



广义流动性缺口主导： 2021年同业存单市场展望

■ 2018年以来，以社融-M2剪刀差衡量广义流动性缺口，与同业存单利率显著正相关。当这一缺口走阔时，意味着资金需求的上升快于供给，商业银行负债端压力增加，对利率造成上行压力，作为商业银行负债来源的同业存单利率也相应上行。

■ 以2018年为分界，同业存单利率与广义流动性缺口之间的相关性由弱转强，很大程度上折射出同业存单市场由资产驱动到负债驱动的格局变化。2015至2016H1，宽松的流动性催生了以同业存单为枢纽的金融机构无风险套利行为，投资需求推动同业存单量升“价”跌，存单利率与广义流动性缺口负相关。2016H2至2017H1，金融去杠杆导致同业业务受限，商业银行面临负债端缺口叠加刚性再融资需求，存单量“价”齐升，存单利率与广义流动性缺口弱正相关。2017H2，金融严监管叠加流动性收紧使得存单投资受到显著制约，存单量跌“价”升，存单利率与广义流动性缺口再度背离。2018年以来，广义流动性缺口与存单利率的同步下行/上行均由商业银行负债缺口收窄/走阔驱动，两者呈现强正相关关系。2020年，存单利率拐点与广义流动性缺口的拐于5月同步出现。

■ 从市场微观结构看，同业存单发行逐步转向由国股行主导，特别是国有行由存单的净买入方转入净卖出方，广义基金的存单配置份额显著上升。

■ 2021年同业存单市场仍将在负债驱动逻辑下运行。货币政策收敛对存单利率将产生向上推力，而广义流动性缺口收窄和机构行为将对利率上行幅度形成制约。价格上，我们预计2021年存单利率中枢将在政策利率（1年期MLF利率2.95%）附近，波动区间为[2.8%, 3.3%]，且区间震荡的概率高于单边走势的概率。数量上，商业银行负债压力虽边际缓解，但仍将处于较高水平，存单发行量也将继续维持高位。

谭卓，宏观经济研究所所长

招商银行研究院

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

蔡玲玲，资金管理团队主管

资产负债管理部

☎：0755-88259023

✉：cailingling@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员

招商银行研究院

☎：0755-22699005

✉：yangxuerong@cmbchina.com

邹萌，资金管理岗

资产负债管理部

☎：0755-83195449

✉：zoumeng1@cmbchina.com

感谢实习生汪嘉麒对本文

作出的贡献



目录

一、同业存单市场与广义流动性缺口	1
二、同业存单市场：从资产驱动到负债驱动	3
（一）资产驱动阶段：2015-2016H1	3
（二）负债驱动阶段：2016H2 至今	4
三、市场微观结构：谁在发行，谁在持有	6
四、同业存单市场展望：量“价”何去何从	9

图目录

图 1: 同业存单市场发展迅猛.....	1
图 2: 2018 年后广义流动性缺口与同业存单利率走势显著正相关	2
图 3: 2016 年以来广义流动性缺口的三个阶段	2
图 4: 同业存单是 2015-2016 年间同业套利链条的枢纽	4
图 5: 中小行资产端在 2015-2016 年间快速扩张	4
图 6: 同业存单市场逐渐由资产驱动转向负债驱动	5
图 7: 存单利率围绕政策利率大幅波动	6
图 8: 2020 年 5 月以来同业存单发行量走高	6
图 9: 国有行的发行诉求上升	6
图 10: 股份行持续处于同业存单的净发行方	6
图 11: 城商行持续处于同业存单的净发行方	7
图 12: 农商行加大了同业存单的净买入力度	7
图 13: 中小行主动负债缺口有所改善	7
图 14: 7-8 月国有行净融资额处于高位	8
图 15: 今年以来股份行和城商行的发行额“领跑”	8
图 16: 2020 年积极的财政政策发力	8
图 17: 中小行同业投资的波动更为剧烈	8
图 18: 广义基金配置力量趋强	9
图 19: 近年来货币基金快速发展	9
图 20: 供给减少将使得同业存单价格上升、利率下降	10
图 21: 中小行与国有行发行利差在信用冲击后走阔	11

2020 年，同业存单市场走势一波三折，引发市场关注。存单利率经历了上半年的快速下行、下半年的掉头向上、再到年末的高位回落；发行量则趋势性走高。这实际上是货币政策、财政政策、金融监管、机构行为共同作用的结果，折射出商业银行中长期负债日益匮乏的现状。同业存单由于兼具市场化、发行机制灵活、流动性强等多重优势，成为当前商业银行主动负债的利器。

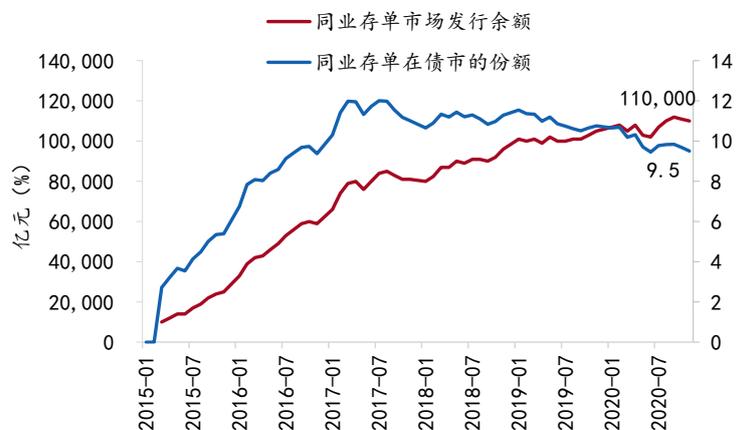
展望 2021 年，同业存单的量价走势依然值得关注。今年经济基本面继续回暖，宏观政策向中性回归，金融严监管依然延续，广义流动性趋于收敛。在此背景下，同业存单会否继续高增，同业存单利率又将何去何从？本文将基于宏观政策和机构行为分析框架，寻找未来同业存单市场演化的逻辑主线。

一、同业存单市场与广义流动性缺口

自 2013 年问世以来，同业存单市场迅猛发展，目前不论对债券市场还是商业银行来说都已举足轻重。截至 2020 年末，同业存单发行人已超 300 家，发行余额达 11 万亿。作为债市中成交最为活跃的短久期券种之一，从存量上看同业存单已占据债市近 10% 的份额。对商业银行而言，同业存单是重要的主动负债来源和流动性管理工具，在负债端的占比达 3.5%（图 1）。

图 1：同业存单市场发展迅猛

同业存单发行情况及债市比重



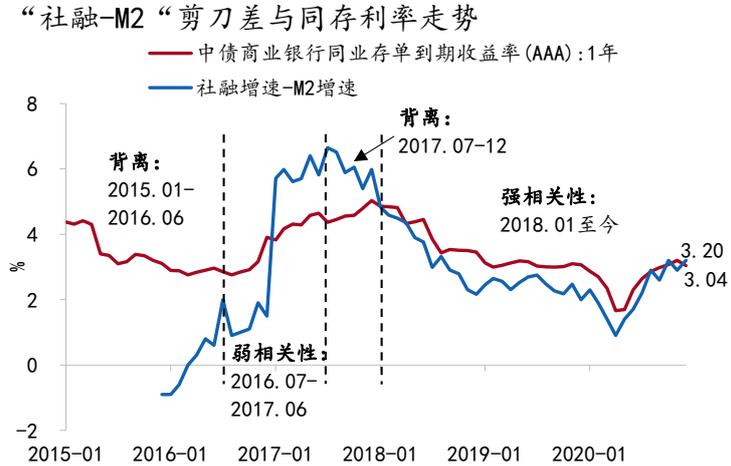
资料来源：Wind, 招商银行研究院

金融机构对同业存单的青睞源于其多重优势。从发行方看，同业存单遵循市场化发行机制，仅需备案年度发行额度；在会计上计入商业银行负债端的“应付债券”科目，无需缴准、也不会被提前支取，可用于优化 LCR（Liquidity Coverage Ratio）等流动性监管指标。从投资方看，同业存单具有标准化、电子化、定价透明、流动性高、违约风险低、风险权重低等优点。

2018 年以来，以社融-M2 剪刀差衡量广义流动性缺口，与同业存单利率显著正相关（图 2）。2018 年 1 月至 2020 年 4 月间，社融-M2 剪刀差和同业存单利率同步向下，分别变动-3.2pct 和-3.9pct；2020 年 5 月至 2020 年末，两者则同步向上，分别变动 1.35pct 和 1.8pct。而之所以两者在 2018 年之前相关性较低甚至负相关，一是 2017 年之前影子银行的快速发展对 M2 增速产生扰

动，导致其处于偏高水平；二是社融口径 2018 年以来多次扩容，但统计数据仅回溯至 2017 年 1 月起；三是货币政策调控方式有所转变，2016-2018 年初，央行主要通过 MLF、PSL 等调节流动性，2018 年之后，央行倾向于定向/全面降准，既推动了利率的下行，又推高了 M2 增速从而导致广义流动性缺口收敛。

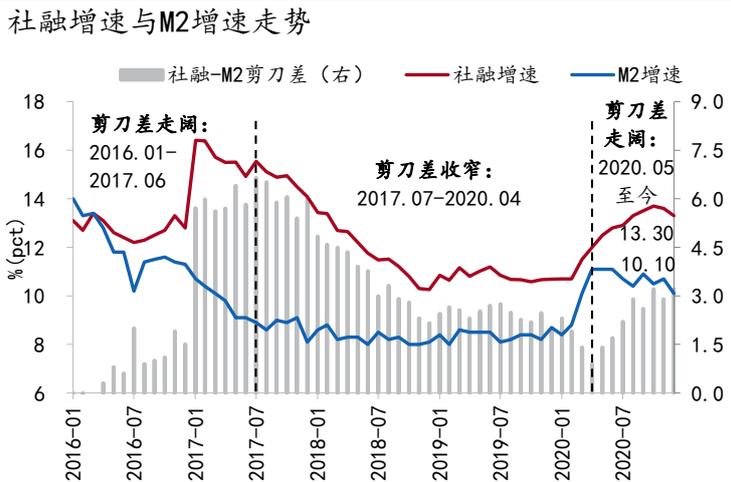
图 2：2018 年后广义流动性缺口与同业存单利率走势显著正相关¹



资料来源：Wind, 招商银行研究院

广义流动性缺口很大程度上反映了商业银行资产扩张下，负债端所面临的压力。社融可视为广义货币需求/商业银行资产投放，M2 可视为广义货币供给/商业银行存款派生。当这一缺口走阔时，意味着资金需求的上升快于供给，商业银行负债端压力增加，对利率造成上行压力。作为商业银行负债来源，同业存单的利率也相应上行。反之，当广义流动性缺口收敛时，意味着商业银行负债压力缓解，（同业存单）利率趋于下行。

图 3：2016 年以来广义流动性缺口的三个阶段



资料来源：Wind, 招商银行研究院

¹ 2017 年 1 月社融增速跳升 3.6pct，主要是因为央行自 2018 年以来多次拓展社融口径，但其对新口径数据的回溯仅自 2017 年 1 月起。

事实上，不论是广义流动性缺口还是同业存单利率的走势，反映的都是宏观经济基本面和政策的变化。2016 年以来，广义流动性缺口的走势大致可分为三个阶段（图 3）。第一阶段为 2016 年至 2017 年上半年，金融去杠杆导致同业投资收缩与表外融资渠道减少，显著制约货币派生，M2 增速的下行快于社融增速，广义流动性缺口趋于走阔，商业银行负债端压力上升，推动存单利率上行。第二阶段为 2017 年下半年至 2020 年 4 月，随着经济下行压力日益加大，央行的“宽货币”政策使得 M2 增速保持相对稳定，严监管下的“紧信用”则导致社融增速向下，广义流动性缺口收敛，商业银行负债压力边际缓解，同业存单利率下行。第三阶段为 2020 年 5 月以来，后疫情时代货币政策回归中性、结构性存款压降，M2 增速则小幅回落，商业银行负债压力再度凸显，同业存单利率相应走高。

值得注意的是，2018 年为分界，同业存单与广义流动性缺口之间的相关性由弱转强，很大程度上折射出同业存单市场由资产驱动到负债驱动的格局变化（regime change）。

二、同业存单市场：从资产驱动到负债驱动

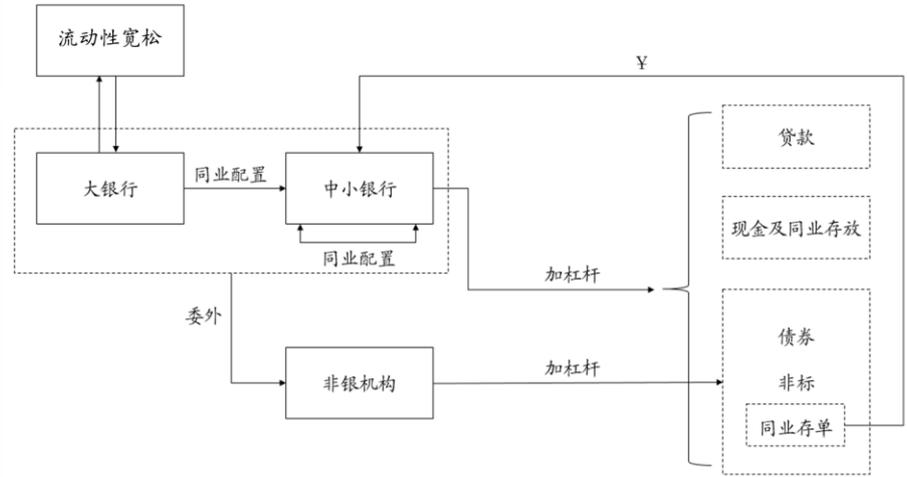
同业存单既是商业银行资产端的投资标的，又是商业银行负债端的重要资金来源。在存单市场上，商业银行的资金需求构成同业存单的供给/发行，投资需求则构成同业存单的需求。金融机构在宏观经济与政策驱动下的资产负债行为，导致同业存单市场的供需变化，进而决定同业存单利率。

金融机构不同的行为模式，决定了同业存单市场走势的变化。2015 年至 2016 年上半年，在商业银行投资驱动下，同业存单与广义流动性缺口走势一度背离；2016 年下半年以来，负债驱动成为同业存单市场的主导逻辑，同业存单与广义流动性缺口之间的关系逐步由弱相关（2016H2-2017H1）过渡至强相关（2018 年以来）。但在 2017 年下半年，同业存单市场曾短暂重回资产驱动模式。

（一）资产驱动阶段：2015-2016H1

2015 至 2016 年上半年，宽松的流动性催生了以同业存单为枢纽的金融机构无风险套利行为，即同业资金空转（图 4）。这一时期，为应对国内“三期叠加”所带来的经济下行，货币政策边际放松，央行自 2014 年末起多次降准降息，DR007 由 2015 年初的 3.95% 降至当年末的 2.34%，2016 年上半年继续稳定在低位。在这一时期，商业银行特别是中小行发行同业存单很大程度上并非为了弥补负债缺口，而是为了获取低成本的资金进行同业投资，赚取无风险收益。且当时经济下行，风险上升，银行的确存在“资产荒”，倾向于多配低风险资产。

图 4：同业存单是 2015-2016 年间同业套利链条的枢纽

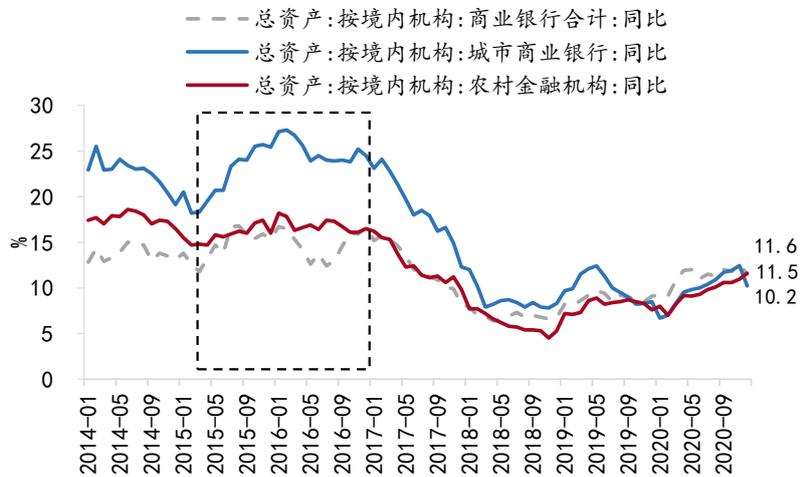


资料来源：招商银行研究院

在无风险套利的驱动下，同业存单市场出现爆发式增长，发行量和利率走势出现显著背离，量升“价”跌（图 6 阴影区域 1）。由于此阶段商业银行在存单市场上的行为由投资动机主导，同业存单利率与广义流动性缺口之间呈现负相关（图 2）。相应地，大规模的同业投资也使得中小行资产负债表显著扩张（图 5）。

图 5：中小行资产端在 2015-2016 年间快速扩张

商业银行总资产增速



资料来源：Wind, 招商银行研究院

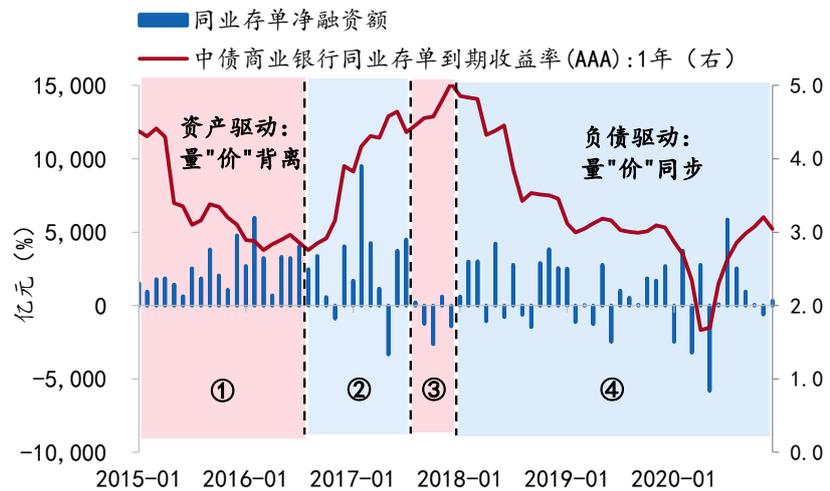
（二）负债驱动阶段：2016H2 至今

2016 年下半年至 2017 年上半年，金融去杠杆和严监管背景下，商业银行难以继续通过同业业务扩表，存单发行逐渐过渡为由负债缺口驱动。在此期间，为整治同业资金空转，货币政策边际趋紧，同业套利空间由正转负；“三三四”专项治理等金融强监管政策相继落地，同业存单发行难度上升，投资需求也受到冲击。同业投资收缩制约存款派生，商业银行面临负债端缺口，叠加同业存

单的刚性再融资需求，使得同业存单发行进一步放量。商业银行的负债压力使得同业存单市场量“价”关系出现逆转，发行量和利率同向变化（图 6 阴影区域 2）。广义流动性缺口走阔，同业存单利率上行，两者之间逐步呈现弱相关态势（图 2）。

图 6：同业存单市场逐渐由资产驱动转向负债驱动

同业存单净融资额与利率走势



资料来源：Wind, 招商银行研究院

2017 年下半年，同业存单市场短暂回归投资/资产“逆向驱动”。当年 8 月央行提出将同业存单纳入 MPA 考核，11 月资管新规征求意见稿出台，金融监管强化的预期愈演愈烈，叠加流动性偏紧状态下资金成本上升，存单投资需求下降、发行难度加大。同业存单净融资量有所收缩，利率持续上行，量与“价”出现反向变化（图 6 阴影区域 3）。与此同时，“紧信用”政策使得社融增速下行更为显著，存单利率与广义流动性缺口走势再度背离（图 2）。

2018 以来，广义流动性缺口与存单利率的同步下行/上行均是受到商业银行负债缺口收窄/走阔的驱动，因此两者呈现强相关关系（图 2）。这一时期，同业存单成为商业银行主动负债管理的重要工具，存单市场持续处于负债主导阶段。2018-2019 年间，“宽货币”带动流动性转向充裕水平，商业银行负债压力边际缓解，发行存单的诉求下降，同业存单量“价”齐跌（图 6 阴影区域 4）。

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_18158



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn