

金融稳定报告可以读出哪些关注点？

证券研究报告

2021 年 09 月 05 日

宏观利率周报（20210905）

9 月 3 日中国人民银行发布《中国金融稳定报告（2021）》，如何看待当前国内金融风险？如何处置与推进？本文进行简要解读。

2020 年以来，国际形势严峻复杂，国内改革发展稳定任务艰巨繁重。防范化解重大金融风险攻坚战取得了重要阶段性成果，在宏观稳杠杆、处置金融风险和整顿金融秩序方面均较好的实现了既定目标，金融风险整体收敛、总体可控。

当前百年变局和世纪疫情交织叠加，世界进入动荡变革期，国内外不稳定性不确定性显著上升。国内防控疫情输入压力依然较大，经济恢复不均衡、基础不牢固，金融风险仍然点多面广，区域性金融风险隐患仍然存在，部分企业债务违约风险加大，个别中小银行风险较为突出。

下一阶段，常态化阶段的金融防风险工作要继续坚持稳中求进工作总基调，守住不发生系统性金融风险的底线。在继续统筹推进常态化疫情防控和经济社会发展的同时，保持宏观金融政策的连续性、稳定性和可持续性，处理好恢复经济和防范风险关系，促进经济平稳健康运行。

工作重点转向健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，构建防范化解金融风险长效机制，推动中小金融机构改革化险，着力降低信用风险，维护股市、债市、汇市平稳运行，严密防范外部风险冲击。

如何看待当前宏观问题与银行业风险？

宏观问题方面，一是经济增速放缓导致的宏观杠杆率上升风险，因此要处理好恢复经济和防风险关系，促进经济平稳健康运行；二是可能的跨境资本冲击，目前来看，这部分影响有限，但从前瞻性、全局性和主动性考虑，仍需加强监控。

金融业风险方面，银行压力测试结果表明，2022 年经济底线假设约 4.78%，中小银行压力较大，补资本问题突出且急迫，还需要关注证券、保险业违约传染风险。

央行金融机构评级结果表明，风险整体可控，高风险机构较去年数量减少、占比下降；分结构类型看，大型银行评级结果较好，高风险机构仍主要为农合机构与村镇银行；分区域看，绝大多数省份存量风险已压降，

金融风险如何应对？报告要求：

健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，构建防范化解金融风险长效机制。

全力做好存量风险化解工作，坚决遏制各类风险反弹回潮；以“在线修复”为主稳妥化解中小金融机构风险，持续推动中小金融机构改革化险；加大银行体系不良资产核销力度，分类施策补充中小银行资本；健全金融风险问责机制，对重大金融风险严肃追责问责，有效防范道德风险。

严密防范外部风险冲击，加强预期管理，做好应对预案和政策储备。提升金融风险防控的前瞻性、全局性和主动性，守住不发生系统性金融风险的底线。

风险提示：疫情扩散超预期，财政政策超预期，货币政策超预期，监管政策不确定性。

近期报告

- 1 《固定收益：如何读懂央行资产负债表？负债篇 - 央行资产负债表专题（2021-09-03）》2021-09-03
- 2 《固定收益：经济下行，市场期待政策变还是不变？ - 天风总量联席解读（2021-08-31）》2021-09-01
- 3 《固定收益：8 月数据怎么看？ - 2021 年 8 月经济数据预测》2021-09-01

内容目录

1.风险总体收敛、可控，处置更为稳妥	5
2.突出宏观稳杠杆、外部风险、地产金融和最后贷款人机制	6
3.宏观杠杆率是衡量整体风险的关键指标	7
4.加强跨境资本流动监测，严密防范外部冲击风险	8
5.如何看待当前银行业风险和对应宏观问题？	10
5.1.银行业压力测试结果	10
5.1.1.宏观情景压力测试观察 2022 年经济底线假设 4.78%	10
5.1.2.敏感性压力测试结果显示中小银行压力较大	11
5.1.3.流动性风险与传染性风险测试结果显示，需要关注证券、保险业违约传染风险	12
5.2.央行金融机构评级结果	13
6.金融风险如何应对？	14
6.1.多渠道加快补充中小银行资本	15
6.2.建立我国逆周期资本缓冲机制	15
6.3.房地产贷款集中度常态化管理	16
6.4.稳妥处置高风险金融机构的启示与探索	16
6.4.1.稳妥处置包商银行风险的经验与教训	16
6.4.2.违规控制金融机构的问题及处置探索	17
6.4.3.防范金融风险的进一步机制体制建设	17
7.小结	19
8.市场点评与展望	20
8.1.市场点评：资金面整体宽松，长债收益率先下后上	20
9.一级市场	20
10.二级市场	21
11.资金利率	22
12.实体观察	24
12.1.中观行业数据	24
12.2.通胀观察	25
13.国债期货：国债期货价格整体上涨	25
14.利率互换：利率整体下行	25
15.外汇走势：美元指数整体下行	26
16.大宗商品：原油价格先下后上	26
17.海外债市：美债收益率整体上行	28

图表目录

图 1：整体与分部门宏观杠杆率情况社科院口径（%）	7
图 2：2020 年主要经济杠杆率增幅 BIS 口径（%）	7
图 3：全国新增确诊与境外输入情况（例）	8

图 4：我国宏观杠杆率-季度（%）	8
图 5：我国经常账户差额与资本和金融账户差额（亿美元）	9
图 6：全球资本流动变化趋势（万亿美元、%）	9
图 7：参试银行机构分布（家）	10
图 8：2020 年宏观情景压力测试整体资本充足率情况（%）	10
图 9：2019 年宏观情景压力测试整体资本充足率情况（%）	10
图 10：2020 年整体信贷资产风险敏感性压力测试（%）	11
图 11：2019 年整体信贷资产风险敏感性压力测试（%）	11
图 12：30 家大中型银行未通过压力测试占比（%）	11
图 13：参试中小型银行未通过压力测试占比（%）	11
图 14：最严重冲击下 2020 年重点领域敏感性压力测试结果（%）	12
图 15：最严重冲击下 2019 年重点领域敏感性压力测试结果（%）	12
图 16：参试银行未通过流动性测试占比（%）	12
图 17：参试银行传染性风险压力测试未通过情况（家）	12
图 18：央行金融机构评级结果（家、%）	13
图 19：央行评级规模分布（万亿元、%）	14
图 20：农合机构和村镇银行的高风险机构数（家）	14
图 21：央行票据互换（CBS）操作中中标总量与费率（亿元、%）	15
图 22：中小银行补充资本工具分布情况-不包括专项债（亿元、%）	15
图 23：高风险金融机构普遍存在的主要问题、成因、处置障碍与政策建议	17
图 24：存款保险客户覆盖率变化情况（%）	18
图 25：大型、中型、小型银行存款市场份额变化情况（%）	18
图 26：10 年期国债收益率下行 2BP 至 2.83%	21
图 27：10 年国开债收益率下行 2BP 至 3.17%	21
图 28：1 年与 10 年国债期限利差收窄 2BP 至 52BP	22
图 29：1 年与 10 年国开债期限利差收窄 4BP 至 80BP	22
图 30：银行间国债日均成交 1689 亿元	22
图 31：银行间金融债日均成交 4391 亿元	22
图 32：银行间存款类机构质押式回购规模	23
图 33：上证所新质押式国债回购规模	23
图 34：CNHHibor 利率日度变化	23
图 35：CNHHibor 利率与 DR007 利率变化对比	23
图 36：十大城市商品房存销比	24
图 37：上周商品房合计成交 325.85 万平方米	24
图 38：南华工业品指数	24
图 39：上周农产品批发价格 200 指数环降 0.04%	25
图 40：生猪出场价环降 1.91%	25
图 41：人民币对美元汇率	26
图 42：美元指数	26
图 43：美元兑人民币 NDF 和 CNH	26
图 44：美元与主要货币汇率	26

图 45: 大宗商品价格指数	26
图 46: 原油价格	26
图 47: 铜和铝价格	27
图 48: 铁矿石价格	27
图 49: 大豆现货价格和期货价格	27
图 50: 天然橡胶期货价格	27
图 51: 美国 10 年期国债收益率	28
图 52: 德国 10 年期国债收益率	28
图 53: 意大利 10 年期国债收益率	28
图 54: 日本 10 年期国债收益率	28
表 1: 近三年金融稳定报告综述比较	5
表 2: 金融稳定报告专题目录	6
表 3: 央行关于宏观杠杆率的相关表述	8
表 4: IMF 跨境资本流动管理的四类政策	9
表 5: 2020 年与 2019 年偿付能力宏观情景压力测试中 GDP 同比增速	10
表 6: 传染性风险压力测试情景	12
表 7: 房地产贷款集中度管理要求	16
表 8: 下周已披露发行计划利率债概况	20
表 9: 银行间市场质押式回购利率周变化	22
表 10: 上证所新质押式国债回购利率周变化	23
表 11: 香港 CNHHibor 利率周变化	23
表 12: 未来一个月公开市场到期情况 (亿元)	24
表 13: 国债期货一周主要数据变动	25
表 14: 银行间回购定盘利率互换一周数据变动	25

9月3日中国人民银行发布《中国金融稳定报告(2021)》，如何看待当前国内金融风险？如何处置与推进？本文进行简要解读。

1. 风险总体收敛、可控，处置更为稳妥

今年报告指出，2020年以来，国际形势严峻复杂，国内改革发展稳定任务艰巨繁重。防范化解重大金融风险攻坚战取得了重要阶段性成果，在宏观稳杠杆、处置金融风险和整顿金融秩序方面均较好的实现了既定目标，金融风险整体收敛、总体可控。

当前百年变局和世纪疫情交织叠加，世界进入动荡变革期，国内外不稳定性不确定性显著上升。疫情使得大变局加速演变，国际经济、科技、文化、安全、政治等格局都在发生深刻变化。国内防控疫情输入压力依然较大，经济恢复不平衡、基础不牢固，金融风险仍然点多面广，区域性金融风险隐患仍然存在，部分企业债务违约风险加大，个别中小银行风险较为突出。

展望未来，我国经济向好的基础没变，但也要辩证认识和把握国内外大势。下一阶段，常态化阶段的金融防风险工作要继续坚持稳中求进工作总基调，守住不发生系统性金融风险的底线。在继续统筹推进常态化疫情防控和经济社会发展的同时，保持宏观金融政策的连续性、稳定性和可持续性，处理好恢复经济和防范风险关系，促进经济平稳健康运行。

工作重点转向健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，推动中小金融机构改革化险，着力降低信用风险，维护股市、债市、汇市平稳运行，严密防范外部风险冲击。

表 1：近三年金融稳定报告综述比较

	中国金融稳定报告(2021)	中国金融稳定报告(2020)	中国金融稳定报告(2019)
宏观环境	2020年以来，国际形势严峻复杂，国内改革发展稳定任务艰巨繁重，特别是新冠肺炎疫情带来前所未有的冲击，全球遭受第二次世界大战以来最严重的经济衰退。	2019年以来，全球政治经济局势更加复杂严峻，中国经济金融体系面临的外部压力明显加大。	2018年以来，全球经济政治格局仍处于深度调整过程中，中国经济金融发展面临的外部挑战明显增多。
国内经济	GDP 同比增速 2.3%，在全球主要经济体中唯一实现经济正增长。	GDP 同比增速 6.1%；就业形势稳定，国际收支基本平衡，外汇储备略有增加。	GDP 同比增速 6.6%；就业形势保持稳定，通货膨胀总体温和，国际收支保持平衡，外汇储备规模基本稳定。
工作成果	坚决打好防范化解重大金融风险攻坚战，取得重要阶段性成果。宏观杠杆率持续过快上升势头得到有效遏制；各类高风险机构得到有序处置；影子银行风险持续收敛；重点领域信用风险稳妥化解；金融秩序得到全面清理整顿；防范化解金融风险制度建设有力推进。金融风险整体收敛、总体可控。	坚决打好防范化解重大金融风险攻坚战，取得重要成果。宏观杠杆率过快上升势头得到遏制；高风险金融机构风险得到有序处置；企业债务违约风险得到妥善应对；互联网金融和非法集资等风险得到全面治理；防范化解金融风险制度建设有力推进。金融风险总体可控，守住了不发生系统性金融风险的底线。	防范化解金融风险方面取得积极进展。有效稳住了宏观杠杆率；平稳有序处置高风险机构；大力整顿金融秩序；应对金融市场波动风险；补齐监管制度短板。金融监管制度进一步完善，守住了不发生系统性金融风险的底线。
面临挑战-国际	百年变局和世纪疫情交织叠加，世界进入动荡变革期，国内外不稳定性不确定性显著上升。疫情全球大流行使大变局加速演进，国际经济、科技、文化、安全、政治等格局都在发生深刻调整。	当前世界经济仍处在国际金融危机后的深度调整期，中国不得不在一个更加不稳定的世界中谋求发展。	受内外部多重因素影响，中国经济增长面临的困难增多。世界经济增速“见顶回落”的可能性增加，全球流动性状况的不确定性上升。
面临挑战-国内	我国防控疫情输入压力依然较大，经济恢复不平衡、基础不牢固。同时，金融风险仍然点多面广，区域性金融风险隐患仍然存在，部分企业债务违约风险加大，个别中小银行风险较为突出。	实现高质量发展还有一些短板弱项，加之受到疫情的冲击，部分企业债务违约风险加大，可能传导至金融体系，金融领域面临的困难和风险增多。	存量风险仍须进一步化解，金融市场对外部冲击高度敏感，市场异常波动风险不容忽视。
未来展望	我国经济长期向好、市场空间广阔、发展	面对国内外经济金融运行的复杂局面，中	中国经济的韧性仍然较强，居民储蓄率

韧性强大的基本特征没有改变。**要辩证认识和把握国内外大势，增强机遇意识和风险意识。继续坚持稳中求进工作总基调，守住不发生系统性金融风险的底线。**

国经济潜力足、韧性强、回旋空间大、政策工具多的基本特点没有变，**坚定不移深化改革、扩大开放的决心没有变。**

高，微观基础充满活力，重要金融机构运行稳健，宏观政策工具充足，监管体制机制健全，防范化解风险经验丰富，我们完全有能力、有信心、有条件战胜各种困难和挑战。

工作重点

(1) 继续统筹推进常态化疫情防控和经济社会发展，保持宏观金融政策的连续性、稳定性和可持续性。**加强对实体经济金融服务，促进经济平稳健康运行。**

(2) 处理好金融发展、金融稳定和金融安全的关系，健全金融风险，预防、预警、处置、问责制度体系，**推动中小金融机构改革化险，着力降低信用风险，维护股市、债市、汇市平稳运行，严密防范外部风险冲击。**

(3) 继续深化改革开放，**进一步推动利率汇率市场化改革**，稳步推进资本市场改革，推动债券市场高质量发展。

(4) 深化金融机构改革，促其回归本源、专注主业。

(1) 推动金融体系更好地服务经济社会发展大局。

(2) 坚持**稳中求进**工作总基调，支持形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

(3) “六稳”、“六保”工作。

(4) **继续有效防范化解重大金融风险**，精准处置重点领域风险，补齐监管制度短板，进一步压实各方责任，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

(1) 要继续坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持推进改革开放，下大力气做好“六稳”各项工作。

(2) 进一步提高金融供给对实体经济的适应性和灵活性。

(3) 要坚决打好防范化解重大金融风险攻坚战，平衡好稳增长与防风险的关系，压实各方责任，稳妥处置和化解各类风险隐患，守住不发生系统性金融风险底线。

资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

2. 突出宏观稳杠杆、外部风险、地产金融和最后贷款人机制

《中国金融稳定报告（2021）》整体结构与2020年相似，全文共17个专题。

今年新增的内容主要有跨境资本流动、规范发展养老保险、国际基准利率改革与“健全金融风险，预防、预警、处置、问责制度体系”的相关内容，**强调了外部风险对我国经济与防风险的冲击与挑战，以及近年来的市场发展和监管动向，突出了构建防范化解金融风险长效机制的重要性。**

同时也有一些重复的主题：银行业压力测试、补充中小银行资本、央行金融机构评级与金融机构风险处置。

表2：金融稳定报告专题目录

	中国金融稳定报告（2021）	中国金融稳定报告（2020）
第一部分宏观经济运行情况	专题一宏观杠杆率变动及分析	专题一主要经济体应对疫情的财政金融政策梳理
	专题二跨境资本流动对金融稳定的影响	专题二扎实推进防范化解重大金融风险攻坚战
	专题三规范发展第三支柱养老保险	专题三大型企业风险监测
	专题四国际基准利率改革的进展和中国实践	
第二部分金融业稳健性评估	专题五银行业压力测试	专题四银行业压力测试
	专题六多渠道加快补充中小银行资本	专题五新形势下保险资金运用的挑战及应对
	专题七公募基金流动性风险压力测试	专题六公募基金流动性风险压力测试
	专题八规范第三方互联网平台存款	专题七推动科创板、创业板和新三板改革，完善多层次资本市场体系
第三部分构建系统性金融风险防控体系（宏观审慎管理）		专题八信托业风险分析与发展建议
		专题九全球金融科技发展及监管进展
	专题九 防范化解重大金融风险攻坚战取得重要阶段性成果	专题十建立金融委办公室地方协调机制，加强中央和地方金融协作
	专题十 央行金融机构评级	专题十一央行金融机构评级结果分析
	专题十一 建立我国逆周期资本缓冲机制	专题十二稳妥有序推进资管行业转型发展

专题十二 实施房地产贷款集中度管理**专题十三 依法稳妥处置包商银行风险****专题十四 违规控制金融机构的主要问题及处置探索****专题十五 建立更加严格规范的最后贷款人机制****专题十六 存款保险制度实施成效显著****专题十七 健全金融消费者权益保护机制****专题十三 以永续债为突破口，推动银行补充资本****专题十四 构建我国金融控股公司监督管理框架****专题十五 分类施策稳妥化解三家中小银行风险****专题十七 央行数字货币研发进展综述****专题十八 加强金融基础设施统筹监管****专题十九 国际保险监督官协会发布《保险业系统性风险整体框架》****专题二十 气候变化对金融稳定影响的研究进展**

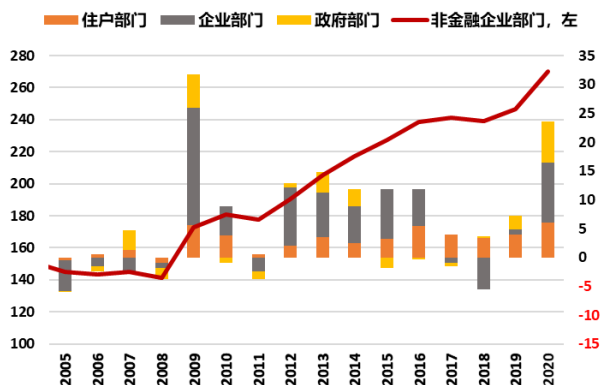
资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

3. 宏观杠杆率是衡量整体风险的关键指标

金融防风险的核心问题是处理好恢复经济和防范风险的关系问题。宏观杠杆率是衡量整体金融风险的关键指标。

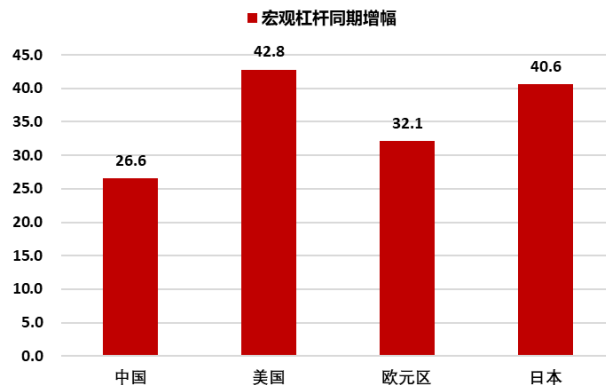
2020 年我国宏观杠杆率出现阶段性上升，按照央行口径，2020 年末我国宏观杠杆率为 279.4%，比上年末高 23.5 个百分点。但从国际上看，同期我国宏观杠杆率增幅并不高。

图 1：整体与分部门宏观杠杆率情况社科院口径（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 2：2020 年主要经济杠杆率增幅 BIS 口径（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

推升我国宏观杠杆率的最主要原因，还是疫情导致名义 GDP 增速放缓。2020 年我国宏观杠杆率增幅比上年同期扩大 16.7 个百分点。其中，名义 GDP 增速放缓影响杠杆率多增 9.7 个百分点，贡献率达 58.4%。因此，随着我国经济稳步复苏，2020 年宏观杠杆率增幅逐季收窄，第四季度环比净下降。全球经济复苏在很大程度上仍取决于疫情的发展，因此我国仍需谨防输入性疫情扩散。

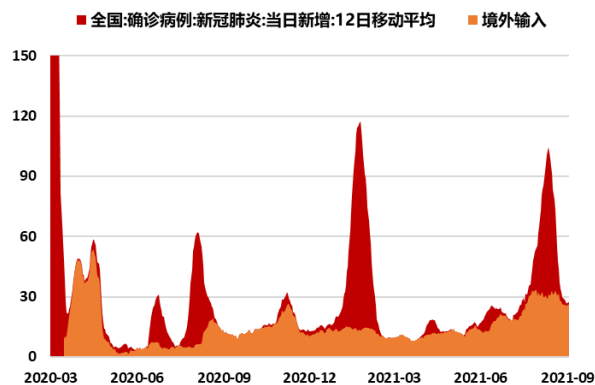
推升我国宏观杠杆率的另一重要原因，则是宏观调控政策稳企业、保就业，由于当前金融支持实体经济效率明显提高，对宏观杠杆率的推动有限。

分部门看，杠杆率主要新增在存量风险得到有序释放、且体现政策对冲的企业部门与政府部门，前期风险逐步积累的住户部门增幅有限。2020 年末，企业、住户与政府部门杠杆率分别为 161.2%、72.5%与 45.7%，分别比上年末高 9.1、7.4 与 7.1 个百分点。

当前企业部门与住户部门的债务风险得到有效管控，在规范政府部门融资的情况下，只要能够有效防控输入性疫情，促进经济平稳健康运行，管好货币总闸门，保持流动性合理充裕，宏观杠杆率就能够总体延续平稳趋势。

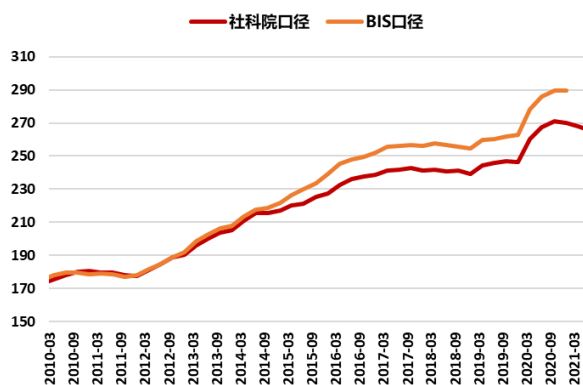
后续政策要求保持宏观杠杆率基本稳定。

图 3：全国新增确诊与境外输入情况（例）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 4：我国宏观杠杆率-季度（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

表 3：央行关于宏观杠杆率的相关表述

时间	来源	内容
2020 年 4 月	2020 年第一季 度金融统计数据 新闻发布会 ¹	看宏观杠杆率不能只看一个时点，而是看一个过程的问题，在这个过程当中，在当前的情况下应当允许宏观杠杆率有阶段性的上升。阶段性上升的目的是为了扩大对实体经济的信用支持，是为了有效地推进复工复产，也是为了未来更好地保持合理的宏观杠杆率创造有利的条件。
2020 年 10 月	2020 年第三季 度金融统计数据 新闻发布会 ²	受疫情影响，我们的宏观杠杆率是会出现阶段性的上升。我们看宏观杠杆率要看一个很关键的年份，这个年份就是 2017 年。因为 2017 年我们提出了稳杠杆政策，应该说 2017 年以后我们稳杠杆的政策还是取得了明显的成效，宏观杠杆率过快上升的势头得到了遏制，存量的债务风险也得到了有效和有序的释放。 我们当前面临的是特殊情况，宏观杠杆率的回升是宏观政策支持疫情防控和国民经济恢复的一个体现，应该允许宏观杠杆率有阶段性的上升，扩大对实体经济的信用支持。……应该说这个政策现在已经取得了显著的成效，而且它向实体经济传导的效率已经明显得到了提升。突出的体现就是国民经济稳步恢复。
2021 年 4 月	2021 年第一季 度金融统计数据 新闻发布会 ³	受新冠疫情的影响，去年我国的宏观杠杆率出现了阶段性的上升。……应该看到疫情期间宏观杠杆率的上升，是逆周期的政策支持疫情防控和国民经济恢复的体现，相关政策在有效推进复工复产、支持实体经济方面发挥了积极的作用。 去年二季度以来，随着经济运行不断的恢复，经济增速不断的回升，我国的宏观杠杆率上升的势头开始明显的减缓，表明实体经济的活力已经有了极大的恢复，金融资金的使用效率在明显提升。……未来随着经济向常态回归，内生增长动力的不断增强以及稳健的货币政策精准灵活、合理适度，预计我国的宏观杠杆率将继续保持基本平稳。
2021 年 7 月	2021 年上半年 金融统计数据新 闻发布会 ⁴	上半年，国民经济总体延续稳定恢复态势，生产生活秩序稳步恢复，为宏观杠杆率稳定提供了基础保障。2021 年一季度我国宏观杠杆率为 276.8%，比上年末低 2.6 个百分点。非金融企业、政府部门和住户部门的杠杆率分别下降 0.9、1.3 和 0.4 个百分点，均出现不同程度的回落。从二季度的经济恢复和债务增长情况看，我们预计二季度宏观杠杆率将继续保持平稳。

资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

4. 加强跨境资本流动监测，严密防范外部冲击风险

新冠疫情冲击后，以美国、欧盟为代表的经济体先后实行大规模量化宽松。在国内经济基本面持续向好、金融市场双向开放的推动下，我国跨境资本双向流动更加活跃。

跨境资本流动在带来收益的同时也伴随着风险，短期跨境资本具有逐利性、易超调和顺周期性等特点，短期资本大进大出、快进快出，容易通过信贷膨胀、资产泡沫、外债违约、加剧期限错配和货币错配与推高系统关联性途径引发跨境风险甚至演变成金融危机。

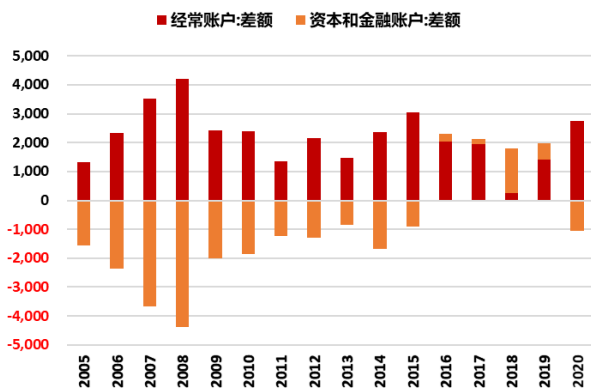
¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4005810/index.html>

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4109745/index.html>

³ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4228820/index.html>

⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4290019/index.html>

图 5：我国经常账户差额与资本和金融账户差额（亿美元）



资料来源：IMF、中国人民银行、天风证券研究所

图 6：全球资本流动变化趋势（万亿美元、%）



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

为应对跨境资本流动冲击，2017 年我国在实践探索中提出了跨境资本流动“宏观审慎+微观监管”两位一体管理框架，有效维护外汇市场稳定，促进跨境资金双向均衡流动。

为加强金融机构外汇流动性管理，央行决定自 2021 年 6 月 15 日起，上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点⁵，便是宏观审慎管理措施应用的体现。

表 4：IMF 跨境资本流动管理的四类政策

政策类别	结构性政策	宏观经济政策	宏观审慎管理措施	资本流动管理措施
工具性质	长期	中短期	中短期	中短期
实施目标	提高经济发展潜力	实现宏观政策目标	防范系统性风险	直接管理资本流动
实施环境	各国根据自身发展需要选择性持续推进	跨境资本流动引起宏观经济风险时优先使用	跨境资本流动引起金融稳定风险时优先使用	政策调整空间有限，或者存在一定滞碍时，可作为一揽子政策的一部分
具体工具	产业政策等	货币政策、财政政策、汇率政策、储备政策等	广泛适用性工具、分部门工具、流动性工具、结构性工具等	税收、限制、禁止、调整持有期、强制结汇/汇回等

资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

近期美欧央行先后释放缩减或停止量化宽松的信号，跨境资本流动存在加速风险，央行近期也提示了美联储货币政策转向步伐加快可能带来的溢出效应和风险扩散。

“主要发达经济体货币政策转向可能带来溢出效应和风险扩散。疫情暴发以来发达经济体财政政策和货币政策刺激规模巨大，不仅增加通胀压力，而且催生资产价格泡沫，使得金融市场走势与实体经济相背离，脆弱性加大。未来若主要经济体货币政策转向步伐加快，可能引发金融市场估值调整，增大部分新兴经济体资本流出和汇率贬值压力，债务偿付和再融资风险上升。”

——央行《2021 年二季度中国货币政策执行报告》⁶

我国外债依赖度较低、外汇进出相对稳定，逻辑上还是金融市场估值调整与汇率贬值压力。今年以来，我国汇率基本保持稳定，股市、债市与汇市基本稳定，对联储可能转向的冲击有比较好的抵御能力，因此从央行角度考虑，目前跨境资本流动对我国的影响有限。但从风险防控的前瞻性、全局性和主动性考虑，仍需加强监控，未雨绸缪。

“关于美联储货币政策变化的影响，……，从中国的金融市场来看，中国的十年期国债利率目前在 3% 左右，比前期还有所下降，人民币汇率双向波动，金融市场保持平稳运行，刚才讲经济也保持了稳中向好的态势，所以我想关于美联储货币政策转向的讨论对中国货币政策、金融市场的影响是比较小的。”

——2020 年 7 月 13 日孙国峰在 2021 年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录⁷

⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4258021/index.html>

⁶ <http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/goutongjiaoliu/resource/cms/2021/08/2021081015495988989.pdf>

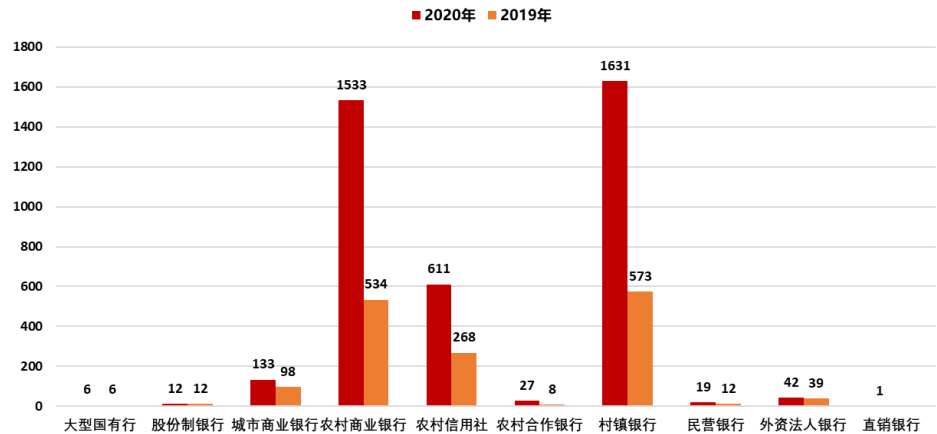
⁷ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3953633/index.html>

5. 如何看待当前银行业风险和对应宏观问题？

5.1. 银行业压力测试结果

今年参试银行共 4015 家，样本数量较去年的 1550 家大幅提高，明显提高了中小银行（例如农商行、农信社与村镇银行）的参试样本。

图 7：参试银行机构分布（家）

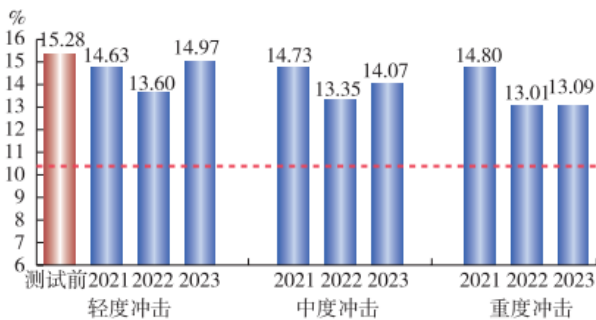


资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

5.1.1. 宏观情景压力测试观察 2022 年经济底线假设 4.78%

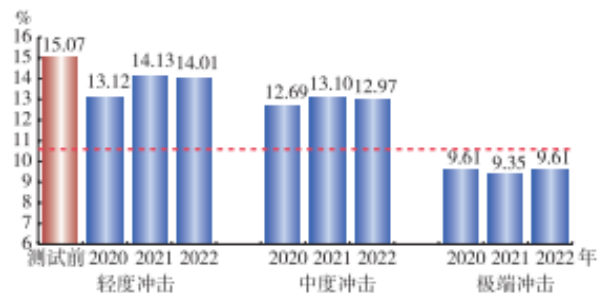
30 家大中型银行整体抗冲击能力较强，极端冲击下仍能满足资本充足率要求，较 2019 年的测试结果有明显提高。考虑到今年情景假设的 GDP 同比增速基本均慢于去年，从今年的测试结果观察，去年 30 家大中型银行整体抗冲击能力确实有明显提高。

图 8：2020 年宏观情景压力测试整体资本充足率情况（%）



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

图 9：2019 年宏观情景压力测试整体资本充足率情况（%）



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

表 5：2020 年与 2019 年偿付能力宏观情景压力测试中 GDP 同比增速

2019 年情况				2020 年情况			
年份	2020	2021	2022	年份	2021	2022	2023
轻度情景	1.59%	7.80%	5.91%	轻度情景	7.28%	4.78%	4.08%
中度情景	-0.24%	6.81%	5.36%	中度情景	6.07%	3.67%	2.95%
重度情景	-2.28%	4.75%	4.26%	重度情景	5.12%	2.80%	2.08%

资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

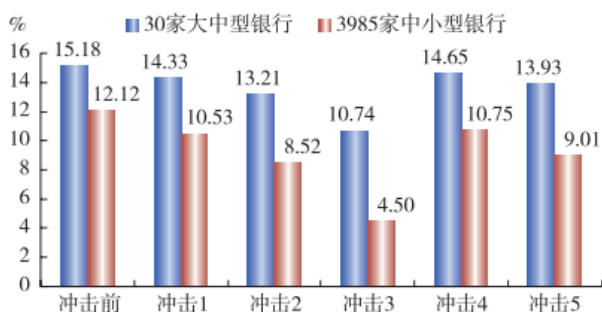
参考宏观情景压力测试结果，轻度情景所应对的经济增速或是未来政策底线，预计 2022 年经济增速诉求在 4.78% 以上。

5.1.2. 敏感性压力测试结果显示中小银行压力较大

中小银行对整体信贷资产质量恶化的抵御能力较弱。对于 30 家大中型银行，在整体信贷资产风险压力测试中的各个冲击下，整体资本充足率均满足 10.5% 的监管要求，有较强的信贷风险抵御能力。对于 3985 家中小银行，若不良贷款率上升 200%、400%、100% 的关注类贷款转移至不良，则整体资本充足率不足以满足 10.5% 的监管要求。

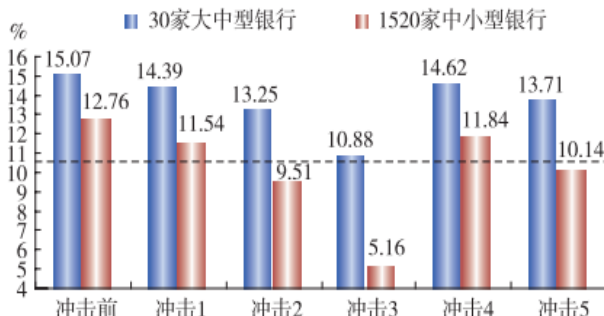
注意指出的是，无论是大中型银行还是中小银行，在面临不良贷款激增时的抵御能力都较为有限。部分大中型银行对不良贷款激增的抵御能力同样较弱。在受到严重冲击时，大中型银行未通过测试的占比情况与中小银行并无明显差异。

图 10：2020 年整体信贷资产风险敏感性压力测试 (%)



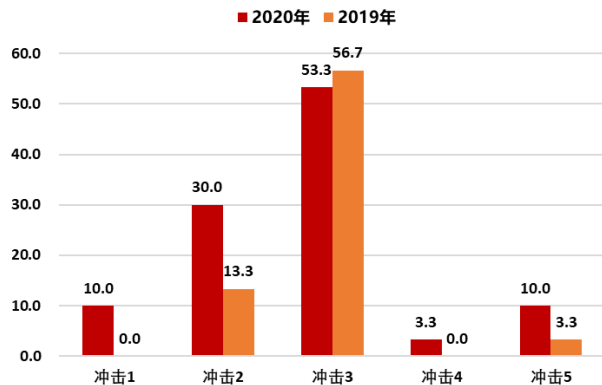
资料来源：中国人民银行、天风证券研究所。注：冲击 1-5 分别对应不良率上升 100%、200%、400%，50%、100% 的关注类贷款转移至不良，下同。

图 11：2019 年整体信贷资产风险敏感性压力测试 (%)



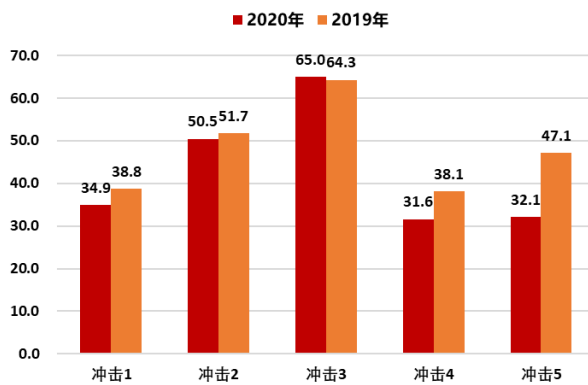
资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

图 12：30 家大中型银行未通过压力测试占比 (%)



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

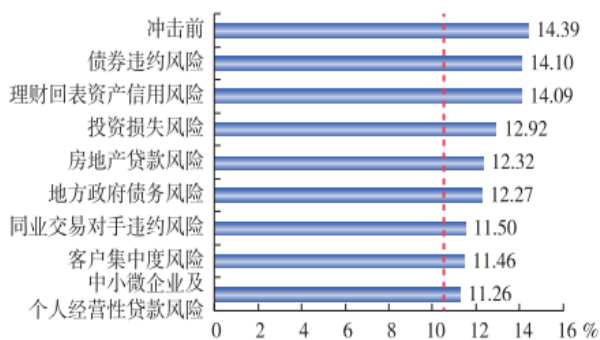
图 13：参试中小银行未通过压力测试占比 (%)



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

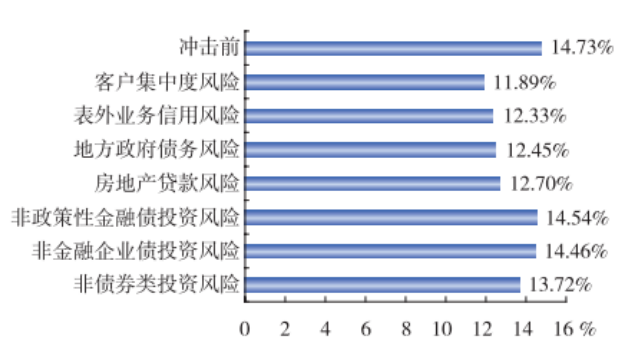
最严重冲击下，参试银行整体在重点领域敏感性压力测试的结果符合监管要求。但中小微企业及个人经营性贷款、客户集中度、同业交易对手、地方政府债务、房地产贷款等领域风险值得关注。理财回表资产信用风险、债券违约风险对参试银行影响较小。

图 14：最严重冲击下 2020 年重点领域敏感性压力测试结果（%）



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

图 15：最严重冲击下 2019 年重点领域敏感性压力测试结果（%）



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

5.1.3. 流动性风险与传染性风险测试结果显示，需要关注证券、保险业违约传染风险

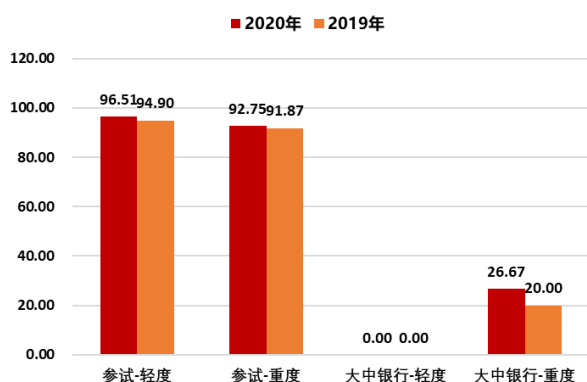
参试银行流动性整体充裕，4015 家参试银行中，轻度情景通过率为 96.51%，较 2020 年上升 1.61 个百分点；重度情景通过率为 92.75%，较 2020 年上升 0.88 个百分点。30 家大中型银行在轻度情景下全部通过测试，在重度情景下有 8 家未通过测试。

同业依赖高的银行流动性承压能力较差。未通过测试的银行对同业资金依赖较高，流动性压力较大，其资产负债结构、流动性风险管控等方面需重点关注。

传染性风险测试方面。传染性压力测试仅对资产规模在 3000 亿元以上 60 家银行开展，考察银行之间以及银行与非银行金融机构之间的风险传染效应。

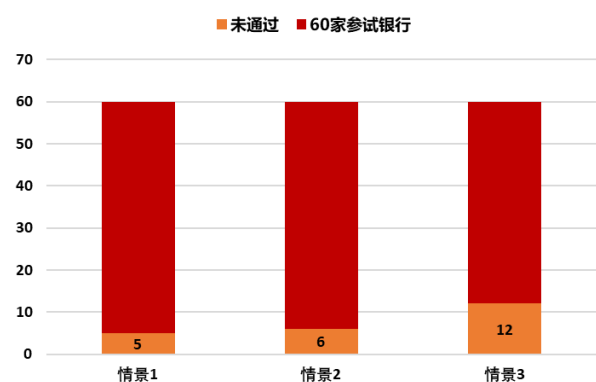
绝大多数的银行具备面对单家银行违约的抵御能力，银行业中的非银行金融机构违约并未明显增强银行间的风险传染性。但同业链条对传播风险仍有较大的影响力，证券业、保险业金融机构违约一定程度上增强了银行间风险传染性。

图 16：参试银行未通过流动性测试占比（%）



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

图 17：参试银行传染性风险压力测试未通过情况（家）



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

表 6：传染性风险压力测试情景

情景	情景假设
情景 1	假设参试银行分别发生信用违约，考察其可能产生的溢出效应。
情景 2	假设银行业中的非银行金融机构首先发生违约，参试银行收回部分同业投资，损失直接扣减核心一级资本净额，然后再考察其余参试银行分别发生信用违约时可能产生的溢出效应。
情景 3	假设证券业、保险业金融机构首先发生违约，参试银行收回部分投资，损失直接扣减核心一级资本净额，然后再考察其余参试银行分别发生信用违约时可能产生的溢出效应。

资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

综上所述，面对宏观情景压力测试，30 家大中型银行整体的抗冲击能力较强，在轻度情景下，即便 2022 年有部分银行无法通过测试，也基本能够依靠自身盈利补充资本，在 2023 年快速将资本充足水平恢复至监管要求以上。鉴于对今年与未来两年我国经济增速的预期明显高于轻度情景所指示的政策底线，以及市场风险对 30 家大中型银行资本充足水平的影响有限，估计监管机构会偏向于市场化的处置方式。

面对敏感性测试，中小银行对整体信贷资产质量恶化的抵御能力较弱，但部分大中型银行在面临不良贷款激增时的抵御能力也相对不足。

面对流动性风险测试与传染性风险测试，则进一步提示了同业链条的扩散风险。

整体而言，银行业压力测试的结果不容乐观，暴露了信用风险与同业链条仍是制约我国银行业持续健康稳定发展的关键因素，从紧迫性看，中小银行面临的补资本问题最突出。

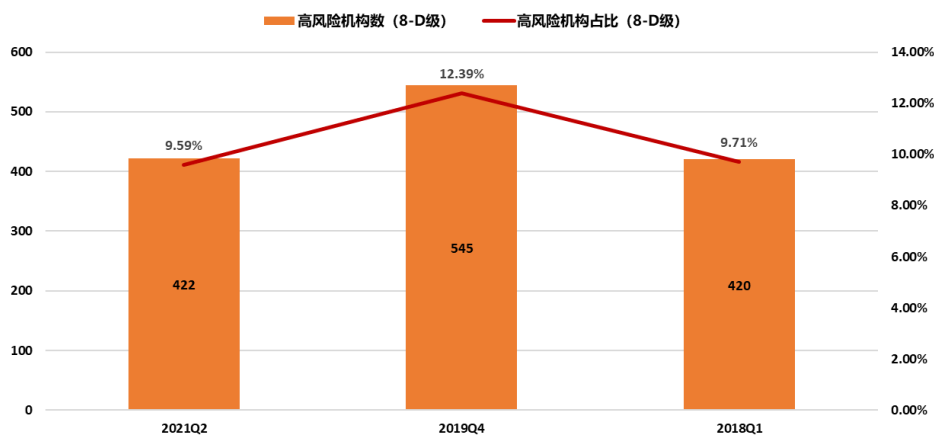
5.2. 央行金融机构评级结果

结合央行金融评级结果，我们进一步观察金融业、特别是中小银行的风险情况。

2021 年第二季度，人民银行对 4400 家银行业金融机构开展央行金融机构评级（以下简称央行评级），与 2019 年四季度参评样本数相同，比 2018 年多 93 家。

高风险机构（8-D 级）较上次评级减少 123 家，占比下降 2.80%。2018 年 Q1 以来，央行总共进行了 3 次金融机构评级，2018Q1、2019Q4 与 2021Q2 三次评级，高风险机构数分别为 422 家、545 家和 420 家，占比分别为 9.59%、12.39%和 9.71%。本次评级的高风险机构数基本回落到 2018Q1 水平，占比较 2019Q4 和 2018Q1 均进一步下降。

图 18：央行金融机构评级结果（家、%）

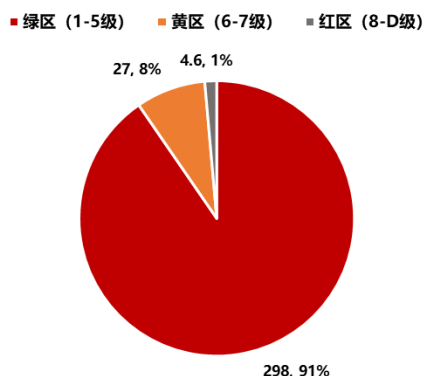


资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

分机构类型看，大型银行评级结果较好，高风险机构仍主要为农合机构与村镇银行。农合机构和村镇银行中的高风险机构数量分别为 271 家和 122 家，分别较去年减少 107 家和 57 家，但仍是风险最高的机构，数量占全部高风险机构的 93%。

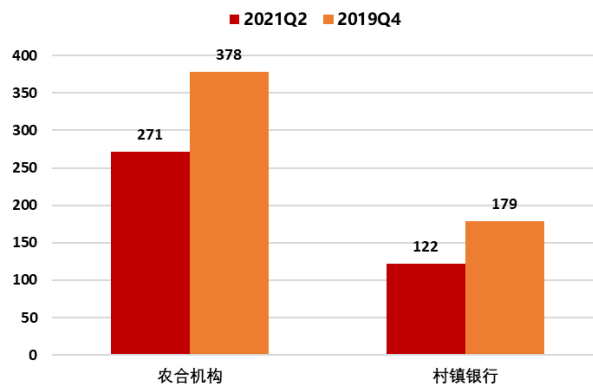
分区域看，绝大多数省份存量风险已压降，浙江、福建、江西、上海等省市辖内无高风险机构；广东、江苏、湖南、安徽等省“绿区”机构占比均超过 60%；19 个省市辖内高风险机构维持在个位数水平。辽宁、甘肃、内蒙古、河南、山西、吉林、黑龙江等省份高风险机构数量仍较多。

图 19：央行评级规模分布（万亿元、%）



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

图 20：农合机构和村镇银行的高风险机构数（家）



资料来源：天风证券研究所

6. 金融风险如何应对？

报告要求：

健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，构建防范化解金融风险长效机制。

坚持底线思维，加强金融风险全方位扫描预警。**全力做好存量风险化解工作**，坚决遏制各类风险反弹回潮。

进一步明确和压实各方责任，形成风险处置合力。以**“在线修复”**为主稳妥化解中小金融机构风险，持续推动中小金融机构改革化险。

化解重点区域金融风险，维护地方良好金融生态环境。

加大银行体系不良资产核销力度，**分类施策补充中小银行资本**。

强化平台企业金融活动监管，打击比特币挖矿和交易行为。

抓紧补齐监管制度短板，加快完善现代金融监管体系，加强监管协调。

健全金融风险问责机制，对重大金融风险严肃追责问责，有效防范道德风险。

有效发挥存款保险制度的作用，聚焦早期纠正，进一步完善存款保险专业化、市场化风险处置机制。

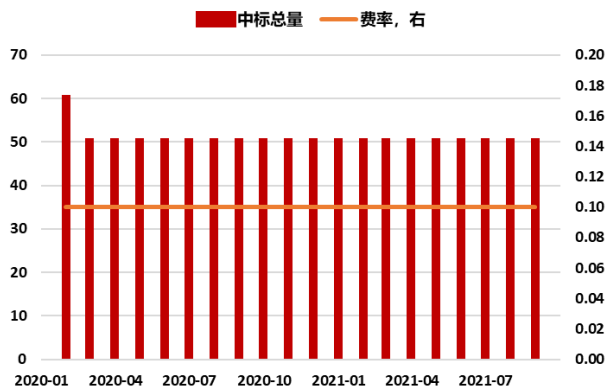
严密防范外部风险冲击，加强预期管理，做好应对预案和政策储备。**提升金融风险防控的前瞻性、全局性和主动性**，守住不发生系统性金融风险的底线。

6.1. 多渠道加快补充中小银行资本

为解决中小银行补资本的问题，报告提出要多渠道加快补充中小银行资本。

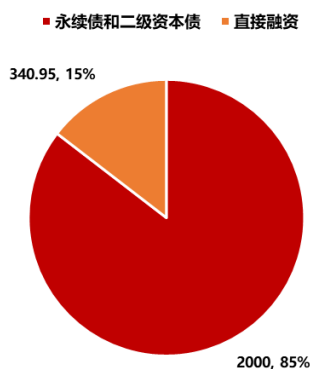
当前商业银行补资本主要有两方面主要渠道，一是股权类资本补充工具，如首次公开募股（IPO）、增发、配股和发行优先股；二是债权类资本补充工具，按照债券期限，可分为永续债和二级资本债，按照损失吸收机制，可分为转股型、减记型资本补充债券。

图 21：央行票据互换（CBS）操作中标总量与费率（亿元、%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 22：中小银行补充资本工具分布情况-不包括专项债（亿元、%）



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

疫情冲击下中小银行盈利水平和资产质量有所下滑，补充资本的紧迫性进一步上升。为支持中小银行补充资本，金融委创新了中小银行资本补充渠道，一是允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本；二是支持中小银行发行永续债、二级资本债等创新型资本工具；三是央行开展票据互换（CBS）操作提高永续债二级市场流动性，放宽了保险资金投资资本工具的条件；四是有多家银行通过直接融资方式补充资本。

2020 年，不包括地方专项债，中小银行分别通过债权类和股权类资本补充工具补充资本 2000 亿元和 340.95 亿元，占比分别为 85.44% 和 14.56%，债权类资本补充工具仍是大头。

针对中小银行抵御风险能力若的客观性，要进一步完善银行补充资本的市场环境和配套政策，支持地方政府在下达的额度内依法依规发行专项债券补充资本，指导支持中小银行用好足现有市场化渠道，探索开发创新型资本补充工具，健全可持续的资本补充体制机制。

同时要严控中小银行盲目扩张导致的外溢风险，将中小银行改革和补充资本相结合，推动中小银行厘清定位、完善治理、加强风险管控，形成健康发展的长效机制。

6.2. 建立我国逆周期资本缓冲机制

2008 年国际金融危机表明，在经济金融上升周期，商业银行信贷投放冲动较强，风险控制标准有所放松，容易造成系统性金融风险顺周期积累，原有的商业银行资本监管框架可能难以应对。为此，有必要在新的商业银行资本监管框架中引入逆周期调节机制。

2010 年 12 月，巴塞尔银行监管委员会首次引入逆周期资本缓冲（CCyB）的概念，成为巴塞尔协议 III 的重要组成部分。同时正式提出逆周期资本缓冲要求，要求各经济体监管当局对商业银行提出额外资本要求，即在最低资本充足率的基础上计提逆周期资本缓冲，比率为 0~2.5%，由核心一级资本满足。

截至 2020 年末，包括我国在内的 27 个成员经济体均已正式建立逆周期资本缓冲机制。根据 2020 年 9 月人民银行、银保监会联合发布的《关于建立逆周期资本缓冲机制的通知》，明确建立逆周期资本缓冲机制，同时将银行业金融机构初始逆周期资本缓冲比率设置为 0。

未来，将综合考虑宏观经济金融形势、宏观杠杆率、银行体系稳健性等因素，按年评估逆周期资本缓冲要求，特殊时期根据系统性金融风险防控需要适时进行调整。

虽然我国去年才正式建立逆周期资本缓冲机制，但在 2011 年出台的《中国银行业实施新监管标准指导意见》和 2013 年出台的《商业银行资本管理办法（试行）》中，我国已经在将逆周期资本引入银行业监管框架，并较早提出了“特定情况下，商业银行应当在最低资本要求和储备资本要求之上计提逆周期资本。逆周期资本要求为风险加权资产的 0~2.5%，由核心一级资本来满足”，“逆周期资本的计提与运用规则另行规定”的要求，在对 30 家大中银行进行的银行业测试中也有体现。

从今年银行业的测试结果看，要求 2.5% 的储备资本后，在 30 家大中型银行中，未通过测试的银行数明显增加。如果正式建立逆周期资本缓冲机制，并开始上调资本缓冲比率，银行体系对补充资本的要求将大幅提升，否则将限制银行在逆周期中的信贷扩张能力。

6.3. 房地产贷款集中度常态化化管理

根据近两年的银行业压力测试结果，房地产贷款风险一直是银行业风险的重点领域，房地产贷款也是居民杠杆率上升的主要原因。

实施房地产集中度管理，有利于提高金融体系稳健性、促进房地产市场平稳健康发展、金融资源从房地产转向实体经济、抑制居民部门杠杆率水平。

当前房地产贷款集中度管理制度已经进入常态化实施阶段，对于超出集中度上限的银行业金融机构，人民银行、银保监会以及各地人民银行分支机构和银保监会派出机构综合考虑各家银行业金融机构的实际情况，指导其制定过渡期调整方案，要求其合理选择业务调整方式、按年度合理分布业务调整规模，确保调整节奏相对平稳、调整工作稳妥有序。

表 7：房地产贷款集中度管理要求

银行分档类型	房地产贷款占比上限	个人住房贷款占比上限
第一档：大型银行		
中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行、中国银行、国家开发银行、交通银行、中国邮政储蓄银行	40%	32.50%
第二档：中型银行		
招商银行、农业发展银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、中国民生银行、中国光大银行、华夏银行、进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行	27.50%	20%
第三档：小型银行和非县域农合机构		
城市商业银行、民营银行、大中城市和城区农合机构	22.50%	17.50%
第四档：县域农合机构		
县域农合机构	17.50%	12.50%
第五档：村镇银行		
村镇银行	12.50%	7.50%

资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

6.4. 稳妥处置高风险金融机构的启示与探索

6.4.1. 稳妥处置包商银行风险的经验与教训

2019 年 5 月，人民银行、银保监会发布公告对包商银行实行接管，历时一年半的时间，顺利完成包商银行金融风险的精准拆弹。

包商银行风险的主要成因主要是三点，一是盲目扩张发展异地业务，包商银行前身为包头市商业银行，在内蒙古自治区及北京、成都、深圳、宁波等地共设立 18 家一级分行，拥有员工 10171 人。自 2011 年北京分行成立后，成为了包商银行实际总部所在地。

二是明天系控股并占用银行资金，“明天系”在控股包商银行期间，通过虚构业务，以应收款项投资、对公贷款、理财产品等多种交易形式，占用包商银行资产总规模近 30%。“明

天系”长期占用资金，无法归还，严重侵蚀包商银行的利润和资产质量。

三是“明天系”股东多次尝试重组包商银行，但均以失败告终。2017 年开始，包商银行的风险逐步暴露，经营难以为继。受到多方面因素影响，重组工作难以取得实质进展，随着外部融资条件不断恶化，只能通过高息揽储等方式，勉强维持流动性。

包商银行资产规模较大，不良资产占比高，被接管时已经严重资不抵债，所涉同业链条较长，存在较高的涉众性风险和外溢风险。为稳妥应对上述挑战和风险，最大限度保障广大债权人权益，监管机构提出了“新设一家银行收购承接业务+包商银行破产清算”的处置方案，即在行政接管阶段，设立一家新银行，按照市场评估价格，收购承接包商银行的资产和负债。未受保障债权及包商银行股东权益留存于包商银行，待进入司法阶段后破产清算，实现分担部分经营损失的法律效果。并在接管期间严肃开展追责任责工作。

