

2019年06月20日

证券研究报告·宏观固收报告

宏观与大类资产配置系列评论



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

为何个体风险事件会蔓延至全市场

——由包商银行事件说起

摘要

包商银行事件之后，同业市场、中小银行、非银金融机构流动性都受到冲击，回购和债券市场先后受到波及。虽然监管层多次表态和出政策稳定市场预期，但到目前为止，市场信用状况难言完全恢复。为何个体事件能够带来市场如此大的变化，而且已经延续近一个月。

从国外经验看，虽然美国等发达国家每年也有银行倒闭或被救助，但正常年份未对市场形成明显冲击，区别在于金融市场建设。金融天生伴有风险，而这种风险又由杠杆而得到放大。能够有效控制个体金融风险的方法是隔离，而隔离风险最有效的是风险对冲工具。发达国家拥有高度发达的风险对冲工具，在个体发生风险时能够有效控制投资者损失。

而我国风险对冲工具缺乏，一方面，导致金融机构无法对冲风险；另一方面，也导致金融机构在风险发生时无法进行定价。虽然打破刚性兑付是金融供给侧改革应有之义，但在缺乏风险对冲工具的环境下打破刚性兑付，类似于让金融机构“裸泳”。在无法对冲风险，也不能对风险定价的情况下，金融机构更多的以“一刀切”的方式，根据机构类型或产品类型粗略的划分风险状况，最后导致流动性分层和信用的收缩，形成目前的局面。风险对冲工具发展需要时间，短期内未我们预计央行将继续用加大资金投放规模和扩大投放面的方式，改善信用状况。

风险提示：信用超预期收缩。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

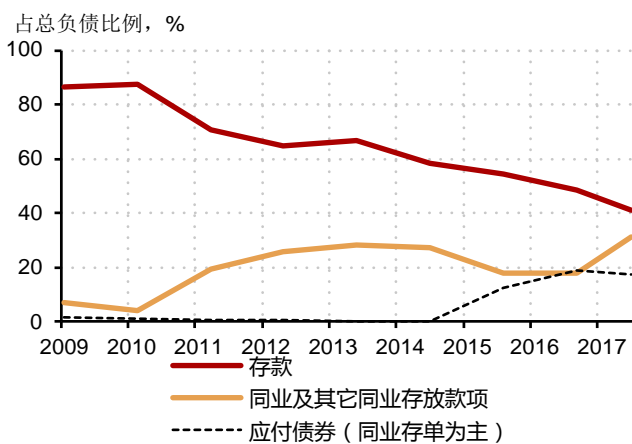
1. 贸易战的结果：产业转移还是贸易收缩 (2019-06-20)
2. 需要更有力的稳增长政策对冲内外部风险 (2019-06-16)
3. 经济走弱逼近底线，更有力政策预计将出台 (2019-06-16)
4. 当前信用扩张有限，需要更有力政策进行保障 (2019-06-13)
5. 通胀回升符合预期，后续压力有限 (2019-06-12)
6. 对专项债补充资本金及央行为存单增信的几点看法 (2019-06-11)
7. 外需弱势内需下行，经济走势继续承压 (2019-06-10)
8. 全球降息潮下如何配置资产 (2019-06-09)
9. 从房价与房租的关系说起 (2019-06-09)
10. 回望近百年前贸易战的启示 (2019-06-04)

1 近期流动性事件发酵过程

从5月24日政策接管包商银行以来，此事件引发的金融市场信用收缩持续发酵升级。5月24日，央行和银保监会联合发布公告，鉴于包商银行出现严重信用风险，决定即日起对包商银行实行接管，接管期限一年。但就是这样一个个事件，却在后来伴随着金融市场一连串的信用收缩事件发生，先后波及到同业市场、中小银行、非银金融机构，中低等级债券资产等。金融市场信用收缩迫使监管层不得不频频出台政策，稳定市场预期，缓解市场信用收缩，但到目前为止，以流动性分层为特征的信用收缩状况并未彻底改观。这种情况恐怕在包商银行刚被接管时是大家没有想到的。

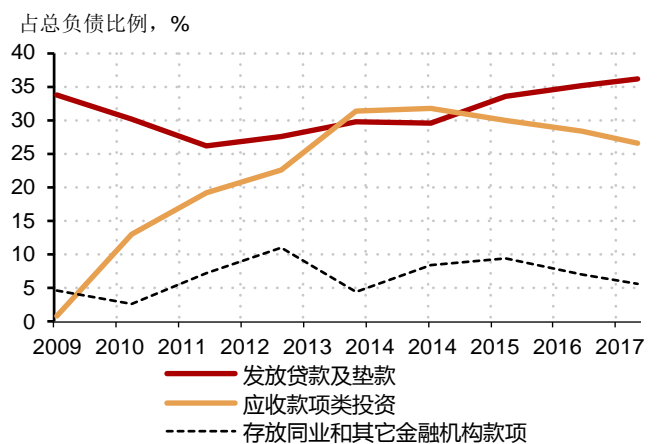
经营存在重大问题的包商银行被接管是合理的，事件代表的打破刚性兑付也是金融供给侧改革下应有之义。包商银行自身经营存在较大问题。从资产负债结构上看，包商银行负债显著同业化，其中同业及其它同业存放款项占总负债的比重在17年3季度达到31.2%，而存款占总负债比例仅为41.1%。显示包商银行资金来源主要依赖同业和债券，而非存款。而在资产结构上，应收款项类却又占有过高比例，截止17年9月份，应收款项占总资产比例为26.6%，而发放贷款及垫款只占36.1%。资金来源高度依赖同业而资金运用又依赖应收款项类，决定包商银行自身具有很大经营风险，而资金来源不稳定，而资产质量又堪忧。央行在包商银行出现信用风险时对其接管，并保障中小储户的利益，是合理的。而打破大额对公存款和同业存单、票据等金融产品的刚性兑付，也是金融供给侧改革下的应有之义。

图1：包商银行负债结构



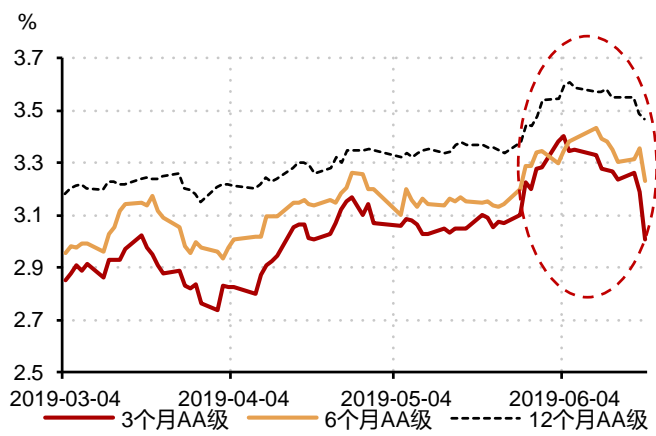
数据来源：Wind，西南证券整理

图2：包商银行资产结构

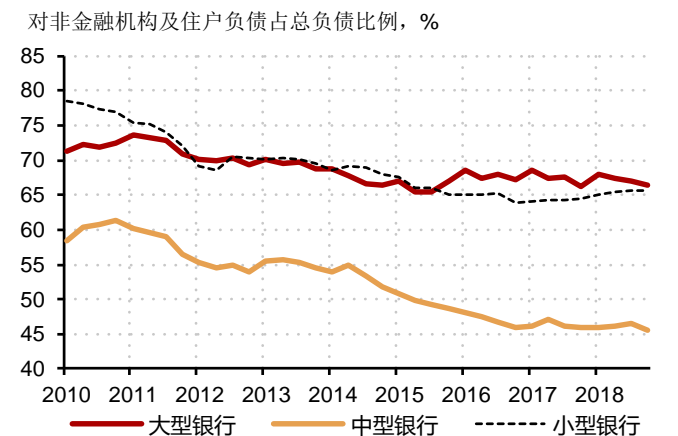


数据来源：Wind，西南证券整理

但对问题缠身的包商银行的处理，却带来了金融市场一系列信用收缩问题。同业市场首先受到冲击。由于包商银行事件中，5000万以上的同业存单不保障兑付，且最低兑付比例仅为70%，这实质上打破了同业存单的刚性兑付。结果是同业存单发行成功率快速下降，实际发行和计划发行比例由包商银行之前的80%以上下降至包商银行事件后当周的40%左右，同时利率水平显著上升，各期限低评级同业存单利率普遍较包商银行事件之前上升40bps左右。考虑到同业存单是中小银行重要的资金来源方式，同业存单市场收缩可能很大程度上影响中小银行资金来源，因而央行很快出政策来稳定同业市场，除表示包商银行事件是个例之外，6月10日，央行对锦州银行发行的20亿同业存单提供民营企业债券融资支持工具(CRMW)信用增信，直接对中小银行提供信用支持。政策不断出台，同业市场开始恢复，当前低评级同业存单融资利率已经回到包商银行事件之前的情况。

图 3：低评级同业存单利率水平


数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：中型银行资金来源越来越依赖同业


数据来源：Wind，西南证券整理

接着，流动性开始分层。由于包商银行为城商行，市场首先担忧的是类似的城商行和农商行的信用状况，但由于央行很快的对城商行和农商行进行流动性支持，通过 MLF 多次向中小银行定向投放，因而中小银行流动性并未明显收缩，反而是非银机构流动性开始趋紧。背后是包商事件之后，机构风险偏好降低。银行在出借资金方面趋于谨慎，对交易对手信用和抵押品等级要求都在全面提高。面对这种情况，央行加大流动性投放，但目前我国央行公开市场操作流动性只能投放给以及交易商，近期 MLF 能够定向投放给中小银行，但大量非银机构无法获得央行的流动性支持，因而出现非银流动性紧张和银行间流动性宽松的局面，流动性分层显著。

表 1：流动性事件发酵过程中政府政策一览

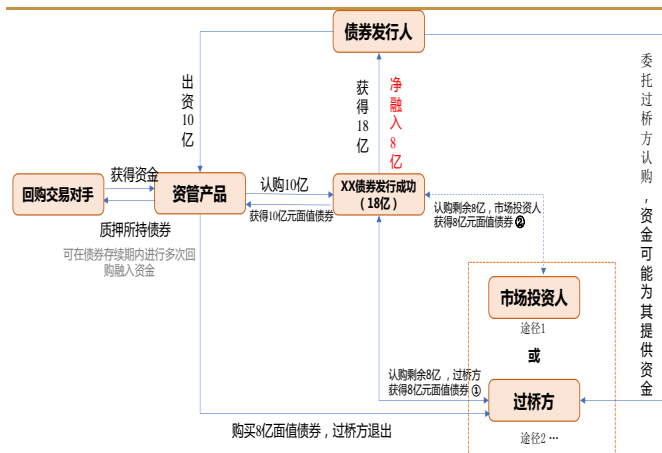
时间	事件/政策	机构	主要内容
2019年5月24日	依法联合对包商银行股份有限公司实施接管	央行、银保监会	包商银行出现严重信用风险，自2019年5月24日起对包商银行实行接管，接管一年
2019年5月26日	央行、银保监会新闻发言人就接管包商银行问题答记者问	央行、银保监会	5000万元（含）以下的对公存款和同业负债，本息全额保障；5000万元以上的对公存款和同业负债，由接管组和债权人平等协商，依法保障
2019年6月2日	央行有关负责人答记者问	央行	采用存款保险基金和央行出资，进行收购承接；对于5000万元以上同一大额债权人的本息，按债权净额先期进行保障，预计平均保障比例可在90%左右
2019年6月9日	银保监会新闻发言人在答《金融时报》记者问	银保监会	中小银行运行平稳，流动性较为充足，总体风险完全可控。
2019年6月11日	央行对锦州银行发行同业存单提供信用增进	央行	
2019年6月14日	增加再贴现和常备借贷便利额度，加强对中小银行流动性支持	央行	人民银行决定于2019年6月14日增加再贴现额度2000亿元、常备借贷便利额度1000亿元，加强对中小银行流动性支持，保持中小银行流动性充足。中小银行可使用合格债券、同业存单、票据等作为质押品，向人民银行申请流动性支持。
2019年6月16日	包商银行接管组负责人就有关问题答《金融时报》记者问	接管组	1. 按照“新老划断”原则；2. 对全部个人储蓄存款、5000万元以下对公存款和同业负债本息全额保障；3. 对于5000万元以上的大额债权，实行分段计算，还按同一客户债权债务轧差后的债权净额提供先期保障。
2019年6月17日	对农商行实施定向降准，释放千亿长期资金	央行	
2019年6月17日	发布与债券回购违约或担保违约有关的实行处置细则	银行间同业拆借中心、中央结算公司和上清所	全国银行间同业拆借中心（以下简称“交易中心”）发布《全国银行间同业拆借中心回购违约处置实施细则（试行）》。中央结算公司（以下简称“结算公司”）发布《中央结算公司担保品违约处置业务指引（试行）》。上海清算所发布（以下简称“上清所”）发布《银行间市场清算所股份有限公司债券回购违约处置业务实施细则（试行）》和《银行间市场清算所股份有限公司回购债券拍卖处置业务实施细则（试行）》
2019年6月18日	央行与证监会召集六大行和业内部分头部券商开会	央行、证监会	央行证监会出台大行支持非银方案，头部券商成流动性供给桥梁
2019年6月19日	央行对中小银行开展增量操作，总操作量2400亿元	央行	1. 为维护半年末流动性平稳，2019年6月19日，人民银行在对当日到期的2000亿元中期借贷便利（MLF）等量续做的基础上，对中小银行开展增量操作，总操作量2400亿元，同时开展14天期逆回购操作400亿元。

数据来源：西南证券整理

而个别回购违约事件也加剧了这一事态。6月上旬，个别机构出现质押式回购违约。为了避免风险蔓延，6月17日，银行间同业拆借中心、中央结算公司、上清所分别发布与债券回购违约或担保违约有关的实行处置细则。根据21实际经济报道，部分结构接到监管部门窗口指导，要避免出现质押式回购交易违约，如果有机构顶风出现，未来可能会面临被暂停相关业务三年的处罚。

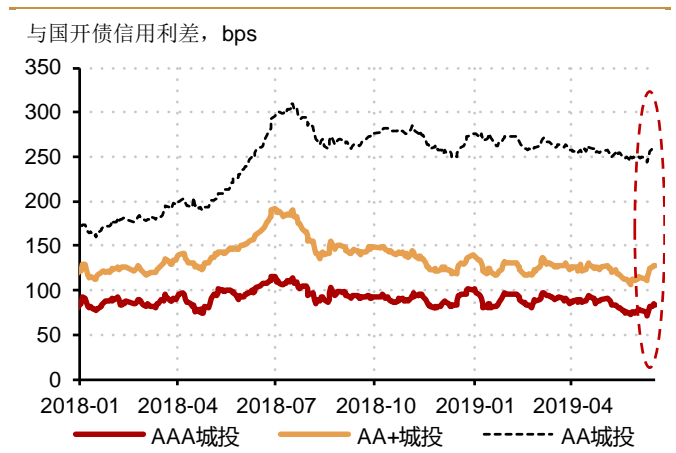
近日，流动性分层开始冲击债券市场。一方面，对抵押物评级要求的提升自然导致投资人持有低评级债券意愿下降；另一方面，近几年我国债券存在大量结构化发行，而结构化发行则对流动性情况高度依赖。所谓结构化发行，是指发行人在发债的同时，出部分资金作为劣后资金，通过通道方和其它投资人一起认购债券，通道方设立资管计划将所持债券在资金市场上质押回购，将所得资金偿还部分投资人资金。这样实质上是发行人融到的是债券在资金市场质押得到的资金，其余都是这个过程的工具。但这种操作高度依赖于流动性和资金市场对质押物的接受度，在流动性收紧时期，这种操作就可能出现问题。例如专户通道如果难以在资金市场借到钱，则可能打折出售所持债券，因为专户通道持有债券规模往往远大于其投资人所付资金(扣除发行人所付部分)，因而打折出售也可以回本。据21实际经济报道，6月19日就有城投公司要求管理人不能以非公允价值出售债券，否则将以非公允价值兑付债券。虽然，之后该城投公司辟谣，但流动性冲击对低评级信用债的冲击已经明显体现，低评级信用债利率攀升。特别是结构化发行中占比较高的城投公司，低评级城投债利率上升明显。

图5：债券结构化发行流程示例



数据来源：Wind，西南证券整理

图6：近期城投债利差扩大



数据来源：Wind，西南证券整理

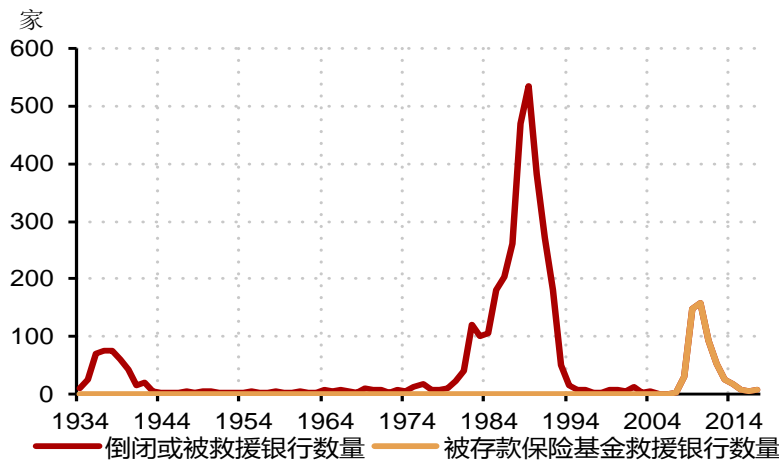
2 为何个体风险会带来全市场信用收缩

包商银行资产5000亿元左右，绝大部分负债以全额保障的方式被接管。而这个个体事件为何能够在过去近一个月时间内持续发酵，形成中小银行流动性冲击、非银流动性冲击，先后波及同业、回购以及债券等多个市场。包商银行只是金融市场中一个小参与者，而有包商银行所起的流动性事件为何能够对整个金融市场产生冲击，需要思考更深层次的原因。

其实，银行倒闭或被救援在国外并不鲜见，美国每年都有银行倒闭或被救援，即使市场较为稳定的2017年，也有8家银行倒闭或救援，而2010年更是有157家银行倒闭或救援，80年代储贷危机时期倒闭或被救援的银行家数峰值时期能够达到500家以上。同样，美国

的存款保险也非全额保险，美国存款保险赔偿的最高限额为每种账户每人 10 万美元。但除了金融危机时期，正常年份美国银行倒闭或被救援却没有引起整个金融市场的波动。其中原因与金融市场发展有关。

图 7：美国历年银行倒闭和被接管数量



数据来源：Wind, 西南证券整理

金融必然伴随着风险，通常也伴随着杠杆。这意味着金融风险往往具有强大的传染性，会通过杠杆产生正反馈效应。如果没有好的隔离制度，个体风险事件的发生就会通过金融机构之间的信用交互以及杠杆效应快速传播。控制金融风险，最主要的是进行风险隔离，这也是发达国家能够在大部分时间控制个体金融机构风险的主要原因。

而进行风险隔离的最好方法是风险对冲工具，如 CDS 等。发达国家发达的金融市场拥有完善的风险对冲工具，这些风险对冲工具能够在个体金融机构风险发生时对其他机构进行风险保护，避免其遭受较大损失，并控制风险的蔓延。例如，如果 A 银行同业存单持有者同时持有其存单对应的 CDS，那么 A 银行出现风险不会影响其投资者收益，因而风险也会得到了控制。而这些风险对冲金融工具由市场定价，充分竞争的市场能够对个体风险进行有效定价，不同级别的风险对应不同价格的风险对冲产品，通过市场能够做到风险的精细化管理。

但我国长期处于刚性兑付环境中，风险对冲产品缺乏。我国市场长期处于刚性兑付环境中，投资者并未普遍形成风险对冲意识。虽然我们也曾先后推出过信用风险缓释合约 (CRMA)、信用违约互换 (CDS)、信用风险缓释凭证 (CRMW) 以及信用联结票据 (CLN) 等风险对冲工具，但到目前为止，只有 CRMW 有 173.3 亿元的存量，其余工具存量都为零。这点规模完全无法满足 90 万亿规模的债券市场的需求。

表 2：我国目前信用风险对冲工具

工具名称	简称	类型	描述	已发行规模 (亿)	未到期规模 (亿)
信用风险缓释合约	CRMA	合约类	是指交易双方达成的，约定在未来一定期限内，信用保护买方按照约定的标准和方式向信用保护卖方支付信用保护费用，由信用保护卖方就约定的标的债务向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约。	10	0
信用违约互换	CDS	合约类	信用违约互换指交易双方达成的，约定在未来一定期限内，信用保护买方按照约定的标准和方式向信用保护卖方支付信用保护费用，由信用保护卖方就约定的一个或多个参考实体向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约，属于一种合约类信用风险缓释工具。	3	0
信用风险缓释凭证	CRMW	凭证类	是指由标的实体以外的机构创设的，为凭证持有人就标的债务提供信用风险保护的，可交易流通的有价凭证。	208	173.3
信用联结票据	CLN	凭证类	用联结票据指由创设机构向投资人创设，投资人的投资回报与参考实体信用状况挂钩的附有现金担保的信用衍生产品，属于一种凭证类信用风险缓释工具。	0.8	0

数据来源：Wind，西南证券整理

由于信用对冲工具缺乏，一方面，导致我国投资者无法有效对冲风险；另一方面，也导致我国投资者对金融风险无法进行定价。在信用事件发生时，投资者由于无法精细化的管理信用风险，往往采取“一刀切”的粗暴管理方式。形成的结果是，刚性兑付环境下，投资者不关心风险，而一旦刚性兑付打破，往往就会出现在“一刀切”环境下，信用以金融机构或金融产品类别划分，出现粗线条成规模收缩的结果。

金融供给侧改革下打破刚性兑付是应有之义，但稳妥的打破刚性兑付需要风险对冲工具市场壮大配合。金融机构从刚性兑付环境进入非刚性兑付环境，需要适应风险环境。这种适应不应停留在意识层面，而是需要在实际操作层面进行。也就是说，需要风险对冲工具充分的发展，为金融机构提供多层次多样化的风险对冲工具，保证金融机构能够合理有效的通过金融市场管理自己的风险。否则，在未建立有效风险对冲工具市场的环境下打破刚性兑付，实质上是让金融机构去“裸泳”，一旦风险事件来临，金融机构无法精细有效的管理自身风险，粗暴的“一刀切”方式就会形成金融市场信用的大面积收缩，甚至波及金融市场稳定。

3 未来可能演进状况及影响分析

由于风险对冲工具市场的发展需要一定时间，因而短期内央行需要通过扩大资金投放范围和规模来缓解事件冲击。虽然风险对冲工具的发展是从根本上解决问题的关键，但市场的发展需要时间。短期内在金融机构依然缺乏风险对冲工具的情况下，缓解非银等机构流动性

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_11876



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>