

关于同业杠杆的三两事

报告要点:

● 同业杠杆本身是一种收益分摊机制:

- 1) 资金融出者是优先级,其所获得的是一个固定且几乎不影响流动性的短期收益;
- 2) 资金融入者则是劣后级,其除了获得所配债券资产剩余的票息收益之外,也可以享受可能出现的资本利得收益,与此相对应的是,劣后级需要承担未来可能出现的流动性风险。

● 现实中,优先级往往是银行,而劣后级往往是非银:

- 1) 银行受制于各种监管,不能大量配置长期资产,而非银又身处厮杀激烈的市场,必须配置长期资产;
- 2) 这个从短到长的资金运输通道一方面压低了收益率曲线,另一方面又导致了收益率曲线的平坦。

● 如果缺少同业杠杆,收益率曲线不会这么低,也不会这么平:

- 1) 商业银行是不能完全把用于拆借的资金拿来配债的,这会恶化关乎流动性的监管指标(LCR、NSFR);
- 2) 如果从短到长的资金输送通道被卡断,则长端收益率的活性养分会因此而下降,曲线会相应陡峭化。

● 但这个过程也不会一蹴而就,一般曲线会先熊平再熊陡:

- 1) 第一阶段是非银资产负债表的收缩过程,银行减少拆借导致非银去负债,非银的挣扎会引起短端利率率先上升;
- 2) 第二阶段是非银开始甩卖长端资产的过程,这会导致利率债的行情变成熊陡;
- 3) 在监管高度影响流动性的经验中,债券收益率曲线都是先平后陡的(如2013、2016年)。

● 同业杠杆的监管是有一些宏观基础的:

- 1) 经验上,强监管容易发生在M2上升比GDP更加陡峭的环境下(如2013、2015-2016),这个环境容易滋生金融杠杆;
- 2) 今年年初以来,在利率总体走高的背景之下,回购规模的加速似乎印证了一些杠杆在主动增加的迹象。

● 但长期看,金融杠杆已经不会出现过度上升,因此,即使存在更严的监管,其所引起的流动性结构的变化应该是适度的,资管新规之后,银行已经明显在用债券资产替换同业资产。

● 我们要关注利率债后续行情的不确定性,去杠杆理论上会在一段时间之内成为利率债行情的主导项。

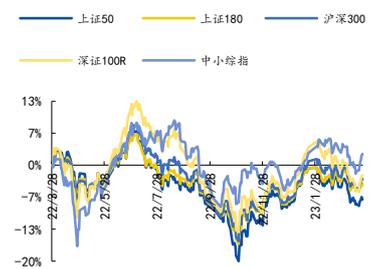
● 现在的关键问题仍然是,偏脆弱的经济基本面和大量剩余流动性,政策认为哪个是主要矛盾。

风险提示:美联储加息超预期,储户信心修复不及预期。

主要数据:

上证综指:	3265.65
深圳成指:	11634.22
沪深300:	4027.05
中小盘指:	4200.89
创业板指:	2370.38

主要市场走势图



资料来源: Wind, 国元证券研究所

相关研究报告

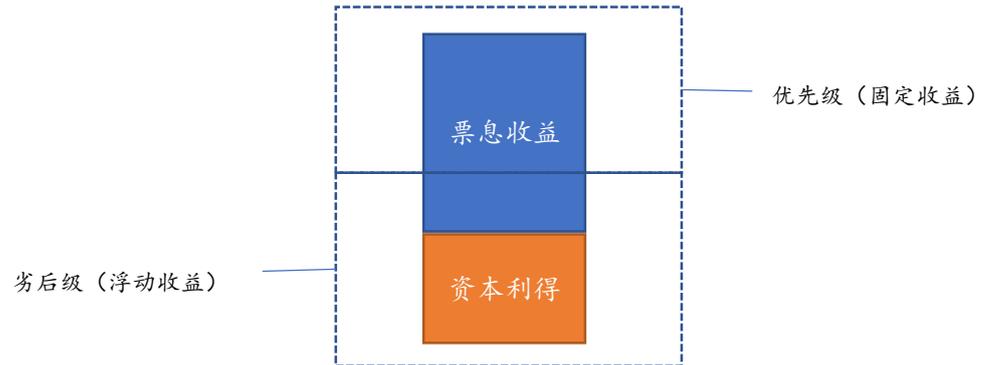
- 《美联储的面子和里子: 欲言又止的美国加息》
2023.03.23
- 《风险的错位时空: 瑞信是第二张多米诺骨牌》
2023.03.22

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

同业杠杆本身是一种收益分摊机制。资金融出者是优先级，其所获得的是一个固定且几乎不影响流动性的短期收益；资金融入者则是劣后级，其除了获得所配债券资产剩余的票息收益之外，也可以享受可能出现的资本利得收益，与此相对应的是，劣后级需要承担未来可能出现的流动性风险。

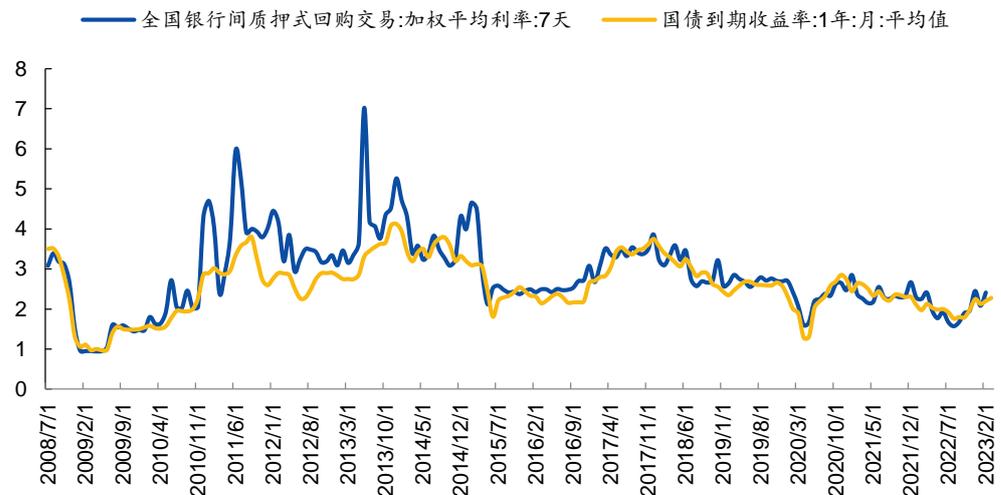
图 1：同业杠杆收益分摊机制



资料来源：wind，国元证券研究所

现实中，优先级往往是银行，而劣后级往往是非银。其具体机制是：银行融出短期资金，非银配置长期资产，有了这个从短到长的资金运输通道，广义收益率曲线才会被压得相对平坦。譬如，7 天期质押式回购利率经常会高于 1 年期国债收益率的水平，这个结构从理论上来说高度不稳定，但正是因为银行受制于各种监管，不能大量配置长期资产，而非银又身处厮杀激烈的市场，必须配置长期资产，这个偏平的曲线才能稳定地持续下去。

图 2：广义收益率曲线平坦稳定的具体机制



资料来源：wind，国元证券研究所

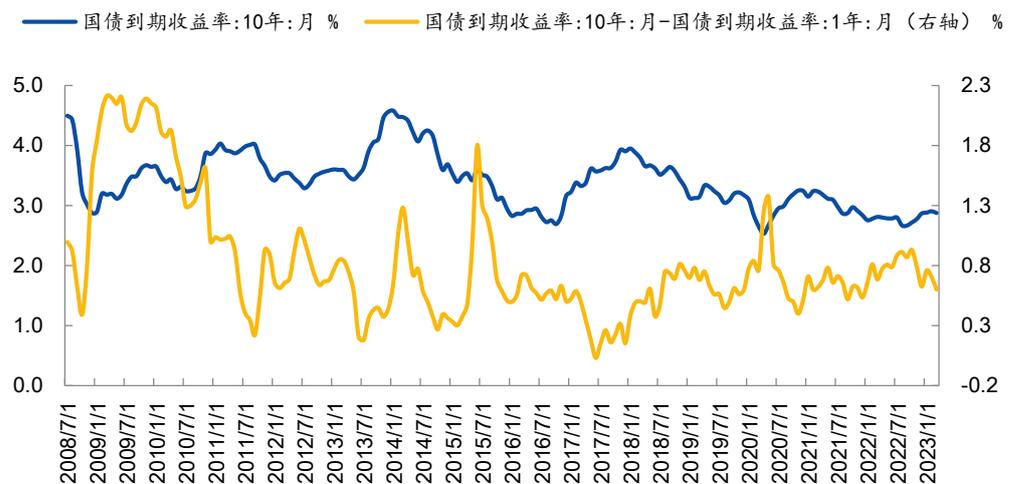
如果同业杠杆受限的话，那收益率曲线不会这么低，也不会这么平。

1) 商业银行是不能完全把用于拆借的资金拿来配债的。即使对于风险极低的国债来说，商业银行把同业资产置换成国债资产势必会拉长资产久期，虽然这有利于商品银行控制资产充足率，但是关乎流动性的监管指标（LCR、NSFR）会因此而恶化，因此，若拆借链条被切断，商业银行大量原本用于拆借的资金，只能暂时作为现金形式被搁置下来，对于债券需求来说，应该是净损失的。

2) 在缺少资金拆借的市场中，长端收益率的活性是下降的。正如上文所说，有了这个拆借链条，才能把银行中的短期资金运到非银的手里，从而配置长期债券，如果这个链条不存在，大量流动性会堆在银行，银行会超配短端债券，而非银会缺负债，长端债券则会欠配，因此，切断这个链条，也是个收益率曲线陡峭化的过程。

这个过程一般会分为两步。其一是非银资产负债表收缩的过程，在此过程中，银行会减少甚至停止拆借，这时非银需要大量平头寸，在这个挣扎的过程中，短端利率率先上升，利率债往往走出熊平行行情；其二是非银开始甩卖长端资产的过程，这会导致利率债的行情变成熊陡。回顾历史，在监管高度影响流动性的经验中，债券收益率曲线都是先平后陡的（如 2013、2016 年）。

图 3：同业杠杆受限对债券收益率曲线的影响

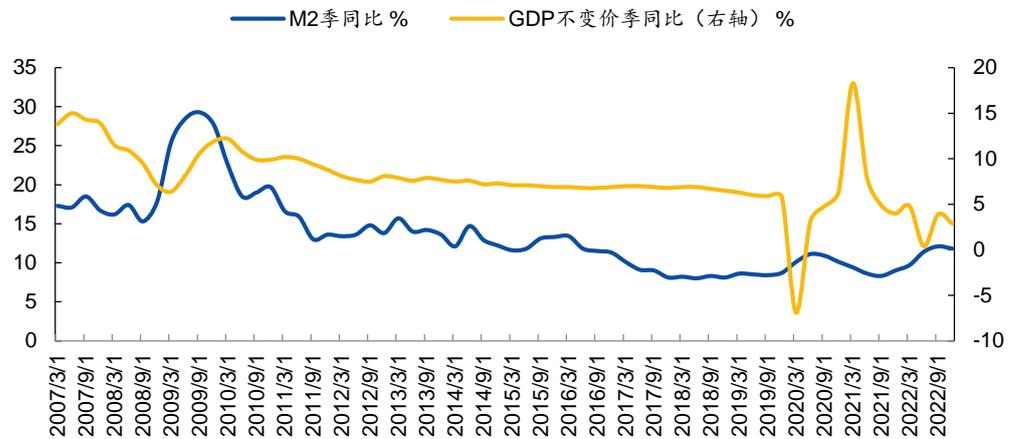


资料来源：wind，国元证券研究所

在这个时间点，同业杠杆的监管是有一些宏观基础的。

1) 经验上，强监管容易发生在 M2 上升比 GDP 更加陡峭的环境下（如 2013、2015-2016）。这个宏观组合意味着：货币政策注入了大量的流动性，但这些流动性没有相应进入实体建设领域，那么，这些剩余流动性自然可能脱实就虚、推升金融杠杆，于是，监管随之而来。

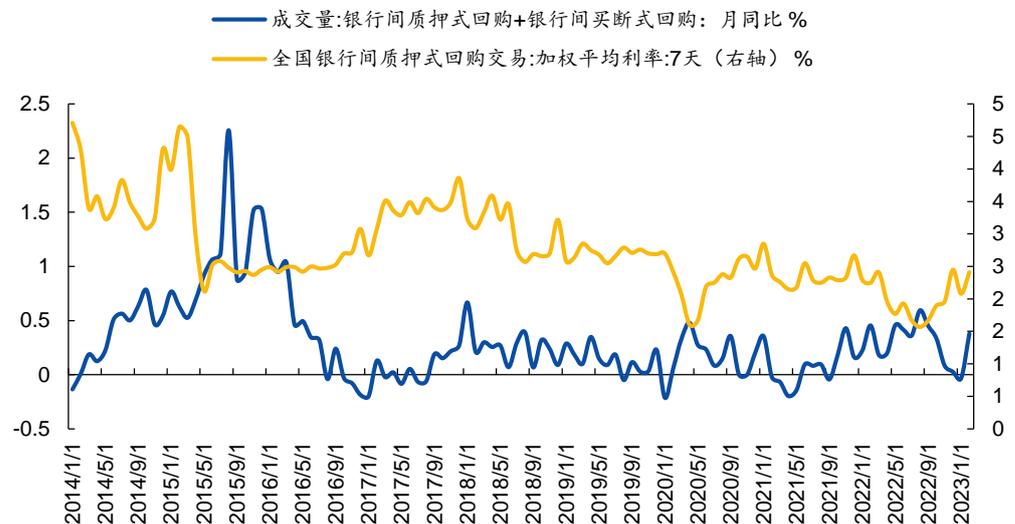
图 4：同业杠杆监管的宏观基础



资料来源：wind，国元证券研究所

2) 边际上，这个风险的确不能不防。今年年初以来，回购规模出现了一些加速度，而就过去来看，当利率下行引致回购加速时，这个杠杆增加是自然而然且良性的，但当回购加速和利率上行相并而来时，资金面的微观动向是值得警惕的。当前在利率总体走高的背景之下，所发生的回购加速似乎印证了一些杠杆在主动增加的迹象。

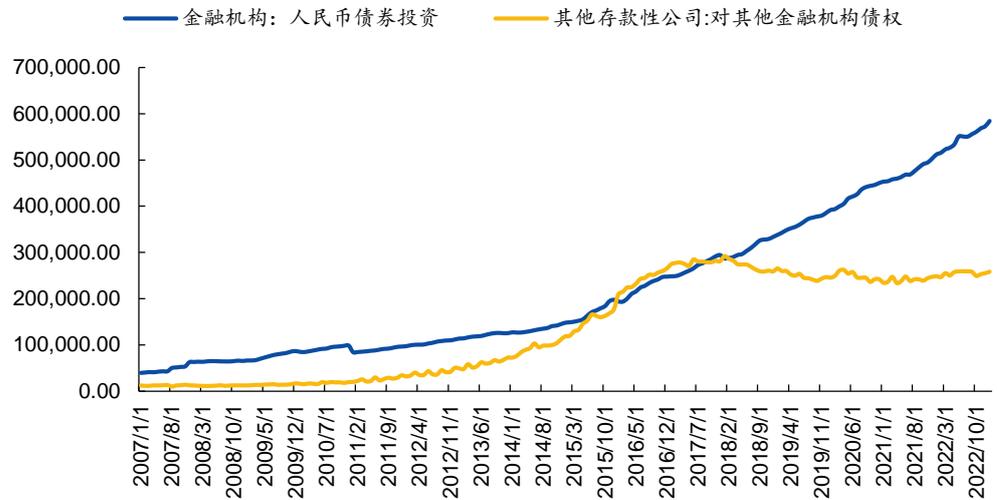
图 5：当前金融杠杆风险需要防范



资料来源：wind，国元证券研究所

但总体上，金融杠杆已经不会出现过度上升，因此，即使存在更严的监管，其所引起的流动性结构的变化应该是适度的。至少可以看到的是，资管新规之后，银行在逐步平稳向非银输送资金的速度，相应地，几乎全部资金增量全都直接投向基础资产（债券），这已经是个债券资产在逐步替换同业资产的过程，正因为此，目前的杠杆虽然边际上可能在往上，但其实所引起的流动性隐患不算大。

图 6：严监管引起的流动性结构变化是适度的



资料来源：wind，国元证券研究所

我们要关注利率债后续行情的不确定性。监管是一个强变量，监管所引起的货币流通速度的变化，理论上会在一段时间之内成为利率债行情的主导项。如果监管出现，这时至少一段时间之内，收益率会面临持续上升的风险。当然，现在的关键问题仍然是，偏脆弱的经济基本面和大量剩余流动性，政策认为哪个是主要矛盾。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188