

论文 NO. 2018 年 4

发表时间：2018 年 4 月 10 日

我国引发系统性金融风险的潜在因素与化解之策 ——基于时间和空间维度的分析

郑联盛

国家金融与发展实验室金融法律与金融监管研究基地 研究员

胡滨

国家金融与发展实验室 副主任

王波

潍坊学院经济管理学院 讲师

摘要：系统性金融风险是一种内生性风险，可能引发金融危机，可从时间维度和空间维度观察其演进机制。流动性风险是目前在时间维度传导较为显著的系统性金融风险潜在因素，是经济周期波动及金融体系风险相互反馈的结果，流动性风险集中体现在银行间市场或债券市场。在风险的空间演进渠道中，房地产泡沫、影子银行风险、地方债务问题、产能过剩或资产负债表风险及内外风险共振等风险因素

值得重点关注和警惕。防范和化解系统性金融风险是保障我国金融稳定的核心任务之一，需要调节全局框架和系统思维，继续强化金融降杠杆，审慎保障流动性相对稳定；以供求关系作为基本准则，建立促进房地产市场健康发展的长效机制；强化影子银行监管，建立健全资管领域统一监管框架；稳步推进地方债务市场化，重点防范国企和地方政府债务风险；以市场化改革缓释内外共振风险；重点深化金融监管协调，提高监管体系的统一性、针对性和有效性。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

防范和化解系统性金融风险已成为党和国家的重大方针政策。在2017年第五次全国金融工作会议上，习近平总书记强调，防范系统性金融风险是金融工作的永恒主题。要强化监管，提高防范化解金融风险能力。要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，科学防范，早识别、早预警、早发现、早处置，着力防范化解重点领域风险，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制。要以强化金融监管为重点，以防范系统性金融风险为底线，加快相关法律法规建设，完善金融机构法人治理结构，加强宏观审慎管理制度建设，加强功能监管，重视行为监管。在党的十九大报告中，进一步强调要深化金融体制改革，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革。健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。在防范和化解金融风险特别是系统性金融风险过程中，首先要明确我国金融体系中系统性的风险点在哪里？哪些重点领域的潜在风险值得警惕？进而提出化解潜在风险的对策。

一、 系统性金融风险的演进机制

系统性金融风险是金融体系的内生性风险，是金融体系的系统性和全局性风险可能对金融体系本身及实体经济造成的破坏。系统性金融风险演进是一种内部累积过程，是由内而外的风险传播机制，对金融体系整体稳定性和经济平稳发展产生破坏性影响，具有极大的负面外部性。系统性金融风险经常会演化为金融危机，综合历史经验分析和美国次贷危机的影响，理论上可将系统性金融风险的演进分为两

个维度：时间维度和空间维度。时间和空间两个维度的系统性金融风险框架在国际上被较为普遍地接受，理论框架主要由国际清算银行提出并发展起来，国际货币基金组织、世界银行、全球金融稳定理事会等在较多研究中运用这一分析框架。

（一）金融风险在时间维度的演进机制

金融风险时间维度的演进机制指金融风险在时间上的一系列触发、传染和放大机制，主要是金融体系和实体经济在经济周期波动中相互作用、相互反馈并形成风险甚至自我强化，即金融体系顺周期性(或亲周期性)。在顺周期效应中，流动性风险被认为是最重大的风险之一。顺周期效应是“明斯基时刻”的基本动因之一。

（二）金融风险在空间维度的演进机制

金融风险空间维度的演进机制指在某个时点上，金融风险集中在金融部门或市场之间以及整个金融体系内部的触发、传染和放大机制。系统性金融风险的空间维度主要关注金融风险在跨市场或跨区域的传染机制，体现在三方面：一是特定领域金融主体风险的相互传染，结果是引发区域性或行业性金融风险。如，欧债危机中的希腊危机、东南亚金融危机中的泰铢风险。二是在整个金融体系中的风险自我反馈效应。金融风险在不同市场及行业间相互影响，形成一个不断放大的对金融体系的冲击。如，希腊债务危机升级为欧洲主权债务危机、泰铢危机演化为东南亚金融危机。三是金融风险与宏观经济中的周期性、结构性和政策性等变量相互叠加与强化，直至形成系统性的金融

经济冲击。如，次贷问题演化为国际金融危机，导致全球经济陷入 10 余年的低增长。值得注意的是，在金融风险的空间演进机制中，系统重要性是国际金融危机以来的一个核心风险议题，而且内在关联性已取代“大而不倒”成为对系统重要性的关注核心。如，影子银行深刻改变了金融网络关联性，引致系统性金融风险溢出及动态效应。

二、引致我国系统性金融风险的潜在因素

从时间维度看，我国金融体系存在的主要风险因素是顺周期效应，典型表现就是流动性风险。从空间维度看，我国金融体系防控系统性金融风险的重点主要有房地产泡沫、影子银行风险、地方债务问题、产能过剩或资产负债表风险及内外风险共振问题等五类。

（一）流动性风险

流动性风险的本质就是整个金融体系的信用转换骤停，是时间维度系统性金融风险的核心因素。在经济下行时，信贷渠道的反馈效应更加明显，使整个金融体系的信贷水平和流动性显得更加紧张，从而信贷渠道成为金融风险的放大器，金融体系可能由此导致信用骤停，流动性可能陷入枯竭。伯南克等(Bernanke and Gertler)认为，在经济紧张阶段，借款人违约率和抵押品价格的变化趋势具有强化信贷周期负面冲击的效应：违约率随信贷紧缩周期到来而增加，资产价格随信贷紧缩周期而下降，这样违约上升、资产价格下降和信贷紧缩相互强化，从而造成金融体系信用及流动性的进一步紧缩和经济萧条。金融紧张局势将给信贷流动渠道造成大量渠道外的变动，扰乱信贷配置

过程，市场的流动性表现极为脆弱、敏感且容易超调，甚至可能引致整个金融体系的信用转换停摆。如，雷曼兄弟倒闭导致美国短期资金市场的流动性枯竭，进而引发金融体系信用转换功能丧失。

目前，在我国的金融体系中，银行是主导机构，银行间市场是核心的基础市场，而流动性是银行主导金融体系运作的核心变量。在经济新常态下，银行在面临不良贷款上升、过剩产能行业信用风险暴露、深入参与甚至主导非传统信贷业务（影子银行业务）及在资产负债表出现多元化配置后，信用风险持续累积，期限错配管理难度提高，资产负债匹配更加困难，“资产荒”和“负债荒”同时出现，使银行部门在流动性管理上面临实质性难题，进而导致银行体系乃至整个银行间市场的流动性风险。我国银行间市场已经成为银行等金融机构短期资金的核心依托，银行间市场也变成一个短期的交易型市场，隔夜拆借规模从2015年2月到2016年8月增长了7倍左右。（见图1）

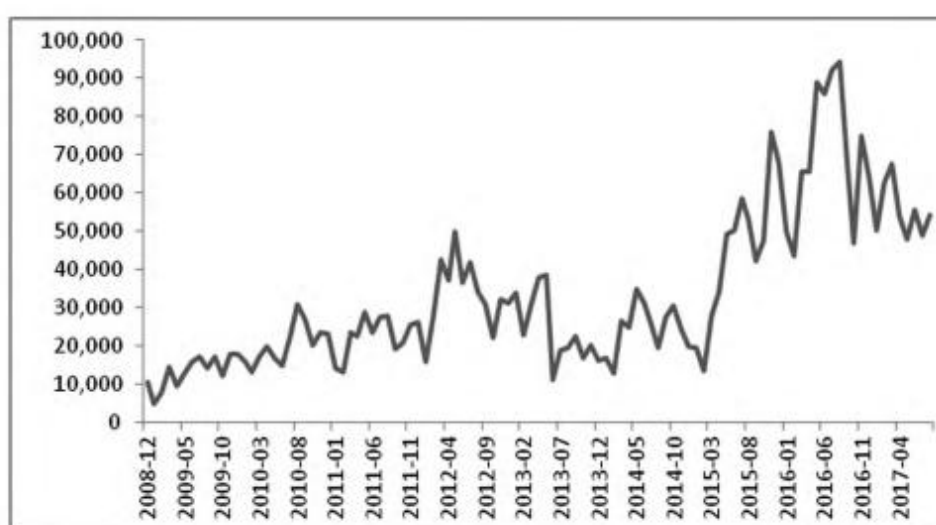


图 1 银行间同业隔夜拆借月度规模(单位： 亿元) 资料来源：
wind 数据库

我国流动性风险的根本原因就是高杠杆。在经济主体快速加杠杆过程中，伴随的是不同主体间的信用转换、期限转换、收益转换和风险转换，亦是宏观金融体系风险积累和再分布的过程，主要呈现出三个重要转化：一是居民部门流动性极强的储蓄转化为流动性较差的长期资产，如住房，居民部门资产久期变长同时负债期限变长。二是企业和居民部门的储蓄转化为政府部门或国有企业的负债，政府和国企部门通过贷款、发债及股权融资等实现这一转换，同样是流动性极强的储蓄转化为流动性很差的资产，如 PPP 项目资产。三是宏观经济各部门的负债扩张使金融部门资产膨胀，并迫使中央银行做大资产(对应金融部门加杠杆)，即央行通过信用扩张或流动性宽松缓释各主体的负债压力(本质为经济增长压力)，私人部门负债风险转移为金融部门的负债风险，金融部门的负债风险通过中央银行的资产扩张来缓释，这个过程本质上是一个期限错配的过程。中央银行以短期流动性支持来维系经济金融体系不同经济主体间的信用转换、期限转换、收益转换和风险转换及久期拉长的资产形成。但是，如果经济金融体系出现严重的期限错配使流动性具有内在脆弱性，甚至可能会存在“明斯基时刻”的风险，即流动性或信用“骤停”，这就是宏观杠杆率抬升、资产负债期限错配最为显著的风险。

(二) 房地产泡沫风险

虽然房地产泡沫是否存在仍有争议，且不注重价格后面的基本面而以价格高企来作为泡沫的指标可能有偏，但我国房地产泡沫的本质是金融风险、财政问题及土地问题的叠加，可能引发对整体宏观经济的重大冲击。国际金融危机以来，我国房地产市场成为十分复杂的体系，涉及经济、金融、财政、土地 等多方面，房地产市场风险在不断累积，特别是近年的价格暴涨使房地产市场形成高价格、高库存、高杠杆、高度金融化和高度关联性等“五高”风险特征，并导致经济地产化、地产金融化、金融泡沫化。

更为重要的是，从系统性金融风险空间传染维度看，虽然房地产市场的信贷规模占信贷余额约 25%，但房地产部门融资需求较大程度是通过影子银行体系的所谓金融创新来实现的，房地产部门与商业银行、信托公司、证券公司、保险公司等金融机构及地方政府等相互交织在一起，成为一个跨金融、经济、财政的生态体系。房地产部门是国内金融经济内在关联性最为紧密的领域，房地产部门风险存在向银行部门、影子银行部门、资产市场、财政体系及宏观经济体系传染的机制。由于房价上涨过程中，持有房产及相关资产的居民部门、房地产企业、金融部门及地方政府等都在享受房地产繁荣或“红利”，是一个“多赢”格局，因而形成了一个“扎实的泡沫”，估值的风险或泡沫的程度可能被系统性地低估。

(三) 影子银行风险

从潜在的系统性金融风险因素看，影子银行风险值得重点关注，

是国内金融体系内在关联性最为显著的领域。国内影子银行体系与国外影子银行体系有显著区别。以美国、英国等经济体的影子银行为例，其具有两个重要的基本特质：一是国外影子银行相对独立于商业银行，美国前财政部长盖特纳将其称为“平行银行体系”；二是国外影子银行的本质特征是游离于监管体系之外或处于弱监管状态，可通过强化监管来填补监管空白或监管漏洞。而我国影子银行体系具有两个有别于国外影子银行的特征，其复杂程度和潜在风险可能超过美国、英国等经济体的影子银行：一是国内影子银行与商业银行的关联性十分密切，很多从事的是商业银行“影子”业务，形成非传统信贷体系。可以说，国内影子银行很大程度上是“银行的影子”。如，银行与信托合作中存在大量非传统信用业务，至 2016 年底信托业投融资类资产占比仍然超过 50%。二是国内影子银行机构及其业务存在较多的监管套利。国内影子银行并非不受监管，但由于分业监管与混业经营存在制度性错配，很多影子银行机构从中进行监管套利，获得跨市场操作的“监管红利”。国内影子银行在分业监管的各自范畴内基本没有实质性的监管空白，但从整体金融体系上，国内影子银行又存在诸多的风险环节和监管规避。

