

包商事件：一石激起几层浪？

——金融供给侧改革系列之一

宏观深度

◆ **包商事件在资本市场激起一阵涟漪。**得益于央行和银保监会对资金的有效呵护以及对市场的充分引导，包商事件对流动性冲击有限，但引发的信用分层涟漪未了。低评级城商行、农商行存单发行偏弱，期限利差和信用利差扩大，并曾传导至非银融资。有序化解金融风险是金融供给侧改革的重要内容之一，那么，众多的城商行和农商行资产负债态势如何？包商事件激起几层涟漪？

◆ **包商事件提高了市场风险意识，并倒逼低评级的城商行、农商行收缩同业负债，并可能在必要时出售流动性较高的资产予以应对，但总体影响可控。**像包商这样风险较高的银行其实并不多，以公布数据的AA及以下城商行农商行为样本，其同业负债占总负债比重平均为18%，符合监管要求。2019年下半年AA及以下同业存单到期量为4219亿，高流动性资产/同业负债均值为0.79倍，而高流动性资产+较高流动性资产平均是同业负债1.8倍，说明必要时完全可以靠出售流动性资产偿还同业负债，应该不会引起系统性的资金链问题。

◆ **包商事件对债市的潜在影响可能通过出售高流动性资产、资产回购、非银融资收紧三个渠道体现，资产出售和避险情绪的正反作用意味着利率债可能出现波动而未必是单边行情，但要关注低评级信用债风险（包括城投和民企），今年9月和11-12月这类债券到期量较大。**低评级城商行农商行可能出售的流动性资产包括国债、政策性银行债，总体规模约1.6万亿，占利率债总规模的3.1%，6月份城商行、农商行持有利率债规模净减少1370亿；资产回购包括货币基金和委外资金，低评级城商行农商行委外赎回债券规模上限约7400亿左右；对非银融资的潜在影响主要表现为非银机构难以通过质押低等级债券进行再融资，也可能倒逼非银去杠杆。AA及以下信用债主要以城投和民企为主，建议关注下半年相关债券到期较多的月份。

◆ **对股市的潜在影响可能主要通过委外资金赎回、债券二级市场、信用收缩体现，但总体影响不大。**测算显示低评级城商行、农商行委外资金赎回量1500亿左右，规模较小；债券二级市场的影响来自以低评级债券作为质押物的难度加大，进而影响企业融资。从A股上市公司来看，目前AA及以下评级家数占比为10.7%，而市值占比仅为2.2%。综合来看，信用收缩的量应该有限，对股市影响较小。

◆ **低评级的城商行、农商行缩表或导致社融收缩，传导至实体经济，增加某些企业融资的难度，但总体影响较小。**初步估算显示，全年社融增速可能因此下滑0.1-0.3个百分点。从结构来看，部分低等级信用债和民企债券发行人在二级市场质押融资可能受到影响，从而影响一级市场融资。6月AA及以下信用债融资占比下滑，5、6月份民营企业债券发行量占比仅为2%-3%，为2018年以来的最低。**总体而言，包商事件激起一阵涟漪，短期可能主要对某些债券产生影响。中长期来看，提高了市场的风险意识，对于有序化解金融风险，促进金融体系和资本市场的健康发展意义深远。**

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebcn.com

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)
010-56513153
guoyb@ebcn.com

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)
010-56513039
huangwenjing@ebcn.com

刘政宁(执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebcn.com

1、激起一阵涟漪

5月24日，人民银行、银保监会宣布从2019年5月24日起依法联合接管包商银行，接管期限为一年，由建设银行作为托管行，与包商银行开展全面合作，帮助完善包商银行公司治理结构、风控体系，促进其正常经营和稳健发展。这是除1998年海南发展银行被央行关闭外，中国20多年来第一家被监管部门接管的商业银行。

为稳定市场情绪，央行和银保监会多次进行答记者问，以公开透明的方式告知市场接管包商银行的背景、目的和接管后的处置原则，并强调包商银行被接管仅是个案，市场需要冷静客观看待。与此同时，央行向市场进行大规模的流动性投放，向市场传递维稳情绪。

在央行和银保监会的有效维护下，市场流动性受到短暂的冲击后回归常态，但市场风险偏好随之出现分化，评级偏低的城商行、农商行同业存单发行困难，或将倒逼部分城商行、农商行缩表，同时也出现了非银机构质押式回购融资困难的情况，这或将促使非银去杠杆。

包商银行资产负债率高于行业平均水平，债务密集到期，信用风险较高。实际上，像包商这样风险较高的城商行农商行并不多，但有序化解金融风险是金融供给侧改革的重要内容之一，包商事件激起一阵涟漪。那么，众多的城商行和农商行资产负债态势如何？未来还需要关注哪些影响呢？

2、资金批发市场容易传染

银行间市场传染性高，同业借贷扩张易引发风险，一个极端的情况是2008年次贷危机前美国贝尔斯登所引发的风险。贝尔斯登曾是一家具有80年历史的全球性金融服务公司，位居美国华尔街投资银行第五位。在破产之前，贝尔斯登一度有着极强的盈利能力。2003年，贝尔斯登超越高盛和摩根士丹利，成为全球盈利最丰厚的投资银行。2004-06年，其税后净利润由13.4亿美元增至20.5亿美元，年均增长23%，每股盈利由9.8美元增至14.2美元，年均增长201%¹。

贝尔斯登的高利润主要来自与抵押担保债券有关的衍生品交易业务。

1990年代末，美国金融自由化提速，金融监管松懈，货币环境宽松，以房屋抵押贷款（MBS）为代表的金融衍生品业务大幅增加，各大金融机构争相通过表外融资进行衍生品交易，贝尔斯登也是其中一员。2006年，贝尔斯登的固定收益业务在营收中占比达到45.5%，其中又以销售、交易、发行MBS、ABS等衍生品业务为主（表1）。

¹ 《企业现金流断流与华尔街投资银行危机》，陈志斌等人，2010年9月

表 1：贝尔斯登的业务板块（截至 2006 年末）

业务板块	业务种类	业务范围	营业收入(亿美元)	占百分比(%)
资本市场业务	权益投资业务	业务包括销售、交易与研究咨询。涉及的品种包括国内和国际股票、场外股票、股票衍生品、能源与大宗商品衍生品	19.6	21.30
	固定收益业务	销售、交易、发行固定收益产品，并提供研究报告服务。产品主要有抵押担保债券(MBS)、资产支持证券(ABS)、公司和政府债券、市政债券以及高收益产品，比如过桥贷款、汇率、利率衍生品和信用衍生品等	41.9	45.54
	投资银行业务	资本融资、并购业务、承销业务、咨询顾问、商业银行业务	11.7	12.72
全球结算业务		全球结算	10.8	11.74
财富管理业务		财富管理	8.0	8.70
合计			92.0	100.00

资料来源：《企业现金流断流与华尔街投资银行危机》，陈志斌等人

2005-2006年，受美国房地产市场火爆鼓舞，贝尔斯登的次贷支持的CDO发售规模大涨50%，自营投资规模的涨幅高达67%。为支持这些业务，贝尔斯登通过证券回购、优先债、次级债等方式筹集了大量资金，这也导致其负债规模大幅上升，财务杠杆率高达28倍，显著高于当时美国投行20倍杠杆率的平均水平。

房价下跌引爆房屋抵押证券市场，贝尔斯登陷入流动性危机。2007年美国房价开始下跌，家庭房贷违约率上升，与次级贷款相关的金融衍生品需求大幅下降。2007年8月，贝尔斯登旗下的两支投资次级抵押贷款的基金宣布倒闭，随后公司首席运营官辞职，引发市场关切。11月，贝尔斯登宣布公司四季度亏损额度高达620亿美元，同时裁员4%，随后公司首席执行官辞职。到了2008年3月，贝尔斯登已无法正常运转，3月14日，美联储决定通过摩根大通向贝尔斯登提供应急资金300亿美元，以缓解该公司的流动性短缺危机。3月17日，摩根大通证实，将以总价约2.36亿美元（每股2美元）收购贝尔斯登，随后每股收购价格提高至10美元（表2）。

表 2：与贝尔斯登相关的大事件

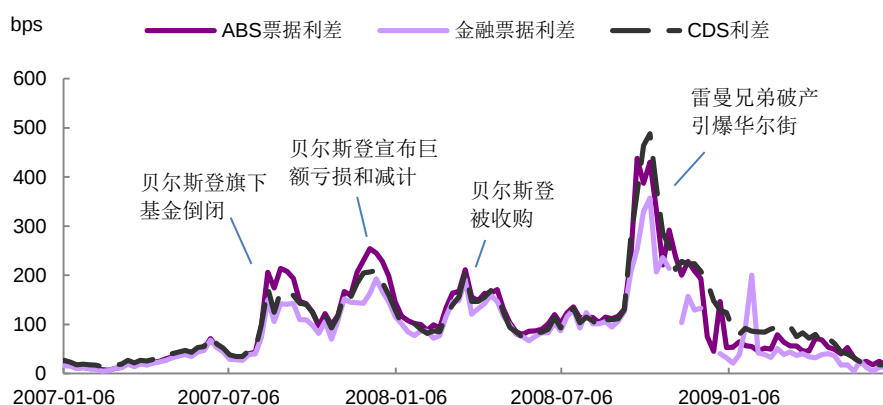
日期	事件
2007年3月1日	贝尔斯登报告结构信用基金首次出现亏损。
2007年6月14日	贝尔斯登发布季报，称受抵押贷款市场疲软影响，公司季度盈利比上年同期下跌10%。
2007年6月18日	美林证券计划出售贝尔斯登对冲基金的抵押品。
2007年6月22日	贝尔斯登计划为结构信用基金提供32亿美元的紧急贷款。
2007年7月17日	贝尔斯登告诉客户，杠杆增强基金的资产基本上没有价值。
2007年8月1日	贝尔斯登宣布旗下两只投资次级抵押贷款证券化产品的基金倒闭。
2007年8月5日	贝尔斯登公司联席总裁兼联席首席运营官沃伦·斯佩克特宣布辞职，艾伦·施瓦茨成为公司唯一总裁。
2007年9月20日	贝尔斯登宣布季度盈利大跌68%。
2007年9月26日	有传言称巴菲特可能会购买贝尔斯登20%的股份。
2007年10月22日	贝尔斯登宣布与中信达成交易。
2007年11月1日	华尔街日报指责首席执行官凯恩吸食大麻。
2007年11月14日	首席财务官莫利纳罗表示，贝尔斯登第四季度亏损并将减记620亿美元。
2007年11月28日	贝尔斯登裁员4%。
2007年12月20日	贝尔斯登宣布对19亿美元的资产减记，凯恩宣布放弃2007年的红利。
2008年1月7日	贝尔斯登公司首席执行官凯恩迫于压力宣布离职，施瓦茨接任该职。
2008年1月22日	美联储降息75个基点。
2008年2月14日	瑞士银行减记200亿美元的ALT-A级抵押贷款债券。
2008年3月3日	凯雷资本未能满足贝尔斯登追加保证金要求。

2008年3月10日	有关贝尔斯登流动性问题的谣言开始浮出水面。
2008年3月11日	高盛通过电子邮件向客户表示不会与贝尔斯登进行衍生品交易。
2008年3月14日	美联储决定通过摩根大通向贝尔斯登提供应急资金300亿美元，以缓解该公司的流动性短缺危机。
2008年3月17日	摩根大通证实，将以总价约2.36亿美元（每股2美元）收购贝尔斯登。
2008年3月24日	摩根大通将贝尔斯登的出价提高至每股10美元。

资料来源：光大证券研究所整理

在贝尔斯登不断传出负面消息的同时，资本市场也受到波及。首先受到影响的是资产抵押证券（ABS）和金融机构票据市场，这些票据主要是为资产抵押类衍生品交易和销售做融资的工具，且主要在金融同业之间发行，因此最先受到波及（图1）。相比之下，实体经济受到的影响并没有很快反应出来，2007年底，非金融机构票据、AA级企业债、高收益债市场仍然较为稳定（图2）。但是到了2008年，负面影响开始加剧，尤其是9月雷曼兄弟的破产，导致企业债利差飙升，整个华尔街陷入恐慌。

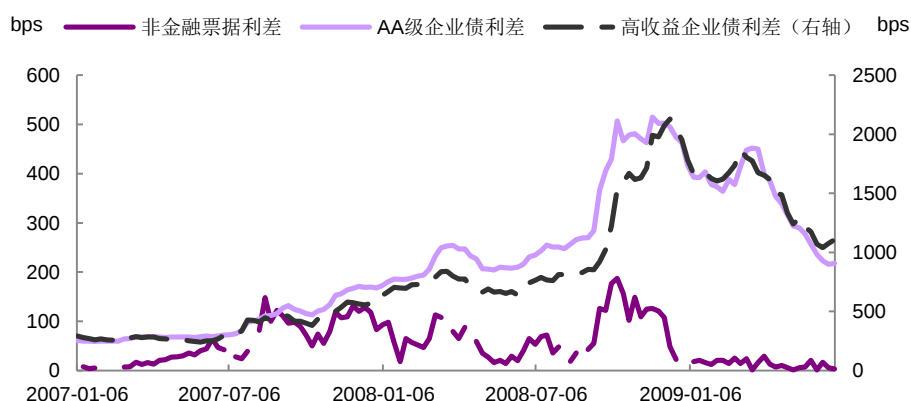
图1：贝尔斯登事件前后票据和CDS市场表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：时间为2007年1月至2009年6月

图2：贝尔斯登事件前后企业债市场表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

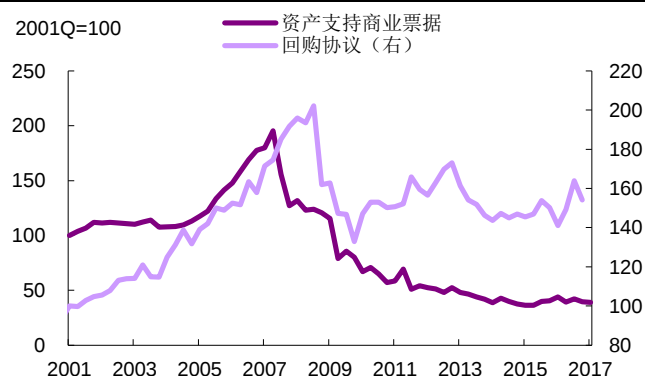
注：时间为2007年1月至2009年6月

从风险传播来看，呈现出从个体机构、到金融同业市场、再到企业债券市场的路径，而较高比例的同业批发融资加剧了风险的传染性。美国次贷危机前，不仅金融机构杠杆率高，而且同业之间交叉度高，批发金融市场空前繁荣，导致金融风险的传播更快（图3）。这是因为批发融资本身期限短、不受担保、缺乏监管，一旦资产价格下跌，容易发生赎回挤兑，推高融资成本，引发资产价格下跌，形成正反馈。

有研究表明，美国批发融资与存款的比重越高，货币市场利率的波动会越大，而且呈非线性态势（图4）。IMF对54家银行2001-09年的数据研究还显示，一家银行批发融资对总资产比例每上升1个百分点，银行对系统性风险（对其他银行的溢出风险）的边际贡献将上升0.4个百分点。

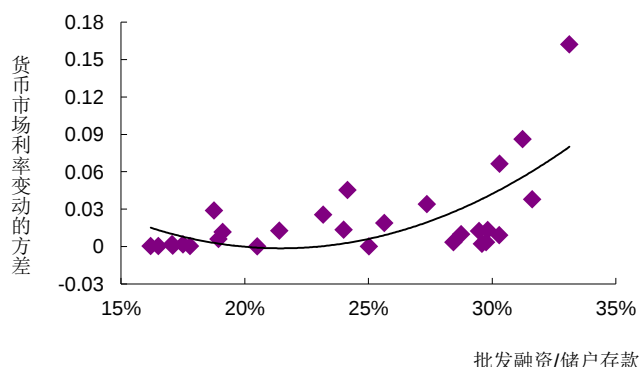
从风险处置来看，美联储除了采取货币宽松外，还积极引导对贝尔斯登的债务重组。事实上，美联储对贝尔斯登危机的应对总体是妥当的。从2007年9月到2008年3月，美联储前后共降息6次，总计300 bps，这在一定程度上缓解了市场的流动性风险。与此同时，美联储积极撮合华尔街其他的金融机构对贝尔斯登进行救助，并最终由摩根大通成功对其进行收购。在收购之后，资产抵押证券和金融票据的利差有所收窄，金融市场的确恢复了一段时间的稳定。不过，在此后对雷曼兄弟的处置时，美联储没能复制贝尔斯登的成功经验，雷曼兄弟最终破产。

图3：2008年之前美国批发融资快速发展



资料来源：Wind，光大证券研究所

图4：美国批发融资规模与货币市场利率波动性

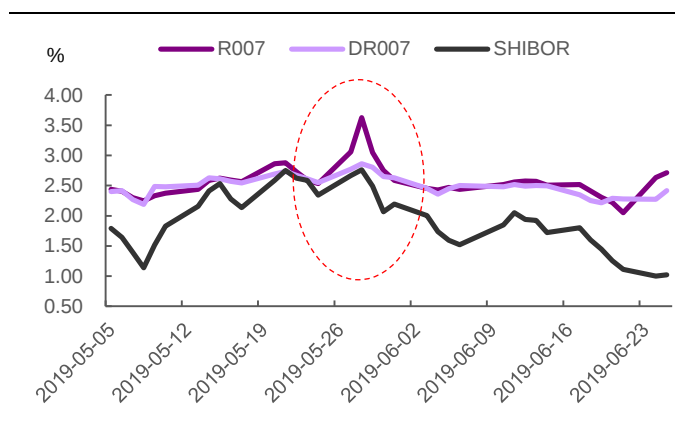


资料来源：Wind，光大证券研究所

3、包商事件以来的市场演变

包商银行事件发生后，市场受到了一定的流动性冲击（图5），当然远没有美国80年代末和2008年那么严重（图6）。从包商银行被接管后的第一周来看，SHIBOR、R007和DR007均有所上行。为稳定市场担忧，政策部门从两个方面对市场进行预期引导。

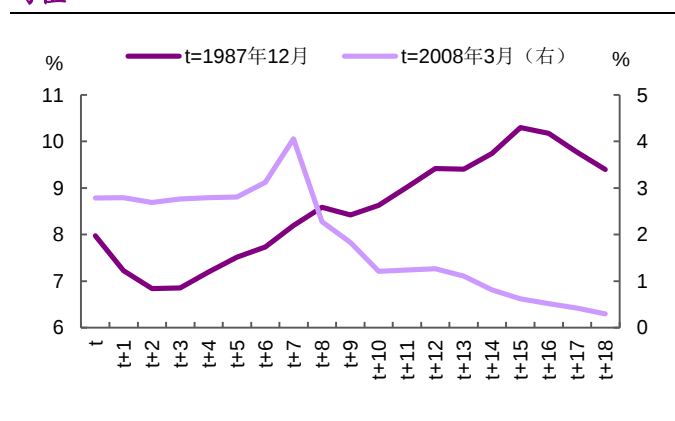
图 5：包商银行接管前后市场利率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：时间为 2019 年 5 月至 2019 年 6 月底

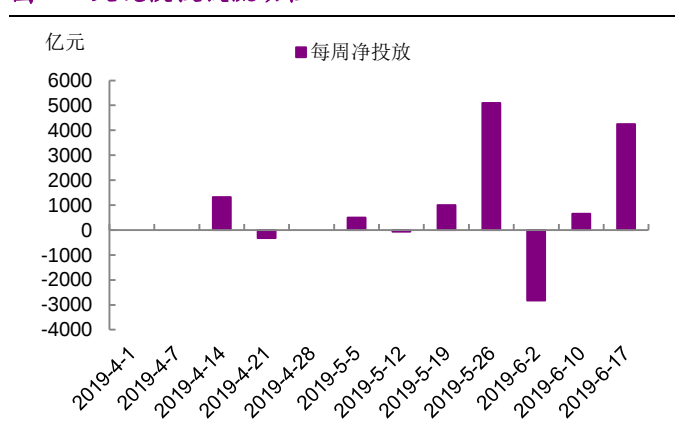
图 6：美国储贷危机和次贷危机时期 3 个月 LIBOR 月平均值



Wind，光大证券研究所

央行和银保监会分别在 5 月 25 日、6 月 2 日、6 月 16 日通过答记者问的形式告知市场“包商银行接管只是个例，央行会通过多种方式稳定市场流动性”以此达到稳定市场情绪的目的。央行在实际操作过程中，通过 OMO、MLF、国库定存，定向降准等形式向市场投放流动性，缓解流动性冲击，5 月 27 日至今 6 月底向市场净投放资金 7000 亿以上（图 7），保证了市场整体流动性的充裕。

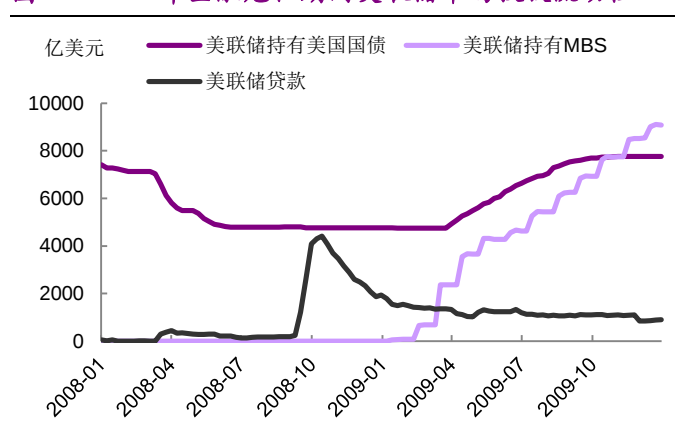
图 7：大规模投放流动性



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：时间为 2019 年 4 月至 2019 年 6 月底

图 8：2008 年金融危机期间美联储市场投放流动性



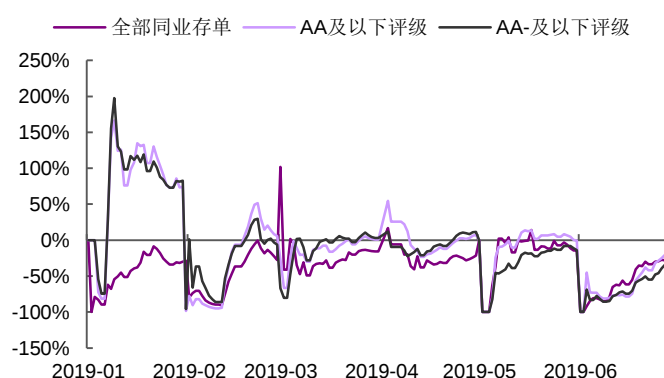
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：时间为 2008 年 1 月至 2009 年 12 月底

总体来看，由于央行对市场流动性补充及时，货币市场利率仅上升一周后就回落，流动性受到的冲击有限，但需要注意，受市场风险偏好影响，银行间市场利率和非银金融企业融资利率出现的较大差异。与美国 80 年代的末和 2008 年相比，包商事件带来的流动性冲击要小很多，彼时美国货币市场利率分别上行 1 年左右和 1.5 个月时间（图 6）。美联储在 2008 年采取了流动性支持的方式缓解危机，危机期间美联储充当最后贷款人，对危机机构提供贷款，然后通过购买国债和 MBS 的形式向市场它规模投放流动性（图 8）。

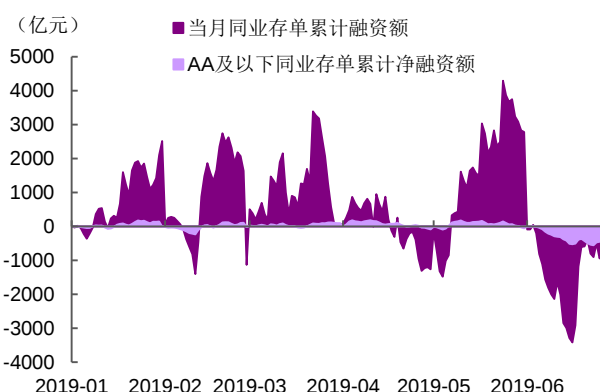
在央行的呵护下，流动性冲击较小，但包商事件引发了市场对低级别的城商行或农商行的风险偏好下降，进而导致其同业存单的发行困难。从6月份同业存单的发行来看，同业存单总量在月初发行出现明显下滑后，已经有所缓解，但整体来看仍是负增长态势，AA-以下级别同业存单发行难度尤其大（图9），但6月17日定向降准后市场情绪有所缓解，同业存单发行量有所提升。6月净融资量仍然为负，部分银行在缩表（图10），截至2019年5月27日同业存单存量为10.2万亿，截至7月15日存量约为10.1万亿，呈现下滑态势。

图9：截至2019年6月底不同级别同业存单发行单月累计同比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

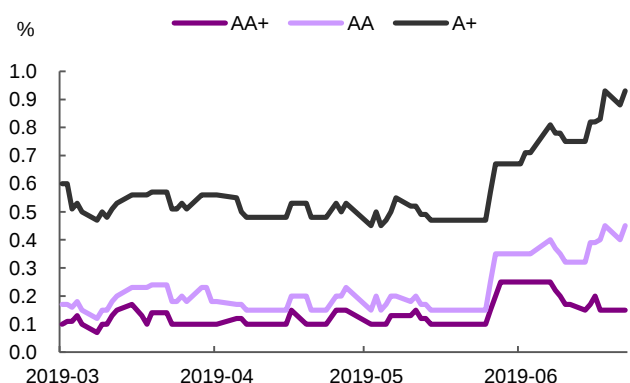
图10：截至2019年6月底同业存单单月净融资规模



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

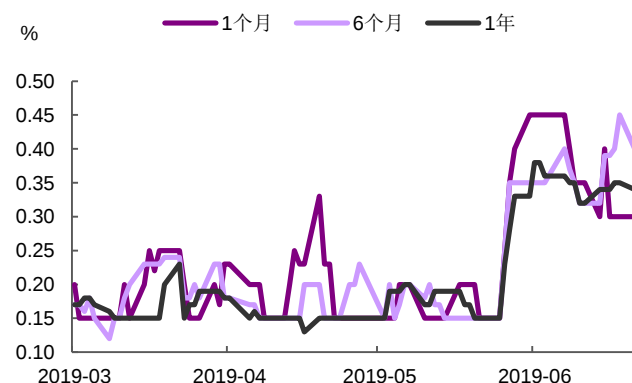
另外，评级较低的城商行、农商行存单发行的风险溢价和期限溢价均提升，从同业存单的信用风险溢价，即6个月的AA+、AA和A+同业存单信用利差来看，AA+信用利差的经过短暂的流动性冲击后，目前已经回到5月24日以前的水平，但AA和A+同业存单的信用利差明显上升（图11）；从不同期限同业存单的信用风险溢价来看，AA级1个月同业存单的信用利差有所下行，但6个月和1年期同业存单信用利差还在上行（图12）。

图11：截至2019年6月底6个月不同等级的同业存单到期收益率与AAA同业存单到期收益率利差



资料来源：Wind，光大证券研究所

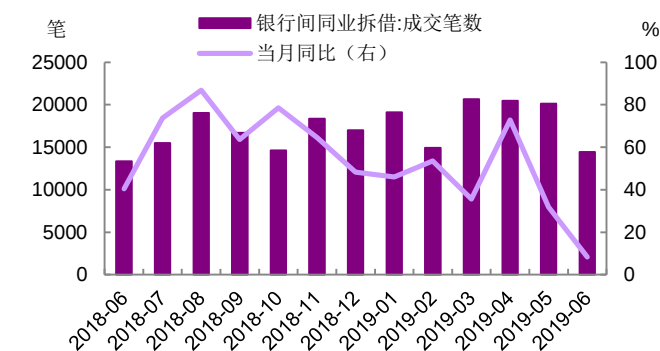
图12：截至2019年6月底AA级不同期限同业存单到期收益率与AAA级同业存单相同期限到期收益率信用利差



资料来源：Wind，光大证券研究所

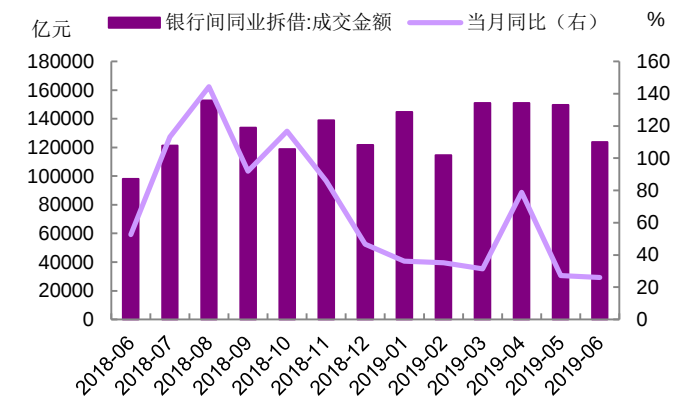
另外，由于信用分层，流动性从银行向非银的传导不畅，主要淤积在银行，导致非银融资仍难。受数据所限，我们只能观察到银行间市场同业拆借数据，看到6月份银行间同业拆借笔数和金额出现萎缩（图13和14），这主要是由于非银融资受到影响所致。

图13：截至2019年6月银行间同业拆借的笔数大幅放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所

图14：截至2019年6月银行间同业拆借金额下降



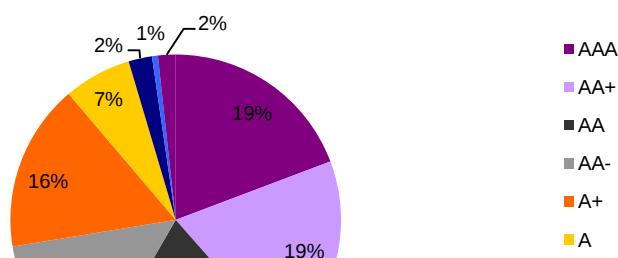
资料来源：Wind，光大证券研究所

4、还有几多涟漪？

从目前的市场表现来看，评级较低的城商行和农商行存在一定的被动缩表，对债券市场、股票市场、实体经济有何影响呢？我们基于发行同业存单的城商行、农商行的数据进行分析。

4.1、城商行、农商行可能多大程度上缩表？

图15：截至2019年6月底各级别银行占比



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_11277

