

我国系统性金融风险 预警指标体系构建

——基于证券市场视角^{*}

吴 坚, 顾维清

(西南证券股份有限公司, 重庆 400023)

摘 要: 本文从证券市场视角出发, 采用“冲击权重法”, 选取宏观经济运行状态、股票市场、银行安全、上市公司质量、个体投资者情绪、债券市场、金融衍生品市场以及对外经济状况 8 个方面的 29 个指标, 构建我国系统性金融风险预警指标体系, 并运用证券市场数据对其进行验证, 发现该风险预警指标体系较为有效。同时, 本文检验了当前我国系统性金融风险水平, 结果显示其处于可控范围内。最后, 本文从证券市场的角度提出系统性金融风险防范的政策建议。

关键词: 系统性; 金融风险; 预警; 指标体系

中图分类号: F832 **文献标识码:** A **文章编号:** 2096-4153(2021)06-0060-10

一、引 言

随着各国经济全球化、金融自由化和网络化的深化发展, 系统性金融风险不断累积, 传染机制加速演化, 加重了金融体系的脆弱性。从我国经济形势来看, 目前正处于转型阶段, 发展速度正由高速向中高速转变。虽然我国经济中长期发展潜力巨大, 但宏观经济下行、股市震荡、房地产泡沫以及地方政府债务风险等问题仍不容忽视。党的十九大报告明确提出“要健全金融监管体系, 牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”。

证券市场作为金融市场的重要组成部分, 金融资产价格的大幅波动可能引发系统性金融风险, 如上世纪 90 年代泰铢汇率大幅波动引发了亚洲金融危机。因此, 为避免局部风险向综合性、全局性风险转化, 特别是证券市场风险对系统性金融风险的传导, 我国急需构建一套基于证券市场视角的指标体系来监测系统性金融风险, 为应对可能发生的风险做好积极准备。

基于此, 本文从证券市场角度出发, 构建一套预警指标体系, 对系统性金融风险进行评估。本文的创新点是采用“冲击权重法”建立预警指标体系, 动态管理各指标在风险预警过程中所占比重, 比传统固定权重更符合实际情况, 能更为准确地预警风险。同时, 结合我国改革进入深水

^{*} 收稿日期: 2021-11-08

作者简介: 吴坚, 硕士, 西南证券股份有限公司党委书记、董事长、总裁, 研究方向: 宏观经济、金融制度与金融风险; 顾维清, 硕士, 西南证券股份有限公司风险控制部总经理助理, 研究方向: 金融风险管理。

区和经济“新常态”的具体实践,本文从证券市场角度提出防控系统性金融风险的政策建议。

二、文献综述

(一)系统性金融风险内涵

2008年的全球金融危机爆发后,国内外专家学者对系统性金融风险进行了许多卓有成效的研究(Brunnermerier和Predersen,2009;Borio,2012),但关于系统性金融风险的定义,理论界和实务界并没有形成一致意见。结合相关文献,本文认为系统性金融风险是由金融市场波动、金融市场主体变化、外部金融冲击等一系列风险因素引发一国金融体系发生激烈动荡的可能性,对经济会产生巨大的负外部性。其具有传染性、外部性、风险与收益不对称等特征,无法通过风险管理削弱或消除,只能通过积极有效地监管阻止其积累和爆发。一旦爆发,不仅金融市场会遭受重大打击,还会危害整个实体经济,从而影响国家经济运行的正常秩序。

(二)系统性金融风险触发因素及类型

金融危机的爆发不只是某个因素的突然崩溃,它涉及现存金融体系内部原因与外在因素的多个方面,并通过共同作用、相互影响,最终导致金融危机产生。总体来看,系统性金融风险主要来自两方面因素,即内部因素和外部因素。内部因素主要包括金融体系内在脆弱性、资产价格波动、交易双方信息不对称等方面,外部因素主要指经济周期波动和政策干预。

内部因素主要分为5个层面:第一个层面是金融体系内在脆弱性假说(Steven et al.,2008),主要指商业银行的存在伴随着发挥信用创造的功能,但该项功能又具有天然不稳定性,会导致风险产生,于是不断积累叠加,当积累到一定程度后会导致金融危机爆发;第二个层面是信息经济学和博弈论(Diamond et al.,1983;Mckinnon et al.,1996),该理论指出系统性金融风险的成因主要是银行单个客户趋于理性的行为和银行经营者的道德风险两个方面,在此基础上,由于相关利益者之间的信息不对称使得金融配置效率下降甚至无法实现,最终使得个体风险进一步扩大为系统性金融风险,系统性金融风险不断扩大就会导致金融危机爆发;第三个层面是从流动性角度出发考虑流动性的变化如何引发金融危机,公众对未来经济发展存在怀疑进而对未来流动性产生担忧和恐慌以及流动性结构失衡引起的资产损失是导致金融风险产生的主要原因,金融风险的不断累积最终使得金融危机爆发;第四个层面是从系统重要性金融机构(Hart et al.,2009;Acharya et al.,2013)角度出发,金融系统中机构之间的紧密关系为系统性金融风险传播提供了可能;最后一个层面从金融资产价格波动(唐建伟,2004;余晓东,2006)角度出发,认为金融资产价格波动引发的信息不对称会导致金融风险。

外部因素主要包括经济周期波动和政府政策干预。经济周期体现在两个方面:一方面,当经济处于下行阶段,从金融机构来看,金融机构的不良贷款增加,从社会公众角度看,投资者和存款人对金融体系的信心降低,社会公众更愿意持有货币,并可能引发银行挤兑或恐慌性资产抛售,风险进一步扩大最终导致系统性危机的产生;另一方面,金融体系在经济处于增长阶段对实体经济的信贷供给增加,在经济衰退期间减少,这体现了金融行业顺周期性的特点,正是这种特点放大了经济短期波动(谢平等,2010)。政府政策干预引发系统性金融风险主要体现在由于宏观经济拥有其本身运行的内在规律,政府的外部政策干预从短期看减缓了经济周期的波动,但从长期来说干扰了其本身的运行机制,有可能会积累更大的系统性金融风险。

三、系统性金融风险预警指标体系构建及有效性检验

通过对系统性金融风险内涵及触发因素相关文献的归纳总结 and 综合分析,本文将建立一套完整的系统性金融风险预警体系,从预警指标的选取开始,到计算步骤详解、阈值区间确定,最后计算出预警指标总分值。在此基础上,再对所构建的预警体系有效性运用历史数据进行检验,以确保其对系统性金融风险具有警示作用。

(一) 系统性金融风险的影响因素

图 1 完整地展现了系统性金融风险的影响因素,分为国内因素和国外因素两个部分。具体来讲,系统性金融风险的国内影响因素包括宏观经济、货币政策、股票市场、金融机构、个体投资者、债券市场、金融衍生品市场、上市公司等八个方面;国外影响因素包括经济、政治、资本市场、汇率波动以及国际贸易等五个方面。这些因素通过各自传导路径导致市场各类风险累积,从而引发系统性金融风险。通过对这些影响系统性金融风险的国内外风险因子进行归纳总结,便于在此基础上选取有效的预警指标,为下文构建预警指标体系奠定基础。

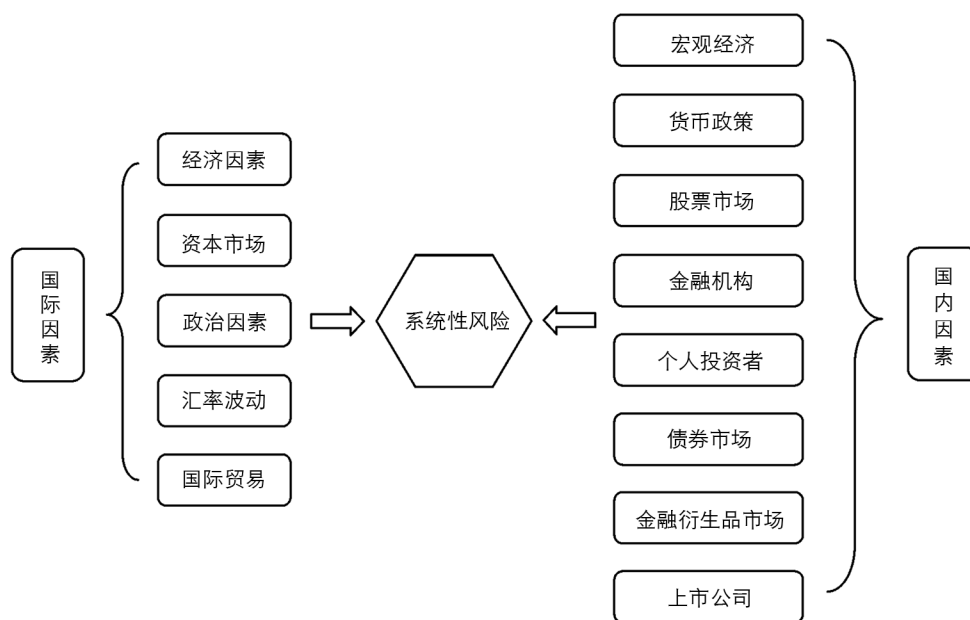


图 1 系统性金融风险传染机制框架图

(二) 系统性金融风险预警指标体系构建

1. 预警指标的选取

系统性预警指标构建的相关文献最早起源于国外学者 Reinhart 和 Kaminsky 的研究,他们提出了金融领域认可度最高的 KLR 信号模型,将预警指标分为金融部门、公共财政、宏观经济、国际贸易等六类。然后对初步选取的指标进行显著性分析,并从中选出来 13 个指标作为最终预警指标。之后的研究人员根据 Reinhart et al.(1998)的研究经验,对模型加以改进,使其能更好地产生预警效应,并将其运用在证券市场上(陶玲 等,2016;宋俊晓,2019)。

本文根据系统性金融风险影响因素,分别从宏观经济运行状态、股票市场、银行安全、上市公司质量、个体投资者情绪、债券市场、金融衍生品市场以及对外经济状况 8 方面选取 29 个具体指标构建预警指标体系。每项指标反映各子系统潜在的风险点,具体指标选取见表 1。

表 1 系统性金融风险预警体系

一级指标	二级指标	指标类型
宏观经济运行指标	GDP 增长率	适度
	工业增加值同比增长率	适度
	M2 增长率	适度
	M2 供给量/GDP	适度
	消费价格指数(CPI)	适度
	政府财政负担率差值	负向
	利率变动幅度	正向
股票市场指标	市场平均市盈率	正向
	总市值/GDP	正向
	融资余额/流通市值	正向
	市场新增供给承接率	正向
银行安全指标	资本充足率	负向
	不良贷款拨备覆盖率	负向
	银行不良贷款率	正向
	银行流动性比率	负向
上市公司质量指标	资产负债率	适度
	净资产收益率	负向
个人投资者情绪指标	换手率	正向
	新增投资者活跃度	正向
	标普 500 指数涨跌幅度	负向
债券市场指标	新增债券违约数量	正向
	新增债券违约规模	正向
金融衍生品指标	融资规模/融券规模倍数	正向
	沪深 300 期货成交量/持仓量	正向
对外经济指标	负债率	正向
	短期外债/外汇储备	正向
	汇率远期价差均值偏离度	正向
	布伦特原油价格均值偏离度	正向
	国际黄金价格均值偏离度	正向

注：“正向”表示相应指标值越大，风险越大；“负向”表示指标值越大，风险越小；“适度”表示指标适度区间，过大或过小风险都会越大。

2. 预警分数的计算

首先，根据二级指标阈值区间将其实际数值映射到相应档位区间，得出该项指标的风险值，将所有二级指标风险值加总得到总分值。所有二级指标均有四个档位：I 档、II 档、III 档、IV 档，档位越高代表其风险水平越大，其中 I 档为安全档位、II 档为基本安全档位。档位区间分别为 (0,20)、(20,50)、(50,80)、(80,100)。然后计算该项指标的权重，即将各指标的风险值除以总分值。最后将各项指标对应的权重与风险值通过加权求和得到风险总值。

(1) 计算各项指标风险值。

正向指标：风险值 = $[(\text{指标数值} - \text{阈值区间下限}) / (\text{阈值区间上限} - \text{阈值区间下限})] * (\text{档}$

位区间上限—档位区间下限)+档位区间下限

负向指标:风险值= $[(\text{阈值区间上限}-\text{指标数值})/(\text{阈值区间上限}-\text{阈值区间下限})] * (\text{档位区间上限}-\text{档位区间下限}) + \text{档位区间下限}$

适度指标:

①当指标数据在 I 档区间(即安全区间)以内时,风险值= $[(\text{阈值区间上限}-\text{指标数值})/(\text{阈值区间上限}-\text{阈值区间下限})] * (\text{档位区间上限}-\text{档位区间下限}) + \text{档位区间下限}$

②当指标数据大于 I 档区间(即安全区间)上限时,此时数值越大风险越高,风险值= $[(\text{指标数值}-\text{阈值区间下限})/(\text{阈值区间上限}-\text{阈值区间下限})] * (\text{档位区间上限}-\text{档位区间下限}) + \text{档位区间下限}$

③当指标数据小于 I 档区间(即安全区间)上限时,此时数值越小风险越高,风险值= $[(\text{阈值区间上限}-\text{指标数值})/(\text{阈值区间上限}-\text{阈值区间下限})] * (\text{档位区间上限}-\text{档位区间下限}) + \text{档位区间下限}$

(2)计算预警指标总分值,将各预警指标风险值相加得出相同权重下预警指标体系的总分值。

(3)求出各预警指标分值与总分值的比值:某指标权重=指标风险值/总分值

(4)计算预警总值:风险总值=指标风险值*指标权重

3.预警区间的确定

由上述预警分数计算过程可知,预警指标阈值区间的确定至关重要,采用以下标准:当预警指标在国际上有统一的警戒标准时,在公认值基础上结合我国实际情况确定阈值;当预警指标在国际上没有统一的警戒标准或者警戒标准明显不符合我国实际情况时,则参照我国经济、股市稳定时的指标数值进行比较确定,一般以该指标历史数据平均水平作为标准;为使预警指标体系具有时效性,对个别具有趋势性的指标如 GDP 增长率、工业增加值同比增长率等设定动态预警区间,其风险阈值随着指标数据的趋势性变化不断变动。表 2 至表 9 分别展示了本文确定的宏观经济运行状态、股票市场、银行安全、上市公司质量、个体投资者行为、债券市场、金融衍生品市场和对外经济状况 8 个一级指标的 29 个二级指标的阈值区间。

表 2 宏观经济运行各指标阈值区间

二级指标	I 档	II 档	III 档	IV 档
GDP 增长率	(a-b,a)	(a-2b,a-b)	(a-3b,a-2b)	(a-4b,a-3b)
	(a,a+b)	(a+b,a+2b)	(a+2b,a+3b)	(a+3b,a+4b)
工业增加值 同比增长率	(a-b,a)	(a-2b,a-b)	(a-3b,a-2b)	(a-4b,a-3b)
	(a,a+b)	(a+b,a+2b)	(a+2b,a+3b)	(a+3b,a+4b)
M2 增长率	(a-b,a)	(a-2b,a-b)	(a-3b,a-2b)	(a-4b,a-3b)
	(a,a+b)	(a+b,a+2b)	(a+2b,a+3b)	(a+3b,a+4b)
M2 供给量/GDP	(a-b,a)	(a-2b,a-b)	(a-3b,a-2b)	(a-4b,a-3b)
	(a,a+b)	(a+b,a+2b)	(a+2b,a+3b)	(a+3b,a+4b)
消费价格指数 CPI(%)	(0,1.5)	(1.5,3)	(3,4.5)	(4.5,6) (-1.5,0)
政府财政负担率差值	(0,b)	(-b,0)	(-2b,-b)	(-3b,-2b)
利率变动幅度	(-2b,-b)	(-b,0)	(0,b)	(b,2b)

注:a 代表某指标前 5 年数据的平均值,b 代表指标前 5 年数据的标准差

表 3 股票市场各指标阈值区间

二级指标	I 档	II 档	III 档	IV 档
市场平均市盈率(%)	(5,10)	(10,15)	(15,25)	(25,35)
总市值/GDP(%)	(20,40)	(40,60)	(60,80)	(80,100)
融资余额/流通市值(%)	(1.5,2)	(2,2.5)	(2.5,3)	(3,3.5)
市场新增供给承接率(%)	(-0.1,0)	(0,0.1)	(0.1,0.2)	(0.2,0.3)

表 4 银行安全各指标阈值区间

二级指标	I 档	II 档	III 档	IV 档
银行资本充足率(%)	(12,15)	(10,12)	(8,10)	(6,8)
不良贷款拨备覆盖率(%)	(150,200)	(120,150)	(100,120)	(80,100)
银行不良贷款率(%)	(0,2)	(2,4)	(4,6)	(6,8)
银行流动性比率(%)	(40,60)	(30,40)	(25,30)	(20,25)

表 5 上市公司质量各指标阈值区间

二级指标	I 档	II 档	III 档	IV 档
资产负债率(%)	(40,60)	(60,80)	(80,100)	(100,120)
净资产收益率(%)	(15,30)	(0,15)	(-15,0)	(-30,-15)

表 6 个人投资者各指标阈值区间

二级指标	I 档	II 档	III 档	IV 档
换手率(%)	(10,20)	(20,30)	(30,40)	(40,50)
新增投资者活跃度(%)	(0,5)	(5,15)	(15,25)	(25,35)
标普 500 指数涨跌幅度(%)	(0,10)	(-5,0)	(-10,-5)	(-15,-10)

表 7 债券市场各指标阈值区间

二级指标	I 档	II 档	III 档	IV 档
债券违约数量	(0,5)	(5,10)	(10,20)	(20,30)
新增债券违约规模	(0,50)	(50,100)	(100,150)	(150,200)

表 8 金融衍生品市场各指标阈值区间

二级指标	I 档	II 档	III 档	IV 档
融资规模/融券规模倍数	(50,100)	(100,200)	(200,300)	(300,400)
沪深 300 期货(IF,CFE)成交量/持仓量	(0,1)	(1,5)	(5,10)	(10,20)

表 9 对外经济各指标阈值区间

二级指标	I 档	II 档	III 档	IV 档
外债余额/GDP	(0,50)	(50,100)	(100,120)	(120,150)
汇率远期差价均值偏离度	(-2c,0)	(0,2c)	(2c,3c)	(3c,4c)
短期外债/外汇储备	(0,50)	(50,100)	(100,120)	(120,150)
布伦特原油价格均值偏离度	(-3c,0)	(0,c)	(c,2c)	(2c,3c)
国际黄金价格均值偏离度	(-3c,0)	(0,c)	(c,2c)	(2c,3c)

注:c 对应该表 3 个月汇率远期差价、原油价格标准差、黄金价格标准差

根据预警指标选取、阈值区间设定以及风险权重计算方法,可以加权求和得出当前市场中系统性金融风险水平。对风险总值也划分 I 档(0,20)、II 档(20,50)、III 档(50,80)和 IV 档(80,100),将风险总值与四个档位区间相比较,根据分值所在区间发出预警信号。

(三) 系统性金融风险预警指标体系有效性检验

为检验上文构建的系统性金融风险预警体系是否能达到预警效果, 本文将对该预警体系进行有效性检验。考虑到我国金融市场从未发生过系统性金融危机, 而证券市场又是金融市场重要的组成部分, 对风险敏感度很高, 故股票市场之前发生过的、下跌程度较深的行情, 在一定程度上代表证券市场产生的系统性金融风险水平相对较高。因此, 本文基于股票市场下跌行情选择有效性检验的时间区间。若根据预警指标体系得到的检验区间内的风险总值较高, 表明系统性金融水平也相对较高, 与实际情况较为一致, 在很大程度上可以说明预警指标体系具有较好的预警效果。

本文选择 2015 年 6 月至 7 月为市场极端下跌行情, 并以该时间点的前三个月(2015 年 3 月至 5 月)作为检验区间。

检验方式如下: 运用上述预警指标体系, 得到一二级分类指标相应得分, 然后加权得到预警体系风险总值, 并与四个档位区间分值比较, 根据分值所在区间发出预警信号, 与实际情况进行对比, 检验结果如表 10 所示。

表 10 2015 年极端下跌行情预警检验

预警区间	风险总值	风险等级
2015 年 3 月	70.720 5	Ⅲ档
2015 年 4 月	86.265 5	Ⅳ档
2015 年 5 月	84.986 3	Ⅳ档

由表 10 可知, 2015 年 3 月我国系统性金融风险等级为“Ⅲ档”级别, 但可以发现其风险总值为 70.720 5, 超出“Ⅱ档”(基本安全档位)上限值 20 分左右。2015 年 4 月和 5 月系统性金融风险总值分别为 86.265 5、84.986 3, 均达到“Ⅳ档”级别, 这意味着当前经济整体的系统性风险水平较高, 且市场正在不断恶化, 需要注意风险防范, 谨慎投资。这一结果与实际情况相符, 说明本文构建的预警指标体系能对金融体系状况变化起到一定预警效果。

四、当前系统性金融风险水平评估及分析

有效性检验表明本文构建的预警指标体系对系统性金融风险水平具有一定警示效果。在此基础上, 本节运用该预警指标对当前经济运行状况下的系统性金融风险水平进行综合评估分析, 甄别出当前经济存在的具体风险点, 以期更好提出防范化解系统性金融风险的政策建议。

为衡量当前经济下系统性金融风险水平, 选取最近三个月为样本区间, 即 2021 年 7 月至 2021 年 9 月。其中, 宏观经济运行指标因其发布频率所限沿用 2020 年数据, 其余指标均采用当月最新数据。风险衡量方式同有效性检验一致, 运用预警指标体系得到预警体系风险总值, 根据分值所在档位区间发出预警信号。系统性金融风险水平预警结果如表 11 所示。

表 11 系统性金融风险水平预警结果

预警区间	风险总值	风险等级
2021 年 7 月	68.355 1	Ⅲ档
2021 年 8 月	60.414 3	Ⅲ档
2021 年 9 月	67.985 7	Ⅲ档

由表 11 可以看出, 2021 年 7 月至 9 月的风险总值分别为 68.355 1、60.414 3 和 67.985 7, 风险等级均为“Ⅲ档”级别, 但属于“Ⅲ档”较低水平, 整体风险处于可控范围内。通过查看表 12 中

各指标 7 月至 9 月的详细分值,可以发现受“疫情”不确定性影响,最能反映宏观经济运行状态的 GDP 增长率相比疫情前有较大下滑。同时,近期出台一系列政策调控房价,使得房地产市场遇冷,资金转为流入证券市场,市场活跃度增加,换手率较高,存在产生泡沫的可能性。另外,近期债券市场风险事件增加,新增违约主体和新增违约金额超过最大阈值。

表 12 2021 年 7 月至 9 月系统性金融风险各指标分值汇总

一级指标	二级指标	2021 年 7 月		2021 年 8 月		2021 年 9 月	
		风险等级	映射分数	风险等级	映射分数	风险等级	映射分数
宏观经济运行指标	GDP 增长率	Ⅲ	2.959 5	Ⅲ	2.959 5	Ⅲ	2.959 5
	工业增加值同比增长率	I	0.046 1	I	0.090 4	Ⅱ	0.157 7
	M2 增长率	I	0.307 2	I	0.353 9	Ⅱ	0.307 2
	M2 供给量/GDP	I	0.336 1	I	0.336 1	I	0.336 1
	消费价格指数(CPI)	I	0.015 5	I	0.015 5	I	0.015 5
	政府财政负担率差值	I	0.359 2	I	0.359 2	I	0.359 2
	利率变动幅度	I	0.326 7	I	0.326 7	I	0.326 7
股票市场指标	市场平均市盈率	Ⅲ	3.431 5	Ⅲ	3.984 1	Ⅲ	4.058 9
	总市值/GDP	I	0.189 3	I	0.217 4	I	0.217 4
	融资余额/流通市值	Ⅳ	9.660 3	Ⅳ	9.660 3	Ⅳ	9.660 3
	市场新增供给承接率	Ⅱ	0.786 3	Ⅱ	0.786 3	Ⅱ	0.786 3
银行安全指标	资本充足率	I	0.011 6	I	0.011 6	I	0.011 6
	不良贷款拨备覆盖率	I	0.019 8	I	0.019 8	I	0.019 8
	银行不良贷款率	Ⅱ	0.428 0	Ⅱ	0.428 0	Ⅱ	0.428 0
	银行流动性比率	I	0.005 5	I	0.005 5	I	0.005 5
上市公司质量指标	资产负债表率	Ⅲ	2.964 7	Ⅲ	2.964 7	Ⅲ	2.964 7
	净资产收益率	Ⅱ	1.989 0	Ⅱ	1.073 2	Ⅱ	1.073 2
债券市场指标	新增债券违约数量	Ⅳ	9.660 3	Ⅳ	7.144 7	Ⅳ	9.277 7
	新增债券违约规模	Ⅳ	9.660 3	Ⅳ	7.091 6	Ⅳ	9.660 3
金融衍生品市场指标	融资融券结构比率	I	0	I	0	I	0
	沪深 300 期货成交量/持仓量	I	0.064 0	I	0.062 2	I	0.068 5
个人投资者情绪指标	换手率	Ⅳ	9.660 3	Ⅳ	9.660 3	Ⅳ	9.660 3
	新增投资者活跃度	I	0.031 1	I	0.031 1	I	0.031 1
	标普 500 指数涨跌幅度	I	0.199 6	I	0.242 0	I	0.378 1
对外经济指标	负债率	Ⅲ	5.996 1	Ⅲ	5.996 1	Ⅲ	5.996 1
	短期外债/外汇储备	I	0.288 8	I	0.289 5	I	0.295 2
	汇率远期价差均值偏离度	Ⅱ	0.457 7	Ⅱ	0.457 7	Ⅱ	0.457 7
	布伦特原油价格均值偏离度	Ⅳ	7.962 2	Ⅳ	5.213 8	Ⅳ	7.700 6
	国际黄金价格均值偏离度	Ⅱ	0.538 7	Ⅱ	0.633 4	Ⅱ	0.772 8
总分数			68.355 1		60.414 3		67.985 7

由于以上原因预警总分值达到“Ⅲ档”级别,但随着疫情可控、经济形势好转,风险水平仍处于可控范围内。近期应注意债券市场信用风险防控,密切关注信用主体评级变动,对信用风险相关指标定期追踪和持续关注。同时,“疫情”冲击下重振经济需坚持稳中求进,避免用力过猛引起

各类风险水平的攀升。

五、研究结论与政策建议

(一)主要结论

本文基于证券市场视角构建系统性金融风险预警指标体系,并结合 2015 年股市大跌以及当前的实际数据对系统性金融风险进行识别和检验。研究结果显示,本文基于证券市场构建的预警指标体系对系统性金融风险水平具有一定预警作用;预警指标体系验证了证券市场的大幅波动会对系统性金融风险产生一定程度的负面影响;同时,预警指标体系发现当前系统性金融风险水平不是最低等级,但整体风险水平可控。

本文在对当前系统性金融风险的识别中还发现,个别指标风险值较大,反映出当前市场上可能存在一些恶化系统性金融风险的因素。一是股票市场部分板块估值过高,投资者情绪高涨,而非理性投资者的过度投机容易催生股市泡沫;二是包括多只 AAA 级债券在内的债券违约事件频发,说明我国信用评级市场仍需进一步完善;三是我国金融衍生品市场存在产品结构单一、市场流动性较弱的问题,避险功能未能充分发挥,而投机者利用金融衍生品进行投机交易,更易增加市场波动性。

(二)政策建议

针对以上问题,并结合系统性金融风险的影响因素,本文提出如下政策建议:

一是强化系统性金融风险宏观审慎监管。扩大系统重要性金融机构识别范围,探索将相关证券机构纳入覆盖范围;加强高风险机构早期识别和干预,降低问题机构风险处置成本和难度;同时,综合运用财金互动政策,保证市场流动性合理充裕。

二是完善市场定价机制。充分发挥“绿鞋机制”“无担保空头”“惩罚性报价”等机制,规范一级市场发行定价估值方法;完善退市机制、尝试部分做空机制、探索 T+0 交易等,深化二级市场价值发现功能;同时,加强对投资者教育,引导投资者理性投资。

三是完善信用评级市场。进一步落实对信用主体的事前、事中、事后全面监管;明确评级机构法律责任,加大处罚力度;强化评级机构的合法合规意识,完善公司治理,增强评级独立性,着力提高评级质量。

四是完善金融衍生品市场。完善金融期货市场,鼓励套期保值,简化套保审批流程,引导市场充分发挥期货避险功能;丰富指数期权品种,探索个股期权,为个股风险提供对冲工具等措施;进一步丰富风险对冲工具,满足投资者风险偏好需求,坚决禁止场外配资。

五是完善系统性金融风险应急管理机制。建立系统性金融风险处置预案,对风险等级划分、风险监测、风险处置流程等进行规范;开展基于证券市场的系统性金融风险压力测试,及时掌握市场风险水平;强化救市基金在系统性金融风险中的处置作用;加强系统性金融风险源头管理,完善金融机构风险隔离机制建设,有效化解系统性金融风险。

参考文献:

- 宋俊晓.2019.中国股票市场系统性金融风险预警指标体系构建研究[D].天津:天津商业大学.
- 唐建伟.2004.资产价格波动与宏观经济稳定[D].上海:复旦大学.
- 陶玲,朱迎.2016.系统性金融风险的监管和度量——基于中国金融体系的研究[J].金融研究(6):18-36.
- 谢平,邹传伟.2010.金融危机后有关金融监管改革的理论综述[J].金融研究(2):1-17.

- 余晓东.2006.资产价格波动与货币政策、金融监管[D].上海:复旦大学.
- Borio C,Zhu H.2012.Capital Regulation,Risk-taking and Monetary Policy:A Missing Link in the Transmission Mechanism[J].Journal of Financial Stability(4):236-251.
- Brunnermerier M K,Predersen L H.2009.Market Liquidity and Funding Liquidity[J].The Review of Financial Studies(6):2201-2238.
- Diamond D W,Dybvig P H.1983.Bank Runs,Deposit Insurance,and Liquidity[J].Journal of Political Economy(3):401-419.
- Hart O,Zingales L.2009.How to Avoid a New Financial Crisis[R].WorkingPapar.
- Kaminsky G,Reinhart L C M.1998.Leading Indicators of Currency Crises[J].IMF Staff Papers(1):1-48.
- McKinnon R I,Pill H.1996.The Overborrowing Syndrome:Are East Asian Economies Different[C].In Federal Reserve Bank of San Francisco Proceedings.
- Steven L,Schwarcz.2008.Systemic Risk [J].The Georgetown Law Journal(97):193-249.

Construction of Early Warning System of Systemic Risk in China ——Based on the Perspective of Security Market

WU Jian, GU Wei-qing

(Southwest Securities Co., Ltd)

Abstract: From the perspective of the security market, this paper adopts the “impact weight method”, and selects the eight aspects includes namely, macroeconomic operation status, stock market, bank security, the quality of listed companies, individual investor behavior effects, bond market, financial derivatives market and foreign economic conditions, total of 29 indicators for reference to construct a systemic risk early warning system suitable for our country’s situation. Using the past actual data to verify it, this paper finds that the early warning index system is effective. At the same time, this paper estimates the current systemic risk in China and shows that it is under control. Finally, from the perspective of the security market, this paper puts forward some policy suggestions on preventing systemic risk.

Key words: Systemic; Financial Risk; Warning; Index System

责任编辑 谢 斐