



每周流动性观察

“同业刚兑打破”对流动性市场影响如何

我们认为：1、同业刚兑的打破即便为个案，由于市场机构对于同业业务信用风险的重估，对于银行间市场来说影响仍然是系统性的；2、最终对市场产生影响如何，决定权在货币政策，重点关注数量操作与政策普惠性；3、在多目标的阶段下，货币政策信号通常较为模糊，考虑到同业去杠杆与货币宽松在本质上存在一定矛盾性，暂时认为过早在左侧博弈货币宽松风险较高；4、对于实体经济来说，同业渠道受阻，中小银行负债压力加大的情况下，预计将传导至实体经济，对于融资产生一定负面影响；5、负债成本下降受阻，短期至少负债成本分化加剧，存单收益率整体上行，关注负债端量缩价升对资产价格的影响；6、对债券市场来说影响机制较为复杂，当中既包括风险偏好回落的正面影响，也包括负债成本上升的负面影响，我们认为长端利率存在交易性窗口，但趋势性机会还需等待货币政策更为正面的信号。

- 同业市场对于信用风险的重估，无疑会对中小银行负债端产生进一步的压力。而压力会如何演变，以及对市场将产生何种影响，是当前市场最为关注的问题。我们认为，在监管机构和货币当局有充足准备，且“有信心”应对的情况下，应不至产生系统性风险。除此之外，目前较为集中的几种担忧大致分为：1、是否会重现13年“钱荒”；2、是否会重现17年同业去杠杆的局面。
- 我们认为最终的结果决定权在货币政策，13年和17年均处在“流动性环境偏紧”和“市场预期悲观”的双重影响下，而同业去杠杆和货币宽松由于本身存在一定的矛盾，二者并未同时出现过。在本次事件发生后首周，货币政策并未出现明显信号，大量投放逆回购仅能起到对冲5月末缴税压力的作用，由于操作期限过短，流动性中枢水平并没有明显改变。包商银行被接管后，监管层相应措施的公布显然是经过较为充分的准备，如果说事件本身是独立出现，且单纯的为化解此事件的风险考虑的话，理应在事件发生后有配套的货币政策工具出台，以稳定市场预期。因此未见有强有效的货币工具出现的情况下，我们认为也意味着货币当局并不迫切希望向市场传达“兜底”的预期，旨在控制增量风险不进一步累积。
- 从缓解同业资金压力的政策有效性来看，重点除关注数量以外，更应关注普惠性。如前文所说，当前银行间市场流动性对于央行供给依赖程度较高，中小银行如果无法直接从央行获取流动性，同时又难以依赖同业渠道获取流动性的情况下，对市场的冲击必然会比较。我们认为定向降准和利率走廊能够发挥比较大的作用，当前利率走廊的SLF隔夜/7天收益率分别为3.40%/3.55%，也能起到控制增量杠杆同时化解存量风险的作用。

相关研究报告

《固定收益2019年年度策略：数量宽松，策略拥挤；资产价格从低估迈向合理高估》崔灼驹 朱启兵》20190105

《中银国际每周流动性观察：二季度流动性压力仍存》20190520

《中银国际每周流动性观察：如何理解公开市场操作公告》20190527

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

崔灼驹

(8610)66229367

zhuoju.cui@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040001

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001



目录

本周焦点：“同业刚兑打破”对流动性市场影响如何	4
流动性展望：本周恢复均衡，六月资金面仍不乐观.....	8
资金利率.....	10
海外市场.....	12

图表目录

图表 1. 同业存单发行成功率下行明显	4
图表 2. 同业存单发行成功率下行	5
图表 3. 同业存单发行成功率按发行人分类	5
图表 4. 上周公开市场操作	7
图表 5. 上周 MLF 操作	7
图表 6. 公开市场操作	8
图表 7. 同业存单发行量	9
图表 8. 质押回购	10
图表 9. 银行间同业拆借	10
图表 10. SHIBOR	10
图表 11. 票据融资	11
图表 12. 同业存单	11
图表 13. NDF 点差	12
图表 14. 美债收益率	12
图表 15. 德国国债利率	13
图表 16. 通胀指数国债	13

本周焦点：“同业刚兑打破”对流动性市场影响如何

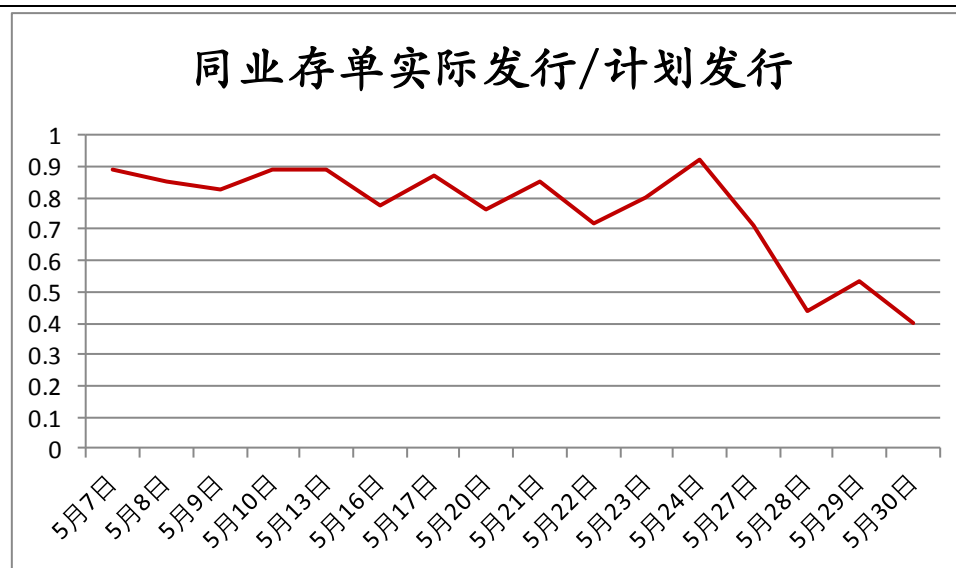
包商银行事件，在上周对债券市场产生了巨大的影响。市场对于“同业刚兑”打破后的走势仍然存在一定的分歧，分歧点在于同业刚兑打破究竟是降低银行间市场风险偏好是主线，还是之后的流动性压力是主线，争议点其实就在于此事件的发生对于资产端的影响更大还是负债端的影响更大。

就事件本身，市场最关注的还是否还会有其他机构被监管？

根据金融时报报道，央行负责人答记者问时表示“如果哪个机构需要流动性支持，或增资扩股，完全可以通过市场化方式进行。当前金融市场流动性总体充裕，金融风险总体可控，有信心坚决维护金融体系的稳定。”

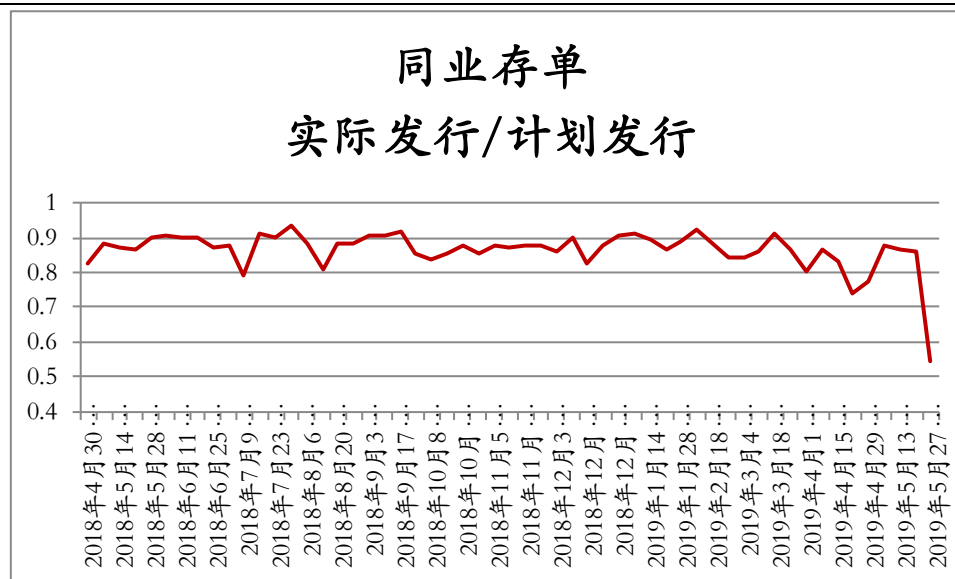
“既”打破同业刚兑，“又”能使金融风险总体可控，显然是一个非常理想的结果。但事件本身仍然对同业市场产生了不可逆的影响，当周同业存单发行成功率（实际发行/计划发行）降至近几年低点。该事件更深远的影响在于，此前多数投资者虽然有预期“同业刚兑”迟早要打破，但在短期内并未将信用风险 price in 到定价当中。以相对信息透明的同业存单为例，此前 AAA 国股和 AA 评级存单收益率未显著拉开，在一级市场需求情况也没有出现明显分化。

图表 1. 同业存单发行成功率下行明显



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 同业存单发行成功率下行

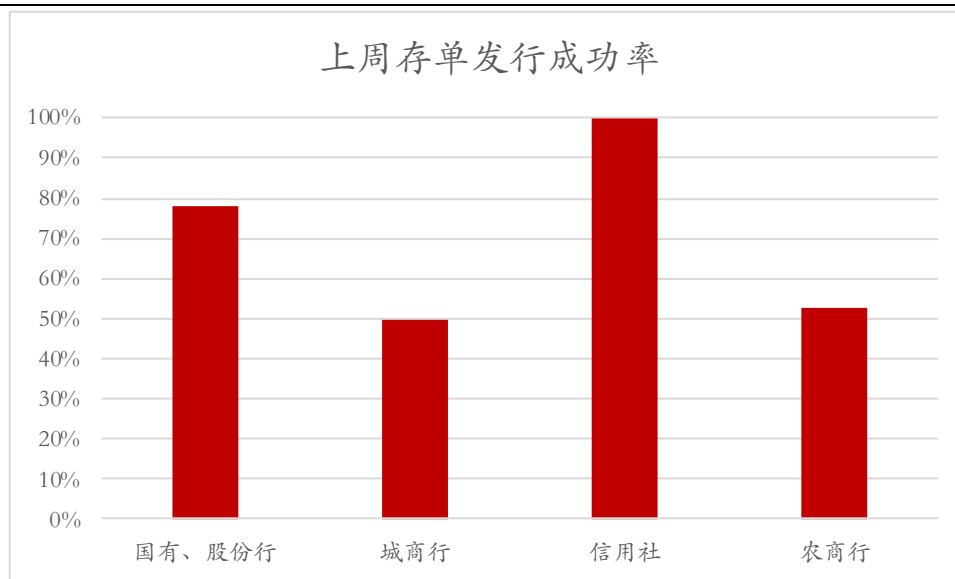


资料来源：万得，中银国际证券

上周存单一级市场除总量实际发行规模大幅下跌外，结构当中 AAA 国有银行、股份行共计划发行 497.3 亿，实际发行 394.9 亿，发行成功率较前期基本持平；受冲击最大的，AA 级或以下的城商行计划发行共 268.7 亿，实际发行仅为 24.2 亿；从发行人分类看，受影响最小的为国有、股份行和信用社，影响较大的为城商行和农商行。

我们认为同业渠道是否能够恢复畅通是控制风险蔓延的关键点。在经过对同业业务信用风险的重新定价后，中小银行存单等利率优势将较为明显，如果后续影响是停留在融资成本有所上升，但数量能保证的情况下，风险应仍然停留在可控范围。但如果出现金融市场对于中低等级城商行“一刀切”，此时亟需货币政策给与一定的支持。重点需进一步关注下周存单一级市场的改善情况。

图表 3. 同业存单发行成功率按发行人分类



资料来源：万得，中银国际证券

商业银行间的资金交易本质上是超额存款准备金的转移，同业业务能够起到流动性的再分配的作用。我们认为近年来中小银行对于同业负债以来偏高的原因主要来自两点因素：一是基础货币供给渠道的改变，二是资产扩张的增速偏快。



1、基础货币供给渠道的改变

对于银行间的流动性来说，流动性的供给并非一般意义上的存款，而是主要体现在超额存款准备金，影响其变动的最核心的因素是中央银行的基础货币投放和降准等货币政策工具。从基础货币的构成分析：1998年-2003年，主要供给体现在对金融性公司债权，其规模与外汇占款在基础货币的构成中基本相当；2003年-2009年，外汇占款为基础货币增加的主要因素，对金融性公司债权逐渐减少，同时以发行央票和增加政府存款的方式回笼流动性；2009年后，外汇占款的增幅逐渐下降且在15年开始转为净流出，主要的基础货币供给转变为人民银行主动增加的对金融性公司债权，同时由于15年多次使用降准提高货币乘数的方式对冲资本外流，因此15年基础货币减少。

2003年-2009年，由于当时维持大额贸易顺差，外汇占款持续形成基础货币的投放。在此过程中，企业将出口所得向指定商业银行结汇，人民银行通过购买商业银行外汇投放流动性，而投放的流动性以企业存款的方式存在，之后可以通过商业银行主动融出或存款被动转移的方式影响到其他银行，所以外汇占款渠道的流动性投放影响范围更广，能够带动整体市场的流动性水平提升。

而在09年后流动性供给结构发生变化的情况下，新的供给来源从外汇占款变为人民银行主动投放。各种投放工具方面，MLF等创新工具及逆回购的一级交易商数量相对比较有限，也就是说可以直接从人民银行获取流动性的机构主要为大型商业银行，同时流动性只能通过商业银行主动融出的方式转移到其他银行，因此基础货币供给结构的变化加剧超额存款准备金的分布向大行集中。在此基础外，人民银行投放MLF等中期流动性的范围比逆回购更窄，中小银行负债端的不稳定性大幅增加。

2、资产扩张的角度

从资产扩张的视角来看，2012年后以城商行为代表的中小银行资产扩张的速度明显加快，证券投资项目维持在30%以上的同比增速，与大型商业银行资产增速之间的缺口显著增加。2017年以前城市商业银行资产扩张的速度基本维持在20%以上，而大型商业银行由于维持谨慎经营，资产扩张速度维持在10%左右。因此，总的来说一方面是由于基础货币供给结构发生变化，中小银行难以直接从人民银行获取流动性，另一方面中小银行资产端的快速扩张且获取派生存款的能力相对略差，在二者的共同作用下，期限错配的压力大大增加。

同业市场对于信用风险的重估，无疑会对中小银行负债端产生进一步的压力。而压力会如何演变，以及对市场将产生何种影响，是当前市场最为关注的问题。我们认为，在监管机构和货币当局有充足准备，且“有信心”应对的情况下，应不至产生系统性风险。除此之外，目前较为集中的几种担忧大致分为：1、是否会重现13年“钱荒”；2、是否会重现17年同业去杠杆的局面。

我们认为最终的结果决定权在货币政策，13年和17年均处在“流动性环境偏紧”和“市场预期悲观”的双重影响下，而同业去杠杆和货币宽松由于本身存在一定的矛盾，二者并未同时出现过。在本次事件发生后首周，货币政策并未出现明显信号，大量投放逆回购仅能起到对冲5月末缴税压力的作用，由于操作期限过短，流动性中枢水平并没有明显改变。包商银行被接管后，监管层相应措施的公布显然是经过较为充分的准备，如果说事件本身是独立出现，且单纯的为化解此事件的风险考虑的话，理应在事件发生后有配套的货币政策工具出台，以稳定市场预期。因此在未见到有强有效的货币工具出现的情况下，我们认为也意味着货币当局并不迫切希望向市场传达“兜底”的预期，旨在控制增量风险不进一步累积。

从缓解同业资金压力的政策有效性来看，重点除关注数量以外，更应关注普惠性。如前文所说，当前银行间市场流动性对于央行供给依赖程度较高，中小银行如果无法直接从央行获取流动性，同时又难以依赖同业渠道获取流动性的情况下，对市场的冲击必然会比较。我们认为定向降准和利率走廊能够发挥比较大的作用，当前利率走廊的SLF隔夜/7天收益率分别为3.40%/3.55%，也能起到控制增量杠杆同时化解存量风险的作用。

对于六月份的资金面来说，重点关注的两个存在风险的时间点为月中缴税和月末跨季。月中时点的压力主要来自于流动性在供给端的收缩，6月上半月在货币政策不发生重大改变的情况下，并无其他补充流动性的窗口，因此届时超储率水平将低于5月末，资金面预计均衡偏紧。而6月末跨季的压力主要来自于需求端，由于季末考核等因素市场机构的备付性需求将有所提升，在当前市场预期较为悲观的情况下，维持对6月末资金面谨慎的判断。

整体来说,我们认为:1、同业刚兑的打破即便为个案,由于市场机构对于同业业务信用风险的重估,对于银行间市场来说影响仍然是系统性的;2、最终对市场产生影响如何,决定权在货币政策,重点关注数量操作与政策普惠性;3、在多目标的阶段下,货币政策信号通常较为模糊,考虑到同业去杠杆与货币宽松在本质上存在一定矛盾性,暂时认为过早在左侧博弈货币宽松风险较高;4、对于实体经济来说,同业渠道受阻,中小银行负债压力加大的情况下,预计将传导至实体经济,对于融资产生一定负面影响;5、负债成本下降受阻,短期至少负债成本分化加剧,存单收益率整体上行,关注负债端量缩价升对资产价格的影响;6、对债券市场来说影响机制较为复杂,当中既包括风险偏好回落的正面影响,也包括负债成本上升的负面影响,我们认为长端利率存在交易性窗口,但趋势性机会还需等待货币政策更为正面的信号。

图表 4. 上周公开市场操作

(亿元)	回购净投放(亿元)	利率(%)	利率变动(BP)
7 天逆回购	4,300	2.55	0
14 天逆回购	--	2.70	0
28 天逆回购	--	2.80	0
63 天逆回购	--	2.95	0

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 5. 上周 MLF 操作

期限	MLF 投放(亿元)	利率(%)	利率变动(BP)
半年	--	3.05	-
1 年	--	3.30	--

资料来源: 万得, 中银国际证券

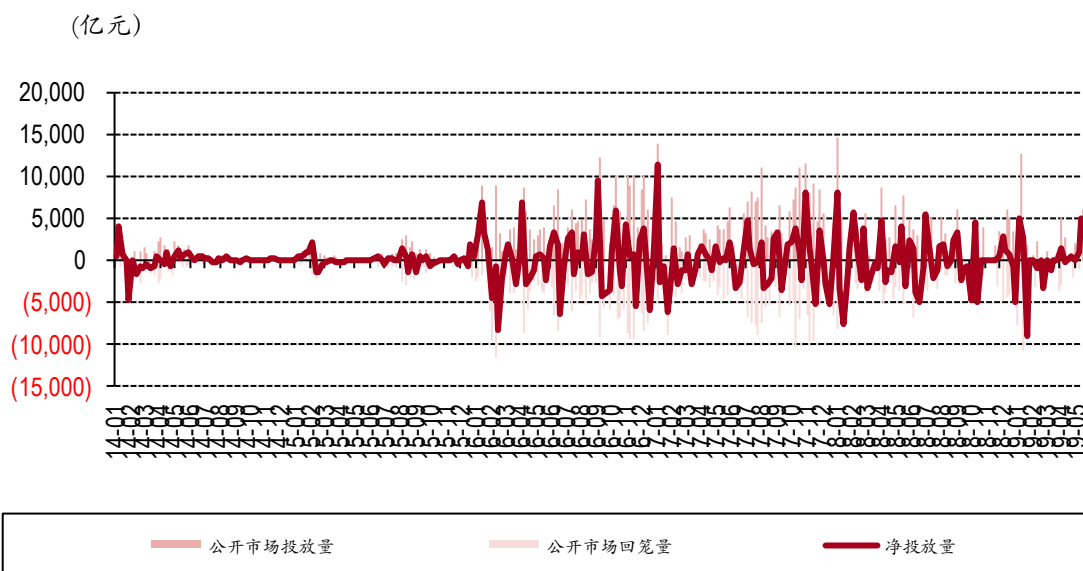
流动性展望：本周恢复均衡，六月资金面仍不乐观

上周公开市场有 1000 亿逆回购到期，央行进行 5300 亿逆回购投放，国库现金定存招标 800 亿；下周公开市场有 5300 亿逆回购到期和 4630 亿 MLF 到期。同业存单方面，上周发行 1491 亿，到期 2091.8 亿，净融资-600.5 亿，下周有 3261.6 亿存单到期。

上周资金面整体上先紧后松，但结构性紧张较为明显。受包商银行事件影响，同业存单实际发行与计划发行比例大幅下行，中小型城商行存单在一级市场遇冷明显。下周缴税压力缓解，但公开市场到期规模较高，预计逆回购余额将有所下降，重点关注 MLF 续作情况，预计资金面恢复至均衡。

对于六月份的资金面来说，重点关注的两个存在风险的时间点为月中缴税和月末跨季。月中时点的压力主要来自于流动性在供给端的收缩，6 月上半月在货币政策不发生重大改变的情况下，并无其他补充流动性的窗口，因此届时超储率水平将低于 5 月末，资金面预计均衡偏紧。而 6 月末跨季的压力主要来自于需求端，由于季末考核等因素市场机构的备付性需求将有所提升，在当前市场预期较为悲观的情况下，维持对 6 月末资金面谨慎的判断。

图表 6. 公开市场操作



资料来源：万得，中银国际证券

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_12234

