

相关研究

《不畏浮云遮望眼》2019.06.04
《19年消费：否极泰来！——“消费和创新”系列之三》2019.06.03
《地产投资还能“韧性”多久？》2019.06.03

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

联系人:宋潇

Tel:(021)23154483

Email:sx11788@htsec.com

联系人:李波

Tel:(021)23154484

Email:lb11789@htsec.com

银行危机与流动性 ——从欧美经验看包商事件的异同

投资要点:

- **美国 80 年代末的储贷危机。**背景：美国开启利率市场化改革之后，商业银行负债端增加同业借款来弥补存款的下降。同业借款比重提高，银行负债成本抬升，利差收窄。而监管放松限制，小银行高速扩张。**发生：**在资产端，商业银行为追求高收益，将大量贷款集中投放在房地产和资源品行业。但 80 年代中后期地产和能源行业景气度下滑，相关贷款违约率攀升，最终导致信用风险集中爆发，大量银行破产倒闭。**影响：**美联储为大银行提供流动性，而小银行主要采取兼并。危机集中爆发时期利率大幅上行，货币市场利率从 1988 年 3 月的 6.58% 上升至 1989 年 3 月的 9.85%，但随着危机影响逐步得到控制，货币市场利率重新回落。债券市场方面，避险情绪上升，信用出现分化，低等级信用利差大幅飙升。由于储贷银行资产规模萎缩，信贷扩张受阻，企业贷款增速也大幅回落。
- **次贷危机中的银行危机。**背景：07 年美国地产泡沫破裂，购房者出现断供潮，次级贷款大量违约，金融衍生品加剧次贷风险传播，出现了一批金融机构的倒闭潮，其中贝尔斯登、雷曼兄弟等投资银行冲击最大。**发生：**以雷曼兄弟为例，其在 21 世纪初经历迅猛扩张，杠杆率高且持有大量地产相关的风险资产。次贷危机爆发后资产价格下跌，公司大幅亏损，最终资不抵债选择破产。**影响：**次贷危机中流动性的紧张是脉冲式的，持续时间不长。一方面，资产价格的下跌导致金融机构负债端被挤兑和赎回，资产端流动性不佳，出现资金缺口。恐慌情绪导致融资不畅、利率飙升。但另一方面，美国政府及时出手为金融机构提供资金支持，恐慌平复后市场流动性逐渐恢复。
- **欧债危机中的银行危机。**背景：欧洲各国受次贷危机冲击，经济出现了不同程度的衰退，引发欧洲主权债务危机。**发生：**对银行体系的冲击体现在资本金和流动性两方面：1) 欧洲各国银行大量持有希腊等国的国债，在债务危机中出现巨额亏损，导致资本充足率下降，银行经营出现困难。2) 欧洲银行负债端存款占比偏低，普遍依赖资本市场的融资，在债务危机期间，流动性迅速枯竭，对银行负债端冲击很大。**影响：**欧债危机对流动性的影响持续时间更久。首先，欧洲国家普遍陷入财政困境，政府自身自顾不暇，故应对措施出台较慢。其次，欧洲银行中大量资产用于配置主权国债，在危机中受到的冲击很大，尤其是出现资本金的短缺和大量坏账，形成恶性循环。
- **包商银行接管事件的对比。**包商银行事件根本成因类似 80 年代美国储贷危机。过去几年我国中小银行快速扩张，并且主动负债占比同样大幅提升，包商银行正是这一背景下的极端案例。但包商银行与上述欧美案例不同，并非系统性危机，一是与“明天系”背景关系较大，二是所在地本身也存在经济和金融问题，其被接管不具备普遍性。正因是个案，所以问题较清晰、央行接管过程迅速，及时提供充足流动性。**短期看，我们认为对流动性的冲击或逐步减弱。**资金市场利率在接管后的最初两天快速上行，但央行增加投放，目前资金利率已回到事件前的水平，R 与 DR 利差基本收敛。央行的常备借贷便利 (SLF) 机制也可以避免“钱荒”。事件导致大行对中小银行的同业存单更加谨慎，推升近期中小银行的负债端成本，但目前同业存单市场已有企稳迹象，且央行已通过民企债券融资支持工具为市场最担忧的民营背景中小银行发行同业存单提供信用增进，将进一步缓解市场情绪。当前国内经济偏弱，外部面临不确定性，货币政策有较强的理由保持流动性相对宽松，继续支持鼓励民营和小微企业融资。**而长期看，包商银行被接管重要的意义在于打破银行的刚兑，**一方面，有利于金融机构增强风险定价，减少无效融资需求，有利于无风险收益率的趋势性下行；另一方面，也起到防范风险的警示作用，是利率市场化最终完成前不可缺少的一环，可以促使前期扩张过快的金融机构更加注重稳妥化解潜在风险、避免重蹈美国储贷危机的覆辙。

目 录

1. 美国 80 年代末的储贷危机.....	5
1.1 背景：利率市场化，小银行高速扩张	5
1.2 发生：违约率攀升，银行出现破产潮	6
1.3 影响：利率短期上行，信用利差扩大	7
2. 次贷危机中的银行危机.....	8
2.1 背景：地产泡沫破灭，次级贷款违约	8
2.2 发生：账面价值缩水，银行终告破产	8
2.3 影响：恐慌情绪蔓延，致流动性枯竭	9
3. 欧债危机中的银行危机.....	10
3.1 背景：经济陷入衰退，主权债务危机	10
3.2 发生：持有国债巨亏，银行经营困难	11
3.3 影响：救助措施缓慢，冲击持续更久	11
4. 包商银行接管事件的对比	12
4.1 相似之处与不同之处.....	12
4.2 如何影响流动性？	14

图目录

图 1	美国利率市场化进程中，同业借款占比上升（%）	5
图 2	美国不同存款机构资产规模同比增速（%）	6
图 3	美国房地产空置率（%）	6
图 4	地产贷款、消费贷款和工商业贷款违约率（%）	6
图 5	美国银行倒闭和救援数量（家）	7
图 6	美联储银行间贷款（百万美元）	7
图 7	美国货币市场利率（%）	7
图 8	美国 AAA 级企业债和垃圾债信用利差	8
图 9	居民和企业信贷余额同比（%）	8
图 10	美国次级贷款规模与占比	8
图 11	美国联邦基金目标利率（%）	8
图 12	雷曼兄弟的净利润和净资产（百万美元）	9
图 13	雷曼兄弟股价（美元/股）	9
图 14	金融危机期间货币利率大幅上升（%）	9
图 15	金融危机期间票据余额下降（十亿美元）	10
图 16	金融危机期间美国货基规模和增速均下降	10
图 17	美联储持有的美国国债和贷款规模（亿美元）	10
图 18	美国存款机构的超额准备金规模（亿美元）	10
图 19	希腊、葡萄牙和意大利政府债务占 GDP 的比重（%）	11
图 20	2011 年部分欧洲银行的一级资本充足率（%）	11
图 21	2011 年部分欧洲银行负债端存款占比（%）	11
图 22	欧元和英镑 3 个月 Libor 利率（%）	12
图 23	欧元和英镑 3 个月 Libor-OIS 利差（%）	12
图 24	大中小型银行总负债增速（%）	13
图 25	中小银行负债构成（%）	13
图 26	包商银行负债情况	13
图 27	包商银行同业存单规模和同业负债率	13
图 28	公开市场操作和净投放规模（亿元）	14
图 29	R007 与 DR007（%）	14
图 30	R007-DR007（%）	14

图 31 不同类型银行 6 个月期存单发行利率 (%)	15
图 32 社融存量增速 (%)	15

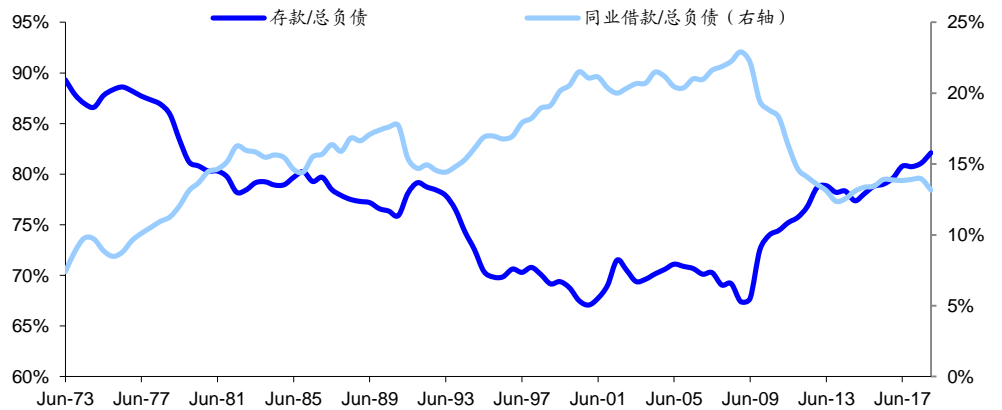
5月底，包商银行因存在严重信用风险被央行接管，这在中国最近的二十年来还是首次，引发了市场的种种担忧。银行被接管甚至破产在短期和中长期会对流动性有何种影响？我们对比了历史上发生在美欧的几次银行危机，从中或许可以得出一些结论。

1. 美国 80 年代末的储贷危机

1.1 背景：利率市场化，小银行高速扩张

美国开启利率市场化改革之后，在负债端，商业银行增加同业借款来弥补存款的下降。上世纪 70 年代，美国开启利率市场化改革，在改革初期，银行的定期存款利率无法完全跟随基准利率浮动，导致货币市场利率远高于存款利率，储户为获取高收益将存款转入货币市场基金等金融工具，使得美国商业银行负债中的存款占比下降，同业借款占比上升。1973 到 1982 年，美国商业银行存款占总负债的比例从 89% 下降到 78%，而同业借款的占比从 7% 上升至 16%。

图1 美国利率市场化进程中，同业借款占比上升（%）

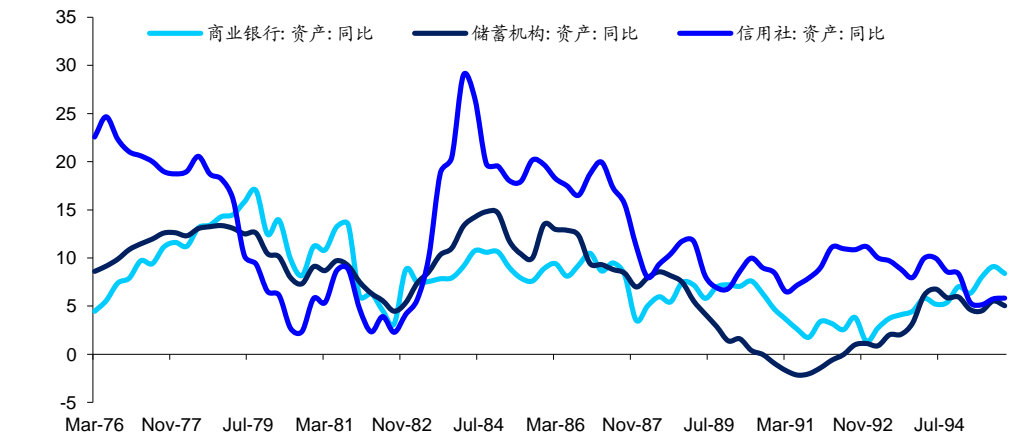


资料来源：Wind，海通证券研究所

同业借款比重提高，使得银行负债成本抬升，利差收窄。同业借款成本在大多数情况下会高于同期平均存款利率，所以当商业银行的同业借款占比上升时，其负债成本也会直接上升。而当时为了应对恶性通胀，美联储多次提高基准利率，也进一步推升存贷款利率，且存款利率上升幅度一度大于贷款利率，存贷利差大幅收窄。

监管放松限制，小银行高速扩张。存款利率的上升以及存贷利差的收窄使得大量中小型银行出现经营困难。当时的监管部门把中小存款机构的经营困难归咎于监管过于严格，因此在 1980 年和 1982 年先后放宽了中小型存款机构的经营范围，进而加速了中小银行资产规模的无序扩张，到 1984 年初，美国信用社的资产规模同比增速达 28.9%，而同期商业银行和储蓄机构的资产规模同比仅为 9.1%，13.2%。

图2 美国不同存款机构资产规模同比增速 (%)



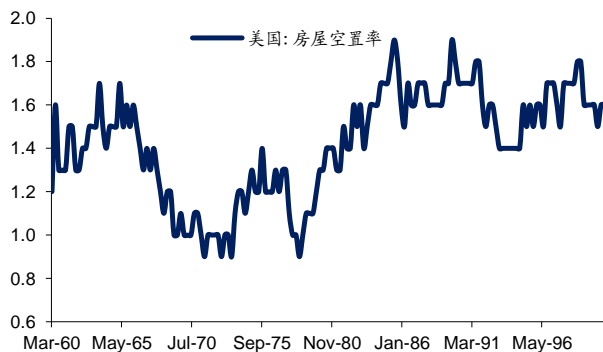
资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.2 发生: 违约率攀升, 银行出现破产潮

而在资产端, 商业银行为追求高收益, 将大量贷款集中投放在房地产和资源品行业。中小银行的负债成本较高, 为了追求利润最大化, 银行将大量贷款投向高风险、高收益的行业, 其中, 包括当时由于税改法案颁布而受到优惠政策倾斜的房地产行业, 以及借油价上涨扩大固定资产规模的能源行业。

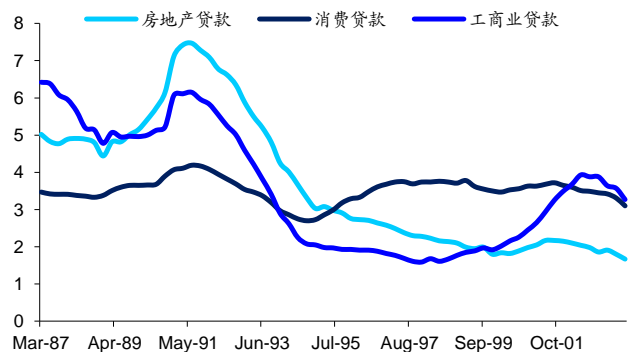
但 80 年代中后期地产和能源行业景气度下滑, 相关贷款违约率攀升。80 年代中后期, 贷款重点投向的行业都出现了不同程度的调整。房地产行业方面, 房地产投资扩大导致美国住房空置率持续上升, 从 1978 年的 0.9% 上升至 1985 年的 1.9%。加之 1986 年美国取消了对地产投资的税收优惠, 房地产行业繁荣消退。能源行业方面, 产油国为争夺市场份额增大石油开采量, 导致油价从 1983 年 30 美元左右/桶降至 1986 年 15 美元/桶以下。随着地产和能源行业的调整, 地产和工商业贷款违约率急剧飙升。

