

研究所

证券分析师：  
021-60338120樊磊 S0350517120001  
fanl@ghzq.com.cn

## 降准能如何缓解包商事件带来的信用紧缩？

## ——柠檬市场与金融供给侧改革系列（五）

## 投资要点：

## 相关报告

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（四）：非银机构的流动性紧张何时结束？》  
——2019-09-04

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（三）：美国银行业常态化退出机制对中国的借鉴》  
——2019-08-28

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（二）：包商事件监管部门系列公告藏玄机》  
——2019-08-08

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（一）：买同业存单需要什么信仰？》——2019-07-29  
《2019年下半年宏观经济展望：财政归来》  
——2019-06-17

- 包商事件引发的信用紧缩引人关注，人民银行近期的全面与定向降准或有对冲之意。包商银行被接管并打破同业刚兑一方面导致了一些中小银行出现存单发行困难，一方面也使得非银金融机构出现了内生性去杠杆，银行与非银都存在因为缩表而减少存量信用供给的压力。同时，债券市场对于新增结构化债券发行和民企债发行的信用供给也几乎中断。三个渠道都会影响实体部门的信贷获得，有投资者担心社融存量增速会受到拖累。就我们看来，人民银行近期（包括9月以来）降准释放出的资金，也有对冲潜在的信用紧缩之意。
- 我们的研究表明，由于包商事件不改变银行体系的超额准备金水平，整个金融体系的信贷扩张能力并没有受到太大冲击；而三个信用收缩渠道中仅有中小银行缩表的压力难以被其它金融机构的扩表所对冲。包括银行同业存单在内的同业负债缩减会迫使银行在资产端同步缩减，负债缩表规模超出银行流动性较好资产套现规模的部分会带来实体部门的信贷供给收紧，且因为存在信息费用等交易成本，难以被其它金融机构的信贷扩张所有效对冲。反过来，非银机构面临的内生性去杠杆表面上也会导致结构性发行债券和低等级民企债券续作困难，而无论银行还是非银都不再对结构性发行方和低等级民企提供新的债券融资支持，似乎也会对社融增速产生影响；然而，更详细的讨论表明除了少数城投公司之外，相关融资方仍有较大希望通过正常的债券发行和贷款等渠道获取融资。三个渠道中后两个渠道对于实体经济融资（社融增速）影响相对有限。
- 在较宽松和严格的条件下，我们估计中小银行缩表渠道对于包商事件之后一年社融存量的冲击在1500和5400亿人民币，边际影响其同比增速在0.1%-0.3%之间。此外，包商事件之后，人民银行的定向和全面降准降低了一般性银行存款准备金率0.5%，服务县域的农村商业银行存款准备金率3%，而把在省级行政区域内经营的城市商业银行存款准备金率降低了1.5%。我们粗略估计，上述措施会额外降低银行渠道的信用收缩规模1000亿。如果人民银行未来还有类似措施，会进一步降低信用紧缩的冲击。总体而言，包商事件对于社融增速和社会信用扩张的冲击比较有限，投资者无需过度担忧。

风险提示：经济、地产下滑及中美关系恶化超预期，政策不达预期

## 内容目录

1、 包商事件影响实体部门资金供给 .....	4
1.1、 包商事件会影响社融增速吗? .....	4
1.2、 冲击社融增速的三个渠道 .....	4
2、 部分银行缩表对信用供给的冲击 .....	7
2.1、 仅仅同业存单收缩对于信用供给的影响 .....	7
2.2、 同业负债收缩对信用供给的影响 .....	9
3、 降准能多大程度缓解包商带来的信用紧缩? .....	11
3.1、 对社融增速冲击的估计 .....	11
3.2、 降准的影响 .....	11
4、 风险提示: .....	12

## 图表目录

图表 1: 包商事件冲击流动性供给的传导渠道 .....	6
图表 2: 面临缩表银行的流动性同业资产和负债数据汇总 .....	8
图表 3: 样本 61 家银行高流动性资产+1/2 较高流动性资产对同业存单的覆盖比例 .....	8
图表 4: 样本 61 家银行高流动性资产对同业存单的覆盖比例 .....	9
图表 5: 样本 61 家银行高流动性资产+1/2 较高流动性资产对同业负债的覆盖比例 .....	10
图表 6: 样本 61 家银行高流动性资产对同业负债的覆盖比例 .....	10

## 1、包商事件影响实体部门资金供给

### 1.1、包商事件会影响社融增速吗？

包商事件打破刚性兑付之后，部分中小银行缩表可能影响它们的债券投资和信贷投放引发了广泛关注。此外，以券商资管和基金专户为代表的非银金融机构也面临相当程度内生性去杠杆的压力和流动性的紧张（《柠檬市场与金融供给侧改革（四）》），对于债券投资的需求有下降。事实上，从债券市场来观察，结构性债券发行不再被市场所接受，民企发债困难进一步恶化，而中低评级的信用债也经历了重新定价和利率上行。

因此，一些投资者担心包商事件会带来一定程度的实体部门信用紧缩，甚至社融同比增速会受到包商银行事件的影响。那么这一事件对于实体经济的信用增长冲击有多大？我们这里进行详细测算。

### 1.2、冲击社融增速的三个渠道

由于包商事件不直接冲击实体部门的资金需求，对社融增速的影响主要集中在对资金供给的影响方面。从受到冲击的金融部门向实体经济提供资金的渠道来看，包括银行渠道和以券商资管和基金专户为代表的非银渠道。而银行渠道又通过自有资金的委外投资和非银渠道联系在一起。当然，由于银行自有资金的委外投资规模相对较小，我们在估算时暂时忽略这一因素的影响。

**对银行渠道而言**，部分中小银行的缩表可能确实可能产生对实体经济的信用紧缩，但是紧缩的规模并不简单等于缩表的规模。

- 由于银行体系整体的超额准备金规模并没有受到包商事件的影响，理论上讲银行体系总体的信用扩张能力没有变化。部分中小银行由于同业负债收缩带来的资产端收缩的压力在理想情况下可以通过其它银行把原本用于投资这些缩表银行同业负债的资金直接用于承接相关资产而完全对冲。
- 当然，在现实中，只有面临缩表压力的银行资产端的收缩（含委外投资）发生在同业拆借、货币市场基金、高等级债券等流动性较好的市场时，其它银行的承接的可能性才比较高；如果资产收缩牵扯到贷款、非标（包括中小银行运用自有资金通过银信合作等各种渠道投资非标资产）低等级信用债等业务，由于存在对于客户的了解程度等信息费用以及风险偏好的差异，其它银行的替代会困难一点。
- 估算银行渠道的信用收缩就需要估计缩表银行同业负债端的紧缩规模超出这些银行较高流动性资产抛售规模的部分。这个部分就是被迫缩表的银行最终需要筹集多少自有资金来承接相关资产的规模。获取自有资金的方法无非是新筹集（融资、利润存留等）和存量信贷（贷款、债券、非标等）到期不再续作。考虑到新筹集到的自有资金本来可以用于新的信用创造，在存在缩

表压力之下，新筹集资金不能用于新信贷创造以及停止存量信贷续作都代表了包商事件发生之后带来的边际的信贷紧缩。如果能再估算出这个紧缩持续的时间，就可以估算银行渠道对于社融存量同比增速的冲击。

**对于非银渠道而言**，由于银行自有资金委外投资的规模相对有限，我们暂时不考虑这个因素的影响，仅仅关注的券商资管和基金专户等非银机构面对的内生性的去杠杆压力。我们的分析表明非银渠道缩表对于实体经济信贷供给冲击有限。

- 理论上这些非银去杠杆时抛售的资产全部都在银行间同业市场——主要是由于结构化发行债券、AA 及以下非民企债和 AAA 之外的民企债<sup>1</sup>不能质押导致的。非银可以抛售利率债等高流动性资产保护这些债券的头寸、当然也可以直接出售这些不能质押的债券实现去杠杆。停止向相关非银机构提供债券质押融资的银行等机构可以直接承接相关资产，理想情况下对实体部门的信用供给也完全没有冲击。
- 当然，在现实中由于风险偏好的差异、信息不对称债券的存在（参见《柠檬市场与金融供给侧改革（四）》）、和流动性的问题，银行、其它非银等机构未必会全部进行承接——例如利率债及 AAA 非民企相对容易容易被承接；其它非民企和部分上市 AAA 的民企流动性就差一些，虽然也有机会以公允价格卖掉；较难承接的主要是结构化发行债券和 AA+ 及以下的民企债券。与银行渠道类似，估算非银渠道带来的信用紧缩似乎需要估算流动性差一些的债券和几乎无法被承接债券的资产规模。这一部分债券到期时这些流动性紧张的相关非银机构可能不会直接续作并可能导致信用紧缩。
- 但是，我们认为非银机构对于相关机构债券到期不再续作与银行对于信贷不再续作的后果并不一样。

例如，不能质押且流动性稍差的 AA 的国企债虽然可能使得持有该债券的券商专户面临流动性压力不愿续作，但是包括银行在内的其它的机构投资者仍有可能接受该国企在债券到期之际的续发并完成融资续作。

即使最难承接和续作的债券——主要是结构化发行的债券和 AAA 以外的民企债，也有较大机会通过其它渠道完成续作融资。对于结构化债券而言，一方面结构化债券规模相对有限，一方面，除了少数地方政府融资平台之外<sup>2</sup>，发行结构化债券的主体虽然无法继续以结构化发行的方式直接续作，但仍可以通过正常发行或者贷款渠道来获取融资<sup>3</sup>。对于民企而言，在债券渠道难以续作的情况下，贷款渠道获取融资仍然是一个退而求其次的选择。由于银行体系整体信用创造的能力不受影响，只要相关借款主体能够满足贷款的条件，仍然可以完成需要的融资续作<sup>4</sup>。

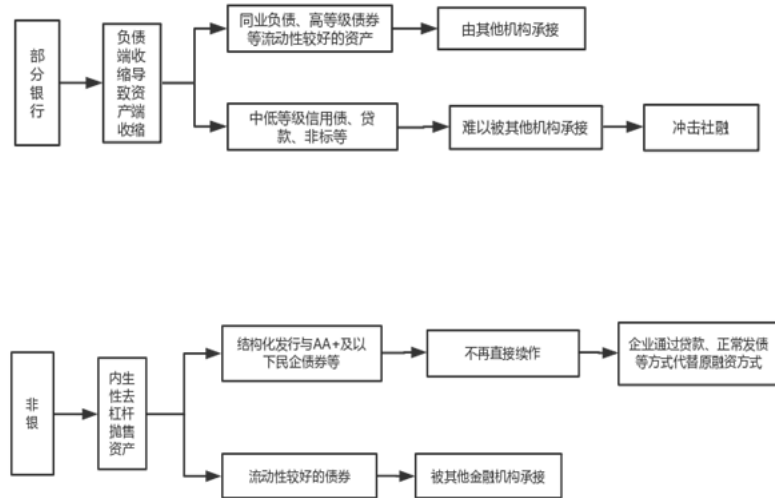
<sup>1</sup> 对于民企，由于信息不对称，存在一刀切的现象。当然，AAA 的部分民企债，如上市公司的债券仍可以被认可。

<sup>2</sup> 融资平台因为对于地方隐性债务的限制，不能通过贷款等方式融资，只有发债一条出路。如果资质太差又无法通过结构化方式融资，确实融资会受影响。但是这类平台总体规模有限。

<sup>3</sup> 这是因为，结构化发行有的时候是为了节约成本而不合理套利（参见《柠檬市场与金融供给侧改革（四）》），这部分企业仍可正常发行获取融资，无非是成本会上升。即使是因为资质较差而借助结构化发行的借款者，也许难以单纯依靠信用发行信用债，但是在有抵押的情况下，它们在贷款市场上仍然是较好的借款者。

<sup>4</sup> 虽然信息不透明导致民企被债券市场拒之门外，但是如果愿意提供抵押品，信贷市场上它们仍是受欢迎的——毕竟发行债券的企

图表 1: 包商事件冲击流动性供给的传导渠道



资料来源：国海证券研究所

当然，上述讨论似乎仅仅论及存量资产的化解对于社融增速的冲击，由于银行和非银渠道目前都不再向结构化发行债券提供融资，且对民企提供融资也进一步恶化（除了部分上市 AAA 级企业，经常存在一刀切的现象），增量部分的冲击似乎也需要考虑。

**然而，我们认为增量部分的影响可能相对有限，原因与分析非银渠道存量资产化解的思路类似。**发行结构化债券的主体仍可以通过正常发行或者贷款渠道来获取融资。民企只要相关借款主体能够满足贷款的条件，仍然可以完成需要的融资。

我们因此仅仅对于银行渠道的存量冲击进行估算。

业总体而言都是资质较好、规模较大的企业，对于银行而言仍属优质客户。而且由于需要抵押品，信贷系统对于信息的需求会弱于债券市场。



## 2、部分银行缩表对信用供给的冲击

我们了解到，在参与存单市场的 348 家银行中，有若干家银行目前几乎完全发不出同业存单；有数十家银行同业存单与包商事件之前相比发行难度上升，存在程度不同的缩表压力；其余银行同业存单发行与包商事件之前差异不算很大。

我们还了解到，这些受到包商银行事件冲击最大的银行其实并不见得是信用评级最低的银行<sup>5</sup>。实际上，由于 AA-以下的银行存单在市场上一直流通性较差，发行规模也比较有限，受到的冲击反而较小。真正受到冲击比较明显、存在缩表压力的银行是规模更大一些的银行。它们既包括一些 AAA, AA+及 AA 评级的城商行，也包括 AA+评级的农商行。

大概有 68 家银行可以作为我们银行缩表的分析对象，其中 61 家银行公布了 2018 年年报。我们估计这 68 家银行 2018 年底的资产总额达到 18.2 万亿人民币（其中公布 2018 年报的 61 家银行总资产为 15.8 万亿，其余银行根据 2017 年年报估计），占 2018 年底中国银行业总资产的 7.0%。

### 2.1、仅仅同业存单收缩对于信用供给的影响

银行缩表的主要压力来自于同业存单续作的困难。当然，除了极少数的若干家银行之外，这 68 家银行中的绝大多数都只是存在一定程度的存单发行困难，同业存单存量收缩到 0 的可能性很低。如果在一年之内收缩一半，已经是相当高程度的收缩了。那么在有些银行同业存单存量收缩 50%的情况下，我国银行体系的信贷供给会受到多大冲击呢？

如上文所述，面对负债收缩，银行首先会通过处理自己流动性相对较好的同业资产来应对。我们把这些同业资产分为两类，流动性最好的高流动性同业资产包括银行在中央银行的超额准备金<sup>6</sup>、其他债权投资<sup>7</sup>，以及交易性金融资产<sup>8</sup>，存放同业，拆出资金。此外，具较好流动性的同业资产还包括以摊余成本计量的金融资产，衍生金融资产，可供出售的金融资产，以及买入返售金融资产。

从汇总的数据来看，这 68 家银行高流动性的资产规模（2.4 万亿）已经超过了同业存单的总规模（2.2 万亿）。如果较高流动性的资产（3.0 万亿）还可以有一半变现用于应对同业存单 50%的收缩，对于同业存单收缩一半的覆盖比例超过了 3.5。投资者似乎没有必要担心银行同业存单萎缩对于实体部门流动性供给的冲击。

<sup>5</sup> 实际上，银行的信用评级本身质量不高。例如被接管的锦州银行信用评级是 AA+

<sup>6</sup> 从现金及存放中央银行款项扣除法定准备金可得。

<sup>7</sup> 会计科目为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，此类金融资产同时符合两个条件：1) 企业管理该金融资产的业务模式既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标；2) 该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。

<sup>8</sup> 会计科目为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，以利率债，金融债和公司债为主。

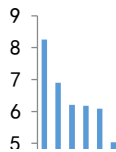
图表 2: 面临缩表银行的流动性同业资产和负债数据汇总 (截至 2018 年底)

		61 家银行	68 家银行
高流动性 同业资产	超额准备金及窖藏现金	4,769.4	5,484.9
	交易性金融资产	6,261.7	7,200.9
	其它债权投资	2,776.2	3,192.7
	存放同业	3,836.0	4,411.4
	拆出资金	3,293.9	3,787.9
	合计	20,937.2	24,077.7
较高流动 性同业资 产	摊余成本计量的金融资产	9,819.8	11,292.8
	衍生金融资产	37.5	43.2
	可供出售金融资产	12,982.7	14,930.1
	买入返售金融资产	3,620.4	4,163.5
	合计	26,460.4	30,429.5
具有一定流动性的同业资产合计		47,397.6	54,507.2
同业负债	同业存放	9,619.9	11,062.9
	拆入资金	2,996.4	3,445.9
	卖出回购	4,685.5	5,388.3
	同业存单	19,452.3	22,370.1
	合计	36,754.1	42,267.3

资料来源: Wind, 国海证券研究所

当然,从汇总的数据上观察完全忽略了不同银行之间并不能够有效做到以丰补歉的协调,会显著的低估流动性资产对同业存单覆盖率较低的银行的缩表压力。然而,即使从个体银行的数据上观察,在可以动用全部高流动性资产和一半较高流动性资产应对同业存单收缩一半的情况下,68 家银行业也不过会有会有 5-6 家银行面临资金缺口。我们的模型还显示,这 5-6 家银行的资金缺口仅有 200-300 亿人民币,规模非常有限。

图表 3: 样本 61 家银行高流动性资产+1/2 较高流动性资产对同业存单的覆盖比例



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\\_10095](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10095)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>