



金融与发展论坛
Finance and Development Forum

风险管理论坛
(2018年第1期 总第3期)

管理金融风险：挑战与机遇

▶ 主办单位：



▶ 支持单位：上海市黄浦区金融服务办公室

▶ 合作媒体：



▶ 直播支持：



2018年5月13日 上海

金融与发展论坛

管理金融风险：挑战与机遇

国家金融与发展实验室

2018年5月13日

金融与发展论坛

管理金融风险：挑战与机遇

胡志浩：

很高兴和大家分享一下我们最近的一些研究体会，报告主要是两部分的内容，一个是金融风险指数，另一个是全球主要经济体的收益率曲线和股票市场的情况。

介绍风险指数之前，先简单介绍一下相关背景。

2017年的时候我接到我们实验室一个任务，做风险研究的报告，需要建立一个对整个全球和中国的系统性金融风险进行刻画的指标体系。刻画系统性风险的指数有两大类方法，一个是宏观方法，一个是微观方法。宏观方法基于目前我们主要关注宏观经济和金融指标，又分为两类，一类是综合指标法，另一类就是概率分布的方法。微观方法主要基于金融体系中的微观主体风险来判定系统性风险，也分为两类，一类是自下而上，由微观机构的个别风险寻找系统性风险的联合概率分布；另一类是自上而下，寻找系统性风险的分配，确定系统性重要金融机构。目前看，微观方法主要集中在学术研究层面。IMF和欧央行都用的是宏观方法，并且就是使用综合指标法，综合指标法的方法也很多，有主观加权、

胡志浩

国家金融与发展实验室

副主任

KLR 信号法和主成分等方法。考虑到研究的可扩展性，我们的指数就是使用主成分方法。

我们选取六个指标：宏观风险、市场及流动性风险、信用风险、新兴经济体风险、中国金融条件指数和中国金融外部压力指数。这些指标在报告中都有解释。用雷达图把这六个指标集中在一起，标尺是-100%到 100%，100%表示这个指标是 2002 年以来历史上最高值，即风险压力最大的时候；-100%表示这个指标是历史上最低值，即风险压力最小的时候，也就是状态最好的时候。指标的取值，表明该指标与历史极值的对比。以全球宏观风险为例，2018 年 1 季度为-52.67%，取值为负，这表明全球主要发达经济体宏观经济处于负压力，也就是宏观经济形势较好的状态，并且当前的状态相当于历史最好时期 52%的水平。具体来看：

第一个指标是宏观风险。根据宏观风险的时间序列，当前主要发达国家宏观经济状况是危机以来的最好状况，虽然一季度指标稍有转向，但仍处于十分好的状态，这是否意味着发达经济体全面复苏了？对此，我们心存怀疑，在后面的分析中，我们会陆续提到。

第二个指标是市场和流动性风险。随着量化宽松政策（Quantity Easing, QE）的实施，次贷危机带来的流动性危机在 2009 就得到了极大的缓解，2011 年的危机再发酵又对流动性形成了冲击，但由于已经有 QE 护航，流动性风险较危机之初已经平缓很多了。2016 年以来，随着经济企稳，美国已经考虑退出宽松的货币政策，但仍然害怕威胁到经济复苏的根基，政策操作必然投鼠忌器，从而导致发达经济体目前的流动性不仅是危机以来最宽松状态，甚至超过了次贷

危机之前最宽松的时期。如果说宏观经济复苏寻找需求面的原因，长期的宽松流动性必然是最主要的因素。这里再说一下怎么看待这些指标的意义，以流动性风险指标来说，指标很高，意味着风险很大，所处的状态很痛苦，但这也意味着状态会很快逆转，这是否极泰来；同样，指标很低，风险小，很舒适，也可能意味着出现逆转，乐极生悲。因为我们的指标都已经标准化处理了，0就是历史均值水平，均值回归是经济运行的一种本能。2018年一季度主要经济体的流动性指标开始出现逆转，美国股市巨幅波动是最直接的原因，但流动性是否会出现趋势性逆转还有待观察。而美联储持续加息对金融体系流动性带来的累积效应不可忽视，我们在随后的利率和股市分析中还会提到。

第三个指标是信用风险。宽松的流动性加上宏观经济复苏，使得2017年末主要发达经济体的信用风险压力也处于次贷危机以来的最低状态。2018年一季度随着美国风险溢价的提升，信用风险的压力出现抬升，但总体还处于无压力状态。

第四个指标是新兴经济体风险。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，新兴经济体的风险一直在缓慢抬升。未来关于新兴经济体的指数还需要进一步优化，要把中国的因素剔除出来，这样能更准确地把非中国的外部因素刻画清楚。

第五个指标是中国金融条件指数，综合反映中国金融松紧度的情况。2013年钱荒时的中国金融条件最紧张，随后逐步缓解，到2016年三季度开始，金融条件开始持续恶化，金融去杠杆是直接原因。2017年金融去杠杆不仅没放松，

还进一步加大了金融业的供给侧改革，资管严监管等措施让金融条件指数在 2017 年末 2018 年初甚至接近历史高点，近两个月情况有所缓和，但压力依旧。

第六个指标是中国金融外部压力指数。这个指数会用到中国金融压力指数与美国金融压力指数的比较，还有其他一些反映中国金融体系遭受外部压力时的指标。次贷危机时，我们的外部金融压力最小，因为其他主要经济体都深陷泥潭，随着主要经济体的金融压力消解，中国的金融外部压力开始抬升。2014 年三季度开始，人民币单边升值的预期出现动摇，到 2015 年股灾以后，尤其是“811 汇改”以后，人民币呈现了贬值预期。2014 年初，大家还担心 4 万亿美元外汇储备太多，到 2016 年，大家就转过来担心外汇储备快速流失。好在我们积极的采取了措施，同时，欧元区经济复苏又打压了美元汇率，人民币汇率从 2017 年一季度开始企稳，外汇储备也变为流入。2017 年二季度开始，中国的外部金融压力持续减缓，但未来会怎么样，还取决于中国和外部金融环境的对比变化。

第二部分，我们看看主要经济体的收益率曲线和股票情况。对这个两个市场的分析，也能看到很多经济基础面的问题。

收益率曲线是其他金融资产定价的基础。我们将收益率曲线划分为三个因子来看，分别是水平、斜率和曲率。曲率因子的影响比较小，我主要讲讲水平和斜率。主要发达国家长期的利率水平从 80 年代开始呈下降趋势，一直持续到现在。利率水平因子受基本面、政策面和资金面三个方面的影响。基本面是长期、根本性的，主要是增长和物价，可以用名义 GDP 来衡量，利率水平与基本面因素保持着长期的同步趋势，但短期也会有偏离，冲击可能来自于货币政

策，或者是监管以及其他金融冲击带来的资金面变化。2016年中国的名义GDP上升，但利率水平在下降，而2017年名义GDP略微下降，但利率水平却持续攀升。这表明金融去杠杆、严监管带来的资金面冲击等短期因素占据了更主要的影响。

总的来看，美国收益率水平的变化是发达经济体的领头羊，其他经济体的变动趋势与美国的变化一致，紧随其后，说明美国经济就是发达经济体的发动机。发达经济体利率水平的长期下滑，与长周期的基本判断吻合。第五轮长周期的繁荣期，始于1991年，到2007年左右结束，随后进入长达近十年的衰退期，如果延续前几轮周期的特征，我们应该刚进入萧条期，这个过程可能还得有十年左右的时间。因此从长周期的视角来看，利率水平应该很难有持续的提升。即使美联储启动了加息的进程，但估计这一进程并不会那么顺利。

收益率的下一个特征就是斜率。次贷危机以来，收益率曲线的斜率也呈现持续下降的趋势。斜率与水平之间有些关联性，但并非简单的线性关系。水平快速下降时，容易呈现斜率上升，也就是牛陡，次贷危机爆发刚救助时就这样。水平缓慢上升时，斜率也容易上升，这就是熊陡。这个快速和慢速的分界线，经验告诉我们，是一年内出现四次政策利率的调整。目前斜率很低，有回复均值的动力，这也意味着政策利率的提升，并不会太多，美联储今年提升4次利率的可能性并不大。斜率与资金面的松紧呈明显的负向关系，资金面越紧，斜率越小，资金面越宽松，斜率越大，中国目前的斜率很低，有回归均值的动能，但未来中国的资金面是否会有所宽松，仍然受到政策面和金融监管的巨大影响。

接下来，我们来看看全球主要经济体股市的比较。如果以沪深 300 为代表，中国现在的市盈率（Price/Earnings, PE）估值低于标普 500，比很多的发达国家与发展中国家都低。标普 500 的市净率是全球最高的，说明美国现在轻资产的公司太多了。如果把中国和美国股指进行对标比较，我们的上证 50 比道琼斯工业股指低很多，这和之前张平教授讲的可以契合，中国的金融地产确实很能挣钱，但大家总把他们看作是夕阳产业，不愿意给高估值。美国标普 500 的 PE 处于接近近十年历史最高水平，PB（Price/Book value, 平均市净率）接近历史最高水平，没有达到最高时因为一季度股市跌了。另外，我们做了一个股市的风险溢价比较，就是将市盈率 PE 的倒数减去对应经济体的 10 年期国债收益。这个指数表明配置股票与债券哪个更有价值，股市风险溢价越高，配置股票的价值越高。这个值受到盈利、估值和长期利率的影响，取值的变化对于短期投资的参考意义并不特别清晰。但从历史的经验总结，如果股指很高，而风险溢价很低，这样的股市配置的价值就非常低，而股指很低，风险溢价很高，股市的配置价值就高，美国的股市现在正处于前一种情况。

如果从美国股市的实体经济基础看，情况并不乐观。需求面看，美股大涨主要是可选消费、信息技术和金融业领涨所引领，利润大部分被这些消费升级类产业吸收，但美国总体消费增长其实并不强劲，这已导致近来相关企业净利增速出现下降。供给面来看，次贷危机以来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%；实际研发投入增速次贷危机后均值在 1.6% 左右，低于二战以来平均增速的 5%。另外从金融结构上来看，美国的非金融企业和居民的金融资产占总资产比重已经是历史最高水平，企业接近 50%，居民超过

了 70%。其中居民金融资产中有 60%左右是直接或间接与股市相关，也就是总资产中有超过 40%与股市相关，剩下大约近 30%是债权及其他金融资产，最后 30%左右是不动产。如果看美国居民净资产与可支配收入的比值来看，前两次危机之前，分别是 2000 年的 6.1 倍、2007 年的 6.5 倍，都是当时的历史最高值，现在这个比值为 6.8 倍，又是历史最高水平。一旦美国金融流动性收紧，资产价格收缩，带来资产负债表的收缩，将进一步抑制消费，冲击企业盈利，造成资产进一步缩水，流动性紧缩的螺旋启动，这对美国经济甚至世界经济，都将是巨大的冲击。这可能是美联储加息一个不得不考虑的问题。谢谢大家！

主持人 杨燕青：

非常感谢胡志浩博士！他的金融风险指标很好地度量了全球以及中国的金融风险。大家可以参考报告详细分析指标的构成。在这个基础上，胡博士把全球的债市和全球的股市都做了一个梳理和分析，重点讲了全球股市，尤其是美国股市可能存在的风险，并同美国经济数据进行了综合的分析。非常感谢胡博士的分享，未来我们还可以看到这个指数的新进展，可以通过它来衡量全球金融风险的条件和金融大致的发展趋势。