



# 张明：新发展阶段的金融安全与应对策略



意见领袖 | 张明、潘松李江

当前国际形势错综复杂,我国经济社会发展面临更加严峻的外部环境。完善的金融市场和金融体系是支撑我国经济社会发展的重要基础,维护金融安全和防范系统性金融风险至关重要。在“十四五”征程开启后,有必要深入了解我国金融安全面临的主要挑战,采取有力措施全面防范化解系统性金融风险,在保障金融安全的前提下促进金融高质量发展。



## 一、当前我国系统性金融风险的部门分布

系统性金融风险,是指金融体系整体或部分受到损害,致使金融服务中断,并且对实体经济造成严重负面影响的风险。当前我国的系统性金融风险主要分布在四个方面:非金融企业债务风险、居民部门债务风险、地方政府债务风险以及中小金融机构业务风险,这四方面的风险紧密交织、

错综复杂。

我国非金融企业杠杆率占比超过宏观杠杆率的一半，非金融企业高债务是我国系统性风险最重要的来源之一。过去十多年间，虽然非金融企业杠杆率逐年攀升，但很多民营企业的杠杆率却在逐渐下降，这说明非金融企业部门杠杆率的攀升主要来自国有企业杠杆率的上升。非金融企业债务风险主要体现在地方国企和地方融资平台的债务负担高企以及非金融企业盈利能力减弱这两个方面。非金融企业一旦面临外部冲击，极易出现资金链断裂，并进一步导致债务违约。非金融企业的债务风险一方面会导致商业银行资产负债表恶化，另一方面会因为隐性担保问题而恶化地方政府偿债能力。

在全球金融危机爆发前，我国的居民部门杠杆率远低于发达国家。然而这一指标在全球金融危机后快速上升，现已逼近日本，与美国亦相去不远。从结构上看，消费贷款是居民债务的主要成分，占比接近八成，而消费贷款中又以住房抵押贷款为主。因此，居民债务风险与房地产相关风险紧密交织。一旦房地产风险爆发，居民部门将会出现大面积贷款违约，并且面临巨大的投资损失，从而进一步降低其偿债能力。当居民部门大量违约时，银行资产负债表随之恶化，此外，地方政府土地财政收入也会随之下降，各种风险源最终叠加成金融体系的系统性风险。

政府部门债务分为中央政府债务和地方政府债务，政府部门风险主要体现在地方政府债务风险。分税制改革后，地方政府缺乏直接举债的渠道，

导致地方国企和地方融资平台债务显著增加，并且土地出让金收入成为地方政府最重要的预算外收入来源。从增量来看，地方政府新增债务也远超地方政府收入。此外，由于地方政府的财政收入过于依赖土地出让金，房地产市场的波动也会显著影响地方政府的偿债能力。一旦外生冲击发生，极易诱发地方政府债务风险。地方政府债务风险一方面会对中央政府造成极大的救助负担，另一方面也会恶化与地方国企和地方融资平台相关金融机构的资产负债表。

金融部门的风险主要体现在中小金融机构的业务风险。尽管近期金融部门杠杆率较为平稳，但一旦遭遇重大业务风险冲击，金融风险极易在金融体系中蔓延。相对于大型金融机构，以股份制商业银行和地方性金融机构为主的中小金融机构往往存在更大的业务风险。一旦外生冲击爆发，中小金融机构可能会面临资金链断裂的风险，并由于金融体系的相互关联进一步加剧金融风险的传递。

## 二、当前我国金融安全面临的四重冲击

一是我国经济潜在增速持续下行。2007年以来，我国经济增长率持续下行，其内在原因是经济潜在增速的下行。我国经济潜在增速的下行与人口老龄化以及新旧动能转换密切相关。一方面，随着我国工作年龄人口占比由升转降，储蓄率随之下降，这抬高了企业融资成本，并进一步增加了非金融企业债务风险。另一方面，在新旧动能转换的过程中，内外需不振导致的产能过剩会造成我国企业盈利能力的显著下降，而企业部门特别是

中小企业的融资成本会显著上升。

二是新冠疫情持续多变。新冠肺炎疫情的持续蔓延对经济社会发展的影响是全方位的，并从两方面催生了金融风险。一方面，新冠疫情的持续影响了我国企业，特别是中小企业的生产经营，非金融企业的盈利能力遭受显著的影响。另一方面，新冠疫情的持续导致企业利润的下滑，因此地方政府的财政收入受到了巨大的影响。这对本已承受巨大债务压力的地方政府来说，无疑是雪上加霜，并进一步提升与之相关的金融市场脆弱性。

三是全球地缘政治冲突日益加剧。在全球地缘政治冲突的影响下，国际金融市场上大宗商品持续涨价，恶化了新兴市场国家的国际收支，导致新兴市场国家资本外流和货币贬值。一方面，我国金融市场作为全球金融市场的重要组成部分，在全球地缘政治冲突中也遭遇了巨大冲击，我国金融市场的剧烈波动可能加剧中小金融机构的业务风险，并成为系统性金融风险的重要导火索；另一方面，全球金融市场风险可能会跨境传染，如大宗商品价格快速上涨会给我国带来输入性通货膨胀的风险。

四是美联储可能陡峭地加息与缩表。近日，为了控制新冠疫情以来宽

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_41262](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41262)

