系统性风险的防范与化解

刘莉亚 梁琪等

编者按:本文内容是根据来自清华大学、北京大学、南开大学、复旦大学、中山大学等科研机构、高等院校的专家学者在经济所建所90周年国际研讨会2019年5月17日第四单元主题论坛“系统性风险的防范与化解”上的发言编辑整理而成。上海财经大学金融学院党委书记刘莉娅教授和南开大学科研处处长梁琪教授分别主持了两个时段的讨论。

刘澜飚(南开大学):我国金融系统性风险的内在机理和表现形式与西方有根本的不同。中国的金融系统性风险的可能来源之一,是实体经济运行过程中出现的对金融的过度侵蚀,在银行方面表现为不良资产的快速增长,当然这与大型企业债务结构和性质及与银行的融资偏好有关。

谈防范系统性风险,就要把中国的企业发展好,发展好的前提是金融要支持实体经济。如果简单用把钱能够贷给企业就看成是金融支持实体经济发展,那其实是在重复过去不断产生风险的逻辑。

关键是金融怎么支持企业,才能算是在控制系统性风险的前提下发展实体经济。改革开放40多年以来,我国独立完成了中国的工业体系建设,目前已经成为全球制造业最完整的国家。尽管我国已经是制造业大国,但是我国还不是制造业强国。要实现制造业的高质量发展,必须提质增效,实现从大到强的跨越。从产业发展的国际经验来看,金融业对于制造业实现从大到强发展有支持和引领作用。因此,我国金融业应以支持中国制造业提升竞争力为目的。同时,我国金融业应进行供给侧结构性改革,优化金融结构,实现金融与实体经济共同发展。强调金融支持实体经济和制造业发展不应是简单的金融向实体经济多贷款就行,而应有三个更高层次的要求:第一,加强市场机制作用。通过加强金融市场化改革,优化资金配置。以市场化方式化解过剩产能,以市场化方式驱动制造业产业结构调整,实现劳动密集型产业结构向资本型密集型产业结构转型。第二,加强持续引导。完善金融制度,通过绿色信贷等持续引导企业发展绿色产业,实现环境友好型发展。第三,以政策性金融方式支持人才培养。中国未来的经济发展,关键在教育,在人才。金融应以政策性金融方式支持中国的教育发展,支持人才培养。这三方面做好之后,就能够有效支持实体经济发展,有利于对系统性风险的防范和化解。

史永东(东北财经大学):中国是银行主导的金融体系,系统性风险最可能在银行体系中发生。截至2018年年末,中国金融总资产达到286万亿元,其中银行261.4万亿元,保险18万亿元,证券6.3万亿元,信托0.01万亿元。银行占据了中国金融资产的90%以上,可见从银行体系防范金融系统性风险具有十分重要和必要的意义。

银行系统性风险主要潜藏在影子银行领域。与美国高度证券化、衍生化的影子银行体系不同,中国的影子银行体系主要是银行的影子,实质是银行为了规避监管与其他非银行类金融机构合作展开信用、期限或流动性转换活动。2008年4万亿元投资之后,中国影子银行经历了非常快速的发展,影子银行规模从2008年的3.12万亿元增长至2018年6月的62.9万亿元,年均增长率为43.53%,远超同期银行贷款规模的增长率(约17%)。然而,2013年银行间市场的钱荒、2015年6月的股灾以及2016年债灾等,都体现出影子银行对金融系统稳定的潜在不利影响。所以,从2016年下半年中

央政治局会议开始，监管层就采取了一系列针对金融去杠杆的宏观和微观监管措施，如银监会开展的“三违反”“三套利”“四不当”专项整治、一行两会和外管局发布的资产管理新规等，都直指影子银行领域风险。

影子银行对银行系统性风险是否存在影响呢？已有研究表明，影子银行对我国银行系统性风险有着非常大、非常显著的影响。影子银行主要通过银行个体的风险承担、银行间关联度以及风险的放大机制这三个渠道对银行系统性风险产生作用。这些结论对于目前影子银行的监管和系统性风险的防范都具有重要的政策启示。比如，微观审慎和宏观审慎相结合的金融监管理念可能更有助于完善影子银行的监管；此外，在去杠杆的过程中，既要防控影子银行高杠杆，多嵌套，期限错配严重所导致的金融风险的发生，又要谨防过激去杠杆过程中的流动性危机，及其引发的新的系统性风险等。

李建军（中央财经大学）：银行体系存在三个风险点：其一是隐性债务风险。现在披露的不良率是 1%～2%，而我们测算出来的不良率高达 12%。这些不良隐性债务的形成途径是银行通过地下金融或者影子银行贷给企业。大量隐性不良债务在靠非正规金融完成融资，可以称为“过桥贷款”。这种过桥贷款会成为风险隐患。

其二是地方债问题。2015 年新《预算法》开始实施，使地方债问题和信贷市场环境均有所改善。新《预算法》限制了国有企业债务，使民营企业能够获得较多的融资。

其三是家庭债务风险。有一段时间，杠杆结构调整是把杠杆从企业部门引入家庭，但这种调整有很多风险。美国次贷危机起源点是在家庭，跟房贷相关。房贷是家庭部门的债务，除了房地产贷款外家庭还有很多其他的贷款。比如，很多青年在生活中流行贷款消费模式。家庭部门的杠杆加起来似乎解决了一些经济问题，问题是这可能会成为未来爆发风险的地方。

王志强（东北财经大学）：预期管理是防范与化解系统性金融风险的重要手段。预期管理中如何引导预期非常重要，在引导预期中的一些术语和措辞需要准确表述。比如，学界经常提到经济下行、去杠杆等术语，这些表述不太准确。经济下行这个词会让人产生误解或者误导。“去杠杆”也一样。企业如果没有杠杆，很难经营；金融机构如果没有杠杆就不叫金融机构。但高杠杆是不可以的。有专家提出要用降杠杆，我认为应该是把过高杠杆降到适当水平。因此，学界有责任采用准确的表述，正确引导大众的预期。

另外，政府官员有时一些表述，比如“妖精”之类，恐怕会造成一些误解。还有一些政府官员说一些比较严重的话，也不好。尤其是央行行长或者证监会主席不应该用太绝对的或者是过度的语句描述某个个案。此外，个别媒体也经常说一些过分的话，把一些东西夸大，这类表述容易误导大众。

易行健（广东外语外贸大学）：系统性风险防范与化解的关键是怎么理解系统性风险来源和表现形式。这两年金融史学家利用一百多年的数据做了研究，发现系统性风险源自信贷的持续膨胀，这是杠杆问题。从 2018 年开始中央“去杠杆”取得了一些进展。中央提“去杠杆”概念，大家认为值得推敲，应该是“降杠杆”，现在叫“稳杠杆”。如按照部门划分，总体的杠杆可以分解成企业部门的杠杆、政府部门的杠杆和居民部门的杠杆。现在，企业部门的杠杆基本稳定，政府部门的杠杆还在提升，居民部门的杠杆虽然从国际比较来讲不是很高，但是如果把分母由 GDP 改成整个居民可支配收入则已在 110%左右了，这个比率已不低了，并且增长速度非常快。

系统性风险的重要表现形式是地方政府债务，应引起重视。防范和化解系统性风险与金融发展程度有关。我国金融发展到底是过度还是不足，还是过度和不足同时并存？是否可以说我国 GDP 没有达到发达国家水平，但金融已经发展到了发达国家的程度。在这种矛盾情况下，金融业怎么有效管理、防范和化解系统性风险，怎样有效发挥金融市场防范和化解系统性风险的功能，值得进一步研究。

项后军(广东金融学院):中国的系统性风险最需要刻画的是地方政府的行为。现在刻画的系统性风险都是流动性风险的指标,但最关键的具有中国本土化特征的地方政府行为无法刻画进去,这是一个值得探讨的问题。在风险防范化解的不同阶段、不同区域都不同。不同阶段有不一样的风险情况,上行风险和下降风险都不一样,不可能有一个放之四海而皆准的基准出来。

王彦超(中央财经大学):在中国的发展环境下,主要风险是政策性风险。金融业在分散和配置风险时,如果有政策冲击,风险会大面积成批量的出现,这样对金融业分散风险增加了难度。

一个例子是光伏生产项目。地方一些光伏发电新能源项目,发改委和能源局都批了,而且中央有文件规定对这个行业进行补贴,但是等真正落地时出现问题了。很多地方对于未来生产是根据政策进行决策,既然有政府补贴,就上了很多的生产项目,但跟财政部要钱的时候,财政部说没钱。截至目前,整个光伏行业拖欠一千多亿元,导致很多企业特别是民营企业发展很麻烦。

另一个例子是民营经济的间接融资问题。调研发现,房地产公司的融资成本在10%左右,实体经济上市公司的融资成本现在7%都贷不到款,即使7%利率能贷到款,利润也都给银行还利息了。所以,民营企业老板天天去外面跑融资。这是在国家出台很多政策支持民营经济背景下出现的情况。银行不敢放贷的原因之一,是银行职员无法承担企业违约风险。所以,金融行业应该出什么样的政策,以确保能让银行有信心给民营企业放贷,这是一个大问题,同时政策出台后怎么落地也是个重要问题。

民营企业的另一选择是直接融资。山东一家大民企,做地产和其他很多业务。该企业发行的债券没人买,虽然资质是两个A以上。这是行业普遍现象,这种现象不能这样持续下去。民营经济在我国就业和生产方面做了很大贡献,必须解决融资政策落地的问题。

郭晔(厦门大学):影响系统性风险的主要有两块,一块是影子银行,一块是地方融资平台。针对影子银行做的研究发现,从2018年开始资管新规以后,整个中国影子银行发生了变化。现在银行主要在做的事就是把影子银行的业务开始回表,以前的隐性通道、营营通道、同业业务这些业务都回避掉了。我国金融体系的系统性风险在于金融机构之间的关联性。关联性不是银行和银行的关联性,而是银行和金融机构的关联性。

研究资管新规会发现,做资管有很多约束,包括去嵌套、去杠杆,唯一放的口子就是资产证券化。国家推行资产证券化,很大原因是企业有一块直接融资。资产证券化总体方向是对的。目前中国资产证券化规模已达到3万亿元,是债券市场规模的5%,这个数字虽然很小,但是中国的资产证券化市场目前是亚洲最大的资产证券化市场,是世界第二大的资产证券化市场,仅次于美国,而且每年以30%~40%的速度在增长。跟业界交流会发现,企业债不太好做,但是资产证券化ABS这方面有非常大的机会。资产证券化其实很简单,就是金融机构和企业把自己的资产出售或者打包卖出去,由中间的SKV帮你打包再卖给金融机构。中国主要金融机构买金融机构的资产,这家银行持有另一家银行的资产,这个会引起一些系统性风险。

这里讲两点:第一,中国的特殊性。美国主要是做银行的资产证券化,而中国主要做的是企业的资产证券化。第二,中国债券市场是分裂,美国不是。美国是在一个市场卖,银行业可以买,基金业也可以买。在中国,银行做的信贷资产证券化只能在银行卖,企业做的资产证券化只能在深交所、上交所卖。所以银行做的资产证券化产品是卖到银行,银行和银行之间互相持有。企业资产证券化卖到市场,最后是银行买了;很多基金在买,但钱也是银行的。

用中国特殊性、方法特殊性做实证分析会发现,银行做的信贷资产证券化,第一降低了单个银行的风险,其把自己的资产出表了所以风险降低了;第二降低了银行的系统性风险,如果某个银行倒闭,会导致整个银行的倒闭,增加整个银行体系的系统性风险,增加整个金融部门的系统性风险。这是银行的资产证券化。

目前中国的企业资产证券化大于银行的资产证券化，但企业资产证券化降低了系统性风险。因为，中国的企业资产证券化主要是阿里和京东在做，其规模占企业的资产证券化市场的 20%以上，而且主要是小额贷款的资产证券化。阿里和京东的基础资产主要是小额分散，风险非常低，出去之后对于整个系统性风险不是增加了，而是降低了。所以，要推进资产证券化。

才国伟（中山大学）：所谓系统性风险，简单来说就是通过分散化的决策无法规避的风险。如何度量和预测系统性风险，学术界已经有了一些比较基本的认识。刚才很多专家都提到了杠杆率问题，但简单用杠杆率这个指标来度量风险确实是存在问题的。过去一些财务状况较差的制造业企业和房地产企业，当其无法从银行获得融资时，不得不转向私人借贷市场，造成影子银行的规模不断增大。现在出现了一些新的变化。调研发现，一些销售类企业或销售代理企业也在借助私人借贷。经过市场洗礼生存下来的制造业企业，其市场势力得到了进一步增强，现在就要求下游代理商先付款再发货，而以前是先发货再付款。下游销售企业先付款，现金需求量一定会显著增加，自己没那么多钱怎么办？一种方法是向银行去借，但这类企业往往没有抵押品，更何况拿银行的钱先买产品，然后再卖，经营风险很高，所以得到银行贷款的可能性很小。另一种是向私人去借，求助于小圈子，向自己的亲朋好友或者周围的人借钱，年利率大概在 10%～30%。小圈子借贷风险更大，因为风险传递速度非常快。

为什么会出现这种风险？主要原因是这种借贷行为绕开了专业的、可分散风险的金融系统，脱离了监管。根本原因是，我们的金融服务水平整体还比较差，金融机构的能力存在较大差异。老百姓投资渠道太少，存银行回报率低，很多投资机构又不可靠。这些不知道去哪里投资的资金，正是私人借贷、影子银行资金的主要来源。所以，要从根源上解决内部市场上的系统性风险，最终还是要依靠提升金融服务质量，提高金融机构的信誉。

从外部市场来看，系统性风险跨国传递的渠道有国际贸易、国际投资、汇率市场等。相对于发达国家，我国的债务市场规模还很小。中国持有美国的资产中，股权资产和债券资产的比例大概为 3∶4，美国持有我国股权和债权资产的比例大约为 20∶1。一般来讲，债券资产对投资者的影响更为迅速，影响程度更大。我国持有国外很多债券资产，国外的经济运行状况对这些资产的影响很大、很快。如果这些国家没有持有我国的债权资产，我国对他们的影响就会比较小。最近美国对我国发起了贸易战，其中也涉及其他国家。从经济福利上来讲，贸易战的结果会是两败俱伤，但日本和欧洲非常淡定，因为他们没有买我国的债，如果他们持有我国的债就会很紧张。当然，他们对华有很多股权投资，但是股权投资传递风险的速度比较慢，再加上中国市场潜力巨大，中国经济自我修复力较强，所以他们也不着急。

我国需要建立一个强大的债务市场，这个债务市场不仅仅可以解决企业的融资难问题，也可以减少非法融资和个人借贷。更重要的是，债务市场建设有利于扩大对外开放和人民币国际化。人民币国际化为什么进程慢，主要原因是人民币的投资渠道太少。如果建立一个强大的债务市场，海外投资者来买中国的各种债券，既解决了投资渠道问题，又有利于人民币汇率的稳定。因为外债的持有者，不希望人民币汇率大起大落，尤其是不希望人民币大幅度贬值。

总之，这种系统性风险的解决有赖于提高金融服务质量，有赖于建设一个完善的、高质量发展的债务市场。

张小茜（浙江大学）：民营企业融资难、融资贵的问题很普遍。2018 年“去杠杆”又产生一些新变化，主要是担保机构不愿意出具担保函，使民营企业贷款难度加大。2018 年 12 月开始国家政策又大力支持民营企业，这时民营企业要做好稳增长和防风险的关系。因此，要从三个方面来化解这一局面：

第一，准确判断风险隐患是保证金融安全的前提。因为恩格尔已经算了 SBRIS，中国的金融形势总的是好的，但是有风险点。

第二,要有利于债务市场的稳定发展。2018 年不良债权招标规模是 2.77 万亿元,较上年翻了一番。企业方面,资金链和担保链两链的危机长期存在。个人方面,人民银行发布的 2018 年第三季度支付体系总体情况数据显示,信用卡逾期半年金额是 880 亿元,环比增长 6.43%。

第三,应主要关注违约债务处置和援救。围绕民营企业问题,重点是防范两个风险点,即民营企业担保链的风险传染和债券违约。民营企业担保链风险是从 2011 年开始。2013 年我们整理的八大高风险民营企业担保链,其中第二个风险高的就是 2013 年的担保链。其中,从浙江省的担保链问题可以看出,系统性风险在民营企业的表现有三个特点,即高杠杆率、隐蔽性和违约传染性。

尹志超(首都经济贸易大学):从家庭调查看到的家庭债务变化的趋势。在 2013 年和 2017 年两轮家庭调查中,家庭债务用两个指标衡量,一是家庭债务收入比,二是月工资收入比。这是标准定义方法。一般认为家庭债务负担在 2 以下是可以承受的,即债务收入比在 2 以下是可以接受的,在 2 到 4 之间就比较高,4 以上就比较重了。

根据这两个指标比较中国家庭债务情况可以发现:第一,2013—2017 年有房贷的家庭债务收入比从 192%上升 211%,其中正规负债和民间负债都显著上升,尤其是民间负债的比例上升幅度较大。民间借贷的情况大家认为是黑洞,黑洞规模有多大,有多大危害和影响都不清楚。这是中国经济过去发展当中比较有韧性的地方。民间借贷可以弥补正规借贷的缺陷,但是我们不知道民间借贷风险,这也是一个风险。我们看到的民营企业风险仅是正规部分,但不清楚非正规部分。

家庭债务占比在上升。该指标大于 4 是债务比较重的家庭。大于 4 的比例从 8.6%上升到 10.3%,上升了四分之一,说明家庭债务负担上升。从债务风险来看,家庭债务主要集中在特殊的群体。第一个群体是低收入组。这容易理解,因为收入低,即使负债很少,相对收入来讲比例就很高,这就是低收入组面临的问题。2017 年低收入组的收入比达到 500%,而高收入组只有 160%,3 倍多。低收入组最脆弱,债务收入比最高,这就是风险。同时低收入组的债务负担上升还比较快。

第二个群体是一线城市家庭。该群体债务负担总体比较重,这比较好理解,因为房贷太重了,房贷占 50%以上是最重家庭负担的来源。一线城市房价比较贵,房贷比较高,因此债务收入比也比较高。但是,对于非一线城市来讲,数据显示月工资收入比上升也比较快,所以也有潜在的风险。尤其是随着一线城市房价锁定了不让涨,三四线城市的房价管控松一点,涨得超出预期,这些小地方有更大风险在积聚。

第三个群体是新购房的家庭。最近两年新购房家庭的债务收入比明显比以前购房的家庭更高,这也容易理解,因为新房房价高,负债率高,债务收入比就更高。

民间债务的风险仍然是一个值得高度关注的问题。由于对债务黑洞了解太少,我们其实对很多风险没有搞得特别明白。数据显示,2017 年低收入组的民间负债除以收入比接近 300%,而高收入组只有 90%,所以这个差距是非常明显的。

同时,在新购房的家庭中,民间负债的比例非常高。民间负债除以收入的比例,新购房家庭是 470%;高收入组也比较高,是 300%;低收入组更高。所以,这是比较大的问题。总体来看,家庭债务负担呈现增加的态势,局部或者特殊群体的债务负担比较重,因此,需要高度关注系统性风险的微观主体,尤其是家庭。

李志生(中南财经政法大学):在英语里系统性风险是涉及全系统的各种风险。中国金融系统在过去几十年里数量和规模的增长都是非常显著的,而金融在质量和效率方面存在的问题并没有得到大的改观。有人讲,中国整个金融体系在动员储蓄方面和财富积累方面非常有效。但是,财富和储蓄所投资项目的效率非常低下,而且改观不明显。

资产的系统性风险更多体现在股票市场,而且系统性风险是巨大的。比如,今年 5 月 6 日特朗普发一个推特,我国股市马上跳水,大盘当天最大跌幅 6%(虽然股市开盘之前央行宣布定向放水),这是一个系统性风险。主要原因有两个:

一是投资者结构。我国不管是在股市、债市、基市这些传统的资本市场，还是在近几年推出的融资融券、沪港通、深港通、沪伦通、期货期权衍生品这些创新性工具市场上，个人投资者都占主体和主导地位。个人投资者的主要特征是过度交易，其行为很大程度上扭曲了整个市场的资产定价和市场流动性，这是问题的根源。

二是引起系统性风险的原因是交易制度。我国用的是指令驱动的交易制度，没有做市商，市场的流动性主要由投资者主导。一旦市场出现大幅度波动，知情交易者不愿意提供流动性，这样就出现流动性风险，流动性风险的蔓延和传染形成系统性风险。2015 年和 2016 年我国股市出现三次大规模的崩盘，损失市值 30 多万亿。政府救市能否起到作用一直存在争论，但为什么国家队对于信心恢复有作用，因为在危机时期没有人提供流动性，国家队给市场提供额外流动性，缓解了流动性问题。但问题是，国家队救市降低了整个市场质量，信息效率降低，交易成本增加。

王永钦(复旦大学)：系统性风险是指市场本身不能化解，必须由政府出面解决的风险。中国出现系统性风险的可能性不大。在美国，因为金融市场过于发达，市场解决不了，一旦出现流动性风险，政府必须干预。中国一直干预金融体系，一直是半市场半政府，所以不会出现美国式的流动性风险，体系不会崩溃。但是，中国有可能出现资源误配和僵尸企业，这是中国最大的风险，这种风险像日本的不像美国的。

最近一些研究表明，金融风险主要是由债市引起的，股市不会引起系统性风险，不会引发金融危机。即使是 1929 年的股灾，回头看看历史，与中国 2015 年股灾一模一样，是杠杆引起的。中国 2015 年股灾，投资者借钱买股票，杠杆率高到 50 倍，导致股票价格暴涨。传统的股市泡沫不会造成金融危机是因为，股市是投资者之间的交易，不影响企业。例如，2009 年股市泡沫对美国没有影响。所以，所有危机都是债市引起的。中国去杠杆方向正确，但具体做法不很对。

从 1980 年开始美国金融体系发生了巨大变化。1986 年之前美国银行受监管，贷款利率受控制。银行不敢冒险，因为利率控制，不能用特别低利率揽储，也不能用特别低利率放贷，所以很安全。但是，1986 年以后美国渐渐放松金融监管，出现货币市场基金。这一时期美国爆发很多的金融危机，比如说存款危机，美国政府出上万亿美元清理烂摊子。后面慢慢兴起另一个系统，即影子银行。影子银行，用一种资产做抵押，在美国叫 MBS，然后证券化到 NBS，然后再做就是 ODS，金融体系只认资产不认人了，只有抵押才可以获得资金支持。20 世纪 80 年代，美国完成这个转换。影子银行的核心问题是抵押，抵押就是杠杆。影子银行的杠杆非常厉害，因为在美国可以高到 100 倍。在美国影子银行系统是资产嵌套、抵押，首付变成 2%，美国的金融危机就是因此发生的。中国的金融体系发展正在重复美国的历史。

再看中国的杠杆。杠杆没有好坏之分。2018 年去杠杆，并不是很聪明的做法，因为金融有自己的体系，每个企业杠杆也不一样，只要能够还钱就不要管。

最近有一篇获得金融学家奖的文章，主要观点是：利用债务能够预测经济衰退，而不是股票，这是第一。第二，家庭债很重。家庭债增加了多少呢？从 2008 年 4 万亿增加到最近两年的 45 万亿，非常可怕。家庭债已经成为约束了。2008 年美国金融危机爆发，美国经济衰退为什么恢复这么慢，原因是家庭债。

卞志村(南京财经大学)：系统性风险主要来自六个方面：

第一，表面看宏观杠杆率比较好，但居民的杠杆要重视。一个去杠杆的重要途径就是降低非金融部门的负债。非金融部门的杠杆率 2018 年一年下降 4.6%，从 2017 年的 158.2% 下降到 153.6%。但去杠杆造成很多民营企业贷不到款，这是个问题。2008—2018 年，居民杠杆率上升 35.3%，年均增幅是 32%，2018 年全年增加 3.8%。现在家庭负担非常重，而且家庭没有破产一说，是非常脆弱的。如果出问题，可能会在家庭部门出问题。这个问题需要被高度关注。

第二,影子银行有风险,但现在银行风险比影子银行还要可怕。银监会公布的数据显示,2018年底我国银行业不良资产达到2万亿,已经达到2009年危机以来的最高水平。除此以外,经济没有迅速好转的迹象,风险点多,所以可以判断银行不良贷款还有进一步上升的可能。随着金融严监管的措施持续出台,可能会加速不良率上升。很多银行的资产虚假出表,银保监会强制把一些虚假出表不良资产强制拉回表内,这也会导致银行业不良资产的风险持续暴露。再加上宏观经济下行压力的加大和中美贸易摩擦的不确定性,银行业不良资产的积累可能不会像期待的那样出现好的趋势。显然,这比影子银行要严重。

第三,互联网金融风险。对互联网金融整治已经两三年了,2018年又搞了专项整治,顺利实现了运营网络结构总数、业务规模和计划人数三项指标的下降,行业风险得到持续缓释。但是,互联网金融风险防控依然复杂,部分领域问题比较突出。比如,个人信息隐私侵犯没有得到有效控制。尽管互联网金融总量不大,但是需要花大力气治理。

第四,金融市场的异常波动及外部风险冲击问题。一个是股市风险。2019年以来股市震荡幅度是比较大的。在贸易摩擦中特朗普一有推特,股市就出现异常波动。股市风险确实是比较大的,系统性风险可能一触即发。另一个是债券违约的风险。有一些新的情况,主要是民营企业的违约比较多。所以,应该关注民营企业的违约风险。还有汇率风险。2019年人民币兑美元先涨后跌,前面升值了4.2%,但是之后因为中美关系跌了1%。

第五,地方政府债务风险。2019年政府工作报告确定了2.8%的赤字率,给地方政府安排专项债权2.15万亿元,比去年增加8000亿元。天花板定了,但是债还是要还的。所以,在经济下行的背景下因地方政府的还本付息和新增融资压力,风险还是有的。

第六,房地产投资失速的风险。房价虽然得到了控制,但很多房地产投资终止了,投资失速以后,会和地方政府的风险交织在一起,可能会比较严重。

王擎(西南财经大学):系统性风险和金融危机是紧密相关的,系统性风险更大程度地对应金融危机或者是金融的不稳定。而且,个体风险和系统性风险存在一定的交叉。所以,应关注区域风险、信用风险、流动性风险以及个体风险向系统性风险的传染蔓延情况。因此,2008年之后我国加强了宏观监管。

我国没有爆发过真正的危机,所以,所谓的系统性风险是一种隐性的风险,更多地体现为结构性失衡。结构性失衡是金融风险的原因,是潜在的,是周期性演变的自然结果。从历史看,金融危机主要是从工业革命之后开始,且出现一个现象即市场化程度越高的国家爆发金融危机越多,所以,美国、英国爆发金融危机较多,加拿大、澳大利亚爆发金融危机很少。应正常看待金融危机,危机爆发像生病一样,生一场小病一夜就好了。

怎么认识系统性风险?我国金融危机没爆发,但是潜在的危机和向后传递,可能导致更大的潜在风险。因此,要更多关注失衡的机制。就整个体系来讲,企业部门、家庭部门、政府部门中各个部门牵一发而动全身。比如家庭债务一半以上是房地产抵押贷款。房价涉及政府行为,涉及地方政府和中央政府的分权。

对于系统性风险的防范,怎么掌握度,政府很为难。2018年,控制地方政府平台,上半年收紧,下半年放宽。现在又不敢过多去杠杆。从中央来讲,如果控的过紧可能会出问题,所以必须要放。但是如果放松流动性,由于渠道有问题,资本还是流不到该去的地方。原因很大程度出在体制和制度上。因此,仅用货币政策松紧调控基本没有办法解决这个问题。银行愿意给国有企业贷款,地方政府愿意给地方国有企业担保,但从长远来讲,需要进一步加强市场化改革。但是,市场化改革,即使走到美国那样的市场化,依然会爆发系统性风险。所以,目前关键是怎样掌握好度的问题,也就是政府干预怎么平衡的问题。

在宏观调控上,可能没有绝对的好和绝对的坏。从长期看,需要通过经济增长来化解潜在的风

险。当前化解系统性风险,一是要控制风险苗头,二是通过经济增长来控制。另外,长期化解靠创新,这涉及人力资本及背后的教育问题。

市场化改革要求政府自我约束。政府如果没有自我约束,产生的连锁反应会非常大。政府债务会对企业产生影响,会导致结构扭曲,所以,根本问题还是自我约束。当前,应该利用好这个时间窗口,加快关键制度改革。否则,下一步经济复苏了,依然找不到更好办法化解风险,依然走老路,这样效率效能的损失会是非常大的。

彭红枫(山东财经大学):近期很多人研究系统性金融风险,但问题是如何定义系统性金融风险。有一篇文献认为,系统性金融风险是系统性事件导致大量的金融机构和金融市场产生危机,严重损害了金融系统的运行,进而妨碍了经济增长产生的损失。这个定义至少说清楚了系统性金融风险的起源是系统性事件,传导是什么,结果是什么,基于这个定义我有一些粗浅的思考。

如果只把系统性风险当作一个笼统或者统一的整体研究可能会掩盖其背后的结构性特征。系统性风险有可能来自家庭部门,还有可能来自股票市场、大宗商品市场、外汇市场以及技术市场,来自这么多不同领域的系统性事件,对于金融市场和机构的冲击、传导的机制、传导的路径以及传导的力度都可能是不一样的。所以,仅仅基于整体风险计量的方法可能会忽略掉风险背后的一些结构性特征。

国际金融中经常提到“三元悖论”或“不可能三角”,即货币政策独立性、固定汇率制度和资本的自由流动,这三者不能同时存在。Rey 在 2013 年指出,其实没有“三元悖论”而只存在“两元悖论”。原因是,不管采用固定汇率还是浮动汇率,由于全球金融周期的出现,即便是浮动汇率制度也没有办法使货币政策独立性和资本账户开放共存。也就是说,只要开放资本账户,不管是固定汇率还是浮动汇率,货币政策独立性都不可能保持。韩雪辉、魏尚进(2018)认为是“2.5 元悖论”。他们把美国作为中心国家,把其他国家作为外围国家,研究了中心国家利率上升及下降时,对不同汇率制度的外围国家货币政策独立性非对称的影响。这篇文章很有道理。为什么?仔细想一下就知道,如果美国降低利率,采取量化宽松的货币政策,世界各国肯定跟随,不跟随经济就会受到影响,所以在这时就主动放弃本国货币政策的独立性。但是反过来,如果美国加息,收紧货币政策,这时其他国家不一定跟。其实,跟或者不跟都有问题,要跟着加息就是主动放弃货币政策独立性,但是这会带来国内经济下行,加速资本外流,经济继续下行;但是如果其他国家不跟,这样例子很多(包括土耳其),可能会导致资本外流,世界各国对于该国经济信心丧失,经济进一步恶化,资本加速外流,加速恶性循环。这种背景下货币政策独立、资本账户开放和汇率制度之间关系不那么简单。有人提出中国和其他国家不一样,因为中国体量大,抗风险能力强。

受这个文献启发,根据货币政策和汇率制度密切程度可以把世界各国分成不同货币区:美元区、欧元区、英镑区、人民币区以及其他区。显然,风险在同一货币区内传导的机制和速度和在不同货币区之间传导的机制和速度不一样。但需要研究系统性事件在不同货币区域之间和区域内传导的区别有哪些结构性特征,依据这些结构性特征是否能提出一些更有操作性的政策建议。如果依据结构性特征能够提出可操作性的政策建议,会对国家经济发展有一定的贡献。

潘彬(湖南商学院):关于系统性金融风险的防范与化解问题,学界、政界都高度关注。现在在风险预警方面有一系列的手段,包括对一些不良指标的排序设置。这方面有两个问题需解决:一是各种防范的技术和方法非常多,如人工智能、区块链等,不同科技金融的手段越来越先进,这会产生什么问题?二是数据不真实,不全面。从国内风险防范的领域来看,非正规金融和政府引进可能是诱发金融风险的最大风险源,而最大问题是掌握不了数据。非正规金融这一块规模到底有多大?说不清楚。这个问题根源就是银行业的综合统计制度问题。从正规金融到非正规金融,全国还没有一个系统完整的金融统计体系,或者报表指标体系采集方法不一样。

数据有问题情况下,怎么做宏观经济分析预测,怎么进行风险预警和监测?当务之急是,国家应在最基础的金融数据设施建设方面打造完整数据体系,积极构建金融业分类数据库。健全金融业综合统计工作,加强立法,加强这方面的基础设施建设工作。

冯科(北京大学):关于系统性风险有几个有待深入研究的重要问题。中国现在有可能的系统性风险有哪些,会怎么释放?有什么应对的措施?大家都讲到我国资本市场受外部因素影响,外部因素会不会持续呢?中美贸易摩擦已经产生影响了,已经有很多家上市公司受到很大损失或影响。这就是系统性风险。如果贸易摩擦持续,证监会怎么应对,有没有应对措施?证监会有没有从贸易摩擦方面开展投资者教育?汇率贬值可能还会出现。如果贸易摩擦持续,国家外管局持有的大量资产如何处置?

刚才大家提到银行最大的风险在于分类资产的错误计算。那么,如何核算不良资产呢?如何严格按照最新的方法登记呢?除此之外,大家都在批评影子银行,批评贷款者的行为,但监管政策有没有失误呢?要注意监管者引起的风险,监管者应该反思自己的决策,要敬畏市场。

宗计川(东北财经大学):现在提到系统性风险防范与化解,往往作为一个固定的专业术语来讲,但这是不准确的。其实,风险防范与化解是两个问题,甚至是完全不同的问题。研究方法、政策应对都是不一样的。还有一个重要的问题是风险的防范与化解中间还有一个环节,即风险干预,对此讨论的比较少。如果风险来了怎么办?防范是事前,化解是事后,但关键是事中如何处理。

系统性风险防范这一表达方式不太准确。能够防范的风险本身可能不是系统性风险,我们能做的是降低系统性风险发生的概率。相当多的跨市场风险来源于制度设计,比如涨停价格机制导致风险的跨市场传染。资产市场或者交易者存在资产持有重叠(overlapping),大家都持有 AB 两种资产,大家如果持有这两种资产的比例一样,当其中一种资产遇到不管是什么原因引起的价格剧烈下跌时,会带来什么结果呢?结果可能是既出现资产折价销售,又导致不同资产市场之间的风险传染。那么大家为什么持有相同的比例呢?如何防止出现这种现象呢?这些问题值得研究。

对于系统性风险防范化解或者干预,从行为实验的角度可能能够更好地捕捉行为与交易制度对市场的影响。这个问题很难用数据刻画,因为很多数据得不到,即使得到了,也真假很难辨。我们需要发现里面的市场逻辑(不管是制度逻辑还是行为逻辑),这对制定政策、干预政策都非常重要。

与防范相比较而言,风险干预手段更为重要和紧迫。现在很多文章都在谈防范,或者谈化解,其实有时候分不清是化解还是防范。在风险形成后干预手段的选择更重要。当前需要加强政策储备。针对某一些市场,当出现风险时如何干预,监管层有没有政策弹药,有没有干预方案,有没有应对措施,这些可能更重要。

(编辑整理:陈建青)

(校对:杨新铭)