

准确把握系统性金融风险的新内涵与新机制

□中国社会科学院学部委员 中国人民大学财政金融学院 王国刚

“ 防控系统性风险是中国经济金融运行中一个至关重要的政策取向,也是十八大以来中央始终关注的重大经济金融问题。2012年以来,在推进经济“稳中求进”过程中,中国采取了一系列积极举措防控和化解金融风险,取得了一些积极重要的成果,守住了不发生系统性金融风险的底线。但防控系统性金融风险的情势依然严峻,丝毫不能掉以轻心。要深刻理解和把握“把防控金融风险放到更加重要的位置”,就需要深入探讨系统性金融风险的新内涵、新特点和新机制等,在此基础上,选择新的政策举措予以应对。”

一、系统性金融风险的新内涵

1. 系统性金融风险概念与特点

在金融学说发展史上,“系统性风险”概念最初由美国学者威廉·夏普在《投资组合分析的简化模型》一书中提出。20世纪60年代,他在推进哈里·马科维茨资产选择理论深创、创立资本资产定价模型的过程中,把马科维茨资产选择理论中的资产风险分解为资产的“系统性风险”(又称“市场风险”)和“非系统性风险”。其中,系统性风险是指证券市场总体价格变动所引致的某种特定金融资产的价格变动;非系统性风险则是指仅引致某种特定金融资产价格变动的特殊因素。此后几十年间,系统性风险和非系统性风险成为金融理论和实务中的重要范畴。

各个学者从不同角度对系统性风险和非系统性风险做出了大致相同的界定。美国学者米什金认为:“非系统性风险是一项资产特有的风险”,系统性风险则是各项资产都有的风险,因此,“非系统性风险对资产组合总的风险不起作用。换句话说,充分多样化资产组合的风险完全来自该资产组合中资产的系统性风险。”美国学者弗兰克J·法博齐和弗朗哥·莫迪利亚尼认为:“系统性风险是资产的收益率变动中可以归因于某一共同因素的部分,也叫作不能分散的风险或市场风险。系统性风险是通过挑选大量资产达到分散化的证券组合所能获得的最低限度的风险。从这些界定中可以看出,系统性风险是相对于非系统性风险而言的概念,它具有五个方面的特点。

第一,从金融行为看,它指的是金融投资领域,相对于资产组合(或证券组合,下同)而

言。在这一领域中,凡是影响到各种金融资产交易价格波动的因素属于系统性风险范畴,凡是仅影响单一金融资产交易价格的因素属于非系统性风险范畴。第二,从金融主体看,它指的是介入金融投资的各类主体,即进行资产组合的主体。凡是影响到各类金融投资主体的金融投资行为的因素属于系统性风险,凡是只影响到单个金融投资主体的金融投资行为的因素属于非系统性风险。第三,从金融机制看,它指的是金融产品的交易价格波动从而金融投资的收益率变动。凡是影响到各种金融资产交易价格波动从而金融投资收益率变动的因素属于系统性风险,凡是只影响到单一金融资产交易价格波动从而金融投资收益率波动的因素属于非系统性风险。第四,从金融主体的行为结果看,它指的是金融投资者调整资产组合以防范风险的可能程度。凡是金融投资者不可能通过资产组合等机制予以分散化解的风险属于系统性风险,凡是金融投资者可以通过资产组合等机制予以分散化解的风险属于非系统性风险。第五,从风险的承受者看,它指的是在金融市场中展开金融投资的微观主体。不论是系统性风险还是非系统性风险都是面对从事金融投资的具体公司或个人而言的,并不直接指向宏观经济运行或宏观金融运行所面临的风

险问题。正因为系统性风险具有这些特点,所以,一些人更直接地把经济金融运行中由宏观因素所引致的风险称为系统性风险,如制度风险、政策风险、体制机制风险、流动性风险、价格风险、利率风险、汇率风险以及经济周期风险等。

2. 从金融危机形成和扩散看系统性金融风险演变

2007—2008年间美国从次贷危机到金融危机的演化,由系统性金融风险所引发,同时,带有21世纪金融运行的特色。

第一,金融市场交易脱实向虚埋下了系统性金融风险的隐患。为了保障经济增长,美国出台了包括超低利率、放松抵押条件等一系列措施来刺激次级住房抵押贷款市场发展。众多金融机构为了谋取高额利润,通过证券化机制,持续将次级住房抵押贷款证券化,并通过信用增级等机制创立了多级的CDO(包括CDO平方和CDO立方等)将低级证券资产以较高的利率水平售出,在“金融创新”名义的掩盖下掀起了一轮金融交易的热潮。但是,不论是资产证券化还是证券化中的信用增级都只是金融机制中的技术手段,它们本身并无消解金融产品风险的功能,更不用说,资产证券化过程中从产品设计、销售到交易都还要付出相当数量的成本。在证券化产品交易火爆的年份里,美国的金融活动日益脱离实体经济部门,直至系统性风险爆发引发了金融危机,才在惨痛教训面前认识到“金融应服务于实体经济”。

第二,系统性风险以及金融危机主要由金融机构等微观主体引发。从2007年3月美国抵押贷款公司一新世纪金融公司宣布破产到2007年7月美国第五大投资银行贝尔斯登公司宣布破产,次贷危机主要是由作为微观主体的金融机构陷入财务困境引起的;从2008年9月15日美国第四大投资银行雷曼兄弟公司陷入严重财务危机并宣布申请破产保护到美国财政部以巨额资金出手救助众多大型金融机构,次贷危机向金融危机的转变依然主要由作为微观主体的金融机构财务危机所引起。在次贷危机爆发之前,美国的主要宏观经济政策和金融政策并没有发生实质性变化,价格、利率和汇率也没有发生大幅波动,因此,此轮危机是由微观主体自身的因素引发的。

第三,有毒资产成为传染和扩散危机的重要机制。2007年8月9日,美联储向金融体系注入240亿美元资金标志着次贷危机的爆发。在随后一年多时间内,美国和其他西方国家沿着解决流动性紧张的思路展开危机救助,美联储和相关国家的央行多次向金融市场注入了大量资金,同时,大幅降低利率,试图缓解危机引致的经济金融动荡,但未能奏效,最终在2008年9月爆发了金融危机。在此之后,美国财政部和美联储将重心转向治理有毒资产。在这个过程中,与有毒资产的传染扩散相连接,金融加速器理论、金融危机传染理论等引起了各方的关注。

第四,资产负债表衰退既是有毒资产的成因又是有毒资产的结果。在治理金融危机过程中,美国和其他西方国家都提出了“去杠杆”、抑制金融泡沫的政治主张。他们认为,过度负债导致了金融机构运作中资产负债表的衰退;在金融市场价格快速下落的背景下,证券类资产陷入严重亏损境地,由此,有毒资产形成;有毒资产既使得陷入困境的金融机构资产负债表进一步恶化又将其他金融机构拖入困境,由

二、系统性金融风险的新机制

从美国金融危机爆发的内在机理看,内生型系统性金融风险并非由宏观经济因素所引致,而是由经营性金融机构在金融市场中的金融交易行为引发的。引致这种系统性金融风险的内在因素主要有三:资金、资本和负债。其中,资金在性质上,或者属于资本性资金,或者属于债务性资金。在金融市场运作中,这两种不同性质的资金有着不同的作用机理。

第一,从资金角度看,在市场经济中,所有与供求关系相关的价格变化总与资金相关联。资金作为货币资产,既有着货币功能又有着金融功能。从货币功能看,在金融市场中,资金数量代表着对金融产品的需求量。资金数量越大则需求越旺盛,在需求大于供给的条件下,金融产品的价格上行可能性越大,反之亦然。在金融市场运行中,流动性主要有两层含义,即资金数量和金融产品的变现能力;二者中资金数量占据关键地位。正因如此,在系统性金融风险发生的初期,相关国家或地区总是以加大央行投放资金为主要应对之策;在防控系统性金融风险中,相关国家或地区也屡屡将央行的货币政策松紧作为一个主要关注点。

但对市场交易中具体的投资者(包括金融机构,下同)而言,资金和流动性却有着为逐利性所决定的另外一层含义,即资金不仅代表着需求能力(或购买力)而且应当符合投资者的预期获利要求。这体现了资金的金融属性。为这一属性所决定,资金只有在投资者感到预期获利要求有可能得到满足(或实现)时,才可能接受金融产品的市场价格(即买入相关金融产品);如果这些金融产品的价格走势与其预期大致符合,那么,在持有一段时间后,它们将卖出这些金融产品,收回投资本金并以价差方式获得盈利。这意味着,在金融产品交易价格上行区间,投资者乐于将手中掌握的资金投入到购买金融产品之中去(因此,在相当多场合,究竟是资金多了引致金融产品交易价格上涨还是金融产品交易价格上涨吸引了大量资金入市,其中的

因果关系是一个不容易说清的问题,实际上,它们更多是持续互动的过程)。一旦投资者感到交易价格已达到或超过预期获利要求的水平,它们就将减少乃至暂停对金融产品的买入,宁愿持币待购。当较多投资者做出这种选择时,交易价格就将下落。在交易价格下落过程中,对那些曾经以较高价位买入金融产品的投资者来说,可选择的解决方案有二:或者以较低的市场价格卖出手头产品(即“割肉出货”),或者继续持有这些产品等待交易价格的回升。但如果他们买入交易中的资金是借入的且有着即将到期的制约,那么,选择方案就仅剩“割肉出货”了。在交易价格持续下行区间,大批投资者为了避免投资风险宁愿持有资金而不愿买入金融产品,由此,即便央行放松流动性,向市场注入更多的资金,也可能难以改变金融市场中资金紧缺的格局。2007年8月以后美联储出手救市,不断向金融市场和金融机构投入巨额资金,但依然无法改变次贷危机和金融危机演化扩散的走势,使美国陷入了流动性困境,就是一个明证。

对具体的投资者而言,将手中持有的金融产品卖出意味着与这些金融产品对应的风险消解了。不同的是,在卖出价高于买入价的条件下,这些风险以投资获利的结果消解了;在卖出价低于买入价的条件下,这些风险以投资亏损的结果消解了。另一方面,对金融市场而言,交易价格越高则风险越大,交易价格越低则风险相对较低,因此,随着交易价格下落,市场风险也在降低。在这个过程中,西方金融理论中的风险一收益对称性是不适用的。

第二,从资本角度看,资本性资金是投资者的自有资金,它具有三个特点:一是非借贷性。对任何投资者而言,资本只能是自有的,不能从他人那里借入。这决定了,资本性资金在数量上的增加只能通过盈利转入过程来实现。二是非付利性。资本性资金既然是投资者自有的资金,也就不存在向他人支付资金利息的问题,因此,与借贷资金相比,它的资金成本可以视为零。三是无期限性。资本性资金作为自有资金,不存在像借贷资金那样的偿付期限限制,因此,是投资者可以长期(或无限期)稳定使用资金。

受这些特点制约,对单个投资者而言,在金融产品交易价格上涨区间,他能够买入市场运作的资本性资金是有限的,对交易价格进一步上涨的作用也是有限的;在金融产品交易价格下行区间,他能够通过卖出金融产品从而退出

第三,从债务角度看,债务性资金是投资者从其他经济主体手中借入的,它的特点有三:一是它可突然放大投资者手中可投资运作的资金数额,放大的程度取决于借入的债务性资金数量与资本性资金数量之比。如果投资者手中自有资金数额为1万元,再借入1万元的债务性资金,则可投资的资金数额就增加到了2万元,与自有资金相比,放大了1倍。二是付利性。债务性资金通常有着明确的利率规定,投资收益率只有在高于这一利率水平条件下,投资者的市场运作才能获利,由此,资金成本决定了需要实现的最低投资收益率水平。三是期限。债务性资金通常有着明确的期限界定。投资运作的风险越大,资金借出方规定的借贷期限可能越短,这限制了投资者运用这笔资金入市的投资的可操作时间。

受这些特点制约,对单个投资者而言,在交易价格上涨区间,运用的资金数量可以放大,由此,对交易价格进一步上涨的作用随之扩大;在交易价格下行区间,通过卖出金融产品从而退出市场交易的资金也是倍加的,对交易价格下跌的作用也有着放大效应。在这种条件下,金融市场参与者运作的资金大量来自于借款,那么,市场参与者和那些不直接参与金融市场交易,但为市场参与者提供了债务资金主体之间就形成了资产—债务链条的联动机制。这一机制既然有着将资金聚入金融市场的功能,也就有着将风险扩散传染到金融市场之外的功能,由此,使得市场参与者和债务资金供给者形成一个庞大的利益共同体和联动体系。第三,触发力。在金融市场交易价格上涨的区间,由于价差较大且为正,金融投资有着较合意(甚至高额丰厚)的收益,所以,由债务性资金介入的金融交易活动不容易暴露出系统性风险。但在交易价格持续下行的区间,价差缩小甚至为负,金融投资的收益大幅降低甚至亏损,同时,受债务资金的成本和期限限制,众多投资者就可能争先恐后地集中抛售。这不仅将在预期恐慌中引致市场秩序的混乱,而且将引致投资者持有相关金融资产的意愿大大降低,由此,又将加剧集中抛售的程度。第四,对象。金融资产原先是投资者交易的对象,买入方通过持有它们后再卖出而获利,卖出方通过交易调整证券组合降低风险。但在价格持续下落过程中,这些金融资产失去了获利空间,转变为价值亏损的载体,由此,成为眼下的有毒资产和投资者争相抛售的对象。第五,效应。通过资产—债务链条的联动机制,每个投资者的金融交易行为都链接着其他经济主体经营活动和经济利益,众多投资者在有毒资产上的亏损将通过众多的链条以多米诺骨牌效应的方式向其他经济主体扩散,由此,使得系统性金融风险凸显,严重的话将引发金融危机。不难看出,这种系统性金融风险不是由外部因素所引致,它是在金融市场之中产生的,可称为内生型系统性金融风险。

在资产=资本的条件下,任何一个投资者在金融市场中的投资损失都仅涉及他自己的资本数额减少。即便是投资的资本性资金全部损失殆尽(这种情形在金融投资中几乎是不存在的),也不会直接影响到其他投资者的资产损失,因此,不会引致系统性金融风险。不难看出,资本本身不具有传递金融风险的功能,是防范金融风险的内在防火墙机制。

在资产=负债的条件下,任何一个投资者的债务性资金都来自于另一个(或另几个经济主体)的资产,即A的负债是B资产的构成部分;如果B的资产中也有负债,那么,这些债务性资金又是C的资产构成部分,如此等等。由此,在资产=负债基

础上形成了“资产—债务(资产)—债务(资产)=债务(资产)……”的链条。在经济金融运行中,通过资产—负债链条,各类主体形成了经济权益联动的庞大网络体系。这个网络体系大致沿着几条线索展开:其一,居民部门将消费剩余资金以存款方式存入商业银行等金融机构,形成了后者的负债;其二,商业银行等金融机构以贷款等方式将吸收的存款贷放给工商企业和非银行金融机构等,租赁公司向工商企业和其他机构提供租赁设备、房产和其他资产,形成了前者的负债;其三,政府财政部门通过发行国债或地方政府债券等方式,从居民部门、实体企业和商业银行等金融机构手中获得债务性资金,形成政府财政的负债;其四,实体企业和各类金融机构通过发行公司债券、理财产品和保险凭证等债务性证券,从居民部门和其他经济主体手中获得债务性资金,形成各自的负债;其五,各类金融机构建立在信用关系或金融产品基础上以资金拆借、债券回购、同业存贷款等方式展开的彼此间相互借款,形成相互间的债务;其六,商业银行等金融机构以按揭贷款、消费贷款等方式向居民部门提供的各类贷款,形成居民部门的债务。此外,工商企业彼此间通过商业交易在相互赊账的基础上以预付款、定金、后付货款、多次交易一次结算等方式形成了大量的债权债务关系,在借款等背景下形成的担保关系也形成众多的债权债务链条。这一庞大的资产—债务网络覆盖了介经经济金融运作的所有个人(家庭)、实体企业、金融机构、社会中介机构和政府财政部门。在这一网络,每一个主体的债务能否按时偿付和如数偿付都直接影响着债权方的正常经济金融活动,影响着后者的资产价值变化,因此,彼此间存在着密切的联动效应。

由此,交易价格的上行程度与投资者投入交易中的债务性资金数量成一定比例。另一方面,在交易价格下行中,如果多数投资者预期交易价格短期内还将反弹,则惜售引致交易量缩减,交易价格下降将出现迟缓趋势;但如果预期交易价格的反弹时间长于借款期限,则投资者依然可能加速出货,由此,将加剧交易价格的下跌幅度。在前一回合,借贷资金入市很容易引致金融产品交易中的价格泡沫;在后一回合,借贷资金突然大量离市,严重加大了金融市场运行的下跌波动风险,很容易引致市场动荡。

由于债务性资金是投资者借入的,它既有期限规定又有利率规定,所以在金融产品交易中,投资者对价格下行的敏感程度将远超过资本性资金投资的场。内在机理是,如果交易价格下跌幅度较大,他不仅可能损失资本性资金,而且可能承担负资产的结果。这决定了,在交易价格下行中可能发生“踩踏性恐慌抛售”风险。同时,由于借入的资金是其他经济主体的,一旦难以偿付到期本息,投资者的市场操作结果就可能拖累到放款的债权人。因此,债务性资金的金融投资不具有引致系统性金融风险从而金融危机的效应。

第六,从资产—负债联动机制引致系统性金融风险的触发条件看,在经济金融运行中,资产—债务联动机制是客观存在的,但它并不时刻引发系统性金融风险;另一方面,在经济金融运行的不同层面、不同时点也时常发生(有时甚至频发)债务违约事件,但也没有屡屡引致系统性金融风险的爆发。从这个意义上说,资产—负债联动机制只是决定了发生系统性金融风险的潜在可能性。它转化为必然性需要三个依次递进的条件发生:

其一,金融资产价格持续大幅下跌。在金融市场运行中,金融资产交易价格的涨跌波动属正常现象。众多投资者正是看到了交易价格的涨跌波动才介入市场交易,同时,在交易价格波动中必然发生一部分投资者盈利另一部分投资者亏损的情形,因此,在通常情况下,交易价格的涨跌波动不至于引发系统性金融风险。但如果交易价格持续下跌的幅度超出了一般投资者资产所能承受的限度,金融资产成为有毒资产,使得他们的资产负债表恶化乃至衰退,那么,投资者的亏损转化为不能偿付到期债务,由此,资产—负债的联动机制就将使得投资者的亏损风险向其他经济主体(包括没有进入金融市场交易的主体)扩散。在这种条件下,爆发系统性金融风险的危险性就大大增加了。

其二,系统重要性金融机构资产负债表衰退。在投资者结构中,系统重要性金融机构起着四梁八柱的稳定器作用,是抵御系统性金融风险爆发的一个主要机制。一方面系统性重要金融机构的市场操作对其他投资者有着示范效应,常常是羊群效应的发起者;另一方面,系统性重要金融机构的体量较大,它们投资的向量、规模和结构等对市场走势变化有着至关重要的影响。在交易价格持续大幅下行走势中,如果系统性重要金融机构能够在合意的低位持续买入金融产品,不仅有利于抑制交易价格下行的趋势,而且可能逆转市场走势并获得满意的投资收益。但如果在交易价格持续下行过程中,系统性重要金融机构的投资损失超过了资产负债表所能承受的程度(即资产负债表出现了严重恶化乃至衰退),有毒资产大规模形成,为了避免更加严重的损失,它们就可能大量抛售金融资产,那么,市场行情的加剧下跌一旦失去了作为稳定器的系统性重要金融机构反向对冲,不仅资产—负债的联动机制将加速运转,而且系统性金融风险转化为金融震荡乃至金融危机的现实必然性将大大提高。

其三,资产—负债联动机制传递中的持续扩散效应。在系统性重要金融机构失去稳定器功能的背景下,如果央行等宏观调控部门继续维持流动性思维,则资产—负债联动机制传递中的扩散效应将借助金融脆弱性和加速发挥作用,那么,系统性金融风险转化为金融危机就将成为现实。反之,如果央行等宏观调控部门能够急速出手,买入有毒资产,切断资产—负债联动机制的在各经济主体间的传递,同时,有效支持系统性金融机构的资产负债表修复,则系统性金融风险转化为金融危机的几率将大大降低。

综上所述,经济金融运行中系统性金融风险的形成已不再局限于作为宏观调控因素的函数范畴。在资产—负债联动机制已将各个经济主体(甚至一国或地区之外)的权益链接为一张庞大的网络系统的条件下,金融市场的价格持续大幅下跌,将使微观主体的金融投资操作中的脆弱性凸显和资产负债表衰退,投资者争先恐后抛售的直接结果是,系统性金融风险转化为金融动荡乃至金融危机。