



# 研究报告

(2018 年 第 22 期 总第 53 期)

2018 年 7 月 18 日

清华大学国家金融研究院

## 2018 上半年中国系统性金融风险报告

—— 贸易战与去杠杆背景下的复杂局面分析

货币政策与金融稳定研究中心

周皓, 陈湘鹏, 何碧清, 赵靖

**【摘要】**2018 年上半年, 由于受贸易战和去杠杆的影响, 金融市场震荡明显, 内外因素的叠加将对金融市场和实体经济造成一系列综合影响。本报告采用国内外系统性金融风险研究领域的最新成果, 结合公开宏观经济数据, 度量外部冲击和内部改革对我国系统性金融风险水平的影响程度, 判断实体经济运行状况, 为这一阶段复杂局面下货币政策与金融监管政策的制定提供科学的参考依据。本报告判断, 贸易战导致了市场参与者对未来政策和经济走势不确定性的悲观预期, 使得近期我国金融市场系统性风险指标值阶段性快速上升, 但并未对我国实体经济造成实质性伤害。宏观层面, 本报告认为强监管、去杠杆、构建成熟资本市场的进程应一以贯之, 但需避免剧烈去杠杆与贸易战带来的负面冲击在短期内的叠加。货币政策仍需保持中性稳健, 但可施行精细化、结构化的政策, 依照改革需求为薄弱环节补充流动性, 对冲外部风险。微观层面, 我国防范系统性金融风险的重点机构是银行业, 银行业的盈利能力改善明显, 但股份制银行的系统性风险指标值在近期达到历史高点, 监管部门应重点关注, 防止外部

冲击通过银行机构放大与蔓延。

## 一、背景介绍

2018 年上半年，由于受外部贸易战和内部去杠杆的叠加影响，金融市场震荡明显。沪深 300 指数由 1 月份的局部高点 4403 跌至 7 月初的局部低点 3295，体现了投资者对国际冲击和国内改革所带来的不确定性的担忧。

3 月 22 日，美国总统特朗普依据“301 调查”的结果正式签署对华贸易备忘录，宣告中美贸易战正式打响。美国贸易代表署（USTR）通过世界贸易组织（WTO）争端机制起诉中国歧视性的技术授权行为，而中国通过公布对原产于美国的进口高粱反倾销调查的初步裁定进行反击。4 月份发生了美国制裁中兴事件，制造业和高科技行业股价应声大幅下挫。6 月 15 日，美国公布对华进口商品的加税清单，涉及航空航天、信息和通信技术、机器人和机械等行业，剔除了与美国消费者关系紧密的商品。6 月 16 日，我国迅速做出反击，国务院关税税则委员会决定对同等额度自美国进口的商品也加征同等比例的关税。7 月 6 日，美国对第一批价值 340 亿美元的中国商品进行征税，中美贸易战从试探走向现实。

上半年，我国金融监管部门延续 2017 年的强监管、严监管态

势，着力防范化解金融风险，降低宏观杠杆率。7月2日，新一届国务院金融稳定发展委员会成立，国务院副总理刘鹤担任委员会主任，中国人民银行行长易纲担任委员会副主任兼办公室主任。委员会召开会议审议了由委员会办公室提出的打好防范化解重大风险攻坚战三年行动方案，并部署了近期工作。央行不断完善宏观审慎管理体系（MPA），联合两会及外管局发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。银保监会连发四令，公布了商业银行大额风险暴露、保险公司信息披露、商业银行流动性风险、金融资产投资公司四个方面的管理办法，旨在从根本上规范金融机构经营模式，净化行业风气。证监会发布了《证券期货市场诚信监督管理办法》、《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》等政策法规，引导证券市场逐渐向成熟发展。

外部突发的贸易战冲击和内部持续的强监管态势将对金融市场和实体经济造成一系列综合影响。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（ $\Delta\text{CoVaR}$ ）以及系统性风险指标（SRISK），结合公开宏观经济数据，度量外部冲击和内部改革对我国系统性金融风险水平的影响程度，判断实体经济运行状况，为这一阶段复杂局面下货币政策与金融监管

政策的制定提供科学的参考依据。

## 二、宏观层面：系统性金融风险指标阶段性快速上升，实体经济保持稳定运行

对比于长期历史走势（2006/06-2018/06）（图 1<sup>1</sup>），中国金融体系的巨灾风险指标（CATFIN）在 2018 年上半年阶段性快速上升，但未触及风险警戒阈。这与贸易战冲击和去杠杆进程密切相关，传达出市场参与者对政策和经济走势不确定性的担忧。

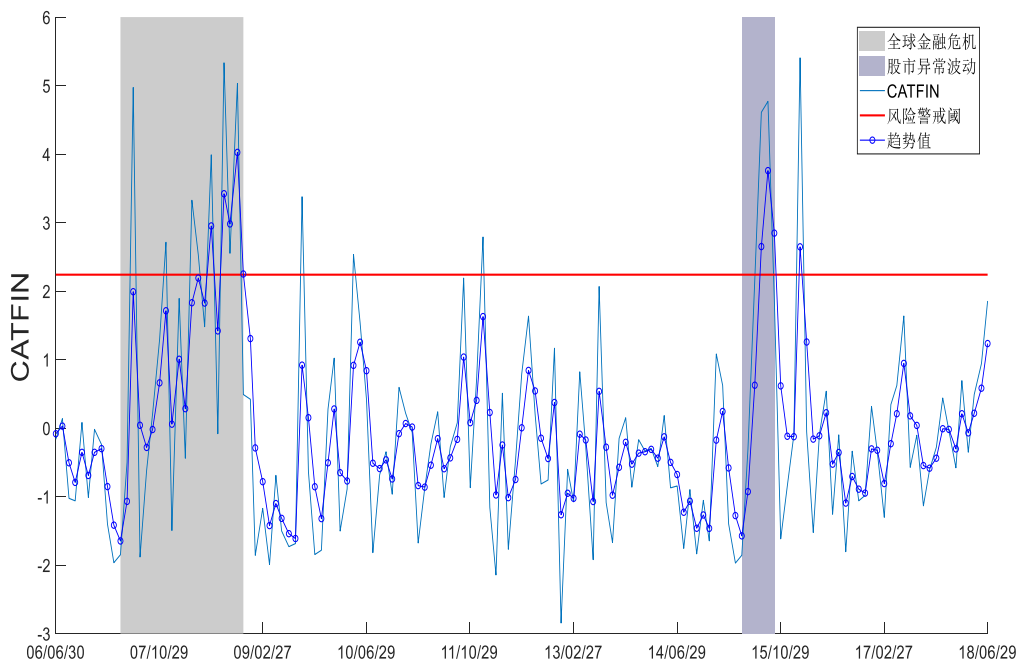


图 1 中国金融体系巨灾风险指标(CATFIN)动态变化（2006/06 — 2018/06）

（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

<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）。

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。

截取 2015 年之后的数据来看 (图 2<sup>2</sup>), 金融巨灾风险指标 (CATFIN) 在 2 月上旬和 6 月中旬达到局部高点, 两次触及风险警戒阈。从消息面和投资者情绪的角度来看, 这与年初美国股市大幅动荡以及从 3 月份以来持续升温的中美贸易战对应。

