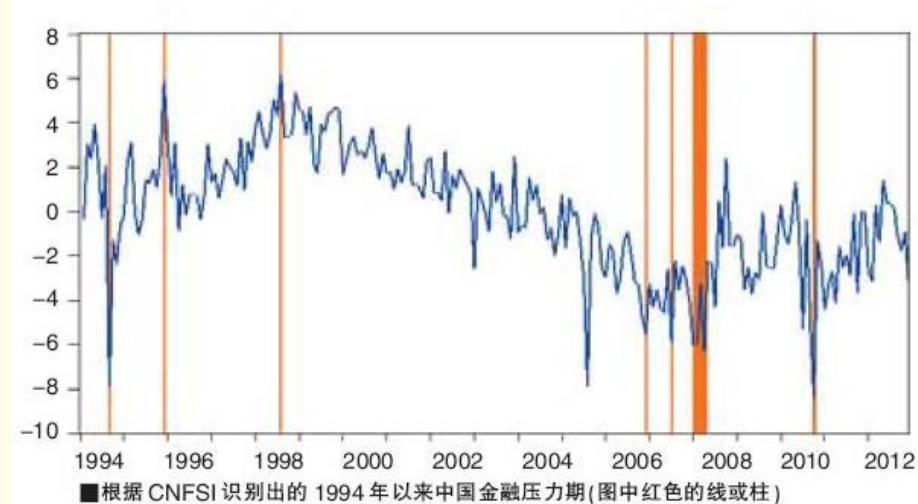
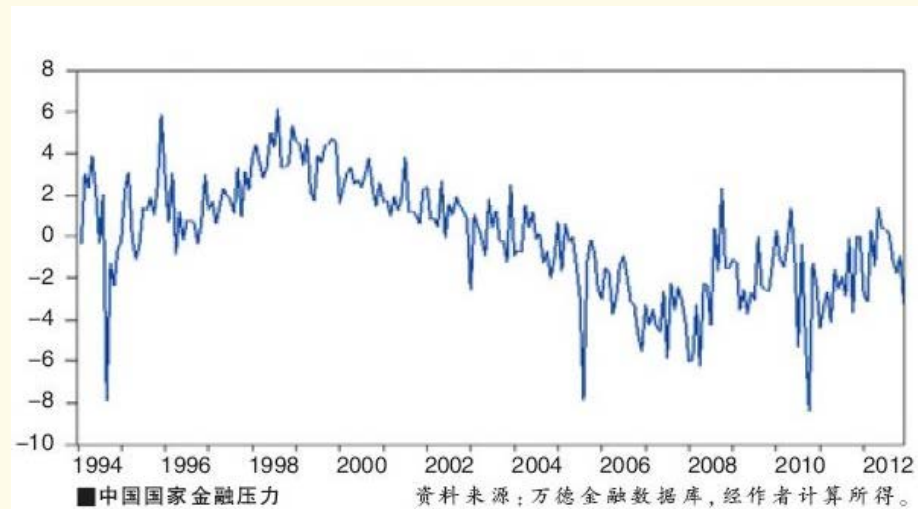


构建中国金融压力指数

2014年07月23日 08:03 来源:《中国社会科学报》2014年7月23日第624期 作者:孙立新 访问量:109

利用中国金融压力指数与其长期趋势的偏离程度,识别出中国金融市场的系统性压力期,可以对中国金融体系的不稳定做出预警,提请政策制定者注意金融体系可能面临的系统性金融风险。



2008年爆发的国际金融危机,重新唤起了经济学界和政策监管者对金融市场系统性风险的关注和研究。虽然目前尚未有关于系统性风险定义的共识,但是经济学家和政策制定者都认识到了识别和测量系统性风险的重要意义——一项攸关后金融危机时代金融稳定和宏观审慎监管的关键性工作。

系统性风险损害经济增长和社会福利

所谓系统性风险，根据Bandt 和 Hartmann给出的定义，是指“一个系统性事件严重影响了绝大多数的金融机构和市场，因而损害了金融体系的良好运作功能”。欧洲央行将产生金融不稳定的系统性风险定义为：能够“广泛地影响金融系统的功能，以至于使经济增长和社会福利都受到实质性损害”的风险。

构建连续的金融压力指数，是测量和监测金融系统整体风险的一个重要方法。金融压力指数可用来表示金融不稳定的严重程度，识别系统性金融风险期，因而预警金融危机爆发的可能性。正如最早为加拿大建立金融压力指数的Illing 和 Liu所指出的，金融压力指数能够描述整个金融系统的条件，提供一个金融体系压力状况的缩影，而且能及时更新，又具有前瞻性，对于测量和评估一个金融系统是否稳健和稳定非常有用。

在过去的几十年中，中国虽然并未发生全局性的金融危机，却经历了金融不稳定的若干波动。例如20世纪90年代，中国银行业居高不下的不良贷款率，不仅影响了金融系统的稳健，也妨害了中国宏观经济的健康发展。此外，中国金融体系的稳定性也受到来自国际金融市场波动的重要影响。因此，研究建构中国国家和区域的金融压力指数，测量和监测中国金融系统的稳定性，并提供早期预警信号，以预防和阻止可能的金融崩溃，这对于中国宏观经济的政策制定和稳健监管都具有重要的意义。

中国金融压力指数

中国国家金融压力指数（CNFSI）包含来自中国银行业（银行间市场）、证券（股票）市场、外汇交易市场和债券市场的八个指标，即银行风险利差、不良贷款率和银行的贷存比（银行业—银行间市场）、上海股票市场综合指数（股票市场）、汇率和外汇储备（外汇交易市场），以及债券风险利差与主权风险利率差（债券市场）。

中国金融压力指数的第一个分指数，为中国银行业系统压力指数。该指数通过三个指标来反映银行业的系统性压力，包括风险利差、不良贷款率和总贷存比。银行业的风险利差是风险利率和无风险利率之间的差值，反映银行间的流动性约束和对违约风险的预期，通过中国银行间市场3个月拆借利率和3个月政府债券利率的差值来计算。国有商业银行的不良贷款率，反映整个中国银行系统面临的压力；而贷存比率则测量中国银行业面临的信贷约束和违约风险。利用上述指标和等方差加权法，构造出的中国银行业的系统压力指数（BankFSI）显示，中国银行业的系统压力在1999年达到峰值。1999年后，中国银行业压力指数逐渐下降。这是由于此后中国银行业的不良贷款率逐年下降，银行的稳健性得到了明显的改善。

中国金融压力指数的第二个分指数，为中国股票市场系统压力指数（SMFCI）。该指数通过测量上海股市综合指数的波动，反映中国股票市场的系统性压力和风险，利用计量经济学的GARCH（1，1）模型建构。构建出的指数数值表明，中国股票市场的波动性非常明显。

利用人民币有效汇率和中国外汇储备的综合变化率构建的中国外汇交易市场系统压力指数（EMFSI），是中国金融压力指数的第三个分指数，用来测量外汇交易市场的系统性压力。该指数明显反映了中国外汇交易市场的几个波动期：1994年末至1995年，中国政府为扩大出口主动对外汇进行的深度贬值；2005年，中国政府宣布实行浮动汇率制，并推动人民币升值；2008—2009年国际金融危机及后来的欧洲主权债务危机的影响效应。

中国金融压力指数的第四个分指数，为中国债券市场系统压力指数（DMFSI）。它由两个指标构成：一为债券到期收益率差，这是国际经济学界普遍认同的、预测经济衰退非常有用的指标；二为主权债券收益利差，该指标反映国际流动性的压力。中国债券市场系统压力指数显示，中国政府债券市场的系统压力在2009年后增加了，这可以解释为国际金融危机以及欧洲主权债务危机的传染效应所致。

将上述四个分指数通过等方差加权法加总综合，得到中国金融体系的国家金融压力指数（CNFSI）。该指数可用来反映中国主要金融市场的系统性压力状况，并对金融不稳定提供早期预警信号。

利用压力指数识别压力期

利用该金融压力指数与其长期趋势的偏离，可以识别中国的系统性金融压力期。识别结果显示，1994年以来中国经济的几个重要的金融压力期，分别为1994年9月、1995年12月、1998年8月、2007年7月、2008年1—4月和2010年10月。前两个金融危险期，源于当时中国银行业居高不下的不良贷款率和较低的存贷比率，以及当时中国政府为治

理连续高涨的通货膨胀所采取的货币紧缩政策。1998年8月的中国金融体系的系统性压力，来自1997年东南亚金融危机的影响。2007年7月和2008年1—4月的系统性金融风险，反映出国际金融危机对中国金融市场的溢出效应。2010年10月的系统性金融风险警示，既显示国际金融危机和欧债危机的双重冲击，也反映了国内因应对金融危机而实行的大规模信贷扩张性政策的回调，所带来的信贷紧缩压力。

利用中国金融压力指数与其长期趋势的偏离程度，识别出中国金融市场的系统性压力期，或者称之为系统性的金融风险期，可以对中国金融体系的不稳定做出预警，提请政策制定者注意金融体系可能面临的系统性金融风险。基于相关的统计方法，还可以建立中国金融体系系统性风险非参数分级预警系统，根据金融压力的严重程度，发出相应的三类金融压力预警信号：蓝色预警信号、橙色预警信号和红色预警信号。利用这一系统，对甄别出的五个金融系统压力期，在一年的预警窗口内，分别提供4个蓝色和1个橙色预警。这些预警对于政策制定者选择政策反应工具，及时进行宏观审慎管理，具有重要参考意义。

（本文系国家社科基金2012年重点项目“国际金融与中国宏观审慎政策研究”（12AJL010）阶段性成果）

（作者单位：山东大学经济研究院）

责任编辑：张月英