

# 研究报告

(2019年 第16期 总第76期)

清华大学国家金融研究院

2019年11月11日

---

## 2019年度中国系统性金融风险报告

——防范中小银行处置风险

货币政策与金融稳定研究中心

周皓，沙楠，赵靖

### 摘要

本报告借鉴国际学术界对系统性金融风险的研究成果，结合已公开的数据，从宏观和微观两个层面实证度量了我国的系统性金融风险水平。研究发现：（1）宏观层面上，系统性金融风险呈收敛趋势，贸易摩擦对系统性风险的影响也逐渐趋弱；（2）微观层面上，银行业金融机构的系统性金融风险的边际贡献仍是最大。受包商银行、锦州银行和恒丰银行等事件驱动的影响，上半年触及短周期高点。城商行金融风险覆盖能力仍然偏弱，在四种银行类型中处于最低位。因此，中国系统性金融风险虽总体呈收敛趋势，但内部结构呈分化特征。当前应重点关注城商行和农商行面临的潜在风险，一



是中小银行的处置风险，二是中小银行公司治理缺陷产生的风险。尤其在同业刚兑打破后，监管部门应切实防范风险在银行体系内的蔓延。

鉴于风险指标对实体经济和金融市场具有一定的前瞻性，本报告认为中国经济的韧性较强，在未来一段时间发生系统性金融风险的概率较低。这不仅表明财政、货币和金融政策有很大的操作空间，而且商业银行特别是大型商业银行仍可以大有作为。在经济由高速增长转向高质量发展的过程中，统筹处理好促改革与保增长的关系。保持政策定力，积极应对转型压力。具体而言，房地产市场调控政策需保持定力同时兼顾因城施策、降成本政策需保持定力同时兼顾市场定价、金融监管政策需保持定力同时兼顾处置风险。随着改革进入了攻坚区和深水区，短期内改革举措会对经济增长带来调整的阵痛，但应坚持经济高质量发展方向不动摇，维护政策预期的稳定，在新旧增长动能切换中，切实防范系统性金融风险。



## 1. 背景介绍

2019 年前三季度实际 GDP 增长 6.2%，仍处于合理区间，就业形势也保持总体平稳。生产端看，前三季度工业经济总体呈平稳运行态势，规模以上工业增加值同比增长 5.6%。需求端看，广义财政支出、房地产开发投资和消费同比增速稳定，力保经济实现了稳增长。此外，基础设施投资增速稳步回升，制造业投资虽增速放缓，但仍不乏亮点。其中高技术制造业投资同比增长 12.6%，制造业技术改造投资增长 8.9%。统计数据印证了中国经济不仅具有较强的韧性，而且高质量发展保持良好态势。如何在高速发展转向高质量发展中保持政策定力，如何在对外经贸摩擦的负面影响中有效防控风险依然是我们面对的首要挑战。本报告引入金融巨灾风险指标（CATFIN）、系统性预期损失值（SES）、条件在险价值（ $\Delta$  CoVaR）以及系统性风险指标（SRISK），结合已公开的宏观经济数据，度量我国系统性金融风险水平，旨在识别经济转型过程中潜在的高风险点，并为后续经济金融政策提供科学的参考依据。



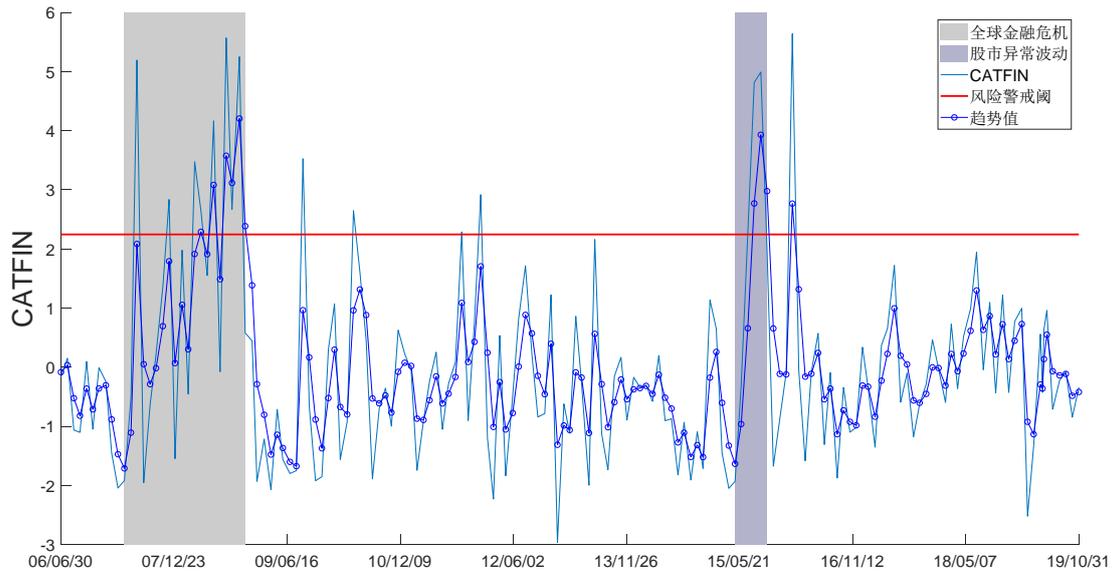
## 2. 宏观层面：严监管已见成效，贸易摩擦影响趋弱

### A. 严监管已见成效，巨灾风险指标波动减缓

长周期看（2006/06-2019/10）（图 1<sup>①</sup>），中国金融体系的巨灾风险指标（CATFIN）受监管政策和贸易摩擦影响虽有所反复，但近几年一直未触及长周期风险警戒阈，且指标波动明显减缓。依据高频数据计算出的巨灾风险指标波动率表明，2015 年波动率达到 2.35 的局部峰值，随后逐渐下降，并在 2017 年降至局部低点。虽然 2018 年波动率有所反复，但仍在正常区间内，2019 年波动率又迅速降低。上述波动趋势表明强监管、严监管初见成效，金融去杠杆取得一定的成绩。银行资产负债表结构得到优化，高风险资产规模得到缩减，金融风险得到有效控制。由于该指标对实体经济和金融市场具有一定的前瞻性，我们认为中国经济的韧性较强，在未来一段时间发生系统性金融风险的概率较低。

---

<sup>①</sup> 所选取的样本包括金融业与房地产业的 202 家个体上市机构；以每个月各家机构的月度超额收益（月度收益减去当期无风险利率）构建横截面数据库，采用广义帕累托分布（GPD）、广义极值理论（GEV）和非参数方法等分别计算横截面的极端尾部风险值；对上述三个指标值进行标准化处理后，取其主成分部分，继而构造得到金融体系巨灾风险指标（CATFIN）。



图表 1 中国金融体系巨灾风险指标(CATFIN)长周期动态变化

(数据来源：清华大学国家金融研究院)

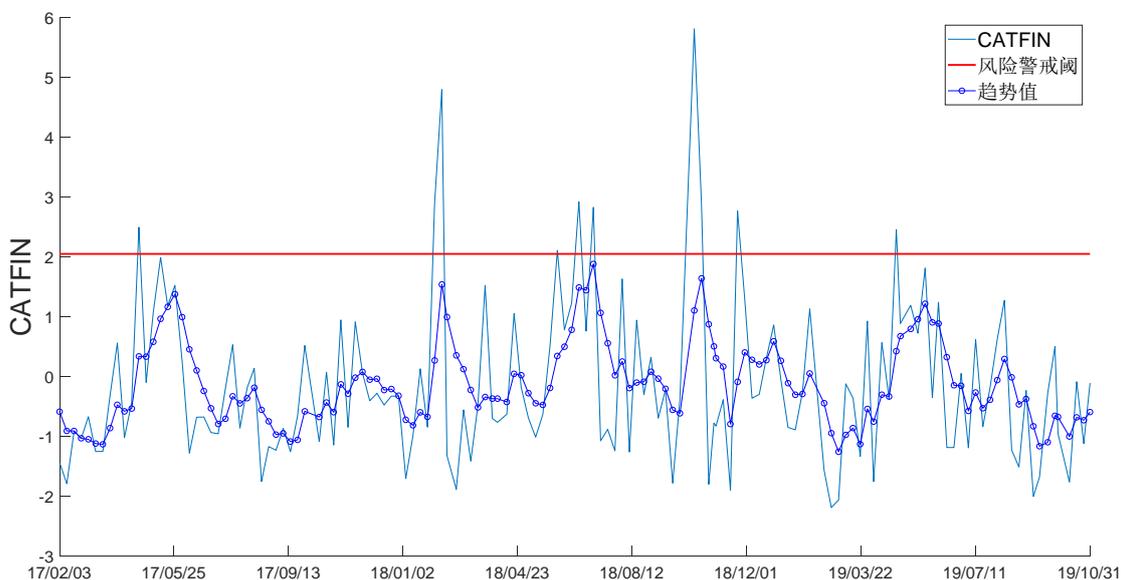
注：图中浅灰色区域代表区间为全球金融危机时期（2007/05-2008/11），深灰色区域所代表区间为2015年A股异常波动期间（2015/5-2015/09）；红色实线为“风险警戒阈”，巨灾风险指标趋势值的历史均值加上两倍标准差。

### B. 贸易摩擦影响趋弱，基本面向好带动估值修复

短周期看（2017/02-2019/10）（图 2<sup>②</sup>），中国金融体系的巨灾风险指标（CATFIN）在2018年10月达到峰值，此后有明显的下降趋势。2019年受贸易摩擦不断升级的影响，指标时有冲高，但每次达到的局部峰值不断下移。这表明市场对中美贸易摩擦正逐渐“脱

<sup>②</sup> 指标构造方法同上，但此处观测时间区间较短，测算时使用了频率更高的每周数据；因为相邻数据间隔变短，故计算趋势值时使用了相对较大的衰减因子。

敏”，外部冲击对国内金融市场的影响逐步趋弱，宏观经济增长预期和企业盈利增长预期渐渐主导国内股票市场走势。随着上半年银行利润增速的改善，基本面向好带动了银行估值修复，三季度巨灾风险指标一直处于低位区间，4月份后该指标也未再触及短周期风险警戒线。



图表 2 中国金融体系巨灾风险指标(CATFIN)短周期动态变化

(数据来源：清华大学国家金融研究院)

注：图中红色实线为“风险警戒线”，巨灾风险指标趋势值的历史均值加上两倍标准差。

### C. 宏观数据与巨灾风险指标的相互印证

金融统计数据显示，2019年前三季度社会融资规模增量累计为18.74万亿元，同比多增3.28万亿元。金融对实体经济信贷支持力



度增强，表外融资下降态势有所好转，社融结构持续优化。信贷方面，企业部门中长期贷款增速明显改善，高技术制造业中长期贷款保持高速增长。宏观杠杆率方面，截至 2019 年二季度末，中央政府杠杆率为 16.5%，仍具备一定的加杠杆空间。金融部门杠杆率（负债方）为 58.7%，与 2016 年的 67.8%相比下降显著。这表明金融去杠杆和严监管措施有效降低了金融部门的杠杆率，也为金融供给侧结构性改革打下了良好的基础。由此可见，社融结构的优化、金融部门杠杆率的改善与低波动的巨灾风险指标反映出较为一致的信息，即金融体系结构的优化会带来抗风险能力的增强，服务实体经济才是防范金融风险的根本举措。

其它宏观数据方面，我们选用国际清算银行公布的“私人非金融部门信贷/GDP 缺口”指标。数据显示，该指标在 2016 年达到最高值后一直处于下降趋势，当前也小于 10%的预警值。这与宏观层面巨灾风险指标反映出的信息相互印证，即中国当前系统性金融风险处于较低区间。