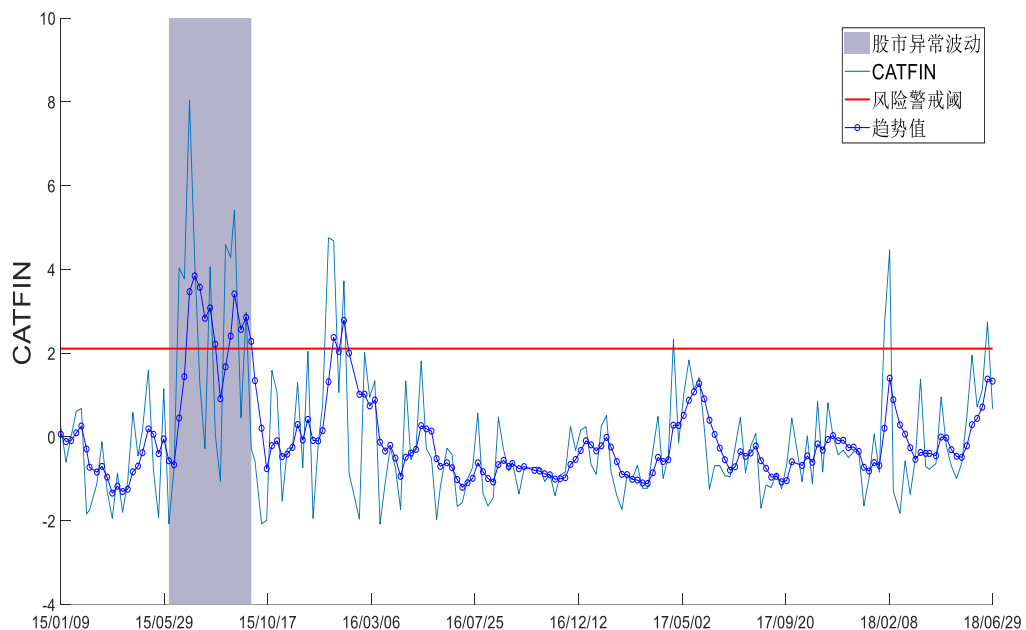


图 2 中国金融体系巨灾风险指标 (CATFIN) 动态变化 (2015/01 — 2018/06)

(数据来源: 清华大学国家金融研究院)

注: 图中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”为巨灾风险指标趋势值的历史均值加上两倍标准差。

受贸易战影响, 我国对外贸易受到明显负面冲击。在新出口

<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。与图 1 中指标值与警戒阈相对关系的差异, 也来源于数据频率和衰减因子选取的差异。

订单分项下的 PMI 自年初起一直在荣枯线上下浮动，均低于去年同期水平。3 至 5 月的工业出口交货值平均同比增长 5.03%，远低于 2017 年同期 11.47% 的平均增长率。贸易战也引发了汇率的大幅波动，从 4 月中旬至 7 月初，美元兑人民币从 6.29 激涨至 6.72。人民币的适当贬值能有效促进出口，从一定程度上对冲贸易战的负面影响，但快速、剧烈的贬值易引发恐慌，造成资本外流。

与大幅震荡的金融市场和汇率形成对比，我国实体经济的运行状态在这一阶段的复杂局面下整体保持平稳。2018 年 1 季度国内生产总值（GDP）同比增长 6.8%，2 季度同比增长 6.7%，上半年的工业增加值平均增速为 6.52%，均与去年同期水平相近。中国制造业采购经理指数（PMI）上半年均高于荣枯线，仅在 2 月份受季节性影响跌至荣枯线附近（50.70%），在 3 月份又迅速回涨至 53.10%。上半年居民消费价格指数均值为 2%，这与稳健中性的货币政策和缓中趋稳的经济增长相符。

在去杠杆和强监管的环境下，金融数据表明信贷仍在稳步扩张。2018 年前 5 个月的金融机构新增贷款总量 7.19 万亿，同比增长 11.81%。金融机构各项贷款余额同比增长 12.83%，社会融资规模存量前 6 月平均增速 10.60%。总体来看，信贷扩张增速较去年

略有下降，这来源于宏观去杠杆的推进，但实体经济融资需求并未受到明显冲击。

本报告判断，近期我国金融市场系统性风险指标值的阶段性快速上升主要是由中美贸易战引发的，但我国经济基本面尚未受到实质性伤害。贸易战导致了市场参与者对未来政策和经济走势不确定性的悲观预期，这是其主要的作用机制和渠道。但从目前的加税商品的行业分布和商品总额占中国对外贸易总额的比例来看<sup>3</sup>，贸易战的负面冲击有限。国内结构性去杠杆仍在推进，伴随着去杠杆，央行于4月、6月两次实施定向降准，置换中期借贷便利，以及支持市场化、法制化“债转股”。央行精细化、结构性的政策手段，达到了兼顾总量上稳健中性与局部流动性适中的双重目标，在贸易战制造的紧张局面下起到了保护国内实体经济，对冲外部风险的作用。本报告建议，强监管、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，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。

---

<sup>3</sup> 2017年我国进出口总值41044.7亿美元，500亿美元的清单额度仅占总额的1.22%，占与美国进出口的8.55%。（数据来源：商务部、海关总署）

### 三、微观层面：商业银行系统性金融风险边际贡献阶段性显著上升，但盈利能力显著改善

#### 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 57 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（ $\Delta\text{CoVaR}$ ）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，其系统性风险指标的上升趋势也最为明显。从均值来看，保险业的边际贡献也十分显著。银监会与保监会的合并有利于信息分享和优化资源配置，使这两个较高风险的子行业得到更有效的监管与治理。



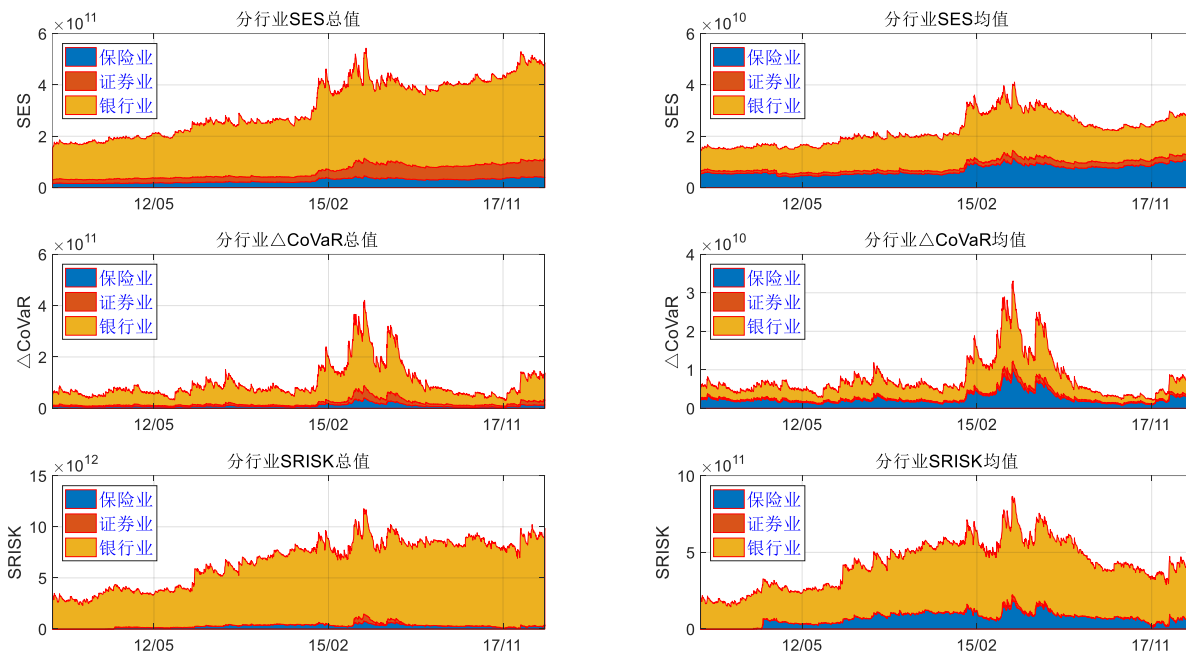


图3 不同子行业系统性金融风险指标边际贡献对比

(数据来源: 清华大学国家金融研究院)

### B. 银行业金融风险覆盖能力有所下降

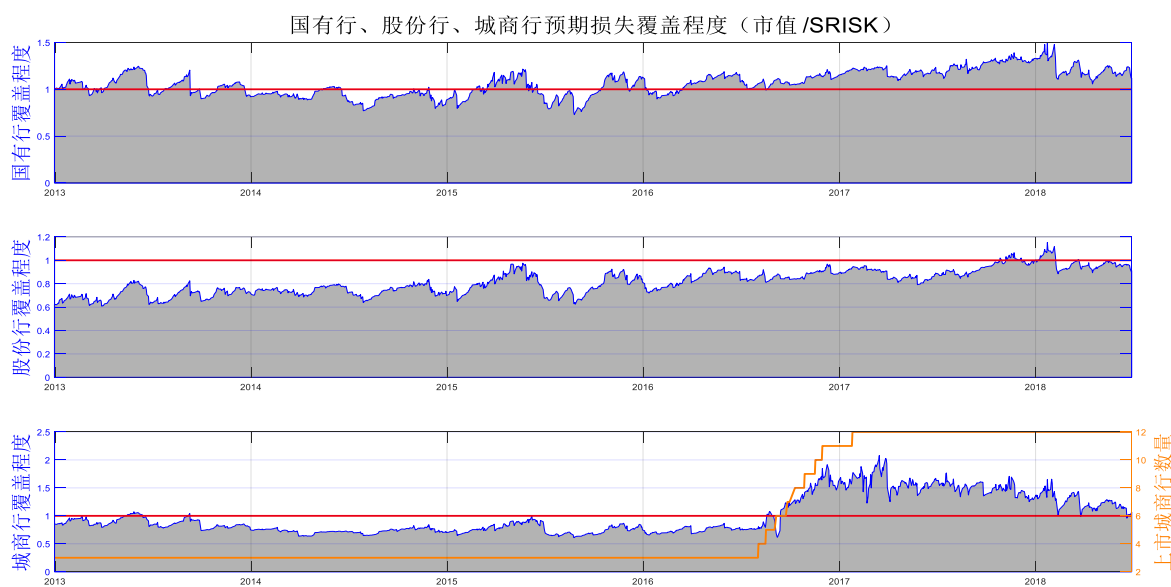


图4 银行业金融机构系统性金融风险覆盖能力对比

(数据来源: 清华大学国家金融研究院)

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、股份行和城商行进行子样本分析（图 4）。定性来看，国有行、城商行的预期资本损失覆盖程度多大于 1，而股份行的这一指标多小于 1。这表明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。定量来看，三个子样本的预期资本损失覆盖程度在上半年均呈下降趋势，且在美股大幅震荡和贸易战升温过程中数次急剧下降。监管部门应做好对冲措施，防止外部冲击由金融部门蔓延、传导至整个经济。

### *C. 商业银行盈利改善明显，但股份制银行边际贡献显著上升，多个指标达到历史峰值*

自 2018 年初，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，都在美股大幅震荡和贸易战升温期间阶段性快速上升，但幅度有所差异。

国有行系统性金融风险边际贡献在上半年多次大幅跳升，但峰值仍在合理区间内，未超过历史高点，且跳升后能快速降回历史均值附近（图 5）。我们判断，国有行系统性金融风险指标的阶段性快速上升是典型的“事件驱动”，主要由国内外负面消息冲击

和投资者情绪影响所造成。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。

股份行系统性金融风险边际贡献也表现出上述走势，“事件驱动”特征明显，但与国有行不同的是，股份行 SRISK 值与 SES 值在近期均达到历史最高点（图 6）。这反映出投资者信心和预期的差异：相较于国有行，投资者认为股份行的业务经营和财务状况更易受到外部负面冲击的影响，股份行在贸易战和强监管的叠加下也更容易发生风险事件。这值得监管部门重点关注，防止股份行股价波动对其基本面造成实质性伤害，防范股份行成为我国金融市场的“蚁穴”。

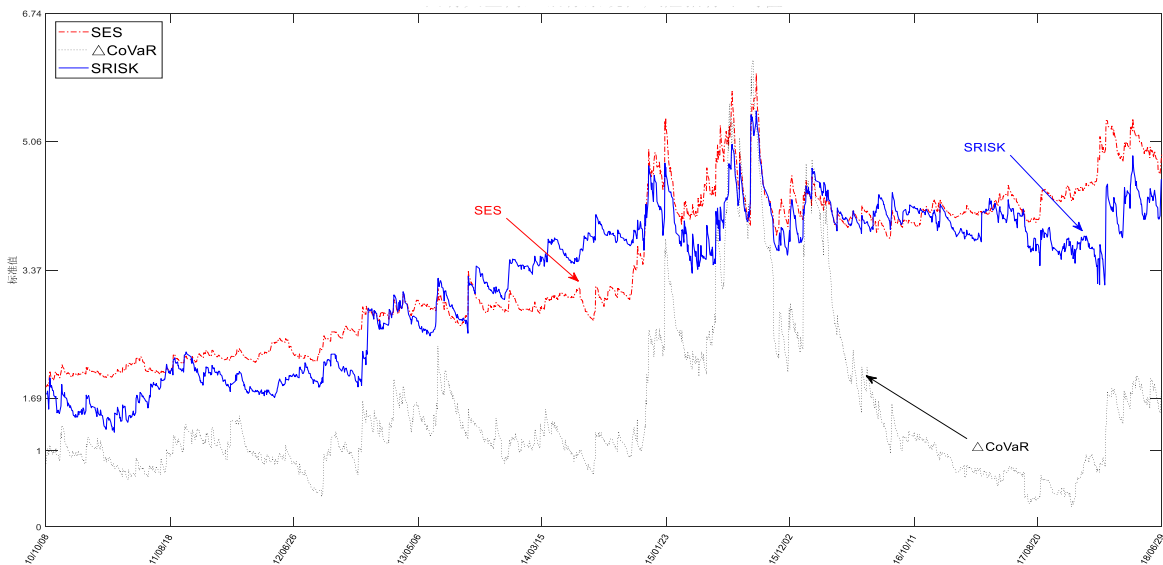


图 5 国有商业银行系统性金融风险边际贡献

（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/ΔCoVaR/SRISK）的均值序列后，分别除以相应的标准差得到其标准值。



图 6 国有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，wind 金融终端)

注：蓝色虚线表示股份制银行的 SRISK 标准值在 2017 年达到历史最高点，红色虚线表示其 SES 标准值在 2018 年初达到历史最高点，均超过 2015 年股市异常波动时期的指标值。

从银行业经营的基本面数据来看，不良贷款的增速打破了其原有的下降趋势，在 2018 年掉头向上（图 7）。我们判断，这与去杠杆、强监管的坚定推进相关，大量表外资产的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增速上升的原因，但从这个角度来看，无法断言是风险积聚的表现。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 8），且资产利润率在 2018 年显著上升（图 9）。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率是这一阶段的“阵痛”，不应过于恐

慌。

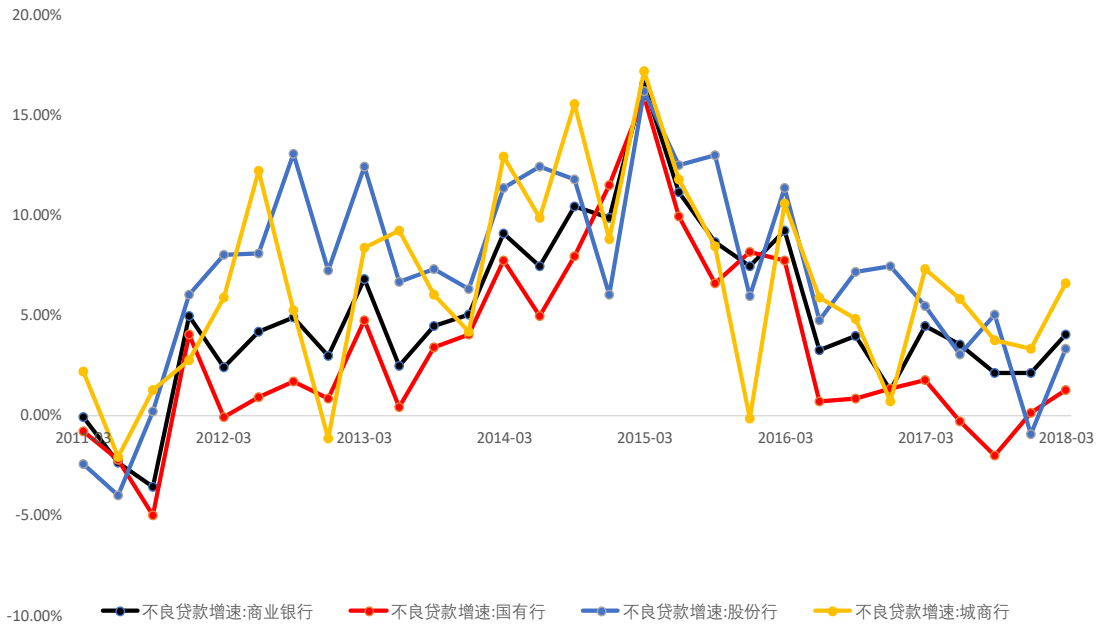


图 7 银行业不良贷款增速

(数据来源：银监会)

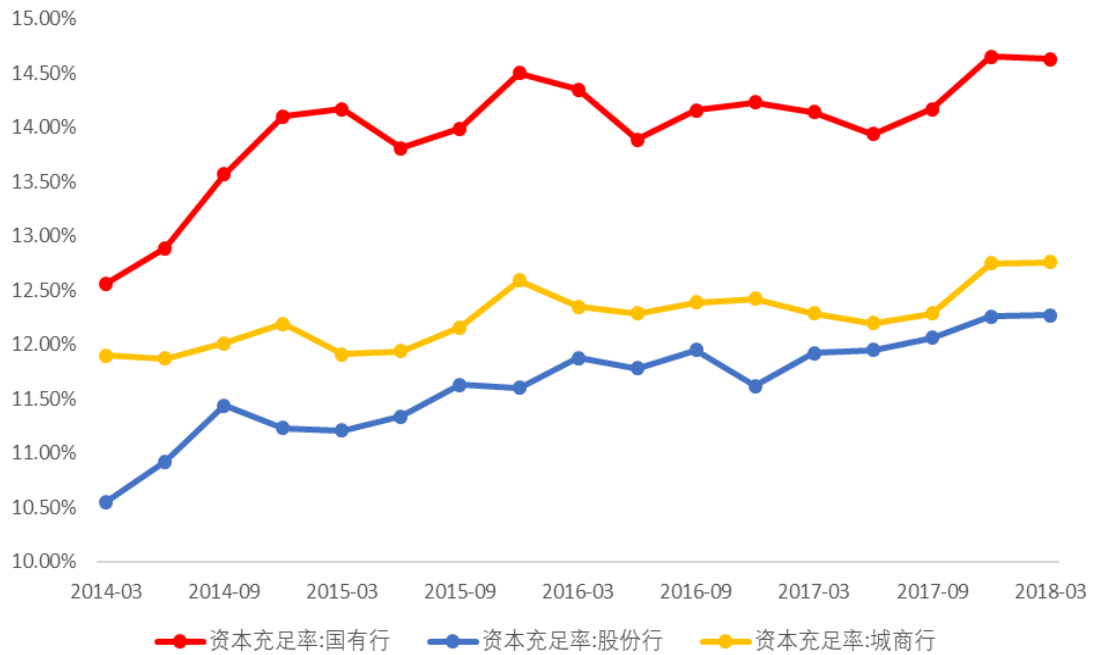


图 8 银行业资本充足率

(数据来源：银监会)

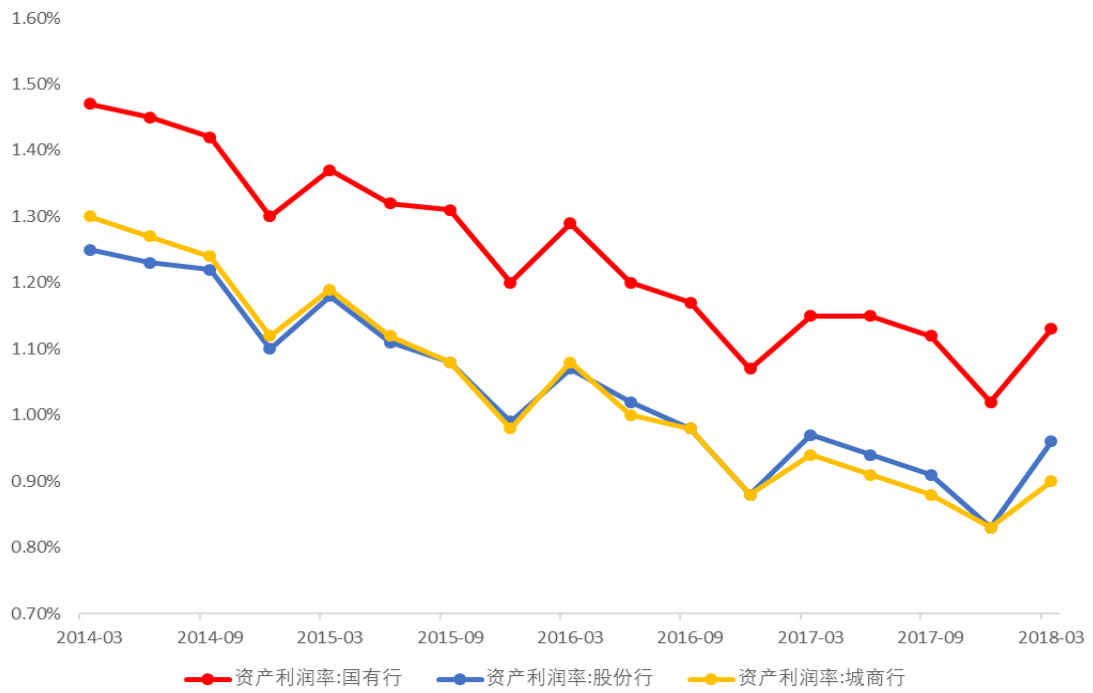


图9 银行业盈利能力

(数据来源: 银监会)

#### 四、政策建议

综上分析，贸易战导致了市场参与者对未来政策和经济走势不确定性的悲观预期，使得近期我国金融市场系统性风险指标值的阶段性快速上升，但并未对我国实体经济造成实质性伤害。宏观层面，本报告认为强监管、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。货币政策应保持中性稳健，但需要精细化、结构化，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，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、强监管的背景下改善明显，但股份制银行的系统性风险指标值在近期达到历史高点，监管部门应重点关注，防止外部冲击对股份制银行造成长期的、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。

## 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），而微观维度的系统性风险指标包括系统性预期损失值（SES）、条件在险价值（ $\Delta\text{CoVaR}$ ）以及系统性风险指标（SRISK）。

金融体系巨灾风险（CATFIN）是由 Allen et al.(2012)提出的，该指标采用极值理论（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 et al.(2017)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 Acharya et al.(2017)提出的，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

---

<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。



机构的系统性金融风险越大。Acharya et al.(2017)还证明了系统性预期损失值 (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 Adrian 和 Brunnermeier(2016)对在险价值(VaR)进行改进，并提出条件在险价值( $\Delta\text{CoVaR}$ )。该指标的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 Brownlees 和 Engle(2016)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。

## 参考文献

- [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.