

深化改革 继续开放 撬动未来

复旦金融评论

FUDAN
FINANCIAL REVIEW

03

MAR. 2019

金融时代的
“她力量”

复旦金融评论

FUDAN
FINANCIAL REVIEW

复旦大学
出品

复旦大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

复旦金融评论. 第三辑 / 魏尚进 主编. — 上海 : 复旦大学出版社, 2019.3

ISBN 978-7-309-14169-6

I. ①复… II. ①魏… III. ①金融学—文集 IV. ① F830-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 033862 号

书 名 复旦金融评论 (第三辑)

主 编 魏尚进

责任编辑 谢同君

出版发行 复旦大学出版社有限公司
上海市国权路 579 号 邮编: 200433

网 址 fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售 86-21-65642857

团体订购 86-21-65118853

外埠邮购 86-21-65109143

印 刷 西口文化发展 (上海) 股份有限公司

开 本 890×1240 1/16 印张 7.25 字数 176 千

版 次 2019 年 3 月第 1 版第 1 次印刷

书 号 978-7-309-14169-6/F.2549

定 价 人民币 88 元

复旦金融评论

FUDAN
FINANCIAL REVIEW

03

MAR. 2019

EDITOR-IN-CHIEF 主编 魏尚进 Shangjin Wei
复旦大学泛海国际金融学院学术访问教授
哥伦比亚大学终身讲席教授

CO-EDITOR-IN-CHIEF 联合主编 张 军 Jun Zhang
复旦大学经济学院院长

MANAGING EDITOR 执行主编 钱 军 Jun Qian
复旦大学泛海国际金融学院执行院长
陈诗一 Shiyi Chen
复旦大学泛海国际金融学院党组织书记
复旦大学经济学院党委书记
高华声 Huasheng Gao
复旦大学泛海国际金融学院科研副院长

EDITORIAL COMMITTEE 编委会委员 寇宗来 Zonglai Kou 复旦大学经济学院副院长
(按姓氏字母顺序排名) 李清娟 Qingjuan Li 复旦大学泛海国际金融学院智库研究中心主任
刘庆富 Qingfu Liu 复旦大学经济学院教授
王永钦 Yongqin Wang 复旦大学经济学院教授
朱 蕾 Lei Zhu 复旦大学泛海国际金融学院副教授

EDITOR IN CHARGE 责任编辑 潘 琦 Qi Pan

COPYEDITORS 编辑 车宥靓 / 顾 研 / 蒋 伟 / 刘晓露 / 齐超颖 / 钱 婧
(按姓氏字母顺序排名) Youjing Che / Yan Gu / Wei Jiang / Xiaolu Liu / Chaoying Qi / Jing Qian

GENERAL MANAGER 总经理 徐佳捷 Jiajie Xu

OPERATIONS DIRECTOR 运营总监 张 颖 Ying Zhang

OPERATIONS MANAGER 运营经理 赵博容 Borong Zhao

VISION DESIGNER 视觉设计 韩 东 Dong Han / 林 栋 Dong Lin

COVER DESIGNER 封面创意 卢 君 Joe Lu / 沈 轶 Eason Shen / 徐浩龙 Oscar Xu

ADDRESS 地 址 上海市杨浦区邯郸路 220 号 5 号楼 505 室

TELEPHONE 联系电话 +86-21-63895512

EMAIL 投稿邮箱 FFR@fudan.edu.cn

PHOTOGRAPH 图片支持 视觉中国

45

金融时代的
“她力量”

HERO

专题 FEATURE

金融时代的“她力量”

46 | 女性的地位从何而来？

林采宜

51 | 金融界的“她力量”

朱蕾

57 | 从CFO到CEO：女性能否添好这一“横”？

孙洁

63 | 谁不让“她”当高管？

高华声

67 | 自我实现的女性领导力

寇宗来

70 | 互联网影响下的女性增权与女性消费

刘国华

76 | 女性“反思三部曲”——从“他者”到独立的“她者”

古春霞

81 | 一场女性企业家的跨界之旅

陈红苗

卷首语 FOREWORD

解锁女性生产力

魏尚进

洞见 INSIGHTS

04 | 系统性金融风险的5重视角

施东辉

13 | 中国需要什么样的资本市场产业链？

洪伟力

19 | 稳预期，九步走

夏斌

23 | 中美贸易争端的互惠解决方案

魏尚进

26 | 贸易摩擦情境下，
如何调适人民币汇率心理关

管涛

30 | 科创板注册制助力中国股市结构性改革

钱军

37 | 柳暗花明又一村
——浅谈SPAC的产生、发展与意义

周强龙

对话 CONVERSATION

87 | 监管科技：异军突起的新势力
——对话黎子良

专栏 COLUMN

94 | 信用扩张如何加剧贫富分化

彭文生

前沿 RESEARCH FRONTIER

98 | 从金融科技趋势看中国城市竞争力

陈诗一 刘庆富 等

108 | 长三角高质量发展指数研究

高平等

解锁女性生产力

在封建时代，女性从呱呱坠地起就注定不能按照自己的爱好和能力去选择职业，除了生儿育女，她们一度没有“职业”可言。因为没有市场工资、没有直接的经济效益，照顾家人、操持家务不被视为一份“工作”。

而事实证明，限制女性的职业发展不仅有悖于社会中一半人口的利益，也会妨碍一国的经济发展。

东汉的蔡文姬、南北宋交界期的李清照、19世纪的简·奥斯汀、路易莎·梅·奥尔科特等女性作家，居里夫人、屠呦呦等女性科学家——她们的非凡表现都说明：只要给予机会，女性的才华绝不在同时代的男性之下。她们通过文字与行动表达女性的自尊、自爱、自立、自强，也帮助唤醒与增强了更多女性的独立意识。

20世纪20年代与70年代，两次女性思潮风起云涌，妇女走上街头，呐喊权益平等，这也是国际妇女节的滥觞。

我在亚洲开发银行（以下简称亚开行）担任首席经济学家期间，曾在南太平洋某岛国对女性生产力有过一个具体直观的认识。2014年的一次大飓风把该国某岛北面的输电系统大幅摧毁，包括电杆倒地 and 电缆折断，其灾后重建项目依赖亚开行的赠款与低息贷款。该国习俗里重男轻女，女性就业机会很少，比如有电力公司里几乎没有女性员工。亚开行支持的基建项目往往涉及促进男女平等的内

容，在该国的重建输电系统的项目里就要求必须开始多雇女工，而且要同工同酬。我在2015年春访问该国时，重建工程还在进行，碰巧遇到一个由三位女工组成的小组，开着带升降器的卡车，把输电电缆放上一个约15米高的电线杆上。

我问陪同视察的一位电力公司高管，雇佣女工的效果如何。他的回答很有意思：一开始公司高管都认为架电线是个体力活，女工做不了，或者效率会很低。但迫于亚开行的要求，加上灾后重建的期限又紧，公司很不情愿地雇了许多女工。架电线的工作分别由许多三人小组完成。大约一半的小组由三位男工组成，另外一半的小组由三位女工组成。小组之间的相对效率很容易比较，就看一个工作日下来能完成架放几公里的电线。第一批女工一开始上班就可以看出，她们的体力不如男同事们。但没想到的是，男工组每架一段电线后就休息片刻，而女工组能够保持稳定速度几乎不休息，结果一天下来女工组完成架放电线的长度不比男工组少，往往还略多一点。结果公司的总裁在实地考察后也认识到女工与男工起码一样强，之后决定在没有亚开行贷款的项目里也开始大量雇佣女工，一下子给该国妇女创造了许多就业机会。

这个太平洋岛国的故事告诉我们，许多女性能力弱或效率低的说法不是来自事实，而是来自先验的偏见。企业也好，国家也好，需要给女性创造更

多的机会，而不要先验为主，只有在实践中观察了以后才可以下结论。

现在中国许多高校的本科生里，女性数量开始超过男性。类似现象四十年前就开始在美国出现。美国商科本科生中女性比例由 20 世纪 70 年代的 9% 剧增至如今的 37%。女性劳动参与率迅速增长，由 1970 年的 50% 提升至 1980 年的 64%，也是在这一时期，美国经济蓬勃发展。

在日本和韩国，女性的就业率低于发达国家平均水平。扭转 GDP 增长率的途径之一就是提高女性在这些国家的就业率。据高盛在《女性经济学 4.0：言出必行》（*Womenomics 4.0: Time to Walk the Talk*）的报告中估计，如果能弥合职业发展上的性别差距，日本的国内生产总值（GDP）有望提升 13%。其他出现人口老龄化的国家也需要思考怎样做才能让女性生产力更好地发挥出来。

“她力量”是强大的生产力。麦肯锡 2015 年报告《性别平等如何为全球经济创造 12 万亿美元的增长》（*How Advancing Women's Equality Can Add \$12 Trillion to Global Growth*）测算，女性在家庭中未被支付的工作量，其实际价值相当于 10 万亿美元，大约是中国 GDP 规模；如果所有照料家庭的女性组成一个“国家”，将成为世界第四大经济体。

麦肯锡全球研究院 2018 年报告《平等的力量：亚太地区性别平等之路》（*The Power of Parity: Advancing Women's Equality in Asia Pacific*）估计，通过促进性别平等，预计到 2025 年亚太区年度 GDP 总量将提升 4.5 万亿美元，比通常情景高出 12% 的增幅。这一额外的 GDP 数值，相当于每年德国和奥地利的经济规模之和。其中，中国将获得最大的 GDP 绝对增量，为 2.6 万亿美元，比通常情景下的增幅高出 13%。

与亚太区的其他国家不同，在“妇女能顶半边天”口号的感召下，中国女性的劳动参与率一度超过发达国家，1990 年高达 73.2%。近年来，中国女性劳动参与度呈现出下降的趋势。一方面，是因为以前比较高的参与度来自贫困加上计划经济制度，而现在在向世界平均水平靠拢。另一方面，也是因为女性参与高质量就业不足，使得许多仍然年富力强、但刚过 50 岁的女性不愿意留在就业市场上。

纵观全球，女性一直是企业领导者的少数，在职业收入上也远逊于男性。德勤 2017 年调查报告《董事会中的女性》（*Women in the Boardroom*）显示，在全球各地的企业董事会中，女性比例仅占到 15%。在中国，这一比例为 10.7%。

从自由竞争的角度来看，如果女性的能力真的不如男性，那么不胜任的女性就会在竞争中被淘汰。从调查来看，性别多元化与公司绩效具有相关性，拥有更多女性高管的企业，回报率和生产力反而比较高。

小结一下，对于韩国、日本以及南亚的几个国家而言，增加妇女就业机会是改革的一个重大方向。对于中国而言，迫切的不是增加女性总体劳动参与度，而是不断提高女性在职场中的就业质量，包括让更多女性有机会成为政府和企业的领袖，这不仅可以改善公平，也会提升社会与经济运作的效率。

解锁女性生产力，为企业和社会创造价值，正当时。■

魏尚进

《复旦金融评论》主编

复旦大学泛海国际金融学院学术访问教授

哥伦比亚大学终身讲席教授

45

金融时代的
“她力量”

HERO

专题 FEATURE

金融时代的“她力量”

46 | 女性的地位从何而来？

林采宜

51 | 金融界的“她力量”

朱蕾

57 | 从CFO到CEO：女性能否添好这一“横”？

孙洁

63 | 谁不让“她”当高管？

高华声

67 | 自我实现的女性领导力

寇宗来

70 | 互联网影响下的女性增权与女性消费

刘国华

76 | 女性“反思三部曲”——从“他者”到独立的“她者”

古春霞

81 | 一场女性企业家的跨界之旅

陈红苗

卷首语 FOREWORD

解锁女性生产力

魏尚进

洞见 INSIGHTS

04 | 系统性金融风险的5重视角

施东辉

13 | 中国需要什么样的资本市场产业链？

洪伟力

19 | 稳预期，九步走

夏斌

23 | 中美贸易争端的互惠解决方案

魏尚进

26 | 贸易摩擦情境下，
如何调适人民币汇率心理关

管涛

30 | 科创板注册制助力中国股市结构性改革

钱军

37 | 柳暗花明又一村

——浅谈SPAC的产生、发展与意义

周强龙

对话 CONVERSATION

87 | 监管科技：异军突起的新势力
——对话黎子良

专栏 COLUMN

94 | 信用扩张如何加剧贫富分化

彭文生

前沿 RESEARCH FRONTIER

98 | 从金融科技趋势看中国城市竞争力

陈诗一 刘庆富 等

108 | 长三角高质量发展指数研究

高平等

INSIGHTS

洞见

系统性金融风险的 5重视角



在完全放开资本账户之前，中国的“明斯基时刻”并未如期而至。但是，中国已进入了金融风险高发期，我们需要重视的是不要因为应对和处置不当，使小的风险事件、临时性的金融冲击传导和放大为系统性金融风险。

施东辉

复旦大学泛海国际金融学院金融学客座教授
上海证券交易所资本市场研究所所长

金融安全是国家安全的重要组成部分，是经济平稳健康发展的重要基础。党的十九大报告指出，要“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。根据全球金融稳定理事会（FSB）的定义，系统性金融风险是指“因为全部或部分金融体系遭到损害而引起的金融服务崩溃所带来的风险，会对实体经济产生严重的负面影响”。笔者认为，要准确分析和判断当前我国面临的系统性金融风险隐患，需要从时间、周期、空间、网络及政策这五重视角综合考虑。

1 时间视角：金融失衡的积聚

系统性金融危机通常不是由外生因素引起的随机事件，相反，形成系统性金融危机的原因往往是经济体系中债务和杠杆的急剧增长，以及资产价格泡沫等金融失衡现象。从时间视角分析系统性金融风险，主要关注金融失衡现象的形成轨迹和积聚过程。因为金融失衡的起点往往决定了金融风险的走向与结果。

在经济转轨的大背景下，中国金融二十多年走了一条渐进式改革之路，使国家对金融发展保持了足够的控制力，有利于维护金融体系的相对稳定，但同时也带来金融资源错配、风险定价缺失和金融失衡的累积。利率市场化是中国金融体系改革的重要一环，其改革思路是“先贷款后存款、先大额后小额、先外币后本币”。在 2013 年 7 月央行以放宽贷款利率上限方式开启利率市场化大门后，政府对贷款利率的浮动已经基本没有干预，而对存款利率上限仍然存在隐形约束，客观上形成了利率的双轨制。在资金供应端，商业银行对储户推出货币基金、表外理财等存款替代性产品，流动性紧张的中小股份制商业银行和城商行则向资金充裕的国有大型商业银行发行同业存单和同业理财，在增量上实

现利率市场化。在资金需求端，我国经济体系中存在着国有企业、地方政府等大量对利率不甚敏感的预算软约束融资主体，在“四万亿”刺激计划后产生了强烈的投资冲动和资金饥渴，为了满足房地产、地方政府平台公司等部门旺盛的融资需求，商业银行开始“发明”各种表外融资工具，形成了以银行投资类业务为基础的影子银行体系。

经济学家莱因哈特和罗格夫在《这次不一样：八百年金融危机史》一书中回顾了人类 800 年历史长河中发生的金融危机，指出几乎所有的金融危机都有一个共同的原因，那就是过度举债。近年来，债务扩张和宏观杠杆率高企也成为我国金融体系失衡的突出现象。根据国际清算银行（BIS）的统计，我国债务总额与 GDP 的比值从 2008 年的 144.7% 增长到 2018 年年末的 243.7%。这一数字不仅高于新兴市场国家 191.9% 的整体水平，也超过了发达国家 246.0% 的宏观杠杆率。从国际比较来看，中国债务问题的结构性矛盾较为突出，政府部门的杠杆率为 36.7%，家庭部门的杠杆率为 53.2%，均大幅低于国际平均水平，



而非金融企业部门的杠杆率为 153.5%，不但显著高于新兴市场 104.3% 的整体水平，也显著高于发达经济体 91.7% 的平均水平，在全球主要经济体中位居第一。

尽管政府部门和家庭部门的债务杠杆看似不高，但有两个现象值得高度重视。一是政府部门的杠杆率存在着被低估现象，如果将地方政府融资平台担保、社保账户资金缺口等隐性债务计入其中，那么当前我国政府的真实债务占 GDP 的比值或在 70%~80% 之间（张明，2018），接近国际平均水平。二是居民部门加杠杆的速度大大快于企业和政府部门，2016 年以来，在房地产去库存的火热进行下，家庭债务与 GDP 的比值大幅上升了 10 个百分点。虽然在总量上来看居民部门的杠杆率和偿债现金流负担仍不算过高，但在结构上存在严重的分布不均衡，高杠杆率主要集中在一、二线城市家庭的中低收入家庭中，过快上升的家庭债务值得高度警惕。

实体部门的宏观杠杆率与金融部门的微观杠杆率是一枚硬币的两面，在宏观杠杆率上升的背后是金融部门杠杆率的不断提高。随着实体经济利润率的降低及利率市场化进程逐步推进，传统存贷息差的稳定性发生下滑，刺激了中小商业银行在资金来源

端通过同业存单、同业理财等方式进行表外扩张。在资金投向端通过银信、银证、银基、银保等合作绕开各类监管要求，投向债券、非标、股权和其他资管产品，催生了非银行金融机构资管规模的爆发式增长和影子银行的畸形繁荣。在同业存单—同业理财—委外投资的资金链中，机构层层嵌套，并通过拆借资金和内部分级等形式进一步加大杠杆，以实现期限套利、监管套利和规模扩张。根据国际清算银行（BIS）、穆迪公司和瑞银（UBS）等机构的统计，我国影子银行规模约为 65 万亿元，占银行总资产规模的 30% 左右。金融部门的杠杆率可以用金融部门负债之和与 GDP 的比值来衡量，这一数字在过去十年间从 67% 大幅增加到 122%。金融部门杠杆率的大幅攀升归因于金融机构对风险的过度承担，西方学术界大都从时变风险偏好、道德风险、大而不能倒等角度来解释这种行为，这些因素在我国金融部门中也普遍存在，不同的是我国经济运行中还存在严重的刚性兑付和国有不能倒“信仰”，扭曲了金融机构的风险定价机制，使金融机构的行为不再审慎，倾向于做大规模或加大杠杆博取套利收益，导致金融体系内部的失衡和脆弱性不断增加。

2 周期视角：从金融失衡到金融风险

传统观点认为，金融失衡是经济周期的自然结果。但随着经济金融化程度的加深以及真实经济和虚拟经济的日益脱离，现在人们更倾向于认为，金融失衡的累积内生于金融系统，是金融周期发展的必然结果。金融周期表现为金融繁荣与金融衰退，当金融周期到达波峰时，金融失衡不断加剧，金融部门过度繁荣，金融风险也往往悄然而至。过去三十年中绝大部分起源于国内的系统性金融危机都发生在金融周期的波峰时段。

信用状况和房地产价格是刻画金融周期的两个核心指标。我国在 2008 年后正是通过信用扩张和资产价格上涨开启了一轮轰轰烈烈的金融周期。商业银行以房地产为基础资产和抵押品发放了大量的信贷，创造出货币供给，使得房地产市场价格持续上涨。而房地产市场的繁荣一旦形成，又会吸引其他领域的信贷资金流入，并吸引在交易中变现的资金停留在市场中，继续撬动信贷参与交易，合力构成持续推动价格上涨的购买力。与此同时，在影子银行眼花缭乱的交易结构背后，也有着近乎相同的基础资产：房地产和地方政府债务平台。过去十年间，金融机构人民币各项贷款余额从 40 万亿元增加到 136 万亿元，广义货币供应量从 47 万亿元增长到 179 万亿元，相应地全国房价平均涨幅在 300% 左右。有些学者估计，目前金融机构贷款余额中涉房贷款占比为 38%，如果加上企业抵押贷款中以房地产为抵押物的部分，那么涉房贷款的比重将超过 60%（余永定，2017；夏斌，2018）。可以说，没有房地产市场的繁荣就没有信贷的高度扩张和债务的迅速膨胀；反之，没有信贷高度扩张也就没有房地产市场的繁荣。房地产市场和信贷扩张相互促进，自我强化，共同引发和形成了这轮金融周期。

如果用信贷额、信贷额与 GDP 比率，以及房地产价格指数进行测算，我国的金融周期从 2008 年下半年起至 2018 年已经历了十年繁荣。随着实体经济杠杆率的居高不下、房地产价格的持续过快上涨，以及金融领域审慎监管的不断加强，本轮金融周期已处于波峰时段。用不同的指标来衡量，金融失衡已处在临界区域，金融风险隐患较为突出。

学术界对不同历史时期和不同国家发生的系统性金融危机

进行了大量实证研究，结果表明，事前信贷繁荣，特别是企业和家庭部门过度的债务及杠杆和事后发生金融危机可能性之间有很强的相关关系；而且一旦发生危机，将会大概率引发系统性金融风险，并且会使实体经济衰退的幅度加剧、周期延长。在风险预警中，人们可以从不同角度来分析企业和家庭部门债务的发展情况。

一种角度是考察临界水平，企业和家庭部门债务占 GDP 的比值超过 200%，将为金融稳定带来巨大风险。在历史上，日本在这一比值超过 200% 的时候刺破了房地产泡沫，泰国和西班牙在超过 200% 的时候房地产泡沫崩盘，美国在接近 200% 的时候就爆发了次贷危机。我国企业和家庭部门债务与 GDP 的比值在 2015 年底超过了 200% 这一临界水平，目前已达到 206% 的高比值。

另一种角度是分析上涨速度。摩根斯坦利资产管理公司的首席策略分析师夏尔马·鲁奇尔在《国家的崛起与衰落》一书中对 1600 年至今的经济数据进行了分析，结果发现，如果一国企业和家庭部门债务与 GDP 的比值在五年之内增幅超过 40%，那么这个国家在接下来的五年中将会有很大的可能性陷入金融危机。过去五年，我国企业和家庭部门债务与 GDP 的比值增长了 50 个百分点，与历史上发生金融危机的国家相比，这一增速仅次于泰国和爱尔兰。

还有一种角度是考察增长轨迹。有关债务危机的一些研究表明，与债务水平和增长速度相比，企业和家庭部门债务的增长轨迹对金融危机的预警作用更为显著。增长轨迹一般用债务与 GDP 比值的缺口（Credit-to-GDP Gap），即这一比值与历史趋势线的偏离度来衡量。历史上，日本、西班牙和美国在偏离度达到 24%、44% 和 12% 时，无一例外地发生了严重的金融危机和经济衰退。我国私人部门债务比率缺口在 2011 年首次突破 10% 后，目前已逾越 30% 的水平，达到了通常可以引发金融危机的临界点。

可见，如果用传统的周期预警指标来分析，中国的金融失衡早已进入高风险区域，但传说中资产价格崩溃和债务违约的“明斯基时刻”（Minsky Moment）并未如期而至，其原因何在？

3 空间视角：系统性金融风险离中国有多远

空间视角的系统性金融风险是指风险在金融体系不同部门之间进行传导，威胁到整个金融体系的稳定和功能发挥，并使经济增长遭受重大损失。尽管历史上不同国家发生的系统性金融危机各有其表现形式，但仍具有一些共同特点。系统性金融风险的导火索一般是大规模债务违约或资产价格泡沫破灭。北欧三国金融危机、日本“失落的十年”、亚洲金融危机、美国次贷危机，以及“欧猪五国”金融危机等无一不是由债务违约或房地产市场泡沫、股市泡沫破灭所引发。资产价格下跌侵蚀银行体系的资产负债表，使系统重要性金融机构出现大规模倒闭，这又进一步影响到汇率的稳定。因此，系统性金融风险在空间形式上往往表现为资产泡沫危机、银行危机、债务危机和货币危机等不同组合形式的多重危机。

大规模的债务违约是触发系统性金融风险的一大导火索。基于国际比较来看，中国经济的整体杠杆率高企，债务风险似乎很大，这也是近年来国际投资界看空中国经济和金融市场的主要原因之一。但是，中国的债务问题有其复杂之处，与中国经济特殊的制度架构和运行机制密切相关，因此不能用一般意义上的通用指标简单衡量。首先，中国债务的95%是内债，从宏观角度来看，是国家内部不同部门之间的你借我贷，只要目前较高的国民储蓄率不发生断崖式下降，整体的杠杆率水平和结构是可以通过宏观政策进行调控的。其次，中国企业债务中约三分之二为国有企业债务，政府债务中约三分之二为地方政府债务，而债权人基本上都是国有金融机构。债务双方的国有性质使得政府可以通过债务置换、债转股等政策延缓和降低债务违约的发生。此外，分析债务问题不能只看负债水平，还应关注资产端的稳健程度。从数据来看，中国的主权资产总额在2017年底达到241.4万亿人民币，主权债务为139.6万亿人民币，中国的主权净资产是101.8万

亿人民币，这些资产主要由外汇储备、黄金等贵金属储备以及在全球主要资本市场上市的中国企业股份等高流动性资产构成。这意味着政府仍有较为充裕的资源来应对债务风险。

资产价格泡沫破灭是触发系统性金融风险的另一导火索。自2015年股市泡沫破灭以来，国内股票市场运行基本平稳，沪深300指数的平均市盈率现为14.8倍，在全球股市中处于中等偏低的水平。考虑到2017年以来上市公司业绩保持平稳增长，盈利质量明显改善，目前国内股市并不存在大幅下跌的预期。中国债券市场近几年取得了长足的发展，各类债券余额皆有增长，保持着全世界第三大债券市场地位。2018年以来，资管新规的实施对我国长期以来形成的债务隐含担保和刚性兑付体系造成巨大冲击，同时银行委外业务进一步收缩，中低评级企业融资需求与社会资金供给的供需均衡开始被打破。随着未来几年债务集中到期，信用债市场将面临较为严重的偿付风险。2018年以来，债券违约事件频发，共有123只债券出现违约，涉及金额逾1200亿元，较往年有较大幅度增加。

相较于股票市场泡沫，房地产市场泡沫破灭对居民财富、消费和宏观经济具有更大的危害。对中国房地产泡沫的担忧和争论已持续多年，但要想在房地产泡沫破灭前判断泡沫是否存在绝非易事。在统计层面上，相关重要指标传递的信息也不尽一致。一方面，中国的房价收入比，特别是一线城市和部分中心城市的房价收入比高于大多数发达国家，同时租金收益率相对较低；另一方面，尽管近年来房贷增长较快，但由于中国房贷业务起步较晚，且还款周期较短，房地产市场的存量杠杆率（居民部门的按揭贷款负担和房屋市值之间的比值）和交易杠杆率（新发放贷款规模与房屋销售规模的比值）目前在12%和45%左右，仍属合理范围内。在偿债能力上，中金公司（2018）的测算显

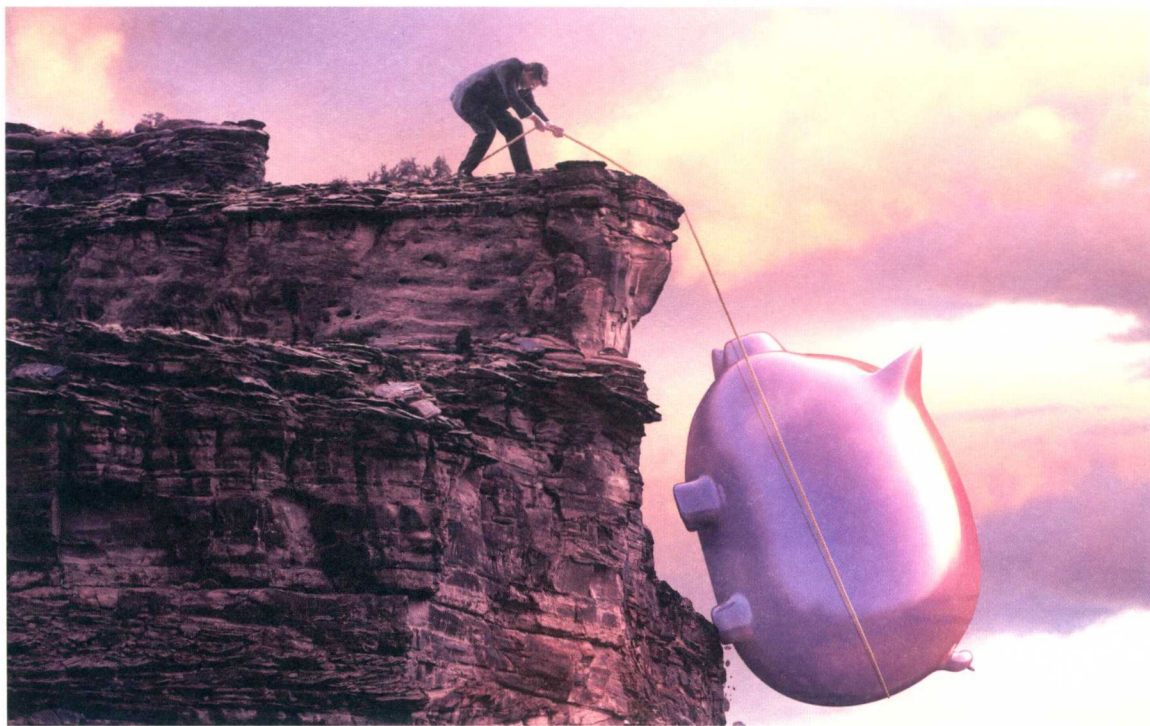


示，中国的房贷余额占居民存款和流动性金融资产的比率分别为 37% 和 16%，远低于美国的可比指标。中国是个人口大国，加上教育、医疗和收入分配严重不均衡，同时又有资本账户的严格管制，房地产市场的问题很大程度上是资源配置的扭曲而不是价格泡沫。

在系统性金融风险的反应链条中，金融机构处于关键一环，当债务违约或资产价格暴跌导致金融机构出现破产倒闭潮时，金融危机才会释放出系统性风险的“洪荒之力”。从传导路径来看，目前商业银行对资本市场的风险暴露较为有限，银行理财资金中配置于股票市场的资金规模约为 2.8 万亿元，债券投资规模为 36.8 万亿元，其中又以国债、地方债和国开债等低风险利率债为主，整体风险可控。商业银行总的信贷资产中，广义的涉房贷款占比达 60% 以上，因此对房地产市场具有很高的风险暴露作用。由于中国居民部门的总杠杆率和偿债现金流负担仍不算过高，近三年来房地产市场库存量也已显著下降，加上政府通过“限

购、限贷、限价和限售”等措施的调控，相信在相当一段时间内可以保持房价的稳定运行。和美国不同的是，中国并不存在以按揭贷款为基础资产的衍生金融工具，这就大大削弱了房贷违约带来的冲击和放大效应。从银行本身的资产质量和经营状况来看，根据银保监会的统计，目前商业银行的关注类贷款占比和不良贷款比率分别为 3.42% 和 1.75%，拨备覆盖率达到 191.3%，资产质量向好驱动不良生成率持续降低，2017 年上市银行净利润增速回升至 4.5%。

总之，不管是从金融市场的价格风险来看，或是从金融机构的资产质量来考察，还是从中国央行的流动性调控和处理问题金融机构的经验来看，在完全放开资本账户之前，中国不大可能会发生系统性金融风险。但是，中国无疑已进入了金融风险高发期，我们需要重视的是因为应对和处置不当，使小的风险事件、临时性的金融冲击传导和放大为系统性金融风险的可能性。



4 网络视角：金融风险的传染与放大

研究系统性金融风险的一个最新视角是将金融体系视为一个复杂且自适应的金融网络，而金融危机是该金融网络在压力条件下的行为表现。在网络效应的作用下，单一机构的信用风险会迅速通过资产负债关联、产品交叉持有以及投资行为改变等多种方式传染到其他机构乃至整个金融体系，最终导致系统性风险的产生。以美国次贷危机为例，其实次级抵押市场的规模占整个抵押市场规模的比重只有4%，但由于抵押担保债券（CDO）和信用违约互换（CDS）等各种衍生品的交易关联，导致雷曼兄弟、AIG等单一机构的风险通过金融网络的传染和放大效应影响到其他机构，酿成了严重的金融危机和经济衰退。正因为如此，G20财长和央行行长会议在一份名为《评估系统重要性金融机构、市场和制度》的报告中指出：“金融机构因为金融合约的关联形成了金融网络，网络连接机构越多，风险传染效应就越强，单一机构的风险暴露

越大，风险的放大效应也越强。”

随着金融混业经营的发展以及金融工具、金融业务的不断创新，特别是影子银行的规模迅速膨胀，我国金融体系的发展日益网络化，网络节点（代表金融机构）的规模不断扩大，节点之间的关联性也变得日益复杂。从业务关联来看，商业银行发行理财产品，然后通过与信托机构、券商资管、基金子公司和保险公司等不同机构合作，借助信贷资产转让、信托贷款和信托受益权以及定向资管计划等载体，将表内资产转移至表外，将资金投向限制性行业企业，借此规避信贷规模、资本约束和行业限制等政策管制。银行和其他金融机构之间恰如一个个网络节点，通过嵌套和通道业务密切关联起来。多层嵌套和资金链条的拉长使得网络内部的关联度、复杂性和不透明性大大增强，银行理财资金和最终投资标的之间的期限错配以及多层嵌套加杠杆的模式使得网络内部积累的风险也越来越大。从产

品关联来看，银行理财资金普遍配置于标准化金融产品和其他非标资产，根据银行业理财登记托管中心的统计，截至 2017 年底，全国共有 562 家银行业金融机构有存续的理财产品，理财产品数 9.35 万只，理财产品存续余额 29.54 万亿元，其中信用债的配置比例为 34%。银行、影子银行中介机构和债券市场三者的关联性叠加前述机构之间的业务关联，导致金融体系内风险的扩散和溢出效应大大增强。监管机构在处理金融风险时不但面临“大而不倒”（too big to fail）的困境，更面临“联而不倒”（too interconnected to fail）的艰难选择。

2018 年以来，随着金融监管趋严、融资环境收紧，以及资管新规的正式实施，信用违约风险已成高发状态。经由金融网络的扩散和放大效应，信用风险是否会引发流动性风险，进而酿成更大的金融风险，是当前分析和把握我国系统性金融风险的重点所在，我们不妨进行一下情境推演。当一段时间内债券市场连续出现违约事件时，相关理财产品的偿付将受到影响，经由多层嵌套加杠杆的业务链条和各种金融合约敞口影响到中小型金融机构的信用状况，这种直接的网络关联性形成了风险传染的具体渠道，但此时风险尚是局部和可控的。然而，由于投资者和金融机构的行为变化带来的关联效应，金融网络还存在着间接的关联性，使一个局部的信用冲击有可能演变成一种系统风险。

金融网络的放大效应可能来自三种渠道。渠道之一是资产抛售带来的流动性冲击。随着信用违约风险持续发酵，可能引发低等级债券利率大幅上行，带来债券基金、货币市场基金净值的下跌和赎回压力，此时基金将抛售资信等级高、流动性好的债券品种，使市场整体利率上行。为了避免未来债券价格继续下降所带来的损失，越来越多的金融机构将会加入抛售行列，形成资产抛售和价格下跌的

正反馈机制，引发市场出现流动性危机。渠道之二是银行间市场流动性出现冻结。当前影子银行体系对短期流动性和批发性融资的依赖程度日益提升，对银行间市场流动性的敏感度已经大大提高。债券价格的反向冲击将急剧降低中小金融机构的融资能力，从而恶化整个影子银行体系的流动性，情况严重时有可能造成银行间市场的流动性出现冻结。银行间市场是目前中国金融体系核心的基础市场，其流动性是整个金融体系运作的核心变量，任何流动性和利率上的边际扰动都有可能造成整个金融体系的巨大动荡。2013 年 6 月的“钱荒”事件及其引发的金融市场巨大动荡正是银行间市场流动性风险的典型体现。渠道之三是由信息不对称引发的恐慌效应。当一些金融机构的信用状况出现问题时，由于信息不对称或协调失败等原因，其他金融机构极有可能中止与对手方的交易或暂缓提供融资，动摇机构间的信任，引发整个市场的信心危机和信用坍塌。2016 年 12 月国海证券“萝卜章”事件就曾引发了债市的信任危机。



5 政策视角：增长、缓释、平衡和介入

根据国际清算银行（BIS）提出的“风险三角”假设，我国目前杠杆率高企，全要素生产率增长陷入瓶颈，在国内外多重因素压力下，政府的政策空间显著收窄。这意味着当前和今后一个时期我国金融领域风险隐患突出，处于风险易发高发期。对于如何守住不发生系统性金融风险的底线，笔者从上文的四个视角综合考虑，提出四个应对原则，包括：增长、缓释、平衡和介入原则。

一是增长原则。经济去杠杆是一个分子和分母如何协调控制的问题，在经济史上，去杠杆有四种路径，分别是经济紧缩、高通胀、大规模违约以及在增长中消化债务。中国所处的发展阶段和国内外经济环境决定了必须选择最后一种去杠杆方式，通过一定速度的经济增长和直接融资比例的增长来稳住和化解存量债务，控制增量债务。首先，需要推进结构性改革，释放出源自民营部门和新兴产业的巨大增长动力，确保经济保持必要的增长速度，这正是我们在历史上多次以时间换空间，成功化解金融风险的经验所在。同时，必须通过深化资本市场体制改革，优化市场层次布局，提高市场包容性和适应性等手段提高直接融资比例，改变产生高债务融资的金融结构，改善企业资本结构，走上去杠杆的标本兼治之路。

二是缓释原则。客观地说，中国金融体系的大部分资产，包括银行贷款、地方债务和居民金融资产都与房价进行了某种形式的“绑定”，房价的稳定与否是当前中国经济最难解决的问题。中国的房地产市场不是一个单一市场，而是一系列具有不同基础条件和价格分布的地方市场，不同市场之间差异巨大。在建立房地产市场长效机制的过程中，必须坚持因城施策，多方论证，逐步改变当前根深蒂固的“房价永远上涨”的社会预期。要高度重视各项措施对房地产价格的冲击力度，警惕因房地产价格和房地产投资大幅调整，引发居民部门和地方政府资产负债表的恶化，进而引发金融加速器效应，带来经济增速的超预期下降和系统性风险的爆发。日本房地产泡沫的教训表明，泡沫是一种灾难，但强行刺破泡沫可能是更大的灾难。正如加尔布雷思在《1929年大崩盘》中曾言：“一只充满气的皮球一旦被捅破，就不会有条

不紊地漏气。”

三是平衡原则。中国的金融周期正处在拐点期，防控金融风险的关键在于保持货币政策、宏观审慎政策和金融开放之间的有效平衡和灵活组合。党的十九大报告明确要求，健全货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架。这是反思全球金融危机教训并结合我国国情的重要部署。在宏观审慎监管趋严和信贷增速被动收缩的背景下，应坚持稳健中性的货币政策，实施稳定总需求的“逆风而动”的调控原则，阶段性微调货币政策和宏观审慎政策的力度。从国内外金融环境来看，当前中国处于金融周期的峰顶位置，欧美则分别处于金融周期的上行期和扩张期，主要发达经济体货币政策正常化的进程给我国货币政策的独立性带来一定挑战。在被动收缩货币政策的压力下，应合理安排金融开放顺序，将资本账户管制与货币政策、宏观审慎监管组合起来，构成有效应对国际金融环境变化的工具箱。

四是介入原则。应对金融风险的方法有两种，一种是通过事先的监管和防范来消除风险隐患或降低风险爆发的可能性，另一种是在风险已经触发的情况下通过事中介入来防止风险的进一步扩散。2008年全球金融危机后，金融决策者们进行了深刻反思并对事中介入的重要性形成了共识。正如上文推演的那样，在去除刚性兑付，推动经济降杠杆的过程中，不可避免会发生信用风险事件和流动性冲击。对于金融机构的信用风险事件，监管机构可召集可能提供流动性支持的商业银行，协调各家银行承诺在需要时提供临时信贷，建立起由金融机构承担流动性支持的机制，解决金融机构间的信息不对称和协调问题，稳定市场信心。对于市场本身的严重流动性危机，央行可考虑突破传统的“最后贷款人”（The Lender of Last Resort）角色，直接在债券市场上买入相关品种，改变金融机构对资产市场的价格预期，进而阻断金融网络产生传染和放大效应，有效防止系统性风险的爆发。■

► 本文仅代表作者个人观点。