

撰写日期：2023 年 3 月 17 日

证券研究报告—宏观策略点评报告

外破产、内改革，今年对风险的重视要常态化

——宏观策略每周思考

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

◎ 投资要点：

◆ “风险和明天哪个会先到来”。

风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断

相关研究报告

在过去两周时间内，国内外重磅及超预期事件再次接踵而至。

国外，在鲍威尔释放更鹰派加息信号后，硅谷银行直接“以死相逼”，从暴雷到倒闭非常直接和迅速；刚刚有所缓和，去年就已经问题不断的瑞信也有样学样，暴雷。市场对于欧美央行降息预期一落千丈，但更主要的是，银行业的问题激活了市场对系统性风险的担忧，开启了“risk-off”模式。

国内，两会期间国务院机构改革方案出炉，包含 13 个方面重大部署，涉及金融领域的相关改革有 6 大项，要对本轮改革带来的变化和所对应的未来监管思路和金融防风险的导向有一个框架性的概念，并且充分认识和理解当下我国对金融领域风险防范和化解的决心。

海外进入风险的“暴露-处置”进程当中，我国处于风险的“防范-化解”进程中。尤其是海外的风险提前暴露给市场敲了个警钟——在今天的宏观分析和资产配置当中，市场对于潜在风险的考量可能仍然处在一个低估的状态，需要把风险意识和思维作为一个常态化的核心考量。

1. 海外银行暴雷——海外已进入风险的暴露与处置阶段

1.1. 硅谷银行的问题不能全怪加息，也并非个例

加息固然有重要影响，“便宜钱”没有了，银行负债端成本上升，持有的国债、MBS 等资产价格下跌导致亏损；作为硅谷银行主要客户的科技、创投类公司融资变难、变贵，导致取款需求上升，造成硅谷银行的流动性危机。

而硅谷银行主动变卖资产暴雷风险，进一步加剧了挤兑，然后迅速破产，大有“逼宫”美联储的架势。

从另一个角度来看，硅谷银行相对激进的经营风格，较弱的流动性风险管理，可能更多的来自于监管的放松——特朗普时期的《经济增长、放松监管和消费者保护法案》(Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act, 简称《放松监管法案》)。

《多德-弗兰克法案》规定了合并资产规模 500 亿美元的系统重要性机构认定门槛，以及基于风险的资本标准、市场风险资本标准、全球系统重要性银行 (G-SIB) 资本附加费标准、杠杆率 (包括补充杠杆率和增强的补充杠杆率) 标准、流动性覆盖率标准、长期债务要求、压力测试以及衍生品的强制性清算和保证金要求等。

但《放松监管法案》第 401 条款放松了《多德-弗兰克法案》规定的特定银行控股公司和受美联储监管的非银行金融机构的审慎监管标准，对系统重要性金融机构的认定门槛从合并资产 500 亿美元以上大幅提高至 2500 亿美元以上。法案实施后，资产规模在 500 亿-2500 亿美元的金融机构将获得一定程度的监管放松，主要体现在强制自行执行压力测试的要求取消、监管压力测试场景数量的减少、压力测试频率的降低等方面。

硅谷银行资产规模约 2100 亿美元，正是受益于监管放松，那么这种情况可能就并非个例，未来可能还会有存在类似的流动性管理风险的中小银行陆续暴露，因而对这类风险的预期需要有常态化准备和应对。

1.2. 瑞信的问题去年就在发酵，但可能是“个例”

作为系统重要性银行的瑞信出问题，可能更主要的是个例。在去年瑞信就曾频繁出问题，但主要问题出在经营和投资策略上。

2021 年四季度以来，瑞信由于不断“踩雷”，陷入持续财务亏损状态，2022 年四季度，连续的巨额亏损已经让市场担忧瑞信的资本不足和流动性风险，导致瑞信违约风险一度飙升，需要瑞士政府为其背书补充流动性。此后也引发了客户大量流失，进一步加剧了其风险。

从目前来看，系统重要性银行中这类情况并非普遍现象，或许很难像硅谷银行那样引发同类银行的挤兑风险扩散。

但是欧洲的加息进程落后于美国，政策利率与通胀之间还有较大差距，后续的货币紧缩进程是否会令欧洲银行业压力持续增大并逐渐开始暴露风险，也是需要警惕的。

1.3. 种子已经埋下，“风险和明天哪个会先到来”

现阶段部分银行的风险暴露先于经济的衰退到来，其实风险的出现是早于市场预期的，而且潜在的风险也需要持续警惕。

不过不同的是，当前暴露的问题主要是流动性不足，而非资产质量较差带来的资产端违约风险。目前美国企业和居民端的资产负债表仍然相对健康；欧洲的各国政府杠杆率仍处于较高水平，主权债务风险虽然值得担忧，但暂时影响有限，因为此前有风险苗头的时候欧央行就及时采取了应对措施进行救助。

资产端违约风险难以化解，但对于负债端挤兑引发的流动性风险来说，政府和央行救助措施能够相对有效化解风险。因此，至少站在目前的视角来看，即使风险继续暴露，造成的影响预计也不会像次贷危机那样剧烈。

不过，无论国内还是国外，对于中小型银行担忧的种子已经埋下，外部会担心类似硅谷银行的风险扩散，内部在处置地方政府债务问题时，相关地方性中小银行压力也值得关注。

从储户的视角来看，如果中小型银行存在一定风险，那么取出来的钱更可能流向的就是大行，尤其是系统重要性银行。也就是说，对中小银行带来压力的同时，可能更加利好头部银行，比如既是我国系统重要性银行分组中最重要一组、也是全球系统重要性银行的四大行。

2. 国务院金融监管机构改革——国内风险防范和化解进程加快 推进

2.1. “大刀阔斧”提高整体监管效能，强化对地方监管

国务院机构改革方案中涉及金融领域的改革主要包括 6 大项：

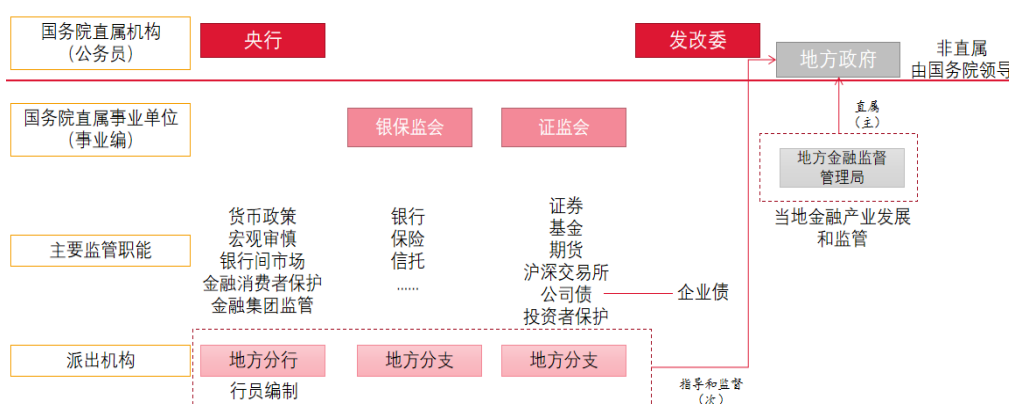
- 1、组建国家金融监督管理总局
- 2、深化地方金融监管体制改革
- 3、证监会调整为国务院直属机构
- 4、统筹推进央行分支机构改革
- 5、完善国有金融资本管理体制

6、加强金融管理部门工作人员统一规范管理

在本轮改革前，主要存在的一些问题：

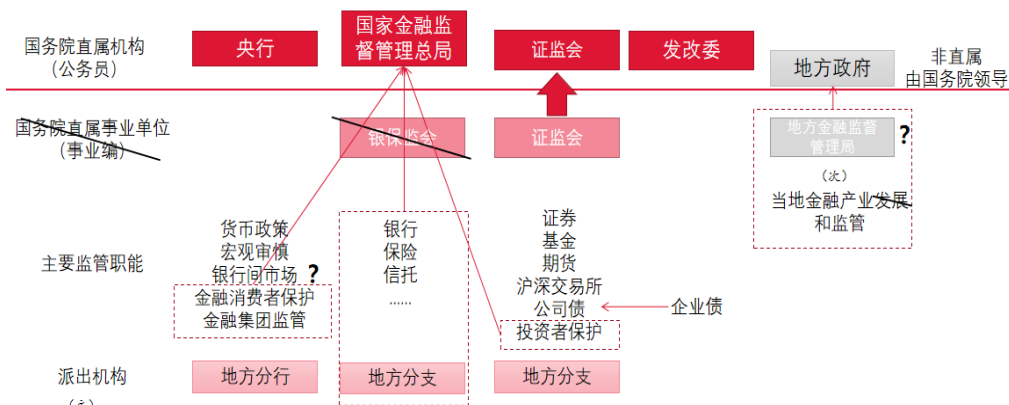
- 1) 金融机构在分业监管上存在部分领域的协调困难, 主要来自于同类业务的管辖主体不同, 或者相关业务的监管主体地位不同。
- 2) 央行、银保监和证监会派出机构对地方金融监管部门的相关业务工作主要起指导和监督的辅助职能, 地方金融监管部门主导地方的金融产业发展和监管。而地方金融监管部门直属于地方政府管辖, 而且没有中央的对接和管辖部门, 在地方政府更注重发展的目标下, 监管职责会有所弱化, 容易形成风险的积累。

图 1: 改革前主要金融机构架构



资料来源：国务院，华宝证券研究创新部

图 2: 改革后主要金融机构架构调整变化



资料来源：国务院，华宝证券研究创新部

本轮改革后，从框架上理顺了监管职能，打破了分业监管的壁垒，强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，并统筹金融消费者权益保护。监管的级别提升、监管覆盖更全、职能和权力更加集中，降低了多部门、不同业之间协调不畅的问题，提高金融机构监管效率。

同时，让央行剥离行为监管职能，恢复到本职工作，更加专注于货币政策和宏观审慎职能；让证监会更加专注于资本市场发展和监管职能。

证监会调整为国务院直属机构，并将过去归发改委管的企业债发行审核职责划归证监会，长期以来债券发行分管局面将结束。

在深化地方金融监管体制改革方面，显著强化了中央对地方的金融监管力度，从地方为主、派出机构为辅，转变为派出机构为主、地方为辅的格局。避免了地方既当裁判员又当运动员的“监管漏洞”，防止无序扩张，为后续防范和处置地方政府债务风险铺平道路。未来地方金管局和中央派出机构的监管职能预计将会有进一步的理顺和明确。

此外，各金融机构极其分支、派出机构均使用行政编制，执行国家公务员工资待遇标准，中央国家机关人员编制缩减 5% 的问题也受到市场的关注，解决了金融机构中，公务员、失业单位薪资结构差异问题，也起到一定的降本增效作用。

总体来看，此次改革理顺和加强了中央对于金融监管工作的统筹管理，让各金融机构的职能更加专注、清晰，有助于提高金融监管效能，避免地方职权过大导致的无需扩张，便于中央对地方政府债务问题的防范和处置。

2.2. “大刀阔斧”改革体现防风险的决心，做好“热身准备”

本轮改革的推行是非常不易且“大刀阔斧”的，要充分认识到金融领域防范化解风险的紧迫性和决心。在前期经济较快发展的阶段，积累了许多潜在风险，随着经济增长放缓并转型高质量发展、海外环境日趋复杂严峻，当前市场可能尚未充分理解防风险的紧迫性。

除了高层频繁提到的防范化解地方政府债务风险之外，金融领域还存在较多亟待整顿和化解的风险。近期，货币经济业务的整顿已经开始，这可能也正是由于债券场外交易市场中存在较多的不规范和灰色行为引发了防风险监管。还有前期已经接近完成整顿的港美股业务。这些监管动作的“雷厉风行”也意味着，我国在金融领域防风险的进程在显著提速，且会深入到各个领域，并不仅仅是地方政府债务问题。对于依然存在风险积累、灰色地带的金融领域，不可抱有侥幸心理，这类领域可能很快就会面临更加快速和监管整顿。

机构的改革带来监管对接部门的变化。国家金管局的设立，意味着原有的监管接口也会随之变化，要提前做好“热身准备”，以便及时适应新的监管对接部门以及新的监管要求。

3. 今年对风险的重视要常态化

这里的风险主要有两层含义：一是海外的风险仍然有继续暴露的可能，而且在快速紧缩周期后，不仅是银行业的风险，债务风险、衰退风险也随时可能出现；二是就国内而言，不可低估金融防风险监管的决心和采取措施的速度，以及监管所带来的潜在变化。

必须对于潜在风险以及金融防风险监管带来的变化做好提前应对准备。今年无论是做宏观分析、还是资产配置或金融业务时，对于风险的考量需要常态化，抱着“风险和明天哪个会先到来”的心态，才能做到更及时的调整和应对。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。