

张明

zhangming@cass.org.cn

当前国内外经济金融体系的六大潜在风险

张明

最近，全球宏观经济与中国宏观经济均呈现出显著复苏迹象，国内外金融市场也稳中向好。发达经济体中的欧元区，新兴市场经济体中的俄罗斯与巴西，经济复苏的强劲程度甚至超过了之前的市场预期。分析师们对经济前景的乐观情绪增加，投资者的风险偏好明显增强。然而，笔者认为，2017年国内外经济金融体系依然面临着一些重要风险，一旦这些风险爆发，不仅经济复苏的进程可能发生中断，而且投资者的风险情绪也可能逆转。因此，充分认识到这些风险，并为之做一些准备，将会有助于增强本轮全球经济与中国经济复苏的可持续性，以及避免系统性金融风险的发生。

风险一：美国股市发生重大调整。

从2009年美联储开始实施第一轮量化宽松政策以来，美国股市就开启了长达八年的牛市。特别是在特朗普赢得大选之后，美国股市在经历了短暂调整后，就继续扶摇直上。在欧洲政治风险正在加剧、特朗普冲击也给美国国内政策制定带来诸多不确定性的前提下，当前美国股市的波动率指标已经降到多年来的谷底，这一状况是非常令人费解的。换言之，当前美国股市的投资者过于乐观，他们几乎 price in 了特朗普冲击的所有积极层面，但低估了特朗普政策实施的诸多掣肘因素。应该说，特朗普医改法案在众议院受阻，将会成为美国股市重新评估特朗普政策的开始。笔者认为，在2017年的后三个季度，美国股市发生重大调整

的概率是很高的。鉴于当前美国经济复苏的主要动力是消费，而美国股市涨跌对消费的财富效应很大。因此，一旦美国股市发生重大调整，可能影响短期消费走势，甚至也会影响到来一段时间美联储加息的频率。

风险二：欧洲进入大选季后可能面临的三重风险共振。

在 2016 年以及 2017 年第一季度，欧元区经济的表现让人眼前一亮。2016 年，欧元区经济增速多年来首次超过美国。然而，从 2017 年第二季度起，欧元区正式进入大选季，在二三季度，法国、意大利与德国都将迎来大选。其中意大利与法国民粹主义政党上台的风险不能低估。而一旦这两国国家大选出现意外事件，对金融市场将会产生直接冲击（例如意大利国家对外国投资者违约、以及法国宣布脱欧）。此外，欧洲政治风险上升可能重新引爆南欧国家债务危机，以及加剧大量持有南欧国家国债的欧洲银行业的问题。换言之，进入大选季后，欧元区可能面临政治风险、南欧国家债务风险与银行业风险的三重风险共振。如果这一情景成为现实，今年欧洲经济走势与欧元走势均不容乐观，美元指数表现将非常强劲，而人民币兑美元汇率也将面临更大的贬值压力。

风险三：资源出口国的经济复苏可能中断。

2016 年，以俄罗斯与巴西为代表的新兴市场资源出口国的经济复苏，成为全球经济的一大亮点。目前主流观点认为，2017 年，俄罗斯与巴西经济增速都有望在多年衰退后由负转正。然而，我们也必须看到。资源出口国 2016 年的经济回暖，与全球大宗商品价格在 2016 年的显著反弹关系密切。我们认为，2017 年全球大宗商品价格可能呈现水平盘整态势，而非继续上升，这就意味着资源出口国的经济复苏基础变得薄弱。此外，如果美联储今年加息三次以上、或者欧元区爆发多重风险，那么这些资源出口国可能再次面临本币贬值压力与资本外流压力。换言之，在 2017 年，以俄罗斯、巴西为代表的资源出口国，可能面临来自经常账户与资本账户的双重冲击，其脆弱的经济复苏可能被打断。

风险四：中国 PPI 与企业利润增速下半年显著回落。

2016 年年初至今，中国 PPI 同比增速出现了十多个百分点的显著回升，很多人将之视为供给侧结构性改革取得的重大成就，这也带来了上中游企业利润增速的回升。笔者认为，过去一年多时间 PPI 增速的显著反弹有三重原因，一是全球大宗商品价格上涨通过进口成本推高了 PPI 增速，二是国内周期性行业（特别是房地产与汽车）反弹提振了对工业品的需求，三是供给侧结构性改革造成了供给下降。展望 2017 年，一方面，全球大宗商品价格可能由上升转为盘整，另一方面，国内周期性行业已经开始回落，此外，今年供给侧结构性改革的方式方法可能出现调整（由刚性变得更加市场化、更加柔和），笔者认为，PPI 增速的高点就在今年一季度，未来可能显著下行，全年在 3-4% 左右。而受到 PPI 增速下行影响，工业企业利润增速也可能呈现出前高后低的态势。PPI 增速下行与工业企业利润增速下行的主要影响包括：GDP 增速今年可能前高后低、货币政策下半年可能略微宽松、国内大宗商品期货市场面临重大调整风险、股市基本面因素可能有所恶化。

风险五：一些过分依赖同业融资的中小银行面临破产清算威胁。

从 2016 年年底以来，随着一行三会“控风险、去杠杆”政策取向的强化，国内银行间市场利率显著上升，同业存单平均发行利率已经由 3% 左右，上升至目前的 5-6% 左右。对那些非常依赖发行同业存单、同业理财融资的中小银行而言，这意味着负债端成本的显著上升。此外，这些中小银行还面临着如下冲击：一是 MPA 考核的实施将会显著加剧这些银行的资本金与拨备压力；二是实体企业违约加剧可能给这些银行造成资产端的系统性风险，因为这些中小银行的贷款比较集中于特定地区的特定企业。一家大企业破产，为其提供贷款的中小银行就可能遭遇困境。因此，在 2017 年后几个季度，一些地区的城商行、农商行、农信社可能爆发重大风险事件，甚至面临破产清算的威胁。而一旦这样的事件连环发生，就可能对金融体系造成较大冲击，从而再度导致监管机构以及地方政府的救助兜底行为。

风险六：PPP 项目蕴涵的潜在风险。

2017 年年初,国内固定资产投资增速处于高位。在中央财政没有突破 3% 的赤字率底线、地方财政扩张难以为继的背景下,PPP 成了地方政府推动新一轮基础设施投资的重要抓手。然而,由于目前的 PPP 项目大多投资金额大、投资期限长、投资回报率低,民间投资缺乏参与的热情。因此,目前 PPP 项目的资金来源还是主要靠银行融资。平安证券宏观策略团队最近的一项针对国内数千个 PPP 项目的调查表明,在一个典型的 PPP 项目中,地方政府出资仅为 5% 左右,10-15% 的资金来自地方产业引导基金(这算 PPP 项目的资本金,但产业引导基金的优先级主要被银行认购),其他所有资金均来自商业银行。这就意味着,地方政府在以高达 15-20 倍的杠杆经营 PPP 项目,而一旦 PPP 项目出现问题,银行无疑会受损惨重。近期,银监会开始调查一些代表性 PPP 项目资本金中的银行出资问题,说明监管部门已经意识到其中的风险。而一旦 PPP 项目实施进度低于预期,那么 2017 年基建投资增速能否持续维持在高位,将会面临较大的不确定性。

(笔者为平安证券首席经济学家、中国社科院世经政所研究员)

IIS 简介: 国际投资研究系列 (International Investment Studies) 是中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室的研究成果。该室的主要研究领域包括跨境直接投资、跨境间接投资、外汇储备投资、国家风险、国际收支平衡表与国际投资头寸表等。国际投资室的成员为张明、王永中、张金杰、李国学、潘圆圆、韩冰与王碧璐,定期参加国际投资室学术讨论和报告写作的成员还包括姚枝仲、高蓓、陈博、刘洁、黄瑞云与赵奇锋。我们的主要产品包括:中国跨境资本流动季度报告、中国对外投资季度报告、国家风险报告、工作论文与财经评论等。

责任条款: 本报告非成熟稿件,仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室所有。未经许可,不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表研究人员的个人看法,并不代表作者所在单位的观点。