

论文 NO. 2017 年 11

发表时间：2017 年 11 月 15 日

全球金融风险监测及中国金融外部压力指数

全球经济与金融研究中心

胡志浩 李晓花

摘要：全球主要发达经济体宏观经济形势持续向好，市场流动性风险和信用风险已达到近年来的低位区间；新兴经济体受经济结构调整影响，金融和财政均面临逐渐增大的压力；中国经济金融结构转型带来的压力使得国内金融条件仍处于压力位置；中国金融外部压力指数自 2017 年初以来有所缓解，但目前总体仍处于压力区间；需关注美国企业盈利可持续性和金融市场流动性的变化，这很可能终止美国股市长达 8 年多的牛市，进而引发金融市场和实体经济的再次动荡。

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》。

我们用全球宏观风险、市场及流动性风险、信用风险和新兴经济体风险四个指数来刻画全球金融风险，指标取值越大表明风险压力越大，反之则反是。通过这些综合指标，我们将当前的风险趋势与上一季度情况进行对比，并将当前指标与 2002 年以来同方向的历史最大值进行比较。

利用利率、汇率、股票、房地产和社会融资等五大类 13 个指标，我们编制了中国的金融条件指数，综合反映中国的总体金融状况，指数越大表明中国金融体系的压力越大。我们在分析中国金融状况的同时，通过分析中国与主要发达经济体金融状况的相对变化、外汇市场和资本流动等情况，合成了中国金融体系的外部压力指数。具体数据来源及处理方法，请参见附件 1。

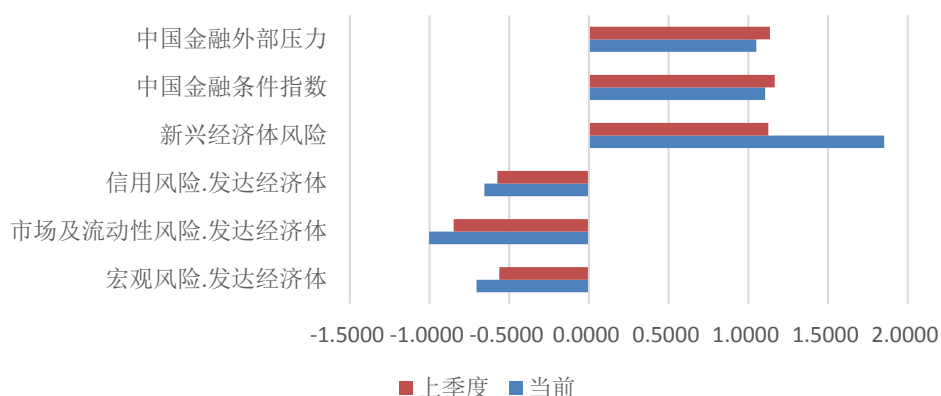


图 1 各指数当前与上一期值的比较

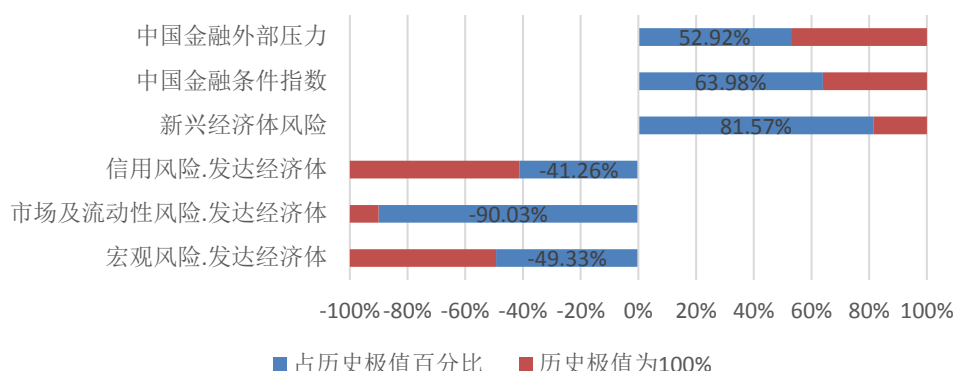


图 2

各指标当前值与历史极值的比较

一、全球金融风险监测

1、宏观经济风险

随着美国、欧元区和日本等主要发达国家宏观经济持续走稳，全球宏观经济风险已显著降低。2017 年 3 季度的宏观风险指标值为-0.7，相比于前一季度的-0.56 进一步下降，这表明主要发达经济体的宏观经济持续走强。

