



# 靳毅：同业存单，风波何时休？

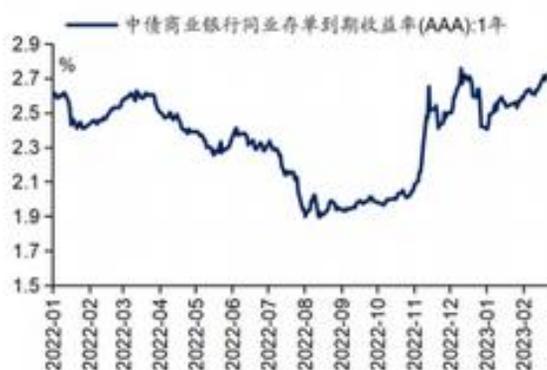


文/意见领袖专栏作家 靳毅

2023年2月以来,同业存单利率持续上行。截至2月24日,3个月、6个月、1年期AAA同业存单利率分别较1月31日上行14.1BP、9.4BP、15.0BP,引起投资者关注。

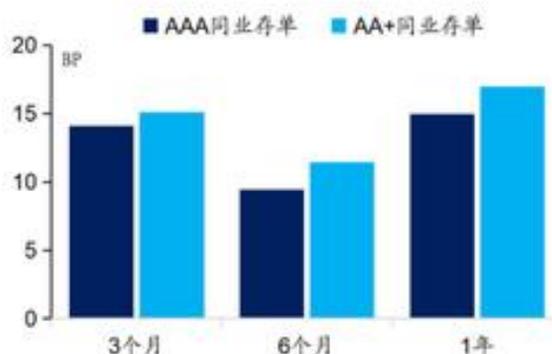
为何近期同业存单利率明显上行?进一步地,《商业银行资本管理办法(征求意见稿)》(以下简称“资本新规”)发布,同业存单风险权重出现大幅调整,又会产生怎样的长期影响?本文将进行解读。

图1: 2023年2月份同业存单利率整体上行



资料来源: Wind、国海证券研究所

图2: 2023年2月24日对比1月31日,各期限同业存单利率上行幅度



资料来源: Wind、国海证券研究所

## 1、同业存单利率为何上行?

### 1.1

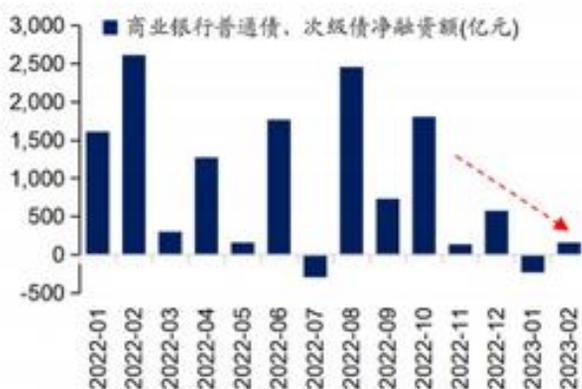
#### 原因一: 供给高峰来临

2022年11月银行理财“赎回潮”出现之后,商业银行普通债、次级债等商业银行负债补充工具利率大幅上行。由于融资成本较高,商业银行

观望情绪一时浓厚，2022年11月至今，上述券种供给量明显下降。

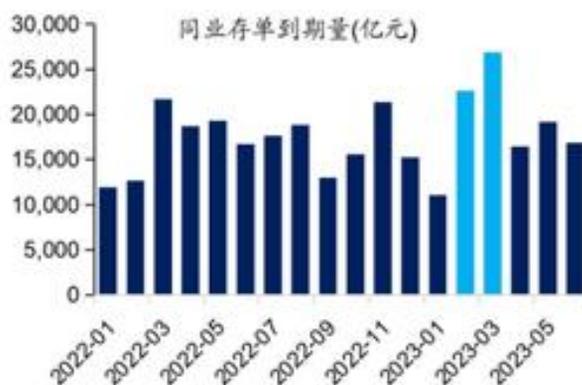
然而，由于2023年初“信贷开门红”成色较好、表内资本消耗较快，商业银行负债压力进一步显现。同时，商业银行同业存单到期压力较大，因此同业存单发行被迫放量。

图3：“赎回潮”发生后，商业银行普通债、次级债发行低迷



资料来源：Wind、国海证券研究所

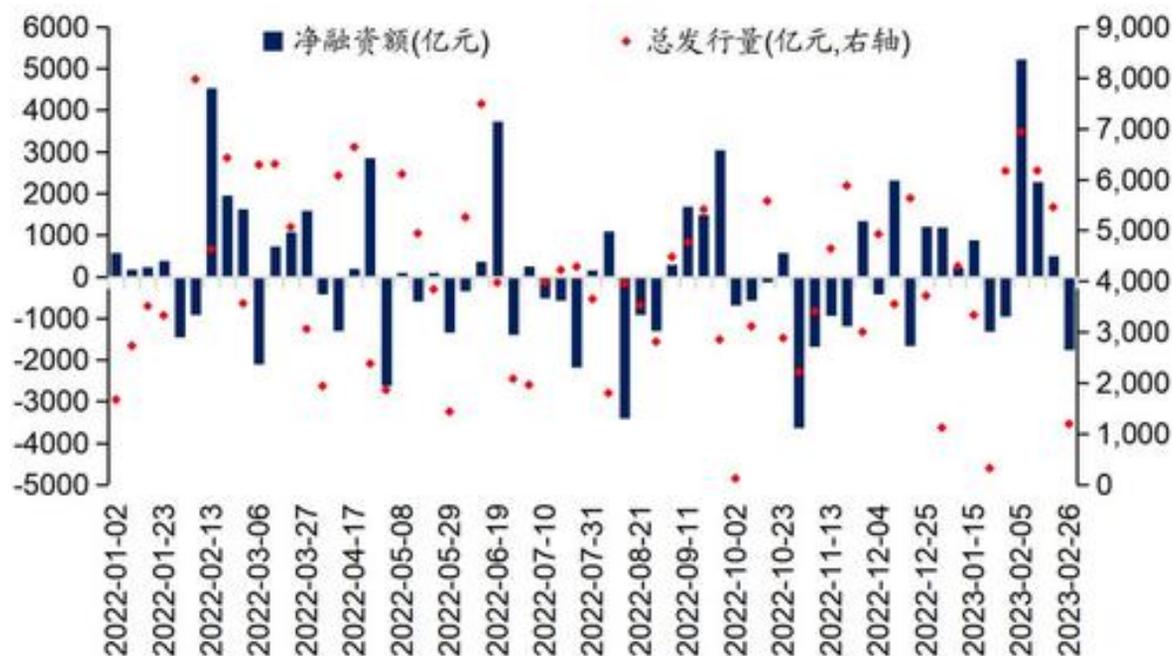
图4：2023年2、3月份同业存单到期压力较大



资料来源：Wind、国海证券研究所

我们可以观察到，2023年2月以来同业存单发行明显上升，2月第一周同业存单净融资5231亿，达到2022年以来周度最高水平。总发行量则连续四周（1月29日至2月19日当周）在5000亿以上，发行扰动较为明显。

图 5：2023 年 2 月份同业存单供给压力较大



资料来源：Wind、国海证券研究所

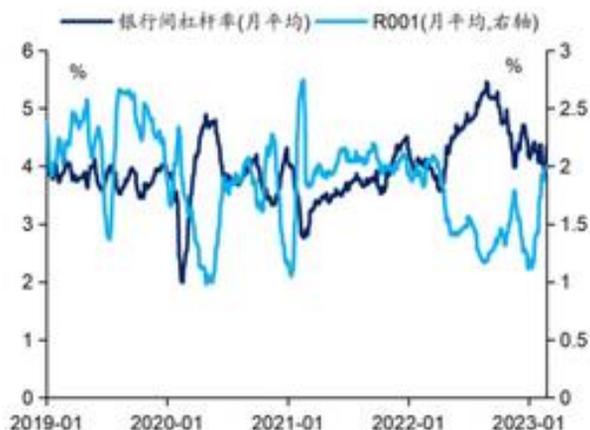
## 1.2

### 原因二：流动性收紧，杠杆资金退潮

在 2023 年 2 月 19 日报告《资金为什么这么紧？》中，我们分析近期资金面收紧的 5 个原因：（1）春节现金回流迟缓；（2）“理财赎回潮”逆转；（3）财政增收与税期扰动；（4）“信贷开门红”持续；（5）央行资金面呵护力度下降。具体详情不再赘述，感兴趣的投资者可以回看我们往期报告。

资金面收紧的直接结果，是债市“杠杆套息”策略的消退。从资金数据来看，1 月下旬以来债市杠杆率呈现整体下行的走势。而同业存单是主流的杠杆套息品种，杠杆资金的退潮使得同业存单买盘进一步减弱。

图 6: 银行间杠杆率整体回落



资料来源: Wind、国海证券研究所

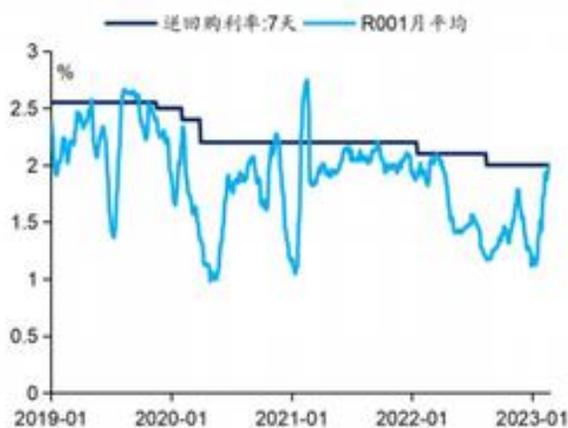
图 7: 同业存单利率伴随资金利率抬升



资料来源: Wind、国海证券研究所

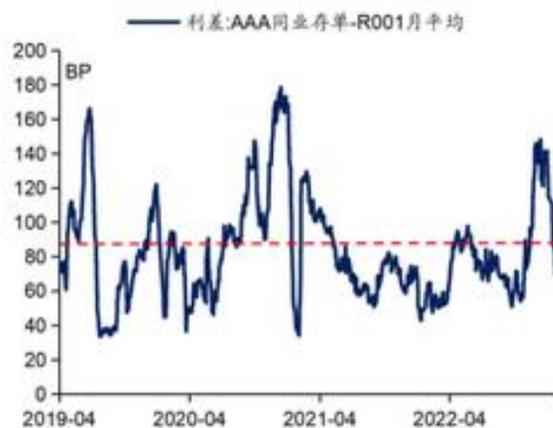
展望未来，由于银行间隔夜资金利率中枢抬升至逆回购利率（2.0%）以上，资金面已经回归中性水平。在经济复苏初期，我们不认为央行会继续推动资金面向“偏紧”方向移动，因此资金面收紧的行情或告一段落。不过，考虑到当前“同业存单-资金”利差低于历史平均水平，再度施展“杠杆套息”的空间也不是很充足，因此从资金利率的角度，同业存单利率可能会高位盘整一段时期，静待更多因素发生变化。

图 8: 资金利率中枢已回归至逆回购利率以上



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 9: 同业存单-资金利差仍低于历史平均水平



资料来源: Wind、国海证券研究所

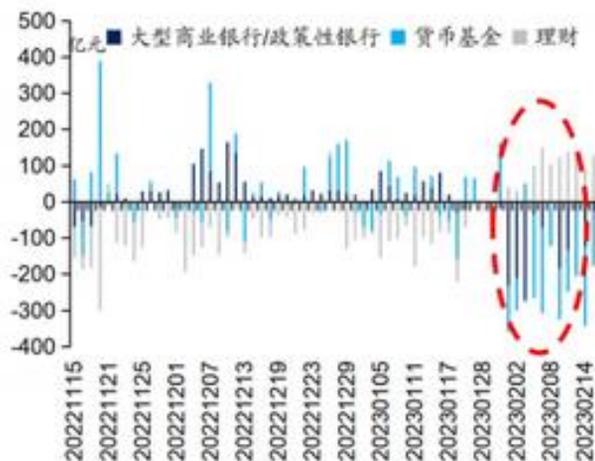
## 1.3

## 原因三：理财资金回流

2022年11月份“理财赎回潮”出现，投资者赎回理财产品后，资金由理财产品向银行存款、货币基金暂时转移。然而在2023年春节过后，资金出现重新回流理财产品的趋势。在二级市场成交数据上，体现为2023年2月份商业银行、货币基金净卖出同业存单，理财产品净买入同业存单（见图3）。

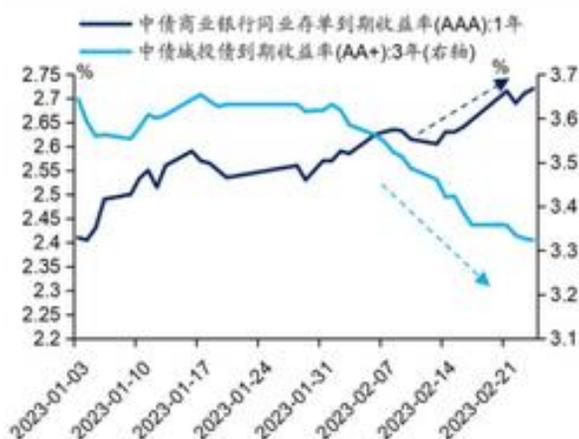
然而在持仓结构上，由于货币基金、银行自营同业存单持仓比例一般高于银行理财产品，因此这一资金转移的过程相对不利于同业存单表现。相反，由于理财产品的中短期信用债持仓较多，该过程则相对有利于信用债表现。所以我们可以观察到，2023年2月份同业存单利率与中短期信用债利率“一上一下”，即反映出投资者资金由货币基金、银行存款向银行理财转移的过程。

图 10: 2023 年 2 月份大型银行、货币基金净卖出同业存单, 银行理财转为净买入



资料来源: Wind, 国海证券研究所

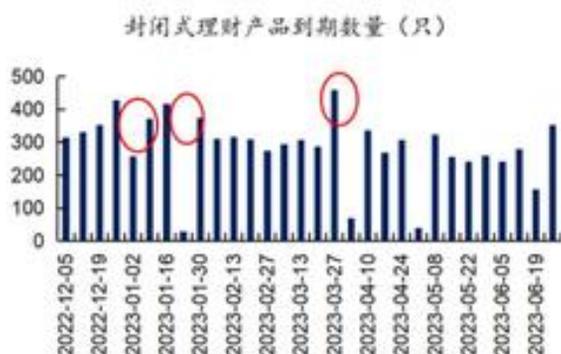
图 11: 2023 年 2 月份同业存单与 3YAA+城投债利率走势相反



资料来源: Wind, 国海证券研究所

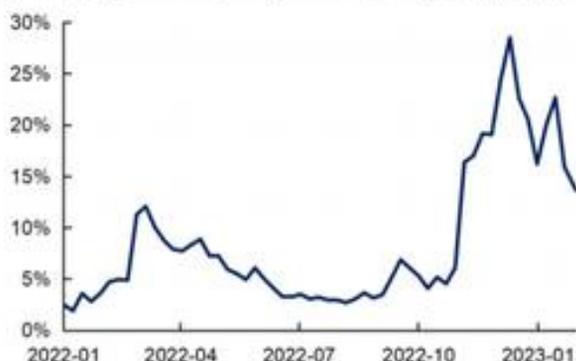
我们认为，这一趋势在未来 2 至 3 周仍有可能延续。不过从封闭式理财到期情况来看，2023 年 3 月底理财将会面临新一轮到期高峰。考虑到当前理财破净率仍然偏高，不排除“理财资金回流”现象在 3 月底放缓。届时同业存单利率上行压力或将有所缓解。

图 12: 2023 年 3 月底理财产品仍有到期压力<sup>1</sup>



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 截至 2023 年 2 月 12 日, 理财破净率仍高



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 2、同业存单机会在哪里？

综合来看，短期内流动性收紧、理财资金回流的扰动逐渐消退，决定

同业存单利率的“胜负手”仍在于供给。

从到期情况来看，2023年3月份同业存单到期压力进一步上升（见图4）。商业银行可能继续加大同业存单发行力度，供给扰动不容忽视。

从信贷投放的角度，观察票据高频数据，可以发现2023年2月份票据转贴利率呈现“稳中向上”态势，与2022年2月份截然不同。回顾去年同期，在2022年1月份信贷投放超预期后，2月份票据利率高位回落，反映出当时“信贷开门红”后继乏力——结果2022年2月份信贷投放确实低于预期。但今年2月份持续坚挺的票据利率，或预示着在疫情影响消退、经济基本面向上的大背景下，“信贷开门红”依旧持续。

展望近期，3月份通常是年内信贷投放的“第二高峰”，若当下的“信贷开门红”持续到3月份，商业银行通过同业存单补充负债的压力也不会弱。2023年3月份乃至4月初，同业存单发行扰动可能仍然明显。

直到4月中下旬后，随着同业存单到期压力的缓解以及信贷投放斜率放缓，同业存单利率可能才会出现下行拐点。

**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\\_52644](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52644)

