

**李超** 执业证书编号: S0570516060002  
研究员 010-56793933  
lichao@htsc.com

**程强** 执业证书编号: S0570519040001  
研究员 010-56793961  
chengqiang@htsc.com

**朱洵** 执业证书编号: S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

**刘天天** 执业证书编号: S0570518050003  
研究员 010-56793946  
liutiantian@htsc.com

**孙欧**  
联系人 sunou@htsc.com

**张浩** +86 10 56793946  
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：第二次石油危机与 70 年代末美国滞胀》2019.06
- 2 《宏观：贸易摩擦下，下半年财政会发力吗？》2019.06
- 3 《宏观：汇率与国际收支平衡哪个更重要？》2019.06

## 包商之后关注流动性风险还是信用收缩？

### 核心观点

包商银行处置到现在市场流动性总体稳定，我们认为短期流动性的结构问题在逐渐解决，大概率不会成为未来主要风险点。央行在防范系统性金融风险与防范道德风险之间存在艰难的权衡，目前总体系统性风险仍较为可控，但未来最重要是关注信用收缩问题。我们认为在包商事件后，中小银行负债端受限必然导致资产端调整，小微民企融资将更加困难，同时非银风险偏好下降，叠加债券处置困难，可能出现更多企业违约、中低评级信用债流动性恶化、一级市场融资难度加大的恶性循环。未来应重点关注信用利差和社融增速以及政府部门的应对策略。

### 包商银行处置到现在市场流动性总体稳定

针对包商银行事件引发的流动性收紧与分层加剧等问题，央行采取了较大力度的流动性投放等维稳措施，以保持银行体系流动性合理充裕，维护货币市场利率平稳运行。从 DR007 和 R007 等来观察，在政策呵护下，市场总体流动性基本稳定，流动性分层压力也得到一定的缓解。目前货币市场冲击并未传导至股市，债券市场长端利率冲击较低。

### 短期结构性流动性问题在逐渐解决

包商银行被接管后引发了金融机构风险偏好降低。虽然金融机构整体流动性较为良好，但出现了大行与中小行、银行与非银机构、券商和基金公司之间流动性传导不畅的结构性问题。为了防止风险传递，监管层主要通过以下两个举措缓解短期流动性问题：第一、中小银行的流动性采取再贷款、再贴现、常备借贷便利等工具暂时得以缓解。第二、中小非银机构通过大型券商逐渐释放流动性。大型商业银行鼓励向大型券商融资，而大型券商将部分替代中小银行，扩大对中小非银机构融资。我们认为，短期流动性的结构问题在逐渐解决，大概率不会成为未来主要的风险点。

### 防范系统性金融风险与防范道德风险是艰难选择，目前总体风险可控

系统性金融风险是指金融机构出现大面积流动性和偿付能力问题，其定义着重强调金融机构，而非金融市场和金融产品，即如果金融市场出现大幅波动或者金融产品大面积违约，并没有产生金融机构的流动性和偿付能力问题，就不能称为系统性风险。央行在防范道德风险和系统性风险之间面临艰难的选择，我们认为在央行对包商银行的处置过程中，央行和监管当局较难把握金融市场的非线性反应，央行对两种风险的权衡必然存在波动与反复。整体来看，我们认为目前系统性风险处在可控范畴。

### 金融机构行为可能出现变化趋势，谨防信用收缩

我们认为在包商事件后，同业存单供给和需求可能进一步下降，中小银行负债端受限必然导致资产端调整，进而导致小微民企融资将更加困难，可能出现更多企业违约、中低评级信用债流动性恶化、小微企业一级市场融资难度加大的恶性循环。为避免可能的信用收缩，我们认为方式之一是 TMLF 扩围，投放资金量级也应逐渐增加；另一路径是针对性培育类似发达国家的高收益债市场，建立完善资本市场基础制度。

### 人民银行改变流动性分层供应机制较难，非银机构仍需管理好流动性风险

90 年代再贷款是央行主要的流动性供应方式，人民银行分支行可向商业银行直接投放再贷款，地方政府为了发展经济冲动，倒逼央行在各地投放流动性，导致央行货币政策独立性受到地方政府影响。1998 年起人民银行采取一级交易商制度，可有效避免地方政府影响，但中小银行较难从央行获得常规货币政策操作资金，一旦出现市场流动性紧张，如果大行为避险不愿释放流动性，小行就会出现流动性风险。另外，为控制流动性风险，我们认为系统重要性基金公司也可提上议事日程，主要是从关联的角度考虑。

风险提示：半年末流动性大幅趋紧；严重信用收缩冲击实体经济。

## 正文目录

一、包商银行处置到现在流动性总体稳定 .....	4
二、短期结构性流动性问题在逐渐解决 .....	6
2.1 中小银行通过再贷款、再贴现、常备借贷便利等暂时缓解流动性 .....	6
2.2 中小非银机构通过大型券商逐渐释放流动性 .....	7
三、防范系统性金融风险与防范道德风险是艰难选择，目前总体风险可控 .....	8
3.1 防范系统性金融风险与防范道德风险是艰难选择 .....	8
3.2 目前系统性金融风险总体可控 .....	9
四、金融机构行为可能出现变化趋势，谨防信用收缩 .....	10
4.1 非银金融机构风险偏好下行，或使得低等级信用债丧失流动性，负向传导至一级市场发行 .....	10
4.2 中小银行同业负债受到抑制，会导致其资产端调整 .....	10
4.3 回顾 2018 年的信用收缩，2019 年要尽力避免类似过程 .....	10
4.4 如何观察信用收缩？ .....	12
4.5 如何避免未来的信用收缩？ .....	13
五、人民银行改变流动性分层供应机制较难，非银机构仍需管理好流动性风险 .....	14
5.1 人民银行流动性分层供应机制的历史沿革 .....	14
5.2 人民银行采取一级交易商制度，可以有效避免地方政府影响，但中小银行较难从央行获得逆回购和 MLF 等常规货币政策操作资金 .....	14
5.3 从全球来看，非银机构都无法从中央银行获得流动性 .....	16

## 图表目录

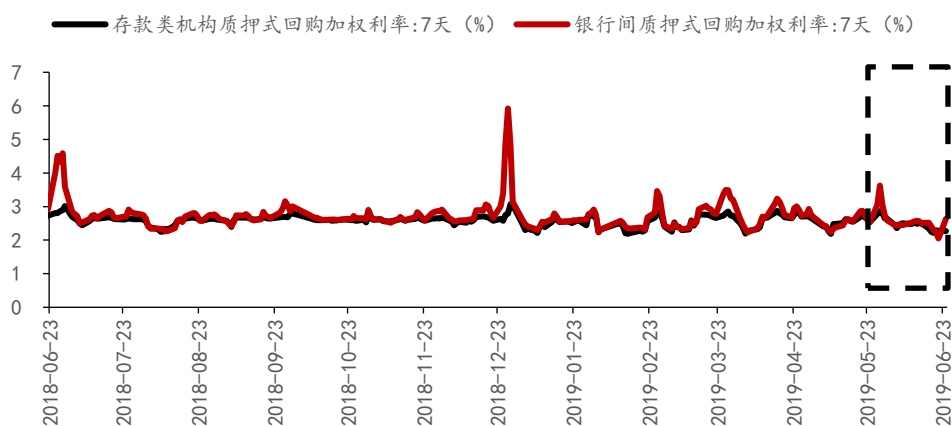
图表 1: DR007 与 R007 自上周以来均有所回落.....	4
图表 2: 交易所回购利率显示总体流动性基本稳定.....	4
图表 3: 货币市场冲击并未传导至股市.....	5
图表 4: 债券市场长端利率冲击较低, 短端利率冲高回落.....	5
图表 5: 包商银行事件打破刚兑后, 主要资金链条传导变成是“央行—大型商业银行—大型券商—中小非银机构”.....	6
图表 6: 6月19日以来同业存单利率大幅下滑, 流动性问题正在缓解.....	7
图表 7: 同业存单评级间利差处在高位, 代表结构性问题仍然存在.....	7
图表 8: 截至6月25日, 已确定余额上限的9家头部券商, 短期融资券余额上限合计达到了3041亿元.....	7
图表 9: 系统性金融风险的产生途径.....	8
图表 10: 系统性金融风险的管理框架.....	8
图表 11: 央行及金稳委近期加大对中小银行的流动性支持及授信支持, 缓解半年末流动性压力.....	9
图表 12: 包商事件后, 同业存单供给和需求可能都表现进一步下降趋势.....	10
图表 13: 新增社融结构当中的非标资产部分, 2018年出现较明显的环比下滑.....	11
图表 14: 从增量来看, 新增社融及其结构中的新增贷款, 均未出现很明显的扩张.....	11
图表 15: 企业一级市场发债融资甚至在部分月份出现了一定的环比收缩.....	11
图表 16: AA评级中短融5年期、7年期利差仍处高位.....	12
图表 17: 中债AA-评级中短期融资券信用利差, 5年期仍处高位.....	12
图表 18: AA级及AA级以下债券违约个数与债券余额.....	13
图表 19: 2019年一级交易商名单.....	15
图表 20: 包商事件进一步导致同业存单发现出现流动性分层情况.....	16
图表 21: 央行2018年3月提高一级交易商评选标准.....	16

## 一、包商银行处置到现在流动性总体稳定

在接管包商银行的时候，人民银行就承诺多种手段保护流动性。5月26日央行就接管包商银行问题答记者问时即表示：“人民银行将关注中小银行流动性状况，加强市场监测，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，保持银行体系流动性合理充裕，维护货币市场利率平稳运行。”

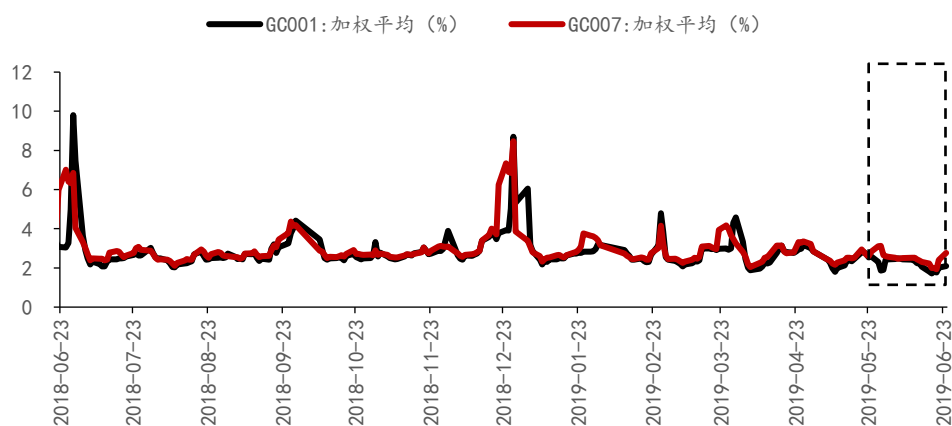
从DR007和R007两个银行间短端利率来观察：得益于央行资金投放力度的加大，DR001加权利率在6月24日一度报0.9873%，首次跌破1%，创该指标自2014年12月15日上线以来最低水平，隔夜SHIBOR报1%，创近十年来新低。交易所回购利率同样显示总体流动性基本稳定，GC001在2.0%附近波动，处于六月以来的低位水平，GC007则小幅上行。

图表1：DR007与R007自上周以来均有所回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

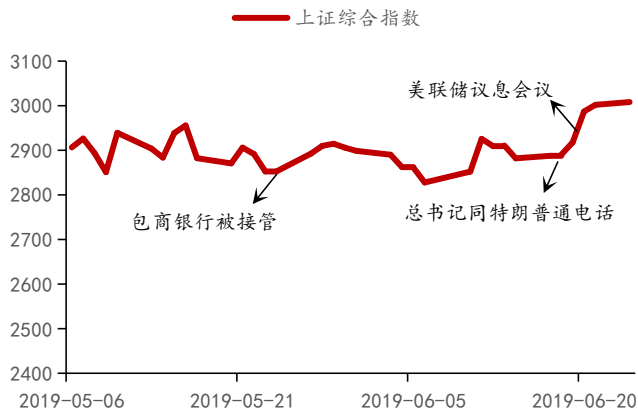
图表2：交易所回购利率显示总体流动性基本稳定



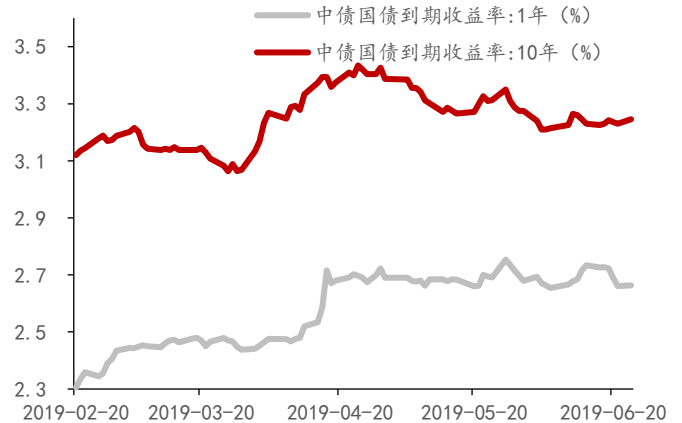
资料来源：Wind，华泰证券研究所

流动性在总量层面的充裕，反映出人民银行针对包商银行被接管事件，采取了较大力度的流动性投放与维稳措施。6月以来，央行共进行15次逆回购操作，合计投放8250亿元，对冲逆回购到期7950亿元后，实现净投放300亿元，助力机构平稳跨季。上周央行操作逆回购3400亿，到期550亿，累计净投放流动性达2850亿，其中，6月19日央行超额续作当天到期逆回购和MLF，单天实现流动性净投放高达650亿元。

虽然 R001 和 R007 日内最高利率有所回落，非银融资压力得到了部分缓解，但仍有一批中小非银机构出现了流动性问题，流动性分层情况还在持续。包商银行事件爆发后，引发了市场对于打破同业刚兑、中小银行风险暴露的担忧，导致同业机构风险偏好收紧，对交易对手及质押券的筛选更为严格，引致部分中小银行融资受限、成本走高，成为近期流动性分层的主要推手。到目前，中小银行的流动性风险有所缓释，但非银机构特别是中小非银机构的一些产品户、结构化产品融资仍较为艰难。然而，从对股票和债券市场的影响来看，目前货币市场流动性分层的冲击并未传导至股市，对债券市场长端利率冲击同样较低，流动性分层状况的部分缓解带动短端利率冲高回落。

**图表3：货币市场冲击并未传导至股市**


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表4：债券市场长端利率冲击较低，短端利率冲高回落**


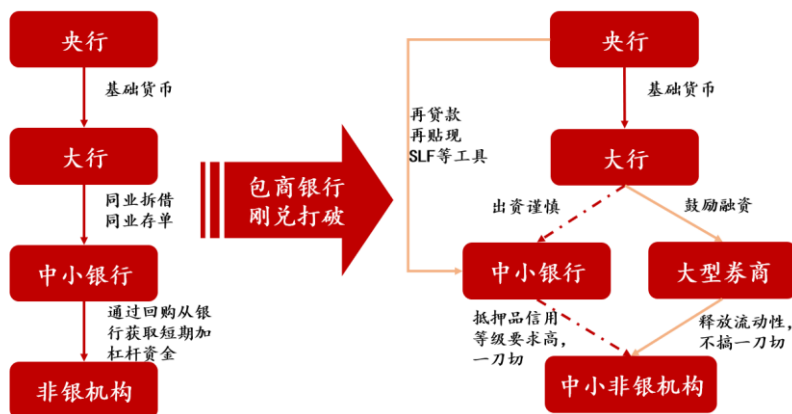
资料来源：Wind，华泰证券研究所



## 二、短期结构性流动性问题在逐渐解决

在我国以往“央行——大型商业银行——中小银行——非银机构”的资金链条中，大型商业银行通过同业拆借，或购买同业存单的形式向中小银行出资，非银机构通过回购从银行获取短期加杠杆资金。而包商银行事件打破了刚兑预期，部分资质较差的中小银行面临同业融资困难的流动性冲击，流动性较高资产、利率债等的抛售压力加大。由于中小银行的资金获取困难，中小银行向非银的流动性传导也出现了不畅，同时提高了对抵押品的信用等级需求。部分杠杆比较高，持有中低等级信用债的非银机构短期内很难直接从银行获得流动性。而部分市场中甚至还出现了“一刀切”的态势，非银机构无论以什么水平的利率都无法获得资金。

图表5：包商银行事件打破刚兑后，主要资金链条传导变成是“央行—大型商业银行—大型券商—中小非银机构”



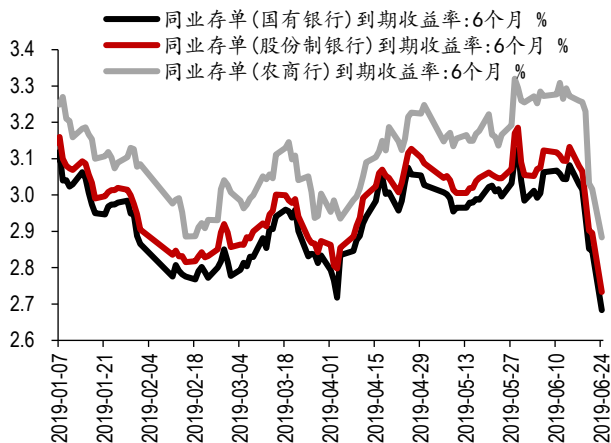
资料来源：Wind，华泰证券研究所

为了防止风险传递，央行和证监会主要通过以下两个举措疏通短期结构性流动性问题：第一、中小银行的流动性采取再贷款再贴现常备借贷便利等工具暂时得以缓解。第二、中小非银机构通过大型券商逐渐释放流动性。大型商业银行鼓励向大型券商融资，而大型券商将部分替代中小银行，扩大中小非银机构融资。我们认为，本次央行与监管机构针对包商银行事件的流动性冲击处置及时，短期流动性的结构问题在逐渐解决，大概率不会成为未来主要的风险点。

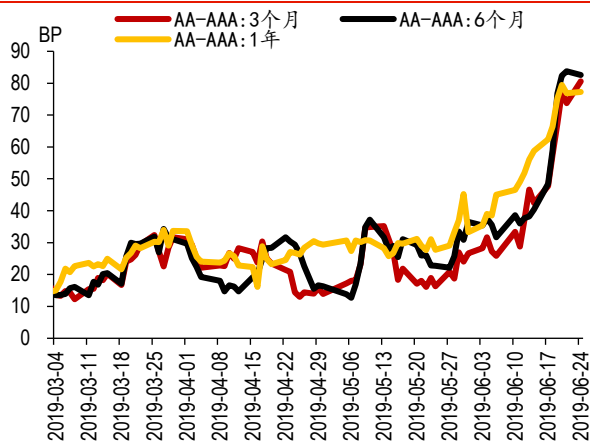
### 2.1 中小银行通过再贷款、再贴现、常备借贷便利等暂时缓解流动性

包商银行被接管后引发了金融机构风险偏好降低。虽然金融机构整体流动性较为良好，但出现了大行与中小行、银行与非银机构、券商和基金公司之间流动性传导不畅的结构性问题。银行的刚兑预期被打破后，市场对同业存单全额兑付开始存疑，银行重新清理同业交易对手，导致中小银行同业融资变得困难。

6月14日央行宣布增加再贷款和SLF（常备借贷便利）额度共计3000亿元，以支持中小银行流动性需求。与此同时，央行明确规定同业存单、票据可以作为抵质押品。我们认为，面对包商银行事件带来的流动性冲击，央行增加了中小银行再贷款与借贷便利的额度，拓宽了抵质押品的信用范围，以此来对中小银行提供资金，提升其融资能力，逐步缓解了短期流动性风险。可以看到，6月19日以来6个月同业存单到期收益率出现大幅下滑，流动性问题正在缓解，但是同业存单评级间利差仍处在高位，代表结构性问题仍然存在。

**图表6：6月19日以来同业存单利率大幅下滑，流动性问题正在缓解**


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

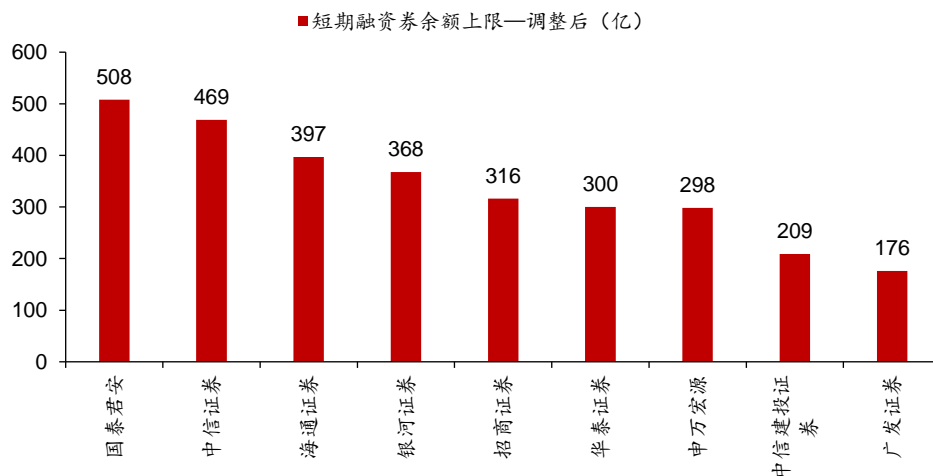
**图表7：同业存单评级间利差处在高位，代表结构性问题仍然存在**


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 2.2 中小非银机构通过大型券商逐渐释放流动性

据财新报道，6月16日，监管层召开防范化解债券市场流动性风险专题会议，鼓励大型券商和基金向中小券商和基金提供流动性支持。6月18日，央行与证监会召集6家大行和部分头部券商开会，鼓励大行扩大向大型券商融资，支持大型券商扩大向中小非银机构融资，以维护同业业务的稳定。会议主要内容包括：第一，鼓励大行通过同业拆借、质押回购等方式加大对大型券商的融资支持力度。第二，合理把握回购质押物的标准，不搞“齐步走”、“一刀切”。第三，央行将适当调高大型券商短期融资券最高限额，支持大型券商发行金融债券，并鼓励大行与大型券商作同业交易对手方。第四，在银行间市场因交易对手受限交易的利率债产品，可快速转托管到交易所市场，以提高交易效率。第五，鼓励大型券商积极报价、投资参与银行间债券市场债券回购违约的快速拍卖处置。

我们可以看到，利用大型券商逐渐向中小非银机构释放流动性主要分为两步走：一是扩大对大型券商融资的定向支持，包括对券商发行金融债松绑，同时提高券商短期融资券的发行额度。这主要是央行与证监会希望大型券商参与协调中小银行与非银机构之间的相互联通，破除短期信用收缩带来的流动性壁垒。6月21日-24日，已有多家头部券商获准调高短融余额上限。二是避免大型券商对非银机构的“一刀切”现象，对不同类型与信用等级的债券合理确定不同的质押比率。大型券商在获得融资后以自有资金向其他非银机构提供流动性，对于信用等级较低的质押品，将给予较低的折扣，而当对手方风险过大时，也不会盲目帮助。这有助于在救助过程中避免道德风险，大型券商的风险也较为可控。

**图表8：截至6月25日，已确定余额上限的9家头部券商，短期融资券余额上限合计达到了3041亿元**


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 三、防范系统性金融风险与防范道德风险是艰难选择，目前总体风险可控

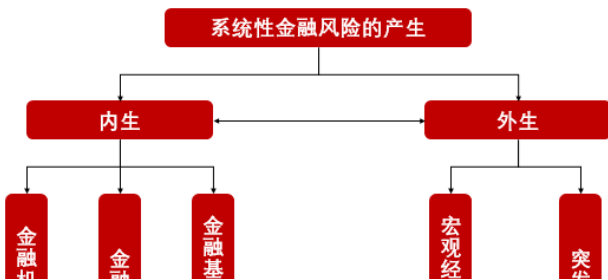
#### 3.1 防范系统性金融风险与防范道德风险是艰难选择

中央银行对问题金融机构的救助往往出于防范系统性金融风险的考虑。系统性金融风险有明确的科学定义：金融机构出现大面积流动性和偿付能力风险传染即称为系统性金融风险，简称系统性风险。根据人民银行2008年的《中国金融稳定报告》，系统性金融风险通常指金融风险从一个机构传递到多家机构、从一个市场蔓延到多个市场，从而使整个金融体系变得极为脆弱的可能性。内部和外部原因都可能导致系统性金融风险，内部原因中，一方面，金融机构自身的信用风险、流动性风险、法律风险等有可能导致该机构的经营失败甚至破产，而金融机构之间的高传染性可能会将一家金融机构的失败或破产通过“多米诺骨牌效应”传导到多家金融机构甚至整个金融市场，进而引发金融危机；另一方面，国内市场的流动性短缺、市场整体预期由好转坏、资产价格泡沫破裂等也可能会触发系统性金融风险，如果资产价格泡沫与投资者的银行信贷紧密相关的话（如房贷推升房价），价格走势的逆转便会产生严重的银行流动性危机；同时，支付体系的临时中断、金融法律制度的不完善等也会带来系统性金融风险。外部原因中，宏观经济不稳定因素，如高通胀、经济结构失衡、宏观政策失误，和突发事件冲击，如恐怖袭击、自然灾害等都会影响金融体系的正常运转，从而带来系统性金融风险。

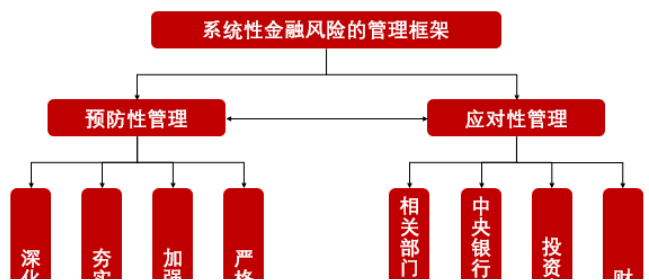
从系统性金融风险的定义及引发原因我们发现，系统性风险的定义着重“金融机构”，其中并没有金融市场和金融产品，因此如果金融市场出现大幅波动或者金融产品大面积违约，并没有产生金融机构的流动性和偿付能力问题，就不能称之为系统性风险，这也是央行把握的临界点。

从管理方式上，一般而言，系统性金融风险管理包括预防性管理和应对性管理。其中，中央银行最后贷款人职能是一项重要的应对性管理措施。央行可以采取多种方式履行最后贷款人职能，如直接援助（直接注入流动性、增加再贷款、再贴现等）以及向市场释放准备支持的信号以恢复市场信心。

图表9：系统性金融风险的产生途径



图表10：系统性金融风险管理框架



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\\_11796](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11796)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn