

关于美国财政部金融研究办公室 2019 年度美国金融风险报告的要点综述

根据《多德-弗兰克法案》，美国财政部下设美国金融研究办公室（OFR），自 2012 年起向美国国会提交年度报告，分析美国金融体系风险的严重程度与变化趋势，并向监管部门、市场机构与社会大众披露信息数据及研究结果，为金融市场的风险管理提供决策支持。OFR 研究结果显示，2019 年美国金融风险总体可控，各类风险呈现分化特点，即宏观经济增长不确定性升高、经济减缓征兆显现，非金融企业的债务违约率增大，杠杆与流动性风险总体平稳，但是公募基金流动性收紧、对冲基金杠杆率升高，网络、技术、科技等风险重要性日益凸显。具体情况如下：

一、宏观经济增长不确定性升高，货币政策调整空间趋小

（一）全球经济增速持续下滑，不确定性增大

欧洲经济增速下滑，不确定性增高。欧洲经济表现不佳，德国作为欧盟第一大经济体，严重影响了欧元区经济的表现¹。英

¹欧元区 19 国 2019 年上半年增速为 1.1%。

国经济发展潜力不足，因对脱欧后经济预期不确定增大，当地企业开始囤积原材料及物资，应对可能的境外供应链中断。

中国经济增长放缓，对美国经济产生重要影响。中国经济自2017年以来经济增速持续降低，贸易紧张局势增加了短期经济的不确定性，过高的非金融企业杠杆及过快增长的房地产价格等内部因素将对长期走势产生影响。IMF预测中国经济将会经历较长时间的增长减缓，但是占全球GDP总量的比重仍会上升（见图1），对其他地区的影响力也将不断提升。根据OFR研究，中国GDP每降1%，美国GDP将会减少0.1至0.2%。

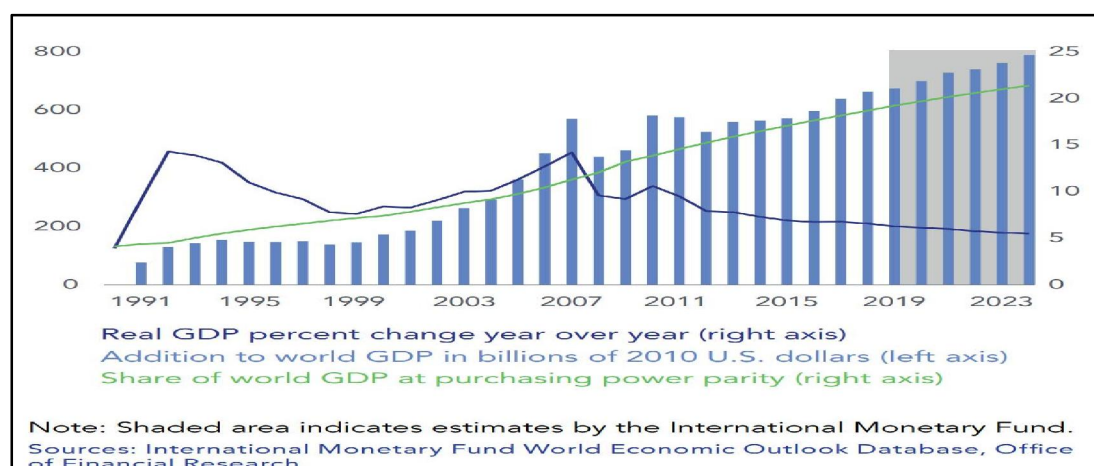


图1 IMF对中国经济占世界GDP比重的预测（单位：左-10亿美元，右-%）

（二）全球货币政策调整空间较小，财政政策有望发挥更多作用

低利率环境下，各国政府货币政策调整空间有限。近年来很多国家（地区）央行采用低利率逆回购、将基准利率降为负利率等方式保持货币市场维持宽松。相比之下，美联储维持利率处于正常水平，目前效果较好，但是后续调整空间依然有限（见图2）。

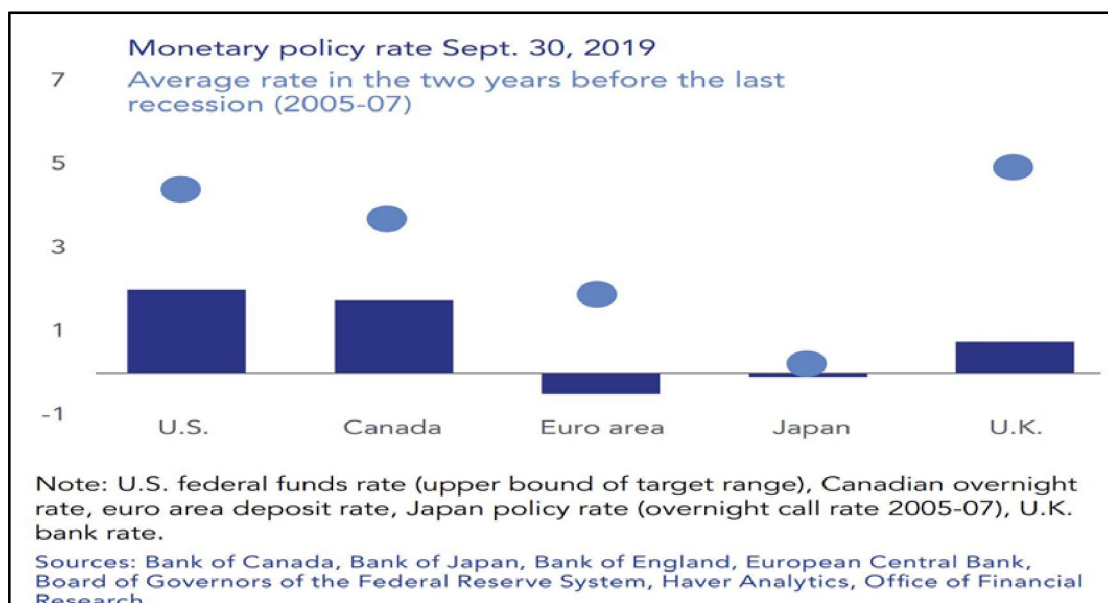


图2 发达国家利率水平对比（单位：%）

高负债情况下，各国财政政策的作用有望加大。由于货币政策调整空间不足，财政政策将在应对经济衰退中发挥更大作用，但很多国家目前政府债务水平较高（见图3），可能限制积极型财政政策的执行。2019年美国国会预算办公室（CBO）预计财政赤字将为GDP的4.4%-4.8%，高于过去五十年的平均值(2.9%)，已经连续6年增长。

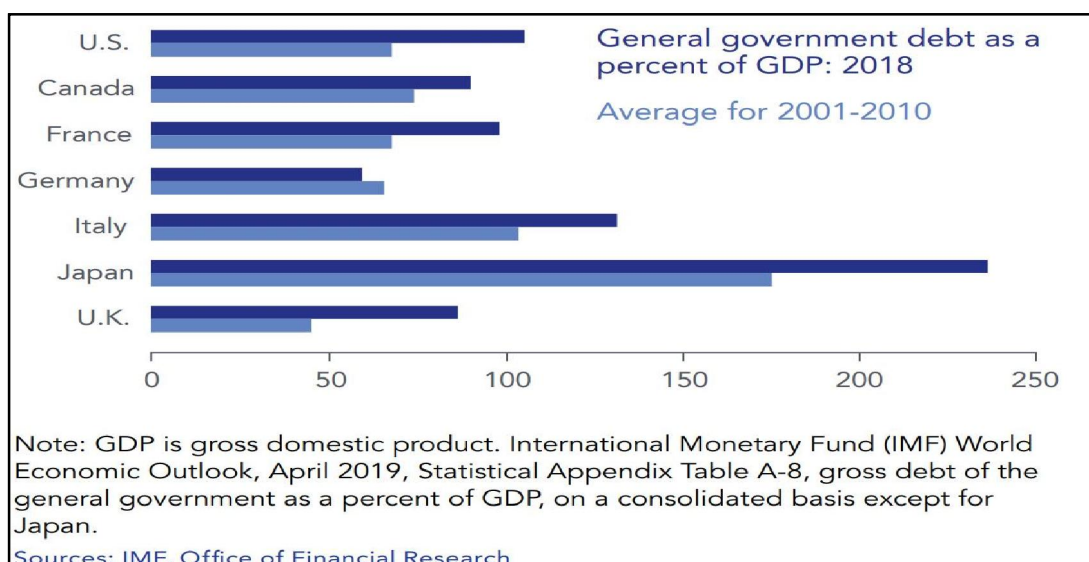


图3 主要发达国家政府负债对比（单位：%GDP）

（三）美国宏观经济整体情况良好，经济减缓征兆显现

美国经济整体运行良好，失业率接近历史最低水平。根据 OFR 数据，美国 2018 年经济增速为 2.9%，2019 年上半年增速为 2.5%，增速位居发达国家首位。同时，美国劳动力市场展现强劲动力，2019 年 1 至 9 月月均新增就业岗位 17 万个，失业率接近历史最低水平，薪酬水平保持稳定上升趋势。

部分关键经济指标下降，经济已现减缓征兆。一些关键性指标显示，美国经济已处于经济繁荣周期的后期阶段。首先，利率敏感行业（如商业设备及地产等）获得的投资持续减少。其次，制造业采购经理人指数（PMI）自 2018 年 8 月达到历史新高后持续下降（见图 4）。

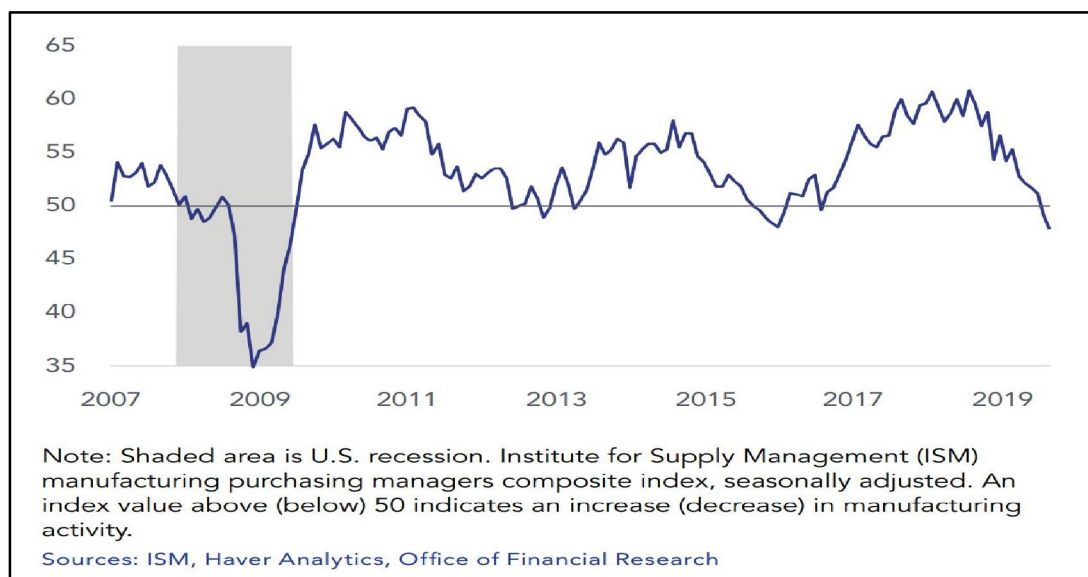


图 4 制造业采购经理人指数变化趋势

国债收益率曲线平坦，长短期利率出现倒挂。2019 年 3 月，出现 10 年期美国国债收益率低于 3 个月美国国债收益率的情况。2019 年 8 月利率倒挂再次出现，最大差值为 51bps（见图 5）。长

期利率的持续降低显示投资者预期长期经济疲软、通货膨胀水平降低。

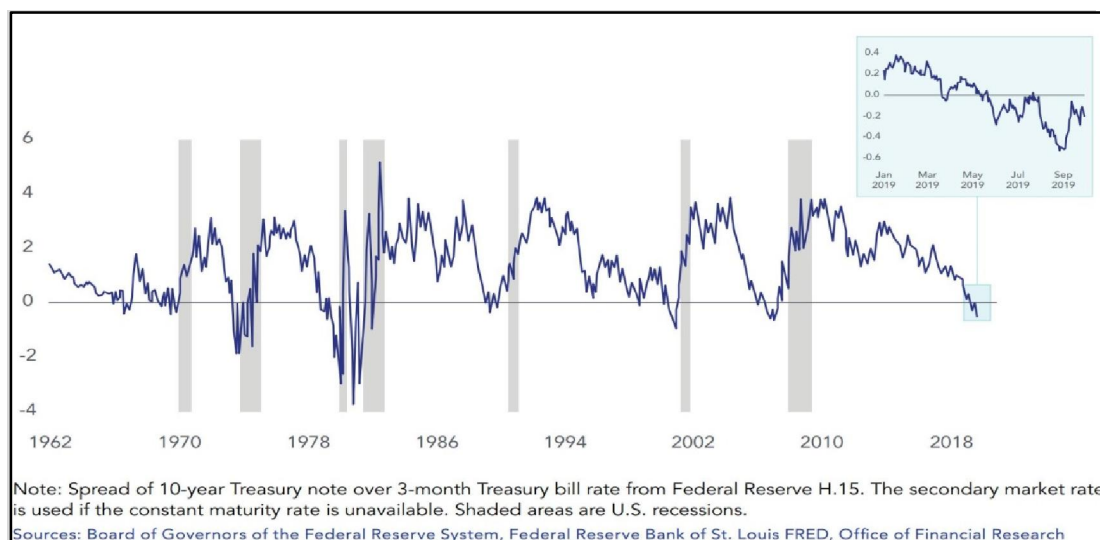


图5 美国10年国债及3个月国债利率利差变动（单位：%）

二、市场风险增大，资产估值升高

（一）美国股票、债券及房地产市场同步走高

受低利率环境与企业收入稳健上升等预期影响，股票市场处于估值高位。2009年至2018年10年牛市后，三大指数中S&P500与DJIA涨幅超过300%，NASDAQ涨幅超过500%。但是，如果投资者对收入增长前景产生担忧，股票价格将可能发生快速下降。2018年末由于美联储官员公开讲话引起市场加息预期，中美贸易摩擦带来对短期经济的担心，以及投资者对企业盈利水平信心的减弱，引发了市场性恐慌情绪（见图6），三大股指全面下跌，S&P500指数跌幅近20%²。

²2019年美股震荡中走高，截止2019年12月30日，三大指数较2018年涨幅均超20%，S&P500及NASDAQ均为2013年以来最大涨幅。

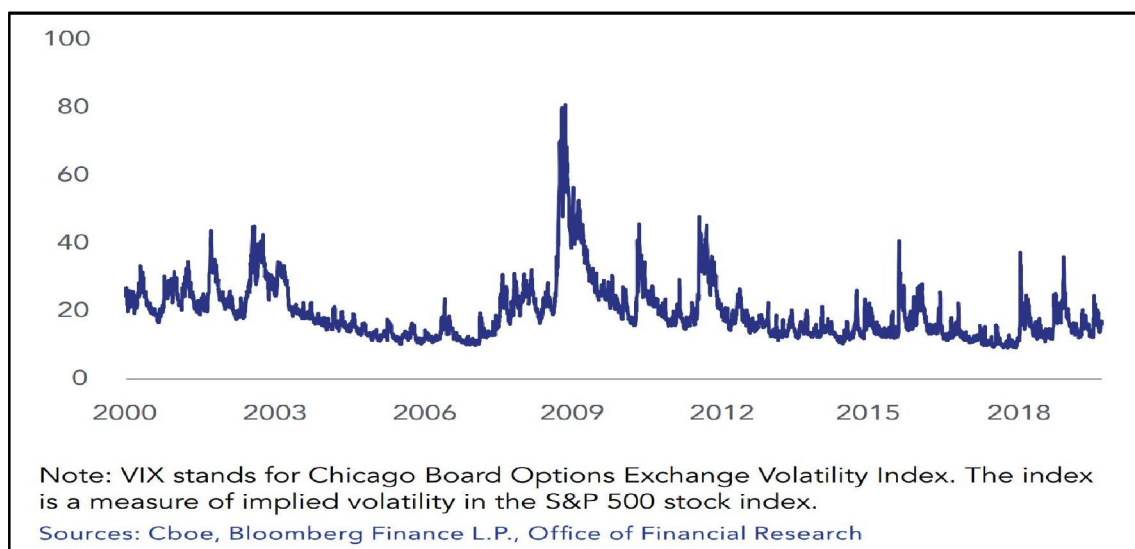


图 6 S&P500 指数波动情况

债券收益率曲线平坦，长期债券估值升高。目前债券整体久期³接近 2018 年初的历史峰值，例如，巴克莱综合债券指数⁴的久期为 5.8 年，已经明显高于 1990 年至 2019 年的平均值(4.8 年)。据此估计，利率上升 1%将会导致巴克莱综合债券指数约 1.4 万亿美元市值的损失。

家庭住房价格偏高，房贷总量稳定。根据标普凯斯席勒房价指数⁵，2019 年 7 月美国 20 个主要地区房价中有 19 个出现上涨，其中 11 个地区房价已超金融危机前的峰值。高房价可以提高抵押物的价值，保护债权人权益，也会鼓励机构超发贷款，但目前尚无明显的房贷增长情况。

(二) 衍生品市场风险得到有效控制

衍生品市场上美国占据领先地位。截至 2018 年底，美国场

³债券价格对利率变化的敏感程度。

⁴ Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Bond Index

⁵ S&P CoreLogic Case-Shiller Index

内衍生品持仓合约数为 4.55 亿张，占有全球近 55%的持仓量；场外衍生品名义本金 176.4 万亿美元，占全球 33%份额。衍生品是在利率、股指、汇率大幅波动背景下产生，在 1980 年至 2008 年间不断快速发展。由于结构化债务产品及其衍生品引发 2008 年金融危机，《多德-弗兰克法案》颁布后，监管部门强化了衍生品风险监管。

强监管下衍生品风险控制有效。具体改革政策包括：一是监管层面，协调美国证券交易委员会（SEC）与美国商品期货委员会（CFTC）完善多头监管，侧重与交叉不同产品分类，杜绝监管真空。二是交易层面，不断完善风险预警与防控，如芝加哥期权交易所（CBOE）建立了 IT 系统监控交易数据，对套利行为采取限制仓位与交易额度等措施。三是中介机构层面，采用禁止投行自营交易、提高资本比率要求以及提升风险资本权重等规定，有效降低了衍生品交易风险。

三、信用风险走势分化，非金融企业的债务违约风险升高

（一）非金融企业的债务违约率增大

非金融企业总体负债率过高。截至 2019 年 6 月末，非金融企业总体负债率超过 45%，达到金融危机后的峰值。当经济下行时，偿还存量债务将更依赖于企业自身经营能力与收入水平。随着杠杆增高及债务规模扩大，整个金融系统的脆弱性也在增高。

中低评级投资类债券⁶占比较高，评级下滑风险较大。根据

⁶标普公司把债券的评价定位四等十二级，其中 AAA、AA、A、BBB 级债券为投资级；BB

美国洲交所美银美林美国非金融指数⁷估算,截至 2019 年 9 月末,4.8 万亿美元投资类债券中,共有 2.8 万亿美元 BBB 级债券,其中 0.795 万亿为 BBB-级,占比约为 28% (见图 7)。当经济形势恶化时,大量 BBB-债券将会降级为垃圾债券,短期内会出现机构抛售情况,进而引发整个金融系统的流动性风险。

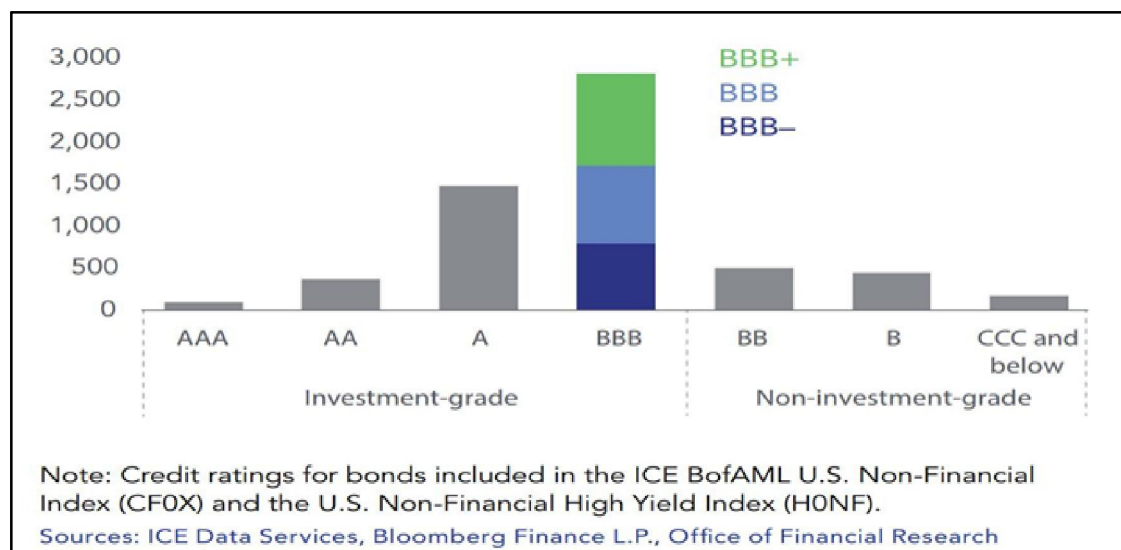


图 7 债券分类评级金额 (单位: 10 亿美元)

垃圾债券与杠杆贷款潜在风险较大。2010 年以来,以垃圾债(又称高息债)为主的投机级债券年均增速为 6%,截至 2019 年 9 月末达到 2.2 万亿美元。同时,据 OFR 估算,杠杆贷款总量约为 2.4 万亿美元⁸(见图 8),购买方主要为 CLOs(贷款担保债券)与非银机构,此类贷款对贷款人保护标准较低,近年来自身信用质量持续下降,且违约回收率也在降低,穆迪预计目前回收率仅为 60%。因此,当市场状况恶化时,垃圾债券和杠杆贷款

级及以下的债券为投机级。

⁷ ICE BofAML U.S. nonfinancial index

⁸ 杠杆贷款也称“高风险贷款”或“高收益贷款”,是针对高负债、低评级企业发放的担保贷款。杠杆贷款总量统计有一定难度,是 OFR 测算数据,数据截止到 2018 年 12 月末。

的违约风险将会大幅暴露。

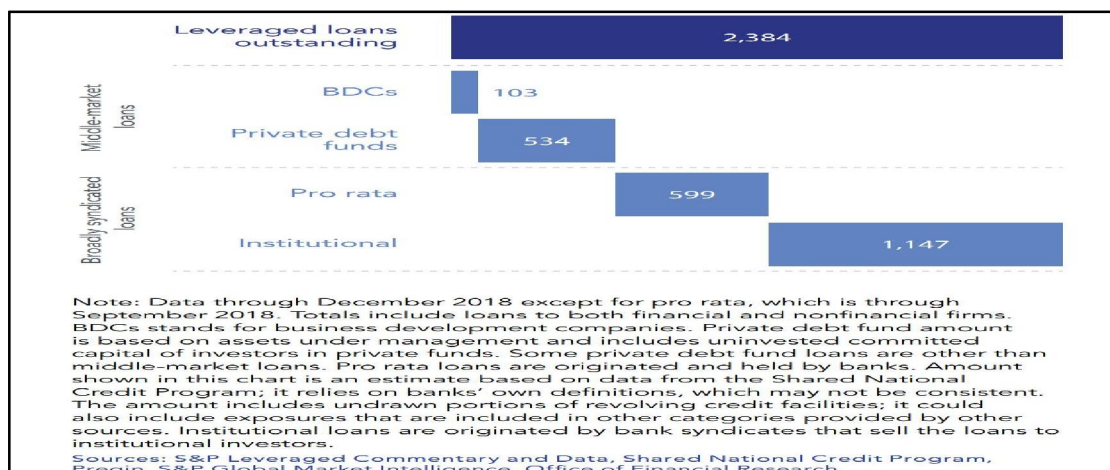


图 8 杠杆贷款分类 (单位: 10 亿美元)

(二) 家庭贷款信用相对较好，负债规模较为稳定

家庭债务杠杆水平稳定。目前美国家庭债务杠杆约为 65% (见图 9)，贷款需求相对减弱。根据居民信用账户调查结果，2019 年上半年贷款征信查询 14 亿次，略高于金融危机后的平均水平，远低于历史同期水平⁹。同时，家庭支付能力有所提升，受益于良好的就业环境等积极因素，家庭债务约占家庭税后收入的 10%，为 1980 年后的最佳水平。

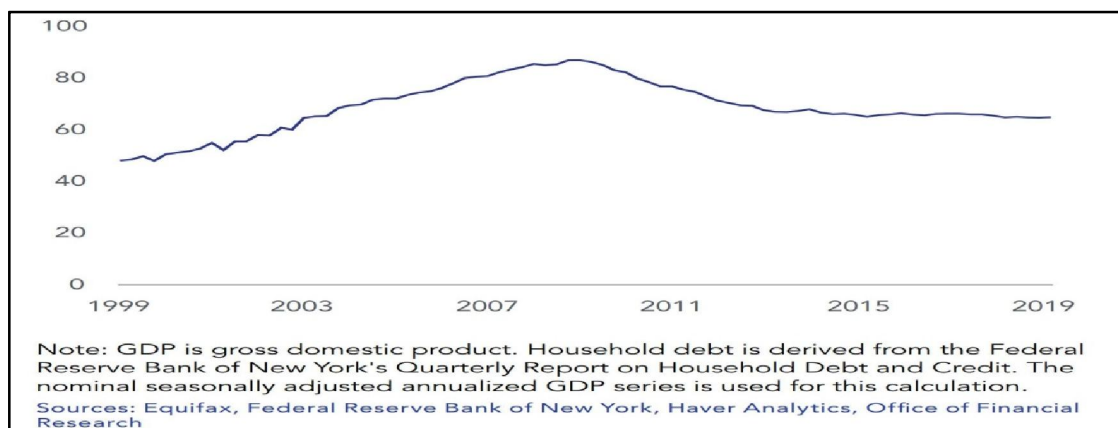


图 9 房贷占 GDP 比例 (单位: %)

⁹ 2001 年 7 月至 2007 年 12 月平均每六个月的征信查询记录为 23 亿次。

房贷违约风险水平较低。房贷占 GDP 比重从 2008 年 12 月的 64% 降至 2019 年 6 月的 44%。贷款质量保持较高水平，借款人的平均信用分数处于“非常好”水平。仅有 3.6% 的高风险借款人获批贷款，而金融危机前这一比例为 15.2%。超过 90 天未归还的贷款，从 2017 年末的 1.5% 下降至 2018 年末的 1.1%。

消费贷款的违约率略高，但总体保持稳定。2018 年末消费贷款约为 4 万亿美元，占 GDP 的 19%，其中学生贷、车贷与信用卡贷款等主要贷款余额均达历史新高。学生贷 190 天逾期未还比率为 11.4%，车贷 90 天逾期未还比率 4.5%，信用卡违约率约 5%，处于历史同期中等偏上水平。

四、偿付与杠杆风险总体稳定，对冲基金杠杆率升高

（一）银行的资本实力总体良好

银行的风险资本比率保持良好，始终高于金融危机时期水平。银行资本包括股本、留存收益以及混合债务工具、次级债务等，资本规模越大，风险化解能力越强。近年来，纳入联邦存款保险机构（FDIC）存款保险范围的银行数量不断增多，其中大部分机构的存款均有所增长。18 家美国大型银行压力测试显示，在美联储设置的极端不利情景下，尽管出现大额亏损，但依然能够维持经营。

（二）保险公司表现比较平稳

2017 年以来，保险公司的风险资本比率（RBC）¹⁰保持平稳，

¹⁰ 保险资本总额除以风险资产（资产风险、承保风险及特定险种风险等）加权之和。

满足监管规定。但是考虑到低利率环境下，为提高收益率，保险公司投资的高风险资产比重不断增大，因此美国监管部门正在研究对保险行业采用更加严格的监管标准，加强风险资产管理。

（三）对冲基金杠杆风险增大

近年来，对冲基金向外部大量借款，降低了自身流动性，增加了风险敞口。截至 2019 年 6 月，对冲基金借款规模已达 3.1 万亿美元（见图 10），杠杆率从 2013 年 3 月的 1.9 倍升至 2019 年 6 月的 2.13 倍，达到历史峰值。高杠杆使得对冲基金的系统性风险增大，目前监管机构尚未得到借款抵押物的实际情况，因此无法衡量对冲基金的实际杠杆风险。

