



缓步回归政策中枢： 近期同业存单市场分析与展望

■ 今年以来，同业存单市场的主导逻辑依然为负债驱动，且广义流动性缺口（社融-M2 剪刀差）与同业存单利率的走势继续保持一致。广义流动性缺口在经历一季度的小幅上升后，二三季度趋于下降，带动商业银行负债端压力边际缓解，并推动同业存单利率自 3 月中旬以来连续回落，又于 4 月末步入 MLF 利率下方。“稳货币”和“结构性紧信用”的政策组合是推动利率下行的本质原因。

■ 从市场微观结构来看，今年以来存单市场的“供不应求”局面逐步加剧。在供给侧，商业银行的发行诉求总体下降。其中，股份行发行主要集中于一季度，而后明显减弱，与其房地产和城投领域的信贷投放力度趋弱、主动负债缺口下降有关；国有行发行逆势逐季放量，主要源于其对制造业、中小企业等领域的信贷投放加码、主动负债缺口上升。在需求侧，受非银存款连续同比高增、“结构性资产荒”加剧和银行理财监管趋严等因素影响，广义基金的存单配置份额延续上升格局。

■ 前瞻地看，预计存单利率在今年末至明年初有望呈现上行态势，但节奏或将较缓，且重新回到 MLF 利率上方的可能性不大。其中，广义流动性缺口重新阶段性向上和投资需求面临走弱均将对存单利率产生向上的压力，但“稳货币”的政策环境将对存单利率的上行速度形成制约。数量上，今年末至明年初存单发行量或将逐步回升。价格/利率上，存单利率将逐渐向 1 年期 MLF 利率（2.95%）靠拢，波动区间预计为[2.75%,2.85%]。

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

☎：0755-89278198

✉：cailingling@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员

招商银行研究院

☎：0755-22699005

✉：yangxuerong@cmbchina.com

刁惜今，资金管理岗

资产负债管理部

☎：0755-89278296

✉：diaoxijin@cmbchina.com

感谢实习生于长馨对本文的贡献



目录

一、市场表现：量“价”齐跌	1
二、市场微观结构：供求缺口走阔	3
三、岁末年初展望：缓步回归政策中枢.....	5



图目录

图 1: 同业存单利率已步入 MLF 利率下方	1
图 2: 今年以来同业存单量“价”齐跌	1
图 3: 广义流动性缺口收窄驱动存单利率下行	2
图 4: 今年 5 月以来广义流动性缺口趋于收敛	2
图 5: 今年 4 月以来存单发行额高位递减	3
图 6: 今年 4 月以来存单净融资额整体递减	3
图 7: Q2 以来大型银行主动负债缺口总体走阔	4
图 8: 当前农商行存单发行利差处于较低水平	4
图 9: 今年以来广义基金持有比例继续提升	4
图 10: 各商业银行托管余额占比均下降	4
图 11: 今年以来非银存款连续同比多增	5
图 12: 今年以来货币基金余额稳步增长	5
图 13: 今年以来资金利率大部分时期运行平稳	5
图 14: 今年 10 月公开市场操作量明显上升	5

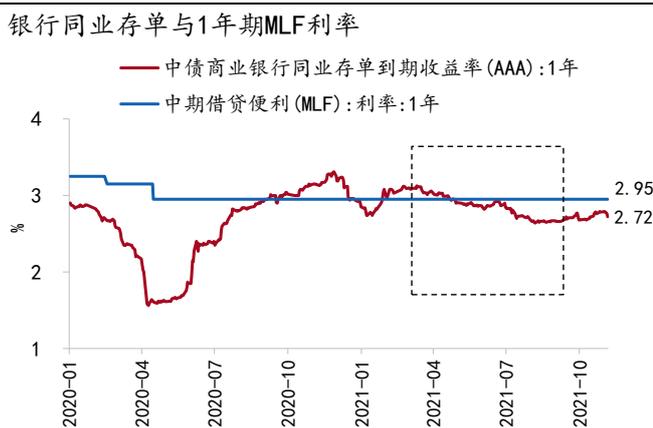
在此前发布的同业存单系列报告中¹，我们提出今年同业存单市场的主导逻辑依然为负债驱动，且广义流动性缺口（社融-M2 剪刀差）与同业存单利率之间有望保持较强的相关性。目前此判断已进一步得到验证。

今年以来，广义流动性缺口在经历一季度的小幅上升后，二三季度趋于下降，并推动同业存单利率进入下行通道。商业银行负债端压力在一季度有所上升，二三季度边际缓解；存单利率自3月中旬以来连续回落，又于4月末步入1年期MLF利率(2.95%)下方。存单市场由一季度的量平“价”稳切换为二三季度的量“价”齐跌。

一、市场表现：量“价”齐跌

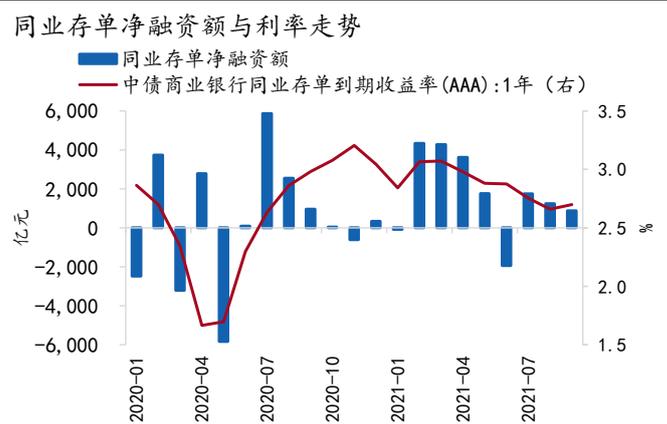
今年以来，同业存单市场整体呈现出量价的倒V型走势，大致可以分为三个阶段（图1、图2）。一季度，货币政策操作经历了春节（2.10）前阶段性趋紧、节后重回平稳的状态，存单相应由量“价”齐升过渡至量平“价”稳。

图 1：同业存单利率已步入 MLF 利率下方



资料来源：Wind,招商银行研究院

图 2：今年以来同业存单量“价”齐跌



资料来源：Wind,招商银行研究院

二三季度间，货币政策操作整体呈现中性特征，并多次表态释放中性信号，但资金面却超预期地呈现略偏宽松状态，推动存单量“价”齐跌。今年以来，除春节前市场利率阶段性快速上行外，其余时间受到政府债券发行偏缓叠加非银存款高增的影响，银行间流动性整体较为充裕；春节后至今，DR007 平均低于政策利率 4bp，有三分之二交易日处在 7 天逆回购利率下方。随着银行负债端压力得以缓解，同业存单净融资额逐月下行，三季度合计净融资额 3,852 亿较二季度的 9,649 亿大幅下降。这一时期存单利率除 6 月上旬受资金面小幅收紧影响边际回升外，其余时间整体呈现连续下行走势，由 3 月中旬的高点 3.12% 降至 9 月末的 2.68%。且自 4 月下旬以来，存单利率持续处于 MLF 利率下方，两者的利差逐步走阔。其中，7 月初落地的全面降准超出市场预期，释放出前

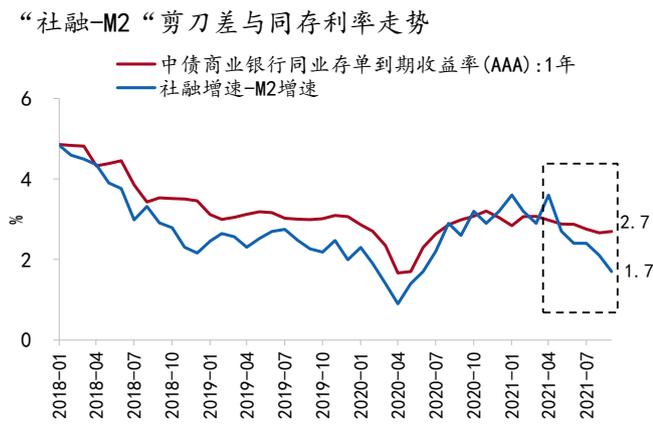
¹ 2021 年 2 月 7 日发布《广义流动性缺口主导：2021 年同业存单市场展望》；2021 年 4 月 26 日发布《短端不松，长端不紧：同业存单市场分析与前瞻》。

瞻性“稳增长”信号，标志着中国始于去年下半年的货币政策回归已经到位，存单利率的快速下行主要集中在这一阶段。

10月初以来，受货币政策“预期差”和信贷企稳预期驱动，同业存单利率重新趋于上行，已较9月低点小幅反弹约6bp。一方面，市场对于货币政策进一步宽松的预期有所减弱。在四季度“稳增长”压力上升、债券供给压力显著高于去年同期和MLF到期压力较高的背景下，央行目前主要通过加大逆回购投放力度和平稳续作MLF的方式对冲流动性缺口，并未采取市场所预期的降准操作。这表明当前货币政策仍将以稳为主，保持政策连续性，并未切换至宽松区间。另一方面，考虑到“稳信用”的政策诉求和专项债加快发行带动的信贷需求，后续信用环境有望边际改善，商业银行主动负债缺口或将走阔，发行存单的动力相应上升。目前存单利率仍然明显低于MLF利率约15bp，相对于结构性存款、MLF等主动负债具备较强的价格优势。

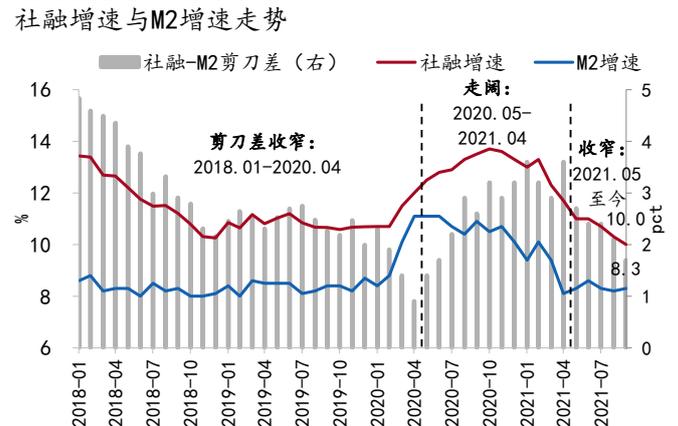
今年以来，负债驱动继续成为存单市场的主导逻辑。略偏宽松的资金面有利于商业银行负债端压力缓解，使得存单发行诉求与价格均趋于下降。今年5月以来，广义流动性缺口连续收窄，扭转了去年5月以来的上升态势，存单利率亦连续下行，广义流动性缺口和存单利率的走势保持一致（图3）。

图3：广义流动性缺口收窄驱动存单利率下行



资料来源：Wind, 招商银行研究院

图4：今年5月以来广义流动性缺口趋于收敛



资料来源：Wind, 招商银行研究院

“稳货币”和“结构性紧信用”的政策组合是导致广义流动性缺口收窄的本质原因。一是金融严监管直接作用于实体信用端，“结构性紧信用”主要体现为房地产、城投平台的融资行为受限，社融中表外融资和企业债券融资的表现持续低迷，但对严监管对M2的影响相对有限，故社融增速的下行显著快于M2增速。二是“稳货币”带动银行间流动性保持合理充裕，并通过同业投资渠道支撑货币派生动能，M2增速的下行相对更为缓慢。社融存量增速由去年末的13.3%下降3.3pct至今年9月末的10%；同期M2增速由10.1%下降1.8pct至8.3%，下行幅度小于社融1.5pct（图4）。

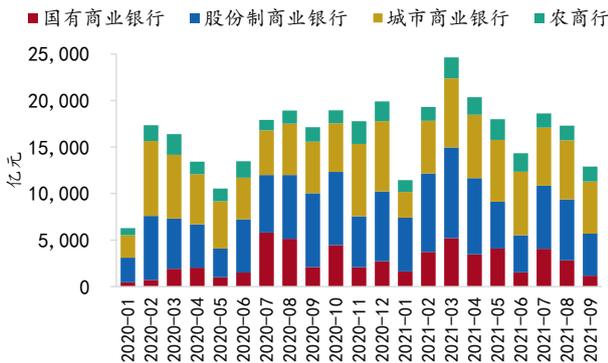
二、市场微观结构：供求缺口走阔

总体上看，今年以来存单市场的“供不应求”局面逐步加剧。商业银行的发行诉求总体下降，而广义基金的投资需求稳步上升，推动存单利率连续下行：

从供给方看，今年以来同业存单发行由股份行和国有行主导，其中股份行发行主要集中于一季度，而后明显减弱，国有行发行则逆势逐季放量（图 5、图 6）。一方面，二季度以来，大型银行的主动负债缺口²（贷款增速-存款增速）总体上升，而中小型银行则总体下降，显示前者的存单发行压力高于后者（图 7）。究其原因，随着政策对制造业等经济重点领域和薄弱环节支持力度逐渐加码，大型银行发挥了头雁作用，体现为三季度末贷款增速较一季度末小幅上行；但在揽储压力上升的背景下，同期存款增速则有所下行。对中小型银行而言，房地产和城投领域的信贷投放力度趋弱，使得同期贷款增速小幅下行，对主动负债的需求减弱。另一方面，国有行的存单发行后置源于今年的财政后置，作为政府债的购买主力，随着政府债券发行逐步提速，国有行补充负债端资金来源的诉求相应上升。

图 5：今年 4 月以来存单发行额高位递减

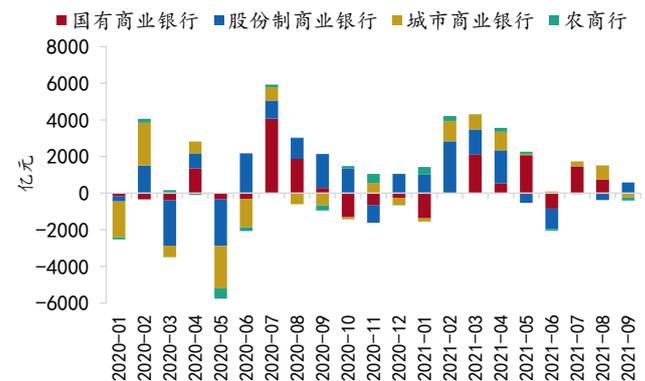
各类型银行同业存单实际发行总额



资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 6：今年 4 月以来存单净融资额整体递减

各类型银行同业存单净融资额

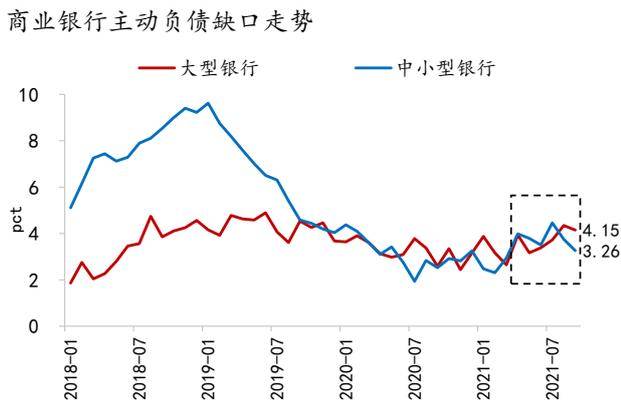


资料来源：Wind, 招商银行研究院

今年以来，城商行和农商行的存单发行利差均呈现波动收敛态势，当前处于 2019 年以来的较低水平（图 8）。春节前，受去年末永煤事件余波和资金面阶段性趋紧影响，存单发行利差一度快速上行至历史高位水平。春节后，信用环境的波动带动信用风险溢价波动，而平稳的资金面则有利于流动性风险溢价下降，农商行和城商行的存单发行利差总体呈现收敛态势。目前分别处于 2019 年以来的 41% 和 23% 分位数水平，显示当前中小银行风险亦不高。

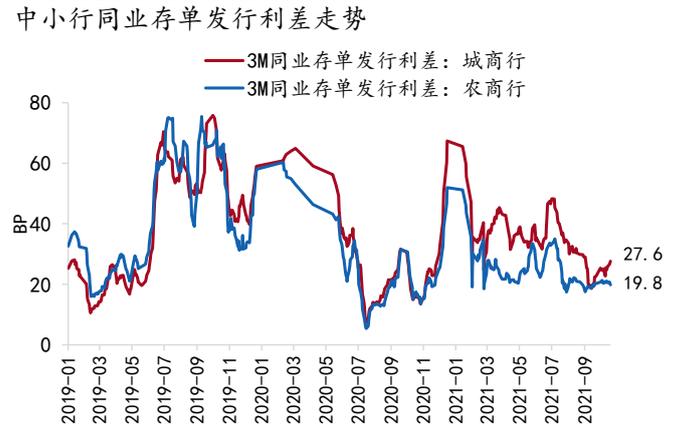
² 主动负债缺口=商业银行贷款增速-存款增速

图 7: Q2 以来大型银行主动负债缺口总体走阔



资料来源: Wind,招商银行研究院

图 8: 当前农商行存单发行利差处于较低水平



资料来源: Wind,招商银行研究院

从需求方看，广义基金的存单配置份额延续上升格局（图 9）。广义基金的存单持有比例由今年一季度末的 50.5%上行 5.3pct 至三季度末的 55.8%，同期商业银行持有存单的比例则由 36.7%下降 5.4pct 至 31.3%。其中，各类商业银行的持有比例均有所下降（图 10）。

广义基金自 2020 年以来连续增配同业存单，主要原因有三：一是金融脱媒背景下，今年非银存款连续同比高增，货币基金作为广义基金的主力，规模快速提升。截至今年 9 月末，余额同比增速达 27.4%（图 11、图 12）。二是实体经济融资需求不足导致市场缺乏合意的高收益资产。“结构性资产荒”的资产配置主线下，广义基金增持了兼具流动性高、违约风险低等优点的同业存单。三是随着资管新规过渡期末临近，针对银行理财的监管政策陆续出台，尤其是摊余成本法计量的使用受限，导致期限相对较长的债券调整压力上升，而存单等久期较短的资产更受青睐。

图 9: 今年以来广义基金持有比例继续提升

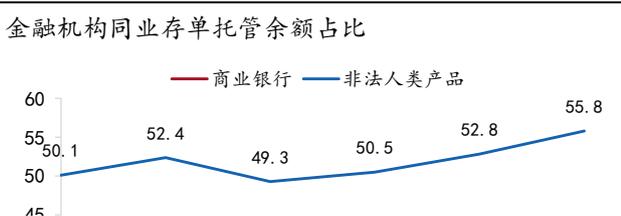
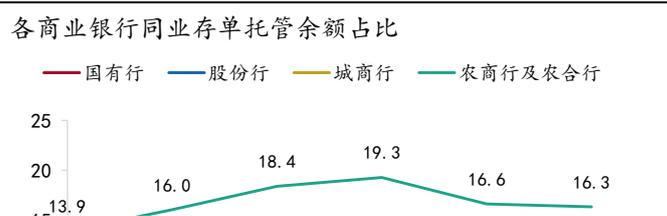


图 10: 各商业银行托管余额占比均下降



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_29352



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn