

经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

中国系统性金融风险分析报告

2022年一季度



摘要

一季度，国内外局势复杂化，负面事件集中出现，系统性金融风险升高且存在上升趋势。具体表现为：股市出现全市场的异常波动，信用债违约与评级预警数量增多，信用风险溢价水平升高，国债期限利差收窄，市场规避风险偏好升高，投资者普遍对未来经济增长持悲观预期。北大汇丰股市系统性风险指数及时准确地反映了这些变化，各维度的指数均在三月陡升。指数显示，市场的悲观预期从金融业逐渐传染到了中国的各个行业。

市场风险方面，针对中国股债集聚性波动引发系统性金融风险升高的现状，应适时释放积极信号，稳定金融市场信心。针对中概股与港股互联网行业的极端行情，应积极化解中美监管冲突，稳步推进平台经济治理。

信用风险方面，实体还款压力受疫情影响升高，这对信用债和银行贷款均产生较大负面影响。金融体系仍应向重点行业与重点人群提供资金支持，帮助企业与居民缓解流动性问题。此外，一季度的违约债券中近 60%与房地产相关，恒大事件对房地产行业的冲击仍在持续。在坚持“房住不炒”的大背景下，银行应向住房需求类贷款以及房地产供应链关键环节释放资金支持。

北大汇丰股市系统性风险指数显示，商业银行股价收益率的同向变动是拉动金融业系统性风险持续上升的主要因素。保障银行体系的稳定性是中国系统性金融风险的核心。在当前实体和房地产信用风险升高的情况下，急需出台配套政策防范风险通过银行系统传染扩大。一方面，应通过结构性货币政策释放流动性，另一方面，应深化存款利率改革，推动存款利率与贷款利率同步下行。

*北大汇丰智库宏观金融组（撰稿人：岑维、王馨徽、吴佳璇。作者感谢张森对此文的贡献。）

成稿时间：2022 年 4 月 15 日

联系人：程云（0755-26032270，chengyun@phbs.pku.edu.cn）

系统性金融风险产生的一个重要根源在于金融体系内在的联动性与传染性。2021年12月31日，中国人民银行发布《宏观审慎政策指引（试行）》详细解释了系统性金融风险的定义。根据《指引》，系统性金融风险是指可能对正常开展金融服务产生重大影响，进而对实体经济造成巨大负面冲击的金融风险。系统性金融风险主要来源于时间和结构两个维度：（1）**从时间维度看**，系统性金融风险一般由金融活动的一致行为引发并随时间累积，主要表现为金融杠杆的过度扩张或收缩，由此导致的风险顺周期的自我强化、自我放大；（2）**从结构维度看**，系统性金融风险一般由特定机构或市场的不稳定引发，通过金融机构、金融市场、金融基础设施间的相互关联等途径扩散，表现为风险跨机构、跨部门、跨市场、跨境传染。近年来，中国政府十分重视对系统性金融风险的防范，金融监管部门也反复强调“坚决守住不发生系统性金融风险底线”。本报告主要通过对股票市场、债券市场、银行体系的波动风险、集聚风险、信用风险进行分析，探讨当下中国系统性金融风险水平与主要影响因素。

一、股票市场风险

1.1 北大汇丰股市系统性风险指数：各个行业均提示风险上升

股票间的相关性是刻画股票市场系统性风险的良好代理变量。股票价格由二级市场上投资者的交易行为直接驱动，其相关性可以反映股票市场的风险传播机制。股票价格一方面反映企业内在价值，投资者基于企业的内在价值来进行二级市场的交易，企业之间通过内在价值的关联性产生联动效应；另一方面，反映了投资者的非理性行为，行为金融学中的期望理论、后悔理论、羊群效应等加剧了股票价格的波动性，并使得波动具备传染性。上述两方面均导致了股价的集体波动，从而产生了股票市场的系统性风险¹。基于此，北大汇丰智库的宏观金融研究团队通过挖掘A股上市公司股价之间的关联关系与联动情况编制和公开发布“北大汇丰·股市系统性风险指数”²。

¹胡宁.网络视角下的中国股票市场系统性风险[J].中国外资,2021(18):82-84.

²指数每个交易日17时在北大汇丰智库官网更新（<https://thinktank.phbs.pku.edu.cn/>）

分板块看，A 股各板块一季度的系统性风险指数均有明显上升（图 1）。沪深主板风险上升幅度最大，季末比季初指数升高 36.6%。科创板与创业板的系统性风险指数也呈现出较大幅度的升高，季末比季初分别升高 27.9%、13.8%。主板、创业板、科创板的系统性风险指数分别在 3 月 15 日、3 月 16 日、1 月 27 日出现当季最大涨幅（10.6%、3.3%、2.9%）。一季度主板系统性风险指数有 3 天变动幅度超过近四年的 3 倍标准差（1 月 25 日、3 月 14 日、3 月 15 日）。

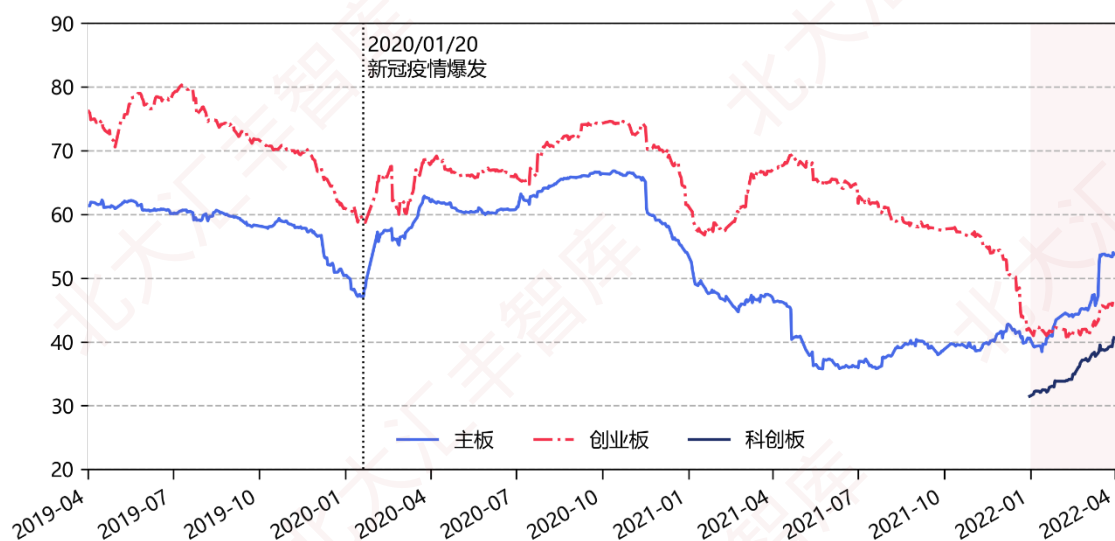


图 1：A 股系统性风险指数（分板块）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

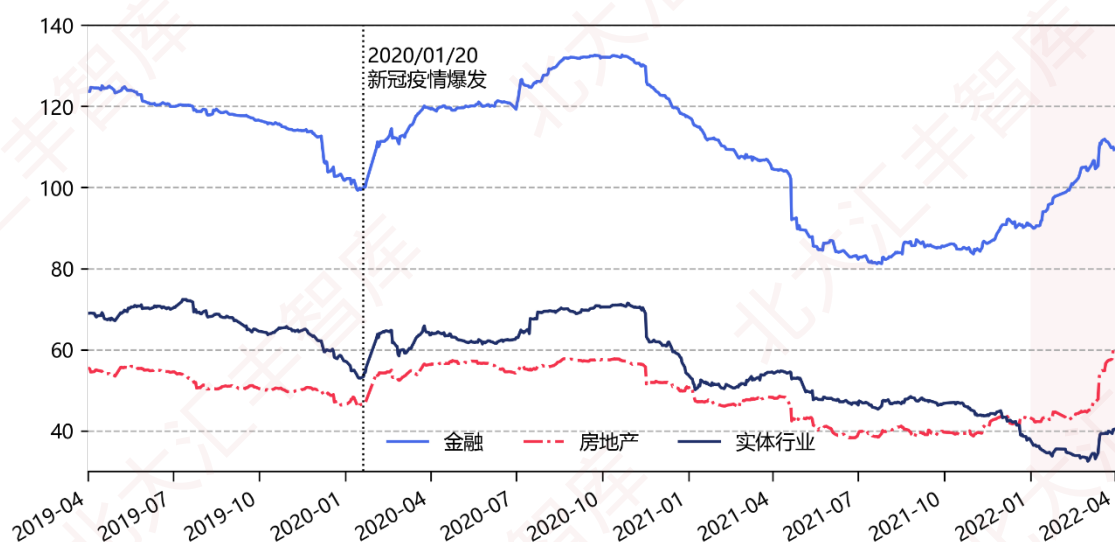


图 2：A 股系统性风险指数（分行业）

注：实体行业为除去金融行业和房地产行业的其他行业

数据来源：Wind，北大汇丰智库

分行业看，金融业系统性风险指数自一季度季初开始就呈现出上升趋势，季末比季初升高 21.5%（图 2）。房地产业和实体行业的系统性风险指数在 1-2 月没有明显上涨趋势，而 3 月则出现爆发性地升高，当月涨幅分别为 33.3%和 21.2%。随着俄乌战争爆发、欧美对俄制裁不断加码、中国监管政策不确定性增加，市场的悲观预期从金融业逐渐传染到了中国的各个行业。金融、房地产、实体行业的系统性风险指数均在 3 月 15 日出现当季最大涨幅（3.9%、10.6%、8.0%）。一季度金融业系统性风险指数有 2 天变动幅度超过近四年的 3 倍标准差（1 月 14 日、3 月 15 日）；房地产业系统性风险指数有 4 天变动幅度超过近四年的 3 倍标准差（1 月 25 日、3 月 15 日、3 月 22 日、3 月 30 日）。

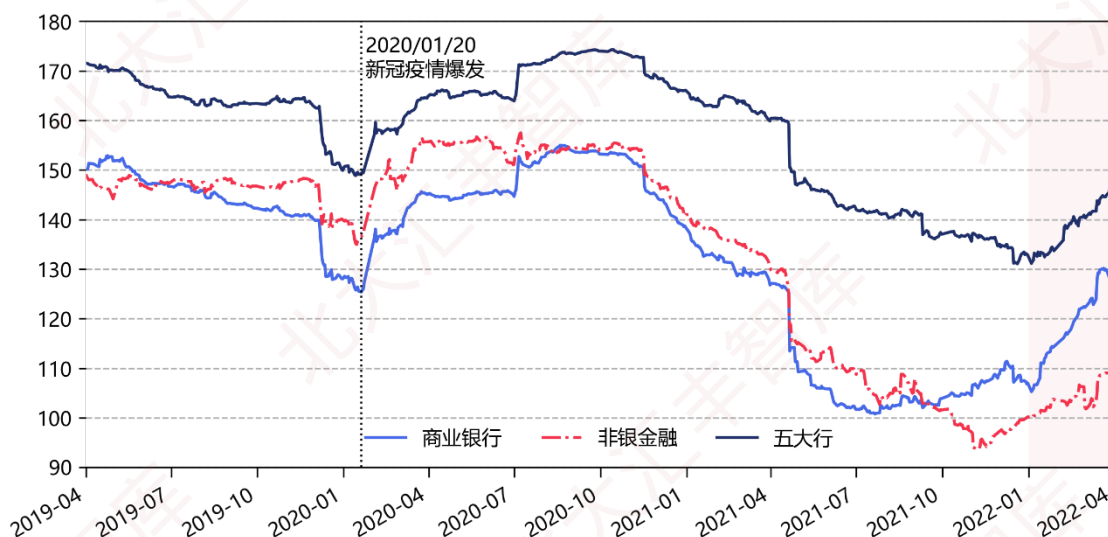


图 3：A 股系统性风险指数（金融业）

注：五大行包括中国银行、农业银行、工商银行、建设银行、交通银行

数据来源：Wind，北大汇丰智库

金融行业方面，商业银行股价收益率的同向变动是拉动金融业系统性风险持续上升的主要因素，季末商业银行系统性风险指数比季初升高 21.6%（图 3）。一季度五大行和非银金融系统性风险指数分别上升 11.5%和 10.0%。五大行、商业银行、非银金融的系统性风险指数分别在 2 月 8 日、3 月 15 日、3 月 16 日出现当季最大涨幅（1.9%、3.2%、2.8%）。一季度商业银行系统性风险指数有 2 天变动幅度超过近四年的 3 倍标准差（1 月 14 日¹、3 月 15 日）；非银金融系统性风险指