图3 美国房地产空置率 (%)



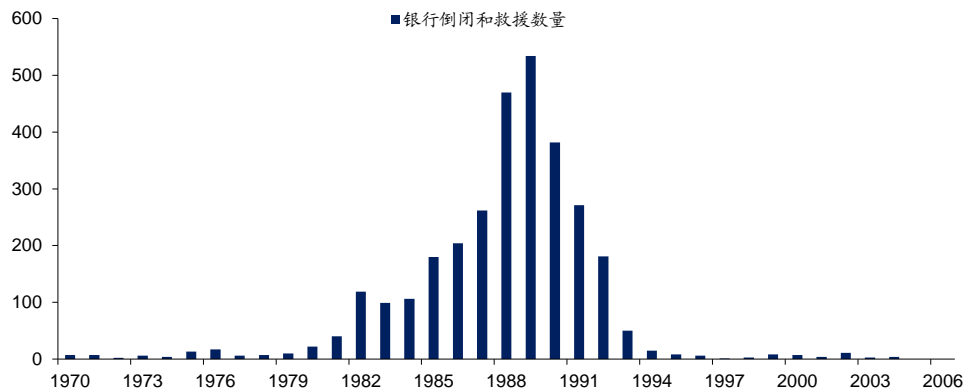
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 地产贷款、消费贷款和工商业贷款违约率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

信用风险集中爆发, 大量银行破产倒闭。一方面, 坏账率上升导致大批银行出现坏账, 例如美国宾州广场银行有 80% 的贷款业务集中在能源行业, 当石油行业历经繁荣与衰落, 宾州广场银行也经历了资产的迅速扩张和最终的资不抵债。另一方面, 由于银行间的业务往来, 信用风险从贷款违约的银行蔓延到其他银行。此外, 居民恐慌情绪加剧挤兑风险, 也成为引发银行倒闭潮的原因之一。1986 年, 需要救助和倒闭的银行数量超过了 200 家, 到 1989 年, 这个数字激增到 534 家。

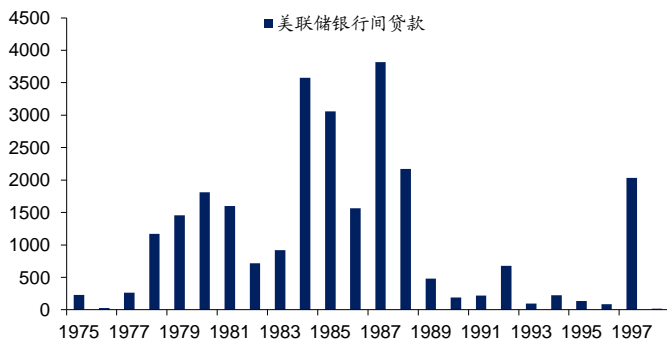
图5 美国银行倒闭和救援数量（家）


资料来源：Wind，海通证券研究所

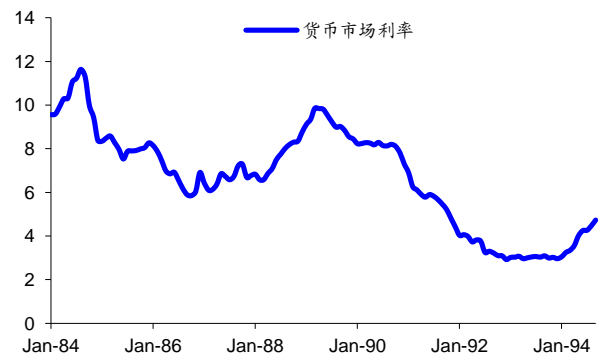
1.3 影响：利率短期上行，信用利差扩大

美联储为大银行提供流动性，而小银行主要采取兼并。美国当时的银行危机波及广泛，部分大型银行的倒闭更是加剧了市场的恐慌情绪，美国政府不得不出手进行救助。针对全国性大银行，政府采取的是联邦存款保险公司（FDIC）提供担保和美联储提供无限流动性来稳定市场情绪，而针对小银行，政府则采取净值证书（NWC）计划与自愿合并计划来缓解银行破产冲击。

危机集中爆发时期利率大幅上行，随后持续下降。尽管政府采取了补救措施，但是在危机集中爆发的88年末-89年初，美国市场流动性仍然出现了一定程度紧缩，货币市场利率从1988年3月的6.58%上升至1989年3月的9.85%。但是，随着危机影响逐步得到控制，货币市场利率开始持续下行，1991年2月就已经恢复到之前水平，随后继续下探至1992年12月的2.92%。

图6 美联储银行间贷款（百万美元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

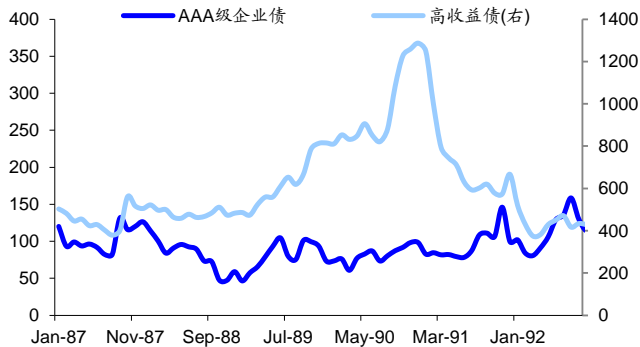
图7 美国货币市场利率（%）


资料来源：CEIC，海通证券研究所

债券市场信用分化，低等级信用利差大幅飙升。而债券市场方面，1986年美国10年期国债收益率小幅上升以后，一直维持在8%-9%的区间内，随后美国银行破产数量的攀升没有导致无风险利率大幅上行，但引发了避险情绪上升，高等级债券利差稳定，AAA级企业债信用利差一直维持在80BP左右，而低等级信用债的利差大幅飙升，90年代前后达到1200BP以上。

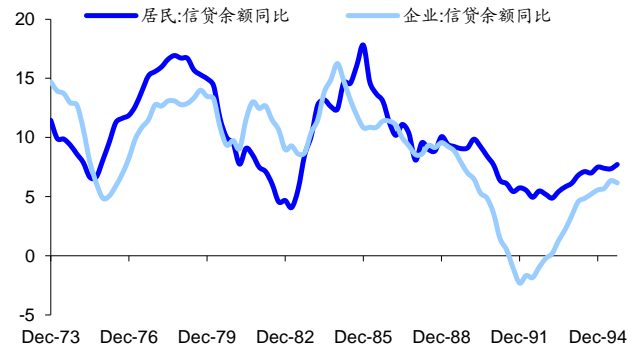
信贷扩张受阻，企业贷款增速大幅回落。1990年储贷银行资产同比增速跌入负值，作为信用扩张的重要一环，银行的破产破坏了货币扩张的途径，美国的货币乘数从1987年初的8.1倍下降至1991年末的7.1倍。分部门来看，企业贷款受到的冲击最大，同比增速从1984年16.2%大幅下降至1991年的-2.3%，居民贷款增速也一定程度上放缓。