影子银行的风险传染映射至银行体系，将使商业银行体系面临较大风险，主要表现为银行体系表内风险、表外风险和潜在的系统性影响的风险：第一，银行业资产负债表内风险。主要表现为不良贷款问题、过剩产能企业资产负债表风险转移和高风险资产的加速配置

与主动负债的盛行。但表内风险不是影子银行对商业银行最大的潜在冲击因素。第二，银行资产负债表之外的风险。主要表现为银行机构与其他金融机构的关联性风险，这是影子银行对商业银行最大的潜在冲击因素。第三，银行部门潜在的 系统性金融风险。由于银行在我国金融体系中居主导地位，综合考虑银行部门的表内和表外风险特别 是与影子银行的高度关联性和潜在脆弱性，银行体系可能存在潜在的系统性金融风险。

（四）地方政府债务风险

由于受到财税制度特别是预算法的约束，地方政府在表内提高负债率面临较大约束。为了匹配事 权，地方政府就通过融资平台进行财权的扩张。过去近 10 年，地方融资平台的形式和融资手段层出不穷，成为地方政府融资的主要“金融创新”和举债的承载主体。过去两三年，在地方经济增长较为困难、财政收入来源下滑压力较大的情况下，地方政府因保增长任务日益强化了举债需求。地方金融控股公司、PPP 项目公司、产业投资引导基金、政府购买公共服务平台及其他形式的新平台成为地方政府的融 资新主体，以多种方式尤其是与银行、信托和国有企业等联合实现地方政府融资的作用。

地方政府通过隐性担保强化其融资平台的“政府”属性，依托融资平台的“市场”属性，在基础设施、土地开发和产业发展等领域实现“政府”与“市场”的融合，通过 PPP、产业投资基金、政府购买公共服务等方式迂回融资。但此类融资平台本质上仍然是政府主导，

其所形成的债务是地方政府的或有债务甚至是具有直接偿付责任的债务。以 PPP 为例，在国家发改委和财政部的鼓励下，地方政府积极参与政府和社会资本合作，财政部 PPP 综合信息平台 and 发改委传统基础设施领域 PPP 项目库共入库项目总投资都超过 15 万亿元。自 2015 年大力推行 PPP 以来，两个部委的项目库可能存在一定重叠，但整体入库规模接近 25 万亿元，实际投资额度可能超过 10 万亿元。这是地方债务负担的又一个重大隐患。更值得注意的是，通过产业投资基金等“通道”，PPP 项目、政府购买公共服务等“创新”业务有较大部分不表现在地方政府（及其融资平台）的资产负债表上，也不表现在参与此类项目的企业（尤其是国有企业）的资产负债表上，这类业务风险可能被低估。在债务水平提升的过程中，政府的债务负担压力加大，将弱化政府的主权信用，将面临信用风险提升和融资成本增加的问题，从而触发进一步举债的可持续问题。政府过度举债和债务问题的长期累积可能引发较为严重的财政预算风险甚至是债务危机。政府债务在经济下行或金融风险中将进一步暴露或加剧，政府财政作为“最后兜底”将承接产业、地产、金融等环节的系统性金融风险。

（五）企业资产负债风险

企业部门的资产负债问题较为典型的是在产能过剩领域，而产能过剩领域的金融风险集中在“僵尸企业”。如果不让“僵尸企业”成为真正的市场主体，就无法建立完善的“僵尸企业”市场化处置机制，“僵尸企业”的资产负债表风险可能传导至银行部门的资产负债表，

银行部门的资产负债表风险最后可能转化为政府部门的资产负债表风险。

国有企业资产负债风险是企业资产负债表问题的核心。2007 年以来，我国企业部门负债率结构基本特征是国有企业加杠杆、民营企业去杠杆。截至 2015 年底，金融部门、居民部门、包含地方融资平台的政府部门及非金融企业部门的债务规模与 GDP 之比分别为 21%、40%、57%和 156%，非金融企业部门的杠杆率显著高于其他部门；全国国有企业负债总额为 92.4 万亿元，GDP 总额为 68.9 万亿元，国有企业负债总额与 GDP 之比为 134%。因此，国有企业的去杠杆是防范化解资产负债表问题及其相关风险的关键。