### 3. 微观层面：城商行金融风险覆盖能力仍然偏弱，银行系统性金融风险边际贡献上半年触及短周期最高点



### A. 银行业金融机构的系统性金融风险的边际贡献最大

本报告测算了目前上市的全部金融机构（共 74 家）的微观系统性风险指标：系统性预期损失值（SES）、条件在险价值（ $\Delta$ CoVaR）以及系统性风险指标（SRISK），并将它们按照银行业、证券业、保险业三个行业来做子样本分析（图 3）。从分行业系统性金融风险指标的总值来看，银行业金融机构对系统性金融风险的边际贡献最大。从均值来看，保险业的边际贡献也十分显著（2019 年的测算数据加入了 2018 年 11 月 16 日上市的中国人保，其为中国四大保险公司之一，之前无公开数据纳入样本）。

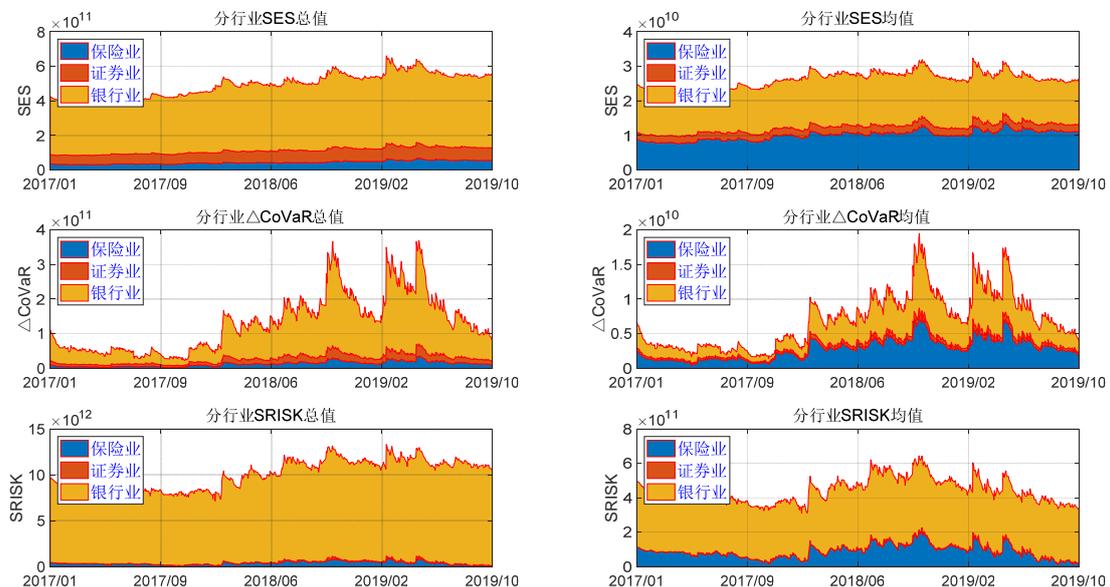


图 3 不同子行业系统性金融风险指标边际贡献对比

（数据来源：清华大学国家金融研究院）



## B. 城商行金融风险覆盖能力仍然偏弱，在四种银行类型中处于最低位

总体来看，我国系统性金融风险的重点防范对象仍然应该是银行业。我们将银行业拆分成国有行、股份行和区域性银行（城商行和农商行）进行子样本分析（图4）。具体来看，国有行和农商行的预期资本损失覆盖程度多小于1，而城商行和股份行的这一指标多大于1。这表明城商行和股份行的风险抵御能力低于行业平均水平，应受到重点关注。但近几个月来股份行风险抵御能力一直在改善，当前已小于1。城商行的预期资本损失覆盖程度在近期也趋于稳定，但其风险值仍大于其市值，相对偏弱，预期损失覆盖能力在四种银行类型中处于最低位。

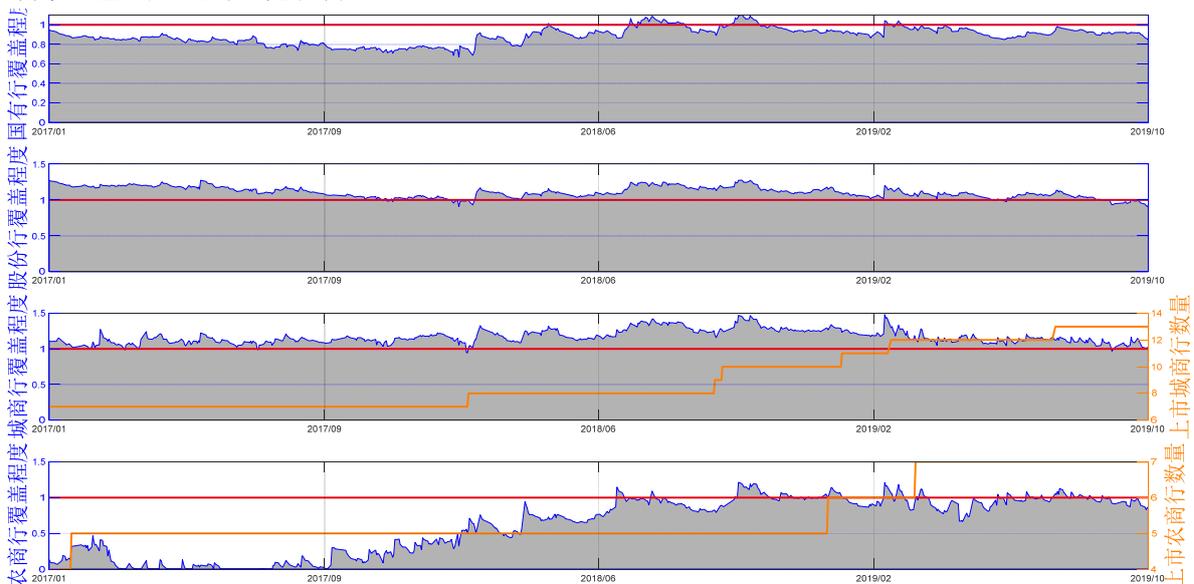


图 表 4 银行业金融机构系统性金融风险覆盖能力对比（SRISK/市值）

（数据来源：清华大学国家金融研究院）



### C. 银行系统性金融风险边际贡献多次跳升，2019 年上半年触

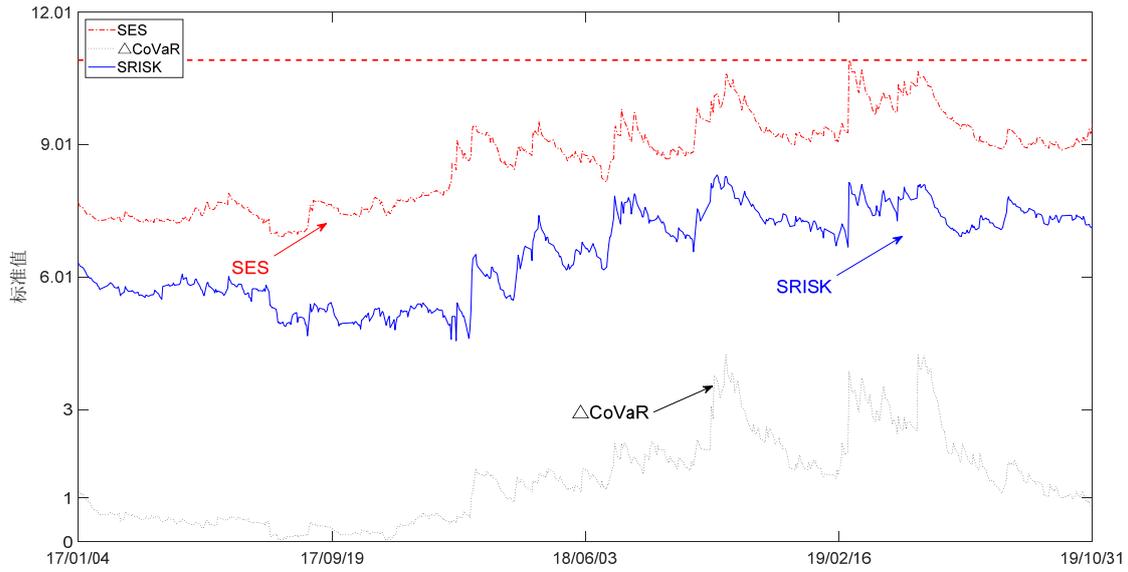
#### 及短周期最高点

国有行、股份行、城商行三个子样本的系统性风险指标走势相近。其中，国有行系统性金融风险边际贡献在上半年多次阶段性快速上升，但跳升后能快速降回历史均值附近（图 5）。我们判断，这主要由国内外负面消息冲击和投资者情绪影响所造成<sup>③</sup>。这类影响程度剧烈，但周期短、衰减快，并未对国有行的业务经营造成实质影响。股份行和城商行系统性金融风险边际贡献在 5 月份达到短周期最高点（图 6 和 7），包商银行的“事件驱动”特征明显。

另外，农商行近年来陆续上市，其对系统性金融风险的边际贡献日益显著（图 8），未来还需加强监测其风险水平的变化。

---

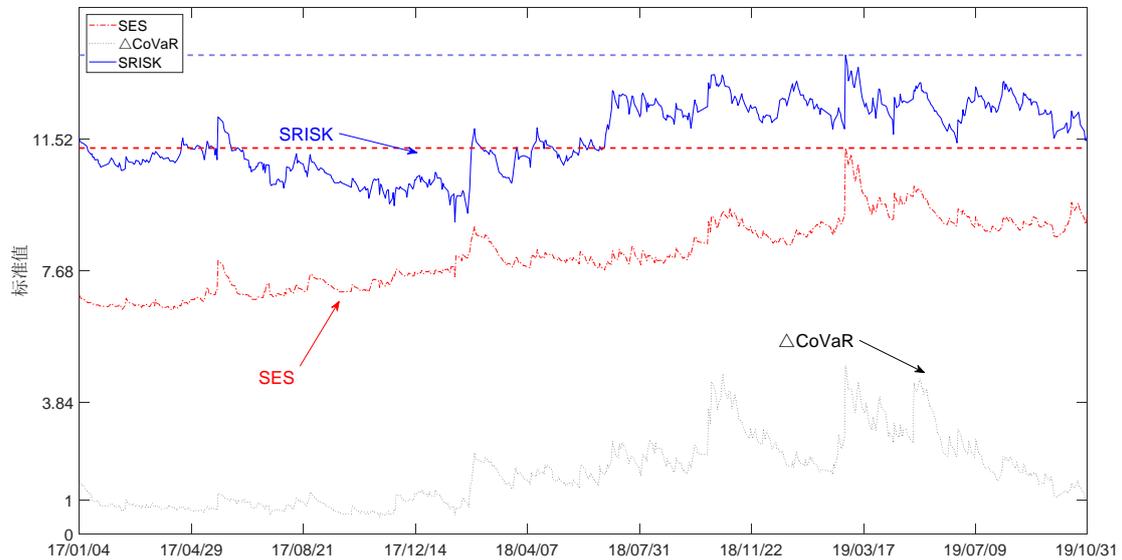
<sup>③</sup> 6 月 25 日，招商银行、交通银行、浦发银行受《华盛顿邮报》负面报道影响，股价一度出现急跌。



图表 5 国有商业银行系统性金融风险边际贡献

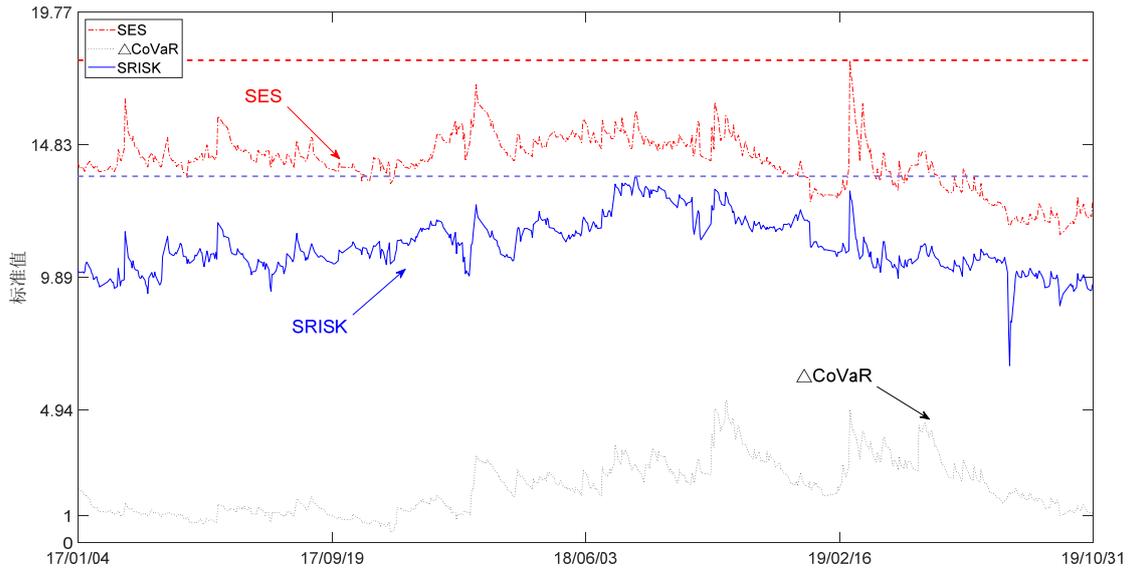
(数据来源: 清华大学国家金融研究院)

注: 得到系统性风险指标 ( $SES/\Delta CoVaR/SRISK$ ) 的均值序列后, 分别除以相应的标准差得到其标准值。红色虚线表示  $SES$  标准值的峰值水平。



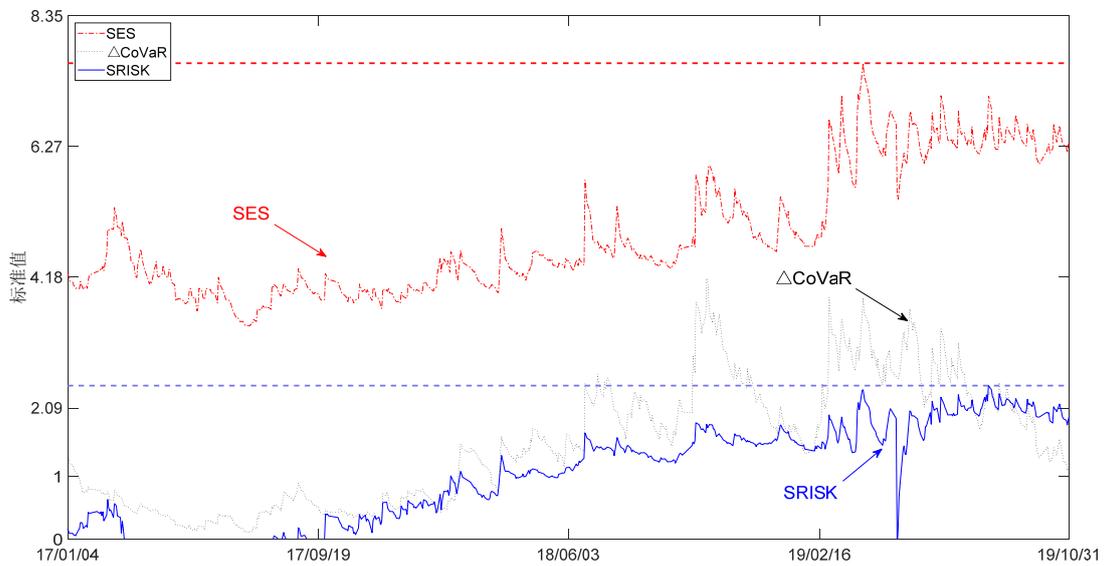
图表 6 股份制银行系统性金融风险边际贡献

(数据来源: 清华大学国家金融研究院)



图表 7 城商行系统性金融风险边际贡献

(数据来源: 清华大学国家金融研究院)



图表 8 农商行系统性金融风险边际贡献

(数据来源: 清华大学国家金融研究院)



从银行业经营的基本面数据来看，城商行不良贷款余额的环比增速打破了其原有的下降趋势，在二季度掉头向上（图 9）。我们判断有两方面原因，一方面与恒丰银行、锦州银行、包商银行不良贷款增多相关。公开数据显示，锦州银行不良贷款余额仅上半年就增加 108.53 亿元，不良率大幅上升至 6.88%。另一方面与去杠杆、强监管的坚定推进相关。不良纳入标准趋严、大量表外资产回表以及存量高风险贷款展期、续贷的被动终止都是造成不良贷款余额快速上升的原因。结合其他指标来看，商业银行资本充足率依旧维持在较高水平（图 10），国有商业银行的资产利润率在 2019 年呈上升趋势（图 11）。这说明去杠杆与强监管政策是长效机制，在长期利于金融机构经营基本面和财务状况的改善，短期内上升的不良贷款余额是这一阶段的“阵痛”，不应过于恐慌。但是在四个子样本中，城商行的资本充足率和利润率在 2019 年一直处于最低位置，与前文分析得出其系统性金融风险覆盖能力相对较差相互印证。

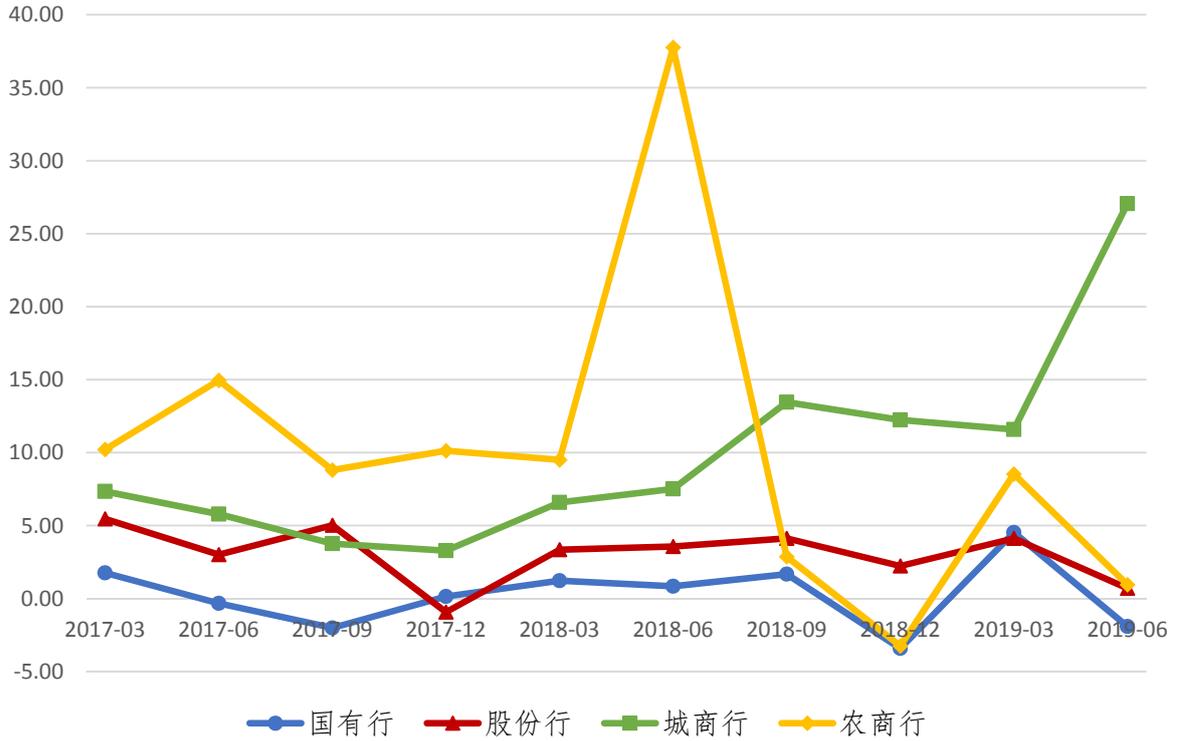


图9 银行业不良贷款余额季度环比增速 (%)

(数据来源: 银保监会)

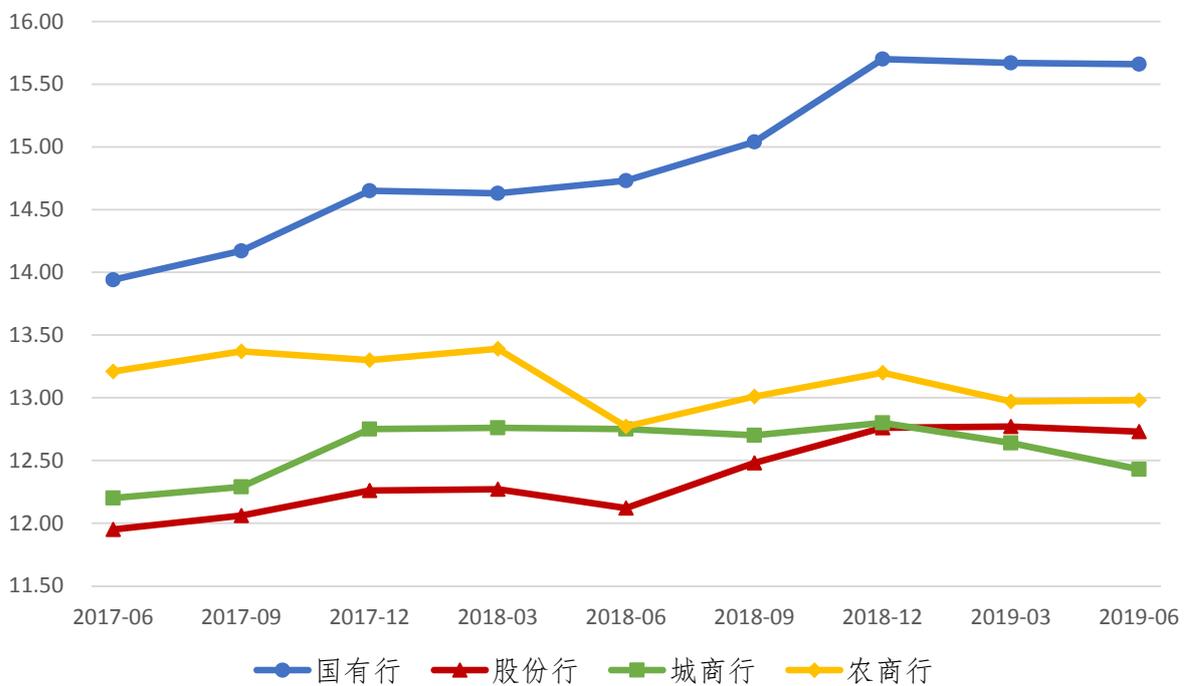
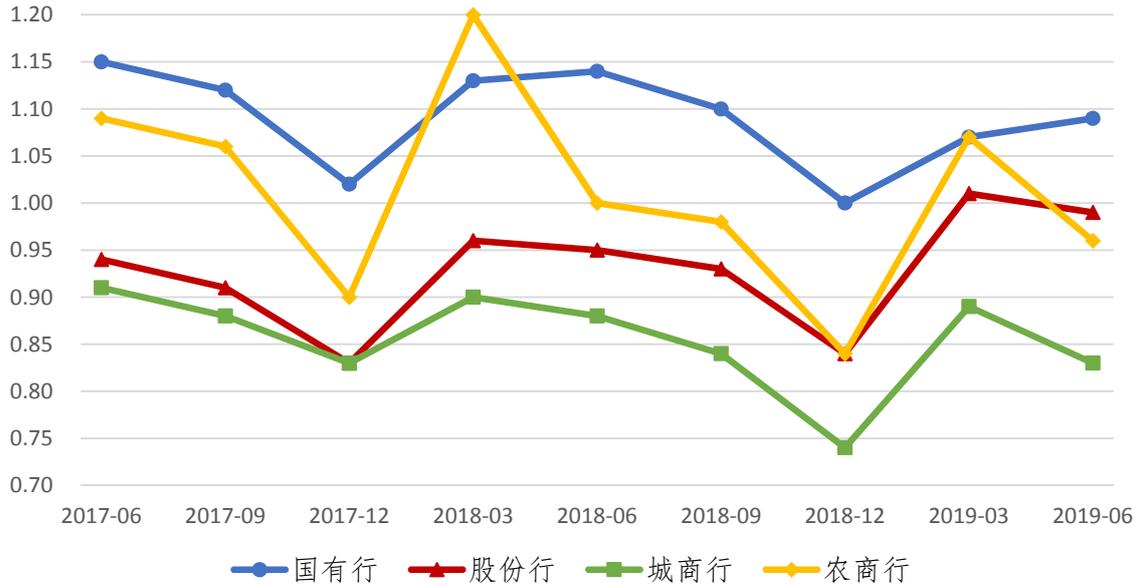


图10 银行业资本充足率 (%)

(数据来源: 银保监会)



图表 11 银行业盈利能力（资产利润率（%））

（数据来源：银保监会）

综上，宏观层面上严监管、去杠杆、构建成熟资本市场的进程应一以贯之。但在阶段性复杂局面下，应避免剧烈去杠杆与贸易战带来的负面冲击的叠加，防止金融市场的剧烈波动。货币政策应保持适度宽松，依照改革的需求精准地为薄弱环节提供流动性，对冲外部风险，以安抚投资者情绪，重塑投资者对中国经济未来发展的正面预期。微观层面上我国防范系统性金融风险的重点机构是银行业，银行业的盈利能力在去杠杆、严监管的背景下改善明显。但城商行的不良贷款余额增速在近期有所上升，监管部门应重点关注。防止外部冲击对其造成长期的、实质性的负面影响，防范风险由银行机构蔓延、传导至实体经济。



#### 4. 潜在风险

##### *A. 防范中小银行的处置风险*

流动性分层下，地方金融机构资金成本相对较高，负债成本决定了其只能投资一些高收益资产。当中央金融监管加强时，或加剧货币市场流动性分层现象，大型商业银行资金融出意愿较低，此时对城商行、农商行和信用社等金融机构的影响更大，易产生流动性风险，不利于地方金融机构发展。定向降准措施虽有助于缓解城商行等机构流动性紧张的局面，但并没有从根本上解决其同业业务占比过高的结构性问题。此时，监管部门对银行表外、同业业务的监管不能“一刀切”，避免“运动式”监管给地方金融机构带来较大的冲击，城商行等机构一起缩表或调结构容易形成系统性风险，不利于金融稳定。

##### *B. 防范中小银行公司治理缺陷产生的风险*

近期发生的银行风险事件表明，中小金融机构公司治理若存在一股独大、监督机制形同虚设、决策机制缺少制衡等缺陷，极易带来一定的系统性风险。不论中小银行的控股股东是民企、国资或外资，多数中小银行都与当地政府联系紧密，两者相互影响。这其中既存在地方政府越位的现象，也存在缺位的现象。有的地方政府财



政部门、国资委或当地国企是城商行等中小银行的大股东，但没有履行股东的职责，风险管控流于形式。有的不占有股份，但仍可以对中小银行人事、业务产生一定的影响。城商行的业务发展依赖于当地政府支持，同时也对当地税收做出一定贡献。需要注意的是，地方政府过多行政干预城商行运营会对其公司治理产生负面影响，并带来一定的风险隐患。

## 5. 政策建议

### A. 明确中小银行风险处置的牵头部门

风险防范方面，我们应重点关注个别中小银行风险暴露给金融系统所带来的传染风险。包商银行、锦州银行和恒丰银行事件发生后，监管机构对其采取了不同的风险处置措施。其中包商银行是直接被央行和银保监会接管，锦州银行是工商银行财务投资入股，恒丰银行是引入汇金作为战略投资者。从风险处置方案看，分类施策是主要的操作方式，市场化和法治化是主要的操作原则。在具体操作中，一要明确风险处置的牵头部门。农商行、农信社发生风险时，牵头部门应是政府部门，城商行发生风险时，牵头部门应是银保监会，村镇银行发生风险时，牵头部门应是村镇银行的主发起行。二要采取风险早发现早处置的思路，避免产生恐慌和挤兑。近来河南



伊川农商行和辽宁营口沿海银行出现的挤兑事件表明，金融监管部门和政府部门应及时和社会保持沟通，稳定储户信心。在化解风险中要进一步压实金融机构自救的主体责任、地方政府的风险处置属地责任和监管部门的监管责任。随着金融强监管和强监督的深入推进，农商行面临一定的转型压力，其金融服务“三农”能力有待提高。与城商行等中小银行相比，农商行、信用社的风险可能相对较高，虽然当前上市的几家农商行资产质量较好，但更多没上市的可能存在较大的风险隐患。对于风险较高的农商行而言，兼并重组或是将来可选的处置方式之一。

### ***B. 支持中小银行多渠道补充资本和优化资本结构***

资管新规配套细则的不断出台将对中小银行的发展产生较大影响，其资本补充压力也日益增大。对其而言，可使用的一级资本工具相对有限，永续债也主要是一些大型商业银行和股份行发行。当前城商行以发行二级资本债券为主，但这并不能有效补充一级资本。因此，为支持中小银行多渠道补充资本和优化资本结构，应继续鼓励其通过境内外 IPO 的方式来补充核心一级资本。中小银行自身也应该重点发展轻资本业务，提高资本的配置效率。同业刚兑打破后，更应加强风控体系建设，不断完善公司法人治理结构，优化



股权结构，切实防范公司治理缺陷产生的金融风险。对监管部门而言，要稳步解决中小银行同业业务占比过高的结构性问题，切实防范流动性风险和信用风险在银行体系内交叉传染。

### ***C. 防范中小银行风险坚持疏堵并重***

妥善处理中央和地方的关系有助于更好的防范中小银行处置风险。近来中小银行违规对房地产、融资平台输血的乱象得到有效遏制。从长期看，这有助于中小银行业务转型、防控风险，促进其下沉服务重心，服务当地实体经济。从短期看，中小银行仍将面对地方政府给予的压力。尤其在当前经济转型期，地方政府面临较大的稳增长压力，大规模基建投资托底经济增长的模式仍是首选的发展思路。但除了专项债外，配套资金的压力最终还是要靠地方政府自己解决。由于地方政府和中小银行存在密切的联系，这种压力最终会传导至中小银行身上。因此，妥善处理中央地方关系对于防范中小银行风险显得尤为重要，中央如果想堵侧门，就一定要给地方政府开正门，不能将资金压力、风险处置的责任全部压在地方政府身上。我们建议政策性银行进一步加大逆周期调节力度，为地方政府配套融资开正门。此外，大型商业银行应提高政治站位，在经济转型期有所作为。



#### *D. 适度宽松的货币政策有助于化解中小银行风险*

10 月份 CPI 同比上涨 3.8%，超出市场普遍预期，导致通胀预期有所抬升。与此同时，PPI 同比下降 1.6%，降幅继续扩大。虽然当前结构性通胀是猪肉价格因素造成，但还是引发了市场对货币政策转向的担忧。尽管目前高位 CPI、地产调控政策定力对货币政策形成一定的制约，但考虑到需求仍然偏弱、稳增长压力仍然较大，此时更需要适度宽松的货币政策为经济增长保驾护航。同时，适度宽松的货币政策也有助于化解中小银行风险，例如近期结构性存款监管力度的加大，对中小银行的负债端产生较大影响，而适度宽松的货币政策可有效减缓此冲击。考虑到当前 MLF 仍处于较高水平、同业负债利率有所上升以及银行 LPR 主动调整降低的意愿不强，我们认为央行应进一步降低银行的负债成本，逐步向下微调 MLF 利率。



## 附录：系统性金融风险指标的技术文档

本报告所采用的系统性金融风险指标包括宏微观两个层面，其中宏观维度的系统性风险指标包括金融体系巨灾风险（CATFIN，Allen 等于 2012 年提出），而微观维度的系统性风险指标包括系统性预期损失值（SES，Acharya 等于 2010 年提出）、条件在险价值（ $\Delta\text{CoVaR}$ ，Adrian 等于 2011 年提出）以及系统性风险指标（SRISK，Engle 等于 2012 年提出）。

金融体系巨灾风险（CATFIN）是由 Linda·Allen、Turan·Bali 等学者于 2012 年提出，采用极值理论（Extreme Value Theory）测度金融（房地产）行业内各机构的巨灾风险（极端尾部风险），进而描述对应经济体的系统性风险动态变化。该指标能够显著地预测未来六个月的宏观经济下行压力，且对银行信贷紧缩和银行利润的下滑具有较好的预测性，因此该指标在学术界、实务界及监管机构均得到了广泛的应用。另外，Chen、Zhou 和 Zhu（2016）证明该指标在中国金融市场同样具有较好的应用性。

系统性预期损失值（SES）是由纽约大学 Acharya、Pedersen 等四位学者于 2010 年提出，其核心思想是测度单一金融机构在系统



性危机<sup>④</sup>条件下的预期资本损失值，指标值越大表示金融机构对系统性危机的贡献值越高，即该机构的系统性金融风险越大。Acharya、Pedersen 等(2010)证明系统性预期损失值 (SES) 与边际预期损失和财务杠杆率呈线性相关性。

传统金融监管核心指标在险价值 (VaR) 只能度量单一机构的尾部风险，未考虑金融外部性的特点，且具有较强的顺周期性，不符合微观审慎监管的基本原则。为了克服这些缺点，纽约联储的 Tobias · Adrian 等学者对在险价值 (VaR) 进行改进，并提出条件在险价值 ( $\Delta$  CoVaR) 。该指标核心思想是度量在单一金融机构出现尾部事件条件下金融系统的预期在险价值，即单一机构的尾部事件引起金融系统出现预期尾部损失值越大，则该机构的系统性风险越大。

系统性风险指标 (SRISK) 是由纽约大学 Robert · Engle 等学者于 2012 年提出的。该指标的核心构造思想与系统性预期损失值 (SES) 是一致的，二者都是测度单一金融机构在系统性危机条件下的预期资本损失值，但在系统性风险指标 (SRISK) 的框架下，系统性危机被定义为股票市场在 6 个月内出现 40% 的下滑。

---

<sup>④</sup> 这里系统性危机 (systemic crisis) 被定义为金融系统实际资本低于最低监管基本要求。

## References

- [1] Acharya, V. V., Pedersen, L. H., Philippon, T., et al. (2017). Measuring systemic risk. *The Review of Financial Studies*, 30(1), 2-47.
- [2] Adrian, T., & Brunnermeier, M. K. (2016). CoVaR. *American Economic Review*, 106(7), 1705-1741.
- [3] Allen, L., Bali, T. G., & Tang, Y. (2012). Does systemic risk in the financial sector predict future economic downturns? *Review of Financial Studies*, 25(10), 3000-3036.
- [4] Brownlees, C., & Engle, R. F. (2016). SRISK: A conditional capital shortfall measure of systemic risk. *The Review of Financial Studies*, 30(1), 48-79.
- [5] Chen, X., Zhou, H., & Zhu, H. (2017). Systemic risk of China's financial system 1Q17. Working Paper, Tsinghua University National Institute of Financial Research.