

微观层面系统性金融风险指标的 比较与适用性分析^{*}

——基于中国金融系统的研究

陈湘鹏 周皓 金涛 王正位

2008年国际金融危机对实体经济造成了巨大的负面冲击,引起学术界与政策制定者对系统性金融风险的空前重视。当前,我国宏观杠杆率增速过快、信用风险高企等问题突出,加之美国“加息”“缩表”和“贸易保护主义抬头”等可能形成的外溢效应,我国金融监管部门实施宏观审慎政策以确保不发生系统性风险事件。

国内关于系统性风险指标的文献尚存在以下不足。首先,多位学者应用不同的风险指标测度我国微观机构的系统性金融风险边际贡献值,但尚未有文章综合性评价上述指标在我国金融体系的适用性。比较分析显示,基于MES、 Δ CoVaR和SRISK的系统重要性排序存在很大差异,尤其是在基于MES与SRISK的排序之间。其次,国内文献尚未从负外部性角度回溯检验上述风险指标的有效性。再次,部分国内研究直接套用Acharya等(2012)提出的经验近似关系: $LRMES = 1 - e^{-18 \times MES}$ 来计算各机构的SRISK值,但该经验近似关系的推导是基于美国的金融体系,其

^{*} 原文刊载于《金融研究》2019年第5期。

作者简介:陈湘鹏,经济学博士,清华大学五道口金融学院;周皓,经济学博士,教授,清华大学五道口金融学院;金涛,经济学博士,助理教授,清华大学五道口金融学院,清华大学恒隆房地产研究中心;王正位,经济学博士,助理教授,清华大学五道口金融学院。

对我国金融体系的有效性并未被深入研究。最后,以往学者在确定不同行业金融机构的审慎资本比例时,或统一采用巴塞尔资本协议Ⅱ的资本充足率要求(8%),或采用各机构审慎资本比例的历史均值,而未能仔细考虑我国的金融监管实际。因此,有效评价微观层面系统性金融风险指标对我国金融体系的适用性具有较强的理论价值和现实意义。

考虑到可比性与波动率的非对称性,本文基于 GJR-DCC-GARCH 模型,从以下两个方面分析我国微观层面系统性金融风险指标的特点和适用性:其一,评价上述风险指标对我国金融(房地产)机构的系统重要性认定与排序;其二,回溯检验上述风险指标的有效性。

(1) 系统重要性金融机构的认定。巨大的规模、高杠杆率和互联紧密性是系统性金融风险最重要的因素。因此,我们通过斯皮尔曼等级相关系数分析各风险指标是否包含了互联紧密性、规模和杠杆率等方面的信息。同时,在推定银行业管理部门所认定的系统重要性银行名单的基础上^①,本文进一步比较了上述指标排序结果的可靠性。

(2) 回溯检验风险指标的有效性。从“能否涵盖规模、杠杆率和互联紧密性三方面信息”及“排序结果是否与银行业管理部门认定的系统重要性银行吻合”两个角度进行评价,我们发现 SRISK 对于认定和排序我国系统重要性金融机构最为有效。进一步控制信用利差、期限利差、市场组合收益率、货币供应增速、固定资产投资增速及全社会消费增速等变量,检验上述微观层面系统性金融风险指标对我国实体经济活动(如工业增加值增速、CPI 和 PPI 等)是否具有预测能力,进一步回溯验证上述指标对我国金融体系的有效性。

在微观层面,本文选取了截至 2016 年 9 月 A 股市场上全部 182 家金

^① 监管部门尚未公布系统重要性金融机构名单,但银监会在 2014 年发布的《商业银行全球系统重要性评估指标披露指引》中要求部分银行披露全球系统重要性评估指标。我们可从该指引中推测出管理部门认定的系统重要性银行名单。

融与房地产类上市企业,其中,银行机构21家,证券机构27家,保险机构6家,房地产机构128家。在宏观层面,本文选用了月度的工业增加值增速、CPI和PPI来表征宏观经济运行状况,数据来源于Wind和国泰安数据库,时间跨度为2007年1月至2017年12月。

本文主要结论如下:首先,SRISK更适用于测度我国金融机构对系统性金融风险的边际贡献。只有SRISK综合反映了规模、杠杆率和互联紧密性三个层面的信息。同时,根据SRISK认定与排序的前20家系统重要性金融机构与银行业管理部门认定的系统重要性银行名单十分吻合,而根据其他指标排序的结果与银保监会名单存在较大出入。其次,本文的回溯检验发现,“整体SRISK值”能够有效预测我国宏观经济活动,而“整体MES值”“整体SES值”不具备预测性。最后,若以MES或 Δ CoVaR为评价指标,随着市场尾部风险的加大,监管部门更应该关注市值规模极小、波动率较大、互联紧密性较强的金融机构,这与审慎监管实务存在严重背离。

那么,在本文分析和评价的微观层面系统性风险指标中,哪个指标最适合认定中国的系统重要性金融机构?是否可以回溯检验其有效性?本文试图从以下三个方面回答上述问题:(1)风险指标是否包含机构的规模、杠杆率和互联紧密性等方面的信息;(2)基于指标的排序是否与中国银保监会的系统重要性银行名单相匹配;(3)风险指标是否可以预测宏观经济下行。

本文研究发现,SRISK最适用于评价我国个体金融机构对系统性风险的边际贡献。具体而言:(1)SRISK考虑到了规模、杠杆率和互联紧密性;(2)根据SRISK认定与排序的前20家系统重要性金融机构与银保监会认定的系统重要性银行名单十分吻合,而根据其他指标排序的结果与银保监会名单相比存在较大出入;(3)SRISK指标可以预测宏观经济下行,而其他指标则无法预测。