

2020 年 11 月 08 日

同业存单利率上行的原因

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● **近期同业存单“量价齐升”，与财政缴税、结构性存款压降、存单到期等有关** 10 月，同业存单发行规模创年内和同期新高，发行利率持续上行，创年初以来新高。10 月中旬以来，同业存单发行规模明显放量，10 月当月发行超 1.9 万亿元、创年内新高，高于历史同期最高的 1.5 万亿元。同时，同业存单发行利率持续上行，3 个月利率较 9 月底上行 35BP 至 11 月 6 日的 3.18%，超过年初高点。同业存单的“量价齐升”，部分受财政缴税等季节性影响，也与超储率偏低下，结构性存款压降、同业存单到期续发等有关。10 月为财政缴税大月，且缴款日与月末考核接近，使得同业存单发行利率多会上行；而发行规模超季节性放量，或与结构性存款压降过程中，银行加大同业存单发行、缓解资金压力等有关。同业存单发行增多也加大续发压力，10 月同业存单到期创同期新高、达 1.9 万亿元。

● **结构性存款压降、存单到期或使银行发行存单动力仍强，尤其是大行和股份行** 年内结构性存款压降、同业存单到期续发等压力，或使得银行发行同业存单的动力依然较强。若按照年底结构性存款整体规模降至 2019 年底的 2/3 估算，11 月和 12 月结构性存款合计或还需压降 1.72 万亿元左右、占 9 月存量比重达 19.1%。与此同时，11 月和 12 月同业存单合计到期 3.5 万亿元、同比多增 2601 亿元。其中，**大行结构性存款压降压力或相对较大，同业存单到期续发压力也上升较快**。5 月至 9 月，中小行结构性存款压降 2.51 万亿元，11 月和 12 月或需压降约 0.85 万亿元、占 9 月存量的 15.7%；相较之下，大行进度偏慢、仅压降 0.65 万亿元，11 月和 12 月或还需压降约 0.87 万亿元、占 9 月存量的 24.3%。最后 2 个月，大行和股份行存单到期规模同比分别增长 46%和 39%，而城商行到期低于同期。

● **财政存款投放等或有助于缓解资金压力，年内存单利率上行幅度或相对有限** 随着年底临近，同业存单发行规模或仍将保持高位，发行利率或继续上行。资金跨年、同业存单到期等因素，或决定了年内同业存单发行规模依然不低、发行利率或继续上行；结构性存款压降等，也可能导致同业存单量、价出现超季节性变化。然而，流动性环境结构性紧张的缓解，或使得同业存单利率上行的压力可控。**财政存款投放、公开市场操作等，或有助于缓解银行压力、尤其是大行，存单利率上行幅度或相对有限**。年底财政一般会集中“花钱”，近年来最后 2 个月财政存款平均投放超 1.4 万亿元；考虑到广义财政支出仍在加快，年底财政存款投放或超过以往同期。由于地方债主要由大行持有、公开市场操作以大行为主，财政存款投放、逆回购等，对大行流动性的支持或更为直接，有助于缓解流动性分层。

● **风险提示：**金融监管升级。

相关研究报告

《宏观经济点评-出口链改善的行业特征》-2020.11.7

《宏观深度报告-美国库存周期的重启》-2020.11.5

《宏观经济专题-“大国财政”系列（四）社保：被低估的财政影响》-2020.11.2

目 录

1、 同业存单，将何去何从？	3
2、 研究结论：年内存单利率或继续上行、幅度或相对有限.....	7
3、 风险提示	7

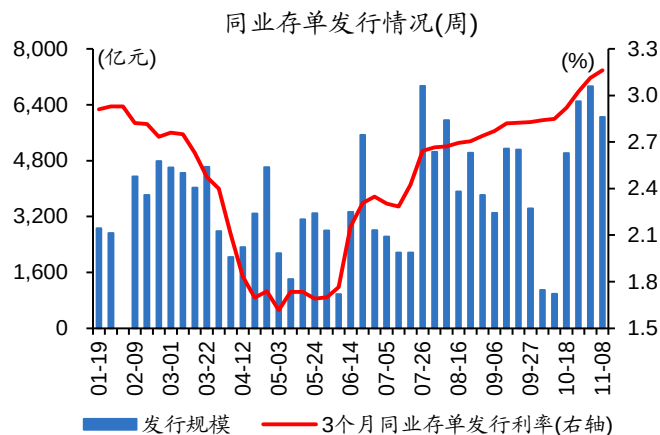
图表目录

图 1： 10 月以来，同业存单“量价齐升”	3
图 2： 10 月同业存单发行规模达 1.9 万亿元、创同期新高.....	3
图 3： 四季度，同业存单发行利率多会上行	3
图 4： 10 月，3 个月存单利率上行幅度高于 2019 年同期.....	3
图 5： 银行超储率处于历史低位	4
图 6： 随着结构性存款持续压降，同业存单发行放量	4
图 7： 年底结构性存款还需要继续压降	4
图 8： 年底同业存单到期规模高于 2019 年同期	4
图 9： 中小银行结构性存款压降进度明显高于大行	5
图 10： 相较于中小行，大行存单发行规模增长较快	5
图 11： 国有大行和股份行同业存单到期规模增长较快.....	5
图 12： 10 月以来，大行同业存单利率上行幅度较大	6
图 13： 同业存单利率上行，并不意味着债券收益率上行.....	6
图 14： 年底财政存款投放往往较大	6
图 15： 国有大行持有地方债占比达 72%.....	6
图 16： 央行主要通过公开市场操作平抑资金波动	7
图 17： 国有大行同业存单利率略高于 1 年期 MLF 利率	7
表 1： 大行结构性存款压降压力或相对较大	5

1、同业存单，将何去何从？

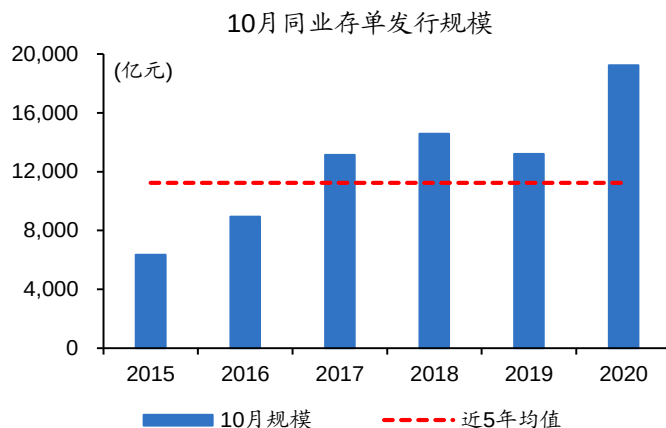
10月，同业存单发行规模放量、创年内和历史同期新高，利率持续上行、创年初以来新高。10月中旬以来，同业存单发行规模明显放量，单周发行规模均在5000亿元以上；当月合计发行规模超过1.9万亿元、创年内新高，高于历史同期最高值的1.5万亿元。同时，同业存单发行利率明显上行，3个月存单利率较9月底上行35BP至11月6日的3.18%，超过年初高点的3.01%。

图1：10月以来，同业存单“量价齐升”



数据来源：Wind、开源证券研究所

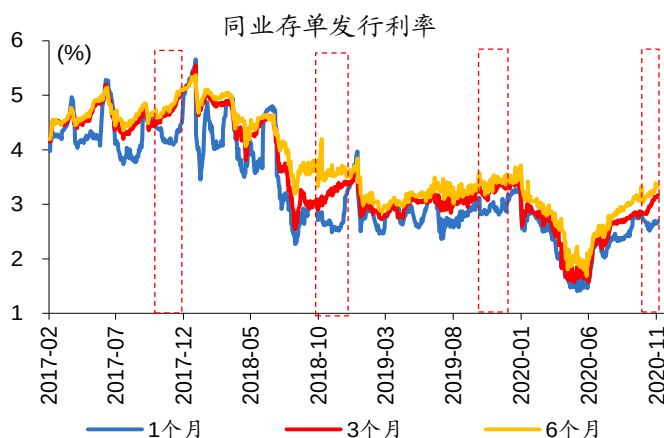
图2：10月同业存单发行规模达1.9万亿元、创同期新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

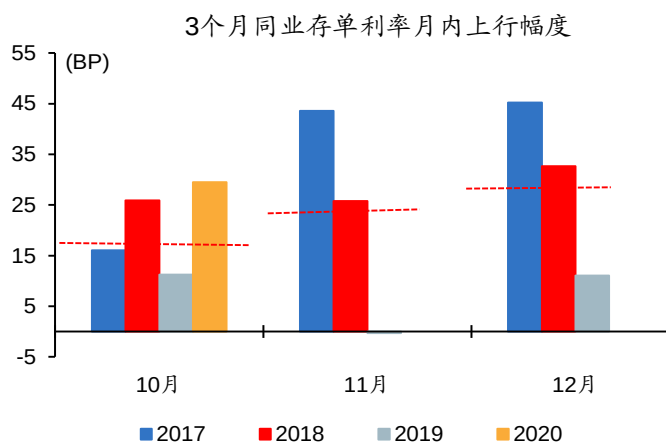
同业存单的“量价齐升”，或部分与财政缴税、月末考核等季节性因素有关。10月为财政缴税大月、且缴款日与月末考核临近，加大银行资金压力，进而导致同业存单发行利率往往会出现上行。过去3年，3个月和6个月同业存单发行利率，在10月平均上行18BP和26BP；其中，3个月存单发行规模较多、利率上行幅度较大，也可能与银行资金跨年有关。2020年10月，3个月同业存单发行利率上行30BP，高于过去3年平均和2019年同期的11BP，呈现一定超季节性上行特点。

图3：四季度，同业存单发行利率多会上行



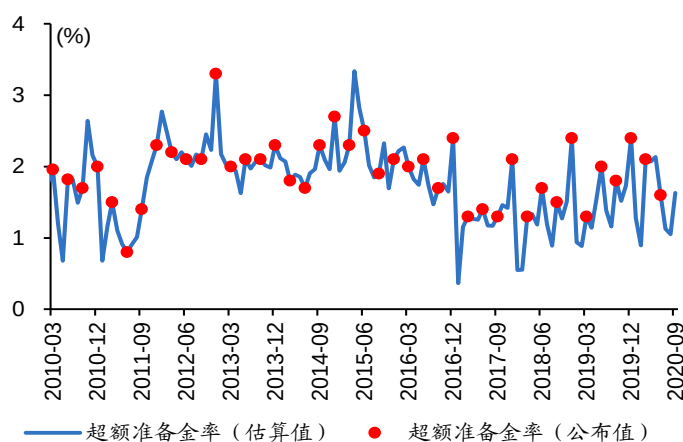
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：10月，3个月存单利率上行幅度高于2019年同期

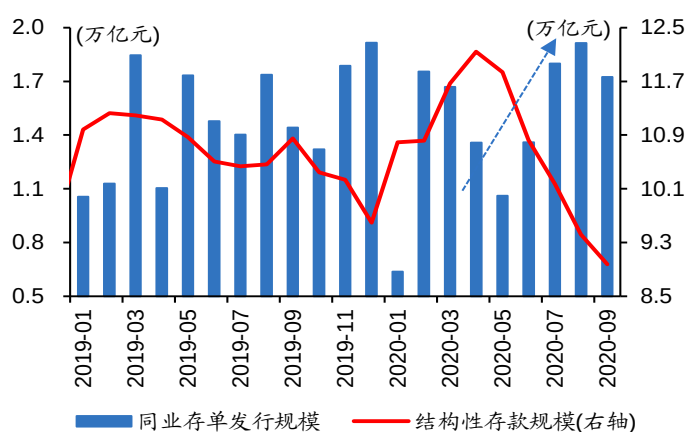


数据来源：Wind、开源证券研究所

同业存单的超季节性变化，或与超储率较低下，结构性存款持续压降、同业存单到期续发等有关。5月以来，结构性存款持续压降、5月至9月压降3.16万亿元，叠加地方债等供给放量，使得银行负债压力明显上升；银行超储率，由5月的2%以上降至8月最低1.1%左右，9月虽季节性回升、仍明显低于2019年同期。资金承压下，银行加大同业存单发行等补充流动性，7月以来同业存单发行规模明显增多，尤其是3个月的，导致10月同业存单到期规模达1.9万亿元，加大同业存单续发压力。

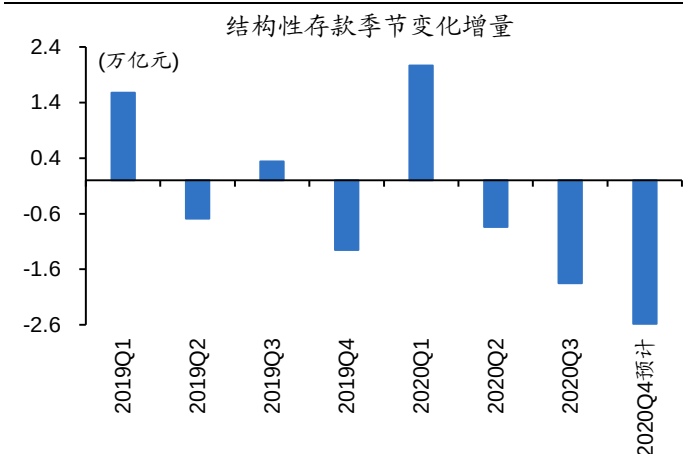
图5：银行超储率处于历史低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

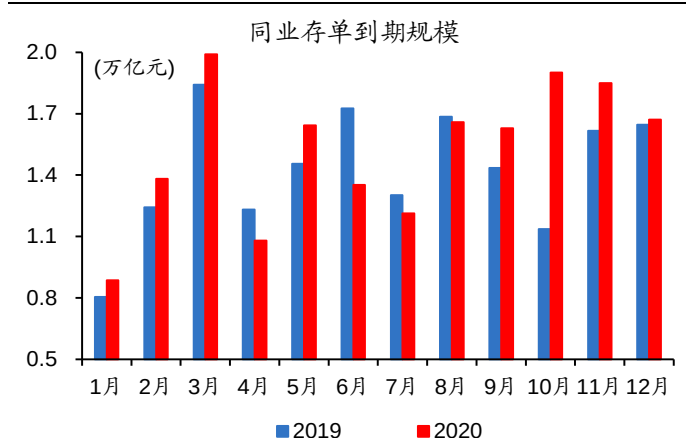
图6：随着结构性存款持续压降，同业存单发行放量


数据来源：Wind、开源证券研究所

年内结构性存款压降、同业存单到期续发等压力，或使得银行发行同业存单的动力仍较强。如果按照年底结构性存款整体规模压缩至2019年底的2/3估算，11月和12月结构性存款合计或还需要压降1.72万亿元¹、占比9月结构性存款存量规模的19.1%。与此同时，同业存单到期续发压力高于2019年同期，11月和12月合计到期规模达3.5万亿元、同比多增2601亿元。

图7：年底结构性存款还需要继续压降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：年底同业存单到期规模高于2019年同期


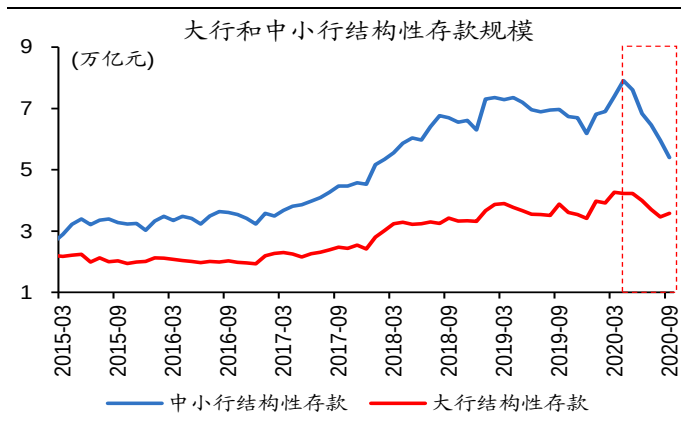
数据来源：Wind、开源证券研究所

分银行来看，大行结构性存款压降进度较慢、11月和12月压降压力或相对较

¹ 最新结构性存款数据截至9月末，按照年底结构性存款整体规模压缩至2019年底的2/3估算，四季度结构性存款或还需压降约2.58万亿元，平均分摊到11月和12月合计为1.72万亿元；下文中小行和大行结构性存款压降规模，按类似方法推算。

大。5月至9月，中小行结构性存款压降2.51万亿元，11月和12月或需压降0.85万亿元，占9月中小行结构性存款存量的15.7%。相较之下，大行结构性存款压降进度偏慢、5个月仅压降0.65万亿元，11月和12月或还需压降约0.87万亿元、占9月大行结构性存款存量的比重达24.3%，明显高于小行相应占比。

图9：中小银行结构性存款压降进度明显高于大行



数据来源：Wind、开源证券研究所

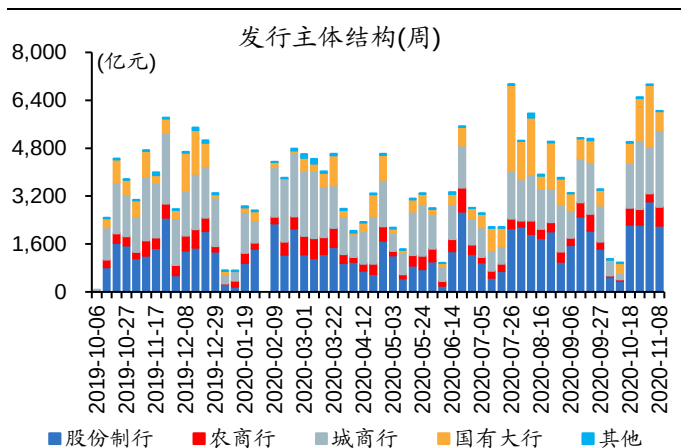
表1：大行结构性存款压降压力或相对较大

单位：万亿元	规模	大行	中小行
2017年末	6.95	2.42	4.53
2018年末	9.62	3.32	6.30
2019年末	9.60	3.41	6.19
2020年4月	12.14	4.23	7.91
2019年末的2/3	6.40	2.28	4.12
2020年9月	8.98	3.58	5.40
四季度可能压降规模	2.58	1.30	1.27
11-12月可能压降规模	1.72	0.87	0.85
11-12月压降规模/9月存量	28.7%	36.5%	23.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

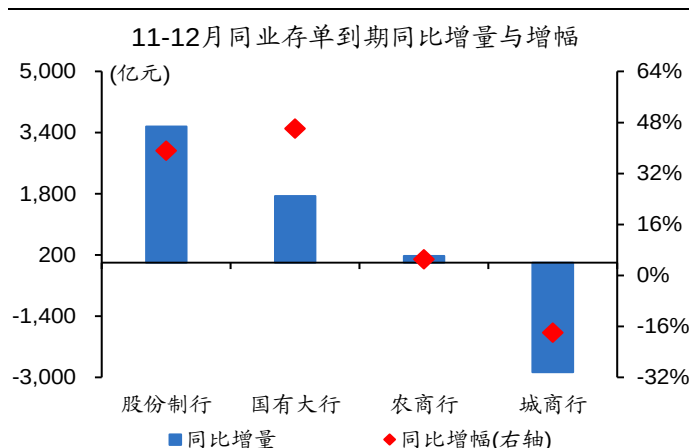
相较于中小行，大行同业存单发行规模增多，使得年底同业存单到期续发压力高于以往同期。7月以来，大行同业存单发行明显放量，合计发行1.8万亿元，同比增长82%，中小行发行规模仅增长14%。同业存单发行增多，使得年底续发压力加大，最后2个月国有大行、股份制行和城商行同业存单到期规模分别为0.55万亿元、1.27万亿元和1.31万亿元，分别较2019年同期增长46%、增长39%和减少18%。

图10：相较于中小行，大行存单发行规模增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

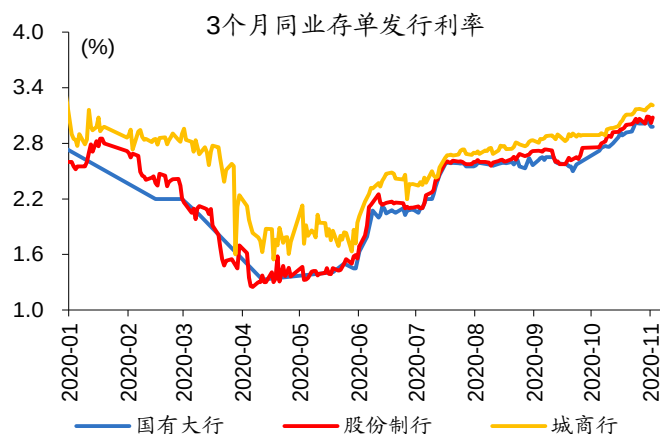
图11：国有大行和股份行同业存单到期规模增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

随着年底临近，同业存单发行规模或仍将保持高位，发行利率或继续上行。资金跨年、同业存单到期等因素，或决定了年内同业存单发行规模依然不低、发行利率或继续上行；结构性存款压降等，也可能导致同业存单“量”、“价”出现超季节性变化。然而，流动性环境结构性紧张的情况，较前期有所缓解，或使得同业存单利率上行的压力可控，对市场表现干扰最大的阶段或已过去。

图12: 10月以来, 大行同业存单利率上行幅度较大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 同业存单利率上行, 并不意味着债券收益率上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

财政存款投放、公开市场操作等, 或有助于缓解银行压力、尤其是大行, 存单利率上行幅度或相对有限。年底财政一般会集中“花钱”, 近年来最后2个月财政存款平均投放超1.4万亿元²; 考虑到广义财政支出仍在加快, 年底财政存款投放或超过以往同期。由于地方债主要由大行持有、公开市场操作以大行为主, 财政存款投放、逆回购等, 对大行流动性的支持或更为直接, 有助于缓解流动性分层。

图14: 年底财政存款投放往往较大

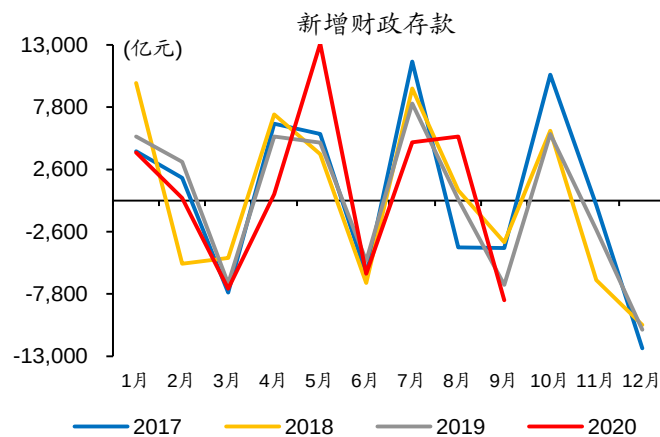
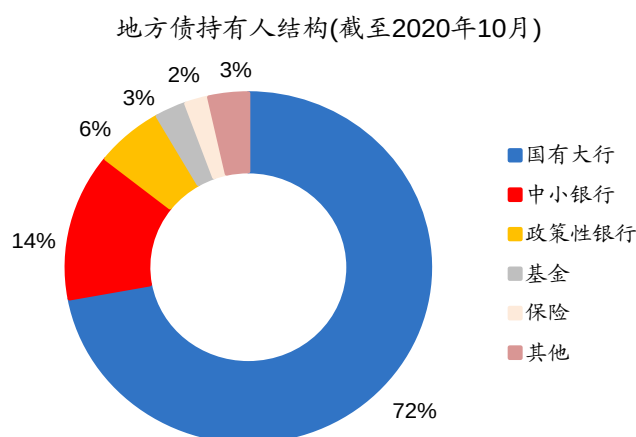


图15: 国有大行持有地方债占比达72%



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_1600