图8 美国 AAA 级企业债和垃圾债信用利差 (BP)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 居民和企业信贷余额同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

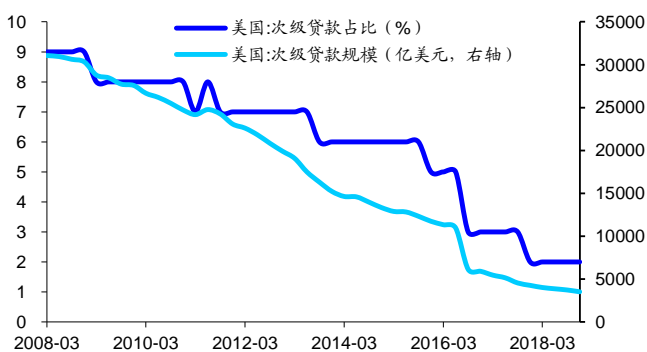
2. 次贷危机中的银行危机

2.1 背景: 地产泡沫破灭, 次级贷款违约

2001 年美国科网股泡沫破裂, 之后美国经济增速下滑, 进入衰退期。为刺激经济增长, 美联储自 01 年 1 月开始连续 13 次降息, 宽松的货币环境刺激了房地产行业的蓬勃发展, 房价大幅上涨。在此期间, 房地产次级贷款规模大增, 以次级贷款为底层资产的 CDS 等衍生品同样层出不穷, 金融创新的发展反过来刺激了地产泡沫的继续膨胀。

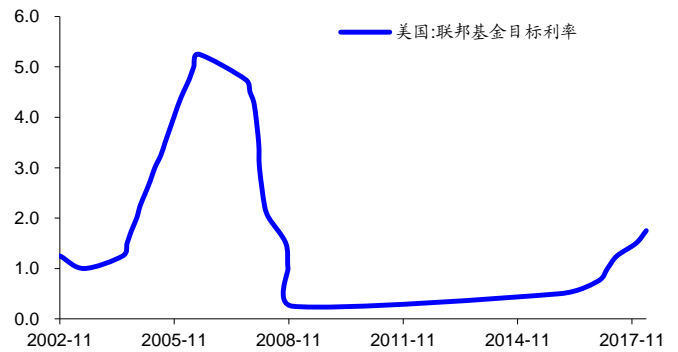
03 年左右美国经济逐渐复苏, GDP 增速和通胀均大幅增长, 美联储从 04 年 6 月开始连续加息 17 次, 基准利率从 1% 左右上升至 5.25% 左右。货币政策的收紧导致地产泡沫破灭, 利率水平的上升使购房者出现断供潮, 次级贷款大量违约, 而以次贷为底层资产的金融衍生品加剧了次贷风险的传播。以雷曼兄弟的倒闭为信号, 次贷危机逐渐演变为席卷全球的金融风暴。

图10 美国次级贷款规模与占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 美国联邦基金目标利率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.2 发生: 账面价值缩水, 银行终告破产

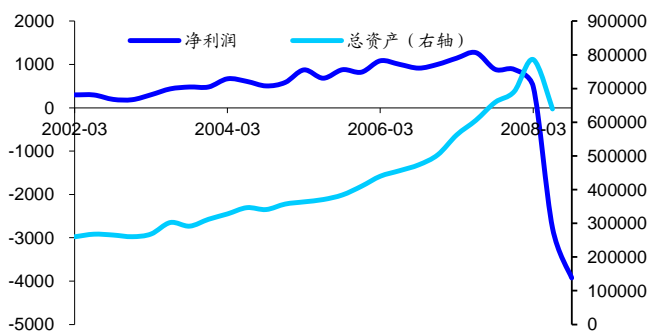
雷曼兄弟的破产倒闭被看做是 08 年金融危机的标志性事件, 实际上不只是雷曼兄弟, 08 年金融危机中出现了一批金融机构的倒闭潮, 例如贝尔斯登、雷曼兄弟、美林等, 其中有些破产清算、有些被政府接管、有些被其他机构收购。而这些金融机构所面临的困境大体相同: 地产繁荣周期中, 各家银行均配置了大量地产相关的资产, 如商业地产和不动产、房地产抵押贷款、房地产抵押贷款相关的金融衍生品等。而美联储加息刺破地产泡沫, 导致房贷大规模违约、房价下跌, 银行资产端价值缩水, 坏账增加, 最终资不抵债濒临破产。

以雷曼兄弟为例, 其在 21 世纪初经历了迅猛的扩张, 杠杆率 (总资产/净资产) 居

高不下，到 08 年二季度时账上总资产 6400 亿，但净资产仅有 260 亿左右，杠杆率接近 25 倍。除高杠杆外，雷曼兄弟还持有大量的高风险资产，其中就包括房地产次级贷款。这类资产的风险高、流动性差，在次贷危机爆发后账面价值大幅缩水，计提减值后严重影响公司利润，且难以在市场中出售。公司 08 年二季度亏损 27.7 亿美元，三季度亏损额扩大至 39.3 亿美元，最终将公司拖入破产的深渊。

值得注意的是，雷曼兄弟属于投资银行，其杠杆率要高于综合型银行（如花旗、摩根大通等），在金融危机中受到的冲击也更大。另一家投资银行贝尔斯登同样在金融危机中破产，于 08 年 3 月被摩根大通收购，贝尔斯登在破产前也遭到其他金融机构的挤兑，流动性迅速枯竭。此外，美林证券被美国银行收购，高盛和摩根士丹利将自己从投资银行改为银行控股公司。曾经的华尔街“五大投资银行”，在金融危机中均损失惨重。

图12 雷曼兄弟的净利润和净资产（百万美元）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图13 雷曼兄弟股价（美元/股）

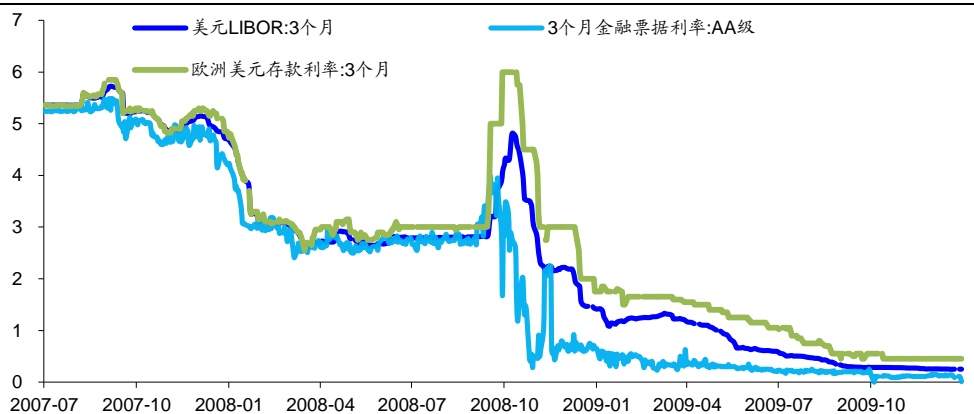


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

2.3 影响：恐慌情绪蔓延，致流动性枯竭

而在次贷危机爆发的过程中，恐慌情绪导致的流动性枯竭成为危机的最终导火索。贝尔斯登和雷曼兄弟等投资银行一直是高杠杆经营，负债端依赖金融市场的融资支持，主要途径包括发行债券、质押回购等。但在危机爆发后，市场恐慌情绪加剧，客户大量赎回资产，负债端面临挤兑压力。公司只能被迫低价出售流动性不佳的高风险资产来补充流动性，这反过来加剧了资产端的价格的下跌，资产价值进一步缩水，形成负反馈。

图14 金融危机期间货币利率大幅上升（%）

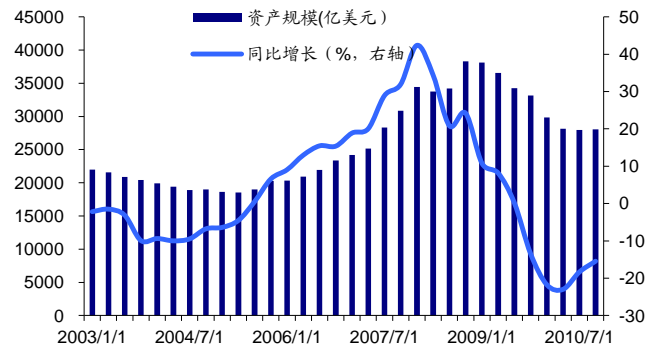


资料来源：Wind，海通证券研究所

恐慌情绪的蔓延和资产价格的下跌，导致金融机构普遍出现流动性短缺，而有资金的机构也不敢轻易出钱，市场流动性枯竭。从货币市场的利率指标来看，3 个月 Libor 利率在 08 年 10 月最高上升至 4.8% 以上，3 个月金融票据利率最高上升至 3.5%，而欧洲美元存款利率最高飙升至 6%。恐慌情绪下，货币市场基金出现大规模赎回潮，规模明显下降，对货币市场流动性有所冲击。并且金融机构的融资也变得困难，金融机构商业票据余额从 08 年 6 月开始明显下滑。负债端的挤兑赎回加上融资不畅的双重压力，共同导致了金融市场的流动性危机。

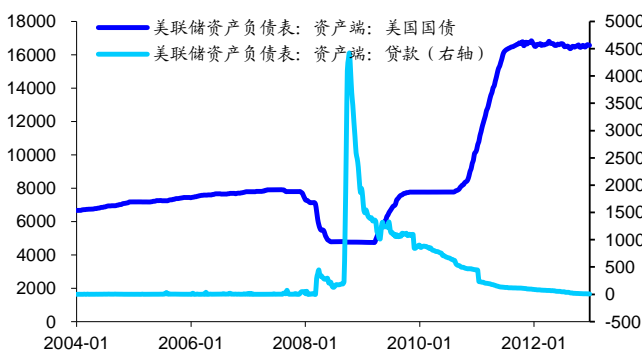
图15 金融危机期间票据余额下降（十亿美元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

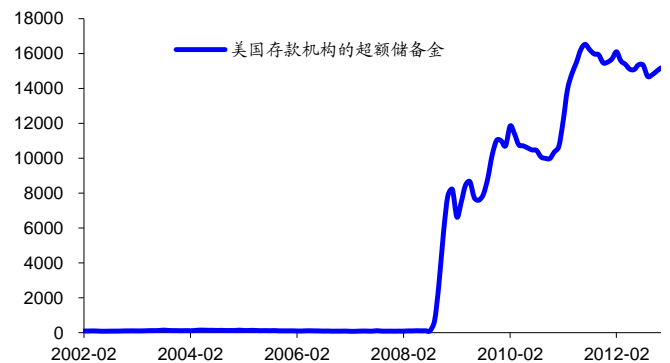
图16 金融危机期间美国货基规模和增速均下降


资料来源：Wind，海通证券研究所

不过次贷危机中流动性的紧张是脉冲式的，持续时间不长。3 个月美元 Libor 利率从 08 年 9 月中旬开始升至 3% 以上，到 11 月初回落至 3% 以下，持续时间仅在 1 个半月左右。流动性危机的缓解主要得益于金融市场流动性的补充。首先是美联储在 08 年连续降息，将联邦基金目标利率降至 0.25% 的历史低点。其次是通过量化宽松政策补充流动性，危机期间美联储充当最后贷款人，为存在流动性危机的金融机构提供贷款支持。之后用购买国债、MBS 等资产的方式，直接向金融市场提供资金。在宽松政策的刺激下，金融市场流动性逐渐恢复，次贷危机的影响也慢慢缓解。

图17 美联储持有的美国国债和贷款规模（亿美元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

图18 美国存款机构的超额准备金规模（亿美元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

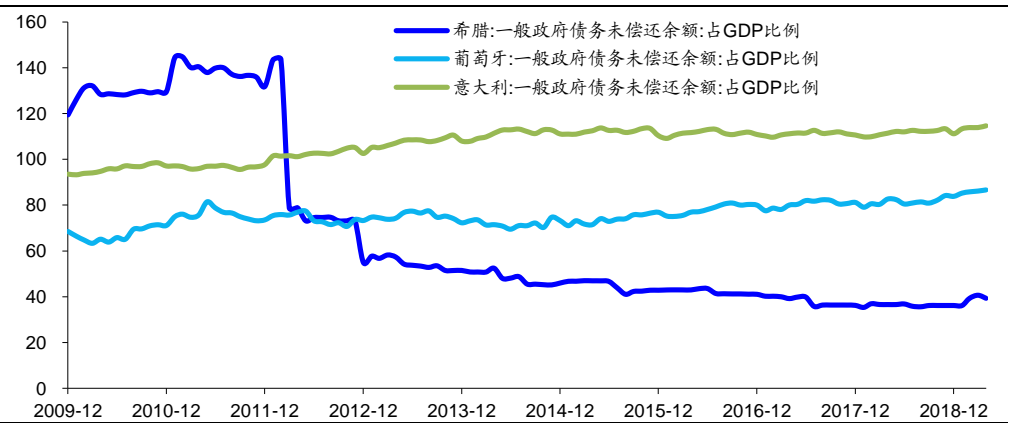
3. 欧债危机中的银行危机

3.1 背景：经济陷入衰退，主权债务危机

欧债危机主要源于欧洲部分国家的主权债务问题。究其根源，主要是欧洲一体化后各国丧失了货币政策的自主权，对于相对落后的部分国家，要想发展经济就需要依靠积极的财政政策，因此政府举债成为欧洲各国的共同选择。危机最先爆发的希腊，其政府一般债务占 GDP 的比重在 09 年底就达到 120%；其他深陷危机的欧洲国家，如意大利和葡萄牙，这一指标在 09 年底分别达到 93.5% 和 68.5%。

在 08 年的次贷危机中，欧洲各国也受到了冲击，经济出现了不同程度的衰退。而欧洲“高福利”社会的特点决定政府支出的刚性，因此各国只能加大举债力度，意图利用财政扩张使经济走出泥潭。但次贷危机的蔓延导致全球资金撤出欧洲，部分欧洲国家的主权债务危机愈演愈烈，以希腊债务危机的爆发为导火索，债务危机迅速席卷欧洲。

图19 希腊、葡萄牙和意大利政府债务占 GDP 的比重 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

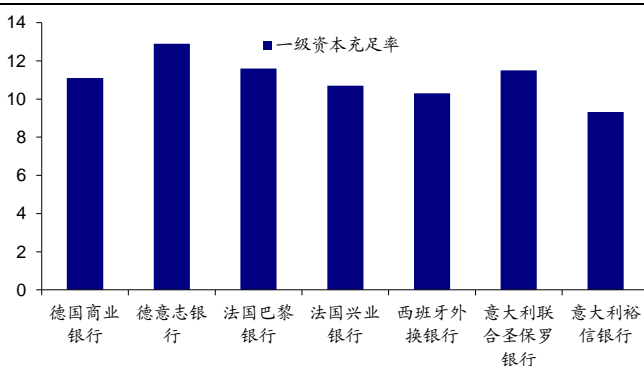
3.2 发生: 持有国债巨亏, 银行经营困难

在欧债危机中, 标普、穆迪等评级机构不仅下调欧洲部分国家的主权评级, 也连续下调欧洲部分银行的信用评级, 欧债危机逐渐演变为主权危机+银行信用危机的交叉感染模式。其中欧债危机对欧洲银行体系的冲击体现在资本金和流动性两方面: 1) 欧洲各国银行大量持有“欧猪五国”等的主权国债, 在债务危机中出现巨额亏损, 导致资本充足率下降, 银行经营出现困难。在欧洲银行对希腊债务减记达成一致后, 资本金的压力进一步上升。根据 IMF 测算, 危机中欧洲银行业资本缺口可能高达 2000 亿欧元。

2) 流动性方面, 主要的冲击来自以下三点。首先, 欧洲银行负债端存款占比偏低, 普遍依赖资本市场的融资, 因此负债端不稳定。在债务危机期间, 银行间恐慌情绪蔓延, 资金拆借减少, 流动性迅速枯竭。此外, 作为欧洲银行重要资金来源之一的美国货币市场基金, 在欧债危机期间也大量减持欧洲资产, 转而配置美国本土债券。其次, 资金借贷中债券是常用的抵押品, 债务危机下, 债券评级下调, 价格下跌, 又推升了银行的融资成本。最后, 由于银行资本金缺乏, 急需补充资本, 导致资金需求增强, 融出意愿减弱, 也加剧了流动性压力。

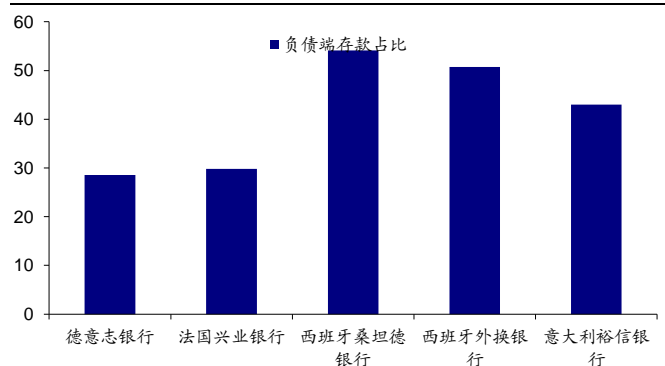
法国和比利时合资的德克夏银行是欧债危机中第一家倒闭的欧洲银行, 随后大量中小银行出现破产倒闭。之后在欧盟牵头救助之下, 欧债危机的冲击逐渐缓解, 但其对欧洲银行体系的影响一直没有完全消除(18年还出现了意大利的银行业危机)。究其原因, 经济增速放缓、长期的低利率甚至负利率政策不断侵蚀银行业利润, 加上两次危机以来积累的高坏账率, 导致欧洲银行体系始终一直在经历动荡。

图20 2011 年部分欧洲银行的一级资本充足率 (%)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图21 2011 年部分欧洲银行负债端存款占比 (%)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

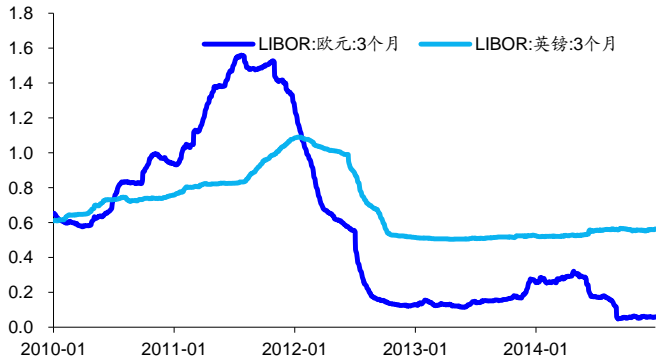
3.3 影响: 救助措施缓慢, 冲击持续更久

从利率指标来看, 欧元和英镑 3 个月 Libor 利率在 2011 年(欧债危机集中爆发阶段)出现明显上行, 并且 Libor-OIS 利差也出现大幅上升, 均反应出银行间流动性的紧

张。而与次贷危机相比，欧债危机对流动性的影响持续时间更久，欧元 Libor 利率从 10 年下半年开始上升，直到 12 年才逐渐回落至正常水平，流动性紧缩的时间超过 1 年半。相比之下，次贷危机中美元 Libor 的上升仅持续了 1-2 个月。

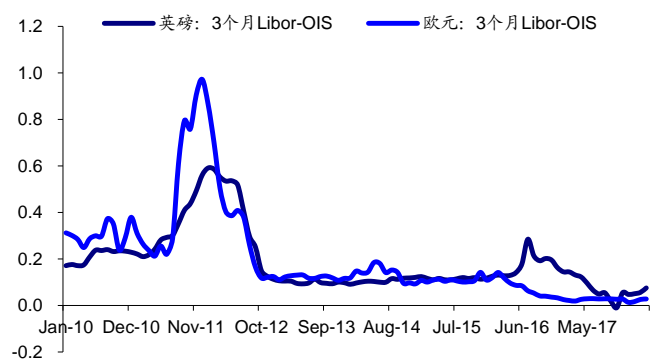
为何欧债危机的影响持续更久？首先，欧洲国家普遍陷入财政困境，政府自身自顾不暇，无法像次贷危机中的美国政府一样，通过直接注资的方式去救助银行，使得欧债危机的应对措施出台较慢。其次，欧债危机对欧洲银行体系的冲击更大，毕竟银行大量的资产是用于配置国债的，国债的减记和计提损失直接导致资本短缺，影响日常经营。而为了缓解危机，银行倾向于减少资金融出、增加资金融入，同时出售优质资产，这又进一步导致流动性的收紧和银行信贷的紧缩，形成“**债务危机——资产负债表恶化——流动性紧缩——信贷衰退——经济衰退——债务负担加剧**”的恶性循环。

图22 欧元和英镑 3 个月 Libor 利率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 欧元和英镑 3 个月 Libor-OIS 利差 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

