

谨慎推荐（维持）

## 证券行业事件点评

风险评级：中风险

监管层快速出手，打通破流动性困局

2019年6月19日

李隆海（SAC 执业证书编号：S0340510120006）

电话：0769-22119462 邮箱：LLH@dgzq.com.cn

研究助理：许建锋 S0340519010001

电话：0769-22110925 邮箱：xujianfeng@dgzq.com.cn

## 事件：

6月17日，全国银行间同业拆借中心、中央结算公司、上海清算所相继发布债券回购违约（担保品违约）处置业务实施细则。6月18日，监管召集国有大行和部分券商开会，鼓励国有大行为大型券商融资，支持大型券商扩大向中小非银机构融资。

## 点评：

- **流动性紧张向非银机构传导。**由于个别金融机构出现信用风险后，银行风险偏好快速下行，导致中小银行同业存单发行困难，导致中小银行向大银行融资渠道受阻。而非银机构主导的结构化发行的债券的质押式回购业务的主要交易对手方为中小银行，中小银行在市场恐慌情绪及流动性紧张情况下，对债券质押回购业务逆回购方（非银机构）实力及质押券的信用评级提出更高要求，导致非银机构该项业务出现质押回购滚动续借困难的情况。若债券质押回购滚动续借不畅，则该业务中的正回购方交易对手方（主要为中小银行）将遭受资金损失，发债企业则出现兑付危机，不利于信用向实体扩张。若任由发展，将引发系统性风险，因此监管层快速实施有效措施，以阻断风险传递。
- **打通流动性困局，稳定市场情绪。**为解决近期流动性困局，监管层快速出手：2019年6月14日，央行宣布增加再贷款和SLF额度共计3000亿元，以支持中小银行流动性需求；2019年6月17日，全国银行间同业拆借中心、中央结算公司、上海清算所相继发布债券回购违约（担保品违约）处置业务实施细则，通过匿名拍卖质押债券等市场化机制快速回笼资金，为高效解决回购违约问题提供指导，增强中小银行融资资金的信心；2019年6月18日，监管召集国有大行和部分券商开会，鼓励国有大行为大型券商融资，支持大型券商扩大向中小非银机构（中小券商、公募基金）融资，让头部券商取代部分中小银行，成为打通流动性从银行到达非银机构的桥梁。预期上述措施将有效消除市场恐慌情绪，解决银行-非银机构间债券质押业务的融资困难，阻断债券违约的风险传导。
- **券商承担“最后贷款人”角色。**造成本次非银机构流动困局表层原因一是中小银行流动性紧张，银行风险偏好降低；二是结构化发行的资管产品持有单一债券集中度高，风险不够分散；三是部分发债企业信用评级较低。而更深层原因则是债券回购质押市场缺乏充当“最后贷款人”或“中央交易对手”角色的机构，而2019年6月18日监管召集国有大行和部分券商的会议，本质是通过大银行对头部券商提供融资支持，利用头部券商在结构化发行债券资管产品方面丰富的风险管理经验，充当非银机构市场“中央交易对手”，为债券质押融资提供流动性支持。而充当“中央交易对手”的券商将增加一定的业务风险，但有6大银行提供支持，业务风险可被对冲。
- **投资建议。**推荐受益于流动性风险缓解的中小券商，及科创板收益大、业绩弹性强、估值合理的大型券商，建议关注中信证券（600030）、华泰证券（601688）、海通证券（600837）及东吴证券（601555）。

- **风险提示。**流动性风险持续，科创板推出进度不及预期，宏观经济超预期下滑，股基成交量大幅萎缩，中美贸易摩擦超持续恶化。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn