

IOSCO 关于 2020 年全球资本市场风险展望 的要点综述

一、2020 年全球宏观经济增长持续放缓，债务规模持续升高

全球宏观经济增长持续放缓，经济下行风险增大。IMF 预测 2020 年全球经济增速维持 2019 年的 3.3% 水平，自 2017 年以来增速逐年下降¹，其中发达地区维持原有的缓慢增速，新兴市场面临较大的增速下滑。随着全球贸易链日益复杂，区域性政治经济形势变化将给全球经济造成更加深刻的影响，特别是中东局势、英国脱欧、中美贸易摩擦等不确定性事件易进一步增大经济下行风险。

利率长期低位运行，债务规模持续升高。经济增速放缓预期导致各国（地区）央行维持现有的货币宽松政策，利率长期维持低位水平，进一步推高了政府、企业、个人在内的市场主体债务水平。据国际金融协会统计，目前全球债务水平已升至近十年峰值，2019 年三季度末已达到 253 万亿美元，与 GDP 的比例达到 322%，特别是新兴地区债务水平增长最为明显，占 GDP 的比率首次超过了 50%。据国际金融协会估计，2020 年债务增速还会

¹ 2017 年增速为 4%、2018 年增速为 3.6%。

加快，一季度末债务规模可能超过 257 万亿美元。持续升高的债务规模将增大经济下行时期全球金融市场面临的信用风险及流动性风险。

二、2020 年全球资本市场需要关注债务违约、违约行为复杂性、新兴市场脆弱性、财务报告缺陷、信息技术挑战等风险

（一）债券产品质量下降、杠杆贷款及结构化产品规模上升、投资者结构多元化等因素增大债务违约风险

债券产品质量持续下降。近年来债券产品的平均评级总体趋降，低评级债券的占比不断增高。根据 S&P 统计，2000 年至今已发行的公司债券平均评级从 A 降至 BBB，其中 BBB 级债券的占比从 2000 年的 30% 升至目前的 50% 左右。与此同时，为了提高收益率，公募基金等机构投资者也在增持低评级债券，提高其在投资组合中的占比，其中 BBB 级债券的占比从 2010 年的 20% 提高至目前的 45% 左右。

杠杆贷款及结构化产品规模不断增加。近年来杠杆贷款规模快速增长，且限制性条款标准不断降低。据英国央行统计，2008 年金融危机以来，2019 年 7 月全球杠杆贷款总计为 3.2 万亿美元，其中低限制条款贷款（如无抵押担保贷款）份额迅速增长，占一级市场融资的比例从不足 20% 升至 80%。与此同时，以杠杆贷款为主要投资标的的贷款担保债券（CLOs）也在快速增长，目前大约四分之一的杠杆贷款以 CLOs 形式持有，由于较为复杂的产品结构、冗杂的合同文本，底层资产实际状况难以穿透核实，此

类结构化产品的信用风险难以准确计量，因此具有更大的风险传导外溢效应。

投资者结构日趋多元化。近年来非银机构以及个人投资者对杠杆贷款及结构化产品的投资开始明显增多。在杠杆贷款上，非银机构与商业银行分别持有约 50% 的市场份额；在贷款担保债券（CLOs）上，非银机构的持有比例持续增加，目前约占三分之二的市场份额。与此同时，个人投资者通过购买 ETF 等方式，持续增持杠杆贷款及结构化产品。根据美国投资协会统计，2008 年前 ETF 投资于杠杆贷款的规模不足 200 亿美元，近年来已增至约 2500 亿美元，其中 90% 以上的市场份额由个人持有²。相比于商业银行，非银机构与个人投资者的风险承担能力较弱，易受到债券违约风险影响。

（二）资本市场违法行为增多，金融产品监管存在不足，表外业务风险上升

市场违法行为不断增多。目前新技术的应用降低了数据产品获取的难度，减少了监管套利的成本，部分机构与个人利用监管执法真空或者不同监管体系差异，采用改变产品模式、转换注册地（如设立 SPV、VIE 壳公司等）等方式，规避监管以非法获利。

金融产品监管有待加强。近年来金融产品违规销售数量增多，严重损害个人投资者合法权益，受到广泛关注。近期欧盟出台了金融产品监管相关条例，要求金融产品从研发到售后都要遵

²采自美国投资协会《2018 年度美国投资公司发展报告》。

守客户利益至上的原则，加强对金融产品的全周期监管。

表外业务风险需持续关注。在资管业务领域，对于资金管理人通过关联交易制造虚假交易，非法获利的情况需要关注。在大宗商品领域，非金融企业的参与、产品类型的多样性以及交易方式的多变性使得有效的市场监管制度供给不足，且部分投资者通过设计复杂的产品结构或交易模式，规避监管审查，增大了监管工作难度。在衍生品领域，2008 年金融危机后监管部门加强信用违约互换（CDS）等场外衍生品管理，在抑制 CDS 用于投机套利行为的同时，也一定程度上影响 CDS 作为风险对冲工具的使用，导致企业信用风险敞口增大。

（三）新兴市场因法律制度与基础设施等不完善，易受到国际经济波动与网络攻击威胁等影响

新兴市场受贸易紧张局势、经济放缓等因素影响，资本市场的交易规模及活跃度不断下滑。目前新兴地区资本市场交易活跃度呈现下降趋势，特别是 IPO 项目数量明显减少。对比 2018 年 Q4 与 2019 年 Q1 数据，受新兴地区影响，全球 IPO 项目数量下降了 45%。IPO 是创新性企业实现可持续发展的重要融资渠道，因此 IPO 持续低迷将会影响经济长期健康发展。

新兴市场基础设施建设不足，网络攻击风险上升。金融市场一直是新技术率先应用的行业，AI 与机器学习促进了交易速度与组合管理的能力。但是，目前新兴地区在信息安全的基础设施及人才储备上普遍存在不足，易成为网络攻击的目标，进而产生

重大经济损失。

（四）现行财务报告在信息披露、估值定价等标准上有待完善，在实际运用中存在国别差异、商誉高估等问题

信息披露不充分，不能全面反映各项经营活动对企业经营造成的影响。近年来企业业务模式与经营结构日益复杂，在分析预测企业的风险、盈利等经营状况时往往需要依赖于更多的表外信息与数据。但是，目前现有财务报告对表外业务的披露要求有限，无法满足上述分析预测要求。

估值方法缺乏统一标准，资产定价可能偏离实际价值。资产定价的会计政策、估值方法缺乏统一标准，在关键假设条件上解释性不强、披露性不高，导致资产账面价格往往与实际执行价格相差较大。

具体条款使用中存在国别差异，影响财务报告可比性。不同国家（地区）对财务报告的信息披露、政策解释、审计要求等存在较大差异，导致数据信息的可比性与可信度下降，影响到对于跨国企业的风险评估与投资分析。

商誉价值存在高估问题，影响财务报告可靠性。近年来上市公司商誉的账面价值快速增长，S&P500 公司的商誉价值 2008 年至 2018 年增幅为 100%，达到 3.2 万亿美元，占其总资产的 9.18%，存在一定程度上的高估问题。商誉高估导致公司资产虚增，造成债务负担低估，实际负债率高于账面负债率，掩盖了公司存在的经营风险。一旦业绩不达预期，可能出现大量计提减值，

造成公司股价出现剧烈波动。

（五）信息技术与新兴媒介发展产生新的风险，金融数据监管面临挑战，监管执法难度增大

新的媒介及技术增大违规行为危害程度，增加监管执法难度。近年来，不法分子频繁利用新的媒介及工具非法牟利，例如，通过社交媒体散播虚假信息，操纵市场谋取非法利益；通过在线金融平台从事非法集资活动等。各类违法行为花样翻新、技术先进、传播迅速，甚至传导外溢至多个国家（地区）资本市场，加上线上媒介及平台存在溯源难、取证难等问题，从而导致监管执法过程中面临诸多困难。

金融机构对市场数据需求不断上升，数据产品的定价与管理带来新的监管挑战。随着市场竞争不断激烈与监管要求持续提升，金融机构对数据的需求日益强烈。交易所作为市场数据核心的生产者，对于交易数据的定价、产品服务的管理、数据安全的监管等工作面临更多难题。

金融机构业务外包趋势明显，存在较大风险隐患。目前不少大型外包商集中管理多家金融机构业务，呈现出一定的行业垄断性趋势，加上一些外包商与客户处于不同监管辖区，因此潜在的操作风险与业务集中度风险需要加以关注。

三、其他风险问题

除上述五类重点风险外，IOSCO 也提出了 2020 年风险监管工作中需要关注的其他问题，包括：数字加密货币（如 Libra 货

币)产生的风险及防范措施、G20 国家场外衍生品交易制度的改进与完善、现行各国(地区)基准利率与银行间拆借利率定价机制的缺陷与改革、人口老龄化导致消费减少、“千禧一代”消费不及预期、回购业务及资产证券化业务带来的流动性风险、中央交易对手方(CCP)风险管理等问题。

四、相关建议

结合 IOSCO 上述风险分析研判,对于我国资本市场风险防范,本文提出几点建议:

(一) 加强债券风险防控,降低企业债务杠杆

目前我国总体杠杆率(债务占 GDP 比重)约为 300%,高于其他新兴地区,接近发达国家³。2020 年国家层面将结合经济发展需求,以结构化微观调控实现“稳杠杆”与防控风险。在此形势下,建议有关部门:一是加强债务风险监测。完善偿债能力指标库,关注发行人经营状况变化,对存在违约风险的债券,加强风险监测,按照“早发现、早纠正、早处置”原则,避免“个体性风险”发展成“系统性风险”;二是支持高负债的企业优化融资结构。引导高杠杆运行的企业通过 IPO、增发、配股等方式增加股权融资,减少债权融资,降低资产负债率,有序减少短期偿债风险;三是加强与地方政府的协作。强化监管资源和信息共享,对出现债务风险且贷款规模较大、涉及机构较多的企业及时纳入地方政府风险台账,由地方政府协调相关方面综合施策化解风险。

³据国际金融协会统计,其他新兴地区总体杠杆水平为 200%左右。

（二）强化财务报告信息披露，加强上市公司监管

财务报告是优化资源配置的重要手段，是提高财务透明度、维护资本市场秩序的重要保障与抓手。因此，建议有关部门：一是督促上市公司在现有财务报告框架的基础上，结合业务及市场情况深入解读重点财务数据变化，充分披露核心业务模式、行业竞争情况等关键信息，真实全面地反映企业经营状况；二是压实上市公司主要股东、实际控制人、董监高的监督约束问责机制，特别是强化独立董事与监事会制度，使其能够独立审慎履职，敢于对财务报告披露过程、结果等发表不同意见，监督董事会、经理层在财务报告对外披露上作到客观公允。

（三）加强技术风险管理，提高科技监管水平

新兴科技手段在提升监管智能化、科技化水平的同时，也在技术可靠性、信息安全性、算法合理性等方面带来新的挑战，因此，应强化金融科技发展的顶层设计与制度建设。建议有关部门：一是强化科技监管手段，综合运用电子预警、统计分析、数据挖掘等大数据技术，对市场主体实时监控、历史回溯与全景分析，及时识别潜在风险，提升违法违规线索的发现能力；二是加强技术风险管理。新的技术风险具有隐秘性强、不确定性大、传染性强等特点，因此对于国际前沿的信息技术，可采用“监管沙盒”理念，通过试点方式，选择部分机构先行先试，待成熟后再推广使用。

（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。