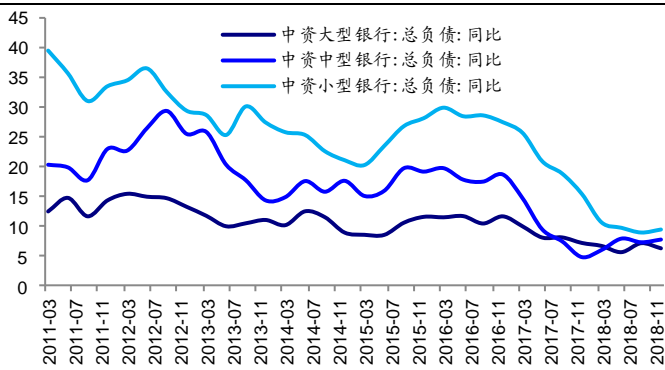
4. 包商银行接管事件的对比

4.1 相似之处与不同之处

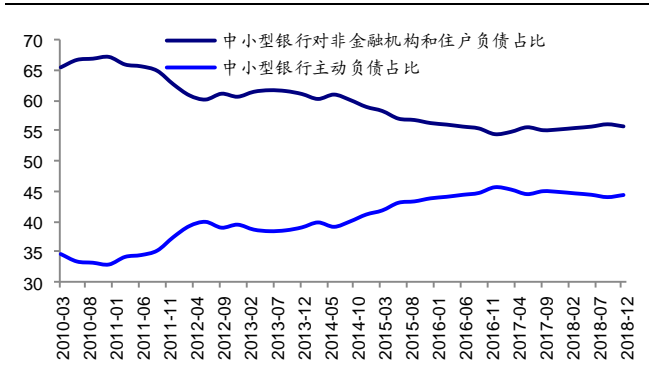
与前面几个案例比较，从此次包商银行事件的根本成因上看，更类似于 80 年代美国储贷危机。

美国储贷危机爆发的根源在于前期小型存款机构野蛮扩张、期限错配。伴随利率市场化以及金融监管放松，以储贷机构为代表的美国小型存款机构资产规模迅速扩张、同业负债占比提升，且大量贷款集中投向高风险、高收益的地产和能源行业。80 年代末油价大幅下跌、美国房地产市场逆转，触发了这些机构的信用风险。

我国过去几年中小银行扩张也很快，并且主动负债占比同样大幅提升。随着利率市场化的推进，我国过去几年中小银行规模快速扩张，16 年之前，中型和小型银行总负债增速分别高达 20% 和 30% 左右，远高于同期的大型银行。中小银行扩张主要是通过提高主动负债的方式，而对非金融机构和住户的负债占比 11 年-16 年从 65% 左右降至 55%，而主动负债占比则上升了 10 个百分点。

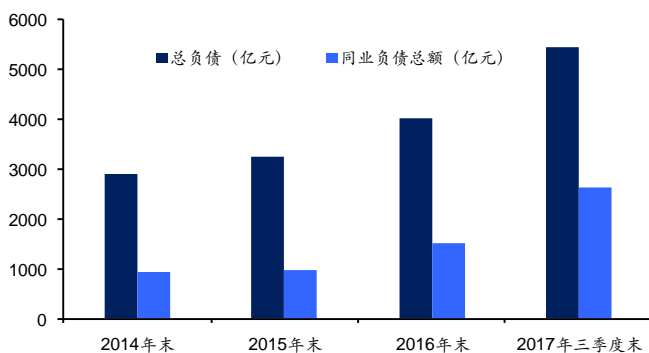
图24 大中小型银行总负债增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

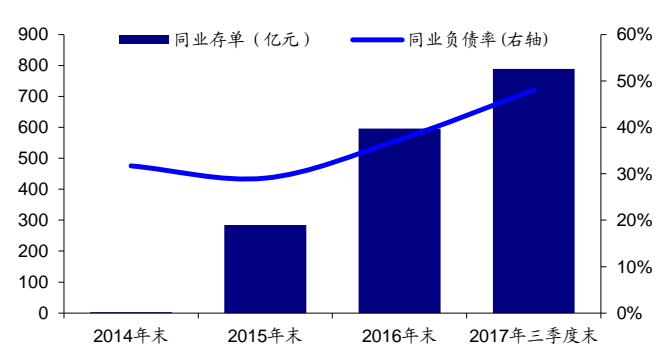
图25 中小银行负债构成 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

包商银行正是过去几年这一背景下的一个极端案例。负债端,近年包商银行的同业负债率持续上升,到2017年三季度末达48%,占比远超同规模银行,体现出揽储能力不强、负债稳定性较弱的问题。而资产端,包商银行的贷款行业集中度高,难以分散风险,14年-16年不良贷款率逐年提升,但资本充足率等指标逐年下降,抵御风险能力薄弱,这些与80年代美国储贷机构情况类似。

图26 包商银行负债情况


资料来源: Wind, 包商银行 14-16 审计报告、17 三季报, 海通证券研究所

图27 包商银行同业存单规模和同业负债率


资料来源: Wind, 包商银行 14-16 审计报告、17 三季报, 海通证券研究所

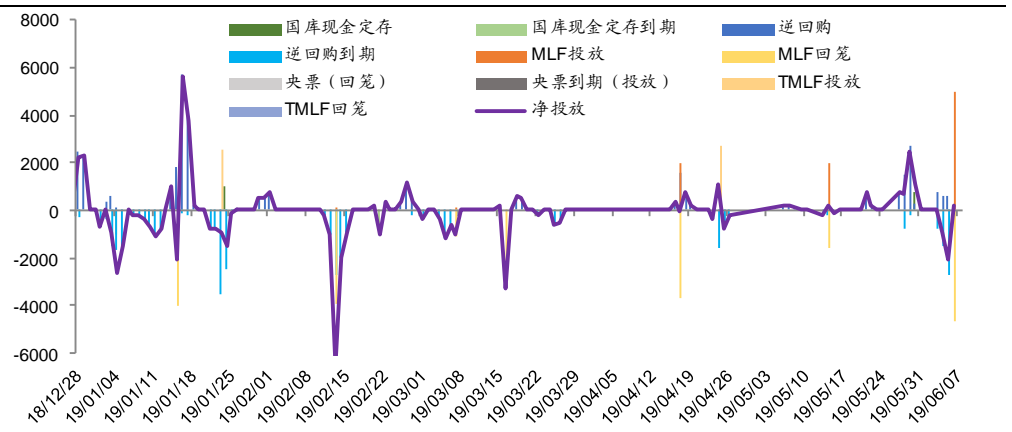
不过包商银行被接管也与上述案例存在一些不同之处。

此次包商银行被接管是个案,有别于前面案例中发生的系统性危机。一是包商银行被接管与其“明天系”的背景关系较大。央行称,包商银行主要问题是大量资金被大股东违法违规占用,形成逾期,长期难以归还。二是包商银行所在地本身也存在经济和金融问题,内蒙古自治区近年经济增长缓慢,18年实际增速5.3%,18年还对之前年份财政收入、工业增加值等数据“挤水分”,17年GDP实际增速仅4%,而区内的不良贷款率高居全国前列,17年达3.8%,远高于全国1.74%的水平。

