

论文 NO. 2018 年 5

发表时间：2018 年 5 月 24 日

系统性金融风险的来源与防范

尹振涛

摘要：系统性金融风险是指单个或少数几个金融机构的破产或巨额损失导致整个金融系统崩溃的风险以及对实体经济产生严重负面效应的可能性。具有如下几个特征：一是系统性风险对整个系统的功能构成影响，而不是对某一个单纯的局部；二是它使不相干的第三方也被动地介入其中，并承担一定的成本；三是它具有较为明显的蔓延特性和传染性；四是负的外部性以及对整个实体经济的巨大溢出效应是系统性风险的本质特征。

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》。

自 2016 年开始，中共中央、国务院及各金融监管部门逐步将防范化解系统性金融风险作为中国金融市场发展及监管工作最核心的主题，启动了新一轮以“防风险、强监管、治乱象”为特征的监管“风暴”。在党的十九大报告中，再次强调要“守住不发生系统性金融风险的底线”。而在 2017 年年底召开的中央经济工作会议上，把防范化解重大风险，重点是防控金融风险作为今后三年要重点抓好决胜全面建成小康社会的三大攻坚战之首。

一、当前中国主要的系统性金融风险源

系统性金融风险可以分为时间维度和空间维度。在时间维度中，系统性风险与经济周期相关，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并演进。在空间维度上，金融系统中的风险暴露和相互联系使得一个特定的冲击在其他领域中传播并演变成系统性风险。同时，系统性风险的触发因素也很多，包括经济基本面的较大变动、大型金融机构的倒闭、金融投资者与消费者信心的变化以及外部系统性风险的传染，等等。防范系统性金融风险的首要任务是准确甄别、正确认识和合理评估当前中国金融体系的系统性金融风险。整体而言，中国金融体系的系统性风险主要来自三个方面。

第一个方面是来自于宏观经济的变化对金融体系产生的负面冲击，此为时间维度。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。随着经济增长速度由高速转为中高速，此类风险可能会被逐步暴露。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。中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，并带来巨大的虹吸效应，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的，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。但很大一部分地方融资平台并没有真正被剥离，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。

第二个方面是来自于金融体系自身演化和逐步累积的风险，此为内部空间维度。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。在中国金融体系内部，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，中国的影子银行与银行部门紧密相联，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极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制度性错配，带来无法估量的后果。

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却不能及时跟上，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。

第三个方面是来自于外部风险溢出及内外风险共振，此为外部空间维度。我国作为开放的大型经济体，国内的金融市场在很大程度上已经

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。

以更加宏观和开放的视角看，除外部溢出效应外，我们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，中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，如果发生重大“黑天鹅”或“灰犀牛”事件，尤其是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、防范化解系统性金融风险的政策建议

第一，要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。当前中国金融监管体系最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。新成立的金稳会，主要需要解决以下几个问题：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，要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市场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，要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、数据化建设，为此近期国务院正式公布了《关于全面推进金融业综合统计工作的意见》，并提出建设安全、先进、完备的国家金融基础数据库。针对防范金融风险，在构建数据库的同时，应该加强以下几项工作：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，要继续秉承全面覆盖的金融监管理念。受大陆法系的影响，中国金融市场的形成、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，可以说中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，使中国并不健全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。所以，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。