

# 包商事件：一石激起几层浪？

## ——金融供给侧改革系列之一

宏观深度

◆ **包商事件在资本市场激起一阵涟漪。**得益于央行和银保监会对资金的有效呵护以及对市场的充分引导，包商事件对流动性冲击有限，但引发的信用分层涟漪未了。低评级城商行、农商行存单发行偏弱，期限利差和信用利差扩大，并曾传导至非银融资。有序化解金融风险是金融供给侧改革的重要内容之一，那么，众多的城商行和农商行资产负债态势如何？包商事件激起几层涟漪？

◆ **包商事件提高了市场风险意识，并倒逼低评级的城商行、农商行收缩同业负债，并可能在必要时出售流动性较高的资产予以应对，但总体影响可控。**像包商这样风险较高的银行其实并不多，以公布数据的AA及以下城商行农商行为样本，其同业负债占总负债比重平均为18%，符合监管要求。2019年下半年AA及以下同业存单到期量为4219亿，高流动性资产/同业负债均值为0.79倍，而高流动性资产+较高流动性资产平均是同业负债1.8倍，说明必要时完全可以靠出售流动性资产偿还同业负债，应该不会引起系统性的资金链问题。

◆ **包商事件对债市的潜在影响可能通过出售高流动性资产、资产回购、非银融资收紧三个渠道体现，资产出售和避险情绪的正反作用意味着利率债可能出现波动而未必是单边行情，但要关注低评级信用债风险（包括城投和民企），今年9月和11-12月这类债券到期量较大。**低评级城商行农商行可能出售的流动性资产包括国债、政策性银行债，总体规模约1.6万亿，占利率债总规模的3.1%，6月份城商行、农商行持有利率债规模净减少1370亿；资产回购包括货币基金和委外资金，低评级城商行农商行委外赎回债券规模上限约7400亿左右；对非银融资的潜在影响主要表现为非银机构难以通过质押低等级债券进行再融资，也可能倒逼非银去杠杆。AA及以下信用债主要以城投和民企为主，建议关注下半年相关债券到期较多的月份。

◆ **对股市的潜在影响可能主要通过委外资金赎回、债券二级市场、信用收缩体现，但总体影响不大。**测算显示低评级城商行、农商行委外资金赎回量1500亿左右，规模较小；债券二级市场的影响来自以低评级债券作为质押物的难度加大，进而影响企业融资。从A股上市公司来看，目前AA及以下评级家数占比为10.7%，而市值占比仅为2.2%。综合来看，信用收缩的量应该有限，对股市影响较小。

◆ **低评级的城商行、农商行缩表或导致社融收缩，传导至实体经济，增加某些企业融资的难度，但总体影响较小。**初步估算显示，全年社融增速可能因此下滑0.1-0.3个百分点。从结构来看，部分低等级信用债和民企债券发行人在二级市场质押融资可能受到影响，从而影响一级市场融资。6月AA及以下信用债融资占比下滑，5、6月份民营企业债券发行量占比仅为2%-3%，为2018年以来的最低。**总体而言，包商事件激起一阵涟漪，短期可能主要对某些债券产生影响。中长期来看，提高了市场的风险意识，对于有序化解金融风险，促进金融体系和资本市场的健康发展意义深远。**

### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebsec.com](mailto:zhangwenlang@ebsec.com)

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)  
010-56513153  
[guoyb@ebsec.com](mailto:guoyb@ebsec.com)

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)  
010-56513039  
[huangwenjing@ebsec.com](mailto:huangwenjing@ebsec.com)

刘政宁(执业证书编号：S0930519060003)  
021-52523806  
[liuzn@ebsec.com](mailto:liuzn@ebsec.com)

## 1、激起一阵涟漪

5月24日，人民银行、银保监会宣布从2019年5月24日起依法联合接管包商银行，接管期限为一年，由建设银行作为托管行，与包商银行开展全面合作，帮助完善包商银行公司治理结构、风控体系，促进其正常经营和稳健发展。这是除1998年海南发展银行被央行关闭外，中国20多年来第一家被监管部门接管的商业银行。

为稳定市场情绪，央行和银保监会多次进行答记者问，以公开透明的方式告知市场接管包商银行的背景、目的和接管后的处置原则，并强调包商银行接管仅是个案，市场需要冷静客观看待。与此同时，央行向市场进行大规模的流动性投放，向市场传递维稳情绪。

在央行和银行监会的有效维护下，市场流动性受到短暂的冲击后回归常态，但市场风险偏好随之出现分化，评级偏低的城商行、农商行同业存单发行困难，或将倒逼部分城商行、农商行缩表，同时也出现了非银机构质押式回购融资困难的情况，这或将促使非银去杠杆。

包商银行资产负债率高于行业平均水平，债务密集到期，信用风险较高。实际上，像包商这样风险较高的城商行农商行并不多，但有序化解金融风险是金融供给侧改革的重要内容之一，包商事件激起一阵涟漪。那么，众多的城商行和农商行资产负债态势如何？未来还需要关注哪些影响呢？

## 2、资金批发市场容易传染

银行间市场传染性高，同业借贷扩张易引发风险，一个极端的情况是2008年次贷危机前美国贝尔斯登所引发的风险。贝尔斯登曾是一家具有80年历史的全球性金融服务公司，位居美国华尔街投资银行第五位。在破产之前，贝尔斯登一度有着极强的盈利能力。2003年，贝尔斯登超越高盛和摩根士丹利，成为全球盈利最丰厚的投资银行。2004-06年，其税后净利润由13.4亿美元增至20.5亿美元，年均增长23%，每股盈利由9.8美元增至14.2美元，年均增长201%<sup>1</sup>。

**贝尔斯登的高利润主要来自与抵押担保债券有关的衍生品交易业务。**

1990年代末，美国金融自由化提速，金融监管松懈，货币环境宽松，以房屋抵押贷款（MBS）为代表的金融衍生品业务大幅增加，各大金融机构争相通过表外融资进行衍生品交易，贝尔斯登也是其中一员。2006年，贝尔斯登的固定收益业务在营收中占比达到45.5%，其中又以销售、交易、发行MBS、ABS等衍生品业务为主（表1）。

<sup>1</sup>《企业现金流断流与华尔街投资银行危机》，陈志斌等人，2010年9月

表 1：贝尔斯登的业务板块（截至 2006 年末）

业务板块	业务种类	业务范围	营业收入(亿美元)	占百分比(%)
资本市场业务	权益投资业务	业务包括销售、交易与研究咨询。涉及的品种包括国内和国际股票、场外股票、股票衍生品、能源与大宗商品衍生品	19.6	21.30
	固定收益业务	销售、交易、发行固定收益产品，并提供研究报告服务。产品主要有抵押担保债券(MBS)、资产支持证券(ABS)、公司和政府债券、市政债券以及高收益产品，比如过桥贷款、汇率、利率衍生品和信用衍生品等	41.9	45.54
	投资银行业务	资本融资、并购业务、承销业务、咨询顾问、商业银行业务	11.7	12.72
全球结算业务		全球结算	10.8	11.74
财富管理业务		财富管理	8.0	8.70
合计			92.0	100.00

资料来源：《企业现金流断流与华尔街投资银行危机》，陈志斌等人

2005-2006年，受美国房地产市场火爆鼓舞，贝尔斯登的次贷支持的CDO发售规模大涨50%，自营投资规模的涨幅高达67%。为支持这些业务，贝尔斯登通过证券回购、优先债、次级债等方式筹集了大量资金，这也导致其负债规模大幅上升，财务杠杆率高达28倍，显著高于当时美国投行20倍杠杆率的平均水平。

**房价下跌引爆房屋抵押证券市场，贝尔斯登陷入流动性危机。**2007年美国房价开始下跌，家庭房贷违约率上升，与次级贷款相关的金融衍生品需求大幅下降。2007年8月，贝尔斯登旗下的两支投资次级抵押贷款的基金宣布倒闭，随后公司首席运营官辞职，引发市场关切。11月，贝尔斯登宣布公司四季度亏损额度高达620亿美元，同时裁员4%，随后公司首席执行官辞职。到了2008年3月，贝尔斯登已无法正常运转，3月14日，美联储决定通过摩根大通向贝尔斯登提供应急资金300亿美元，以缓解该公司的流动性短缺危机。3月17日，摩根大通证实，将以总价约2.36亿美元（每股2美元）收购贝尔斯登，随后每股收购价格提高至10美元（表2）。

表 2：与贝尔斯登相关的大事件

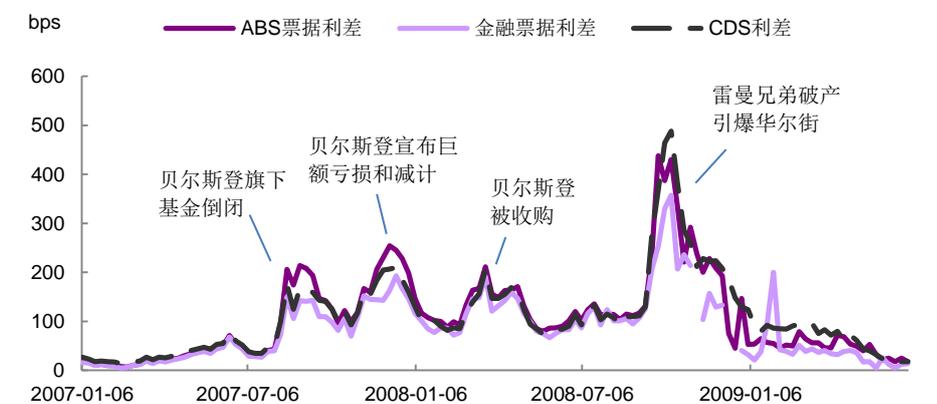
日期	事件
2007年3月1日	贝尔斯登报告结构信用基金首次出现亏损。
2007年6月14日	贝尔斯登发布季报，称受抵押贷款市场疲软影响，公司季度盈利比上年同期下跌10%。
2007年6月18日	美林证券计划出售贝尔斯登对冲基金的抵押品。
2007年6月22日	贝尔斯登计划为结构信用基金提供32亿美元的紧急贷款。
2007年7月17日	贝尔斯登告诉客户，杠杆增强基金的资产基本上没有价值。
2007年8月1日	贝尔斯登宣布旗下两只投资次级抵押贷款证券化产品的基金倒闭。
2007年8月5日	贝尔斯登公司联席总裁兼联席首席运营官沃伦·斯佩克特宣布辞职，艾伦·施瓦茨成为公司唯一总裁。
2007年9月20日	贝尔斯登宣布季度盈利大跌68%。
2007年9月26日	有传言称巴菲特可能会购买贝尔斯登20%的股份。
2007年10月22日	贝尔斯登宣布与中信达成交易。
2007年11月1日	华尔街日报指责首席执行官凯恩吸食大麻。
2007年11月14日	首席财务官莫利纳罗表示，贝尔斯登第四季度亏损并将减记620亿美元。
2007年11月28日	贝尔斯登裁员4%。
2007年12月20日	贝尔斯登宣布对19亿美元的资产减记，凯恩宣布放弃2007年的红利。
2008年1月7日	贝尔斯登公司首席执行官凯恩迫于压力宣布离职，施瓦茨接任该职。
2008年1月22日	美联储降息75个基点。
2008年2月14日	瑞士银行减记200亿美元的ALT-A级抵押贷款债券。
2008年3月3日	凯雷资本未能满足贝尔斯登追加保证金要求。

2008年3月10日	有关贝尔斯登流动性问题的谣言开始浮出水面。
2008年3月11日	高盛通过电子邮件向客户表示不会与贝尔斯登进行衍生品交易。
2008年3月14日	美联储决定通过摩根大通向贝尔斯登提供应急资金300亿美元，以缓解该公司的流动性短缺危机。
2008年3月17日	摩根大通证实，将以总价约2.36亿美元（每股2美元）收购贝尔斯登。
2008年3月24日	摩根大通将贝尔斯登的出价提高至每股10美元。

资料来源：光大证券研究所整理

在贝尔斯登不断传出负面消息的同时，资本市场也受到波及。首先受到影响的是资产抵押证券（ABS）和金融机构票据市场，这些票据主要是为资产抵押类衍生品交易和销售做融资的工具，且主要在金融同业之间发行，因此最先受到波及（图1）。比如在2007年7月、12月、2008年3月，都出现了票据利差急速走阔的情形。相比之下，实体经济受到的影响并没有很快反应出来，2007年底，非金融机构票据、AA级企业债、高收益债市场仍然较为稳定（图2）。但是到了2008年，负面影响开始加剧，尤其是9月雷曼兄弟的破产，导致企业债利差飙升，整个华尔街陷入恐慌。

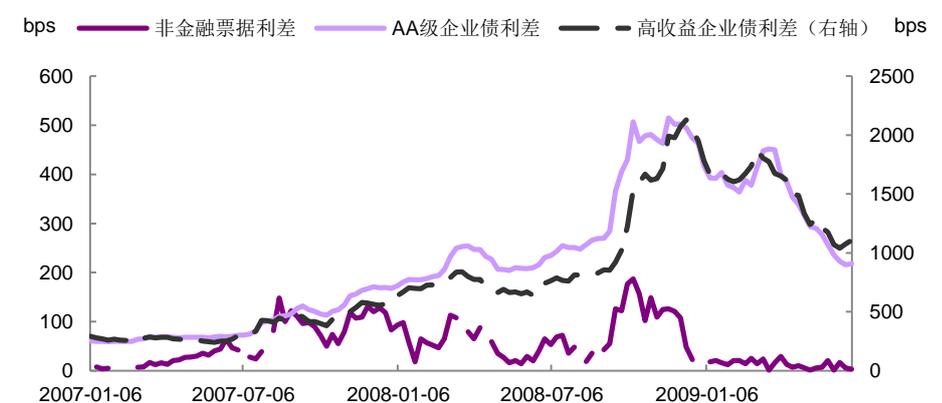
图1：贝尔斯登事件前后票据和CDS市场表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：时间为2007年1月至2009年6月

图2：贝尔斯登事件前后企业债市场表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

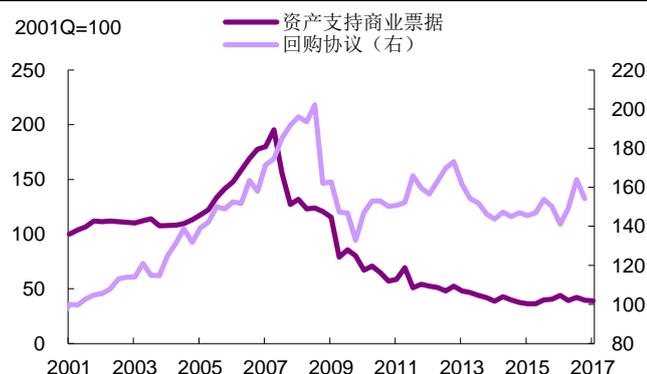
注：时间为2007年1月至2009年6月

从风险传播来看，呈现出从个体机构、到金融同业市场、再到企业债券市场的路径，而较高比例的同业批发融资加剧了风险的传染性。美国次贷危机前，不仅金融机构杠杆率高，而且同业之间交叉度高，批发金融市场空前繁荣，导致金融风险的传播更快（图3）。这是因为批发融资本身期限短、不受担保、缺乏监管，一旦资产价格下跌，容易发生赎回挤兑，推高融资成本，引发资产价格下跌，形成正反馈。

有研究表明，美国批发融资与存款的比重越高，货币市场利率的波动会越大，而且呈非线性态势（图4）。IMF对54家银行2001-09年的数据研究还显示，一家银行批发融资对总资产比例每上升1个百分点，银行对系统性风险（对其他银行的溢出风险）的边际贡献将上升0.4个百分点。

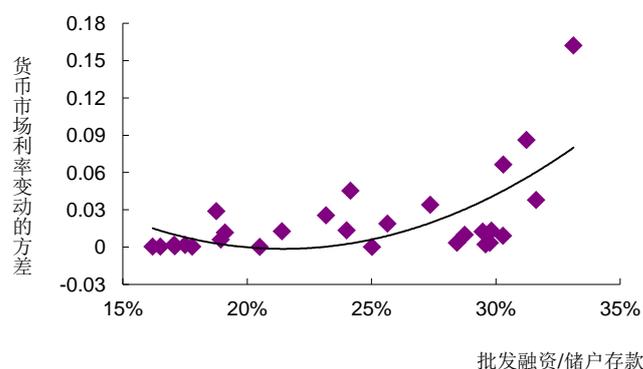
从风险处置来看，美联储除了采取货币宽松外，还积极引导对贝尔斯登的债务重组。事实上，美联储对贝尔斯登危机的应对总体是妥当的。从2007年9月到2008年3月，美联储前后共降息6次，总计300 bps，这在一定程度上缓解了市场的流动性风险。与此同时，美联储积极撮合华尔街其他的金融机构对贝尔斯登进行救助，并最终由摩根大通成功对其进行收购。在收购之后，资产抵押证券和金融票据的利差有所收窄，金融市场的确恢复了一段时间的稳定。不过，在此后对雷曼兄弟的处置时，美联储没能复制贝尔斯登的成功经验，雷曼兄弟最终破产。

图3：2008年之前美国批发融资快速发展



资料来源：Wind，光大证券研究所

图4：美国批发融资规模与货币市场利率波动性

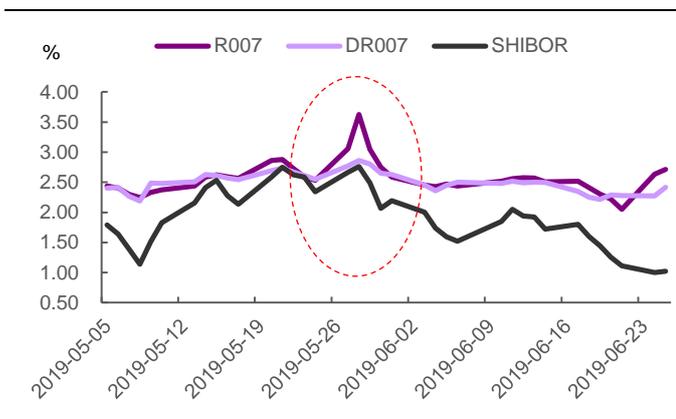


资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3、包商事件以来的市场演变

包商银行事件发生后，市场受到了一定的流动性冲击（图5），当然远没有美国80年代末和2008年那么严重（图6）。从包商银行被接管后的第一周来看，SHIBOR、R007和DR007均有所上行。为稳定市场担忧，政策部门从两个方面对市场进行预期引导。

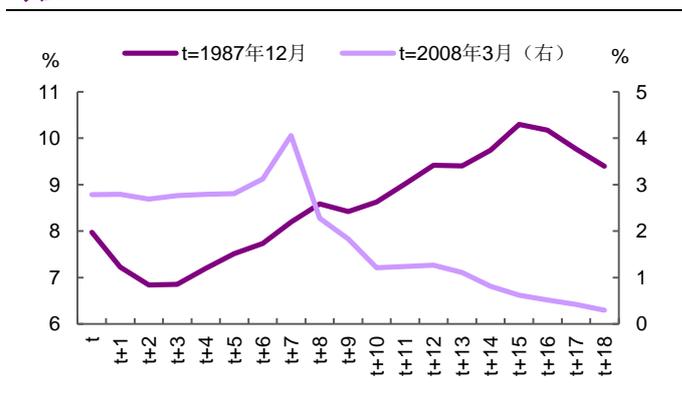
图 5：包商银行接管前后市场利率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：时间为 2019 年 5 月至 2019 年 6 月底

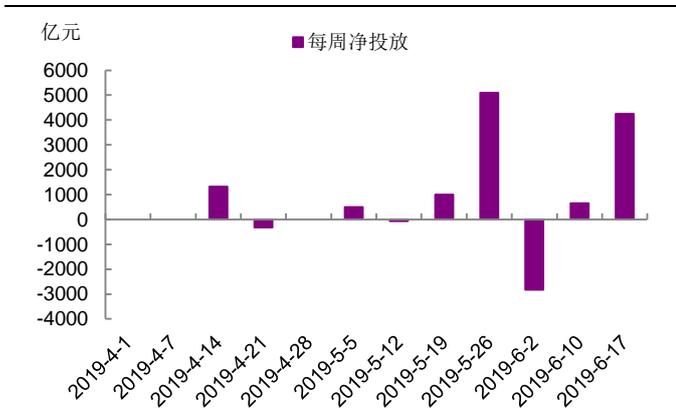
图 6：美国储贷危机和次贷危机时期 3 个月 LIBOR 月平均值



Wind，光大证券研究所

央行和银保监会分别在 5 月 25 日、6 月 2 日、6 月 16 日通过答记者问的形式告知市场“包商银行接管只是个例，央行会通过多种方式稳定市场流动性”以此达到稳定市场情绪的目的。央行在实际操作过程中，通过 OMO、MLF，国库定存，定向降准等形式向市场投放流动性，缓解流动性冲击，5 月 27 日至今 6 月底向市场净投放资金 7000 亿以上（图 7），保证了市场整体流动性的充裕。

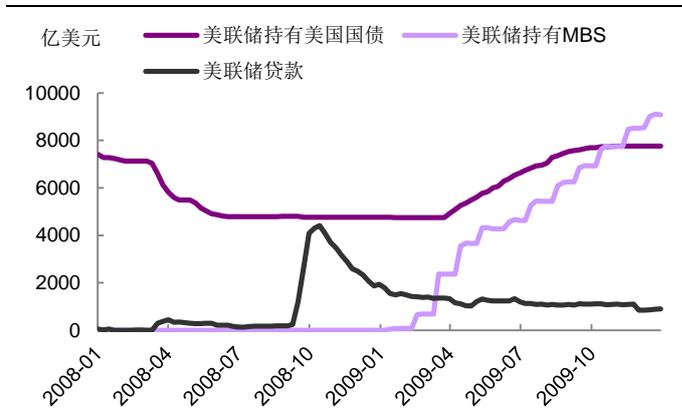
图 7：大规模投放流动性



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：时间为 2019 年 4 月至 2019 年 6 月底

图 8：2008 年金融危机期间美联储市场投放流动性



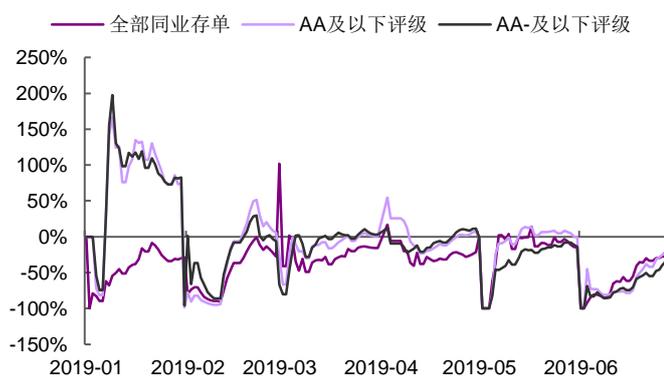
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：时间为 2008 年 1 月至 2019 年 12 月底

总体来看，由于央行对市场流动性补充及时，货币市场利率仅上升一周后就回落，流动性受到的冲击有限，但需要注意，受市场风险偏好影响，银行间市场利率和非银金融企业融资利率出现的较大差异。与美国 80 年代的末和 2008 年相比，包商事件带来的流动性冲击要小很多，彼时美国货币市场利率分别上行 1 年左右和 1.5 个月时间（图 6）。美联储在 2008 年采取了流动性支持的方式缓解危机，危机期间美联储充当最后贷款人，对危机机构提供贷款，然后通过购买国债和 MBS 的形式向市场它规模投放流动性（图 8）。

在央行的呵护下，流动性冲击较小，但包商事件引发了市场对低级别的城商行或农商行的风险偏好下降，进而导致其同业存单的发行困难。从6月份同业存单的发行来看，同业存单总量在月初发行出现明显下滑后，已经有所缓解，但整体来看仍是负增长态势，AA-以下级别同业存单发行难度尤其大（图9），但6月17日定向降准后市场情绪有所缓解，同业存单发行量有所提升。6月净融资量仍然为负，部分银行在缩表（图10），截至2019年5月27日同业存单存量为10.2万亿，截至7月15日存量约为10.1万亿，呈现下滑态势。

图9：截至2019年6月底不同级别同业存单发行单月累计同比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

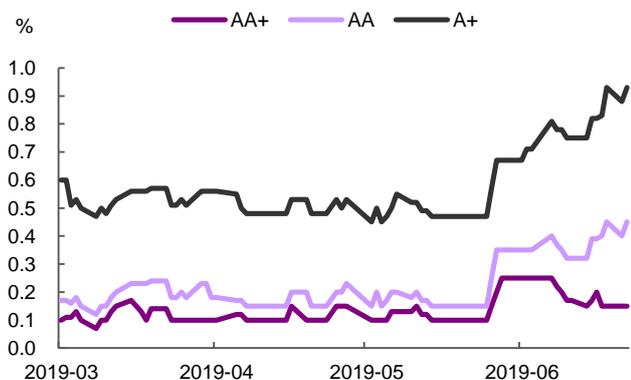
图10：截至2019年6月底同业存单单月净融资规模



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

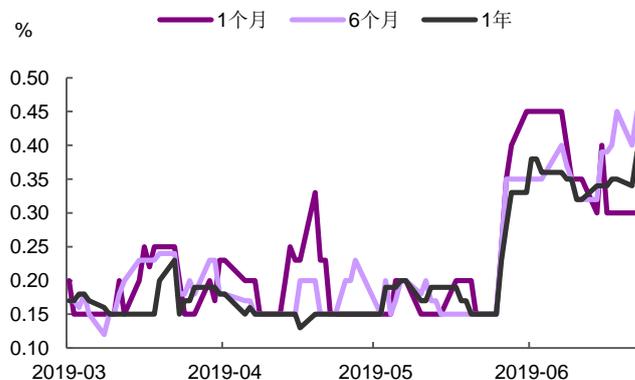
另外，评级较低的城商行、农商行存单发行的风险溢价和期限溢价均提升，从同业存单的信用风险溢价，即6个月的AA+、AA和A+同业存单信用利差来看，AA+信用利差的经过短暂的流动性冲击后，目前已经回到5月24日以前的水平，但AA和A+同业存单的信用利差明显上升（图11）；从不同期限同业存单的信用风险溢价来看，AA级1个月的同业存单的信用利差有所下行，但6个月和1年期同业存单信用利差还在上行（图12）。

图11：截至2019年6月底6个月不同等级的同业存单到期收益率与AAA同业存单到期收益率利差



资料来源：Wind，光大证券研究所

图12：截至2019年6月底AA级不同期限同业存单到期收益率与AAA级同业存单相同期限到期收益率信用利差



资料来源：Wind，光大证券研究所

另外，由于信用分层，流动性从银行向非银的传导不畅，主要淤积在银行，导致非银融资仍难。受数据所限，我们只能观察到银行间市场同业拆借数据，看到6月份银行间同业拆借笔数和金额出现萎缩（图13和14），这主要是由于非银融资受到影响所致。

图 13: 截至 2019 年 6 月银行间同业拆借的笔数大幅放缓



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 14: 截至 2019 年 6 月银行间同业拆借金额下降



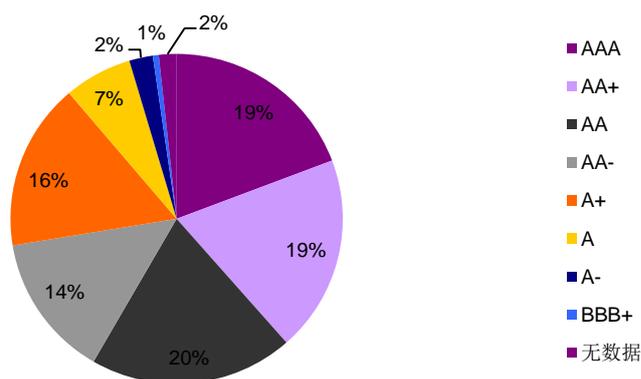
资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 4、还有几多涟漪？

从目前的市场表现来看，评级较低的城商行和农商行存在一定的被动缩表，对债券市场、股票市场、实体经济有何影响呢？我们基于发行同业存单的城商行、农商行的数据进行分析。

### 4.1、城商行、农商行可能多大程度上缩表？

图 15: 截至 2019 年 6 月底各级别银行占比

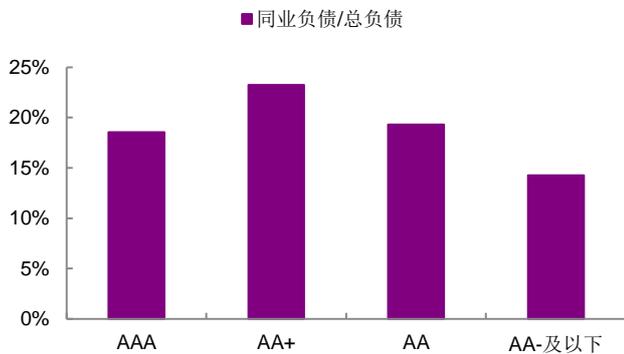


资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

通过梳理，当前市场上通过发行同业存单筹集资金的银行共 348 家银行，目前 AAA 评级占比 19%（67 家，截至 2018 年底披露数据的有 63 家）、AA+ 评级占比 19%（67 家，截至 2018 年底披露数据的有 64 家），AA 评级占比 20%（69 家，截至 2018 年底披露数据的有 49 家），AA- 级及以下评级占比为 42%（145 家，截至 2018 年底披露数据的有 49 家）（图 15），

评级在 AA 级以下的以农商行、城商行、农信社为主。我们利用上述披露数据的银行进行测算银行的缩表对债市、股市和实体经济的影响。

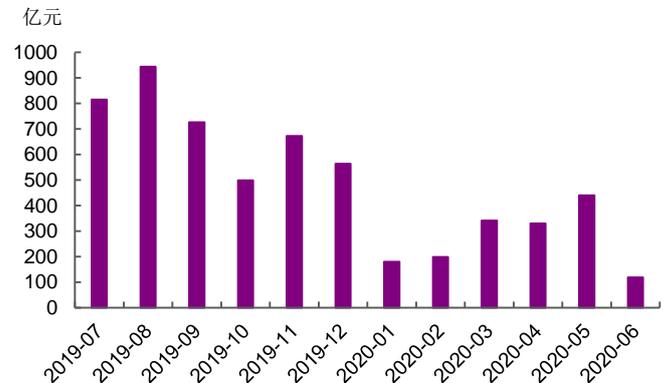
图 16: 截至 2018 年底不同等级银行同业负债占比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 同业负债=同业和其他金融机构存放款项 (2018 年底数据)+拆入资金 (2018 年底数据)+卖出回购金融资产款 (2018 年底数据)+同业存单 (2019 年 6 月底数据), 同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产以 2018 年财报数据为准, 为更接近 2019 年 6 月底数据, 同业存单使用 2019 年 6 月底数据

图 17: AA 及以下同业存单到期量



资料来源: Wind, 光大证券研究所

注: 根据 2019 年 6 月底数据推算

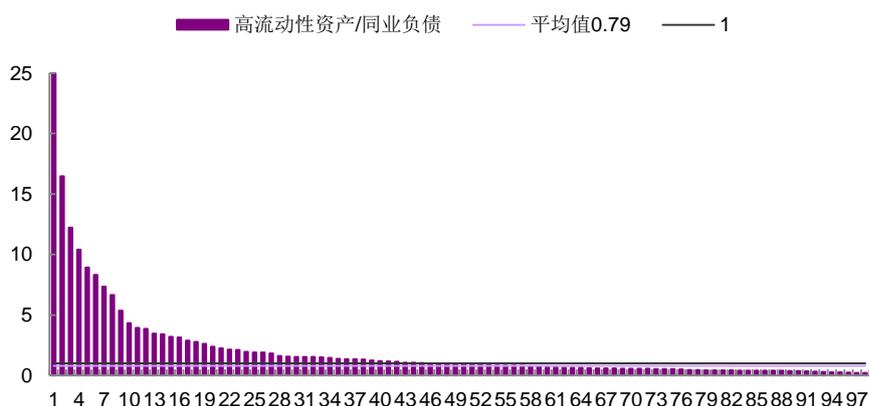
AA 级以下部分城商行、农商行负债结构中有一定规模的同业负债 (图 16), 如目前 AA 评级的城商行和农商行同业负债占总负债比重为 19%, AA- 及以下这一比值为 14% (图 16)。由于市场风险偏好的分化, 目前 AA 及 AA 以下同业存单的滚动发行受到一定的影响, 评级较低的城商行和农商行被动缩表, 2019 年 7-12 月到期的同业存单量为 4219 亿元, 其中集中到期的月份包括 7 月、8 月、9 月和 11 月份 (图 17), 2019 年 7 月-2020 年 6 月到期的量为 5828 亿元。

城商行、农商行目前的负债除标准化存款外, 主要包括同业存单、线下同业存放 (看约定的利率和回购时间)、线上拆借 (信用拆借)、协议存款 (非银自营资金存款、或非银开展资管计划然后进行的存款, 对于同业融资来讲利率较高)、质押式回购等方式。在对评级较低的城商行、农商行的信用风险偏好逐步下降的情况下, 各种融资方式均受到不同程度影响。按照农商行、城商行流动性备付的逻辑, 其偿还到期债务的存在一定的先后顺序, 处置到期资产的过程如下:

首先, 评级偏低的城商行、农商行在缩减同业负债过程中, 第一阶段可动用现金 (现金主要包括: 库存现金、存入中央银行法定存款准备金、超额存款准备金以及其他形式的现金资产) 和以公允价值计量且其变动计入当期损益/其他综合收益的金融资产 (主要包括以持有的以公允价值计量的国债、地方政府债券、政策性银行债、金融机构债券和企业债券)。

发行同业存单的 AA 级及以下评级的城商行和农商行共计 214 家, 其中有数据的为 98 家, 从目前 98 家的数据来看, 高流动性资产 (现金+以公允价值计量且其变动计入当期损益或其他综合收益的金融资产)/同业负债的均值为 0.79 倍, 但各家银行的差异较大, 最高的为 25 倍, 最低为 0.22 倍。高于 1 倍的有 46 家, 占样本量的 47% (图 18)。

图 18: AA 及以下城商行农商行高流动性资产/同业负债

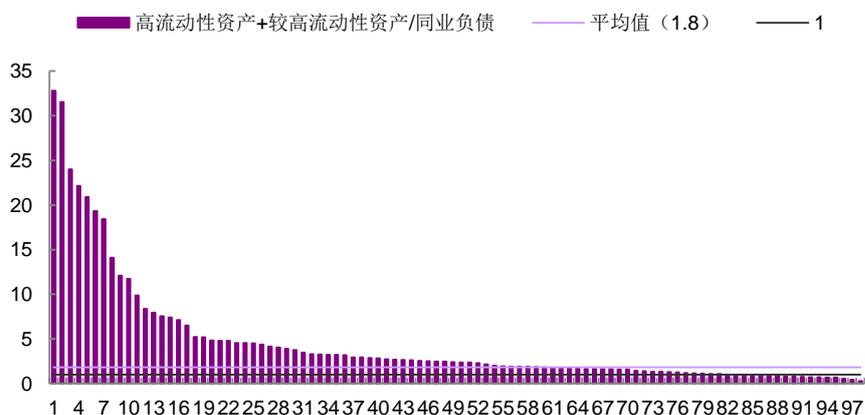


资料来源: Wind, 光大证券研究所估算

其次, 评级偏低的城商行和农商行在缩减同业负债过程中, 第二阶段可动用的流行资产除高流动性资产外, 还包括一些较高流动性资产, 主要包括存放同业和其他金融款项、拆出资金、以摊余成本计量的金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、可供出售金融资产等。

从 98 家样本数据来看, (高流动性资产+较高流动性资产)/同业负债的均值为 1.8 倍, 总体上可以通过出售流动性资产来偿还同业负债, 但各家银行差异较大, 最大的为 32 倍, 最小的为 0.28 倍。高于 1 倍的有 82 家, 占总样本的 84% (图 19)。

图 19: AA 及以下城商行农商行 (高流动性资产+较高流动性资产)/同业负债



资料来源: Wind, 光大证券研究所估算

银行财务报表数据显示, 高流动性资产和较高流动性资产主要投资方向为货币基金 (货币基金主要投向国债、政策性银行债、地方政府债、AAA 级信用债)、国债、政策性银行债、地方政府债和企业债, 银行和非银行金融机构同业拆出资金, 衍生金融资产等 (表 3)。

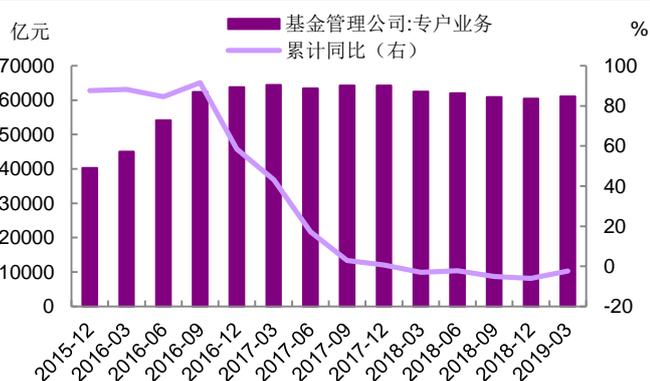
表 3：银行高流动性资产和较高流动性资产所包含资产项目

指标		解释
高流动性资产	现金及存放中央银行款项	主要包括：库存现金、存放中央银行法定准备金、存放中央银行超额存款准备金、存放中央银行的其他款项
	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	交易性金融资产及其他以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，主要包括国内及港澳台政府债券、公共实体及准政府债券、政策性银行债券、金融机构债券、公司债券；权益工具、货币基金及其他。
	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	主要包括：国内及港澳台政府债券、公共实体及准政府债券、政策性银行债券、金融机构债券、公司债券；权益工具、其他债务工具。
较高流动性资产	存放同业和其他金融机构款项	主要包括：存放中国内地银行、非银行金融机构和存放香港澳门台湾及其他国家和地区银行、非银行金融机构
	拆出资金	主要包括：拆放中国内地银行、非银行金融机构和存放香港澳门台湾及其他国家和地区银行、非银行金融机构
	以摊余成本计量的金融资产	主要包括：国内及港澳台政府债券、公共实体及准政府债券、政策性银行债券、金融机构债券、公司债券；信托投资、资产管理计划及其他。
	衍生金融资产	主要包括：货币衍生工具、利率衍生工具、权益衍生工具
	买入返售金融资产	主要为债券，包括政府债券、政策性银行债券、金融机构债券、公司债券
	可供出售金融资产	主要包括：国内及港澳台政府债券、公共实体及准政府债券、政策性银行债券、金融机构债券、公司债券。旧准则科目，新准则下部分转入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产等。

资料来源：Wind，光大证券研究所

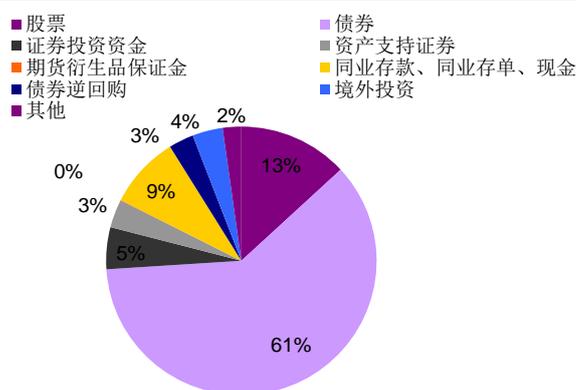
另外，评级较低的城商行、农商行的表外资金或将也可能出现收缩，其收缩的原因主要是委外资金的赎回，委外资金主要对应基金公司专户业务，截至 2019 年 3 月底，基金公司专户规模为 6.1 万亿（图 20），其主要投向为债券（61%）、股票（13%）、同业存款、同业存单和现金（9%）（图 21）。

图 20：截至 2019 年 3 月底基金公司专户规模



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 21：截至 2017 年底，基金专户投资概况



资料来源：Wind，光大证券研究所

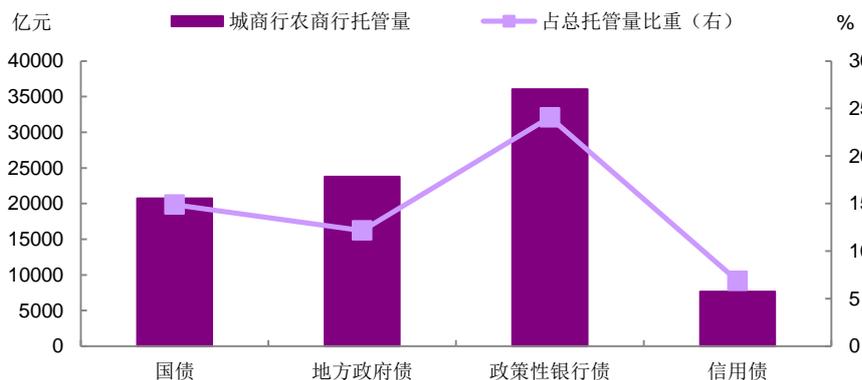
## 4.2、债市或余波未了

债市可能从三个方面受到影响。

**路径一：低评级城商行农商行缩表——出售高流动性资产——影响债市**

低评级的城商行、农商行本身缩表过程中，为弥补同业负债的下滑，最先可能通过出售或回购流动性较高的资产，其中高流动性资产主要是利率债、地方政府债、政策性银行债等，这会对利率债市场造成带来压力。

图 22：截至 2019 年 5 月底城商行、农商行债券托管量



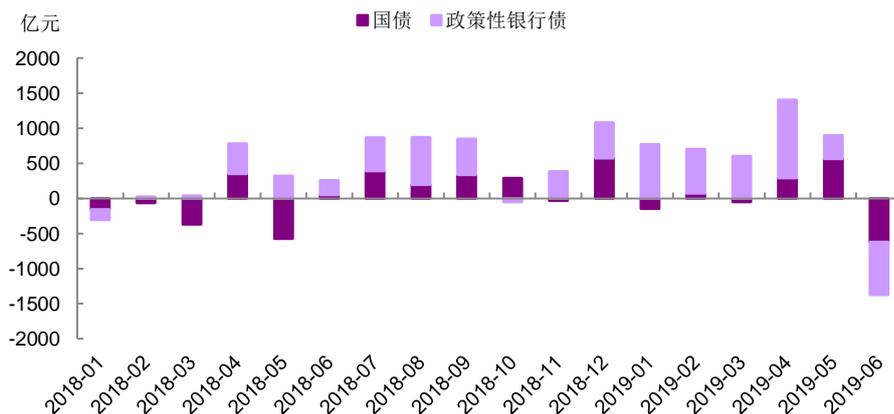
资料来源：Wind，光大证券研究所

注：计算的持有者包括农商行、城商行、农村合作社、村镇银行。

截至 2019 年 5 月底，城商行、农商行、农村合作社、村镇银行持有的国债、地方政府债、政策性银行债和信用债分别为 2.1 万亿、2.4 万亿、3.6 万亿和 0.8 万亿（图 22），根据我们测算 AA 及以下银行持有的比例不超过 20%<sup>2</sup>，预计持有国债、地方政府债、政策性银行债和信用债的规模可能分别不高于 4000 亿、4700 亿、7200 亿和 1500 亿，如果对高流动性的债券全部出售，总规模可能为 1.6 万亿（图 23）。

从城商行、农商行持有的国债、政策性银行债来看，截至 5 月底，城商行和农商行持有的国债和政策性银行债分别为 2.07 万亿和 3.59 万亿，而到 6 月底分别为 2.01 万亿和 3.51 万亿，净减少量分别为 621 亿和 752 亿，是 2018 年以来较为明显的减少（图 23）。

图 23：城商行、农商行托管国债、政策性银行债净增加量



资料来源：Wind，光大证券研究所

<sup>2</sup>截至 2017 年底，城商行、农商行总资产为 627775 亿元，其中 AA+ 及 AAA 评级总资产为 354887 亿元，占 57%；AA 及以下评级总资产为 272888 亿元，占 43%，其中部分银行没有发同业存单，没有评级。AA 及以下评级的银行主要为城市商业银行、农村商业银行和农村信用社。AA 及以下的城商行、农商行和农信社中有财报数据的银行总资产为 72736 亿，占有城商行、农商行和农信社的总资产的 12%，而部分发行同业存单而没有公布财报数据，我们估计 AA 及以下的发行同业存单的银行总资产占比在 20% 左右。

## 路径二：低评级城商行农商行缩表——回购资产——影响债市

低评级城商行农商行在缩表过程中可能会回购部分资产，进而会影响债券市场。对于资产的回购，影响较大的是两个方面：

第一、低评级的城商行、农商行回购高流动性的货币基金，按照《货币市场基金管理条例暂行规定》货币基金资产主要投资于短期货币工具（一般期限在一年以内，平均期限 120 天），如国债、央行票据、商业票据、银行定期存单、政府短期债券、企业债券（信用等级较高）、同业存款等短期有价证券。这或将会影响利率债市场。

根据 Wind 数据显示，截至 2019 年 6 月底，货币市场基金净值为 7.7 万亿，比 5 月底下降了 5773 亿，同比下滑 8.6%，是 2017 年 6 月份（2017 年 3 月份后监管从严导致去杠杆，委外赎回、货币基金赎回）以来的首次下滑，表明目前低等级的城商行、农商行在缩表过程中在逐步赎回货币基金，这对利率债或造成影响（图 24）。

第二、低评级的城商行、农商行会对部分委外资金进行赎回，而委外资金中部分投向了债券市场。根据 Wind 公开数据显示，截至 2019 年 3 月底，基金公司专户规模为 6.1 万亿，按照 2017 年 61%投向债券来看，基金专户投向债券规模在 3.7 万亿左右，假设 AA 及以下城商行、农商行委外规模在 20%左右，可能赎回债券规模上限为 7400 亿左右。

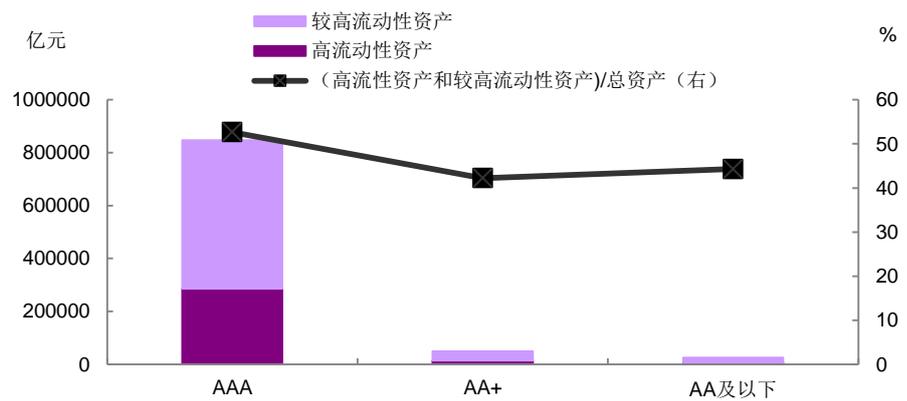
图 24：截至 2019 年 6 月底货币市场基金资产净值



资料来源：Wind，光大证券研究所

从样本数据来看，大部分评级较低的城商行和农商行通过动用高流动性资产和较高流动性资产即可偿还同业负债，但也有少部分银行或将动用贷款等资产。从有数据样本来看，AA 级及以下城商行、农商行高流动性资产规模为 7500 亿，较高流动性资产为 17000 亿，两者共计 24500 亿（图 25），占市场债券余额的 2.7%，占利率债余额的 4.8%，总体规模占比较小。

图 25：截至 2018 年底样本银行高流动性资产和较高流动性资产概况



资料来源：Wind，光大证券研究所计算

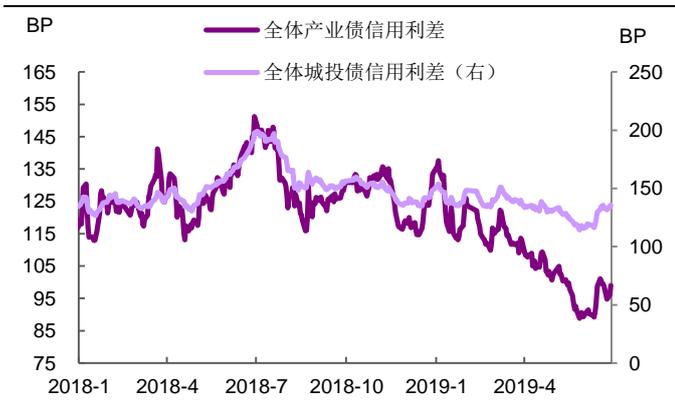
路径三：低评级城商行农商行缩表——影响非银融资——影响债市

相对前两种对债券的影响渠道，第三条是间接影响渠道。

包商事件后，尽管央行向市场投放大量流动性呵护市场，但市场风险偏好下降，造成信用分层，银行提升非银质押券的资质，部分非银融资受到影响，流动性分层，银行与非银冰火两重天。流动性从银行向非银的传导不畅，主要淤积在银行，导致非银融资不畅。

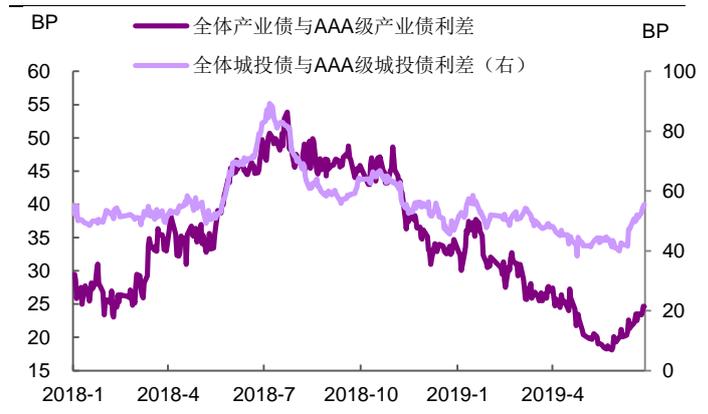
银行风控加强，对质押债券和交易对手的要求更严，目前不少机构只接受利率债、AAA 存单、AA+ 及以上国企信用债的质押，因此市场偏好低风险资产时，不仅信用债相对于利率债的利差上行（图 26），信用债内部高低等级间的利差也上行（图 27）。而且部分机构不接受有负面新闻的非银机构的债券质押。而前期利率下行较快期，一些非银机构择券资质下沉较快，目前质押回购融资面临质押物资质不够的问题，再融资困难。

图 26：截至 2019 年 6 月底信用债与利率债分层



资料来源：Wind

图 27：截至 2019 年 6 月底信用债内部分层严重



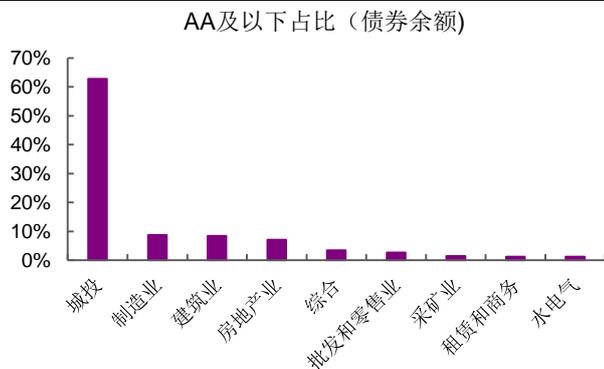
资料来源：Wind

在市场对低评级债券的信用风险偏好下降的过程中，结构化产品受到的影响可能最大。部分结构化发行的债券同样存在于低评级债券中，如果低评

级债券被出售，导致发行主体的质押资产减值，将增大其他低评级债券的发行难度。

**城投债受到的影响或可能相对较大。**我们发现，AA 及以下无论是债券余额还是公司数，都主要在城投（债券余额占比高达 63%），其次是制造业、建筑业和房地产业企业（图 28-29）。

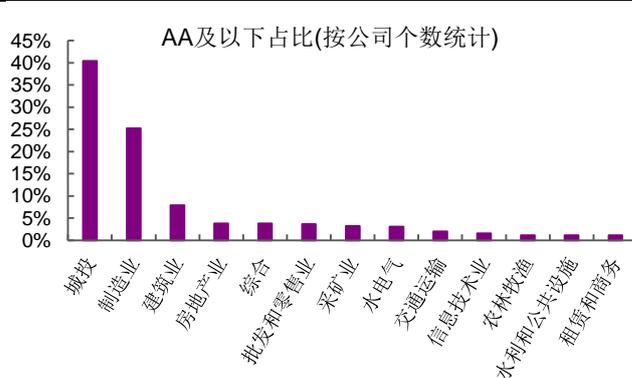
图 28：各行业低评级债券占比（债券余额）



资料来源：Wind

注：以 2019 年 6 月底数据测算

图 29：各行业低评级债券占比（公司数量）

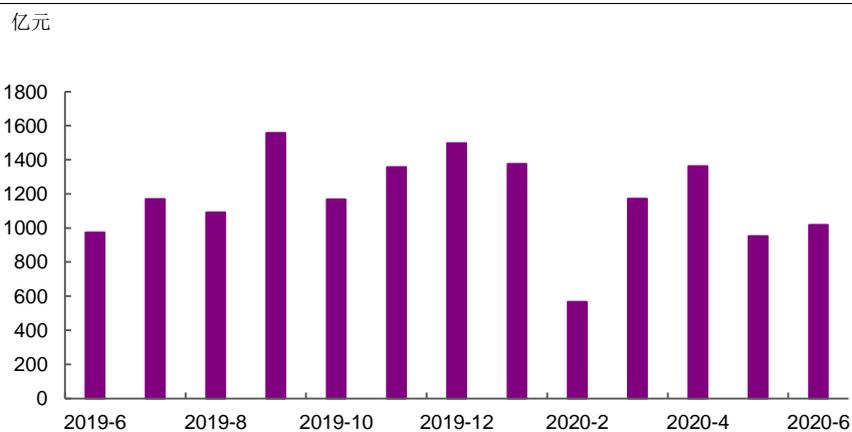


资料来源：Wind

注：以 2019 年 6 月底数据测算

从到期情况看，AA 及以下信用债的到期高峰在 9 月和 11-12 月，到期债券再融资可能有压力（图 30）。

图 30：AA 及以下信用债到期偿还量



资料来源：Wind

注：根据 2019 年 6 月底时间点推算

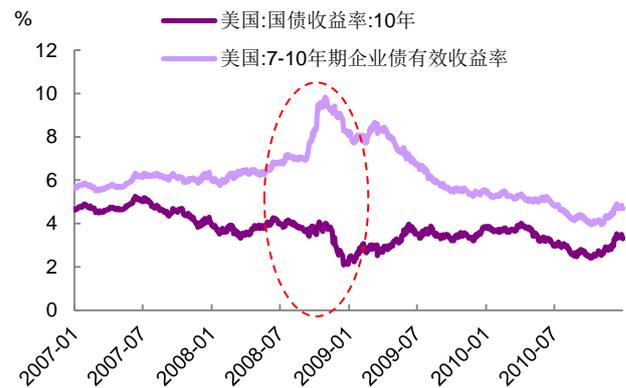
综合上面的分析，对利率债而言，会受两方面的影响，一方面来源于缩表的城商行、农商行通过抛售高流动性资产和回购货币基金对利率债形成一定冲击，但同时市场风险偏好下降对低资质信用债青睐下降，或转投利率债，这对利率债的形成一定利好。在多空对决下，利率债上行和下行均可能表现出一定的纠结性（图 31），市场的走势曾说明了这一点，未来市场的走势取决于上述两因素哪方面的因素占优。如果市场风险偏好在继续下降，会出现较强的避险情绪，有利于利率债。但对于信用债而言或较不利，尤其是低等级信用债或受到一定影响，一个极端的情况是当年美国的市场（图 32）。

图 31：近期利率债市场走势相对纠结



资料来源：Wind

图 32：2008 年美国信用债和利率债表现



资料来源：Wind

### 4.3、对股市影响或有限

低评级且同业负债较高的中小城商和农商行缩表对股市影响存在三条路径。

#### 路径一：城农商行缩表——委外资金——股市

同业负债占比较高的低评级银行缩表，将引发委外资金的赎回，部分委外资金主要是针对非银投资机构的专户，部分资金主要投向股票市场，委外资金赎回将影响股市（图 33）。

图 33：中小银行缩表对股市的传导途径之一



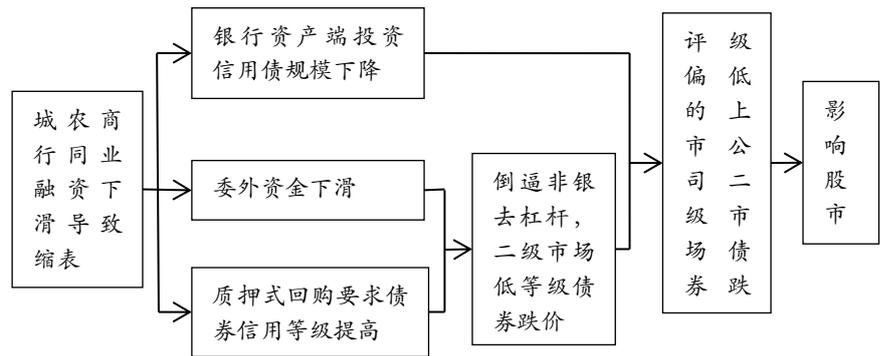
资料来源：光大证券研究所绘制

截至 2019 年 3 月底，基金公司专户规模为 6.1 万亿，按照 2017 年底投向股票的规模占比 13%，那么投向股票的规模约为 7930 亿，但这是总体的银行委外资金，而低评级的城商行、商行占比较小，以 20% 计算，总体规模在 1500 亿左右，总体影响有限。

#### 路径二：城商行农商行缩表——债市二级市场——影响股市

对股市影响的第二条路径是城农商行缩表影响债券二级市场，进而影响股市。这主要体现在三个方面（图 34）：

图 34：中小银行缩表对股市的传导途径



资料来源：光大证券研究所绘制

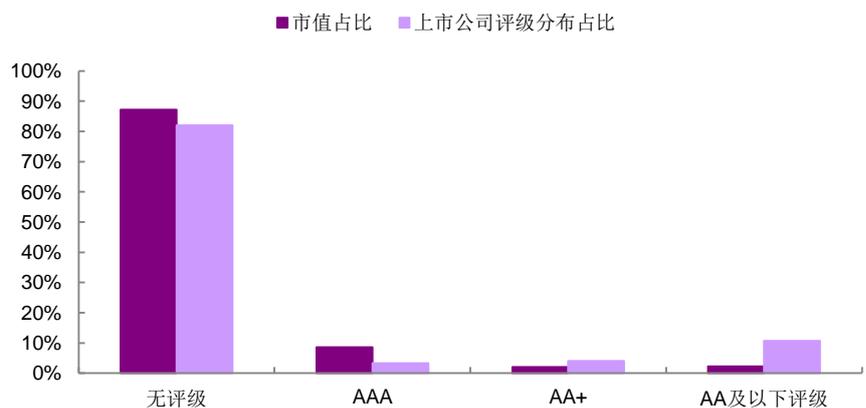
第一，低等级且同业负债占比较高的城农商行同业融资下滑导致缩表，负债端缩表导致资产端对信用债的投资下降，尤其是对低等级的信用债投资下降。

第二，城农商行缩表导致委外资金赎回，部分委外资金投向于债券，委外资金赎回对债券市场造成一定影响。

第三，城农商行缩表导致其与非银通过质押式回购的融资链条受阻，尤其是对低评级的债券质押式回购影响较大，进而倒逼非银被动去杠杆，影响债券二级市场。

从 A 股上市公司来看，目前 AA 及 AA 以下评级家数占比为 10.7%，而市值占比仅为 2.2%（图 35），总体来看第二条路径对股市的影响有限。

图 35：截至 2019 年 6 月 26 日 A 股上市公司评级家数占比和市值占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：无评级企业是没有发过债的企业。

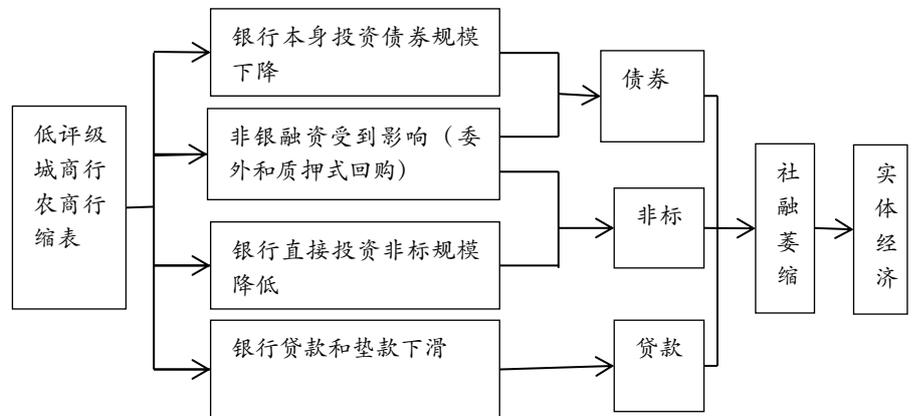
### 路径三：城农商行缩表——信用收缩——股市

对股市影响的第三条路径是由于低评级的城商行和农商行缩表，导致债券、非标、信贷收缩，进而影响到社融增长，进而影响市场预期，间接影响股市。根据我们的估算，低评级的城商行和农商行缩表会造成全年社融下滑 0.1-0.3 个百分点（见下文），总体影响较小。

#### 4.4、对实体经济影响：总量影响有限

低评级城商行、农商行缩表，导致债券、非标、贷款收缩，影响实体经济（图 36）：

图 36：低评级城商行和农商行缩表对实体经济的影响



资料来源：光大证券研究所作图

**第一、对社融中债券的影响有两条渠道**，一方面低评级农商和城商行缩表，导致其对债券的直接投资规模下降；另一方面，由于非银机构持有债券信用等级差异（目前只有利率债、地方政府债券、AAA 存单、AAA 信用债可以质押），这会导致非银机构从银行的融资出现困难（质押式回购减少，委外资金赎回），非银机构降杠杆，投资一级市场的债券减少，尤其是低等级债券投资量减少，由于债券规模的下降，将影响社融规模，进而影响实体经济。

**第二、对社融中非标的的影响也有两条渠道**，一方面低等级城商行和农商行缩表，委外资金赎回，部分委外资金投入非标，非标资金赎回导致非标投资减少；另一方面低评级农商行和城商行直接投资的非标资金减少，影响实体经济。

**第三**，低评级城商行、农商行缩表，减少实体信贷。根据我们的研究，城商行和农商行的信贷投放主要是城投企业和中小企业，如果城商行和农商行被动缩表引起信贷收缩，或将对部分城投企业融资和中小企业融资造成一定影响。

低评级的城商行、农商行缩表，主要是同业负债的缩减，其中同业存单或主要是缩减对象，我们按照低等级同业存单的在 2019 年下半年的到期量来估算对社融的影响，基准假设下同业到期的同业存单收缩 75%，悲观假设下收缩 100%。在不考虑城商行和农商行缩表的情况下，信贷增速可能达 12.5%，全年社融增速为 10.9%。在考虑同业存单收缩情况下，基准假设、和悲观假设下同业存单收缩量在分别为 3100 亿和 4200 亿，全年社融同比增速在 10.7%和 10.6%，与不考虑城商行、农商行缩表影响相比，全年社融会下滑 0.1-0.3 个百分点，影响较小。

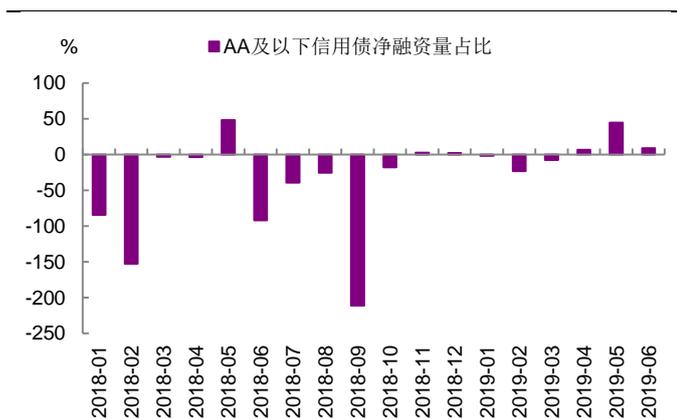
表 4：低评级城商行、农商行同业负债收缩对社融的影响

月份	同业存单到期量 (亿元)	不同情况下社融增速 (%)		
		不考虑同业存单收缩时 (信贷增速假设 12.5%)	基准假设 (同业存单收缩 75%)	悲观假设 (同业存单收缩 100%)
2019-07	814.90	11.3	11.2	11.2
2019-08	943.50	11.1	11.1	11.0
2019-09	726.00	11.0	10.9	10.9
2019-10	498.20	11.1	11.0	11.0
2019-11	672.90	11.1	11.0	10.9
2019-12	563.40	10.9	10.7	10.6

资料来源：Wind，光大证券研究所估算

低评级城商行、农商行缩表对总体社融的影响不大。包商事件后低评级信用债和民营企业债券在二级市场的质押融资受到了影响，导致一级市场的融资量出现萎缩，与 5 月份相比，6 月份，AA 及以下信用债融资占比有所下滑（图 37），但与再之前的几个月相比保持稳定，但预计未来可能会出现下滑，另外，民营企业债券发行量占比在 5、6 月份出现明显的下滑，这两个月民营企业债券发行量占比仅为 2%-3%，为 2018 年以来的最低。

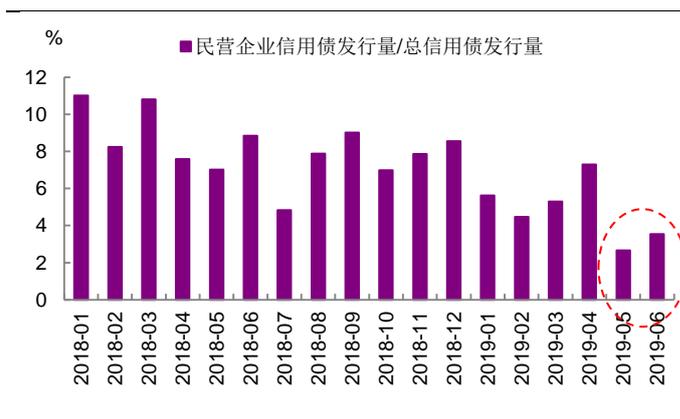
图 37：AA 及以下信用债净融资量占比



资料来源：Wind

注：占比为负表示当月 AA 及以下信用债净融资量为负

图 38：民营企业债券发行量占比



资料来源：Wind

总体而言，包商事件激起一阵涟漪，短期可能主要对某些债券产生影响。中长期来看，提高了市场的风险意识，对于有序化解金融风险，促进金融体系和资本市场的健康发展意义深远。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