因此,包商银行信用风险的诱因中,虽然前期存在类似80年代美国储贷机构激进扩张的问题,但主因还是自身控股股东和业务的风险,并非是全国性的经济下行导致某类资产大幅减值,因而其被接管也就不具备普遍性。央行近期还直接表明,短期没有接管其他机构的打算,说明这也不是标志着新一轮严监管的开启。

正因是个案而非系统性危机,所以问题较为清晰、央行接管过程也十分迅速。而不像欧债危机时期,应对措施缓慢,央行在5月24日公告接管包商银行后,26日就发布了处置原则、存款和同业负债的保证等细节问题,并在一周后的6月2日再度发文传递维稳市场情绪的意图。而在公开市场操作中,接管随后的一周内(5月27-31日)央行共净投放5100亿元,及时提供充足流动性,避免情绪蔓延导致资金大幅波动。

图28 公开市场操作和净投放规模（亿元）



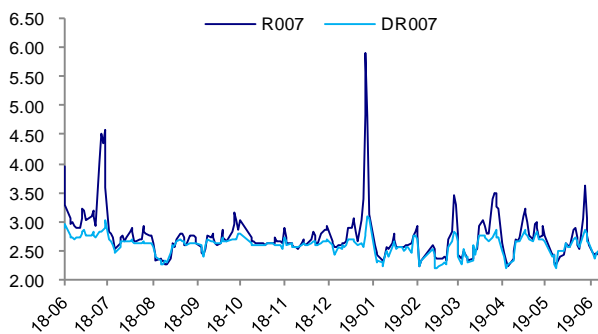
资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 如何影响流动性？

往后看，我们认为对流动性短期的冲击或逐步减弱。包商银行被接管是单个案而不是系统性危机，因而对流动性的冲击时长远远短于危机时期银行破产的影响。事件在短期对流动性的冲击，主要体现在资金市场利率在接管后的最初两天快速上行，并且R007上行更多、与DR007的利差高达76BP。但随着央行随后增加投放，目前资金利率已经回落到事件之前的水平，R与DR的利差也基本收敛。6月17日央行还将第二次实施对中小银行实行较低存款准备金率的政策，将释放约1000亿元长期资金，这也会有效充实中小银行的流动性。

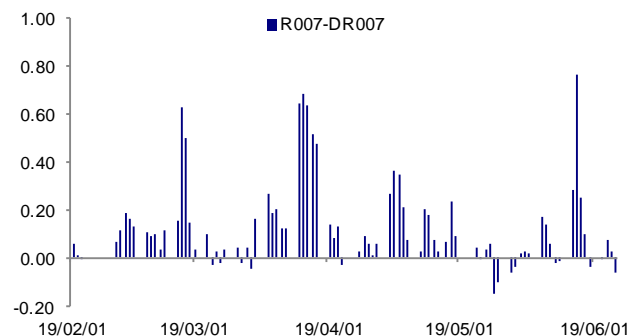
并且当前央行建立有常备借贷便利（SLF）的机制，符合条件的金融机构可向央行主动发起，而城商行、农商行、农村合作银行和信用社等地方金融机构，也可以向央行分支机构申请SLF，如果市场资金利率高于SLF利率（目前SLF利率隔夜3.4%、7天3.55%），金融机构就可以从央行以更低的价格获得流动性，因而能够避免“钱荒”出现。

图29 R007 与 DR007 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图30 R007-DR007 (%)

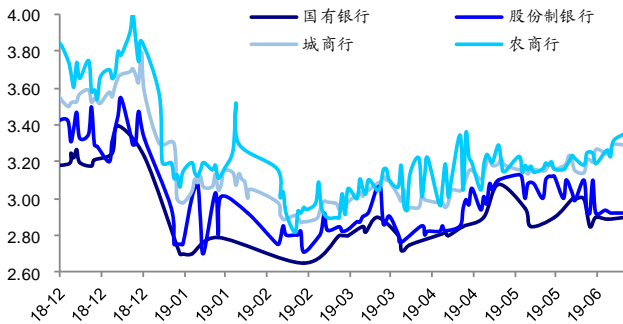


资料来源：Wind，海通证券研究所

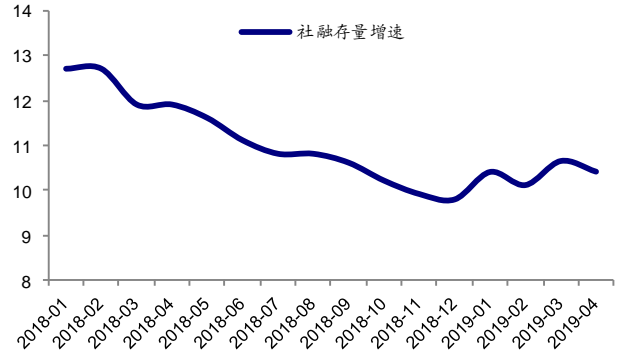
由于大行对中小银行的同业存单更加谨慎，推升了近期中小银行的负债端成本，事件发生之后，国有行和股份行的存单发行利率明显走低，而城商行和农商行发行利率一度大幅走高。如果这一现象持续，可能会使得中小银行负债出现困难，影响这一环节信用创造的能力。不过目前来看，同业存单市场有企稳迹象，上周的同业存单日均发行量有所回升，标志性的AA级同业存单利率也有见顶回落的趋势，意味着冲击正逐步缓解。

对于同业存单发行，市场担心有风险的主要是民营背景的银行，央行也已采取措施缓解市场情绪。金融委办公室召开的会议上，央行表示将对中小银行提供定向流动性支持。近日，央行已对锦州银行等中小银行发行同业存单提供民营企业债券融资支持工具（CRMW）提供信用增进，此举对于支持中小银行发行同业存单、减轻市场担忧情绪将起到明显的效果。

从政策角度来看，当前国内经济偏弱，外部环境还面临较大的不确定性，货币政策有较强的理由保持流动性相对宽松和支持信贷。结合美国储贷危机之后的情况看，如果大面积的违约潮出现，反而会引发信用收缩，因此我们认为，后续监管仍将大概率回到疏通信贷传导的方向上，继续支持鼓励民营和小微企业融资。

图31 不同类型银行 6 个月期存单发行利率 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图32 社融存量增速 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

而从长期来看，包商银行被接管真正重要的意义在于打破银行的刚兑。一方面，在此背景下，金融机构也会加强风险识别和增强风险定价，减少无效融资需求和空转套利，其实有利于无风险收益率的趋势性下行。

另一方面，打破银行的刚兑其实也起到了防范风险的警示作用，是利率市场化完成之前不可缺少的一环。我国目前处在利率市场化最后一步——利率并轨的前夕，如果在推进之前不及时化解潜在风险，那么过去一段时间不少野蛮扩张的金融机构也可能在未来面临危机，因而打破银行刚兑，可以促使前期扩张过快的金融机构更加注重提高稳健经营的能力、避免重蹈美国储贷危机的覆辙。

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
李金柳 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljli11087@htsec.com
联系人
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勤(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lggk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fyy11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳 sy11542@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张弋(010)50949962 zy12258@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lzf11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒珺 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡轶清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com