¹ 2022 年 1 月 14 日，银保监会发布《银行保险机构关联交易管理办法》指出，银行保险机构应当维护公司经

数有 1 天变动幅度超过近四年的 3 倍标准差（3 月 16 日）。

实体行业方面，一季度消费行业、信息技术、公共事业、工业与材料、医疗保健的系统性风险指数分别上升 26.2%、22.3%、16.8%、9.6%、6.2%（图 4），且均在 3 月出现大幅的上涨，3 月分别升高 22.9%、14.3%、12.4%、22.4%、8.6%。消费、工业与材料、公共事业在 3 月 15 日出现当季最大涨幅（5.7%、6.8%、8.0%），医疗保健、信息技术的系统性风险指数分别在 2 月 15 日、3 月 7 日出现当季最大涨幅（2.4%、3.7%）。一季度 5 个实体行业系统性风险指数变动幅度超过近四年 3 倍标准差的有：消费行业 3 月 7 日、3 月 14 日、3 月 15 日；工业与材料 3 月 15 日、3 月 16 日；公共事业 3 月 15 日；信息技术 3 月 7 日。

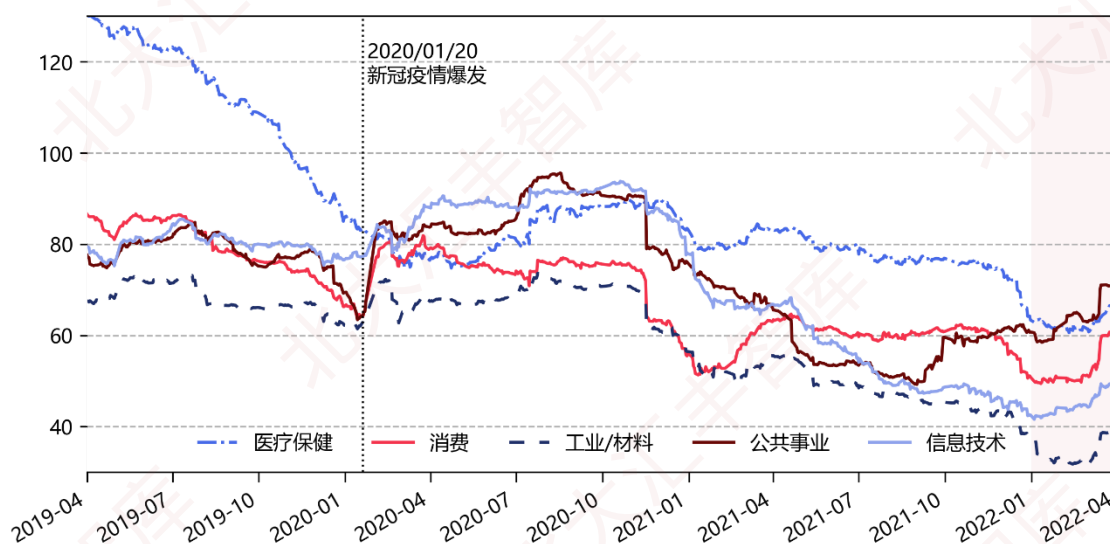


图 4: A 股系统性风险指数（实体行业）

注：消费包括 wind 可选消费和 wind 日常消费，工业/材料包括 wind 工业和 wind 材料，公共事业包括 wind 公用事业、wind 能源、wind 电信服务

数据来源：Wind，北大汇丰智库

中概股方面，在美上市的中国企业股票价格自 2021 年 7 月出现集体性的下跌，系统性风险指数一路上升，2021 年下半年上升幅度达 69.8%（图 5）。2022 年 1-2 月风险延续，中概股系统性风险指数升高 4.4%；3 月国际市场风险爆发，中概股系统性风险指数飙升 26.8%，为近 20 年最高的月度涨幅。一季度中概股系统性风

营独立性，提高市场竞争力，控制关联交易的数量和规模，重点防范向股东及其关联方进行利益输送风险，避免多层嵌套等复杂安排；央行会同银保监会修订了《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理暂行办法》，形成《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法（征求意见稿）》。

险指数变动幅度超过近四年 3 倍标准差的有 3 月 14 日、3 月 16 日、3 月 18 日，分别升高 3.7%、12.6%、3.3%。美股中概股主要为互联网企业，受中国监管政策和市场极度悲观预期等因素的影响，原本充满活力的中国互联网企业受到巨大冲击，引发行行业系统性风险的快速大幅上升。

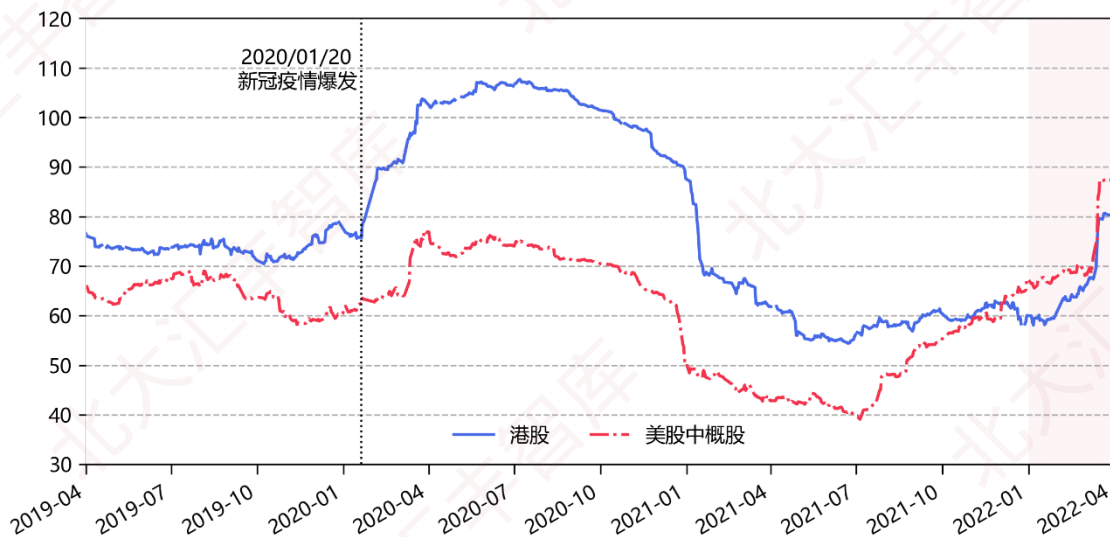


图 5：港股、中概股系统性风险指数

数据来源：Wind，北大汇丰智库

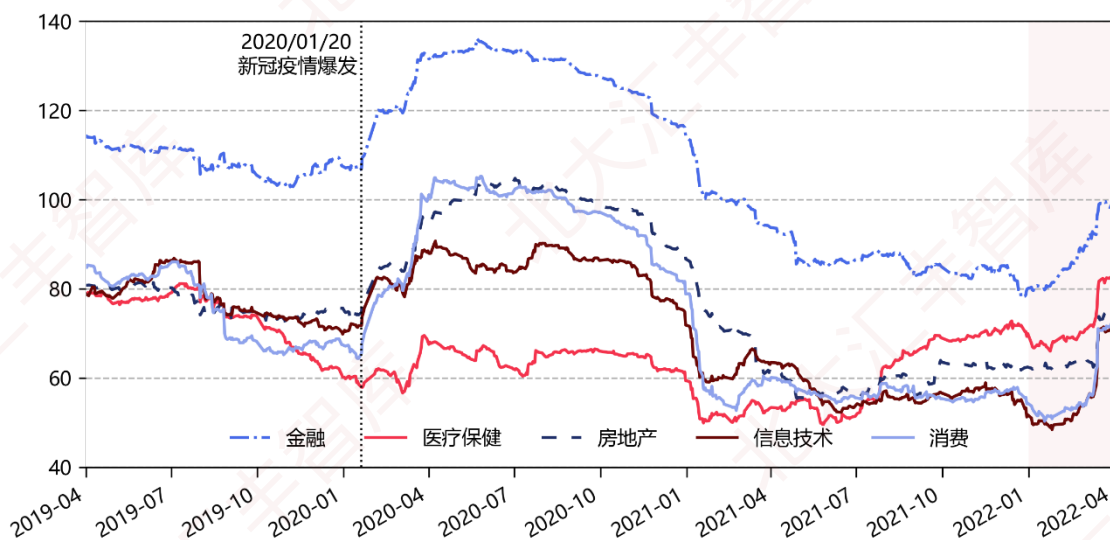


图 6：港股系统性风险指数（分行业）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

港股方面，港股系统性风险指数在 1-2 月升高 8.5%，3 月则飙升 22.1%（图 5），在 2 月 7 日出现当季最大涨幅（6.8%）。与中概股相似，港股的系统性风险同样主要来源于互联网行业。2022 年一季度，港股信息技术、消费（包含提供消费相

关服务的互联网企业)、房地产、金融、医疗保健的系统性风险指数分别升高 39.6%、34.5%、22.7%、22.5%、21.9%，且均在 3 月出现大幅的上涨，3 月分别升高 32.4%、33.6%、18.8%、10.5%、17.6%（图 6）。消费、信息技术、医疗保健均在 3 月 16 日出现当季最大涨幅（14.5%、13.6%、5.3%），房地产和金融行业的系统性风险指数分别在 3 月 17 日、3 月 15 日出现当季最大涨幅（7.7%、4.6%）。一季度港股 5 个实体行业系统性风险指数变动幅度超过近四年 3 倍标准差的有：信息技术 3 月 14 日、3 月 15 日、3 月 16 日；消费行业 3 月 14 日、3 月 16 日；房地产 3 月 15 日、3 月 17 日；金融 2 月 7 日、3 月 7 日、3 月 15 日。

总体而言，各个指数均在 3 月 15 日附近出现极端涨幅，可以认为是市场恐慌情绪的集聚爆发点。在地缘政治冲突加剧、美联储加息预期压制、国内疫情反复等多重利空因素叠加下，恐慌情绪在全市场传染发酵，股市系统性风险急速上升。

1.2 股指波动风险：全市场出现异常波动

2022 年一季度 A 股市场的股指日内波动率显著升高（图 7），**风险在全市场传导**，引起大中小盘股一致表现出巨幅波动。沪深 300、中证 500、中证 1000 的日内波动率分别有 38%、26%、41%的天数高于近五年的均值。

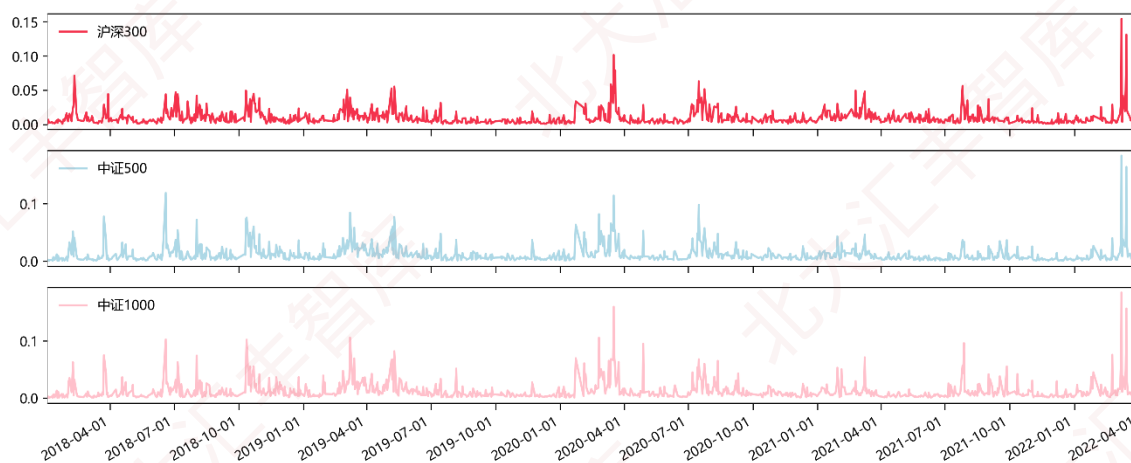


图 7：A 股指数市场波动率（按规模）¹

数据来源：Wind，北大汇丰智库

¹ 计算方法参考 Garman MB, Klass MJ. On the estimation of security price volatilities from historical data[J]. Journal of business, 1980:67-78.

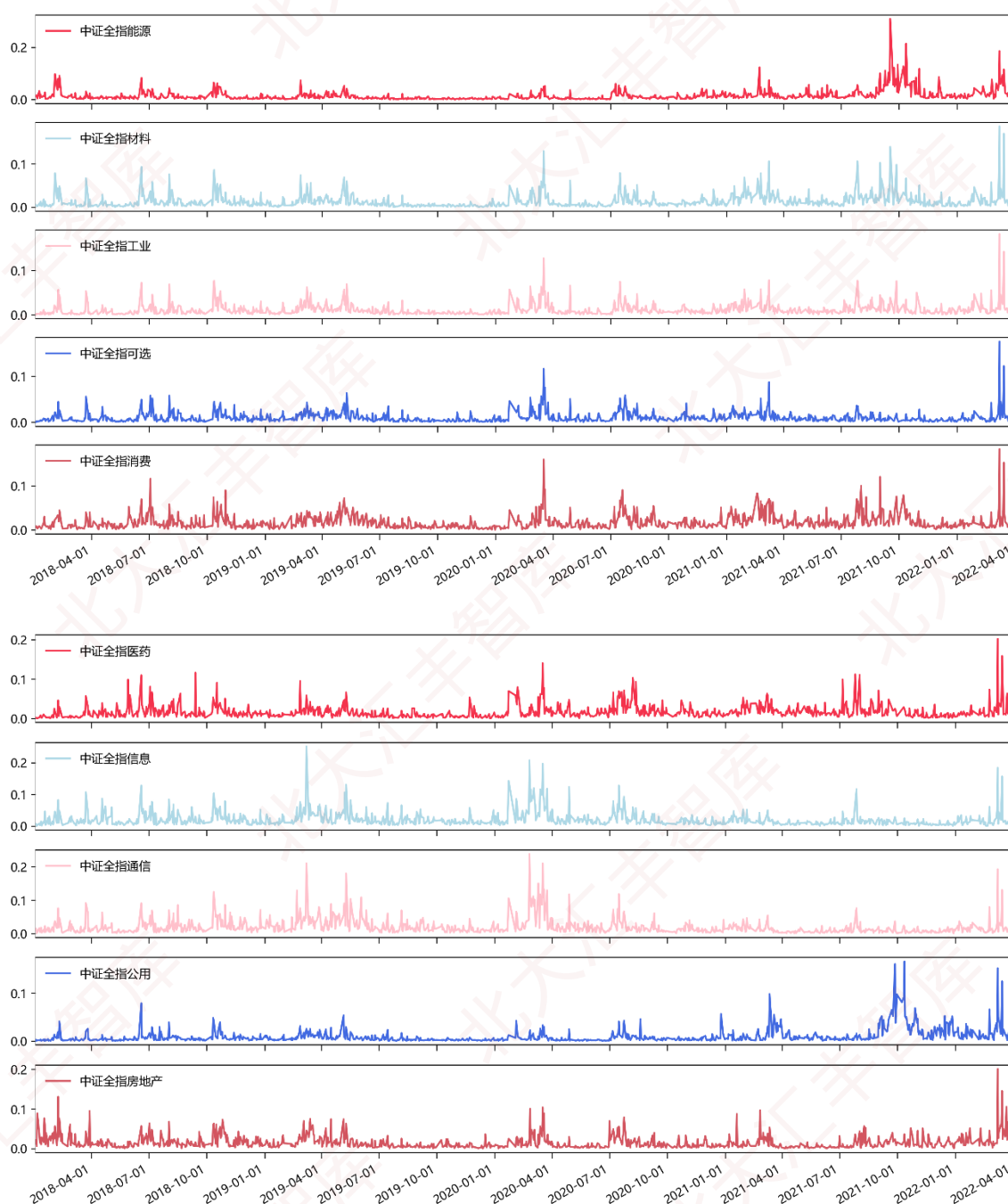


图 8：A 股指数市场波动率（按行业）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

各个行业指数也在一季度近乎同步地出现波动率峰值（图 8）。3 个规模指数和 10 个行业全指的最大波动均集中在 3 月 9 日和 3 月 16 日。除信息和通信外，其余 11 个指数在 3 月 9 日和 3 月 16 日的日内波动率甚至高于 2020 年疫情爆发引起的最大波动。3 月 16 日，金融委、证监会等多部门发布股市利好消息，意在维护资本市场稳定，但改利好消息使得 A 股市场 V 型反弹，导致了当天全市场的巨

幅波动，也导致了系统性风险指数的上升。

市场的异常波动反映出一季度较高的系统性风险。不同行业、不同规模的企业同时呈现出极高的波动性，易触发极端市场风险，资产价格的剧烈波动往往和尾部风险高度相关。此外，股票市场的高波动意味着在短期内获得极大资本利得的机会大大增加，股市波动的加剧会助长市场投机性¹，不利于长期资金进入股市。

1.3 市场估值风险：总体较低，但房地产风险大幅上升

随着股价的大幅下跌，尽管 3 月无风险收益率²有所上升，一季度 A 股市场总体估值风险仍呈现明显下降趋势（图 9），总体估值风险较低，大中小盘代表性指数的季末估值风险水平均低于 5 年平均。一季度沪深 300、中证 500、中证 1000 市盈率分别下降 11.7%、10.9%、18.1%。

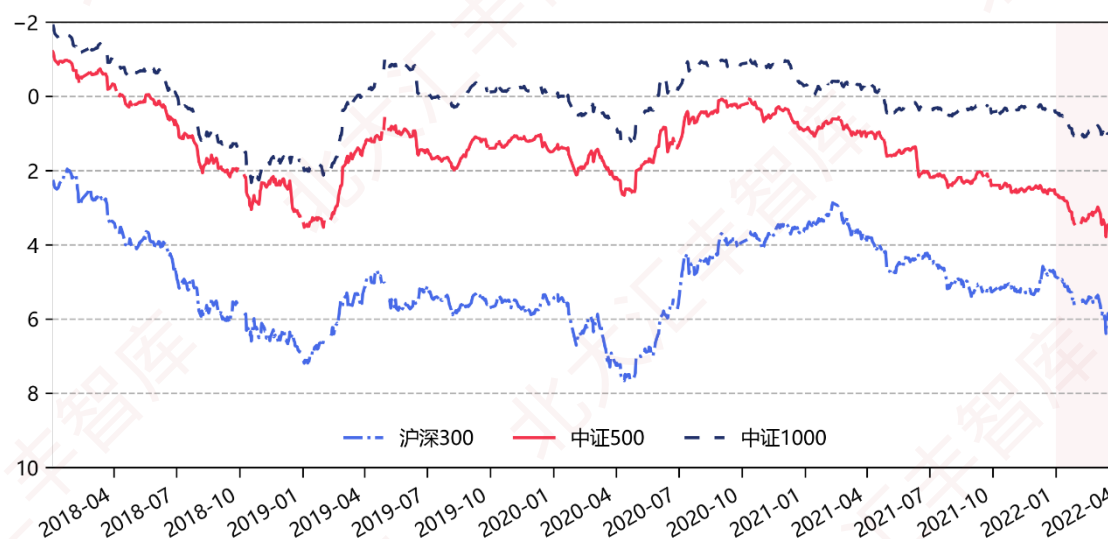


图 9：A 股市场估值风险（按规模）³

数据来源：Wind（上海清算所），北大汇丰智库

¹尹力博,韦亚.股市波动助长了市场投机性吗?[J].管理评论,2021,33(12):15-29.

²此处使用国开债 1 年期到期收益率（来源：Wind，上海清算所）。

³计算公式为： $(1 \div \text{指数市盈率}_{\text{TMM}}) - \text{国开债到期收益率}_{1\text{年期}}$ 。该值越小，意味着投资股票获得的收益率（相对于无风险利率）越低，则股票估值风险越大。

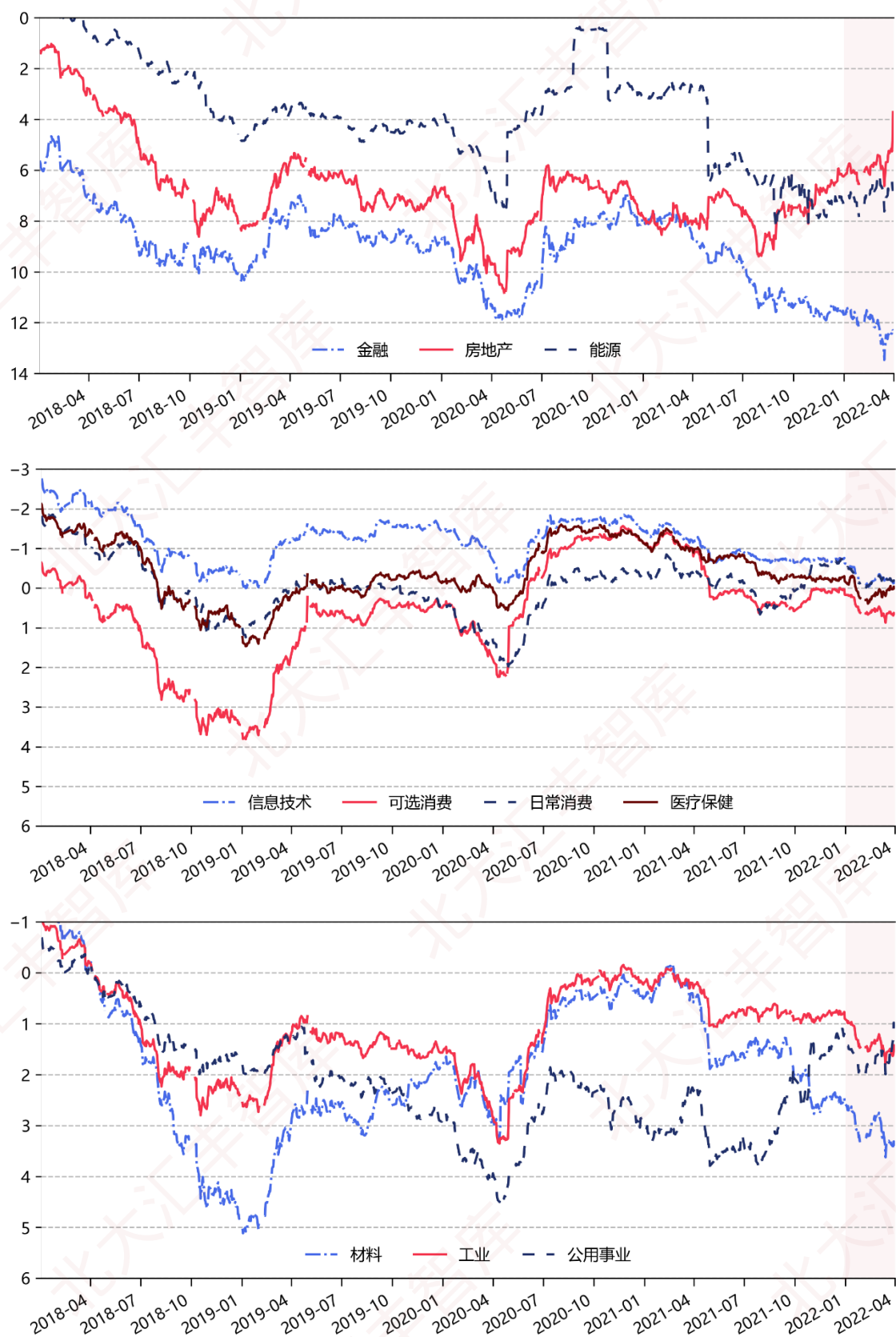


图 10: A 股市场估值风险 (分行业)

数据来源: Wind (万得一级行业指数), 北大汇丰智库

分行业看，2022 年一季度，万得房地产、公用事业、能源行业指数市盈率分别上涨 40.6%、10.3%、5.1%，万得金融、医疗保健、工业、材料、可选消费、日常消费、信息技术、电信服务行业指数市盈率分别下降 4.5%、6.0%、13.5%、13.9%、16.8%、18.0%、23.3%、31.3%（图 10）。除房地产、公用事业、日常消费外，其余行业季末估值风险水平则均低于 5 年平均。

一季度房贷市场政策暖风不断，多地下调个人住房贷款利率以及房贷首付比例，各地商业银行加快个人住房信贷的审批速度和投放力度¹。贝壳研究院 3 月监测的 103 个重点城市主流首套房贷利率为 5.34%，二套利率为 5.60%，环比分别回落 13 个、15 个基点，一定程度改善了住房信贷环境。但股市投机者对积极的政策信号做出负面的投机反应，导致房地产行业估值风险在 3 月大幅上升 30.2%，需要关注警惕泡沫出现。

二、债券市场风险

2.1 信用债违约风险：房地产风险突出，实体还款压力可能持续增大

2022 年 1、2、3 月分别有 7、10、24 项债券违约（图 11）。3 月信用债违约数量出现较为突出的上升趋势。一季度的 41 项违约债券中，近 60%与房地产相关，12%与信息科技咨询相关。自 2021 年央行出台“三道红线”政策之后，房地产行业流动性压力陡增。恒大危机以来，房地产行业仍旧持续面临冲击，地产开发项目的违约数量居高不下。一季度的违约债券中，有 20 项未按时兑付本金或利息，13 项展期，8 项触发交叉违约。违约前债项评级为 BBB、B+和 BB 的最多，没有 AAA 类债券违约。一般中期票据、私募债、一般公司债各有 14、9、7 项违约。

负面事件方面，一季度共有 271 项主体评级预警事件，环比增加 4.6%（图 12）。其中材料、消费、信息技术、电信服务占比分别增加 5.5%、2.5%、1.4%、1.4%。一季度共有 919 项债项评级预警事件，环比减少 28.3%（图 13）。但房地产行业的评级预警事件仍旧较多，一季度共有 112 项主体评级预警事件和 316 项债项评

¹ 第一财经-杜川, (2022-03-21). 五部委发声后，多地下调房贷首付比例、贷款利率.

级预警事件，分别占总事件数的 41.3%和 34.4%（而 2021 年末，房地产债券存量仅占信用债总量的 3.1%）。一季度工业行业债项评级预警的占比为 37.4%，较去年四季度增加了 6.4%。由于疫情反复，实体行业还款压力可能持续增大。

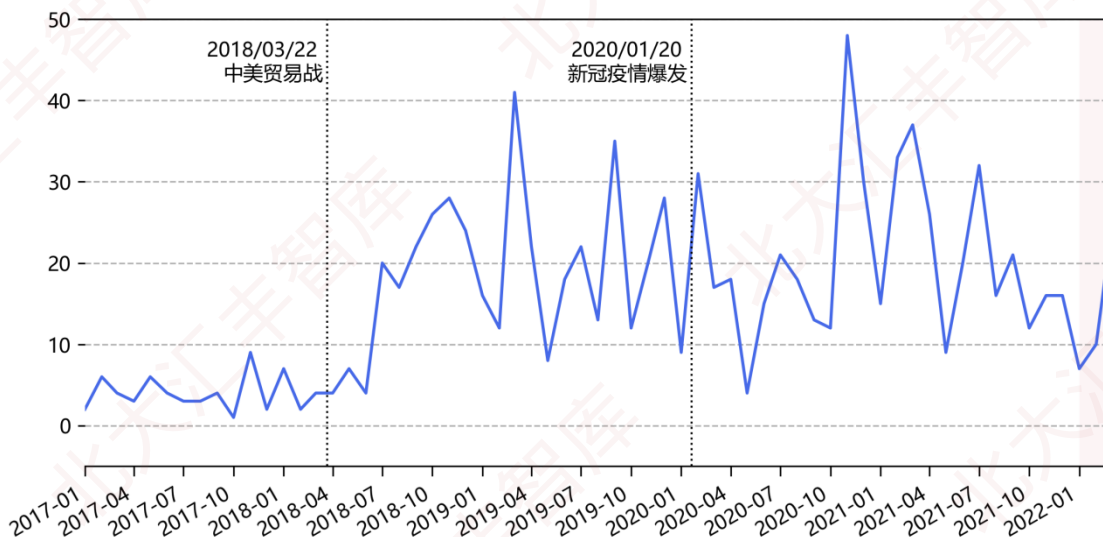


图 11: 信用债违约项目数量 (单位: 项)

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

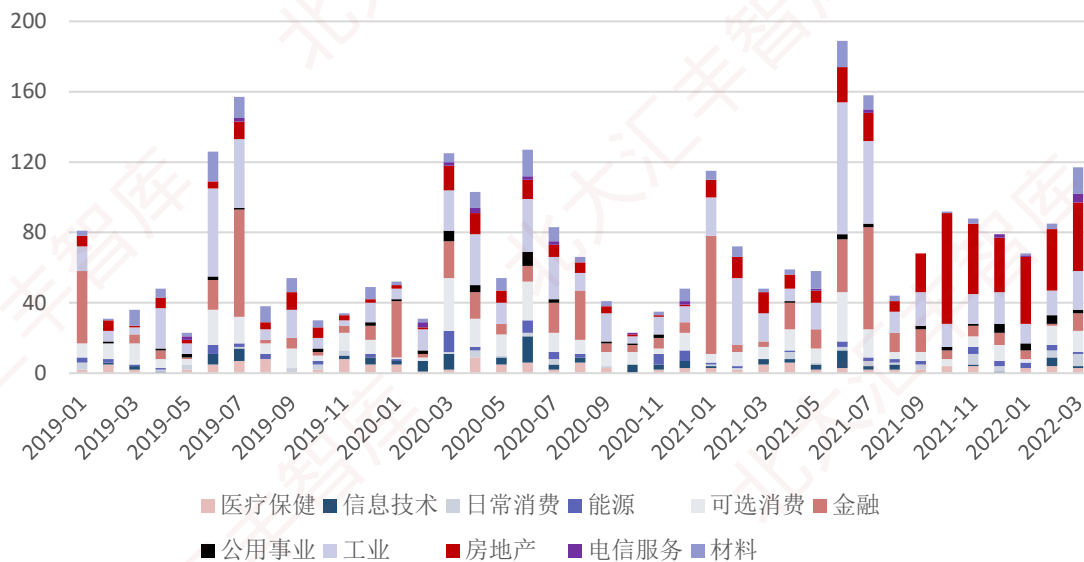


图 12: 信用债主体评级预警数量 (单位: 项)

注: 包括评级调低、评级展望调低、评级展望负面、列入评级观察

数据来源: Wind, 北大汇丰智库

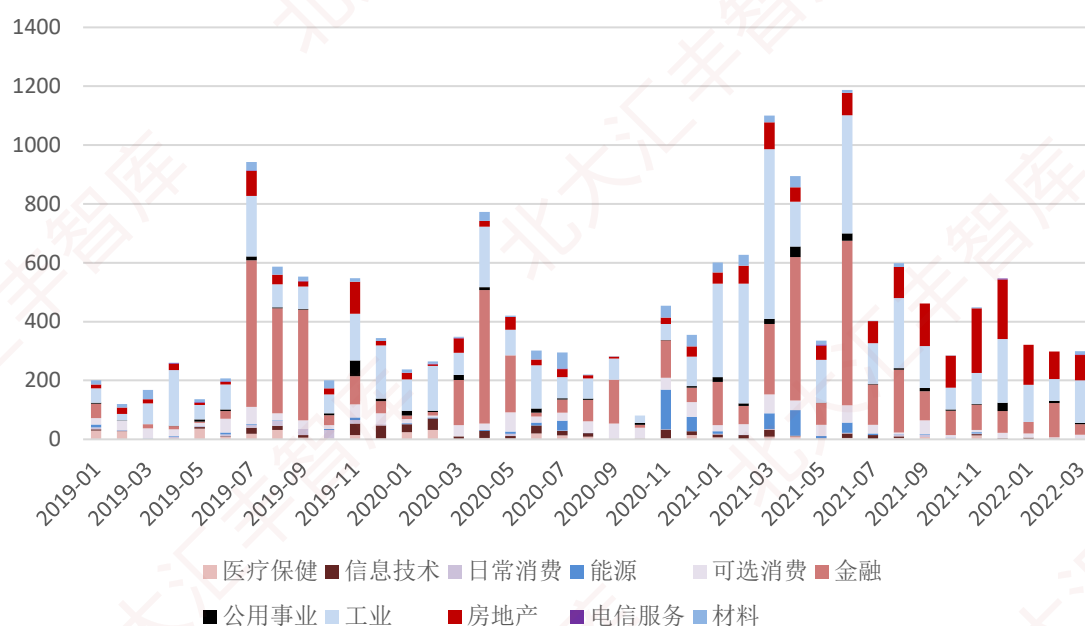


图 13：信用债债项评级预警数量（单位：项）

注：包括评级调低、隐含评级调低、列入评级观察

数据来源：Wind，北大汇丰智库

2.2 信用债风险溢价：利差走阔，市场对企业中长期还款能力担忧加剧

分期限看，2022 年一季度，0.5 年至 1 年期产业债周平均信用利差收窄 1.9bp，1 至 3 年期、3 至 5 年期、5 至 10 年期、10 年以上期限的产业债周平均信用利差分别扩大 7.3bp、15.7bp、10.8bp、21.4bp（图 14）。5 年期以下产业债的信用利差在历史较低水平，0.5 至 1 年期、1 至 3 年期、3 至 5 年期产业债的一季度末周平均信用利差分别位于近 5 年的 9.1%、15.1%、35.2%分位，对金融系统的产生的压力较小。而 5 年期以上产业债的信用利差处于历史高位，5 至 10 年期、10 年以上产业债的一季度末周平均信用利差分别位于近 5 年的 61.0%、81.8%分位。中长期产业债信用风险溢价水平较高，且利差走阔，市场对企业中长期还款能力的担忧加剧。

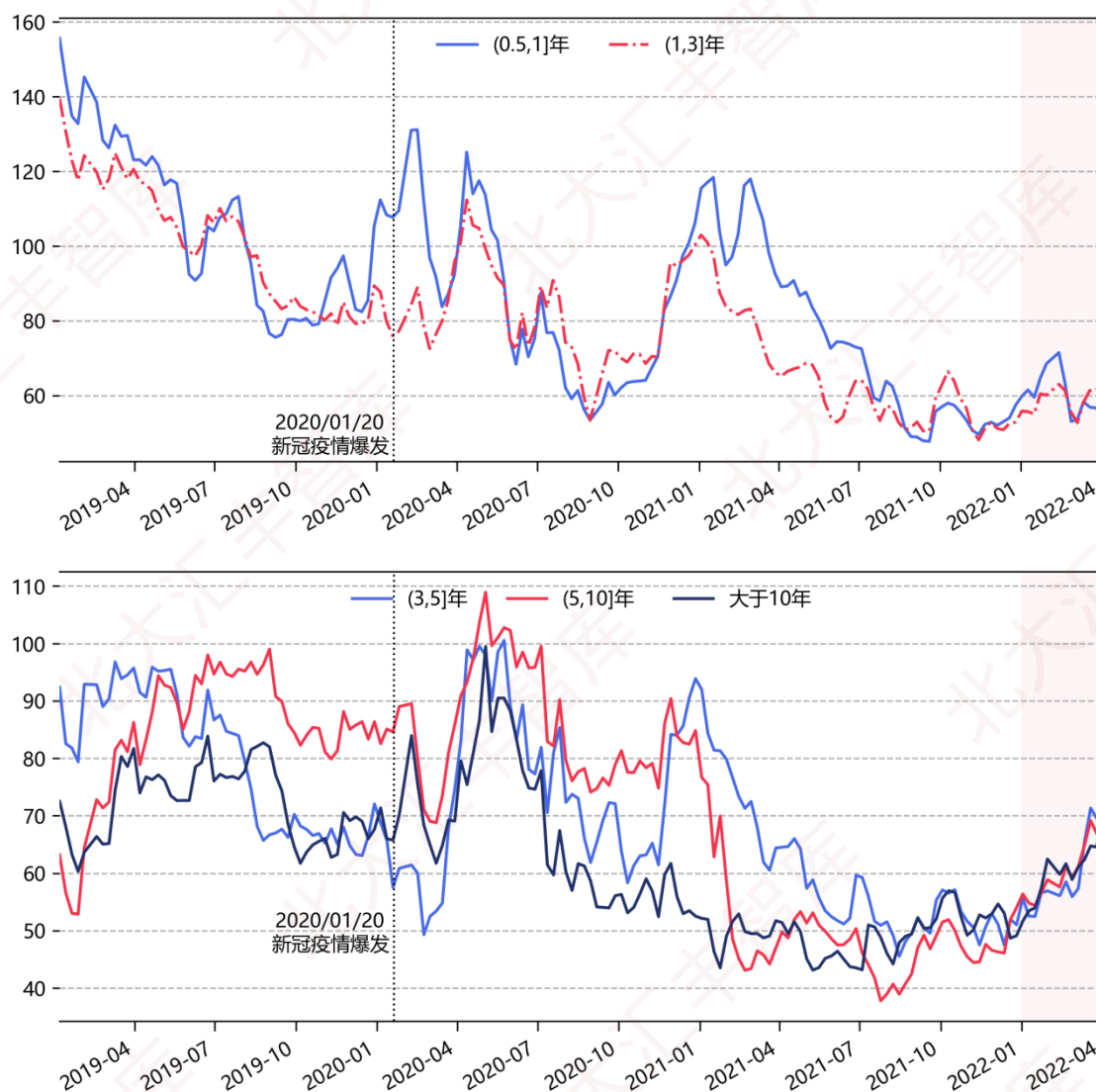


图 14：产业债信用利差（分期限，中位数，取周平均作图，单位:BP）

数据来源：兴业研究，北大汇丰智库

分行业看，大部分行业产业债的信用利差处于历史低位，季末仅有电力和农林牧渔的信用利差大于 60%分位点（表 1）。但 27 个行业分类中，有 22 个行业的产业债周平均信用利差在一季度走阔，电子、通信、环保、房地产行业产业债的信用利差扩大幅度较为突出。从图 15 可以看出，一季度信用利差扩幅较大的行业的利差均在 3 月出现大幅走阔。除汽车行业外，其余 26 个行业的信用利差均在 3 月走阔，计算机、通信、房地产、建筑装饰、投资平台、环保、新能源的信用利差分别扩大 15.7bp、12.9bp、10.9bp、10.7bp、10.5bp、10.1bp、10.0bp。市场对受疫情冲击和国际环境影响的实体行业的悲观预期在持续传染发酵，需要防范实体行业的风险通过金融系统传染扩大。

表 1：产业债信用利差（分行业，中位数，取周平均）

	一季度变动 (BP)	季度末位于近 5 年分位点(%)		一季度变动 (BP)	季度末位于近 5 年分位点(%)
电子	13.14	36.7	商业贸易	4.7	12.1
通信	12.79	12.8	煤炭	4.35	12.4
环保	12.34	42.3	电气设备	2.8	7.2
房地产	10.05	20.3	钢铁	2.67	17.7
非银金融	9.31	40.8	有色金属	2.66	19.2
电力	8.69	53.1	化工	2.05	10.2
食品饮料	8.69	16.2	机械设备	0.91	9.1
建筑材料	7.69	26.6	燃气	0.47	13.9
新能源	7.68	16.2	休闲服务	-1.12	13.6
计算机	7.31	20.7	医药生物	-8.65	2
建筑装饰	7.05	13.2	传媒	-22.91	1.6
交通运输	6.5	22.9	农林牧渔	-25.18	92.7
投资平台	5.95	29.2	汽车	-42.1	49
国防军工	5.94	18.4			

数据来源：兴业研究，北大汇丰智库

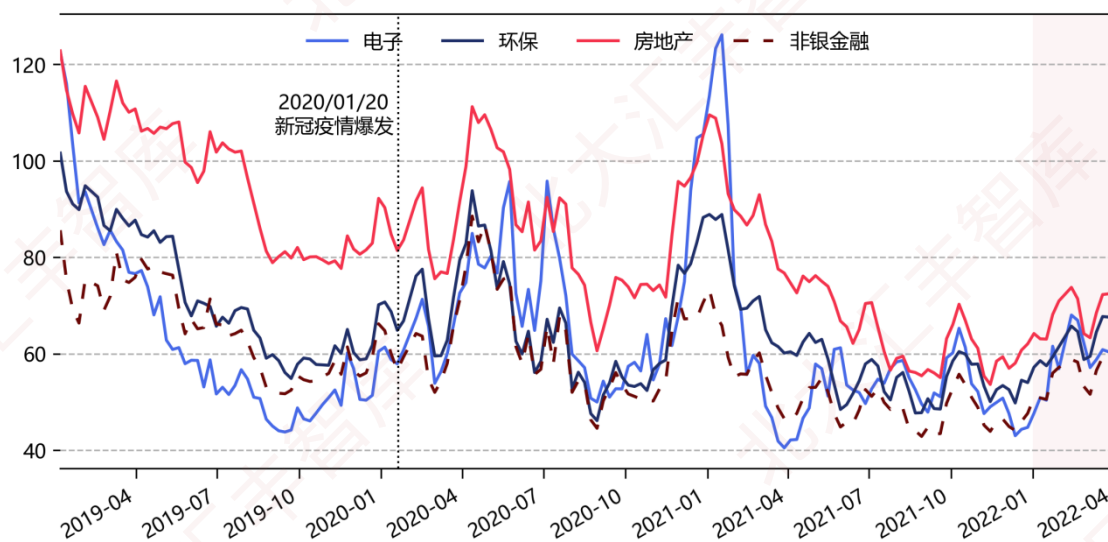


图 15：产业债信用利差（分行业，中位数，取周平均作图，单位：BP）

数据来源：兴业研究，北大汇丰智库

2.3 利率债预期风险：期限利差收窄，市场规避风险偏好升高

2022年一季度，各期限国开债到期收益率均在1月下降，而后在2月和3月上升（图17）。期限在1年及以下的国开债到期收益率在1月的下降幅度较高（期限在1年及以下、1年以上期限的国开债到期收益率平均环比分别下降33.9BP、10.8BP），期限在1年以上的国开债到期收益率在2月的上升幅度较高（1年及以下、1年以上的国开债到期收益率平均环比分别上升6.4BP、11.6BP），这使得1月和2月的负期限利差收窄，市场预期未来经济金融形势向好、风险因素较小，市场的压力水平较低（图16）。3月短期国开债收益率上升幅度则大于中长期（1年及以下、1年以上的国开债到期收益率平均环比分别上升14.9BP、1.0BP），负期限利差扩大，市场规避风险偏好升高，投资者更倾向于购买长期无风险资产以锁定未来一段时间的确定收益，市场金融风险压力增大。

此外，一季度中长期国开债到期收益率的波动性明显升高，短期国开债到期收益率的波动性下降。期限在1年及以上的国开债收益率波动性较去年平均上升28.0%（1年和5年期的波动性分别上升41.9%和65.7%）。期限在1个月及以下的国开债收益率波动性较去年平均下降10.3%（3个月、6个月、9个月的波动性分别上升9.4%、8.7%、23.6%）。市场对未来的预期仍较悲观且不稳定。

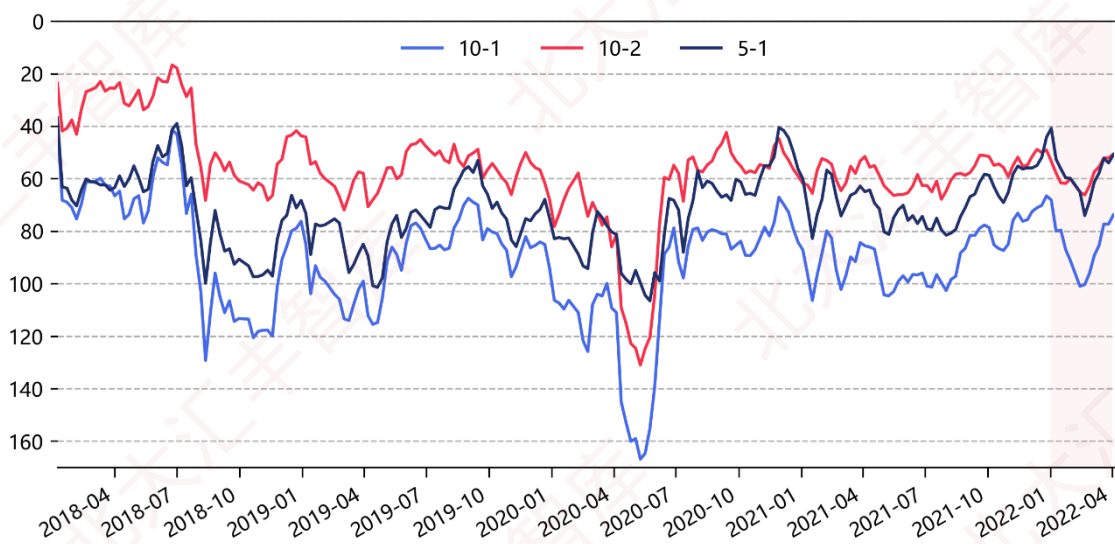


图 16：国开债期限利差（取周平均作图，单位：BP）

数据来源：Wind（上海清算所），北大汇丰智库

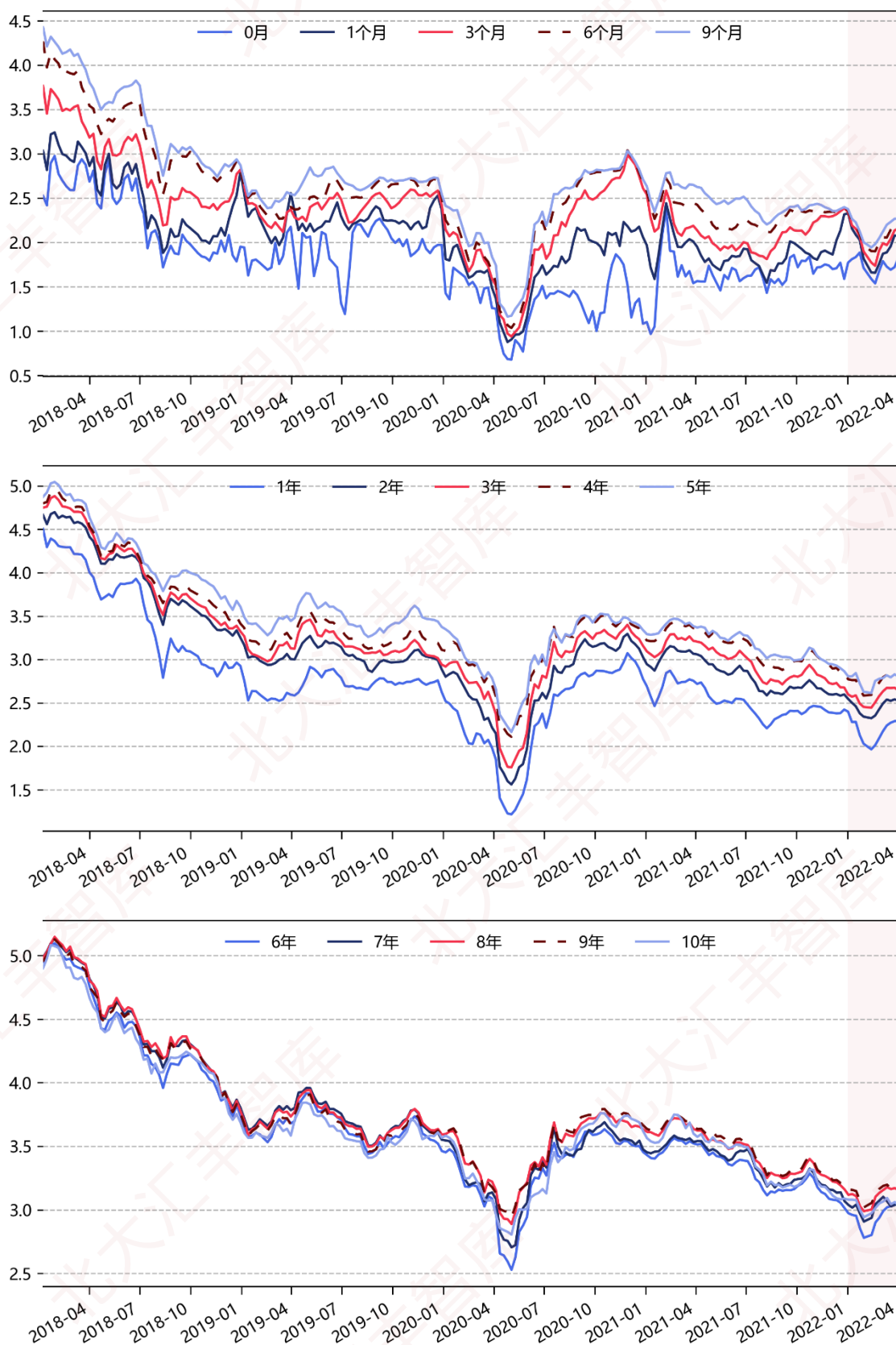


图 17：国开债到期收益率（取周平均作图，单位：%）

数据来源：Wind（上海清算所），北大汇丰智库

三、银行体系风险

3.1 存贷市场风险：银行不良贷款率存在升高的风险

2022 年一季度，存款余额增速上升而贷款余额增速下降，存贷差扩大，金融机构抵抗风险能力的有所提高（图 18）。但存款类金融机构总资产的同比增速提高（图 19），2 月末同比增加 8.28%，远超 GDP 增速，2 月迅速提高的资产增速提示金融体系出现潜在的泡沫风险。存款类金融机构来自存款的资金占比同比减少 0.26%，用于贷款的资金占比同比增加 0.96%（图 20）。贷款占比的增加主要来自企事业单位的短期贷款的增加，反映企业存在一定的流动性问题。随着贷款利率的下行与持续的政策性信贷投放，金融体系的杠杆存在升高的风险。

上季度末，银行关注类贷款占比同比减少 26.1%，不良类贷款占比同比减少 11.2%；除城市商业银行不良贷款比例同比增加 9.4%，其他类型银行的不良贷款比例均有所下降。商业银行贷款损失准备金余额同比增加 12.5%，拨备覆盖率同比升高 12.4%，这对银行控制一季度的信用风险提供了一定的保障。

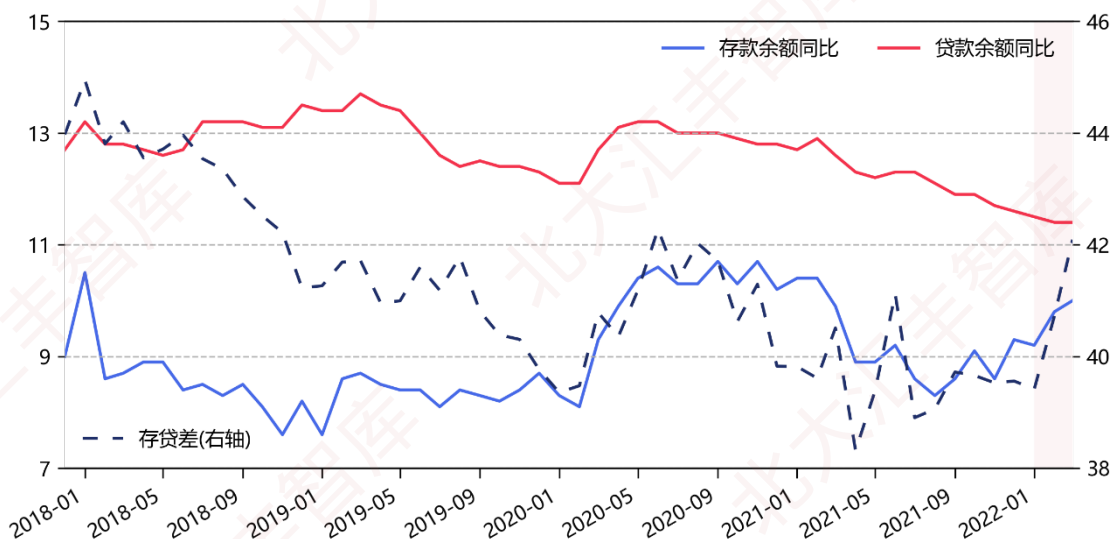


图 18：金融机构存贷款增速与存贷差（单位：%、万亿元）

数据来源：Wind（中国人民银行），北大汇丰智库

为支持实体经济，银行对中小微企业发放贷款的力度正不断增强。上季度末，小微企业贷款余额约占银行业金融机构贷款的 26%。但是一季度疫情反复，封城和管控使得中小微企业运营压力上升，企业还款压力较大，银行不良贷款率存在升高的风险。此外，上季度末个人住房贷款余额约占银行业金融机构贷款的 20%，商

业性房地产贷款余额约占 27%，居民按揭贷款的还款压力和房地产行业所受冲击也存在向银行传递的风险。银行或需通过合理展期来应对实体和房地产行业出现的极端情况。在银行对实体经济提供充分支持的同时，需要更精确地度量银行体系可能受到的冲击以及冲击的外溢效应，谨防风险在金融系统内进一步传染。

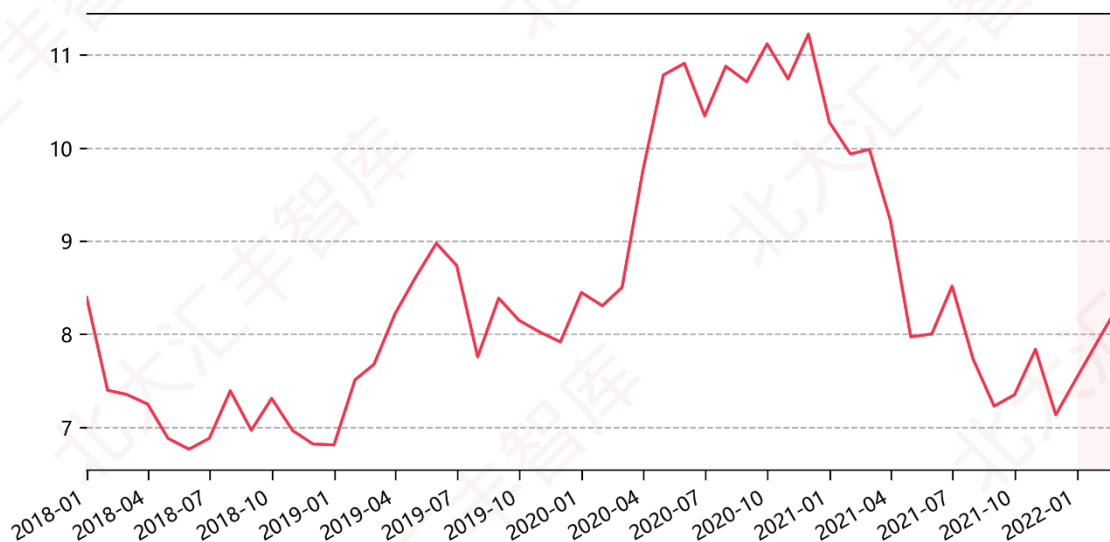


图 19：存款类金融机构总资产同比增速（单位：%）

数据来源：Wind（中国人民银行），北大汇丰智库

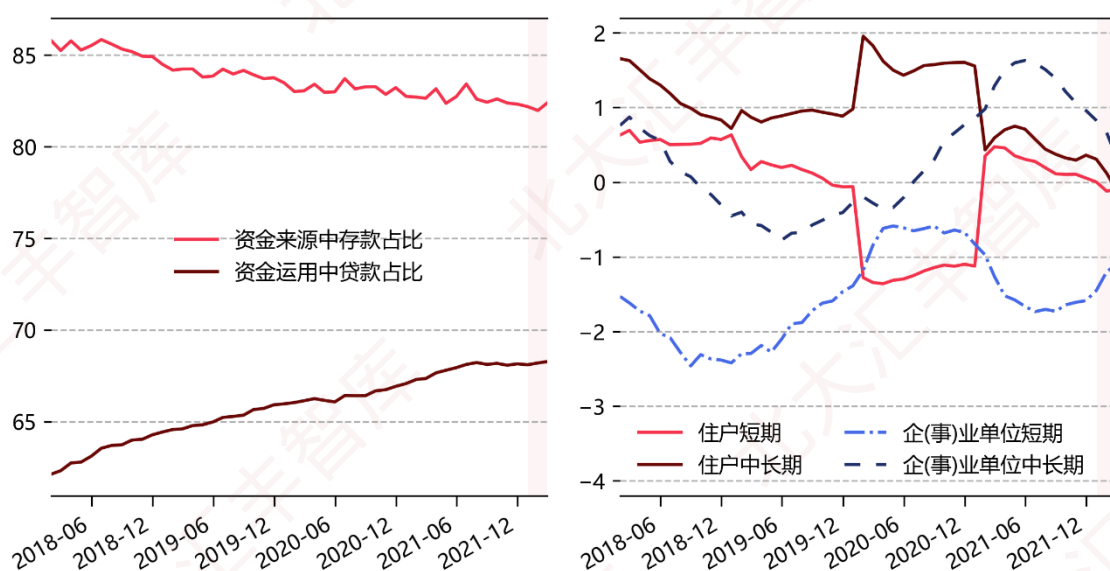


图 20：存款类金融机构资金来源与资金运用占比；各类贷款占比变化（单位：%）

数据来源：Wind（中国人民银行），北大汇丰智库

存贷款利率方面，2022 年 1 月央行下调 MLF 利率，引导 1 年期 LPR 下降 10BP 至 3.7%，5 年期以上 LPR 下降 5BP 至 4.6%，推动了实体经济融资成本下行。随

随着贷款利率市场化改革的推进，贷款利率有效降低，但与此同时，存款利率的改革却没有跟上。2021年6月，利率自律机制将存款利率自律约定上限由存款基准利率上浮一定比例改为加点确定，一定程度控制了存款利率的上限，但无序竞争仍存在，较高的存款利率可能使得银行盈利水平降低，削弱银行抵御风险的能力，导致银行体系承受较大压力。