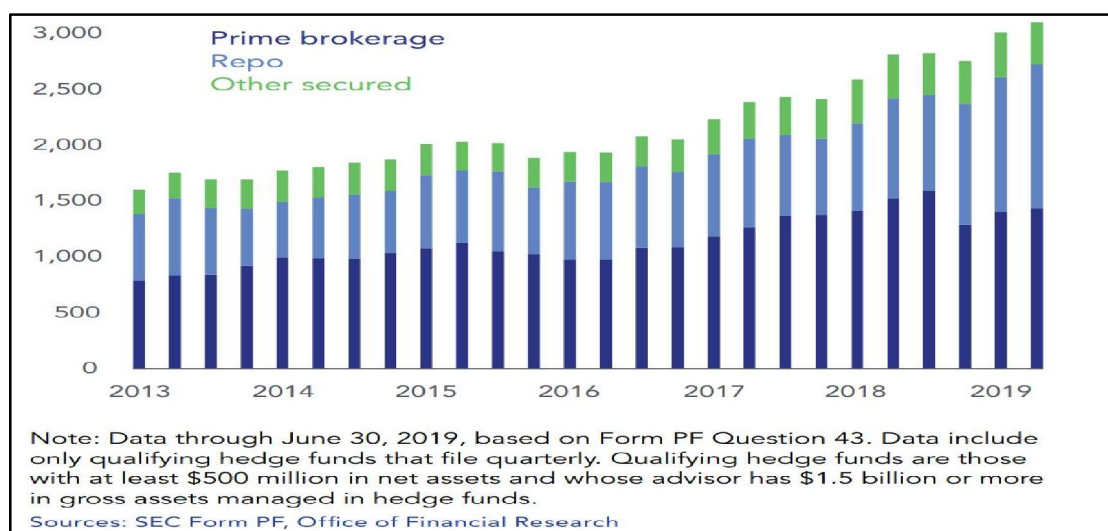


图 10 对冲基金借款规模（单位：10 亿美元）

五、融资及流动性风险总体平稳，公募基金流动性有所收紧

（一）金融市场流动性总体适中

近期资金市场出现了几次短时流动性不足的情况，但总体而言，市场流动性风险适中，两项关键性指标（泰德利差和央票利

差¹¹) 走势总体平稳。同时, 一些因素可能导致债券市场流动性收紧。有观点认为, 技术进步推动交易信息更加透明公开, 导致大宗交易减少, 以避免暴露自身头寸情况。有观点表示, 沃尔克法则限制了金融机构自营固收业务, 影响了债券产品的流动性。OFR 研究显示, 沃尔克法则可能会降低债券市场 20 至 45bps 的流动性。但是, 各个因素的作用强度各方看法不一。

(二) 金融机构流动性有所分化

近年来商业银行与联邦住房贷款银行对于联邦基金、债券回购协议等短期融资工具的使用不断减少(见图 11), 降低了机构之间的短期融资风险, 同时对传统的存款业务依赖度也日益增强。

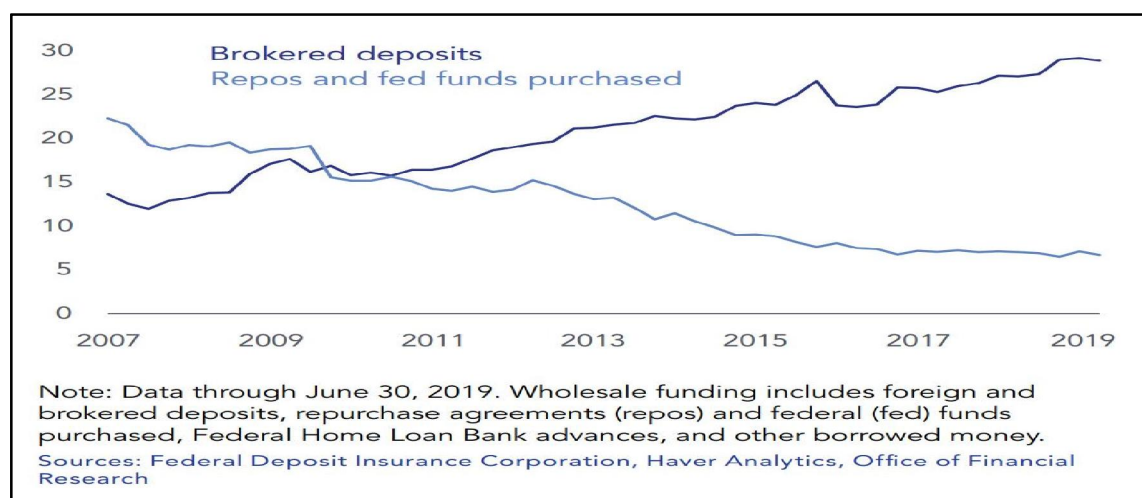


图 11 银行短期融资结构的变化(单位: %)

对于公募基金而言, 目前投资者更青睐于应税债券基金(taxable-bond funds)¹²(见图 12), 相对于几年前占比较高的股票基金, 由于底层资产变为流动性较差的应税债券, 基金的流动

¹¹泰德利差是 3 个月美元伦敦同业拆借利率与 3 个月美国国债利率的差值。央票利差是 3 个月中央银行票据利率与 3 个月美国国债利率的差值。

¹²是利息须征收联邦收入税的市政债券。该债券无税收优势, 发行者必须提供比其他免税市政债券更高的收益率。

性也有所较低，如果基金经理面临赎回压力需要快速出售资产，将会对债券价格产生下行压力。

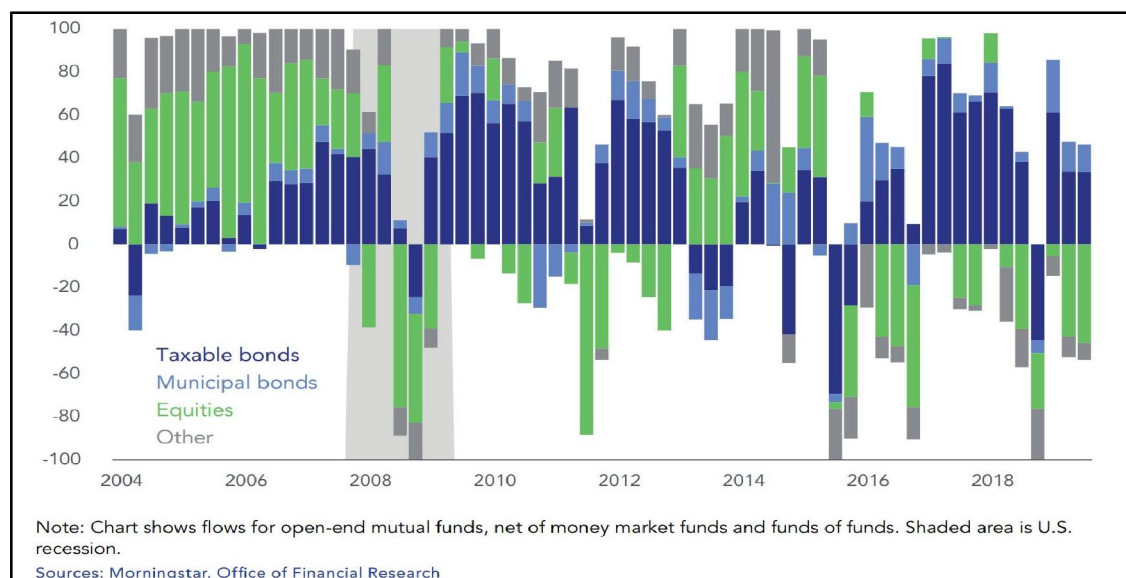


图 12 公募基金资金流入/流出情况（单位：%流入资金）

六、传导性风险总体可控，银行风险的外溢性更强

OFR 传染指数是 OFR 在 2015 年推出的传导性风险测量指标，衡量当一个金融机构发生违约时，风险外溢至其他金融机构造成的损失。经对 8 家美国全球系统重要性银行与 8 家主要保险公司测算，部分银行的指标值较高，与其他金融机构的业务及资金关联性更强。相比之下，保险公司指标值普遍低于银行水平，主要原因：一是无法获取足够信息数据；二是保险公司债权人主要是投保人，而非其他金融机构，因此风险外溢性相对较低。

七、其他风险情况

除上述风险外，OFR 还指出了需要关注的其他问题，包括：网络及数据风险日益明显、英国脱欧可能引发系列操作风险、市场基准利率改革可能带来交易风险、自然灾害可能对金融稳定构

成风险、数据货币带来科技风险等。

八、相关建议

结合 OFR 对美国金融市场的风险分析情况，本文对于防范化解我国资本市场风险提出以下建议：

（一）进一步强化防范非金融民企的高杠杆风险

相较于美国，我国非金融企业部门杠杆率问题更加严重。根据社科院统计数据，中国非金融部门杠杆率 2019 年第 4 季度为 151.3%，远超世界其他主要经济体水平（发达国家低于 100%，新兴国家低于 50%）。从结构上看，我国国有企业负债率已经降低，但民营企业负债率仍在增长，反映出经济下行时期民营企业融资渠道减少与成本上升等问题。因此，建议监管部门：一是研究推动完善债务重组等制度安排，鼓励企业采用 ABS 盘活存量资产等措施，缓解民企普遍债务负担重、运营压力大等问题。二是协调有关部门督促银行完善内部绩效考核机制和尽职免责机制，从贷款规模与优惠利率两方面加大对规模以上民企的信贷支持力度。三是协调地方政府加大纾困力度，扩大覆盖面，并降低资金成本。同时，加快推进清理拖欠民营企业账款专项行动。

（二）进一步强化基金行业的流动性风险防控

从美国经验看，相比于银行与保险公司，近年来公募基金、对冲基金等的流动性风险更受关注。目前我国对冲基金规模有限，但是公募基金规模不断增长，在经济下行压力加

大、股债市波动增大形势下，流动性风险有所升高，近年来已发生多起货币基金集中赎回突发事件。因此，建议监管部门督促基金公司：一是强化负债端的稳定性管理。对客户资金转入与转出严格监控，实现对每日申购、赎回等数据的实时动态监控，及时进行基于大数据的风险预测管理。二是优化资产端配置。通过严控基金投资品种期限、增加资产组合流动性、缩短平均剩余期限、设置投资门槛等方式确保足额流动性“安全垫”。

（三）进一步提升信息科技的风险管理水平

当前全球信息化与数据化趋势下，网络、数据、科技与外包等风险日益凸显。因此，建议监管机构：一是设立监管标准与发展路径，推动整个金融系统信息化建设，积累高质量数据样本。二是注重数据安全与隐私保护，与主要云计算、大数据厂商合作，形成统一的服务规范与数据安全要求。三是借鉴“监管沙盒”理念，对金融创新业务主动管理与测试，提升其应用的可行性与稳定性。

（中国证券投资者保护基金公司证券公司风险监测部）

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与中国证券投资者保护基金有限责任公司无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归中国证券投资者保护基金有限责任公司所有，未获得我公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中国证券投资者保护基金有限责任公司”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。