次贷危机之前，主要发达经济体宏观经济风险指数连创新低，即使到 2007 年次贷危机爆发时，实体经济依然延续着之前的惯性，金融体系的冲击尚未触动到实体部门。从 2008 年开始，主要发达国家的实体经济开始出现迅速下滑，到 2009 年 1 季度，宏观经济风险压力达到近十五年来的最大值。目前宏观经济指标大约为危机前最好状态时（2006 年 2 季度）的 49.3%（参见图 2、3）。

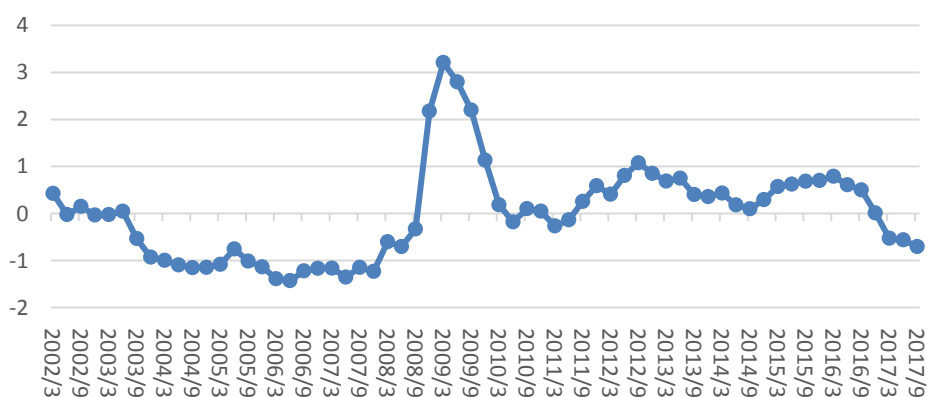


图 3

宏观经济风险. 发达经济体指数

具体来看，2016 年 3 季度以来，美国 GDP 增速持续攀升，2017 年 3 季度增速为 3%；欧元区从 2013 年 3 季度开始，GDP 增速稳步提升，2017 年 2 季度增速保持在 1.7%；日本从 2015 年 2 季度开始摆脱负增长，2017 年 2 季度增速为 1.4%。除去产出的稳健复苏以外，主

要发达经济体的就业形势也有明显改善，美国的失业率在 2017 年 9 月已持续降至 4.2%。主要发达经济体 PPI 已于 2016 年末摆脱负增长，并于 2017 年保持增速持续提升；受此影响，CPI 增速也有所提升。主要发达经济体 PMI 指数目前基本回到较为理想的水平，消费者信心指数也出现了持续 2 年的恢复，政府的赤字和债务近 4 年来出现持续改善，全球贸易于 2016 年末开始摆脱了近 2 年的负增长，市场对当前全球宏观经济趋势的判断持谨慎乐观的态度。

2、市场及流动性风险

金融市场对于危机的敏感程度远高于实体经济。2002 年以来，全球主要金融市场在危机前有 4 年左右的时间一直处于十分宽松的状态。2007 年 3 季度出现了流动性急剧收缩，到 2008 年 4 季度，市场流动性处于近十五年来的最紧张状况。随着救助措施的实施，市场逐渐趋于平稳。2011 年下半年，市场流动性再次出现紧缩，但随后市场风险得以改善。自 2016 年初以来，全球主要金融市场的市场及流动性风险持续降低，到 2017 年 3 季度，市场及流动性指标取值为-1，相比 2 季度的-0.85 进一步宽松。目前市场的流动性状况已接近十五年来最宽松水平（2014 年 2 季度），宽松状况大约为当时的 90%（参见图 2、4）。

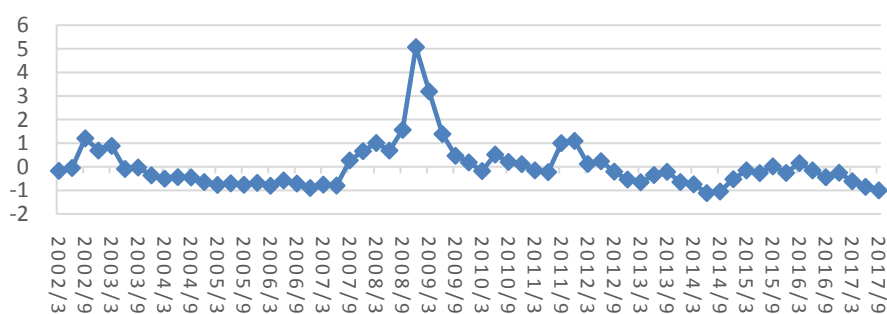


图 4 市场风险及流动性. 发达经济体风险指数

具体看，Libor-OIS 价差、TED 价差，股票、商品、外汇的隐含波动率，金融压力指数等指标均处于较低水平。投资者信心指数也处于舒适区间。但市场对于各国央行货币政策的行动仍保持密切关注，特别是美联储的货币政策行动。总体看，市场及流动性进一步宽松的空间十分有限，目前这种宽松的状况能维持多久，是否会出现风险趋势的反转，取决于市场和货币当局的预期博弈。

需要特别关注的是美国的股市，美国标普 500 指数近 8 年多时间涨幅达到 243%，其中，可选消费增长 419%，信息技术增长 374%，金融增长 324%，工业增长 307%，这些板块的增速都超过股市整体增速。可选消费、信息技术和金融这三个板块的净资产收益率（ROE）维持在较高水平，表明近年来美国这三类企业盈利状况持续向好。美国非核心消费品上市公司 2017 年 3 季度 ROE 为 20%。

次贷危机后，经历了长时期的挣扎，全球经济才恢复到一个较低水平的增长。在此期间，美国消费增长最高增速都未超越 5%，平均增速保持在 3.5%左右。但有限增长带来的利润大部分被消费升级类产业吸收，这也形成了可选消费、信息技术类企业盈利持续向好的局面。但这类企业利润再度上升的空间已经十分有限，企业盈利难以支撑股市进一步增长。同时，企业盈利上升一方面得益于宽松的货币金融环境降低了企业成本，另一方面低利率环境还助推了企业通过金融工具融资进行股票回购，从而进一步提升企业每股盈利。

但从供给面看，次贷危机后，美国劳动生产率增速平均为 1.3%左右，低于美国长期平均增速 2.4%。并且，从实际研发投入增速来看，次贷危机后该指标均值维持在 1.6%左右，远低于战后以来美国平均

增速的 5%。缺乏技术创新和全面效率提升的支撑，美国产业在进一步提升利润上的压力将明显增强。

3、信用风险

2002 年至今，主要发达经济体信用风险最低的时刻是在 2006 年 1 季度，极其宽松的信用环境也意味着大转折的到来。信用风险真正爆发始于 2007 年末，伴随着宏观经济和市场风险同时爆发，信用风险加速上升，到 2009 年 2 季度，信用风险指标达到近十年的最高值。随着政策的积极干预，信用风险得以缓释，到 2014 年 2 季度，信用风险降至危机后的第一个低值。但长期的经济低迷状态使得信用风险从 2014 年 3 季度重新出现缓慢提升。2016 年开始，宏观经济重新趋稳和市场流动性充裕的状况使得信用风险再次得以持续缓释。2017 年 3 季度信用风险指数为-0.66，相比 2 季度的-0.57 略有下降，且这一水平已超过 2014 年 2 季度的-0.4，为危机以来的最好状况，相当于危机前最宽松时的 41%（参见图 2、5）。

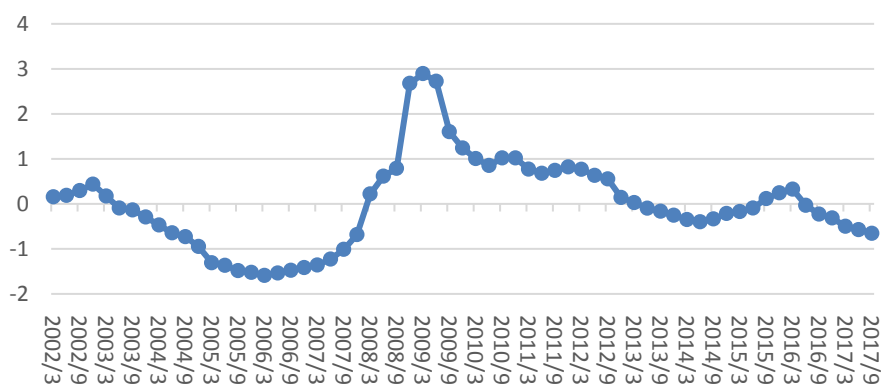


图 5 信用风险. 发达经济体指数

具体来看，美国、欧元区和日本的银行资本充足率、信贷的风险溢价、不良贷款率和债务可得情况，均处于次贷危机以来的最低水平区间。并且随着房地产市场的复苏、金融市场的持续走好，居民和非

