

宏观杠杆率是金融稳定第一问题

——《中国金融稳定报告（2021）》解析

报告导读

2021 年 9 月 3 日，央行发布《中国金融稳定报告（2021）》，值得关注的要点有：1、宏观杠杆率位列金融稳定重要性排序第一；2、跨境资本流动风险应对国际经验丰富，国内准备充分；3、公募基金流动性风险较小；4、金融风险防控从攻坚战到常态化；5、中央银行最后贷款人出手触发条件再提示。

我们认为，尽管央行强调了宏观杠杆率的重要性，但货币政策的首要目标已经从金融稳逐渐向稳增长过渡，因此我们坚定看年内货币政策继续宽松，继续强调下半年股债双牛观点，碳减排工具定向降息利好利率债市场，下半年 10 年期国债收益率有望触及 2.5% 左右，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

□ 一、宏观杠杆率位列金融稳定重要性排序第一

央行在本次报告摘要和专题中均将宏观杠杆率列为金融稳定重要性的排序之首，强调“宏观杠杆率为防范化解金融风险、维护金融稳定提供了重要决策依据”，我们认为需给与重点关注。2020 年末，央行口径的宏观杠杆率为 279.4%，比上年末高 23.5 个百分点，其中，疫情导致名义 GDP 增速放缓是推升我国宏观杠杆率的重要因素，贡献率达 58.4%，但随着我国经济稳步复苏，2020 年宏观杠杆率增幅逐季收窄，前三季度环比分别上升 14、7.2 和 3.9 个百分点，四季度环比已经实现净下降 1.6 个百分点，保持宏观杠杆率基本稳定取得显著成效。央行在 2018 年金融稳定报告中首次披露央行口径宏观杠杆率，并在报告第二、三、四专题分别详细讨论非金融企业部门、政府部门及居民部门债务问题，2021 年金融稳定报告将宏观杠杆率重要性提到一个新的高度，我们认为后续宏观杠杆率将成为观察金融稳定的核心指标和政策的重要影响变量。但尽管如此，我们仍然坚定看年内货币政策继续宽松，继续强调下半年股债双牛观点，一方面在于宏观杠杆率目前呈现趋稳回落迹象，另一方面，随着经济增速下行压力加大，货币政策的首要目标已经从金融稳逐渐向稳增长过渡。

□ 二、跨境资本流动风险应对国际经验丰富，国内准备充分

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、快进快出容易引发跨境风险甚至演变成金融危机，尤其是在各主要经济体经历过大规模量化宽松后，央行在本次报告专题二中重点讨论了跨境资本流动对金融稳定的影响。对于跨境资本流动风险的应对，国际经验较为丰富，2011 年，二十国集团戛纳峰会发布《二十国集团基于国家经验得出的资本流动管理一致性结论》，在此基础上，2012 年起，IMF 发布了《资本流动开放与管理：机构观点》等一系列指导性文件，构建了针对跨境资本流动问题相对清晰且一致的政策框架。IMF 认为理想的跨境资本流动管理政策取决于不同冲击的性质和各国国情，倡导建立“综合政策框架”来应对跨境资本流动风险。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，国内准备也较为充分。可以预见的是，未来我国央行将通过建立健全跨境资本流动宏观审慎政策框架、不断完善外汇市场微观监管、进一步推动金融改革开放及加强跨境资本流动管理的国际合作等方式应对跨境资本流动可能带来的风险。

□ 三、公募基金流动性风险较小

2021 年 1 月，人民银行开展公募基金流动性风险压力测试，评估我国公募基金应对极端赎回冲击的流动性管理能力，通过考察不同压力情景下参试公募基金应对赎回需求的流动性缺口，评估公募基金在不同程度流动性冲击下的兑付能力，若参试公募基金流动性加权资产净额在压力情景下可以应对赎回需求，则通过压力测试。压力测试结果显示，轻度压力情景下，参试公募基金全部通过压力测试，重度压力情景下，未通过测试的公募基金为 71 只，占比为 1.20%，我国公募基金流动性管理能力整体较强，流动性风险较小。

□ 四、金融风险防控从攻坚战到常态化

防范化解重大风险是党的十九大确定的三大攻坚战之一，是决胜全面建成小康社会的重大举措，当前已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如包商银行、锦州银行、“明天系”旗下金融机构等；影子银行风险持续收敛；重点领域信用风险得到稳妥化解；金融秩序得到全面清理整顿等等。央行在本次报告中强调“做好常态化金融风险防范化解工作”，我们认为金融风险防控从攻坚战到常态化，意味着防范化解重大风险任务最艰巨的时期已经过去，但未来因国际形势仍然复杂多变，我国金融体系脆弱性依然存在，防范化解金融风险将进入常态化阶段，将继续压实各主体责任，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

□ 五、中央银行最后贷款人出手触发条件再提示

央行在专题十五中讨论“建立更加严格规范的最后贷款人机制”，我国央行最后贷款人职能在防范化解金融风险中发挥重要作用，但总体看，此机制仍需进一步完善。此前在各类投资者保护制度尚未建立的情况下，人民银行被动承担了部分金融风险处置成本和金融改革成本，但最后贷款人职能泛化易引发道德风险。央行在本次报告中对作为最后贷款人出手的触发条件进行了再提示，有助于防范金融机构道德风险：首先要压实各方风险处置责任，切实防范道德风险；其次要精准判断风险性质，严格央行资金使用条件，一是加强风险监测评估，准确判断金融机构究竟是流动性风险还是资不抵债风险。为了有效防范道德风险，央行原则上只向陷入流动性风险的金融机构提供资金支持。二是健全系统性风险分析框架，当单家金融机构的风险有可能演变为系统性风险时，央行出于维护金融稳定的目的，原则上可提供救助；三是央行发放再贷款时，需严格落实担保措施，如由相关机构提供足额合格抵质押品；最后，强化监督干预，保障央行资金安全。

风险提示：平台公司债务处置力度超预期，引发相关金融机构风险事件；经济增速下行压力加大，货币政策宽松力度超出预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26238

