



打好“三大攻坚战” / “防范化解金融风险”系列笔谈之一

系统性金融风险来源及防范

□ 中国社会科学院金融研究所 胡 滨

系统性风险是单个或少数几个金融机构的破产或巨额损失导致的整个金融系统崩溃的风险,以及对实体经济产生严重的负面效应的可能性,可具体分为横向维度和纵向维度。在横向维度上,金融系统中的风险暴露和相互关联使一个特定的冲击在金融网络中传播并演变成系统性风险。在纵向维度中,系统性风险与经济周期密切相关,其主要关注的是金融体系的顺周期性,即金融体系的脆弱性和风险随着时间的推移而建立、演进和放大。同时,系统性风险的触发因素较多,包括经济基本面的较大变动、大型金融机构的倒闭等。

当前,防范系统性金融风险已成为我国金融市场发展及监管最核心的主题。2016年以来,中共中央政治局会议多次提到要抑制资产泡沫和防范金融风险。2016年中央经济工作会议更是强调“要把防控金融风险放到更加重要的位置,下决心处置一批风险点,着力防控资产泡沫,提高和改进监管能力,确保不发生系统性金融风险”。在2017年3月国务院总理李克强所作的《政府工作报告》中,再次强调要坚决守住不发生系统性金融风险的底线。在2017年7月召开的第五次全国金融工作会议上,习近平总书记强调,“防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题”,为金融市场发展和体制改革提出了系统性风险“零容忍”的要求。

一、现阶段我国系统性金融风险的主要来源

防范风险的首要任务是准确甄别、正确认

识和合理评估我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,往往呈现出较强的“顺周期性”,即当经济形势向好时,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,我国经济进入新常态,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“三期叠加”的特殊阶段,宏观风险和金融风险处于一个不断累积的过程中。整体而言,未来我国金融体系的系统性风险有可能来自三个方面。

(一)宏观经济的变化对金融体系产生的负面冲击

近年来,在经济增速放缓的大背景下,部分传统产能过剩行业的利润率下滑,资金周转放慢,银行不良贷款占比明显上升,债券市场违约事件时有发生,来自实体企业的违约风险不断传导到金融体系中,进而引发金融风险事件。事实上,此类金融风险一直存在,只是由于过去经济的高速增长掩盖和对冲了部分风险。随着经济增长速度由高速转为中高速,此类风险可能会逐步显现。其中,房地产市场风险、地方政府债务风险及债券流动性风险尤其值得关注。

过去几年,房地产市场成为日益复杂的经济体系,其风险在持续累积和叠加,特别是近两年多的房价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一个负债率持续上升的过程,并已经达到较高的风

险水平。在这个过程中,我国房地产市场出现的金融化现象和高度关联性问题,是当前最大的风险隐患。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,并带来较大的虹吸效应,诱引金融进一步脱实向虚。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。同时,大型房企纷纷涉足金融行业,并普遍持有金融牌照,再次强化了地产与金融的风险传导。

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。但是,仍有部分地方融资平台没有真正被剥离,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,证明地方政府融资仍没有摆脱平台模式,并造成地方政府的债务负担以及金融风险更加隐秘。在企业负债端,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,民间企业的利润率不断收紧,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和负债端高企的双重挤压。这是未来经济增长以及固定资产投资领域最大的风险隐患。

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波动,在监管趋严的环境下债券市场风险被多次引爆,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。事实上,2016年9月以来,债券市场的流动性紧张已成为一种常态,这里有监管当局主动降风险的因素,也是市场风险累积后的自然出清。债券市场的流动性紧张直接影响银行间市场的流动性,甚至会危及银行体系的稳定性。

(二)金融体系自身演化和逐步累积的风险

随着经济增速的放缓,实体经济资本回报率下降,民间投资增速被“冰冻”,大量资金没有

进入实体经济,而滞留在金融体系内自我循环,导致风险在金融体系内部被固化。此外,同业业务、表外理财、非标资产、交叉性金融产品等影子银行业务造成资金空转,影响货币政策调控,监管套利特征明显,进一步侵蚀了金融体系自身的稳定性。一方面,金融机构之间的联系愈加紧密而复杂,涉及的金融机构数量愈加庞大,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,可能导致风险的急剧放大和急速扩散。另一方面,网络借贷等新兴互联网金融业务出现爆发式增长,而监管的缺失和滞后导致出现风险事件。

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。在我国金融体系内部,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。与国外的影子银行不同,我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容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错配,带来难以估量的后果。

随着互联网金融规模的不断扩大,其潜在的风险也不容忽视。智能化信息系统在金融业中的广泛运用,可能使得金融风险更容易、更快速积聚,风险波及面更大,从而使金融系统变得更加脆弱。作为创新业务,互联网金融相比传统金融,显得自由、开放,然而其在信息安全、信用评估和风险控制等方面的制度设计不能及时跟上,制度缺漏可能淤积风险。此外,互联网金融正在成为一种新的金融业态模式,这也可能带来伴随性的新型风险。

(三)外部风险溢出与内外风险共振

我国作为开放的大型经济体,国内的金融市场在一定程度上已经和外部金融市场高度关联在一起,不可避免地会受到国际金融体系的

影响,在客观上增加了我国金融市场遭受外部冲击的可能性,受到国际政策变化的溢出效应显著上升。例如,美国在国内继续实施减税等财政刺激措施,将有可能进一步引发美元升值预期,人民币贬值压力仍然不可忽视。当前,人民币汇率和外汇储备情况相对稳定,但如果未来美元继续走强,人民币贬值预期不打破,购汇需求管理和资本管制有效性将可能弱化,届时我们不得不面临再次面对保外汇储备还是保汇率稳定的两难境地。

以更加宏观和开放的视角看,除外部溢出效应外,还存在着内外部风险相互强化的可能。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,我国金融体系的内部风险加速呈现,而我们所面对的外部环境仍不明朗,存在潜在的内外风险共振可能。特别是由于国外风险资产价格处于历史性的高位,如果资本外流加剧和人民币贬值加速,可能引发内外部风险共振,导致国内资产价格出现大幅波动。

二、系统性金融风险的防范建议

2016年以来,“一行三会”等部门出台多项政策,促使金融部门去杠杆,掀起了一场强监管“风暴”,剑指防控系统性金融风险。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,并针对当前互联网金融风险问题开展专项整治工作。银监会连续出台了四个指导性文件、启动了三个专项整治,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影子银行业务风险等,进行清查与防控。证监会、保险会等也针对各自领域出现的各类风险隐患进行“围追堵截”,填补监管空白,杜绝监管套利。系统性风险防控工作不仅刻不容缓,更应是一项长期任务。

第一,充分发挥国务院金融稳定发展委员会的宏观审慎管理作用。当前我国金融监管体系较突出的问题就是缺乏监管协调,监管机构

之间、中央和地方之间缺少一个实体性的、制度化的统筹协调机构来切实履行维护金融稳定、防范系统性金融风险的职责。为此,全国金融工作会议提出设立国务院金融稳定发展委员会,作为实体性的金融监管统筹协调机构,负责宏观审慎管理的有效实施。新成立的国务院金融稳定发展委员会,主要需要解决以下问题:一是统筹系统重要性金融机构和金融控股公司,尤其是对这些机构进行审慎管理的统筹。二是统筹各类金融基础设施和金融信息数据,比如支付、清算、交易等基础设施能够为整个金融体系所共享。三是统筹协调监管机构之间、监管机构与其他部门之间的权责利,以及面对跨域业务的监管合作问题。四是中央监管与地方监管的分工、统筹和协调问题,形成多层级的监管框架。五是积极参与国际金融规则的制定,统筹监管标准的内外差异,避免产生政策的负外部性。

第二,继续强化金融去杠杆和稳步推进实体去杠杆。货币政策要保持稳健中性,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,坚决贯彻“去杠杆、去泡沫、防风险”的原则。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。稳步推进实体去杠杆,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资源配置资源的决定性功能。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上,改善和纠正地方政府财权与事权的错配,并改革现行的以土地出让收入为主的资本支出筹资模式。

第三,尽快建立系统性风险监测体系和预警机制。借鉴国际先进经验,及早建立符合我国国情的系统性风险监测体系。欧洲系统性风险委员会每3个月会发布一次欧洲系统性风险仪表盘,通过建立一个颜色代码体系来实施可视

化预警,其指标体系为我国科学监测和及时预警系统性金融风险提供了可借鉴的思路和路径。为更好地监测系统性金融风险,还必须加快推进金融监管的信息化建设。一是完善征信体系,在为金融机构决策提供依据的同时,有助于监管当局通过违约率了解宏观经济运行情况,为审慎性监管提供支持。二是健全支付清算体系及其信息挖掘,汇集经济交易信息,以此反映交易活跃状况、经济景气程度和经济结构变化情况等重要侧面,为金融稳定状况的评估提供背景。三是加强金融监管当局内部及其与各经济部门之间的信息系统整合与共享,在可能的情况下制定明确的、有时间表的金融信息资源整合方案。

第四,继续秉承全面覆盖的金融监管理念。受大陆法系的影响,我国金融市场的形成、金融

产品和服务的出现,甚至大多数的金融产品创新均来源于监管机构的推动。因此,可以说我国的金融监管体制一直秉承了全面覆盖的理念,并在维护金融市场稳定方面取得了较好的成绩,使我国的金融体系在亚洲金融危机和美国次贷危机中都经受住了考验。因此,我们不仅要继续坚持全面覆盖的监管理念,更应该付诸实践以有效保证这一理念的贯彻与落实。需要指出的是,全面覆盖的监管理念并不意味着用单一的标准去对待所有的监管对象,而是要强调监管的层次性,根据金融发展的需要和金融市场、机构、产品的风险水平,采取不同强度的监管措施,完善多层次、多机制、综合性的监管体系。

(中国社会科学院金融研究所尹振涛副研究员参与了本文写作)



打好“三大攻坚战” / “防范化解金融风险”系列笔谈之二

保险业风险的防控与化解

□ 国务院发展研究中心金融研究所 田 辉

2016年下半年以来,随着防控金融风险被放到经济工作中更加重要的位置上,强监管、防风险、治乱象成为保险业的主题词。尽管严控金融风险工作在坚定不移地推进中,但不可否认的是,共识并未完全达成。有人因为业务收缩、转型困难而产生了迷茫情绪;有人不断猜测这一波强监管何时会结束;甚至有人认为防风险与行业改革发展是相互冲突的。这些现象背后,反映出防控风险工作仍需要进一步澄清理念,凝聚共识。事实上,金融风险的防范与化解是一项长期而基础性的任务,绝不是运动式的一阵风,更不是孤立的、乃至被动消极的。在保险业推进风险防范与化解的进程中,践行“固本”、

“培元”、“赋能”三大要义至关重要。

一、“固本”:确保“保险姓保”

人们常说,保险业是社会经济发展的“稳定器”,这有两重含义:其一,保险核心功能是接受并管理风险,缓解相关风险或意外事故对人身或财产造成的打击,从而使得社会经济生活更加安全、稳定;其二,保险业经营模式具有一些独特之处,例如先收费、再提供服务;许多承保风险都不受经济周期变化的影响;具有比较长的合同期限等。这些特点使得保险业相比其他金融部门,对宏观经济更多产生稳定作用,而不是扰动作用。有学者曾计算比较过1960~2008