金融企业的资产负债表得到持续改善，尤其是资产净值持续上升，这将极大缓释主要发达国家金融体系的信用风险。

分析发达经济体的资产负债表可以发现，从 1994 年至 2015 年，日本非金融企业的负债率仅从 70% 上升到 77%，居民部门的负债率反而从 14% 微幅下降到 13%，而政府部门的负债率则从 46% 上升到 95%。从债务的绝对量上看，各部门债务存量 2015 年/1994 年的比值分别为：非金融企业 1.18、金融机构 1.34、政府 2.99、居民 0.98。简言之，日本政府几乎扛起了日本二十年来的绝大部分新增债务。

美国拥有更为完备的资产负债表信息。从 1952 年至今，美国非金融企业负债率最高时期为 1993/1994 年，当时负债率已超过 50%，经历互联网泡沫后，企业负债率开始持续下降，到 2007 年次贷危机前负债率已接近 40%。次贷危机的爆发导致资产价值大幅缩水，企业负债率被动上升，最高达到 2009 年 3 季度的 48%。随着市场形势逐渐趋稳，企业负债率逐步下降，近六年以来，美国企业负债率一直维持在 45% 左右。居民部分负债率在次贷危机之前，总体呈持续上升趋势，从 1952 年的 6.3% 上升到次贷危机时的 17.8%。危机的爆发同样被动提高居民部门的负债率，最高曾升至 2009 年 1 季度的 20.5%。随着局势趋稳，居民部门开始持续降杠杆，负债率已降至 2017 年 1 季度的 13.8%。

截至 2017 年 9 月，美国家庭总资产中，金融资产占比达到 70%，其中股权类资产占金融资产比重超过 60%。同时，次贷危机以来，家庭净资产比可支配收入持续上升，该比值由 2009 年 3 月的 5.1 倍，上升到 2017 年 9 月的 6.7 倍，其中最主要的原因就是美国股市上涨

带来的财富效应。而美国家庭作为消费的主体，“财富效应”在近年来极大的助推了美国消费的转型和增长。一旦美国股市增长趋势出现变化，“财富效应”的减退会削弱居民消费的基础，这将影响消费、信息技术等企业的盈利，进而再次加重股市估值的压力，从而让美国经济陷入逆向的金融加速过程。

4、新兴经济体风险

我们通过对新兴经济体 GDP、生产指数、PPI、政府赤字、外汇储备、短期国际债务占比和信贷增长水平进行综合分析发现，从 2011 年下半年开始，在经济增速下滑、政府赤字占比增加、短期国际外债占比加大、外汇储备下降等因素的共同作用下，新兴经济体的综合风险再次加大，并且这一趋势到目前尚未出现扭转的趋势（参见图 6）。

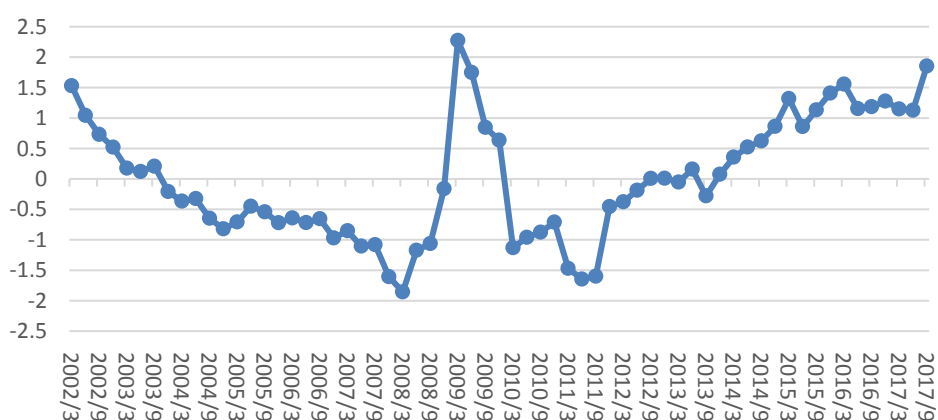


图 6 新兴经济体压力指数

风险指数表明 2017 年 3 季度新兴经济体总体风险未见缓和，但由于 2017 年 3 季度的部分指标缺失，新兴经济体风险是否会出现趋势性的风险压力增加还难以判断。但从 2017 年以来的数据看，目前新兴经济体仍然处于风险压力区间，这与发达经济体所处的宽松状态形成了鲜明对比。

二、中国金融外部压力指数

近十余年来，中国的金融条件与主要发达经济体状况并不一致。次贷危机让中国的金融条件出现了明显恶化，但随后中国国内的需求刺激政策让中国的金融条件迅速改善。2010年初中国的金融状况开始逐渐趋紧，2013年年中与2014年初是中国近十五年来金融状况最紧张的时期。2016年11月开始，中国金融条件再次持续趋紧。2017年3季度，紧张趋势稍有缓解，但中国金融条件指数目前仍处于相对紧张的区域（参见图7）。如果从月度的中国金融条件指数来看，2016年4季度以来的持续紧张，主要来自于3个月拆借减隔夜利差提升，收益率水平提高、M2同比增速与信用总量同比增速放缓带来的影响。通过提升金融套利成本抑制金融空转，同时控制信贷增速降低整体经济杠杆水平，这些变化会对原有的金融结构形成短暂的冲击，从而提高整体金融体系的压力。



图7 中国金融条件指数

人民币汇率最重要的对标基础是美元，并且美国也是影响中国外部金融压力的最重要的经济体，因此，我们使用中美产出增速对比、中美金融状况对比、国内信贷趋势偏离、外汇储备、资本流动、国际

债务等 11 个指标综合成中国外部金融压力指数。

总的来看，2017 年以来，中国金融外部压力有所缓解，但指数仍处于压力区间。2017 年 3 季度的外部金融压力指数 1.05，低于 2 季度的 1.14。2002 年以来，中国外部金融压力最大的时期是 2016 年的 1 季度，目前的压力指数为最高时的 52.9%（参见图 2、8）。

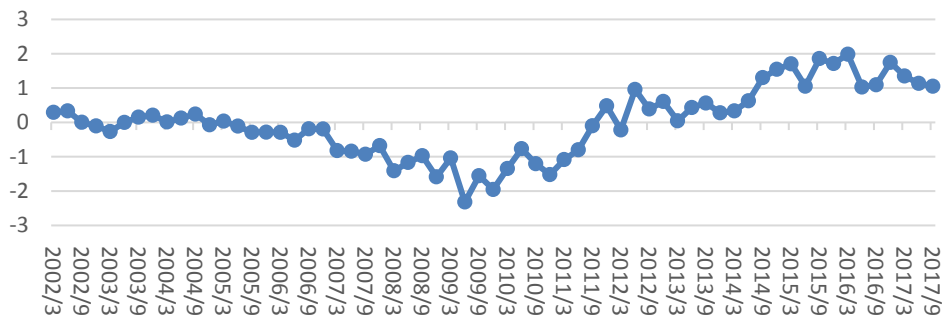


图 8 中国外部金融压力指数

具体来看，人民币汇率从 2014 年 3 季度开始摆脱持续存在的升值压力，股市的剧烈波动使得人民币汇率在 2015 年 3 季度出现明显的贬值预期，2015 年 4 季度到 2016 年 1 季度是人民币贬值预期最强烈的时期，随后略有稳定，但到 2016 年末、2017 年初，人民币贬值预期再次达到一个阶段性高点，从 2017 年 2 月份开始，人民币贬值压力不断缓解，这对今年以来的中国外部金融压力的缓解有很大贡献。

资本流动方面，2014 年 2 季度开始，中国金融账户中非储备部分出现净流出，最高时达到 2015 年 4 季度的 1500 亿美元。2016 年各季度金融账户中非储备部分均呈现净流出，但 2017 年 1 季度，情况出现反转，实现净流入 368 亿美元，为三年来首次出现净流入。外汇储备方面，2014 年初中国外储存量逼近 4 万亿美元，大家担忧的是如何对冲巨额涌入的外汇储备，当时的政策是鼓励外汇适当流出。

2014 年 3 季度开始，人民币兑美元单边升值的预期出现动摇，同时外汇储备逐步下降，到 2015 年年中股市巨幅波动后，人民币出现贬值预期，资本持续流出。2016 年全年，中国持续面临着资本流出、人民币汇率贬值的压力，外汇储备总量降至 2017 年 1 月的 29982 亿美元。面对这种情况，中国当局开始加强汇率制度管理，并稳定外汇市场。不久，汇率预期、资本流动和外汇储备情况开始反转，外汇储备从 2017 年 2 月开始，出现连续 9 个月的正增长。到 2017 年 9 月中国外汇储备已增至 31085 亿美元。

次贷危机爆发前，中国的外部金融压力处于均值水平，次贷危机的爆发虽然使得中国经济也面临了冲击，但由于其他经济体经济金融运行更为困难，中国金融外部压力一直处于十分宽松的状况。真正趋势性的转变是在 2014 年初，发达国家虽然仍未复苏，但已明显摆脱危机状态，而中国国内经济结构调整压力剧增，这最终导致中国金融体系从 2014 年中期开始，持续处于外部压力区间。虽然 2017 年 1 季度至今，情况有所好转。但这一趋势能否得以延续，还有待观察。