

中国金融系统性风险：规模测定与特征演变（附录）

外审意见

意见 1：应对表 1 中选择的指标合理性进行说明，即为什么要选择这些指标？所选择的指标从哪个（些）方面、通过何种机制测度了系统性风险的程度和演变。

意见 2：货币市场选择 Shibor 作为衡量指标值得商榷。全球金融危机之后，各方发现 Libor 作为市场基准利率存在较大问题，其参考意义和重要性逐渐下降，并逐渐退出历史舞台。我国 Shibor 虽然继续作为一种市场基准利率，但其参考意义有多大需要考虑。

意见 3：发生系统性金融风险的一个很重要的方面就是金融市场信心突然消失殆尽，金融市场参与方彼此不信任，而且金融市场参与者的情绪（如美国的 VIX）是连接各个子市场的更好指标，从这个角度看，需要找到或构建市场情绪指标，这个指标也更有意义。

意见 4：从政策角度看，研究要有一定预测和指导意义，虽然不求完全准确，但要结合我国金融市场的现状以及未来趋势，说明需要更关注哪些指标或哪些子市场的变化。

作者回复

非常感谢评审专家为本文提出的宝贵意见和建议，我们在认真学习思考后对文章内容进行了逐一修改完善，现具体回复如下：

意见 1 修改说明：

感谢审稿专家提出的意见。本文针对表 1 中所选取的各金融子市场指标的合理性进行了补充说明，并加以阐述所选取的这些指标是如何影响到系统性风险的，详见文章第三部分“金融系统性风险测度”（P4），已用红色字体标出。

意见 2 修改说明：

感谢审稿专家提出的意见。文中货币市场选取一周和一年期 SHIBOR 期限利差作为风险衡量指标，主要借此反映长短期资金拆借利差，危机越严重，持有短期容易变现资产的愿望越强烈，则利差越大，从而反映市场风险大小。从该角度出发，因此本文选取目前国内应用较广泛的 SHIBOR 期限利差来衡量。

意见 3 修改说明：

感谢审稿专家从市场情绪角度提出建议。关于构建市场情绪指标，较科学的方式是采用主成分分析法（PCA）测度市场参与者情绪综合指数，其中也涉及资产价格波动率以及市场流动性等因素，即与本文指标变量结合网络模型法极为相似，正如文中提及的“股票市场波动剧烈引起市场恐慌性抛售”、“利差波动会影响投资者持有长短期资产意愿”等等，文中选取的子市场风险指标在一定程度上也会涉及影响投资者情绪，若将投资者情绪单独测算后再引入构建系统性风险指标，可能存在重复测算偏误。

意见 4 修改说明：

感谢审稿专家关于政策角度的建议。在政策建议部分，本文结合各金融子市场风险演变特征情况以及我国金融高质量发展目标，指出在目前国内房地产市场持续低迷以及人民币汇率承压背景下，应着重关注我国房地产市场和外汇市场风险情况，详见第五部分结论及建议（P8），已用红色字体标出。