

研究所

证券分析师：  
021-60338120樊磊 S0350517120001  
fanl@ghzq.com.cn

## 买同业存单需要什么信仰？

## ——柠檬市场与金融供给侧改革系列（一）

## 投资要点：

## 相关报告

《2019年下半年宏观经济展望：财政归来》  
——2019-06-17

《人口与去库存政策拐点之后的地产需求初探 2：居民部门加杠杆之路通向何方？》  
——2019-05-06

《人口与去库存政策拐点之后的地产需求初探：梦想能否照进现实？》  
——2019-03-18

《2月经济数据前瞻：经济增速仍然下行但预期改善》  
——2019-02-28

《论2019年经济的拐点：中国经济会出现资产负债表型衰退吗？》  
——2019-01-23

- **柠檬市场可能是观察包商银行事件和中国金融供给侧改革的一个有意义的视角。**包商银行被接管并打破同业刚兑被市场视作中国金融供给侧改革的拉开序幕和正式落地。我们认为从柠檬市场和信息不对称的理论可能提供了对于相关事件进行深度分析一个有益视角。我们用在包商事件前后银行同业存单市场上发生的变化作为我们系列报告第一篇的主题。
- **同业存单发行成谜。**同业市场的刚兑打破意味着市场需要有关中小银行信用方面高质量的信息才能完成定价和交易，然而这样的信息整体缺失，这导致了包商被接管后银行间市场流动性的急剧萎缩。在政府实施救助之后，目前大部分同业存单能够发行却有少数银行发行存单困难的现象颇为令人费解。如果说刚兑信仰恢复，为什么少数银行被排除在外？如果说已经在按照信用定价，目前看信息披露的改善似乎又微乎其微。
- **倒数第二名及以上刚兑信仰？**我们提出一个假说来解释上述谜团：银行间市场似乎相信为了避免系统性金融风险，即使打破刚兑政府业可能只会让金融机构一个一个的被接管。这意味着除了处在倒数第一位置上候选的少数机构之外，其它机构都是安全的，即倒数第二名及以上存在刚兑信仰。我们假说的几个推论与现实比较吻合。
- **市场可能低估了打破银行刚兑的复杂性。**如果我们的假说是正确的，这可能意味着在市场无法恢复完全刚兑信仰的情况下，是否会出现更多的银行被接管以及新的流动性冲击的风险是值得关注的。打破银行刚兑的复杂性不宜低估。此外，政策制定者可能需要尽早提出包括改善信息披露等一系列举措，否则金融业向头部集中的压力可能比市场一致预期的水平更高——而这种情况与金融供给侧改革所希望的目标并不完全一致。

风险提示：经济、地产下滑及中美关系恶化超预期，政策不达预期

## 内容目录

1、 引言： If it is correct, economics would be different .....	4
2、 同业存单发行之谜.....	6
2.1、 包商事件改变对于银行信用信息的需求 .....	6
2.2、 信息质量、流动性风险与政府救助 .....	7
2.3、 同业存单发行之谜.....	8
3、“倒数第二名及以上刚兑信仰”的假说和验证.....	11
3.1、 假说的提出.....	11
3.2、 推论一：很快会有新银行面临信用违约的风险 .....	11
3.3、 推论二：风控实质上按照接管风险决定黑白名单.....	12
3.4、 推论三：大多数银行的信用风险溢价上升有限 .....	12
4、 银行业金融供给侧改革的中期挑战 .....	15
4.1、 市场的两种可能认知 .....	15
4.2、 银行业金融供给侧改革的中期挑战 .....	15
5、 风险提示： .....	16

## 图表目录

图 1: 阿克洛夫和耶伦.....	4
图 2: 我国同业存单市场的规模 (亿元) .....	6
图 3: 同业存单单日发行额 (亿元) .....	7
图 4: 5 月 24 日之后国债利率短期走高.....	8
图 5: 发行同业存单的 348 家银行评级分布 .....	13
图 6: 不同信用风险同业存单余额占比 .....	13
图 7: 近期各种评级银行 3 月存单利率与 AAA 银行之差.....	14
图 8: 次贷危机期间美国银行间市场风险溢价大幅上升 .....	14

## 1、引言：If it is correct, economics would be different

上个世纪 60 年代末，年轻的美国经济学家乔治·阿克洛夫完成了一篇题为“柠檬市场”的论文。他提出在“柠檬（在英文中柠檬的另一个意思是次品）市场”中，买卖双方信息不对称导致的逆向选择会使得市场萎缩和消失。

他用一个二手车（二手车市场存在大量的次品）市场来说明他的理论：如果一个二手车市场上最好的二手车价值 1 万美元，最差的价值 1 美元，在买方无法核实二手车的质量，那么一个比较合理的方法是出价 5000 美元撞运气。但是卖家对于自己车的质量是非常清楚的，这种情况下，市场上所有高质量（高于 5000 美元）的汽车全都会停止出售，而买家买到的全都是低质量（5000 元以下）的汽车。很快买家发现市场上只有更低质量的二手车，就会把自己的出价降低到 2500 美元，然后又挤出相对好一些的卖家（2500-5000 美元之间的汽车），这个循环最终会以市场的彻底消失而终结。这种信息不对称下的市场萎缩和消失被称为“柠檬效应”。

包括《美国经济学评论》在内的三家顶级经济学期刊拒绝刊登这篇论文，其中两家认为这个发现不是很重要，而《政治经济学》的编辑则恰恰相反，他评论说：“if it is correct, economics would be different”，当然，他觉得文章结论肯定是错的。

最终，阿克洛夫的文章 1970 年在另一家顶级的学术期刊《经济学季刊》上发表并且产生了革命性的影响。31 年以后，他因为这篇论文获得了诺贝尔经济学奖；在此期间，他还娶了珍妮特·耶伦做夫人——后者在 2014-2018 年担任美联储主席。从时间序列的分析上来看，阿克洛夫在发表论文之后就基本上走上了当上“大牛人”迎娶“白富美”的人生道路。

图 1：阿克洛夫和耶伦



资料来源：《华尔街见闻》，国海证券研究所

这篇《柠檬市场》为题的论文对我们如何认识这个世界乃至更好的改善这个世界产生深远影响。围绕着如何在市场交易中如何解决信息不对称的问题，经济学家们对于许许多多的社会现象提出了更深层次的解释，从效率工资到品牌效应。

而柠檬市场的视角也为我们如何看待包商银行被接管以及正在揭开大幕的中国金融供给侧改革提供了一个基础的视角.....

让我们从银行们发行的同业存单说开去.....

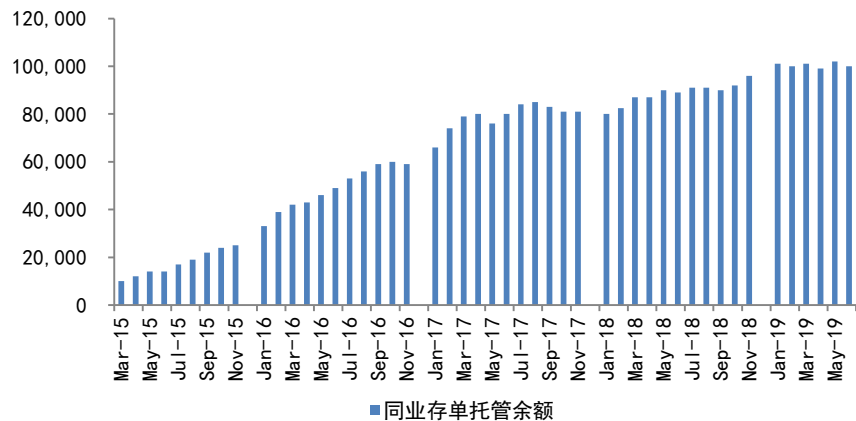
## 2、同业存单发行之谜

同业存单市场是中小银行获得资金来源的重要渠道。在大量中小银行信息披露质量较差的情况下，包商银行被接管之后因为刚性兑付信仰的打破，同业存单市场的成交一度大幅萎缩。中央银行实施救助之后，同业存单市场的交易逐步恢复。然而，现在的情况是虽然大多数中小银行可以顺利发行存单，也有少数银行存单发行极其困难。如果说隐性担保的信仰卷土重来，为什么没有“普渡众生”？如果说市场在依据风险进行重新定价，我们似乎也没有看到信息披露质量改善的迹象。

### 2.1、包商事件改变对于银行信用信息的需求

在我国，中小银行（城商行、农商行以及其它更小的商业银行）在普通存款之外，一般而言也依赖银行间的短期融资来实现资产扩张；通常而言，这些短期资金从银行间市场募集起来之后就会为更长期限的债务融资提供支持，例如用于投资较长期限的债券乃至发放贷款。换句话说，在银行间市场上，中小银行需要不断的借入和偿还短期融资，而大型银行则是这些资金的融出方。在过去，这个市场上一直存在着政府的隐性担保——出资的一方相信债务的偿还基本没有风险，因为政府会最后兜底。而中小银行在同业市场上融资的主要方式就是发行同业存单。

图 2：我国同业存单市场的规模（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

5月24日人民银行、银保监会联合发布接管包商银行并拒绝100%的兑付包商银行的同业负债之后，政府在金融同业市场上的隐性担保被打破了。这意味在同业存单的市场上，商业信用（中小银行自身的信用）取代了政府信用。

从“柠檬市场”的理论来看，这也意味着同业存单市场上对于评估中小银行资产质量的信息有了完全不同的需求。在刚性兑付的情况下，交易对手的信用风险并不重要，也没有太大必要搜集相关信息；然而包商银行被接管之后，如果没有充分、真实的信息有效评估对手的信用风险，在银行间同业市场上不仅仅不能够实现有效定价，而且会出现急剧的信用萎缩——信息披露不够透明的中小银行会难以借新还旧，将面临被迫抛售资产还债的压力。而考虑到这些银行所持有的资产

有一部分可能是期限较长、流动性较差的资产，如果短期难以套现，那么就会出现信用违约。

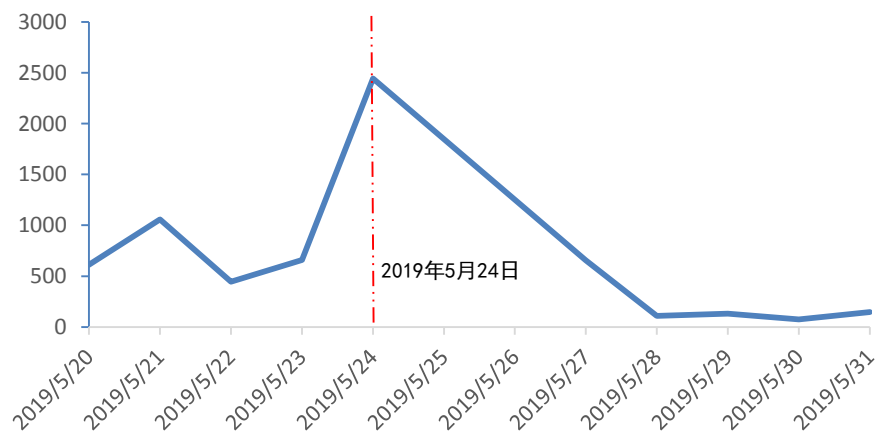
## 2.2、信息质量、流动性风险与政府救助

然而，大多数中小型银行缺乏足以评估自身信用风险的充分信息：

- 上市银行与在银行间市场发行存单、债券的银行都需要披露年报。而与包商银行类似没有公布 2018 年业绩报告的银行有 19 家之多。
- 一些不需要公布常规年报的小型银行不良贷款率可能更高，而且具体的信息非常不透明。例如审计署 2019 年第 1 号公告显示仅仅在河南省，就有 42 家商业银行贷款不良率超过 5%警戒线，其中超过 20%的有 12 家，个别商业银行贷款不良率超过 40%，而并没有披露这些银行的名称。
- 更重要的是即使一些银行披露数据，其数据质量也可能存疑。如香港上市的锦州银行的审计机构安永近期宣布辞职。此前安永发现，该行向机构客户发放的某些贷款的实际用途与所宣称的用途不一致。审计署 2019 年 1 号公告也显示“7 个地区的部分地方性金融机构存在……掩盖不良资产等问题。”

如同阿克洛夫的理论所预见的，信息不对称的情况下，对中小银行提供流动性支持的银行同业存单市场急剧萎缩。事发前一周（5 月 20 日-24 日）同业存单发行量 5249 亿元，发行成功率 85%，代表中小银行的 AA+及以下存单发行成功率 66.9%。事发后的第一周（5 月 27 日-31 日）同业存单发行量锐减至 1117 亿元，成功率仅为 59%，AA+级存单发行成功率仅为 38%，评级 AA+以下的存单发行成功率更是低于 20%。在二级市场上，AA+及以下的存单被大幅抛售。

图 3：同业存单单日发行额（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

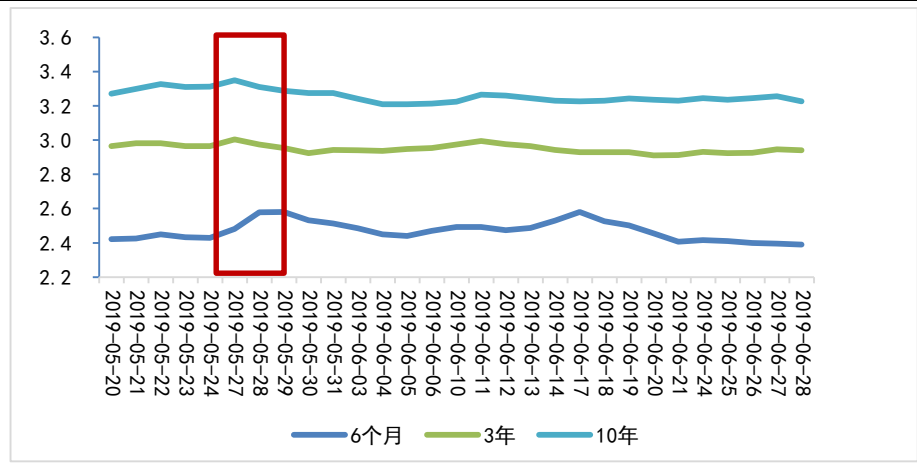
因此，中小银行出现了比较明显的流动性紧张，它们被迫抛售高流动性的资产偿还债务（去杠杆），以避免违约。

- 利率债市场出现了明显的抛盘和资产价格下跌



- 一些银行大量赎回货币市场基金(这些基金广泛的投资于利率债、银行同业存单等品种), 货币市场基金的发行规模出现了明显的下降

图 4: 5 月 24 日之后国债利率短期走高



资料来源: Wind, 国海证券研究所

然而抛售高流动性资产获得的流动性也很快在偿还到期同业存单中耗尽,进一步的救助仍属必要。监管部门被迫采取行动——既包括信用方面的支持,也包括真实资金的投放:

- 6 月 2 日, 人民银行发言人接受访问时表示, “市场上有人担心, 接管包商银行后, 是否会有其他机构也被接管, 请大家放心, 目前还没有这个打算。”
- 6 月 10 日, 锦州银行最新一期 CD 由支持工具提供信用增进。支持工具是由人民银行再贷款提供资金, 由专业机构进行市场化运作, 通过出售信用风险缓释工具等多种增信方式为相关融资主体提供债券融资支持的工具
- 2019 年 6 月 14 日央行增加再贴现额度 2000 亿元、常备借贷便利额度 1000 亿元, 加强对中小银行流动性支持。中小银行可使用合格债券、同业存单、票据等作为质押品, 向人民银行申请流动性支持——抵押品的范围显著扩大, 为未来救助也提供了操作空间。
- 6 月 17 日第二次实施对中小银行实行较低存款准备金率政策还释放了约

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\\_11152](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11152)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn