

曾铮 刘志成

新背景、新特征与新应对¹

——如何认识“十三五”时期我国重大市场风险

2015年以来，我国股市、汇市和债市出现了不同程度的波动，而今年房地产市场调整可能引发的相关金融风险也越来越多的受到学界和政策层的关注。未来几年，受全球不确定性因素明显增多、国内经济增长减速和国内宏观经济政策外溢效果的影响，我国股市、房地产、债市、汇市等潜在市场风险隐患将明显增大，而且可能存在风险相互交叉感染的可能性。由此，“十三五”时期，为了守住不发生系统性和区域性风险的底线，首先需要研判市场风险产生的新背景，厘清风险可能爆发的新特征，并据此从制度建设和政策防范两个角度提出化解风险爆发和降低风险损失的新举措。

一、风险产生的新背景：弱增长、低利率、不稳定、转渠道

“十三五”时期，世界经济弱增长，各国维持低利率，市场不稳定性上升，增大了我国市场风险发生的概率，而外部市场风险对我国产生影响将从过去的贸易渠道转向资本渠道。

一是世界经济维持弱增长，债务违约和资产贬值风险逐步增大。“十三五”时期，世界经济复苏前景仍不明朗，预计低增长态势仍将持续。根据IMF的最新预测，未来五年，主要发达国家年平均增速将从2008至2014年间的2.25%下降至1.6%的水平，新兴市场经济体年平均增速则将较危机前下降近两个百分点至5.2%。在全球经济弱增长的背景下，不但发达国家已经曝露的

¹ 本文已发表于《中国发展观察》。

债务危机可能反复，新兴市场国家的债务问题也将浮出水面。我国与全球金融一体化的程度正在逐步提升，全球经济下行背景下，将出现政府财政收入增幅收窄甚至下降、企业利润明显下滑以及家庭部门收入增长显著萎缩的现象，主要国家政府、企业和个人债务问题将可能凸显，进而通过违约和挤兑反馈到金融市场，导致资产价格急剧贬值，并造成局部性或区域性金融波动，我国市场也将难逃其害，系统性市场风险产生的概率增加，风险引爆的破坏程度增大。

二是主要国家持续低利率，金融杠杆加长将导致市场风险暴露。与经济低迷和货币宽松相对的就是世界各国的低利率政策，加之全球人口预期寿命延长和人口老龄化带来的家庭部门边际储蓄倾向增强，导致资金市场中长期将处于供大于求的状态，未来五年全球低利率的现实不会改变。日本、瑞士、欧元区、瑞典等国家与地区可能将在一定时期内维持负利率，2016年年内美联储加息的概率越来越小，且美联储主席耶伦也表示未来美国有可能实施负利率政策，全球“超低利率”时代业已来临。全球低利率将从三个方面引发风险，一是助长金融行业过度冒险行为，资金正在越来越多地流入监管较少的领域，投资者通过提高杠杆率更为努力地博取更高收益，我国去年的“杠杆牛市”就是这种风险的直接表现；二是导致银行利差大幅下降，商业银行利润从高位回落，不良率持续攀升，可能加大系统性风险；三是部分国家的负利率政策使宏观经济政策制订进入“未知之境”，使市场预期不明确，导致主要市场价格波动频率加快，并造成较为严重的市场风险。由此，全球长期低利率可能触发我国本就相对脆弱的金融市场，造成较为严重的系统性市场风险。

三是全球市场不稳定性上升，输入性金融风险扩大了风险敞口。从全球范围看，由于全球持续的货币宽松，主要发达国家股市在近两年都超越或接近了2008年危机爆发前的高点，房地产市场也持续繁荣，大中城市住房价格大幅反弹；新兴经济体中，中国和印度股市和房地产市场连续上扬，即便是实体经济表现欠佳的巴西住房价格也快速上涨。世界主要国家资产价格正处于历史高位，而全球流动性在边际上仍然偏紧，且在未来五年可能出现阶段性市场流动性见顶，流动性无法继续维持较高的资产价格，市场的波动性会大大增强，不稳定性随之上升。随着中国利率和汇率市场化程度不断提升，

资本市场开放和人民币国际化进程加快，外部金融市场的动荡将与国内市场形成共振，导致国内资产价格波动加剧，扩大国内市场的风险敞口。

四是我国资本账户开放加快，外部风险主要通过资本渠道传导。近年来，全球贸易持续萎缩，中国的进出口也连续出现负增长，较金融危机爆发前，净出口对 GDP 增长的贡献已经大幅下降。进出口的波动更多的是受国内外需求和贸易政策变化影响，对金融体系的冲击也比较有限，爆发重大市场风险的可能性较小。受资本项目开放进程加快、汇率灵活性增强、人民币单边升值进程终止、人民币国际化持续推进等因素影响，国内市场遭受外部冲击的可能性更大，国际资本流动对国内股市、债市、汇市和楼市的影响将会持续上升，并可能通过影响预期的渠道对国内市场产生冲击，从而引致重大市场风险爆发。

二、风险爆发的新特征：触点增加，关联增强，燃值降低

受全球经济周期、金融周期以及复杂的宏观经济政策环境影响，“十三五”时期，我国主要市场价格大起大落并引发系统性冲击的**重大市场风险**发生概率加大、破坏程度加深，并将表现出**触发点增加、关联性增强、燃爆值降低**等一系列新的特征。

一是风险触发点逐步增加，新的风险苗头开始显现。首先，经济下行可能造成市场主体违约，导致重大市场风险。若未来全球经济持续低迷，国内经济持续下滑，微观企业经营绩效有可能进一步恶化，偿债能力也将随之下降，债券市场出现大面积违约的风险概率将上升；与此同时，家庭收入增幅持续下降和社会流动性局部偏紧，可能引致与房地产相关的银行贷款出现问题，即使在首付比相对较高的情况下，家庭资产负债调整以及社会流动性收紧，也可能导致部分投资性购房贷款出现违约，银行体系不良贷款率大幅攀升的风险也将显现。其次，金融创新蓬勃发展可能增加监管难度，形成新的市场风险。在金融创新中，金融机构往往要从事不熟悉的业务，使用新的流程，建立新的渠道，这加大了市场监管的难度；在这种情况下，以监管套利为目标的金融创新极大增加了风险的隐蔽性，包括互联网金融在内的新兴金融业态的无序发展可能带来重大市场风险。比如，近期“首付贷”、众筹买房等金融创新行为在房价暴涨过程中起到了推波助澜的作用，未来一旦房价下行，金融创新带来的市场局部风险就将暴露，并在短时间内向其他其它市

场扩散，转化为重大市场风险，需要强化监管和提前防范。

二是风险关联性明显增强，容易出现串联和感染。近年来，随着我国主要金融市场间的套利活动逐步增加，各市场间的关联性越来越强，资本流动性串联和信心预期交叉感染，引发单个市场的局部性风险，并可能通过相互传导，继而强化风险预期、放大风险敞口和加速风险暴露，进而出现风险的“乘数效应”，诱发系统性重大市场风险。比如，股市通过伞形信托、股票质押式回购、险资“举牌”等渠道与信托、银行和保险业产生密切联系，任何环节的流动性紧缺或违约都可能造成连锁反应；再如，我国汇市和房地产市场多次通过负面“反馈”机制引致股市大幅波动。从目前我国股市、债市、汇市和房地产市场的运行情况看，单个或局部市场的风险总体上基本可控，但必须防止不同市之间的风险相互波及、汇合、传染和关联，防止多个市场风险的交叉感染，并演化为重大市场风险，亟待日常防控和合理疏导。

三是风险燃爆值开始降低，发生的突然性明显增强。当前，我国经济处于下行通道，一些在经济上行时期通过经济增长和市场规模扩张可以消弭的市场风险开始凸显，主要市场的风险点趋于增加，各种尾部风险爆发概率明显上升，一些市场风险的燃爆值逐步降低。以企业债务为例，经济上行时期高负债企业通过市场规模的扩张和较好的盈利状况保障其偿付能力，较高的债务杠杆也不会带来风险；但在经济下行的形势下，市场需求持续萎靡，企业盈利能力逐步下降，一旦遭受未预期到的市场冲击，企业高债务杠杆将难以为继，从而导致金融市场违约，并可能成为一触即发的市场风险点。在全球经济低迷和我国经济下行的大背景下，大量“黑天鹅”事件的出现，可能引爆这类低燃值的风险，其来势凶猛、化解困难、影响深远，是未来我国重大市场风险的重要引爆点，我们应该特别关注和及时化解。

三、风险应对的新举措：强监管、促沟通、重防范、塑能力

“十三五”时期，必须在我国市场风险产生和演进的新背景下，针对我国重大市场风险发生的新特征，把防范重大市场风险摆在突出位置，强化风险防控意识和能力，解决好宏观政策“顺周期”问题，将市场风险有效化解和弱化其影响。要从防范和应对两个方面着手，加快推进防风险的政策体系建设，重点推进宏观审慎政策框架构建和实施，加强经济决策部门之间的平衡与协调，加强与市场主体之间的政策沟通，建立一整套风险识别、风险预

警、风险防范和风险应对的决策与执行机制，形成逻辑合理和行之有效风险分担机制，从制度上管控住和化解好重大市场风险。

一要逐步建立宏观审慎政策框架，构建日常风险识别和疏导机制。应根据世界银行和国际货币基金组织的建议，建立负责宏观审慎监管的金融稳定委员会，承担协调各监管部门、维护金融系统稳定性的职责。逐步建立起由宏观审慎分析、宏观审慎政策和宏观审慎工具组成的宏观审慎制度框架，以识别、应对系统性重大风险。通过构建宏观审慎政策框架，逐步解决宏观经济政策和金融政策“顺周期”的问题，从制度上解决和防止重要金融机构与市场部门爆发局部风险，并减少其演化为重大市场风险的概率。

二要切实加强政策之间以及政策与市场之间的协调沟通，有效稳定市场预期。市场监管职能部门之间及其与综合经济部门之间应加强协调，要从推进市场改革和稳定市场的全局出发，科学决定宏观政策和改革政策出台的时序，合理选择政策出台的时机。应避免不同职能部门出台政策对市场造成的冲击相互叠加，减少因政策信息混淆带来的市场波动加剧和市场风险增强。应吸取去年政策预期不稳造成股市和汇市大幅波动的教训，加强政策与市场之间的沟通，通过合理引导市场预期来稳定市场，减少因政策信息失真带来的重大市场风险。

三要积极强化风险防范机制，努力削弱化解消除风险。综合经济部门和相关职能部门应加强风险的事前防范，全面梳理主要市场风险的表现、源头和成因，明确系统性风险的风险源和可能的引爆点，着力推进风险防控工作科学化、精细化，真正做到有的放矢、对症下药。政府部门应督促主要金融部门和重点金融机构建立部门风险识别和预警系统，要在科学识别风险的基础上，借鉴国际机构的成熟方法，结合国内实际情况，以数据资料为参照，参考历史上发生的风险事件和损失情况，通过经济学的演绎和推理，运用概率论和数理统计方法，估计和预测风险发生的概率和损失程度。

四要加快提升风险的应对处置能力，用市场化手段科学化解市场风险。应该在世界银行对各国建议的应对系统性风险政策框架基础上，按照国际惯例和经验，相关部门应该对可能爆发的系统性风险应急机制进行实战演练，形成应对预案，预备协调机制，明确处置办法。首先，应明确系统性风险处置过程中各部门的授权以及部门间的权利义务关系，形成“责权清晰、程序

规范”的市场风险应对机制。其次，要做好各部门局部风险隔离处置的预备方案，避免局部市场风险发生后，向其他市场和其他部门传染和蔓延，产生系统性风险。此外，要构建好风险承担机制，遵循市场法则，让市场主体根据自身的行为承担风险爆发带来的损失，逐步建立起通过破产清算、债务重组等市场化的方式处置危机的有效机制，防止政府无限救助和刚性兑付带来的市场道德缺失导致的系统性市场风险。

免责声明：

本报告为非成熟稿件，仅供内部讨论。版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所经济发展研究中心、国际经济与战略研究中心所有，未经本中心许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，我们保留法律追责权利。

联系邮箱：haobo.jin@hotmail.com