

# 系统性金融风险的来源、分布与防范

2014年以来，中国金融体系的风险呈现从高风险环节向低风险环节逐步传递的态势，潜在的系统性风险值得警惕

□郑联盛

随着中国经济下行压力逐步显现，内在风险问题不断累积，宏观经济风险和金融体系风险日益显性化，风险在不同子市场传递，甚至出现了一些具有系统性影响力的风险环节。中央把“防范和化解金融风险，维护金融安全和稳定”提升到了国家安全和国家战略的新高度，系统性金融风险防控任重而道远。

## 系统性金融风险的来源

防范金融风险的首要任务是甄别和认识中国金融体系的系统性金融风险。系统性金融风险与经济基本面紧密相关，往往呈现出非常强的“顺周期性”，即当经济形势向好之时，系统性风险基本无影无踪；当经济形势较差之时，系统性风险反而会更加显著。

2012年以来，中国经济进入“新常态”，处在一个经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期等“三期叠加”的阶段，宏观风险和金融风险亦处在一个累积的过程。整体而言，金融体系的系统性风险主要来自三个方面。

1. 宏观经济的变化对金融体系产生的系统性冲击。金融风险一直存在，

只是由于过去经济的高速增长掩盖和对冲了部分风险，随着中国经济步入新常态，经济增长速度由高速转为中高速，金融风险逐渐得以显现。

2. 金融体系自身演化和逐步累积的风险。在混业经营趋势下，涉及的金融机构数量愈加庞大，金融机构之间的联系愈加紧密和复杂。金融风险在不同机构、不同市场、不同行业以及不同地区之间的传染和共振效应，导致风险急剧放大和扩散，就可能形成跨越市场的系统性风险传染机制。

3. 外部风险溢出。中国与世界经济互动日益深化，中国金融市场已经和外部金融市场关联在一起，不可避免地会受到不合理的国际金融体系的影响，这在客观上增加了中国金融市场遭受外部冲击的可能性，受国际政策变化影响的溢出效应显著上升。

## 系统性金融风险的核心

2014年以来，中国金融体系的风险呈现从高风险环节向低风险环节逐步传递的态势，从表面风险最高的互联网金融到低等级的信用债，再到高等级信用债，直至利率债以及国债，潜在的系统性风险值得警惕。

1. 流动性风险。这是目前较为显著的系统性风险领域，流动性风险集中体现在债券市场。2016年末，债券市场托管存量高达56.3万亿元人民币。由于债券市场缺乏统一性和协调性，导致市场定价机制相互分割甚至存在套利，而市场收益率曲线不能充分反映债券市场的供求关系。在一定程度上，中国债券市场存在金融机构的“自娱自乐”，这导致债券市场出现了一定的杠杆化趋势，以及信用利差低估的情况。

2016年以来，债券市场的违约行为加速出现，刚性兑付的打破使得信用利差的定价出现改善，监管部门趋严监管使得债券市场的风险开始“水落石出”，信用债违约、国债期货跌停、批发市场流动性紧张等成为日益显性化的风险。

2017年，中国人民银行将继续维持“抑泡沫、去杠杆、防风险”的政策导向，利率相对较高、流动性整体偏紧的趋势仍将持续。2016年9月以来，债券市场的流动性紧张成为一种常态，这里有监管当局主动为之降风险的因素，亦是市场风险累积后的体现。债券市场的流动性紧张直接影响了银行间市场的流动性，甚至会危

及银行体系的稳定性。

**2. 影子银行风险。**影子银行是指游离于银行监管体系之外、可能引发重大风险和监管套利等问题的信用中介体系，以及各类相关机构和业务活动。在中国金融体系内部，以影子银行为代表的跨界混业经营是一个复杂的系统性风险环节。

在流动性紧张的冲击下，影子银行体系的风险将更加显著。与国外的影子银行不同，中国的影子银行与银行部门紧密相连，影子银行更大程度上是“银行的影子”，这种关联性使得影子银行的风险极易传导至具有系统重要性的银行部门。这种跨界金融风险处置的责任主体在分业监管的体系下显得不甚清晰，进而可能演化为一种混业经营模式和分业监管体系的制度性错配，可能引发重大的系统性风险。

**3. 房地产市场风险。**过去几年来，房地产市场成为日益复杂的经济体系，其风险在持续累积，特别是近两年多的价格上涨使得房地产市场形成了高价格、高库存、高杠杆、高度金融化和高度关联性的“五高”风险特征。

房地产行业的发展是负债率持续上升的过程，现在负债率已经达到较高风险水平。在这个过程中，中国经济地产化、地产高度金融化。一线城市及部分二线城市房地产市场呈现出较强的金融属性，并带来巨大的虹吸效应，使得经济进一步脱实向虚。房地产融资需求的很大一部分是通过影子银行体系获得，这是一个跨界的高度关联的地产金融生态体系，房地产的风险可能导致金融机构资产质量恶化、引发地方财政风险甚至系统性金融风险。

**4. 债务风险。**(1)企业债务问题。

## 在经济尚未实质性转好的情况下，企业“去杠杆”的压力更为显著

2016年来，在“去杠杆”的进程中，企业部门负债率持续上升的势头得到了遏制，并出现了小幅下降。但企业部门的“去杠杆”仍然是一个长期任务。一是工业企业的整体负债率仍然超过62%，处于历史较高水平。二是对于更广泛的中小微企业而言，在经济尚未实质性转好的情况下，企业“去杠杆”的压力更为显著。三是不同行业的负债率变化存在较为显著的差异性，部分行业的负债率是上升的，比如煤炭、石化、有色金属等。而这几个行业则是典型的产能过剩行业。

在产能过剩行业中，企业部门的负债率下降相对不力，这将使得企业部门资产负债表调整面临较为长期的压力，可能引发“资产负债表衰退”。由于产能过剩、需求不足，工业品价格整体仍然处于较低水平，民间企业的产品价格甚至低于成本价，但其负债的压力并没有明显下降，这使得民间微观主体面临资产端缩水、负债端压力累积的双重压力。这是未来经济增长以及固定资产投资领域最为重大的风险。

(2)地方政府债务问题。该问题呈现出新的趋势，2015-2016年以来，在新《预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》的约束下，部分传统地方融资平台被剥离或者转型。但很大一部分地方融资平台并没有真正被剥离，而是以所谓的“市场化主体”名义继续存在。同时，地

方政府各式各样新平台的出现使得地方政府融资仍然没有摆脱平台模式。

更值得注意的是，新平台模式对于地方政府的债务负担以及金融风险的影响更加隐秘，这使得未来地方政府债务风险可能更加突出。2015年以来，地方金融控股公司成为新的融资平台，这些平台以PPP、产业投资基金、投贷联动等方式继续发挥地方政府融资的功能。在地方财政收支日益窘迫的情况下，PPP等新兴融资模式部分被扭曲为举债新渠道。国内以PPP和产业投资基金之名，行地方政府融资之实现象较为普遍。这些是地方政府举债的新举措，也是未来地方政府债务继续大幅上升的重大隐患。

**5. 内外风险共振。**以更加宏观和开放的视角看，中国存在着内部风险和外部风险相互强化的可能性。除了全球增长低迷、欧洲银行业风险强化、英国脱欧等风险，更为重要的是美联储政策变化的外溢效应。美联储货币政策框架逐步从危机模式转向正常模式，美元相对强势，给中国出的最为直接的难题就是外汇储备与汇率稳定之间的两难选择。

实际上，中国经济增速仍然较高，国际收支整体仍然为正，外汇储备仍高达3万亿美元，人民币并不存在长期贬值的基础条件。但是，从市场博弈的角度看，如果美元继续保持强势，人民币贬值预期就难消除，最后的结果可能是一种基本面对强势的多头货币会被市场面相对悲观的预期搞成一种空头货币。

在实行稳健中性货币政策、金融监管强化和经济去杠杆的背景下，内部金融市场风险加速呈现，在内外风险相互反馈方面，存在潜在的内外共振风险。特别是由于国外风险资产价

格处于历史性的高位，如果发生重大“黑天鹅”事件，尤其是如果资本外流加剧和人民币贬值加速，可能引发国内日益显性化的风险与外部风险共振，导致国内资产价格的大幅波动。

## 系统性金融风险的防范

党中央和国务院将金融风险防控放在了政策优先级的前列。2016年底的中央经济工作会议提出“要把防控金融风险放到更加重要的位置……确保不发生系统性金融风险”。2017年3月，《政府工作报告》再次强调要坚决守住不发生系统性金融风险的底线。2017年4月25日的中央政治局集体学习会议上，中央把“防范和化解金融风险，维护金融安全和稳定”提升到了国家安全和国家战略的高度，并把“控制好杠杆率”作为工作重点之一。为此，2017年整体是一个监管强化的时期。

自2016年三季度以来，“一行三会”等部门出台了多项政策促使金融部门去杠杆，重在防控系统性风险。2016年9月份以来，中国人民银行坚持“防泡沫、去杠杆、防风险”的政策原则，加大了对金融部门风险的挤出，特别是2017年以来的稳健中性货币政策收紧了银行间市场流动性，使得金融部门不得不主动去杠杆。作为央行公开市场操作的重要抓手，2017年2月银行间市场利率微上调和流动性回收标志着央行稳健中性的利率政策态度已由“宽平稳”向“紧平稳”转换。

银监会等部门掀起了金融子体系的强监管“风暴”。2017年3月-4月中旬，银监会已经连续出台了四个指导文件、启动三个专项整治，强化了对

银行业的风险管控，重点针对金融市场过度交易、银行部门信用风险以及相关的影子银行业务风险，进行了整治与防控。证监会、保险会等对于各自领域的金融风险亦有针对性地强化了监管。

## 进一步完善风险防范机制

**1. 继续强化金融去杠杆，审慎保障流动性相对稳定。**货币政策要保持稳健中性，适应货币供应方式新变化，调节好货币“闸门”，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性“紧中趋稳”。一是货币政策要有风险防控意识，要坚决继续“去杠杆、去泡沫、防风险”；二是货币供给要与经济增长的内生需求相一致，保持流动性在经济增长需要的水平面上；三是更加有效地使用创新型流动性管理工具。

**2. 深化对房地产市场风险的管控，以供求关系作为房地产调控的基本准则。**从长远的角度看，应基于供求的结构性情况，以市场机制为主来匹配市场多元化需求。一线城市重在提高供给，高库存城市重在限制供给，同时以政策性住房作为保障和补充。依托财税改革打破地方政府以土地财政为支撑的收支体系，进一步为地方政府有关公共产品的资本支出提供稳定、跨周期的收入来源。

**3. 强化对影子银行的监管，建立健全大资管领域的统一监管框架。**资产管理监管亟待强化，未来应该进一步明确资产管理的范畴，践行全面监管，以减少监管漏洞和监管空白，并在表内业务与表外业务、管理中介与信用中介、投资范围与限制范围、风险控制等领域重点强化监管。更重要的是，要致力于建立一个全面、统一、

基础设施共享、监管协调有效的监管框架。

**4. 稳步推进债务去杠杆化，防范企业和地方政府债务风险。**实体经济“去杠杆”的实现，不仅需要依靠政府的引导或干预，更需要强化微观主体的市场经济主体地位和市场配置资源的决定性功能，二者要实现有效融合，防止政府和银行成为僵尸企业背后的“巫师”。对于地方政府债务问题，重点应当放在理顺中央地方激励机制和财政关系之上，纠正地方政府财权与事权的错配。从融资模式来看，应鼓励融资来源多元化。改革现行的以土地出让收入为主的资本支出筹资模式，例如开征房地产税、遗产税。

**5. 以市场化改革和市场机制缓释内外共振风险。**第一，深化改革，释放信心，增强经济可持续发展的体制机制基础。第二，短期内继续强化资本流动管理，中长期深化汇率形成机制改革，完善国际收支的价格调整机制。第三，短期强化对企业和居民的换汇需求管理，中长期以汇率形成机制市场化改革为支撑，解决保储备和保汇率的两难问题。这是保障外汇储备稳定的根本之策。

**6. 金融监管整肃重在监管协调。**监管强化过程中，更需要在监管协调和基础设施上形成协调共享机制。第一，对于混业经营的业务亟待建立全国统一的制度规范和市场管理体系。第二，建立健全基于功能监管的金融监管协调机制。第三，建立全国统一、共享的金融信息综合统计系统。第四，亟须建立完善、互通、统一的投资者保护机制。

(作者为中国社科院金融法律与监管研究基地副主任)