（六）内外风险共振

在一个开放的经济体中，系统性金融风险因素分析还需考虑到外部风险的外溢效应及其与内部风险的共振情况。过去三四年，我国资本项目的结构及其趋势发生较大变化，成为我国系统性金融风险的一个重要影响因素。一方面，在长期资本流入方面发生重大变化，发达经济体的外商直接投资呈放缓态势，甚至出现部分经济体长期资本回流格局，如美国的资本回流便十分明显。另一方面，由于金融市场开放的深化，资本项目下出现逆差，即资本流出。2014—2016 年在美元保持相对强势和人民币相对弱势且国内经济基本面没有改变、深化经济体制改革没有实质性推进的情况下，资本流出或将使我国国际收支中的资本和金融项目出现趋势性逆差。2017 年以来，我国经济基本

面企稳，人民币贬值预期得到缓释，资本外流明显改善，趋势性逆差已逐步转变为基本平衡。近两三年来，美联储货币政策框架正常化趋势明显，2017年底美国实施了1986年以来最为重大的税收改革，企业所得税从35%下调至21%，美联储加息和缩表的节奏可能加快，加上美国经济复苏较为稳定，叠加特朗普政府减税、美联储加息加快、缩表日益深化，美元存在再度走强的可能性，这将给刚刚出现企稳态势的人民币汇率稳定和短期资本流动带来新的不确定性。如果我国汇率制度缺乏足够弹性，资本流出压力又较为显著，中央银行采取外汇市场干预来刻意维持对美元双边汇率的稳定，那么外汇储备的安全性就面临较大压力，甚至形成汇率贬值、资本流出、央行干预与储备消耗的循环。我国以消耗外汇储备的方式来维持汇率的稳定存在不可持续性。这种可持续性取决于两个核心要件：一是美元的走势，二是市场的预期。为维系人民币兑美元的稳定性，可能进一步消耗外汇储备，同时造成国内货币政策独立性的相对弱化。汇率贬值、资本流出和外储下降成为一个相互强化且紧密关联的闭环，这个自我强化、相互反馈的机制如果不打破将会使我国整个国际收支、汇率机制及货币政策体系面临重大不确定性。在国内金融体系时间维度和空间维度风险因素不断强化、国外金融风险外溢效益较为显著的情况下，需要重点防范化解内外风险因素共振。由于美元是国际储备货币，美国国债收益率是具有全球指标意义的无风险收益率，美国税改和货币政策调整都具有显著的外溢效应，将给我国日益开放的经济和金融体

系带来实质性冲击，如果外溢效应导致“黑天鹅”或“黑犀牛”风险事件的爆发，那么就可能触发内外风险共振、相互强化、不断放大的可能性，进而引发系统性金融风险。如，美国国债收益率的大幅上升将可能导致全球无风险收益率的上升(如我国国债收益率被迫跟随提升)及风险溢价的提高(如我国国债收益率与美国国债收益率利差的扩大)，将使我国风险资产(特别是债券市场、股票市场以及房地产市场)增多。2017年四季度以来，美国国债市场已经开始出现调整，屡创新高的美国股票市场未来风险及其外溢效应值得警惕。

三、 防范化解系统性金融风险的政策建议

我国系统性金融风险的影响因素在时间维度、空间维度都存在，同时还有内外风险相互反馈的潜在威胁，这些风险因素呈日益显性化特征，是金融体系的系统性威胁。这在经济增速放缓及金融改革深化阶段是正常的，但也使防范化解系统性金融风险的压力不断提升，出台重大改革及应对举措的必要性不断增强。防范化解系统性金融风险应坚持稳中求进工作总基调，遵循金融发展规律和市场运行规律，坚持回归本源、优化结构、强化监管和市场导向等原则，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，重点防控时间维度和空间维度的重要风险因素，重点处置内外风险因素共振的威胁，守住不发生系统性金融风险的底线。