包商银行风险处置为后续处置中小银行风险提供了借鉴，给出了启示，在化解风险方面，主要有六点启示：一是坚持法治化原则，全面依法依规推进风险处置；二是坚决防范系统性风险，维护金融稳定；三是切实防范道德风险，严肃市场纪律；四是坚持市场化原则，努力实现成本最小化；五是明晰金融风险处置责任，确保处置程序高效有序运转吗，六是充分发挥存款保险风险处置平台作用，建立健全市场化退出机制。

在防范风险方面，主要有三点启示：一是规范中小银行公司治理，健全风险防范机制；二是持续完善现代金融监管体系，筑牢金融安全防线；三是完善存款保险早期纠正机制，扎实织密金融安全网。

6.4.2. 违规控制金融机构的问题及处置探索

处置高风险金融机构的实践表明，大股东或实际控制人违规控制金融机构、规避监管、掏空金融机构，是金融风险的重要来源。

图 23：高风险金融机构普遍存在的主要问题、成因、处置障碍与政策建议

主要问题	成因与处置障碍	政策建议
- 规避监管获得控制权 - 公司治理和内部控制失灵 - 以关联交易掏空金融机构 - 风险长期隐藏导致处置困难	- 问题股东控制金融机构动机不纯 - 金融监管有效性有待进一步提升 - 金融管理部门缺乏必要的处置权力 - 司法实践探索有待进一步加强	- 严格股东准入和持续监管 - 研究探索风险处置中的股权减记 - 进一步推动实质合并破产的司法实践

资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

针对高风险金融机构普遍存在的，例如规避监管获得控制权、公司治理和内部控制失灵、以关联交易掏空金融机构与风险长期隐藏导致处置困难等主要问题，报告梳理了其成因与处置障碍，并给出了若干政策建议。

6.4.3. 防范金融风险的进一步机制体制建设

针对防范风险方面的启示，报告进一步通过三个专题“建立更加严格规范的最后贷款人机制”、“存款保险制度实施成效显现”、“健全金融消费者权益保护机制”进行扩展。

报告提出要建立更加严格规范的最后贷款人机制，当银行等金融机构面临流动性风险，而其他金融机构又无力或不愿对其进行援助的时候，中央银行出于防范金融风险的考虑，适时履行最后贷款人职能。

为了建立更加严格规范的最后贷款人机制，报告提出了三点要求：

一是要压实各方风险处置责任，切实防范道德风险。明确了责任主体的顺序先后为金融机构及其股东，地方政府，存款保险基金、其他行业保障基金，最后才是央行。

二是要精准判断风险性质，严格规范央行资金使用条件。明确了央行原则上只向陷入流动性风险、而非资不抵债风险的金融机构提供资金支持，除非单家金融机构的风险有可能演变为系统性风险，央行才会出于维护金融稳定的目的提供救助。且需严格落实担保措施。

三是要强化监督干预，保障央行资金安全。

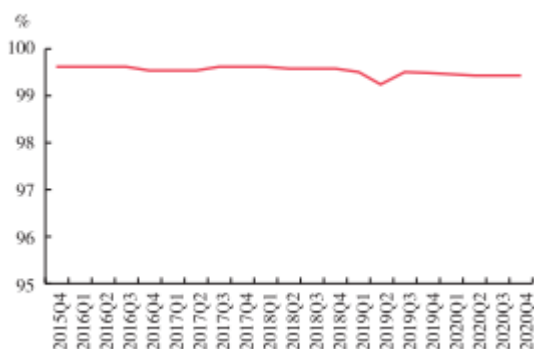
报告指出了存款保险制度初见成效，要进一步发挥其在处置中小银行风险、增强中小银行信用方面的作用。

2015 年 5 月，我国存款保险制度正式建立。截至 2020 年末，全国 4024 家投保机构按规定办理了投保手续。被保险存款合计 190.3 万亿元，受保存款 80.3 万亿元，占比 42.2%。存款保险 50 万元偿付限额能够为 99.4% 的存款人提供全额保障，保障水平基本保持稳定。

存款保险制度有助于增强中小银行信用，为各类银行创造公平竞争的市场环境。截至 2020 年末，相较于 2015 年四季度，中小银行存款余额 105.8 万亿元，较《条例》出台时增长 60.5%；存款市场份额 51.3%，上升 3.2 个百分点。

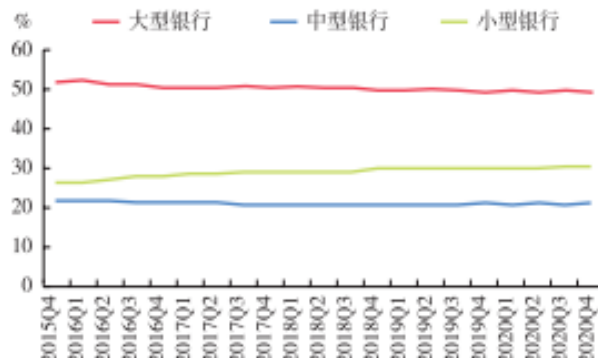
最后，报告提出要健全金融消费者权益保护机制，从制度和法律层面进一步保护金融消费者的长远和根本利益。

图 24：存款保险客户覆盖率变化情况（%）



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

图 25：大型、中型、小型银行存款市场份额变化情况（%）



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

7. 小结

9月3日中国人民银行发布《中国金融稳定报告(2021)》，如何看待当前国内金融风险？如何处置与推进？本文进行简要解读。

2020年以来，国际形势严峻复杂，国内改革发展稳定任务艰巨繁重。防范化解重大金融风险攻坚战取得了重要阶段性成果，在宏观稳杠杆、处置金融风险和整顿金融秩序方面均较好的实现了既定目标，金融风险整体收敛、总体可控。

当前百年变局和世纪疫情交织叠加，世界进入动荡变革期，国内外不稳定性不确定性显著上升。疫情使得大变局加速演变，国际经济、科技、文化、安全、政治等格局都在发生深刻变化。国内防控疫情输入压力依然较大，经济恢复不均衡、基础不牢固，金融风险仍然点多面广，区域性金融风险隐患仍然存在，部分企业债务违约风险加大，个别中小银行风险较为突出。

下一阶段，常态化阶段的金融防风险工作要继续坚持稳中求进工作总基调，守住不发生系统性金融风险的底线。在继续统筹推进常态化疫情防控和经济社会发展的同时，保持宏观金融政策的连续性、稳定性和可持续性，处理好恢复经济和防范风险关系，促进经济平稳健康运行。

工作重点转向健全制度体系，推动中小金融机构改革化险，着力降低信用风险，维护股市、债市、汇市平稳运行，严密防范外部风险冲击。

如何看待当前宏观问题与银行业风险？

宏观问题方面，一是经济增速放缓导致的宏观杠杆率上升风险，因此要处理好恢复经济和防风险关系，促进经济平稳健康运行；二是可能的跨境资本冲击，目前来看，这部分影响有限，但从前瞻性、全局性和主动性考虑，仍需加强监控。

金融业风险方面，银行压力测试结果表明，2022年经济底线假设约4.78%，中小银行压力较大，补资本问题突出且急迫，还需要关注证券、保险业违约传染风险。

央行金融机构评级结果表明，风险整体可控，高风险机构较去年数量减少、占比下降；分结构类型看，大型银行评级结果较好，高风险机构仍主要为农合机构与村镇银行；分区域看，绝大多数省份存量风险已压降，

金融风险如何应对？报告要求：

健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，构建防范化解金融风险长效机制。

全力做好存量风险化解工作，坚决遏制各类风险反弹回潮；以“在线修复”为主稳妥化解中小金融机构风险，持续推动中小金融机构改革化险；加大银行体系不良资产核销力度，分类施策补充中小银行资本；健全金融风险问责机制，对重大金融风险严肃追责问责，有效防范道德风险。

严密防范外部风险冲击，加强预期管理，做好应对预案和政策储备。提升金融风险防控的前瞻性、全局性和主动性，守住不发生系统性金融风险的底线。

8. 市场点评与展望

8.1. 市场点评：资金面整体宽松，长债收益率先下后上

本周央行公开市场净回笼 400 亿元，资金面整体宽松。周一，央行 7 天逆回购投放 500 亿元，到期 100 亿元，净投放 400 亿元，资金面整体均衡；周二，央行 7 天逆回购投放 500 亿元，到期 100 亿元，净投放 400 亿元，资金面较紧张；周三，央行 7 天逆回购投放 100 亿元，到期 500 亿元，净回笼 400 亿元，资金面好转，主要回购利率明显回落；周四，央行 7 天逆回购投放 100 亿元，到期 500 亿元，净回笼 400 亿元，资金面整体均衡；周五，央行 7 天逆回购投放 100 亿元，到期 500 亿元，净回笼 400 亿元，资金面宽松，存款类机构供给充裕。

长债收益率先下后上。周一，美国上周首请失业金人数超预期，中央全面深化改革委员会第二十一次会议强调要完善反垄断体制机制，增强大宗商品储备和调节能力，长债收益率下行 2BP；周二，中国 8 月官方制造业 PMI 低于预期，非制造业 PMI 和综合 PMI 回落明显，长债收益率略微下行；周三，8 月财新中国制造业 PMI 跌破荣枯线，长债收益率继续下行 2BP；周四，美国 8 月 ADP 新增就业人数低于预期，欧元区 7 月份失业率略降，长债收益率略微上行；周五，习近平主席昨日表示，将设立北交所作为服务创新型中小企业主阵地，央行表示当前房地产贷款集中度管理制度已进入常态化实施阶段，长债收益率略微上行。

9. 一级市场

根据已公布的利率债招投标计划，从 9 月 6 日至 9 月 12 日将发行 49 支利率债，共计 2707.43 亿，其中地方政府债 41 支。

表 8：下周已披露发行计划利率债概况

招投标日期	债券简称	计划发行 总额(亿)	债券期 限(年)	招 标 方 式	招 标 标 的	是否增发	债券评 级	票面 利率(%)	利率类型
2021-09-06	21 农发 08(增 4)	50.00	5	荷兰式	价格	是	-	2.9900	固定利率
2021-09-06	21 农发 06(增 7)	40.00	3	荷兰式	价格	是	-	2.7800	固定利率
2021-09-06	进出 2104	20.00	2	荷兰式	利率	否	-		固定利率
2021-09-07	21 河北债专项(二十九期)IB	103.00	30	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-07	21 河北债专项(二十八期)IB	12.00	15	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-07	21 辽宁债再融资一般(六期)IB	104.06	3	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-07	21 河北债专项(三十期)IB	60.00	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-07	21 河北债一般(十一期)IB	55.00	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-07	21 辽宁债专项(十六期)IB	96.00	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-07	21 辽宁债再融资专项(七期)IB	78.40	30	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-07	21 农发清发 04(增发 4)	50.00	7	荷兰式	价格	是	-	3.1900	固定利率
2021-09-07	21 农发清发 03(增发 7)	30.00	2	荷兰式	价格	是	-	2.5800	固定利率
2021-09-08	21 附息国债 08(续 4)	580.00	2	混合式	价格	是	-	2.5700	固定利率
2021-09-08	21 附息国债 11(续发)	580.00	5	混合式	价格	是	-	2.6900	固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(四十一期)SZ	7.12	20	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(四十六期)SZ	5.45	5	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(三十六期)SZ	0.80	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 云南债专项(十三期)IB	51.60	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(四十九期)SZ	4.01	15	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(三十三期)SZ	1.00	20	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(四十八期)SZ	6.47	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(三十二期)SZ	4.06	15	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(四十二期)SZ	1.00	7	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率

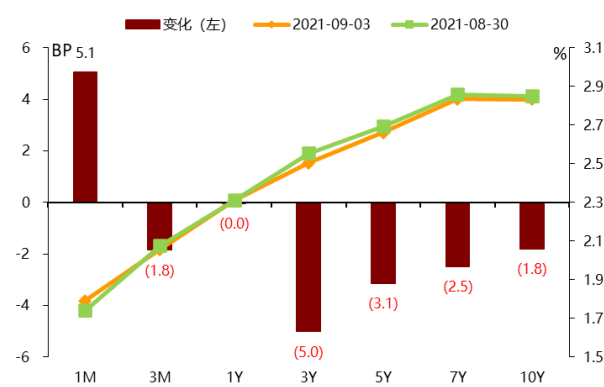
2021-09-09	21 湖南债专项(四十七期)SZ	5.41	7	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 云南债专项(十四期)IB	16.24	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(三十一期)SZ	1.70	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 安徽债再融资专项(四期)SZ	4.40	5	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(四十四期)SZ	22.74	15	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(三十五期)SZ	2.57	20	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 云南债专项(九期)IB	32.65	5	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(三十八期)SZ	1.00	20	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债一般(十期)SZ	16.36	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 云南债一般(三期)IB	62.11	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 云南债专项(十期)IB	38.33	7	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 安徽债再融资一般(五期)SZ	35.00	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(四十五期)SZ	8.41	20	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 云南债专项(十六期)IB	92.82	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(三十九期)SZ	2.86	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(三十七期)SZ	1.37	15	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 云南债专项(十二期)IB	28.55	7	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 云南债专项(十五期)IB	17.85	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(三十期)SZ	1.50	7	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 云南债专项(十一期)IB	59.96	7	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(五十期)SZ	2.19	20	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(四十期)SZ	17.67	15	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(四十三期)SZ	10.01	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-09	21 湖南债专项(三十四期)SZ	4.68	15	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2021-09-10	21 附息国债 03(续 2)	260.00	50	荷兰式	价格	是	-	3.7600	固定利率
2021-09-10	21 宁夏债再融资一般(七期)IB	21.08	10	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率

资料来源: Wind, 天风证券研究所

10. 二级市场

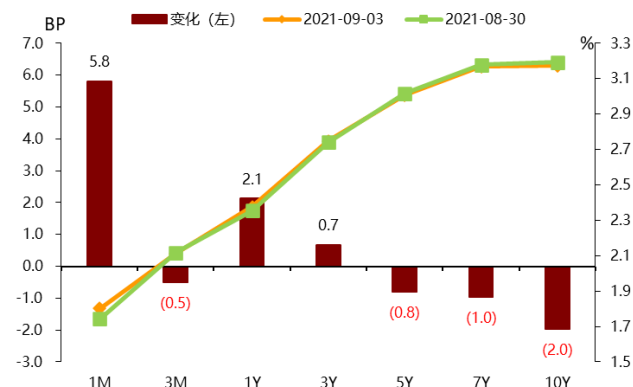
本周长债收益率先下后上。全周来看, 10 年期国债收益率下行 2BP 至 2.83%, 10 年国开债收益率下行 2BP 至 3.17%。1 年与 10 年国债期限利差收窄 2BP 至 52BP, 1 年与 10 年国开债期限利差收窄 4BP 至 80BP。

图 26: 10 年期国债收益率下行 2BP 至 2.83%



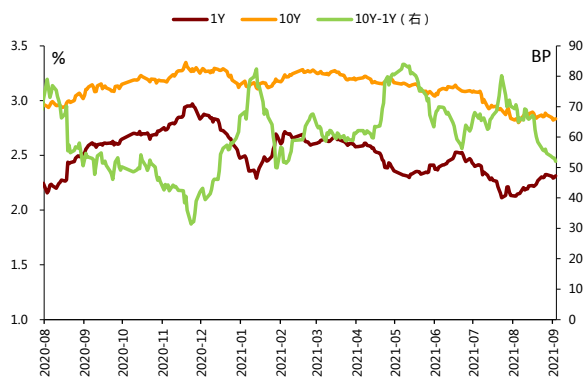
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: 10 年国开债收益率下行 2BP 至 3.17%



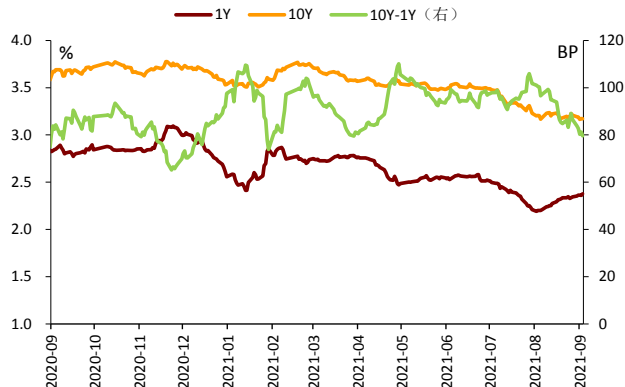
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 28：1 年与 10 年国债期限利差收窄 2BP 至 52BP



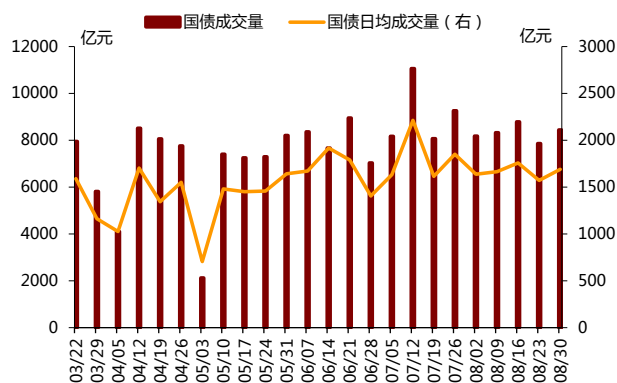
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：1 年与 10 年国开债期限利差收窄 4BP 至 80BP



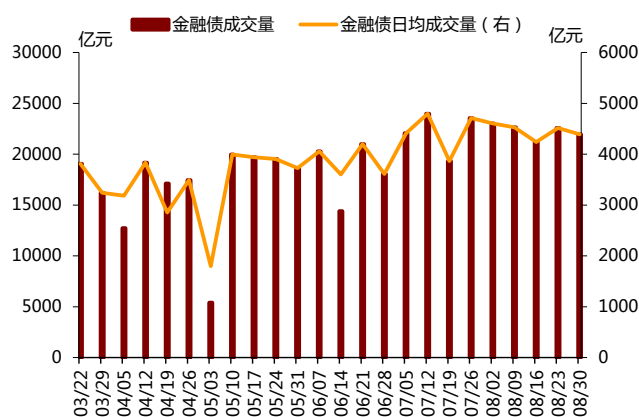
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：银行间国债日均成交 1689 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：银行间金融债日均成交 4391 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

11. 资金利率

本周央行公开市场净回笼 400 亿元，资金面整体宽松。银行间隔夜回购利率上行 11BP 至 1.93%，7 天回购利率下行 28BP 至 2.05%；上交所质押式回购 GC001 下行 195BP 至 2.20%；香港 CNHHibor 隔夜利率下行 59BP 至 1.86%；香港 CNHHibor7 天利率下行 29BP 至 2.76%。

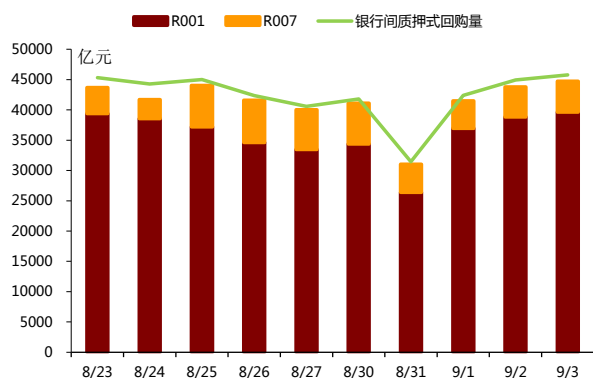
表 9：银行间市场质押式回购利率周变化

单位：%	DR001	DR007	DR014	DR021	DR1M	DR2M	DR3M	DR6M
2021-09-03	1.9321	2.0478	2.0458	2.0516	2.2473	2.3168	2.5000	/
2021-08-30	1.8231	2.3298	2.3271	/	2.6237	2.4000	/	/
涨跌幅（BP）	10.90	-28.20	-28.13	/	-37.64	-8.32	/	/

资料来源：Wind，天风证券研究所

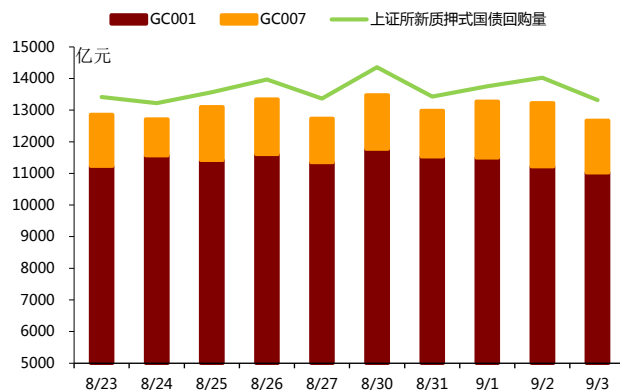
注：回购利率为存款类机构质押式回购加权利率

图 32：银行间存款类机构质押式回购规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：上证所新质押式国债回购规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 10：上证所新质押式国债回购利率周变化

单位：%	GC001	GC002	GC003	GC004	GC007	GC014	GC028	GC091
2021-09-03	2.2030	2.1970	2.1910	2.2150	2.2500	2.2620	2.4530	2.3090
2021-08-30	4.1500	3.9230	3.5380	2.9630	2.6970	2.4040	2.3380	2.3010
涨跌幅（BP）	-194.70	-172.60	-134.70	-74.80	-44.70	-14.20	11.50	0.80

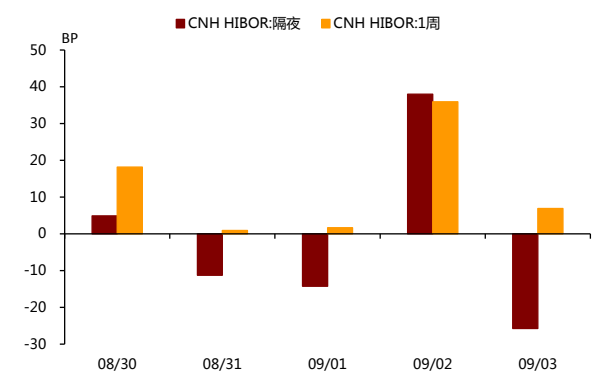
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 11：香港 CNHHibor 利率周变化

单位：%	CNHHIBOR:隔夜	CNHHIBOR:1 周	CNHHIBOR:2 周	CNHHIBOR:1 个月	CNHHIBOR:3 个月	CNHHIBOR:6 个月	CNHHIBOR:9 个月	CNHHIBOR:1 2 个月
2021-09-03	1.8587	2.7605	2.9053	3.6228	3.3355	3.2917	3.2672	3.2672
2021-08-30	2.4535	3.0475	3.0380	3.1693	3.1732	3.1622	3.1772	3.1762
涨跌幅（BP）	-59.48	-28.70	-13.27	45.35	16.23	12.95	9.00	9.10

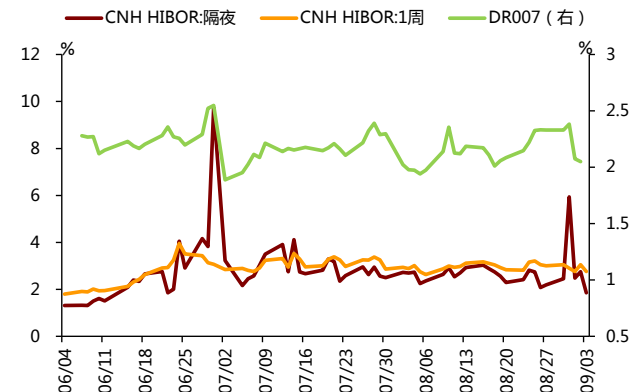
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：CNHHibor 利率日度变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：CNHHibor 利率与 DR007 利率变化对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

本周央行公开市场净回笼 400 亿元，下周有 1300 亿元逆回购到期。

表 12：未来一个月公开市场到期情况（亿元）

周	逆回购	MLF	国库现金定存	合计
2021/9/6 - 2021/9/12	1300	0	0	1300
2021/9/13 - 2021/9/19	0	6000	0	6000
2021/9/20 - 2021/9/26	0	0	700	700
2021/9/27 - 2021/10/3	0	0	0	0

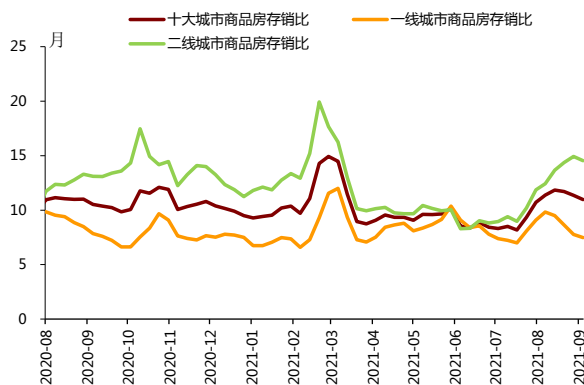
资料来源：Wind，天风证券研究所

12. 实体观察

12.1. 中观行业数据

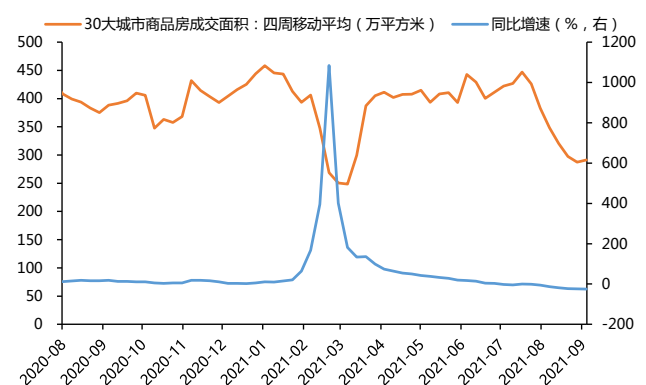
房地产：30 大中城市商品房合计成交 325.85 万平方米，四周移动平均成交面积同比下降 25%。

图 36：十大城市商品房存销比



资料来源：Wind，天风证券研究所

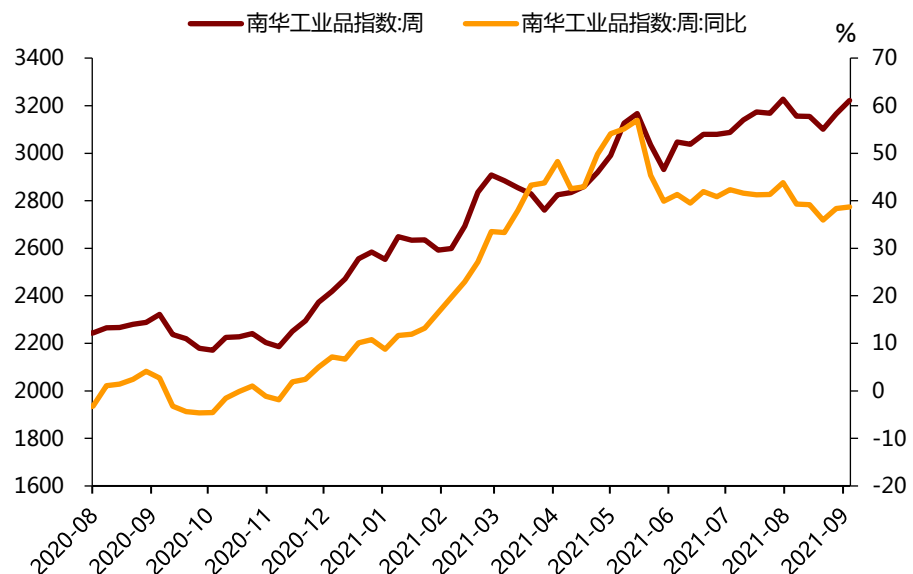
图 37：上周商品房合计成交 325.85 万平方米



资料来源：Wind，天风证券研究所

工业：南华工业品指数 3221.6 点，同比上升 38.72%。

图 38：南华工业品指数

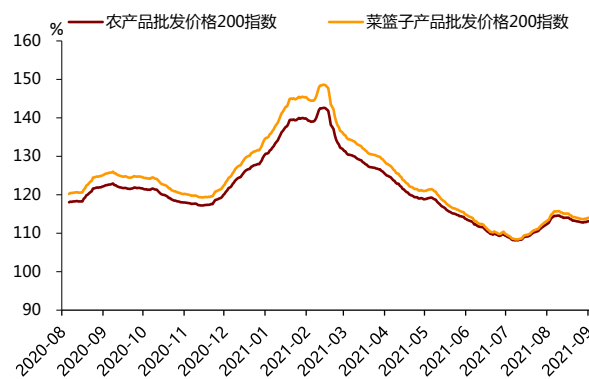


资料来源：Wind，天风证券研究所

12.2. 通胀观察

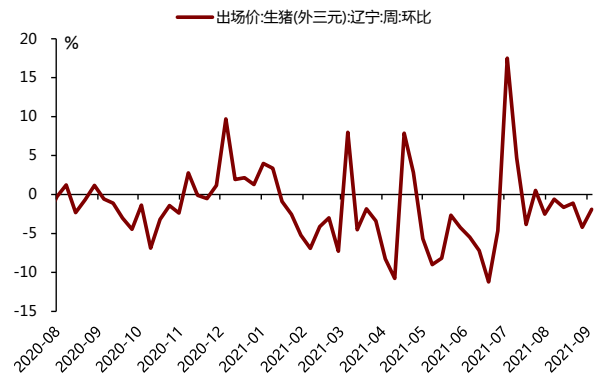
上周农产品批发价格 200 指数环降 0.04%；上周生猪出场价环降 1.91%。

图 39：上周农产品批发价格 200 指数环降 0.04%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：生猪出场价环降 1.91%



资料来源：Wind，天风证券研究所

13. 国债期货：国债期货价格整体上涨

表 13：国债期货一周主要数据变动

	收盘价	收盘价涨跌幅(%)	结算价	结算价涨跌幅(%)	持仓量	持仓量变动	日均成交额(亿元)	日均成交额变动(亿元)
TF2203	100.95	0.24	100.95	0.25	731	280	2.06	1.29
TF2109	101.39	0.14	101.39	0.15	2864	-14250	29.84	13.91
TF2112	101.22	0.20	101.23	0.23	58075	4647	220.65	21.03
T2203	99.98	0.40	99.98	0.42	1132	200	7.45	5.50
T2109	100.57	0.40	100.57	0.43	919	-16327	34.65	-16.21
T2112	100.28	0.38	100.30	0.42	152475	12623	609.35	3.05
TS2109	100.85	1.27	100.81	1.25	255	-9660	39.21	26.37
TS2112	100.81	0.64	100.81	0.67	25046	4120	34.65	-16.21
TS2203	100.69	-0.14	100.68	-0.14	558	118	7.05	3.43

资料来源：Wind，天风证券研究所

14. 利率互换：利率整体下行

表 14：银行间回购定盘利率互换一周数据变动

	3M	6M	9M	1Y	2Y	3Y	5Y	5Y-1Y
2021-09-03	2.2741	2.2761	2.2829	2.2932	2.3700	2.4616	2.6541	36.09
2021-08-30	2.2850	2.2830	2.2930	2.3097	2.3843	2.4788	2.6768	36.71
变动 (BP)	-1.09	-0.69	-1.01	-1.65	-1.43	-1.72	-2.27	-0.62

资料来源：Wind，天风证券研究所

15. 外汇走势：美元指数整体下行

图 41：人民币对美元汇率



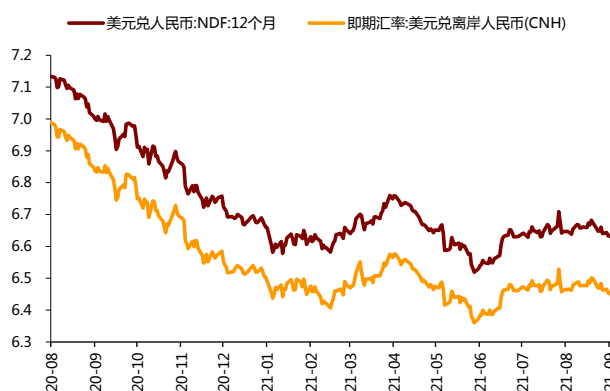
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：美元指数



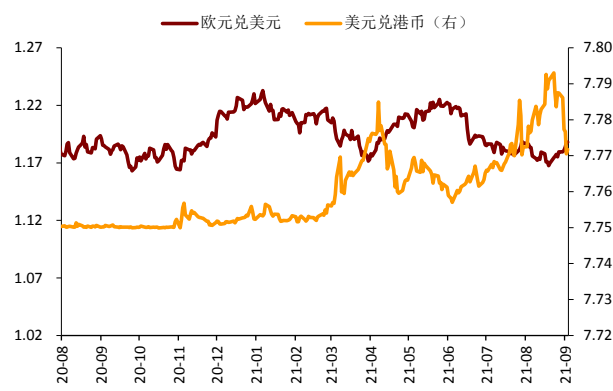
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：美元兑人民币 NDF 和 CNH



资料来源：Wind，天风证券研究所

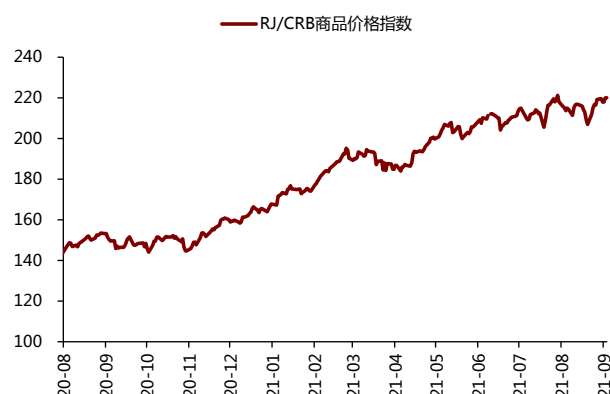
图 44：美元与主要货币汇率



资料来源：Wind，天风证券研究所

16. 大宗商品：原油价格先下后上

图 45：大宗商品价格指数



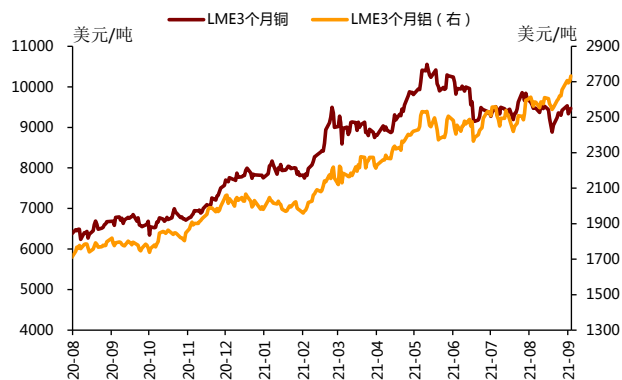
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：原油价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：铜和铝价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：铁矿石价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49：大豆现货价格和期货价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：天然橡胶期货价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

17. 海外债市：美债收益率整体上行

图 51：美国 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 52：德国 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 53：意大利 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 54：日本 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所