

包商银行事件专题

流动性风险可控，同业信用定价重塑

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

郭子睿 一般证券从业资格编号
S1060118070054
010-56610360
GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ 中小银行规模快速扩张，金融脆弱性累聚

2008年国际金融危机后，得益于宽松的货币政策下流动性的释放和金融监管套利空间的存在，中国的影子银行快速扩张。在影子银行兴起的同时，中小银行的资产负债规模也迅速膨胀，金融脆弱性逐渐累聚。具体表现在：第一，银行资产的利润率持续下滑；第二，商业银行资产的同质化提升潜在的不良率；第三，影子银行的发展加剧了银行的期限错配，放大了金融风险的跨市场传染；第四，商业银行负债成本上升，负债结构更加依赖同业负债。

■ 短期影响：市场风波冲击有限，风险发酵值得关注

包商银行被接管是自2003年银保监会成立以来首次接管，释放打破刚兑的信号。从短期来看，包商银行事件对金融体系整体流动性冲击有限，目前基本得到平复；但银行同业刚兑打破，其信用定价得以重塑，这对不同评级的同业存单产生了分化影响，尤其中小机构负债成本面临重新定价，信用利差分化加大。从近期的数据看，同业存单总发行量已出现收缩，较低评级的同业存单发行成本上升，发行成功率大幅下降。

目前来看，包商银行被接管属于个别案例，但应该关注由此引发的风险发酵。具体表现可能有三：其一，关注中小银行同业存单发行规模持续走低，叠加季节性的流动性紧张和同业存单大规模到期，从而放大流动性风险的冲击；其二，关注负债端的流动性风险向资产端的信用风险演绎；其三，中小银行盈利能力的降低可能会加剧其对高风险资产的配置，随着经济下行压力的凸显，中小银行资产的信用风险可能会加速暴露。

■ 长期影响：金融供给侧改革持续推进，金融机构发展由量转质

从长期来看，随着我国金融供给侧改革和利率市场化的推进，金融体系会有越来越多的刚性兑付被打破，这会加剧金融机构之间的竞争，依靠高杠杆经营和监管套利而盲目扩张的金融机构将会面临淘汰的风险。由于面临着盈利能力下滑以及资产质量下降的局面，未来可能会有更多的中小银行被接管或者破产重组。结合美国利率市场化经验，我国整体银行业的盈利能力短期承压，但长期受益，银行业的集中度将提升。

■ 政策展望

建议政策当局应采取如下措施，避免金融风险的蔓延：第一，央行加大公开市场操作力度，甚至降准。前者提供短期资金，对中小银行的流动性修复作用有限，这进一步增加降准的必要性。第二，鼓励中小银行补充资本。近期华夏银行、民生银行永续债获批，中小银行资本补充工具有望尽快落地。第三，对商业银行进行分类监管，提高监管的有效性和针对性，避免“一刀切”可能带来的风险。第四，规范信息披露，提高商业银行风险防范能力。监管机构应该加强对监管指标的披露，重点关注延迟披露年报的银行，敦促可能存在经营风险的银行及时披露相关信息。防范短期流动性风险和中长期信用风险的发生。

正文目录

一、	中小银行规模快速扩张，金融脆弱性累聚.....	4
二、	短期影响：市场风波冲击有限，风险发酵值得关注.....	7
三、	长期影响：金融供给侧改革持续推进，金融机构发展由量转质.....	11
四、	主要结论与政策展望.....	13
附录：	延迟披露年报的中小银行名单.....	14

图表目录

图表 1	中国影子银行的运行逻辑	5
图表 2	不同类型银行资产增速 (%)	6
图表 3	不同类别银行资产的利润率 (%)	6
图表 4	不同类别银行负债增速 (%)	6
图表 5	小型银行负债通过金融性负债迅速扩张	6
图表 6	小型银行资产占比持续提升 (%)	7
图表 7	农商行资本充足率近年快速下降 (%)	7
图表 8	包商银行事件的整体流动性冲击逐渐平复	8
图表 9	包商银行事件后央行加大了公开市场操作力度	8
图表 10	包商银行事件后同业存单总发行量收缩	9
图表 11	不同类别银行 3 个月同业存单发行利率 (%)	9
图表 12	包商银行事件前后不同评级同业存单的发行成功率	9
图表 13	包商银行事件后不同评级同业存单到期收益率分化	9
图表 14	6 月份同业存单到期规模较大 (亿元)	10
图表 15	银行资产端同业和证券投资占比	11
图表 16	同业存单托管方主要为广义基金	11
图表 17	GDP 增速与商业银行的 ROAA (%)	11
图表 18	GDP 增速与商业银行的 ROAE (%)	11
图表 19	美国利率市场化后小型银行的数量持续下降 (家数)	12
图表 20	美国商业银行 ROE 和 ROA 变化 (%)	12
图表 21	美国利率市场化提升了商业银行的效率	12
图表 22	延迟披露年报的中小银行名单	14

5月24日，央行和银保监会宣布包商银行由于存在严重的信用风险，对其进行接管。这是自1998年海南发展银行倒闭后首次银行被托管，也是自2003年银保监会成立以来首次接管，释放打破刚兑的信号。包商银行是一个比较特殊的高风险中小银行，明天集团是其大股东，合计持有公司89%的股权，持股比例远远超过之前银监会规定的20%的持股上限。这次包商银行被接管核心原因是其大量资金被大股东违法违规占用，形成逾期，长期难以归还导致包商银行出现严重的信用危机，触发了法定的接管条件被依法接管。包商银行被接管是国内银行史近20年的重要风险事件，标志着银行业机构正式打破刚性兑付，也意味着金融供给侧改革进入实质性推进。那么包商银行被接管是一个偶然事件吗？这对中国的金融体系又会带来什么影响？本报告旨在回答这些问题。

本篇报告主要分为四部分，第一部分主要回顾了过去中小银行的迅速扩张以及带来的金融脆弱性；第二部分和第三部分主要分析了包商银行事件的短期和长期影响，最后是报告的主要结论以及政府可能采取的政策进行展望。

一、中小银行规模快速扩张，金融脆弱性累聚

国际金融危机后，得益于宽松的货币政策下流动性的释放和金融监管套利空间的存在，中国的影子银行快速扩张。中国影子银行发展的基本逻辑为：**商业银行绕过传统存贷业务，利用资产负债表外的其他项目进行业务创新，并通过与非银行金融机构开展合作来达到信用扩张的目的。**商业银行发展表外业务一方面可以绕过资本充足率等指标体系的监管，另一方面可以提高利润率，弥补因存贷息差缩窄导致的利润收缩。这也意味着利润驱动和规避监管是中国影子银行演进的主要原动力。从业务模式来看，2008-2013年，影子银行处于新兴发展阶段，“理财产品—通道业务—非标资产”是其主要模式。随着《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发8号文）的出台，理财资金投资非标业务得到严格管制，中国影子银行体系的主要模式由通道模式转变为同业模式。2013-2016年，影子银行发展不断深化，“同业业务—委外投资—债券等标准化资产”成为其主要模式。随着同业存单、同业理财等创新业务陆续兴起，买入返售、应收款项类投资也成为非标资产的主要形式。在影子银行兴起的同时，中小银行的资产负债规模也迅速扩张。

在2009年之前，中国商业银行总资产扩张速度显著低于央行。但从2009年至2016年，中国商业银行总资产扩张速度年均达到17%，不仅显著高于同期央行总资产年均7%的扩张速度，也显著高于同期内中国GDP增速。而且，规模越小的商业银行，总资产扩张速度越快。2011-2016年间，中资小型银行的资产年均增速高达28%，虽然自2016年底中国加强金融监管以来，小型银行的资产增速大幅放缓，但依然高于其它类型银行资产的增速，小型银行资产规模占整体银行业资产规模的比例由2011年的13%上升到2018年的23%。从负债端来看，小型银行的负债扩张也是最快的。导致小型银行负债扩张的来源主要是金融性短期负债，具体包括对中资小型银行负债、对其他金融机构负债以及对其他金融性公司负债，而较为稳定的非金融机构和住户负债占比则持续下降，从2011年的78%下降至2018年的66%。

在中小银行资产负债迅速扩张的同时，金融脆弱性也在累聚，具体如下：

第一，银行资产的利润率持续下滑。尽管过去几年中国商业银行总资产的扩张很快，但银行的利润增速与净息差均不断收窄，这意味着银行盈利压力的上升与经营风险的增强。地方政府债务置换将商业银行高利率、短久期的信贷资产转化为低利率、长久期的地方政府债券，这导致银行资产收益率下降的同时资产期限也被拉长，银行的资产质量下降。银行资产的收益具有较强的顺周期性，随着中国经济下滑压力的凸显，未来商业银行资产的收益率可能还会进一步下降。此外，商业银行资产的扩张速度远远高于银行资本的积累速度，这会导致商业银行的杠杆率快速攀升。

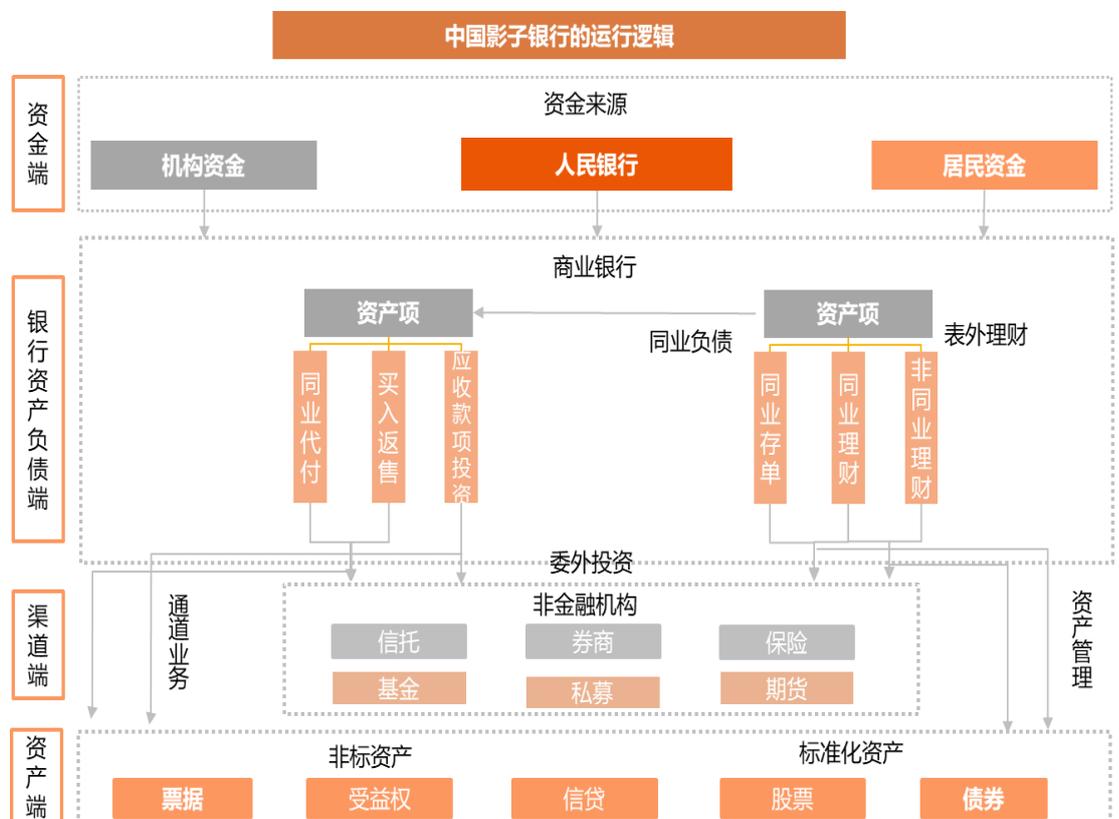
第二，商业银行资产的同质化会提升潜在的不良率。我国商业银行的资产负债表与房地产行业深度捆绑，目前银行涉房贷款主要包括两个方面，一是与房地产直接相关的贷款，包括个人住房贷款、房地产企业开发贷款等；二是以房地产作为抵押物的其他贷款，包括地方政府及其他非房地产企业

以土地或房产作为抵押物获得的银行贷款。第二类贷款虽未直接流入房地产市场，但房地产市场的波动影响抵押物的价值，从而影响贷款的收回风险。截至 2018 年底，我国商业银行涉房贷款总规模约 41.8 万亿元，占总贷款余额的 38.2%。可见，一旦房价出现大规模下跌，接近四成的银行贷款都可能受到关联影响，银行不良率大幅攀升。由于未来三四线城市面临的房价下行概率最大，城商行和农商行等中小型银行在三四线城市的占比最高，未来房价下行带来的潜在风险也最高。

第三，影子银行的发展加剧了银行的期限错配，放大了金融风险的跨市场传染。影子银行的资产端多为期限较长、风险较高的非标和债券等资产，负债端多为期限较短的理财产品和同业存单，这就需要负债端持续滚动发行来弥补期限错配。一旦短期流动性紧张，很容易引发流动性风险，影子银行具有跨业务、跨市场的高度关联性特点，与传统商业银行以及金融市场关系密切，从而导致影子银行的风险在不同金融主体间传递，放大市场反应。中国的影子银行也被称为“银行的影子”，商业银行为理财产品提供隐性担保和刚性兑付，一旦风险发生，波及最大的就是商业银行。中小银行在 2013 年以来的利率市场化改革中受冲击较大，因此也更有动力采用影子银行去扩大规模实现弯道超车，潜在的风险也更大。

第四，商业银行负债成本上升，负债结构更加依赖同业负债。随着利率市场化加速推进、网络信贷平台的盛行，商业银行的揽储压力增加，传统的存贷款息差不断收窄，银行的负债成本上升。从负债结构来看，传统的居民和非居民存款来源占比不断下降，同业负债以及表内理财占比持续提升。与网点多、覆盖面广的大型商业银行相比，中小银行尤其是一些没有实体网点的民营银行天然的就更加依赖高息揽储，同业存单以及结构性存款自然成为中小银行扩表、融资的新手段。但由于同业存单的期限较短，需要不断滚动发行来满足融资需求，一旦短期流动性紧张，很容易引发流动性风险，中小银行负债端的稳定性大幅下降。

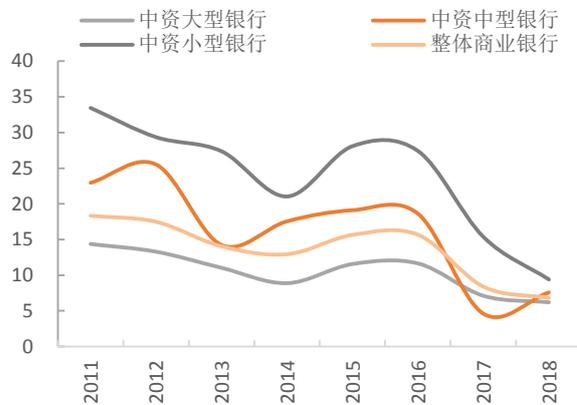
图表1 中国影子银行的运行逻辑



资料来源: WIND, 平安证券研究所

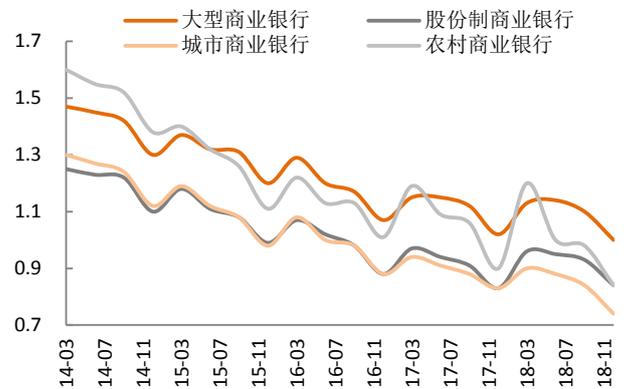
面对金融体系的脆弱性以及影子银行的潜在风险，2016 年底我国开始加强金融监管，开展了轰轰烈烈的金融业“控风险”、“去杠杆”行动，矛头直指蓬勃发展的影子银行业务，特别是同业业务、资管业务、通道业务等。随着强监管政策的陆续出台，我国影子银行的风险也逐渐得到控制，金融体系的风险由发散转为收敛，处于高位缓释状态。近期包商银行被人民银行和银保监会因严重的信用风险被接管再次激发了市场主体对银行业尤其是中小银行风险的担忧。央行有关负责人表示，包商银行的大量资金被大股东违法违规占用，形成逾期，长期难以归还，导致包商银行出现严重的信用危机而被接管，目前属于个例。央行对其采取如下的处置方案：一是 520 万个人储户和 20 余万个人理财客户已得到全额保障；二是债权金额在 5000 万及以下 2.5 万户对公和同业客户已得到全额保障；三是包商银行 5000 万元及以下承兑汇票得到全额保障，5000 万元以上得到不低于 80% 保障。对持有超过 5000 万同业存单的债权人进行部分兑付，标志着同业存单市场刚性兑付被打破，这会在短期和长期对我国的金融体系产生不同的影响。

图表2 不同类型银行资产增速 (%)



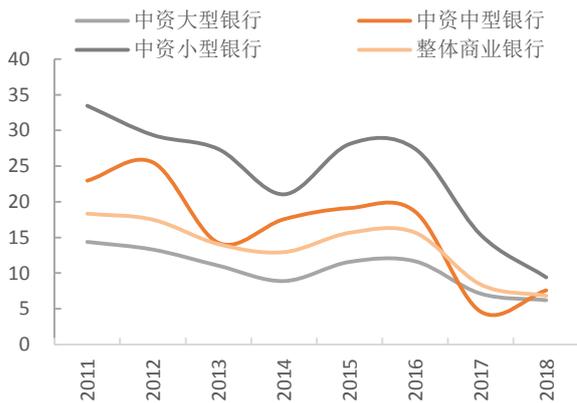
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 不同类别银行资产的利润率 (%)



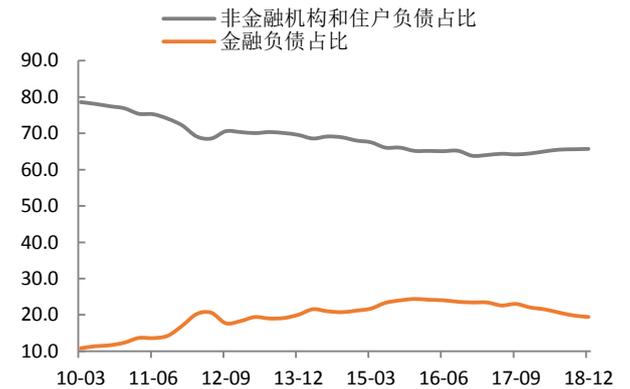
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 不同类别银行负债增速 (%)



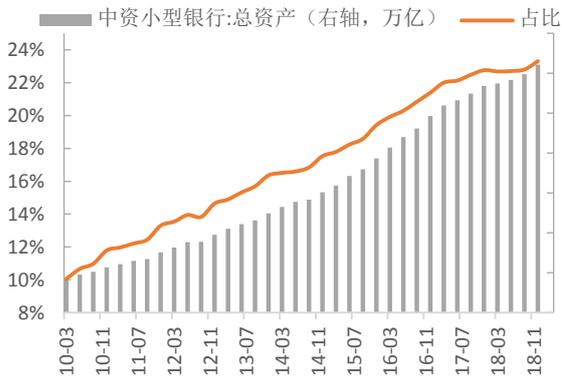
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 小型银行负债通过金融性负债迅速扩张



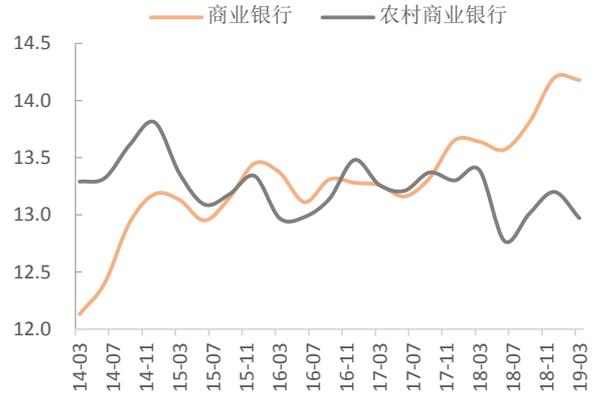
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 小型银行资产占比持续提升 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 农商行资本充足率近年快速下降 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、短期影响：市场风波冲击有限，风险发酵值得关注

包商银行被接管后，央行积极与市场沟通，及时采取处置方案，安抚市场情绪。救助资金主要来源于存款保险基金，央行发挥“最后贷款人”角色进行依法支持，各类债权人的合法权益得到最大限度的保障。包商银行事件标志着我国同业存单市场的刚性兑付被打破。

从理论上来看，同业市场的刚性兑付被打破首先会影响商业银行的负债资金来源，尤其是对同业负债依赖较高的中小型企业。刚性兑付的打破会降低市场的风险偏好，加大低评级同业存单的发行难度，低评级同业存单发行规模收缩，发行成本上升，从而推升中小银行负债端融资成本上升。在当前我国央行依靠公开市场操作进行基础货币投放的体制下，中小银行由于缺乏足够的合格抵押品在获得基础货币时天然的具有劣势，从而不得不向大型银行进行拆借，我国的银行间市场流动性呈现“央行——大型商业银行——中小型企业——非银金融机构”的传导路径。同业市场的刚性兑付被打破可能会进一步加剧银行间市场的流动性结构失衡。如果央行在短期加大公开市场操作力度，有助于缓解市场的恐慌，避免银行间市场资金出现大幅波动，但难以解决我国银行间市场的流动性结构失衡。

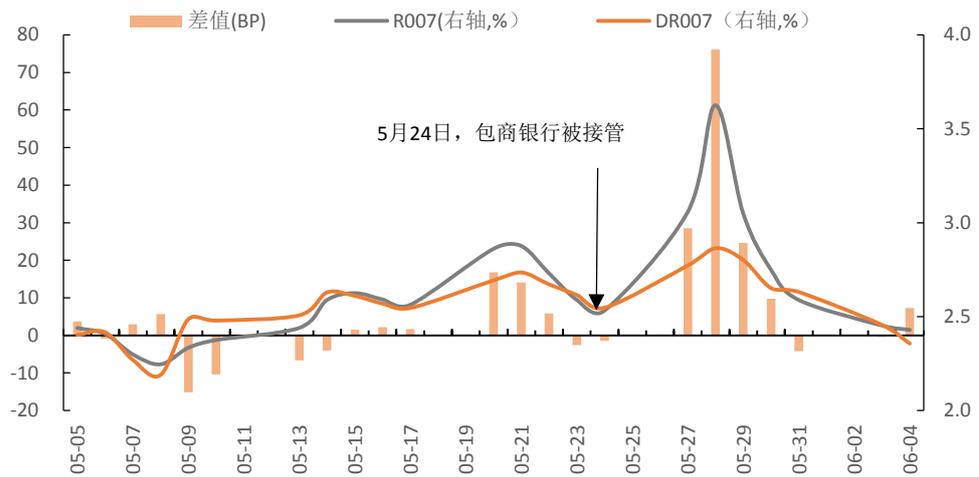
从实际运行来看，包商银行事件对整体流动性的冲击有限，目前基本得到平复，但对不同评级的同业存单产生了分化影响。5月24日，包商银行被接管后，银行间市场利率出现大幅攀升，R007由24日的2.5%最高上行至3.6%，DR007由2.5%最高上行至2.8%，R007与DR007的利差最高扩大至76BP，这说明流动性冲击主要影响中小型商业银行和非银金融机构。但随即，央行也通过加大公开市场操作规模来平抚市场。自5月27日起，央行连续7个工作日通过7天逆回购释放流动性，在5月29日单日逆回购规模高达2700亿，5月27日至5月31日全周，央行释放流动性5300亿，净投放流动性4300亿。R007和DR007在5月28日达到最高后开始回落，甚至一度出现R007和DR007倒挂，说明中小型商业银行和非银金融机构的流动性恐慌得到缓解。进入6月份以来，R007和DR007恢复正常水平，甚至略低于包商银行被接管前一周的平均水平，这也意味着包商银行事件对整体流动性的冲击有限，目前基本得到平复。

包商银行事件标志着我国同业市场刚性兑付被打破，这会对同业市场产生如下的影响：第一，**同业存单总发行量出现收缩**。在事发前一周，银行同业存单发行量高达5218亿，事发后一周同业存单发行规模只有1491亿，进入六月份以来，同业存单发行规模逐渐回升。未来同业存单发行规模能否恢复到事发前的正常水平还有待观察。我们倾向于认为，**在市场风险偏好降低的情形下，高评级同业存单可以正常发行，但低评级同业存单的发行规模会出现萎缩**。第二，**同业存单整体发行利率上**

行，不同类别银行同业存单发行利率分化。城商行和农商行的同业业务占比较高，受到的波及也最大，其同业存单发行利率目前已上行 10BP 左右。国有银行和股份制银行对同业业务依赖程度较低，受到的影响也较小，由于央行大规模的公开市场操作，其同业存单发行利率不升反降。对于同行业存单的到期收益率，也出现类似的变化。第三，**同业存单发行成功率整体出现一定程度的下降**，不同评级的同业存单发行成功率下降程度不同，整体而言，**高级别同业存单下降较少，低评级同业存单下降较多。

此外，二级资本债和票据转贴也相应承压。据监管规定，如果是严重信用风险导致被接管，且银行有存量的二级资本债，监管机构可以进行减记。包商银行信用风险的暴露引发市场对二级资本债的负面情绪，事件发生后二级资本债收益率也出现明显跳升（短期提升 80-90BP）。这次风险处置事件中，包商银行不能及时兑付其承兑的票据，但也暂停了向直贴行的追索，统一的风险处置打破了过去的“承兑行+直贴行”双保险的惯例，直接影响票据的流通和发行。根据公开数据显示，最近一周转贴市场变化来看，同业市场对包商票据影响也在慢慢消化，城商转贴利率已有所企稳，交易相比有所萎缩，但总体影响可控。在直贴及支付环节，票据市场影响还在发酵：①票据直贴金额下降，日均 300 亿，直贴比 30%，低于过往 60-80%的水平；②市场净流通票金额达 600 亿以上。两者表明银行在直贴方面明显收缩。

图表8 包商银行事件的整体流动性冲击逐渐平复



资料来源: WIND,平安证券研究所

图表9 包商银行事件后央行加大了公开市场操作力度

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_12181



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn