

同业业务、流动性分层与央行风险管理

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

刘娟秀 (分析师)

郑嘉伟 (联系人)

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号 S0280519040001

上周,由于低评级信用债质押融资受阻,非银和中小银行通过同业链条融资难度增加,流动性结构性压力和缩表风险加大,为此央行加大逆周期调节力度,于2019年6月14日,央行增加再贴现2000亿元、常备借贷便利1000亿元,加强对中小银行流动性支持,通过合格债券、同业存单、票据等质押品,中小银行可以向人民银行申请流动性支持,同时以利率招标方式启动了1000亿元28天期逆回购操作,以此来对冲愈演愈烈的信用收缩和月末流动性压力。

● **银行异质性、同业业务与流动性风险。**关于流动性问题,国外主要从两个角度进行分析:一是金融危机视角。由于外部环境变化、内部风险控制以及监管部门要求,会在短时间内出现金融资产的大量抛售,此时整个市场只有卖方没有买方,市场流动性骤然消失,被抛售资产价格急速下跌与卖盘持续增加并存,又会进一步恶化流动性状况,流动性危机可以迅速升级为偿付危机。二是影子银行视角。Hachem等(2015)将银行异质性因素纳入流动性分析框架,认为大银行和小银行的非对称竞争虽然是短期稳定因素,但在长期累积风险,监管约束的趋紧会进一步增加流动性风险。由于中国式流动性危机有其自身特定的政治、经济、政策背景,形成条件有别于国外成熟金融市场,造成流动性危机原因与国外也不完全相同。

● **因流动性问题产生的危机及回顾。**当经济稳定增长时,金融主体将会为了收益追逐债务工具,引发资产价格上涨;一旦出现外部负面冲击,过去不受监管的金融机构飞速扩表使其对外部冲击抵御能力降低,卖方市场导致整个债务工具定价失灵,并通过金融市场和银行信用收缩向实体经济传导,引发金融危机并可能演变为经济危机。例如,雷曼兄弟破产倒闭引发美国银行系统流动性危机;2008年以来我国共经历了五次较为典型的流动性危机。分别为2011年的第一次流动性危机,发生在2013年6月及年底的“钱荒”,2014年底至2015年初中债登事件引起的第三次流动性危机,以及2016年萝卜章事件引起的第四次流动性危机和2019年包商监管引起的中小银行和非银第五次流动性危机。

● **中国式流动性危机深层次原因剖析。**流动性危机提高了融资成本,增加企业违约风险,容易引发系统性风险。不同于海外市场,08年危机之后,美、日、欧等主要发达国家和地区像我国这样出现短时、剧烈、大面积的资金波动情况是比较罕见的,所以,中国流动性危机不同于海外市场,特殊性有其易于滋生危机的土壤:一是货币超发导致杠杆率高企;二是经济运行方式过渡依赖投资拉动;三是同业业务导致资金配置效率降低。

● **流动性危机救助模式及启示。**流动性危机救助根据其特点可分为早期介入、维持经营及善后清算处理三个阶段,在不同的阶段则采取不同的救助方式。未来仍需要进一步恢复低评级债券的流动性等办法,以促进我国高收益债券市场的平稳有序发展。

● **风险提示:政策转向**

相关报告

信贷平稳,低基数助推社融增速回升——
2019年5月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——
宏观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专
期

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——
宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会
分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难?——
宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

贷款需求旺盛,经济有望逐步企稳——
2019年第一季度央行问卷调查点评

2019-03-24

宽信用仍在路上,通胀或难掣肘——2月
份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局
——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信
用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗:2019年宽信用路在
何方?——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样?——两次债牛比较分
析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 银行异质性、同业业务与流动性风险.....	3
2、 因流动性问题产生的危机及回顾.....	3
2.1、 雷曼兄弟破产倒闭引发美国银行系统流动性危机.....	4
2.2、 国内债券市场五次流动性危机.....	4
3、 中国式流动性危机深层次原因剖析.....	5
4、 流动性危机救助模式及启示.....	6
5、 中国式流动性风险管理.....	7
6、 大类资产观察（2019.6.10-2019.6.16）.....	7
6.1、 股票市场.....	7
6.2、 债券市场.....	8
6.3、 外汇市场.....	9
6.4、 房地产市场.....	9
6.5、 大宗商品市场.....	10

图表目录

图 1: 流动性分层导致信用传导不畅.....	5
图 2: 发达经济体主要资本市场表现.....	8
图 3: 新兴经济体主要资本市场表现.....	8
图 4: 中债国债到期收益率曲线.....	8
图 5: 美国国债到期收益率曲线.....	8
图 6: 美元指数与人民币汇率.....	9
图 7: 日元、欧元、英镑兑美元汇率.....	9
图 8: 30 大中城市商品房成交套数和成交面积.....	10
图 9: 100 城市土地成交数量和挂牌挂价格.....	10
图 10: 原油期货价格指数.....	10
图 11: 黄金价格指数.....	10
图 12: 南华商品涨跌幅度.....	10
图 13: 南华农产品涨跌幅度.....	10
图 14: 南华能化涨跌幅度.....	11
图 15: 南华工业涨跌幅度.....	11
图 16: 南华金属涨跌幅度.....	11
图 17: 南华贵金属涨跌幅度.....	11

上周，由于低评级信用债质押融资受阻，非银和中小银行通过同业链条融资难度增加，流动性结构性压力和缩表风险加大，为此央行加大逆周期调节力度，于2019年6月14日，央行增加再贴现2000亿元、常备借贷便利1000亿元，加强对中小银行流动性支持，通过合格债券、同业存单、票据等质押品，中小银行可以向人民银行申请流动性支持，同时以利率招标方式启动了1000亿元28天期逆回购操作，以此来对冲愈演愈烈的信用收缩和月末流动性压力。

1、 银行异质性、同业业务与流动性风险

关于流动性问题，国外主要从两个角度进行分析：**一是金融危机视角**。珀森德等(2007)在《流动性黑洞》一书中指出所谓的流动性黑洞是指金融市场在短时间内骤然丧失流动性的一种现象，由于外部环境变化、内部风险控制需要以及监管部门要求，会在短时间内出现金融资产的大量抛售，此时整个市场只有卖方没有买方，市场流动性骤然消失，被抛售资产价格急速下跌与卖盘持续增加并存，又会进一步恶化流动性状况，流动性危机可以迅速升级为偿付危机。同时Gale等(2011)认为，当产生宏观流动冲击时，银行为了防止支付危机、过高的再融资成本对银行产生负向冲击，将会采取流动性囤积策略，进一步加剧流动性冲击影响。

二是影子银行视角。Plantin等(2015)认为商业银行通过影子银行业务绕开资本约束，导致银行体系的流动性干涸，而过紧的资本约束可能会促使银行过度开展影子银行业务，从而给银行体系流动性安全带来隐患。Hachem等(2015)将银行异质性因素纳入流动性分析框架，认为大银行和小银行的非对称竞争虽然是短期稳定因素，但在长期累积风险，监管约束的趋紧会进一步增加流动性风险。

由于中国式流动性危机有其自身特定的政治、经济、政策背景，形成条件有别于国外成熟金融市场，流动性危机原因与国外也不完全相同。**目前国内对流动性问题分析主要聚焦于同业业务**，同业业务主要包括同业存放、拆出(入)资金和买入返售(卖出回购)金融资产等，由于金融行业本身具有严重的期限错配和顺周期性特征，导致银行体系高度依赖同业资金和中央银行流动性支持，在货币政策收紧时容易引发流动性风险；叠加我国基础货币投放方式产生的流动性分层问题，会进一步放大系统性风险。同时自2010年以来快速发展起来的同业业务，同业业务中涉及的交易对手方主要包括银行、信托、券商、公募基金、私募基金、金融租赁等机构，有助于扩张金融机构资金来源，提高资产运用效率，但是也弱化了央行信贷传导效率，相对于资金融出方的大银行，中小银行和非银机构等更容易受流动性冲击而发生倒闭风险。

2、 因流动性问题产生的危机及回顾

在过去几十年，金融体系发生了结构性变化，银行为了规避监管发展出了以金融市场为基础的金融体系，通过证券、保险、基金、租赁等金融机构，银行体系内部流动性转化为金融市场流动性，这些流动性是以各种债券、各种创新的债务工具(例如美国的MBS产品)为基础的，而金融市场流动性运行的基础则建立在对债务工具正确定价和流动性基础之上，当经济稳定增长时，金融主体将会为了收益追逐债务工具，一旦出现外部负面冲击，过去不受监管的金融机构飞速扩张使其对外部冲击抵御能力降低，卖方市场导致整个债务工具定价失灵，并通过金融市场和银行信用收缩向实体经济传导，引发金融危机并可能演变为经济危机。

2.1、雷曼兄弟破产倒闭引发美国银行系统流动性危机

在 2005 年到 2006 年期间，为了防止经济过热，美联储连续加息 17 次，联邦基金利率迅速从 1% 上升至 5.25%，随着美国联邦利率上升，很多贷款人无法按期偿还借款，这时房地产市场出现逆转，房价开始下跌，住房市场持续降温使购房者出售住房或通过抵押住房再融资变得困难，也引发次级抵押贷款违约率上升，最早是美国第二大次级抵押贷款企业—新世纪金融公司因准备金严重短缺、流动性不足而无力回购早期违约贷款，不得不于 2007 年申请破产。

随后，多米诺骨牌倒下，多家次级抵押贷款人陷入坏账危机，次级债券价格急剧下跌。整个次级债市场弥漫着恐慌情绪，金融机构不再相信次级债券发行人，纷纷抛售次级抵押贷款和次级抵押债券相关公司股票，要求贷款银行清偿债务。银行为了缓解流动性不足，不得不将违约借款人的房产收回拍卖，这样加剧了房地产市场负反馈效应，房价越卖越低，导致大量发行次级债的金融机构巨亏，在这个过程中，雷曼兄弟由于持有大量住宅以及商务不动产，大量违约出现直接导致证券化链条断裂，使得流动性危机出现，而美联储未及时向金融系统输入流动性，导致雷曼兄弟等大量发行次级债的投资银行因为资金枯竭而陷于破产境地。

雷曼兄弟倒闭导致风险溢价大幅上升，金融资产严重缩水。其中在信贷市场上，3 个月美元 Libor 与隔夜拆借 OIS 价差由危机前的 8 个基点迅速上升为 2008 年 10 月的 348 个基点，虽然美联储降息和注资，并未彻底改变货币市场流动性紧缩的现象。随后，美国商业银行贷款紧缩意向调查指数超过了 2000 年互联网泡沫时水平，在 2008 年 9 月，美国银行家贷款紧缩指数创出三十年来的最高点。流动性出现危机后，各金融市场价差将迅速扩大，股票市值大幅萎缩，市场流动性指数迅速攀升，流动性从货币市场侵蚀到整个金融市场，美国金融市场出现信贷收缩，最终加速信贷危机爆发和引发全球经济衰退。

2.2、国内债券市场五次流动性危机

不同于海外市场，目前中国债券市场出现的几次流动性危机或“钱荒”并不是总量缺钱，而是短时间内，众多金融机构一致性抛售资产，导致资金供给相对于资金需求不足，更多表现为流动性结构引发的流动性危机。2008 年以来我国共经历了五次较为典型的流动性危机，分别为 2011 年的第一次流动性危机，发生在 2013 年 6 月及年底的“钱荒”，2014 年底至 2015 年初中债登事件引起的第三次流动性危机，以及 2016 年萝卜章事件引起的第四次流动性危机和 2019 年包商监管引起的中小银行和非银第五次流动性危机。通过分析，以上危机主要存在以下共性：

一是时点监管、财政存款、年前提现等季节性因素是流动性加剧的“导火索”。央行、银保监会对商业银行 MPA 等流动性考核作为硬性约束，导致银行在季末、年中、年末等往往有冲时点的冲动，造成银行存款准备金上缴在关键时点随存款大幅波动，影响了商业银行的流动性。从五次流动性危机发生的时点看，均出现在年中或年底年初，呈现出季节性特征，但从流动性危机发生的频率来看，单纯季节性因素引起流动性紧张在时点过后会很快得到恢复，资金易于恢复到原先水平，只有爆发流动性危机后资金才会较前期出现明显抬升，紧张局面反复出现，但季节性因素只能是解释流动性危机加剧的导火索，而非根本原因。

二是外汇占款下降和人民币贬值为爆发流动性危机埋下了隐患。由于我国基础货币投放在 2014 年 9 月之前主要依靠外汇占款，一旦外汇占款减少，将会直接影响我国基础货币投放，2013 年的“钱荒”和 2014 年底 2015 年初的流动性危机或

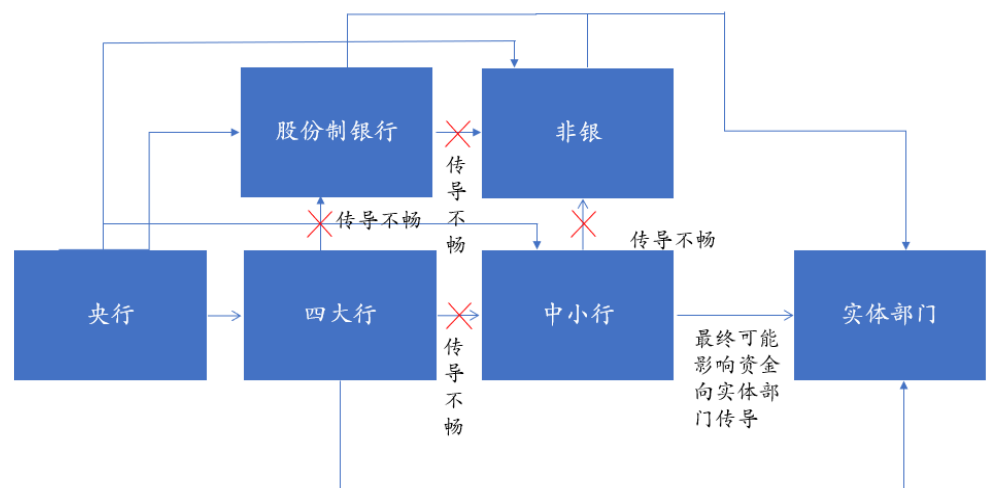
多或少与热钱持续流出，人民币贬值预期加强密切相关。2013年6月美联储宣布退出QE改变了国际资本的流向，我国外汇占款迅速下降，资本外逃成为引爆流动性紧张的重要因素；2014年底美联储加息预期强烈、美元指数持续上涨，人民币汇率出现了连续暴跌，加大了资本外流的压力，成为流动性危机的重要推动因素，但并非决定性因素。

三是信用风险集中爆发。企业和金融机构违约等信用事件也会引发流动性风险。2013年年中市场传闻光大银行对兴业银行交割违约，引起市场恐慌情绪，隔夜资金价格出现暴涨，虽然双方就“违约门”辟谣，但事件仍持续发酵，资金交易系统多次出现延时，为防止系统性风险发生，央行通过公开市场投放来稳定资金面。2016年底国海萝卜章事件引发债券价格暴跌，由于代持机构过多，其中廊坊银行代持的100亿元债券出现巨大浮亏、某著名公募基金爆仓等风险事件持续暴露，市场恐慌加剧，引发国债期货出现跌停，加剧了流动性危机。最终在监管部门协调下，国海愿意履行协议，但其他机构不得挤兑的环境下才得以缓解，但个别违约事件还不足以构成流动性危机。

3、中国式流动性危机深层次原因剖析

流动性危机提高了融资成本，增加企业违约风险，容易引发系统性风险。当爆发流动性危机时，由于资金融出方减少，金融机构融入资金需求增加，造成债券发行利率急剧上升，出现全面接近甚至超过同期限贷款利率、短期品种涨幅超过中长期品种的情形，从而抬升融资市场的资金成本；融资成本上升，最终都将转嫁给企业负担，大量取消发行，造成企业资金链断裂，出现违约，不利于经济复苏和实体经济的发展；流动危机爆发会加剧金融机构对于民营企业潜在违约风险担忧，造成对民营企业融资减少，加剧了二元融资结构的矛盾，资金配置效率进一步下降，导致全面系统性风险上升。

图1：流动性分层导致信用传导不畅



资料来源：新时代证券研究所

2008年危机之后，美、日、欧等主要发达国家和地区像我国这样出现短时、剧烈、大面积的资金波动情况是比较罕见的，中国流动性危机不同于海外市场，特殊性有其易于滋生危机的土壤。

一是货币超发导致杠杆率高企。2008年金融危机后，我国开展了以四万亿投

资计划为代表的量化宽松政策，通过流动性宽裕拉动投资的做法，起初推动了投资和经济快速增长，但并不可持续，随后便出现了严重的通货膨胀，房地产价格上涨，企业杠杆率高企导致实体经济收益下降。于是监管又收紧货币，加强去杠杆，导致流动性紧张。始于货币超发，终于货币收紧是导致流动性危机的重要原因。

二是经济运行方式过渡依赖投资拉动。由于长期以来我国经济运行对房地产投资过度依赖，2008年金融危机后，我国房地产市场主要经历了三轮上涨周期，正由于地产的长期回报率高于实体经济，导致超量货币留在房地产行业，推高房地产回报，降低了居民长期消费能力；同时房地产高杠杆推升了地价和房价，加剧了产业空心化和经济地产化，也为金融机构脱实向虚、资金空转、加杠杆、期限错配提供了“优质”的资产，房地产背后是金融机构的各种创新交易，加杠杆，期限错配等风险，一旦政策收紧房企可能就会面临流动性风险。

三是同业业务导致资金配置效率降低。目前同业业务绕开贷款额度、资本充足率等监管约束，降低了现有货币政策的有效性，并导致社会信用扩张，影响宏观调控的效力，加剧货币供应量的波动性。一是同业业务削弱了数量型货币政策工具的有效性。尤其是同业负债在金融机构资金来源中的占比上升，降低了准备金缴存基数，银行可以通过同业业务灵活调整存款规模，缩小法定存款准备金缴存范围；削弱央行法定存款准备金政策的有效性；二是同业业务的资金融通使得金融机构对央行资金融通的依赖程度减弱，降低再贷款与再贴现政策的有效性；这样在经济复苏时，资金需求旺盛，同业业务向市场投放央行监管系统之外的可贷资金，导致信用过度扩张；在信用链出现危机时，商业银行囤积流动性，导致信贷过度收缩，引发“钱荒”。

4、流动性危机救助模式及启示

再好的制度安排也无法确保金融体系不出现流动性危机。流动性危机爆发后，监管当局的流动性危机救助方式选择也非常重要。流动性危机救助根据其特点可分为早期介入、维持经营及善后清算处理三个阶段，在不同的阶段则采取不同的救助方式：

早期介入：紧急流动性注入和最后贷款人。当流动性危机露出苗头或遇到突发的外部事件冲击时，同业利率出现异常波动，央行需要迅速采取行动，向货币市场和金融体系注入流动性，保证同业市场稳定，并视情况依次采取降低再贷款利率、扩大合格抵押品范围等措施；央行最后贷款人角色主要是面向单个危机银行通过再贷款方式提供流动性支持，当然要避免道德风险；在已识别流动性困难和流动性危机发生初期，金融机构可以通过少分红、股份回购、筹集股份、引进新股东、调整资产结构等方式实现自救，也可以向资产管理公司出售不良资产等方式改善资产质量。

爆发后的救助方式：银行重组、兼并收购、接管。当个别银行出现流动性危机时，监管部门可以通过任命新的管理团队接管银行运营，通过定向募集、发行次级债、引进新股东等方式增加资本，实现财务和经营管理重组；当危机银行无法依靠自身能力解决危机问题时，监管部门就有必要引进其他机构参与危机救助，兼并收购危机银行有助于维持银行价值，降低政府救助成本，同时也能保证危机银行产品与服务的延续性和银行资产负债的保全性，降低了对市场的冲击，维护和保护了银行客户的利益，也可以通过市场化接管的方式实现顺利过渡。

善后阶段：破产清算。当危机银行由于严重破产清算不可避免时，存款人赔付和银行资产的处置应坚持市场化原则，通过存款保险制度对存款人赔付将按照事先

约定标准进行；监管部门将会加强干预，根据银行资本充足率等指标设定发起破产程序的标准，以避免监管当局延迟启动破产程序给银行利益相关方带来更大的损失。

2008 年金融危机爆发后，美国在原有流动性危机救助框架下，采取工具创新的方式进一步丰富了**流动性危机救助的工具箱**。危机爆发后，美国采取了收购金融机构不良资产、提高存款保险上限、对银行债务进行担保、政府接管注资危机银行、实施国有化等传统方式，同时也由美联储开发了定期竞标工具、一级交易商信用工具、定期证券借贷工具、资产支持商业票据货币市场共同基金流动性工具、商业票据融资工具、货币市场投资者融资工具等新的流动性工具，在第一时间内向银行、券商、货币市场基金等金融机构注入流动性以提振市场信心。目前对于包商银行监管对于中小评级债券流动性冲击，一方面央行加大了再贴现和常备借贷便利额度，通过增加抵押品范围，缓解中小银行流动性；其次，重启 28 天逆回购，通过向市场直接注入流动性避免出现信用收缩以及中小银行和非银机构的被动缩表；同时加大专项债作为重大项目资本金的逆周期调节，在保证流动性总量充裕的同时，加大流动性结构关注，缓解中小银行的流动性风险，未来仍需要进一步恢复低评级债券的流动性等办法，以促进我国高收益债券市场的平稳有序发展。

5、中国式流动性风险管理

自从 5 月 24 日包商银行被监管以来，央行首先加大流动性总量投放，以利率招标方式重新启动了 28 天期逆回购操作；公开市场净投放（含 OMO、MLF、国库现金定存）达到 4920 亿元；其次针对中小银行增加 3000 亿元再贴现和常备借贷便利额度，通过增信的方式确保中小银行同业存单发行；第三，从制度上完善质押回购违约风险处置，银行间同业拆借中心发布《全国银行间同业拆借中心回购违约处置实施细则（试行）》，明确了质押债券违约处置申请、处置流程、结算安排等，这样有利于打破对同业金融牌照的依赖，同业刚兑被打破，质押债券更多要取决于债券本身的信用水平，利率债、城投债和高等级信用债收益率进一步下行，低评级债券未来质押融资难度会进一步增加；第四，恢复市场信心。通过辟谣以及定期公布包商银行监管进展通报会，召开头部券商与公募基金防范化解债券市场流动性风险蔓延专题会，通过头部券商发债+流动性支持化解非银同业风险。

未来，央行将会丰富流动性管理的内容，构建更有效的流动性管理机构框架，完善宏观流动性管理体系，完善宏观流动性管理的监测分析，丰富宏观流动性管理工具箱，加强我国宏观流动性管理的基础设施建设，不断扩大央行交易对手方，避免因一个金融产品或市场的崩溃而引致整个金融体系的坍塌。

6、大类资产观察（2019.6.10-2019.6.16）

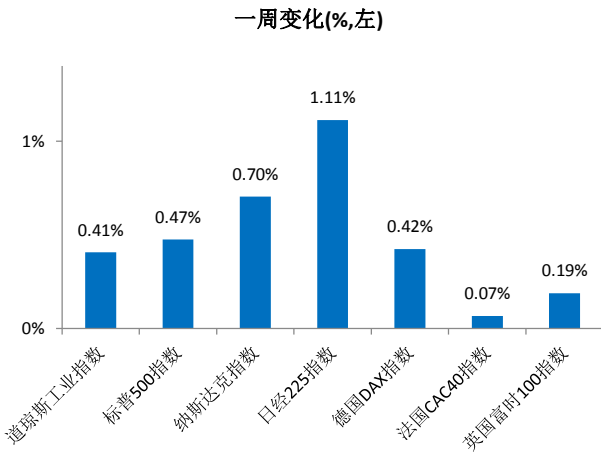
6.1、股票市场

上周经济数据显示美国首次申请失业人数意外攀升，强化了美联储降息预期，美三大股指小幅上涨。随着周五零售以及工业生产数据公布，5 月美国工业产出环比增长 0.4%，前值-0.5%，高于市场预期；5 月美国制造业产出环比增长 0.2%，前值-0.5%；5 月美国零售销售环比增长 0.5%，略微低于市场预期，其中，5 月美国核心零售销售环比增长 0.5%，前值 0.1%。美国 5 月经济数据放缓，制约了美股进一步上行空间。其中，道指周涨 0.41%，报 26089.61 点；标普 500 指数周涨 0.47%，报 2886.98 点；纳指周涨 0.70%，报 7796.66 点；周五美股芯片类股出现集体下挫，

未来科技股存在隐忧。

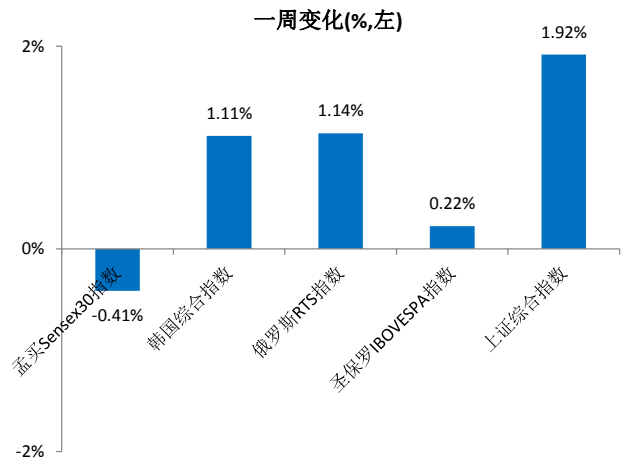
欧洲方面，三大股指集体小幅收涨。欧洲三大股指先涨后跌，德国 DAX 指数周涨 0.42%，报 12096.4 点；法国 CAC40 指数周涨 0.07%，报 5367.62 点；英国富时 100 指数周涨 0.19%，报 7345.78 点。亚太方面，日经 225 指数周涨 1.11%，报 21116.89 点；随着科创板开板和金融监管层在陆家嘴论坛密集讲话，上证综指周涨 1.92%，收于 2881.97 点。

图2：发达经济体主要资本市场表现



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：新兴经济体主要资本市场表现



资料来源：Wind，新时代证券研究所

6.2、债券市场

美债收益率陡峭化，短端上行长端下行。上周美国公布了一系列疲弱的经济数据，包括就业增长放缓和通胀，但消费支出仍相当强劲，显示美国经济恶化速度没有大家想象的那么快。10年期美债收益率与3个月美债收益率倒挂幅度缩窄至11BP。其中3年期美债收益率跌幅最大，下行3BP至1.79%；短端1年期美债收益率上行3BP至2%；5年期和10年期美债收益率保持不变；7年期美债收益率下行1BP至1.96%。

国内债券市场：国债期限利差收窄，不同期限收益率多数上涨。上周，为维护6月末流动性平稳，央行增加再贴现2000亿元、常备借贷便利1000亿元，加强对银行间流动性支持，中小银行可以通过合格债券、同业存单、票据等作为质押品，向各地人民银行申请流动性支持。国债期货10年期主力合约继续上扬，全周累计

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_11910



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>