(一) 进一步深化金融降杠杆，有效实施货币政策与宏观审慎政策“双支柱”调控

一是货币政策制定部门要重点关注系统性金融风险演进的时间视角，继续实施稳健中性、适度趋紧的货币政策，适应货币供应方式新变化，调节好货币总闸门，畅通货币政策传导渠道和机制，使金融体系流动性保持适度紧缩、总体稳定的状态。二是强化宏观审慎管理机制，实施货币政策与宏观审慎政策“双支柱”调控，以逆周期资本、动态拨备等工具，降低金融体系顺周期性，重点缓释流动性风险，实现货币政策、宏观审慎、微观监管的有效统筹。三是创新流动性管理工具，强化货币政策和流动性管理预调微调功能，重点强化对短期利率形成机制的改革特别是隔夜拆借等短期利率的定价机制，缓释10年期国债收益率“破4”导致的流动性进一步趋紧和收益率曲线整体上移的风险。

（二）以供求关系为房地产调控基本准则，以系统和全局视角深化房地产市场风险管控和制度改革

一是根据党中央关于“房子是用来住的，不是用来炒的”的科学定位，致力于构建多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。二是以市场供求为基础，科学判断房地产市场价格持续上涨的供求不匹配的根源，着重将土地供给和住房供给等因素作为调节的核心，有效满足刚性需求，合理引导投资需求。三是深化财税体制改革，加快建立现代财政制度，建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系，进一步为地方政府公共产品的资本支出提供稳定、跨周期的收入来源，提高地方政府财权与事权的匹配性，降低地方

政府对土地财政的依赖性，打破房产—财政—土地的内生循环和风险关联机制。

(三) 重点整治影子银行体系，构建涵盖表内和表外的全口径监管体系

第一，坚持问题导向，将影子银行体系的风险应对提高到防范化解系统性金融风险和国家金融稳定 的高度。第二，通过“穿透式”监管，坚持“实质重于形式”，强化综合监管，突出功能监管和行为监管，重点防范混业经营与分业监管的制度性错配，重点整治以金融创新为名的多种扭曲、变异或出于监管规避 的影子银行业务或混业金融业务。第三，完善金融监管体系，坚持宏观审慎与微观监管齐头并进、相辅 相成，以金融市场、机构、产品和服务等微观监管标准为基础，以金融体系、功能、行为等宏观审慎监管为 关键，构建跨市场、重功能、全覆盖的影子银行监管体系。第四，有效防范影子银行重点业务的相关风 险，强化金融体系资产管理业务、商业银行同业业务、商业银行表外业务、万能险、信托管理计划、PPP 项目等领域的潜在风险。

(四) 注重市场规律，重点防范国有企业和地方政府的债务风险

坚持以市场规律为准绳和约束，以国有企业改革和地方政府债务管理规范为突破。重点发挥市场 在资源配置中的决定性作用，逐步隔断银行体系和地方政府相互依存进而低估风险的内在机制，进一步完善地方政府债券发行机制，建立健全国有企业和地方政府负债的市

市场化定价机制。打破刚性兑付，有效发挥信用利差的作用，让市场而非主管部门或上一级政府承担国有企业或地方政府的潜在违约风险。

(五) 有效统筹内外两个市场，重点防范内外风险相互反馈的风险

首先，继续深化经济体制改革，以供给侧结构性改革和需求管理有效统筹为支撑，减少经济转型期的结构性阵痛，提高经济发展的稳定性，夯实风险应对的经济基础。其次，重点深化人民币汇率机制改革，提高人民币汇率制度的弹性，以价格和市场手段缓释外部政策变化对我国经济和金融体系的冲击。再次，有效统筹短期资本流动管理、中长期汇率机制改革、长期资本项目开放及人民币国际化的关系，构建内外市场有效互动、内外风险有效防控的制度安排。最后，中短期内重点防范美国税改、美联储加息和“缩表”对我国资本流动、币值稳定、外储安全和金融稳定等的潜在影响。

(六) 深化金融监管协调，提高监管体系的统一性、针对性和有效性

依托国务院金融稳定发展委员会，在更高层级上协调监管机构、地方政府及相关金融机构提高金融监管协调水平，在更大范围内构建全国统一的金融基础设施以提升金融监管体系有效性，在更广阔视角内解决国内混业经营趋势与分业监管模式的制度性错配以提升系统性金融风险防范能力。值得注意的是，金融风险的应对不仅需要

在金融领域进行有效防范，还需从宏观经济整体及经济体制机制的视角来 全局、系统、全面考虑金融风险问题，坚持系统协调，坚持深化改革，坚持政策统筹，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。