

## 七大经济学家联手打造 CFRSR：中国金融风险敞口有多大

6月18日，由东航金融与第一财经研究院联合打造的《中国金融风险与稳定报告》(China Financial Risk & Stability Report, CFRSR)在京发布。

《报告》由国家金融研究院院长朱民担任总顾问，第一财经副总编辑、第一财经研究院院长杨燕青担任主编，东航金控有限责任公司董事长肖顺喜担任联合主编；作者包括国际货币基金组织(IMF)前高级经济学家孙涛，中信证券董事总经理高占军，海通证券首席经济学家姜超，中国金融四十人论坛高级研究员管涛，光大证券全球首席经济学家彭文生，望正资本全球对冲基金董事长刘陈杰。

金融危机10年后，全球金融市场波动加剧，难以恢复到危机前水平。反观国内，中国金融风险也处于高位。当前中国金融风险敞口有多大？

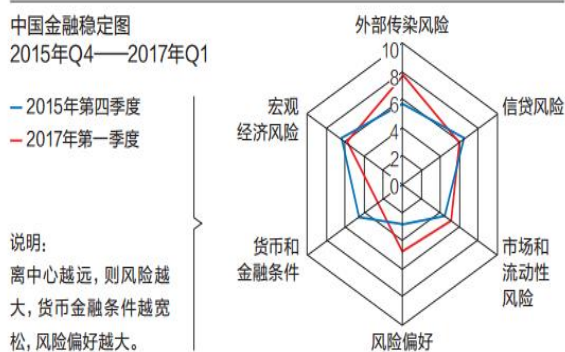
“在2015年第四季度到2017年第一季度期间，中国的外部传染风险、市场和流动性风险以及风险偏好进一步上升，宏观经济风险和信贷风险有所下降，货币和金融条件趋紧。”6月18日，由东航金融与第一财经研究院联合打造的《中国金融风险与稳定报告》(China Financial Risk & Stability

Report, CFRSR, 下称《报告》)如此表示。

《报告》由国家金融研究院院长朱民担任总顾问，第一财经副总编辑、第一财经研究院院长杨燕青担任主编，东航金控有限责任公司董事长肖顺喜担任联合主编；作者包括国际货币基金组织(IMF)前高级经济学家孙涛，中信证券董事总经理高占军，海通证券首席经济学家姜超，中国金融四十人论坛高级研究员管涛，光大证券全球首席经济学家彭文生，望正资本全球对冲基金董事长刘陈杰。

《报告》顾问委员会由国家金融研究院院长朱民、国家金融与发展实验室理事长李扬、证监会主席助理宣昌能、人民银行金融稳定局局长陆磊、蚂蚁金服首席战略官陈龙、海通证券股份有限公司总经理瞿秋平组成。

《报告》引入了IMF的全球金融稳定地图(Global Financial Stability Map)方法论,选择外部传染风险、宏观经济风险、货币和金融条件、风险偏好、市场和流动性风险,以及信贷风险六组指标,全面构建了识别描绘和量化评估中国金融风险的体系和模型——中国金融稳定地图(China Financial Stability Map)。



## 中国金融面临六大挑战 债市风险正在化解

孙涛在《报告》发布会上表示,中国金融稳定面临六大挑战:经济失衡和投资回报率下降;债务总规模继续上升和影子银行继续扩张;部分城市房价大幅波动;资本外流和人民币贬值;日趋复杂的国际环境;国内外风险传染外溢增加。

《报告》逐一排查了债市、房市、汇市等金融风险,而且还把金融市场放到了经济结构失衡的背景下进行分析,指出,从金融市场本身来看,增强韧性是强化监管、推动金融改革的方向。此外,更需要跳出局部金融市场的视野,扎实推进供给侧改革,以改革来求真稳定。

“中国金融风险处于高位,首先宏观上中国债务水平总体偏高。微观上,公司债券付息仍然严重。流动性和市场利率紧张。中国金融风险在高位,在这个高位下,如果遇到外部冲击,则会遇到大麻烦。所以,需要警惕外部经济金融波动对中国经济金融的冲击。”朱民在《报告》发布会上表示。

《报告》执行摘要显示,产能过剩、投资回报率低下、银行不良资产上升——在此背景下,债券市场违约频发、企业杠杆率快速上升,这种情况令人担忧。

事实上,2016年第二季度和第四季度,已经上演了两轮债市强震。《报告》认为,当前债市主要面临以下三大风险:一是信用风险环节;二是流动性风险环节的突出问题是去杠杆;最后,溢出风险可能导致金融风险的传染和扩散。

高占军在发布会上给出四点建议,他称,化解债市风险需要“债务三角”下的长效机制:制度、法律与市场;加强监管协调。打破刚兑,完善违约处置体系。重建流动性框架:央行与商行;回购与做市商;货币基金。完善利率体系。

## 房地产市场应继续挤泡沫

2016年房地产市场异常火爆,一直延续到2017年第一季度,但第二季度开始明显降温。《报告》指出,前期房市过热导致的风险仍未散去,房地产热潮催生了不少风险。

《报告》显示,从居民买房的贷款杠杆率来看,新增居民中长贷占住宅商品房销售金额的比重,已从2012年的24.9%大幅飙升至2016年的57.3%。这意味着2016年平均首付比例占比不到一半,甚至明显低于美国2007年的相应比例。

从银行角度来看,增量贷款超四成为房地产贷款。存量上,2016年末主要金融机构房地产贷款余额为26.7万亿元,占到全部

贷款余额的四分之一。增量上，2016年各项贷款共增加12.6万亿元，其中房地产贷款增加5.7万亿元，增量占比达45%。如果考虑银行表外业务，该比例可能更高。

姜超指出，房地产市场或正在形成泡沫。当前时点来看，前期推升的居民和企业杠杆仍高，房价上涨放缓但资产泡沫仍存，短期看应该继续限制投机购房，包括限购限贷等政策，以继续巩固前期调控成果，继续挤泡沫。

“未来应当进一步加强土地供应的管理，积极灵活地调控土地供应规模，去除无效供给和低效供给，合理规划用地，增加有效供给，从而从供给侧助力房地产市场健康发展长效机制的形成。”姜超说。

#### 引入逆周期因子 汇率政策仍面临考验

《报告》指出，2016年，人民币汇率面临贬值压力，外汇市场和国际收支总体上处于“负面情形”，市场信心进一步减弱，政府维持汇率稳定的能力面临较大考验。

不过，2017年截至5月，外汇储备已经连续第四个月回升，跨境资金流动持续回稳。2017年第一季度，银行即、远期结售汇逆差305亿美元，同比和环比分别下降79%和73%，外汇供求关系显著改善。

管涛称，多管齐下防范跨境资本流动冲击风险需要进一步提高人民币汇率政策的可信度。其中包括完善市场操作，进一步完善人民币汇率形成机制，在增强汇率弹性的同时，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

今年5月，中国外汇管理中心(CFETS)自律机制秘书处记者在答记者问中表示，中国确实考虑在人民币对美元汇率中间价报价模型中引入“逆周期调节因子”，主要目的是适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”。

引入逆周期因子对于汇率改革的方向，以及政策可信度而言将有何变化？

管涛指出，引入逆周期因子，汇率改革方向依然未变，在目前参考一篮子货币调节机制下，引入逆周期调节因子实际上是对汇率中间价定价机制的完善。原来汇率中间价定价机制主要反映外部冲击，现在通过逆周期调节，将内部国内经济变量考虑进去，所以是对定价机制的完善。

“下一步，市场将观测逆周期因子如何操作，到目前为止没看到更多细节。市场担心定价机制透明度降低，这需要在运行中观察。”管涛说。

#### 金融周期处于高涨阶段：以改革求真稳

“探讨金融稳定的重要问题是去杠杆，中国金融周期处于高涨阶段。”刘陈杰表示，从治标的角度，依靠流动性管理维护金融稳定，给供给侧改革营造良好环境是对的。但是，一味地追求金融稳定而投放过多流动性，对市场化自发的供给侧改革又是不利的。

彭文生指出，加强监管是一个方面，但是重新思考金融的结构也很重要，“这几年我们都在讨论监管框架改革怎么适应混业经营，我认为混业经营本身需要重新思考。”

为了管理日趋复杂的金融系统，《报告》建议，第一，提高金融市场的韧性和自我调节能力。这就要求，一方面监管者要提高对局部风险的容忍度，在此前提下规范金融市场秩序，完善金融监管功能。另一方面，也要关注风险溢出和传染效应，防止系统性风险发生，增强金融监管的有序和协调。

第二，以改革求真稳定。需要跳出金融市场局部均衡的思维方式，在推进供给侧结构性改革的过程中实现金融稳定。具体地，用有效的改革措施来提升市场的预期回报率、提振私人部门的投资热情、强化市场投资者信心。通过优化资源配置、提高经济效

率，为金融稳定提供坚实基础。

