

同业存单利差面面观

——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 15 期

摘要

从期限利差的角度来看，同业存单期限利差收窄，曲线形态更为平坦；从不同类型机构同业存单发行利率的利差来看，股份行长期限同业存单发行利率优势回升；从同业存单与其他投资品种的比价关系来看，目前同业存单的性价比相对较低，但有所回升；从同业存单发行的期限机构上来看，长期限占比仍较高，但结构有所调整。

上周公开市场有 500 亿元逆回购和 1560 亿元 MLF 到期，央行超量续作 2000 亿元 MLF；5 月 15 日，县域农商行降准第一次操作实施落地，释放资金约 1000 亿元。

本周资金面有望保持平稳。本周公开市场无逆回购到期，税期高峰因节假日影响顺延至本周初，流动性将受到一定扰动。央行大概率通过公开市场操作适度投放流动性，继续维持流动性合理充裕，资金面有望整体保持平稳。

关键词：同业存单利差

宏观研究部

赵艳超

分析师

电话：021_22852649

邮箱：880223@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

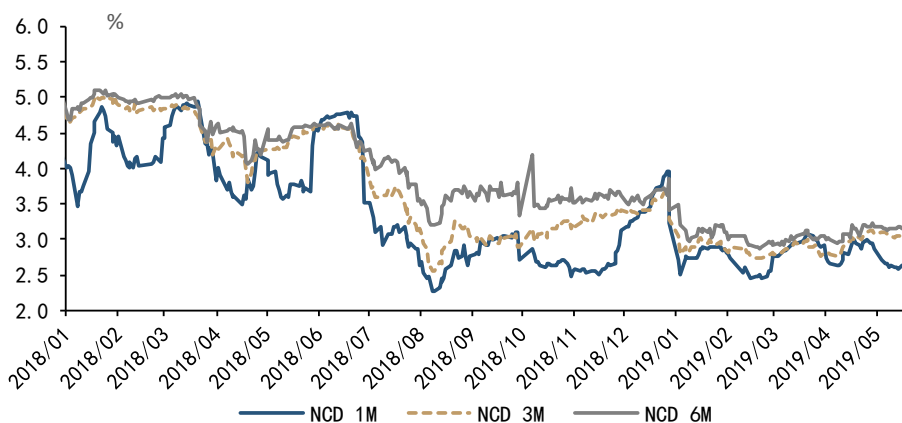
图表目录

图表 1	同业存单发行利率总体保持低位震荡	3
图表 2	2019 年以来同业存单发行量同比负增长	3
图表 3	2019 年以来同业存单期限利差收窄明显	4
图表 4	股份行与城商行、农商行 1 年期同业存单利差	4
图表 5	股份行与城商行、农商行 6 个月同业存单利差	5
图表 6	股份行与城商行、农商行 3 个月同业存单利差	5
图表 7	短期融资券（AAA）与同业存单利差走势	6
图表 8	4 月份同业存单余额明显下降	6
图表 9	同业存单发行期限结构	7
图表 10	2019 年以来同业存单发行加权期限基本平稳	7
图表 11	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）	8
图表 12	央行逆回购投放与回笼	8
图表 13	央行逆回购余额走势图	9
图表 14	央行逆回购加权平均操作期限与利率	9
图表 15	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况	10
图表 16	主要货币市场基准利率走势	11
图表 17	资金利率曲线形态变化图	11
图表 18	流动性分层	11
图表 19	各类投资工具收益率比较	12
图表 20	同业存单净融资额与发行利率走势图	12
图表 21	主要票据利率走势图	12
图表 22	3 个月理财收益率（分机构）	13
图表 23	主要利率互换品种收益率走势图	13
图表 24	本周各类工具到期一览（亿元）	14
图表 25	本周主要流动性影响因素前瞻	14

一、核心观点综述

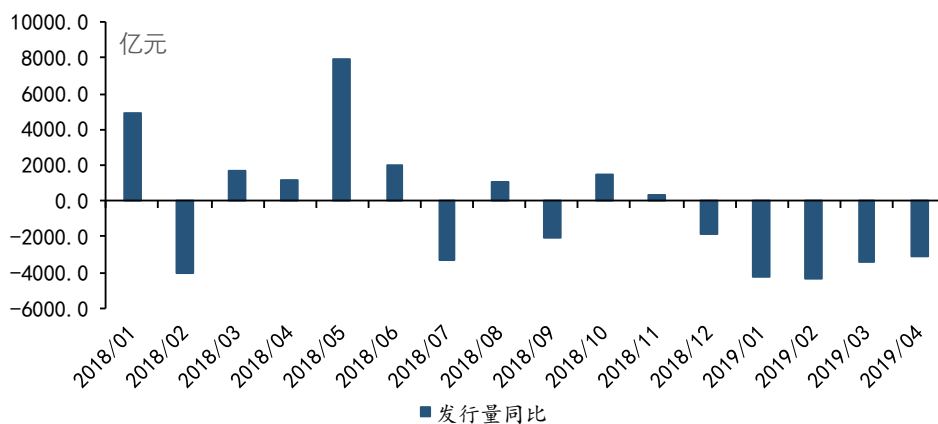
2019 年年初以来，银行间流动性保持合理充裕，同业存单发行利率在年初快速下行后，整体上维持了低位震荡运行的态势，但是曲线形态变得更为平坦，在利差方面出现了一些微妙的变化；同业存单余额整体保持平稳，但发行规模同比下降明显。本文将针对上述现象展开分析。

图表 1 同业存单发行利率总体保持低位震荡



资料来源：WIND，兴业研究

图表 2 2019 年以来同业存单发行量同比负增长

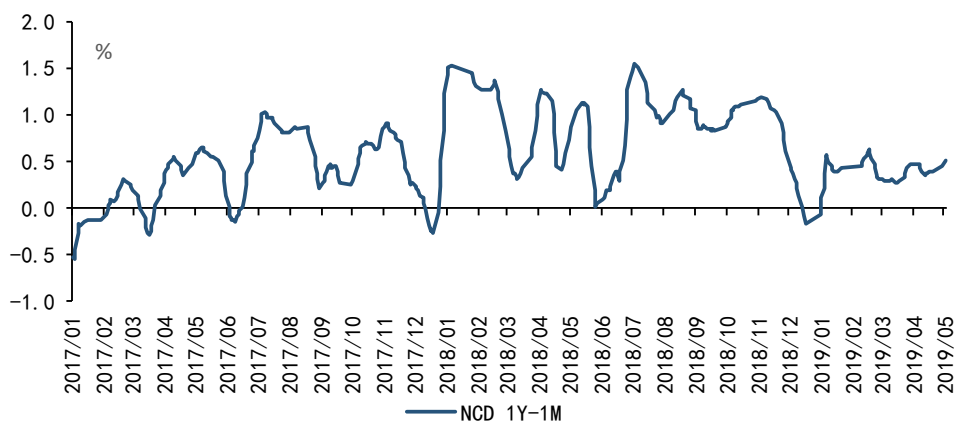


资料来源：WIND，兴业研究

首先，从期限利差的角度来看，相较于 2018 年，2019 年以来期限利差收窄明显。2018 年同业存单的期限利差有所走扩。我们曾在发布于 2018 年 11 月 11 日的报告《NCD 利率曲线为何陡峭化》中指出，同业存单期限利差走扩的一个原因是“流动性新规”的影响。在“净稳定资金比例（NSFR）”的计算过程中，中央银行和金融机构提供的剩余期限在 6 个月到 1 年的融资适用 50% 的折算系数，而中央银行和金融机构提供的剩余期限在 6 个月以内的融资所适用的系数为 0%，“流动性新规”的有关要求会促使银行更倾向于发行长周期的同业存单，提高期限利差。

2018 年下半年及 2019 年初央行通过降准的方式投放流动性，低成本中长期资金的释放有助于降低这一利差。考虑到央行行长易纲在今年两会记者会上曾表示“降准还有一定空间，但比起前几年小多了”，期限利差进一步收窄的空间或也较为有限。

图表 3 2019 年以来同业存单期限利差收窄明显



资料来源：WIND，兴业研究

其次，从不同类型机构同业存单发行利率的利差来看，股份行长期限同业存单发行利率优势回升。我们考察了 1 年期、6 个月和 3 个月股份行与城商行、股份行与农商行同业存单发行利率的利差。结果显示，虽然当前同业存单发行利率的机构利差处于历史低位，但是长期限机构利差回升较为明显。

具体而言，2019 年以来，1 年期股份行与城商行、农商行的同业存单利差在年初快速下行后，2 月份以来回升明显。目前，1 年期城商行-股份行同业存单利差接近 20bp，农商行-股份行利差为 25bp 左右，历史分位数均接近 40%。

图表 4 股份行与城商行、农商行 1 年期同业存单利差

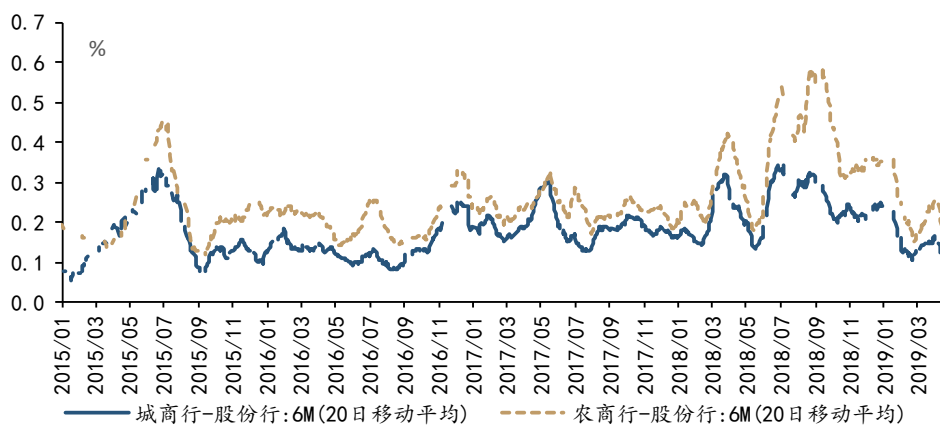


资料来源：WIND，兴业研究

3 个月和 6 个月期限机构利差在阶段反弹后再次回落。目前，6 个月城商行-股份行利差为 10bp 左右，历史分位数仅为 12%；6 个月农商行-股份行利差请务必参阅尾页免责声明

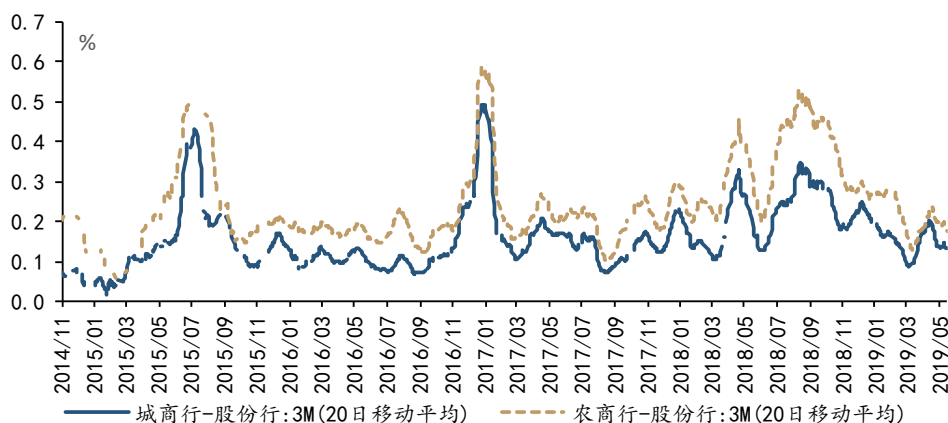
为 15bp 左右，历史分位数仅为 2%；3 个月城商行-股份行利差为 13bp，历史分位数为 43%；3 个月农商行-股份行利差为 18bp，历史分位数为 25%。

图表 5 股份行与城商行、农商行 6 个月同业存单利差



资料来源：WIND，兴业研究

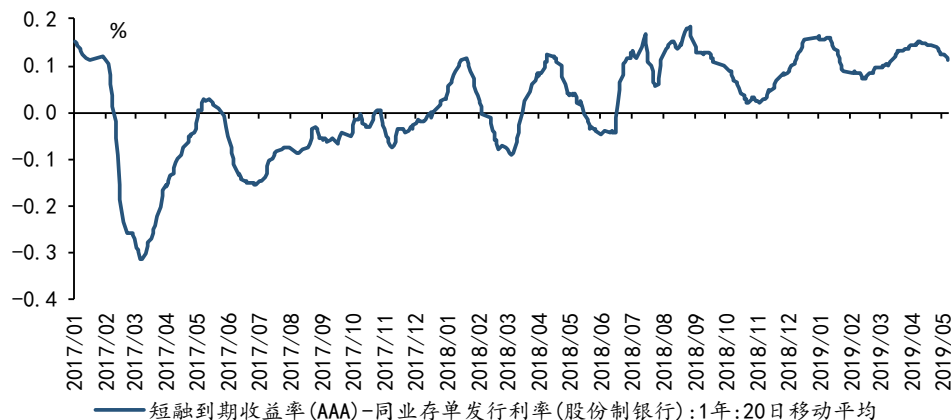
图表 6 股份行与城商行、农商行 3 个月同业存单利差



资料来源：WIND，兴业研究

再次，从同业存单与其他投资品种的比价关系来看，目前同业存单的性价比相对较低，但有所回升。我们以同业存单和短期融资券的比较为例，目前，1 年期短融到期收益率（AAA）与股份行同业存单发行利率的利差约为 10bp 左右，历史分位数为 86%，处于历史较高水平。但是我们也注意到，这一利差水平自 4 月份以来已经有所修复。考虑到目前 1 年期 MLF 操作利率为 3.30%，若 1 年期同业存单发行利率向政策利率回归，则利差有进一步修复的可能。

图表 7 短期融资券（AAA）与同业存单利差走势

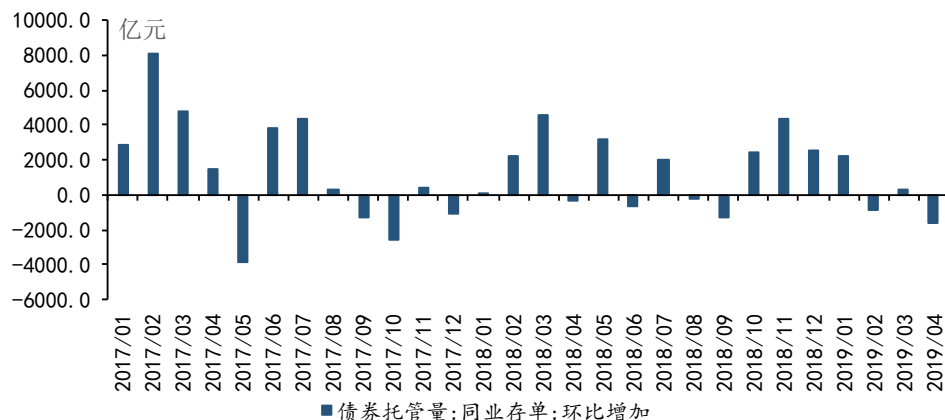


资料来源：WIND，兴业研究

2019 年以来，由于同业存单发行利率低位运行，投资价值有所下降，部分投资者有减持同业存单的动力。货币基金一直是同业存单最主要的持有者，根据 2019 年第一季度货币基金报告来看，货币基金明显减持同业存单，并增持短期融资券资产。这也印证了我们上面的分析。

此外，4 月份，同业存单余额环比减少 1568 亿元，这或也表明，同业存单利率低位震荡运行、性价比较低，可能导致资产需求端的萎缩。

图表 8 4 月份同业存单余额明显下降



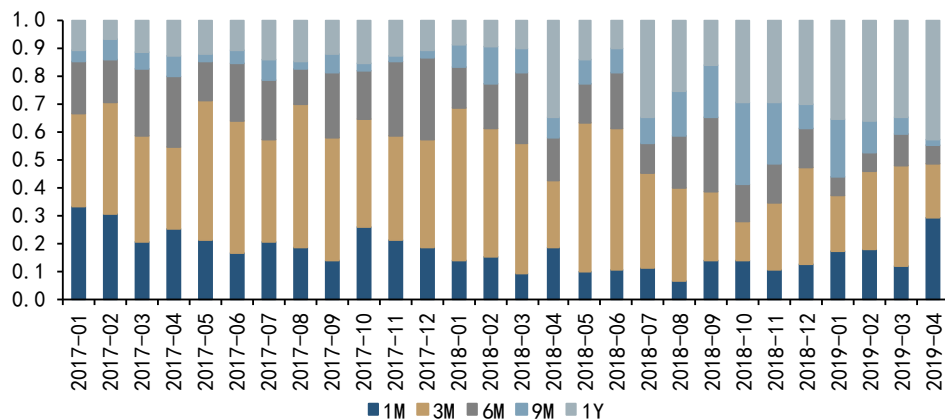
资料来源：WIND，兴业研究

由于同业存单利率低位震荡运行、性价比下降，同业存单的规模增速放缓，4 月份出现了明显的负增长。那么，在整体规模增速放缓的情况下，同业存单的发行结构有何变化呢？

从同业存单发行的期限机构上来看，长期限占比仍较高，但结构有所调整。受“流动性新规”的影响，2018 年下半年以来，发行机构对 9 个月和 1 年期同业存单的需求增加。因此 2018 年下半年期长期限同业存单发行占比较之前有明显提升。进入 2019 年以来，长期限存单占比依然较高，但是结构有所调整。具体而言，9 个月期限的存单发行量占比下降；1 年期的占比较为稳定，高于去

年下半年水平。

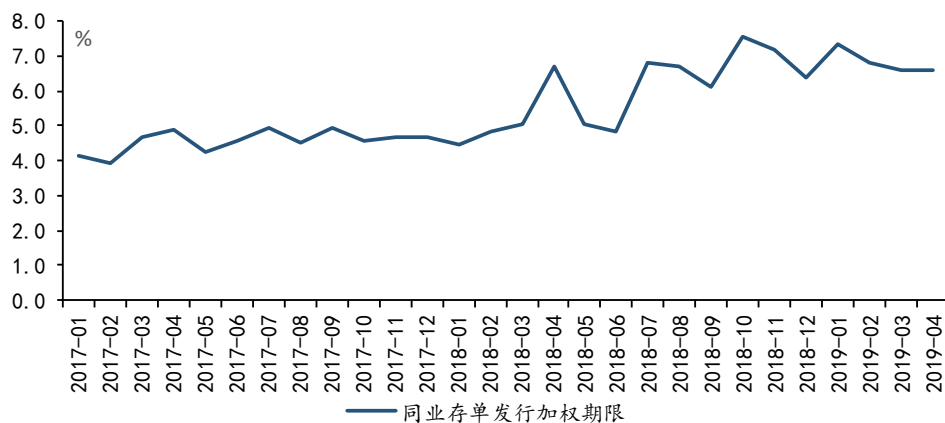
图表 9 同业存单发行期限结构



资料来源：WIND，兴业研究

更进一步，我们对全市场同业存单的发行期限进行了加权处理。处理结果显示，年初以来，同业存单发行加权期限小幅缩短，但是基本保持平稳。这或许表明，发行机构对于长期限的同业存单的需求目前基本进入了一个相对稳定的水平。

图表 10 2019 年以来同业存单发行加权期限基本平稳



资料来源：WIND，兴业研究

二、政策操作追踪

上周公开市场无逆回购到期，周中有 1560 亿元 MLF 到期，央行开展 2000 亿元 MLF 操作，利率 3.30%，公开市场实现净回笼 60 亿元。截至上周末，逆回购余额降至 0 亿元。从 2019 年 5 月 15 日开始，人民银行对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率，分三次实施到位，首次实施释放资金约 1000 亿元。

上周央行公开市场净回笼 60 亿元（图表 11）；截至上周末，逆回购余额将至 0 亿元（图表 13）。

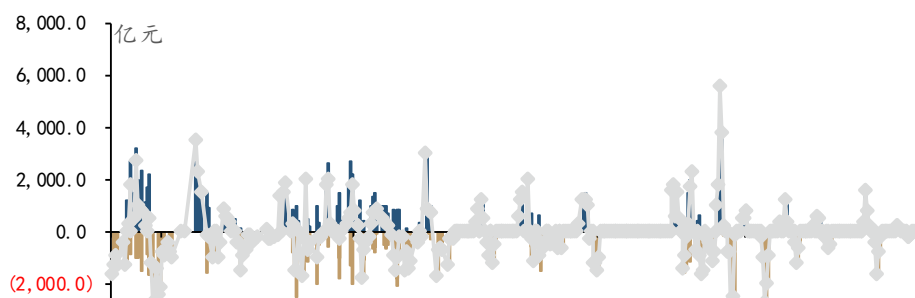
图表 11 上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）

工具	操作/发行量	到期量	净额	操作利率 (%)	利率变动 (bp)
7D	-	500	-500	-	-
逆回购 14D	-	-	-	-	-
28D	-	-	-	-	-
63D	-	-	-	-	-
逆回购加权	-	-	-	-	-
MLF	2000	1560	440	3.30	0
国库现金定存	-	-	-	-	-
同业存单	5307.00	4108.20	1198.80	-	-
地方债	645.20	319.03	326.17	-	-

注：操作利率专指央行操作利率。

资料来源：Wind，兴业研究

图表 12 央行逆回购投放与回笼



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_12419

