阻力比较大。但中国政府现阶段对国有控制力仍比较强,刚兑带来的过度负债和过高利率也比韩国当时轻。尽管中国目前的国际环境相对韩国1998年时差,韩国当时面临的是亚洲金融危机,主要出口地欧美的经济比较好。而中国目前面临的是全球性经济在逐步恢复,外部需求在增加,这对于国内改革产生有利影响。可见,中国目前打破刚兑的条件基本成熟了。

中国打破刚兑的外部环境和条件基本成熟,可借鉴韩国打破刚兑的成熟经验,少走弯路。

韩国打破刚兑后经历了2000年8月至2001年4月韩元大幅贬值,以及2007年至2008年的次贷危机,但由于打破了刚兑,并未出现流动性危机,加之经济转型,生产效率提升,危机并没有造成企业大量倒闭,银行不良贷款率维持在低位,短期内信用风险增加,但风险快速化解,无风险利率下行,顺利度过了经济危机。可见,打破刚兑有利于经济成功转型和生产率的提升,防范金融危机。

四、对中国打破刚兑的政策建议

刚兑侵蚀了市场化基石,直接造成融资贵、融资难问题,打破刚性兑付,让市场给风险定价,“不破不立”,风险释放有利于市场出清^[9]。中国目前与1998年韩国打破刚兑时的环境类似,同处于增速换挡阶段,但经济下滑后刚兑难以维持,打破刚兑是必然。当时韩国改革滞缓,经济危机迫使政府强制出清。中国打破刚兑需要在防范金融风险的情

况下有序进行,目前中国金融体系比危机前的韩国相对健康,企业杠杆率也低。未来打破刚兑将在政府主动改革的魄力下逐步有节奏地实施,煤炭、钢铁、有色、水泥等行业产能过剩比较严重,债务较重,利润下滑,违约事件多出现在这几个行业。从稳增长的角度出发,地方政府仍会对陷入困境的企业特别是地方国企进行施救,影响打破刚兑的节奏。而政府干预的退出和市场起决定作用是打破刚兑、实现市场化的长期目标,

基于韩国破刚兑的经验,打破刚兑是机遇与风险并存,显得非常重要。在金融自由化、国际化以及经济下台阶的大环境下,打破刚兑的外部条件基本成熟。中国可以在不发生金融危机的情况下打破刚兑,但刚兑打破机制的形成是一个比较漫长的过程。中国要打破刚兑,关键是要建立市场化的破刚兑机制。第一,要深化改革,尤其是供给侧改革,强化风险危机意识。国有企业改革要提升生产率,推动国企运营机制体制改革,在防范金融风险的前提下,促使金融创新步伐的加快;第二,审慎实施金融自由化和金融开放步骤,构建宏观审慎与微观审慎相互补充与协调的金融管理体制,保持经济结构平衡与产业链完整,增强我国抵御外部风险冲击的能力。汇率政策等改革应遵循审慎、适时原则,对资本管制的放开应审慎、有步骤的实施,尤其是对资本外流的流向、规模和结构进行监督评估,对可能的潜在风险进行预警。鼓励境内机构到境外发行本外币债券,向境内外投资者开放债市,吸引国外资金进入国内债市,稳定人民币汇率,拓宽离岸人民币资金的投资渠道,推进人民币国际化;第三,打破刚兑是一个系统工程,要注意各项政策之间的协调,特别是要注意稳增长与破刚兑、防风险、解决失业等问题之间的协调,而做好去产能、债务处理和安置就业之间的协调,是打破刚兑的关键。由于兼并重组相对破产清算对就业影响很小,因此政府大力支持企业兼并重组。近几年来,化解产能过剩问题一直是中国经济政策的核心问题之一。2015年12月,中央经济工作会议提出“要积极稳妥化解

产能过剩”，把“去产能”列在2016年五大结构性改革任务首位，并且提出了“尽可能多兼并重组、少破产清算”的具体思路与“提出和落实财税支持、不良资产处置、失业人员再就业和生活保障以及专项奖补等政策”的支持政策。可见，各项政策的协调是打破刚兑的一个关键环节。

参考文献:

- [1] CHALONGPHOB S. Comment on *lessons from the 1997 and the 2008 Crises in Korea* [J]. *Asian Economic Policy Review*, 2012, 7 (1): 67-68.
- [2] 王涵, 唐跃, 黄伟平. 韩国资产负债表衰退与破刚兑 [J]. *银行家*, 2016 (1): 78-81.
- [3] 丁斗. 韩国金融危机和韩国大企业集团 [J]. *国际经济评论*, 1998 (3): 14-16.
- [4] 唐跃, 黄伟平, 王涵, 等. 汇率贬值与信用风险暴露——以韩国经验为例 [R]. 福州: 兴业证券, 2015.
- [5] 王宇. 韩国的利率汇率改革及资本市场开放研究——不彻底的金融改革可能引发危机 [J]. *南方金融*, 2013 (10): 60-65.
- [6] 黄文涛, 曾羽. 破立之间——基于中韩比较的视角看中国如何打破刚兑 [R]. 北京: 中信建投证券, 2016.
- [7] 姜明辉, 程奎. 韩国应对两次金融危机的成功经验及启示 [J]. *哈尔滨工业大学学报 (社会科学版)*, 2011 (1): 104-108.
- [8] 金亨泰. 危机后的金融体系框架——全球金融改革及其对于韩国的意义 [J]. *金融评论*, 2009 (1): 27-36.
- [9] 鲁政委. 刚兑: 市场化的“拦路虎” [J]. *金融市场研究*, 2015 (1): 39-44.

An Enlightenment of South Korea on Breaking Rigid Redemptions to Prevent Credit Risks

ZHAO Xu

(College of Financial Management , Shanghai University of International Business and Economics , Shanghai 201620 , China)

Abstract: Rigid redemptions erode the cornerstone of the marketization and result in expensive and difficult financing of enterprises. Breaking the rigid redemptions is beneficial to successful transformation of the economy and promotion of productivity so as to prevent financial crisis. The experience of South Korea in breaking the rigid redemptions can be referred to , such as marketization of the interest rate , financial internationalization , and the comprehensive reform of the financial sectors and enterprises. China has formed basic conditions for breaking the rigid redemptions and the key is to establish a market-oriented mechanism of breaking the rigid redemptions , deepen the reform of supply layer , implement prudently the financial liberalization , and coordinate policies on capacity reduction , debt handling and job placement.

Key words: breaking rigid redemptions; national credit endorsement; South Korea; experience reference; credit risks

(责任编辑: 练秀明)