3.2 银行间货币市场风险：边际宽松的货币政策起到了较好的稳定作用

本报告使用银行间市场基准利率与同期限国开债到期收益率的利差（类似TED利差）衡量银行间市场流动性风险水平。

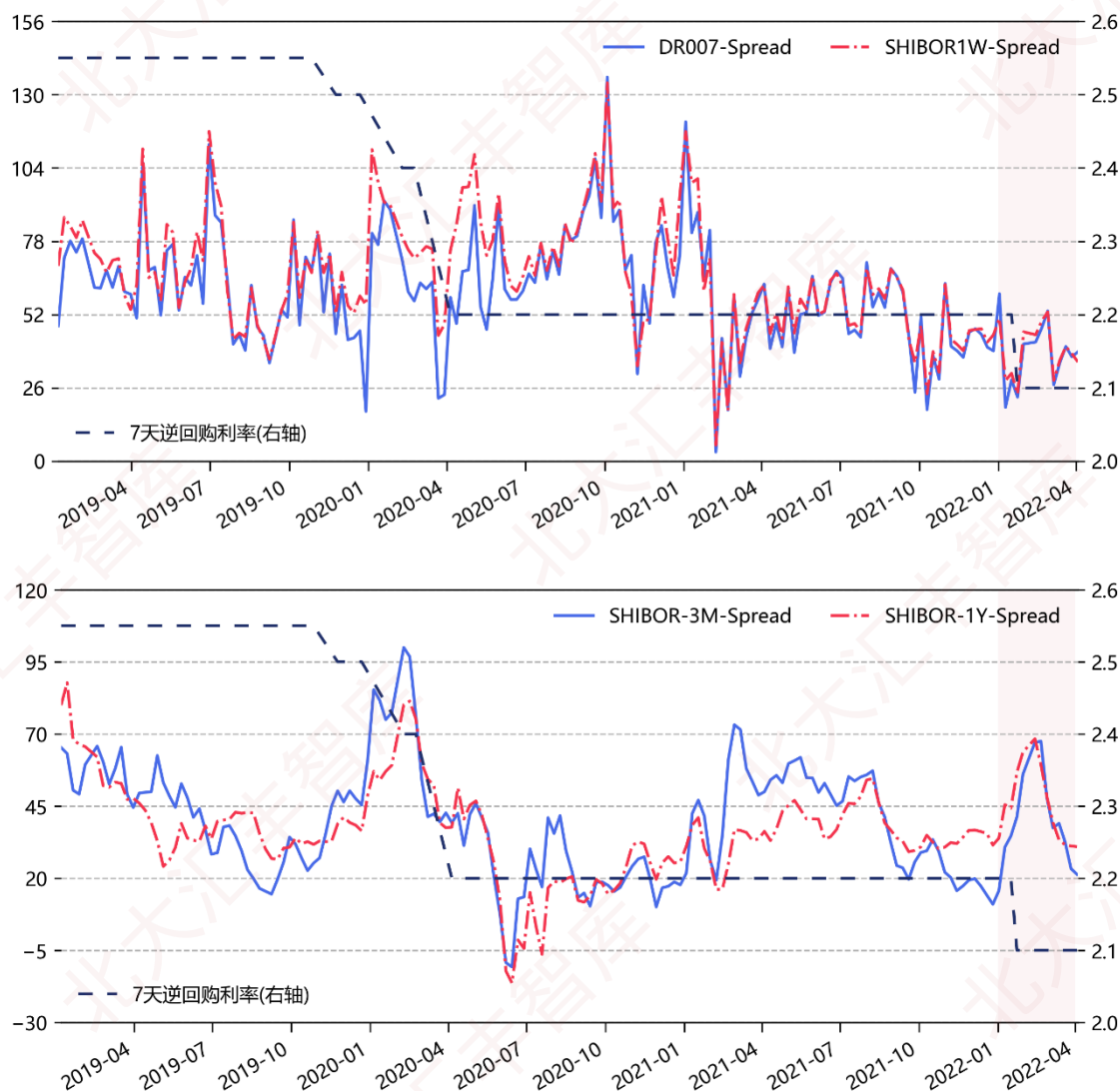


图 21：银行间市场流动性利差（取周平均作图，单位：BP，%）

数据来源：Wind（中国货币网、全国银行间同业拆借中心、上海清算所），北大汇丰智库

从图 21 可以看到，流动性利差在季初扩大，而在 7 天逆回购利率下调后，结构性货币政策利率向银行间市场利率传导，季末的流动性利差明显收窄。季度末 DR007、1 周期 Shibor 的周平均利差分别为 38.8、35.2BP，较上季度末略有下降。目前货币政策对银行间市场利率传导较为通畅，银行间货币市场的流动性风险水平较低，对其他市场的风险能起到较好的稳定作用。

波动性方面，短期利率波动性呈现出和流动性利差类似的情况。短期银行间市场基准利率在 1 月的波动性较高，其后逐渐稳定，季度平均波动性较上季度没有明显变化（图 22）。长期利率波动性则保持平稳。一季度的银行间货币市场没有出现系统性的风险，边际宽松的货币政策对银行间市场起到了较好的稳定作用。

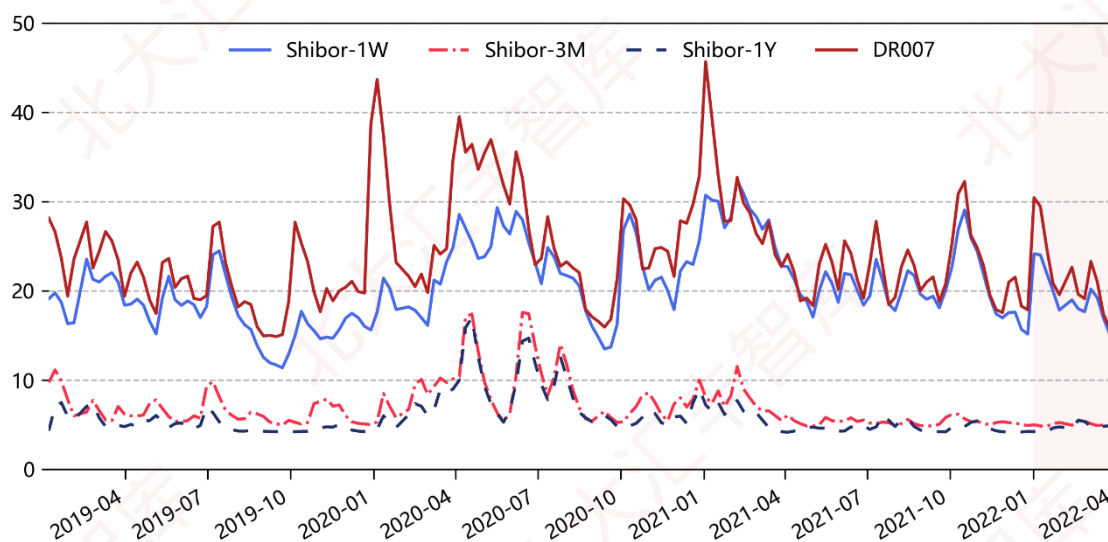


图 22：银行间市场基准利率波动性（使用 GARCH (1,1) 计算，单位：BP）

数据来源：Wind（全国银行间同业拆借中心、中国货币网），北大汇丰智库

3.3 外汇市场风险：警惕资金外流压力

外汇市场是银行间市场的重要组成部分。外汇市场的系统性风险主要体现为汇率的波动，汇率波动与银行系统性风险具往往有正相关关系¹。2022 年一季度，人民币兑美元的远期汇率波动程度较小，即期汇率波动程度在 3 月有明显升高，但仍在合理区间（图 23）。人民币兑美元的汇率扭曲度也未出现过度的偏离（图 24）。总体而言，一季度外汇市场的系统性风险水平较低。

¹ 吴成颂,陆雨晴.汇率波动加剧了商业银行系统性风险吗?——基于央行外汇干预的门槛效应分析[J].江汉论坛,2020(03):38-45.

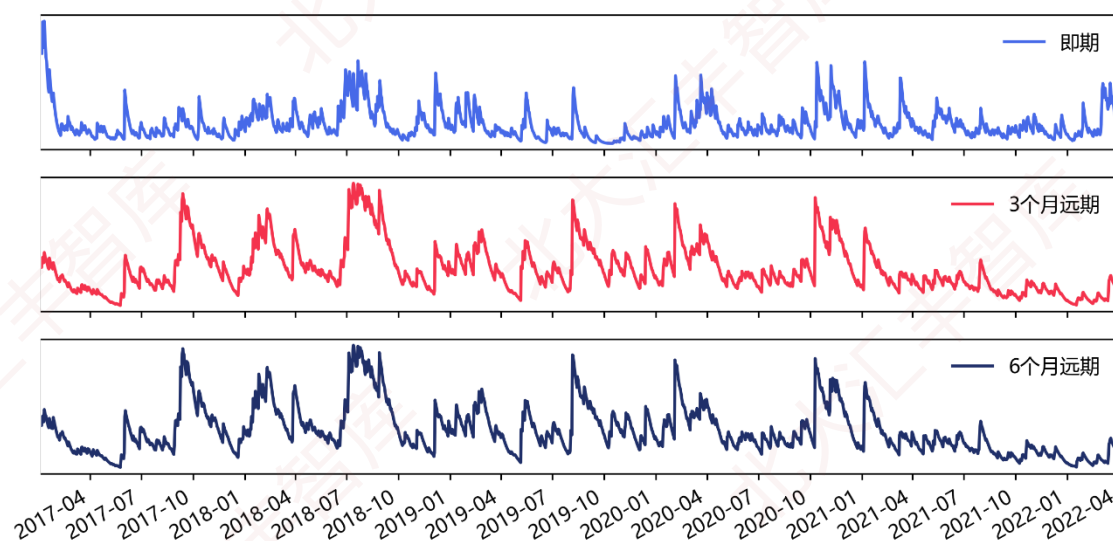


图 23：人民币兑美元汇率波动程度（使用 GARCH (1, 1) 计算）

数据来源：Wind（中国货币网），北大汇丰智库

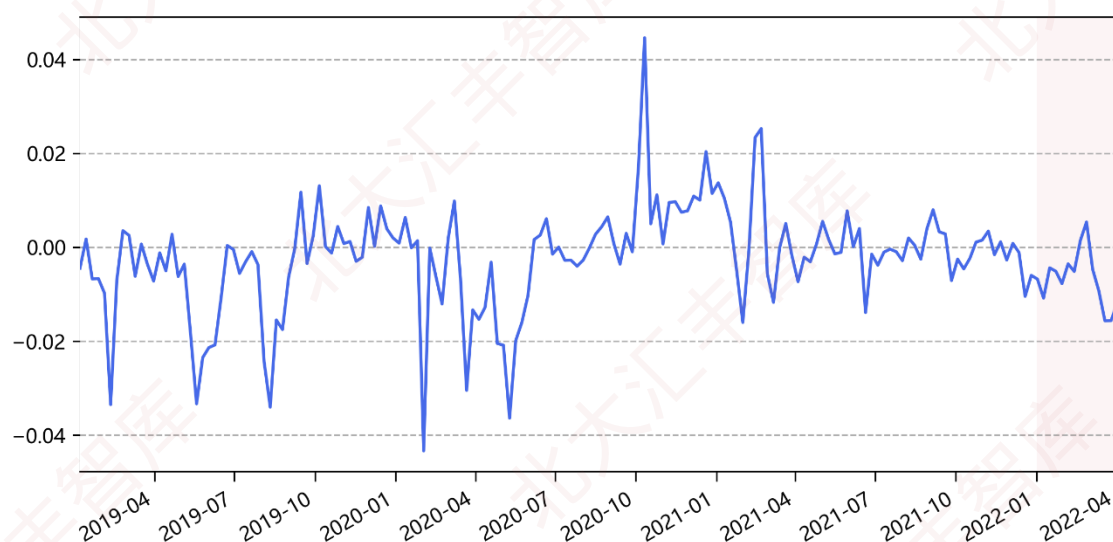


图 24：在岸与离岸汇率扭曲度（人民币兑美元即期汇率，取周平均作图）

数据来源：Wind（ICAP），北大汇丰智库

2022 年美联储加息进程加速，而中国把稳增长放在更加突出的位置。在中美货币政策周期错位背景下，中美利差收窄甚至倒挂，使得中国面临一定资金外流的压力，未来外汇市场的风险存在不确定性。但考虑通胀因素后的中美实际利率价差仍然较宽，人民币汇率同样处在较高水平，实际利差的存在缓和了跨境资金流动的影响¹。外汇市场的稳定能为后续货币政策保持“以我为主”支持经济增长提供更多灵活空间。

¹ 中金 (2022-04-07). 《利差收窄，货币政策且行且看——2022 年 3 月流动性观察》.

四、总结与建议

4.1 市场风险——股债集聚性波动触碰系统性风险

一季度，国内外局势复杂化，一方面，随着俄乌冲突爆发及局势胶着，国际环境不确定性陡增，同时，随着欧美国家通胀高企，加息预期强化，对我国金融市场产生了明显影响。另一方面，面对高传染性的奥密克戎变种，国内防控压力增大，吉林、上海接连封城，悲观预期提升，对金融市场造成冲击。对于这些变化，北大汇丰系统风险指数作出了及时、准确地反映。总体而言，一季度股市和债市的系统性金融风险升高且存在上升趋势；三月份，系统风险陡升，股市出现风险的集中爆发，信用债违约与评级预警数量增多，信用风险溢价水平升高，国债期限利差收窄，市场规避风险偏好升高，投资者普遍对未来经济增长持悲观预期。同时，北大汇丰股市系统性风险指数显示，市场的悲观预期从金融业逐渐传染到了中国的各个行业。针对股债集聚性波动引发系统性金融风险升高的现状，本报告提供以下 2 点政策建议：

(1) 适时释放积极信号，稳定金融市场信心

目前边际宽松的货币政策传导到了银行间市场，但对远端的传导有限，市场对中长期仍旧悲观。应稳步通过政策手段释放积极信号，稳定市场预期。如，鼓励上市公司加大增持回购力度，引导基金公司自购份额等。需要注意的是，3 月 16 日的积极信号加剧了市场的波动程度，在宏观大环境较不乐观的情况下，救市手段的推出应把控好步调，鼓励长期投资、价值投资。

(2) 积极化解中美监管冲突，稳步推进平台经济治理

中概股系统性风险指数自 2021 年 7 月一路上升，2022 年 3 月出现近 20 年最高的月度涨幅，港股系统性风险指数也在 3 月大幅上升。中概股与港股的风险主要来源于互联网企业。受中国监管政策趋严和美国《外国公司问责法案》的影响，中国互联网企业受到巨大冲击，导致股市系统性风险快速大幅上升。一方面，要积极解决中概股的审计底稿问题。另一方面，平台经济的管控应平衡规范和稳定的关系，目前的监管政策对行业打击过大，对市场预期形成较大负面影响。

4.2 信用风险——实体行业还款风险升高

受中国疫情影响，实体还款压力升高，对投资者预期、信用债、银行贷款均产生较大压力。针对实体行业风险的传染现状，本报告提供以下 3 点政策建议：

(1) 落实抗疫纾困政策，缓解实体还款压力

实体行业的还款压力大多来自于受疫情封城影响而出现的经营困难、资不抵债等偿付问题，企业投资意愿下降，优先偿还债务，可能出现主动“缩表”行为。金融体系仍应向重点行业与重点人群提供资金支持，帮助企业与居民缓解流动性问题。如，银行普惠型小微企业贷款适当向运输企业和个体工商户倾斜，对受疫情影响还贷困难的群体合理给予展期或续贷安排等。

(2) 稳步解决房地产问题，防止风险持续外溢

一季度的违约债券中近 60%与房地产相关。恒大暴雷对房地产行业的冲击仍在持续，地产开发项目的违约数量居高不下。在坚持“房住不炒”的大背景下，银行应继续加强对住房需求和投资性需求的识别，对住房需求类贷款释放充分的资金支持。同时，对房地产相关供应链也需要提供一定流动性支持，保障已有项目正常运转，缓解行业整体经营压力。此外，房地产行业股市估值风险在 3 月大幅上升 30.2%，在解决行业流动性问题的同时，也需要关注警惕泡沫出现。

(3) 保障银行体系稳定性，深化存款利率改革

北大汇丰股市系统性风险指数显示，商业银行股价收益率的同向变动是拉动金融业系统性风险持续上升的主要因素。银行对中小微企业提供更多资金支持的同时，处理不良贷款的压力也将大大升高。此外，贷款利率市场化改革先于存款利率改革，贷款利率的下行也压缩了银行的盈利能力，使得负债成本承压。

银行业的风险极易传染到其他领域而引发系统性金融风险，保障银行体系的稳定性是中国系统性金融风险的核心。因此，在当前实体和房地产信用风险升高的情况下，急需出台配套政策，防范风险通过银行系统传染扩大。一方面，应通过结构性货币政策释放流动性。另一方面，应深化存款利率改革，改善存款竞争压力，推动存款利率与贷款利率同步下行。

目前，存款利率市场仍存在一定的无序竞争，经营较差的银行通过高利率吸引存款，拉高市场存款利率。下调存款利率定价上限将有利于降低银行负债成本。本报告认为，在各金融市场整体收益较差的情况下，存款利率下行引起的存款流失风险较小。

附录

1 北大汇丰股市系统性风险指数计算模型概述

本报告沿用 Wang 等（2021）^[1]提出的方法，使用上市公司股价收益率的相关性来刻画时变的金融系统性风险指数。

鉴于中国 A 股市场上许多大公司上市时间较晚，在计算历史指数时达不到样本量 20 个的要求。因此，我们每年筛选在年初 1.5 年以前上市的企业，根据万得行业分类对企业进行划分，而后选取年初市值最大的 5 至 20 家企业作为当年该分类的样本。为了方便我们更直观地比较不同样本量构建的 CD_{AR} 统计量，本报告系统性风险指数计算方法如下：1) 用 AR 模型过滤面板上的每一个元素；2) 用 AR 的残差计算皮尔逊相关系数来衡量两种资产之间的相互关系（公式 1）；3) 用所有序列两两交互构建的皮尔逊相关系数来计算北大汇丰系统性风险指数（公式 2）。根据该指数对风险事件的预警情况，本报告选择滚窗为 200 天。

$$\hat{\rho}_{ij,AR} = \frac{T^{-1} \sum_{t=1}^T \hat{e}_{t,i} \hat{e}_{t,j}}{\sqrt{T^{-1} \sum_{t=1}^T \hat{e}_{t,i}^2} \sqrt{T^{-1} \sum_{t=1}^T \hat{e}_{t,j}^2}} \quad (1)$$

$$\text{北大汇丰系统性风险指数} = \frac{T}{N(N-1)/2} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij,AR} \right) \quad (2)$$

^[1] Wang CSH, Hsiao C, Yang HH. Market integration, systemic risk and diagnostic tests in large mixed panels [J]. *Econometric Reviews*, 2021, 40(8): 750-795.

2 北大汇丰·股市系统性风险指数样本选择示例

以下为用于构建 2022 年指数的样本示例。

主板	创业板	科创板	金融	房地产	实体行业
贵州茅台	宁德时代	天合光能	工商银行	万科 A	贵州茅台
工商银行	迈瑞医疗	传音控股	招商银行	保利发展	宁德时代
招商银行	东方财富	金山办公	建设银行	招商蛇口	五粮液
建设银行	爱尔眼科	澜起科技	农业银行	新城控股	中国石油
农业银行	亿纬锂能	华润微	中国平安	金地集团	比亚迪
中国平安	阳光电源	中微公司	中国银行	绿地控股	长江电力
五粮液	智飞生物	华熙生物	中国人寿	*ST 基础	美的集团
中国石油	汇川技术	沪硅产业-U	邮储银行	广宇发展	海康威视
中国银行	温氏股份	石头科技	兴业银行	陆家嘴	中国石化
比亚迪	先导智能	晶晨股份	东方财富	上海临港	隆基股份
中国人寿	蓝思科技	容百科技	平安银行	万业企业	迈瑞医疗
长江电力	卓胜微	中国通号	中信证券	小商品城	海天味业
美的集团	芒果超媒	杭可科技	交通银行	新潮中宝	中国中免
海康威视	康龙化成	西部超导	宁波银行	金科股份	中国神华
中国石化	泰格医药	柏楚电子	浦发银行	张江高科	山西汾酒
隆基股份	沃森生物	道通科技	中国太保	西藏城投	泸州老窖
邮储银行	晶盛机电	睿创微纳	中信建投	万通发展	长城汽车
海天味业	三环集团	天奈科技	中信银行	招商积余	立讯精密
中国中免	深信服	华峰测控	中国人保	荣盛发展	药明康德
中国神华	同花顺	美迪西	广发证券	中天金融	顺丰控股

商业银行	非银金融	医疗保健	消费	工业/材料	公共事业	信息技术
工商银行	中国平安	恒瑞医药	贵州茅台	中国中车	中国石油	海康威视
招商银行	中国人寿	*ST 康美	上汽集团	中国建筑	中国石化	京东方 A
建设银行	东方财富	复星医药	美的集团	顺丰控股	中国神华	中兴通讯
农业银行	中信证券	上海医药	五粮液	中国交建	长江电力	三安光电
中国银行	中国太保	美年健康	伊利股份	中国国航	中国核电	科大讯飞
邮储银行	中信建投	华东医药	洋河股份	海螺水泥	华能国际	蓝思科技
兴业银行	中国人保	爱尔眼科	分众传媒	上港集团	陕西煤业	紫光股份
平安银行	广发证券	新和成	比亚迪	中国铁建	浙能电力	立讯精密
交通银行	华泰证券	信立泰	广汽集团	洛阳钼业	中煤能源	隆基股份
宁波银行	国泰君安	智飞生物	海天味业	大秦铁路	上海石化	大华股份
浦发银行	招商证券	同仁堂	温氏股份	宝钢股份	兖矿能源	歌尔股份
中信银行	海通证券	乐普医疗	海尔智家	中国电建	国投电力	欧菲光
光大银行	申万宏源	康弘药业	苏宁易购	南方航空	大唐发电	东方财富
民生银行	国信证券	东阿阿胶	泸州老窖	中国东航	川投能源	亨通光电

上海银行	新华保险	通化东宝	永辉超市	紫金矿业	中海油服	大族激光
北京银行	东方证券	天士力	华域汽车	中国中冶	桂冠电力	东旭光电
南京银行	中国银河	片仔癀	长城汽车	上海机场	石化油服	信维通信
华夏银行	同花顺	科伦药业	双汇发展	宁波港	华电国际	三七互娱
江苏银行	中泰证券	丽珠集团	中国中免	三一重工	潞安环能	中天科技
杭州银行	兴业证券	华海药业	福耀玻璃	潍柴动力	山西焦煤	航天信息

美股中概股	港股	港股金融	港股房地产	港股医疗	港股消费	港股 IT
阿里巴巴	腾讯控股	工商银行	新鸿基地产	药明康德	阿里巴巴	腾讯控股
中石油	阿里巴巴	招商银行	万科企业	药明生物	美团	网易
中国人寿	工商银行	建设银行	华润置地	百济神州	比亚迪股份	小米集团
京东	招商银行	农业银行	龙湖集团	复星医药	京东集团	舜宇光学科技
中石化	美团	中国平安	长实集团	康龙化成	长城汽车	中芯国际
拼多多	建设银行	中国银行	恒基地产	翰森制药	安踏体育	中兴通讯
网易	农业银行	友邦保险	碧桂园	中国生物制药	创科实业	信义光能
百度	中国平安	中国人寿	碧桂园服务	石药集团	百威亚太	联想集团
蔚来	中石油	香港交易所	九龙仓置业	阿里健康	申洲国际	金蝶国际
百济神州	中国银行	邮储银行	太古地产	金斯瑞	李宁	比亚迪电子
中通快递	中国移动	中信证券	新世界发展	信达生物	吉利汽车	华虹半导体
百胜中国	友邦保险	交通银行	信和置业	君实生物	银河娱乐	金山软件
华能电力	比亚迪	保诚	九龙仓集团	康希诺生物	蒙牛乳业	建滔集团
哔哩哔哩	中国人寿	中国太保	恒隆地产	白云山	广汽集团	建滔积层板
南方航空	京东集团	恒生银行	融创中国	上海医药	金沙中国	上海复旦
携程网	中石化	中银香港	尖沙咀置业	国药控股	中升控股	中国航信
中国铝业	港交易所	中信建投	旭辉控股	微创医疗	周大福	瑞声科技
东方航空	邮储银行	中信银行	新城发展	威高股份	福耀玻璃	ASMPACIFIC
华住	网易	中国人保	保利物业	丽珠医药	青岛啤酒	中国软件国际
腾讯音乐	中国神华	中金公司	龙光集团	恒大汽车	海底捞	联想控股



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库（ThePHBSThinkTank）成立于2020年7月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜。



北大汇丰智库微信公众号



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: thinktank@phbs.pku.edu.cn

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>