

存单“异象”，折射的流动性线索

近期，存单市场出现三个“异象”：存单利率与货币市场利率背离、存单与票据融资双双“火爆”、大小行“量价”分化凸显。本文提出三大猜想，供您参考。

■ 存单量价齐升、结构分化，而货币市场利率平稳宽松，票据市场表现火热

近期，存单利率明显上涨、而往年同期回落或维持平稳，与货币市场利率也明显背离。货币市场利率中枢平稳低位，R001 和 R007 维持在 2%以下和 2.2%左右，即使经历季节性上涨也很快回落。与货币市场利率相悖的是，2 月以来，存单利率稳中上涨，即使跨月后也未见回落迹象，例如，1 年期股份行同业存单发行利率较 1 月底上行 12BP 以上至 2.58%左右、近三年同期平均回落近 15BP。

存单“量价齐升”，票据市场表现“火热”，银行资产、负债两端也呈现“背离”。存单“涨价”的同时，融资也超季节性放量，2 月净融资近 6700 亿元、大幅高于近 3 年均值的 230 亿元，似乎指向银行“缺负债”。同时，2 月票据融资延续“火爆”、一定程度反映银行“缺资产”，例如，2 月票据月均贴现发生额 570 亿元左右、高于往年同期；1 个月国股票据转贴利率也多次触及“零利率”。

虽然存单整体“量价齐升”，但大行和中小行分化明显。从“量”上说，2 月存单融资中，股份行和城商行发行合计占比超 70%，其中，股份行占比较 1 月抬升 9.1 个百分点，城商行占比虽有回落、但高于 2021 年同期水平，而国有大行占比较 2021 年同期回落。就“价”而言，截至 3 月 4 日，1 年期存单利率涨幅也明显分化，城商行较 1 月底上涨近 35BP，国有大行虽也上涨、但幅度相对较小。

■ 存单“异象”或与理财“购买节奏”、短债调整及发行人内部分化等有关

猜想一：存单利率上行，与理财资金等“购买节奏”有关。2021 年下半年，理财监管收严，资管新规过渡期到期、净值化转型等压力下，理财资金对存单需求上升，叠加年底存单指数基金密集发行，进一步点燃市场“热情”，推动存单利率稳中下行。年初以来，理财资金等“购买节奏”或发生变化，逐步淡出存单一级市场，货基等价格敏感的资金需求上升，例如，1 月货基份额超季节性增长。

猜想二：降息预期修正、宽信用下，存单利率或跟随债市调整。近年，1 年前存单发行增多、占比由不足 20%升至 2022 年前两月 50%以上；存单额度递增，也使得市场容量明显扩张。伴随存单期限拉长、市场扩容，机构购买热情明显升温，例如，短期纯债基金持有存单占比近 1 年抬升 2.3 个百分点至 5.5%以上；2 月以来，宽信用等多因素交织下，短端利率债上行超 15BP、存单或跟随调整。

猜想三：大行“缺资产”、中小行“缺负债”，使得利率背离、存单表现分化。年初以来，大行资产相对“充裕”、往外“出钱”增多，例如，2 月大行质押回购成交占比较 2021 年底抬升 2 个百分点至 16%左右、票据融资增速抬升幅度也更高。相较大行，中小行或相对“缺负债”，对存单等同业融资需求上升。大行是影响货币市场利率的主要力量，而中小行则是存单融资的主力军，两者资产、负债端的背离，或是货币市场利率与存单利率背离，存单内部结构分化原因之一。

风险提示：统计过程中可能的遗漏，金融监管升级。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、近期，存单与市场利率背离，与票据市场表现分化	3
二、猜想一：存单利率上行，与理财资金“购买节奏”有关	5
三、猜想二：降息预期修正、宽信用下，存单利率或跟随债市调整	6
三、猜想三：大行“缺资产”、中小行“缺负债”，使得存单表现分化	8
风险提示：	9

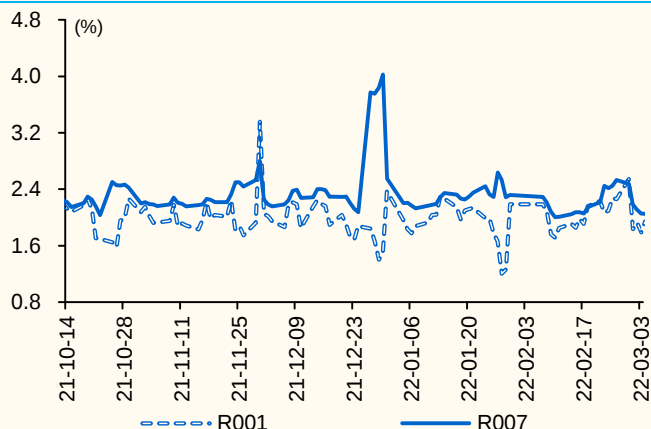
图表目录

图表 1：货币市场利率平稳低位	3
图表 2：存单利率“拐头向上”，与货币市场利率背离	3
图表 3：2 月，同业存单超季节性放量	3
图表 4：年初以来，票据贴现发生额高于以往	3
图表 5：2 月底，票据利率再度贴近“零利率”	4
图表 6：融资结构中，股份行、城商行贡献较大	4
图表 7：相较大行，股份行和城商行利率上行更明显	4
图表 8：2021 年下半年以来，非银持有存单占比抬升	5
图表 9：2021 年下半年，存单利率平稳低位	5
图表 10：2021 年年中以来，理财资金相关监管收紧	5
图表 11：2021 年底，现金类理财存单持有占比超 3 成	5
图表 12：2021 年下半年，现金理财等稳步增长	6
图表 13：2021 年底，存单指数基金密集发行	6
图表 14：年初，货基超季节性上量	6
图表 15：年初，货基规模大幅上量	6
图表 16：近年，1 年期及以上存单发行占比抬升	7
图表 17：同业存单额度稳步增长	7
图表 18：债券基金持有同业存单占比稳中上升	7
图表 19：近年，基金持仓存单变化与债券相对一致	7
图表 20：2 月降息预期有所落空	8
图表 21：年初以来，社融增速企稳回升	8
图表 22：部分省市地产政策边际放松	8
图表 23：存单利率跟随债市调整	8
图表 24：大行往外“出钱”增多、中小行减少	9
图表 25：大型银行票据融资增速抬升快于中小行	9
图表 26：大行存款等负债稳中有升	9
图表 27：2021 年下半年，中小银行同业负债增速上台阶	9

一、近期，存单与市场利率背离，与票据市场表现分化

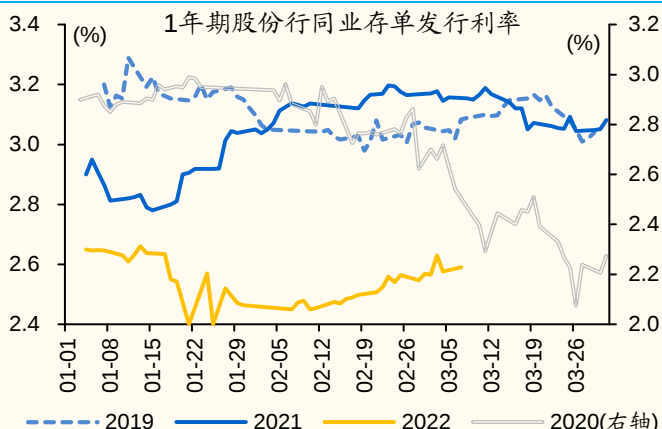
近期，存单利率明显上涨、而往年同期回落或维持平稳，与货币市场利率也明显背离。货币市场利率中枢平稳低位，R001 和 R007 维持在 2% 以下和 2.2% 左右，即使经历季节性上涨也很快回落。与货币市场利率相悖的是，2 月以来，存单利率稳中上涨，即使跨月后也未见回落迹象，例如，1 年期股份行同业存单发行利率较 1 月底上行 12BP 以上至 2.58% 左右、近三年同期平均回落近 15BP。

图表 1：货币市场利率平稳低位



来源：Wind、国金证券研究所

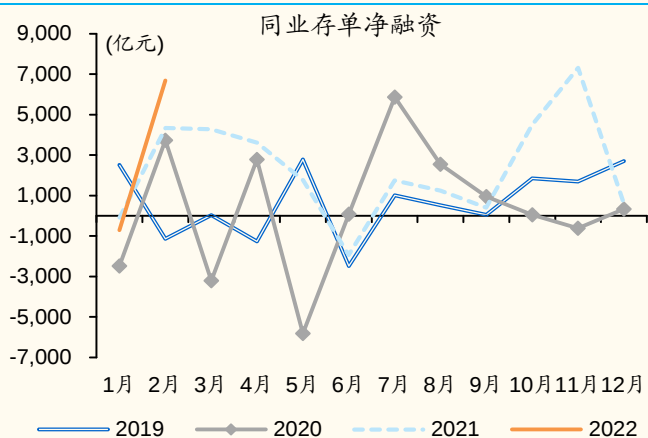
图表 2：存单利率“拐头向上”，与货币市场利率背离



来源：Wind、国金证券研究所

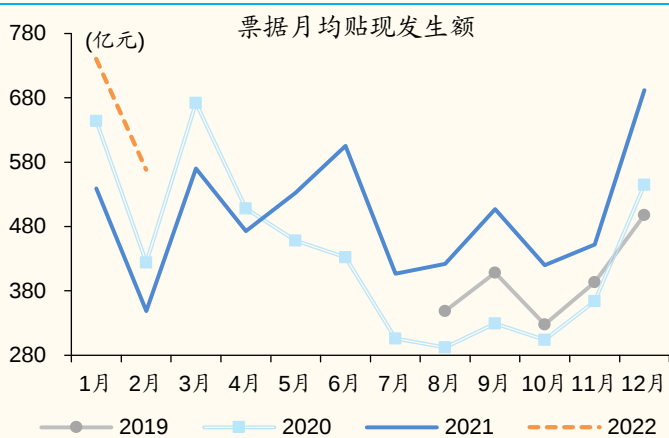
存单“量价齐升”，票据市场表现“火热”，银行资产、负债两端也呈现“背离”。存单“涨价”的同时，融资也明显超季节性放量，2 月同业存单净融资近 6700 亿元、大幅高于近 3 年均值的 230 亿元左右，似乎指向银行“缺负债”。同时，年初以来，票据融资“火爆”一定程度反映银行“缺资产”，例如，1 月、2 月票据月均贴现发生额分别为 740 亿元、高于近 2 年年同期的 640 亿元和 540 亿元左右；1 个月国股票据转贴利率多次触及“零利率”。

图表 3：2 月，同业存单超季节性放量



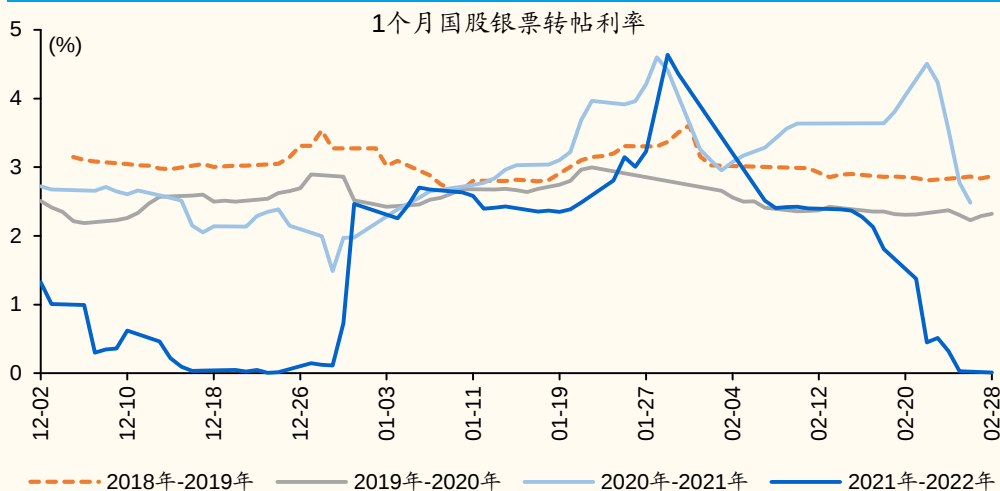
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：年初以来，票据贴现发生额高于以往



来源：Wind、国金证券研究所

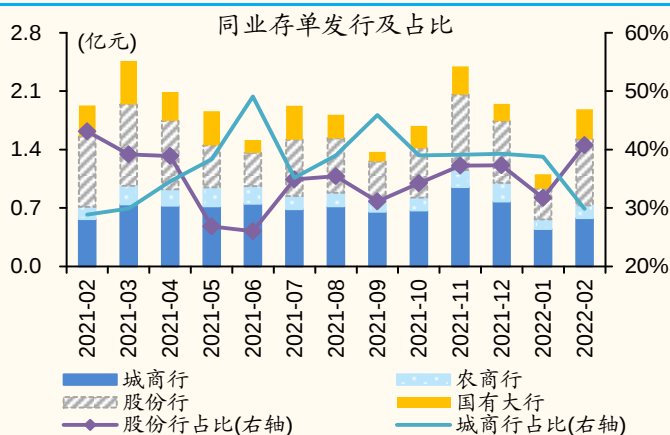
图表 5: 2 月底, 票据利率再度贴近“零利率”



来源: Wind、国金证券研究所

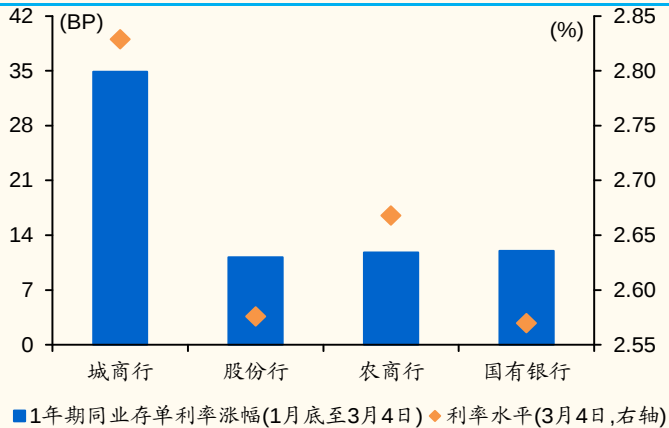
虽然存单整体“量价齐升”，但大行和中小行分化明显。从“量”上说，2月同业存单融资中，股份行和城商行发行合计占比超过 70%，其中，股份行占比较 1 月进一步抬升 9.1 个百分点，城商行占比虽有所回落、但高于 2021 年同期水平，而国有大行占比较 2021 年同期回落。就“价”而言，截至 3 月 4 日，1 年期存单利率涨幅也明显分化，城商行较 1 月底上涨近 35BP，国有大行虽也上涨、但涨幅相对小。

图表 6: 融资结构中, 股份行、城商行贡献较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 相较大行, 股份行和城商行利率上行更明显

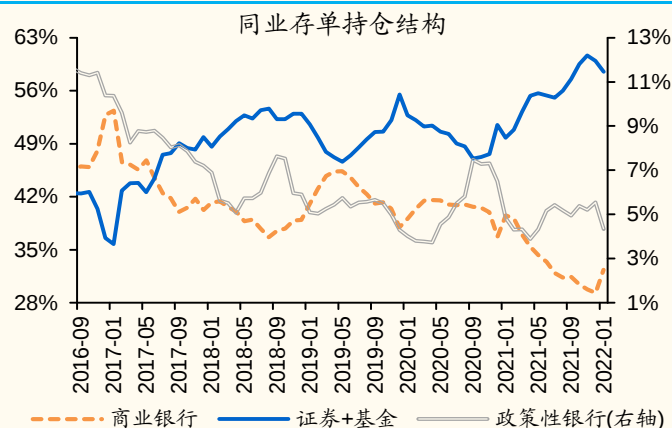


来源: Wind、国金证券研究所

二、猜想一：存单利率上行，与理财资金“购买节奏”有关

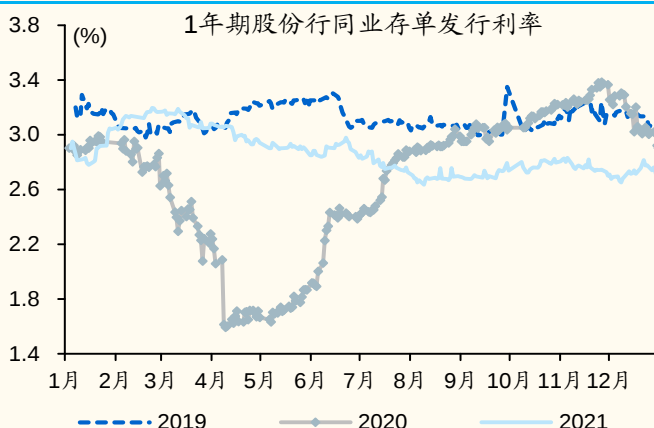
流动性平稳宽松下，广义基金等持续买入填仓，使得存单利率在 2021 年下半年维持低位波动。2021 年下半年，货币流动性环境平稳宽松、尤其是年中降准后，存单资金利率随之明显下台阶。同时，广义基金持续持续买入存单也催化存单利率稳中有降，例如，证券和基金持有存单占比由 2021 年年中的 55% 抬升至年底的 60%，同阶段 1 年期股份行存单发行利率平稳回落 18BP。

图表 8：2021 年下半年以来，非银持有存单占比抬升



来源：银保监会、中国人民银行、国金证券研究所

图表 9：2021 年下半年，存单利率平稳低位



来源：Wind、国金证券研究所

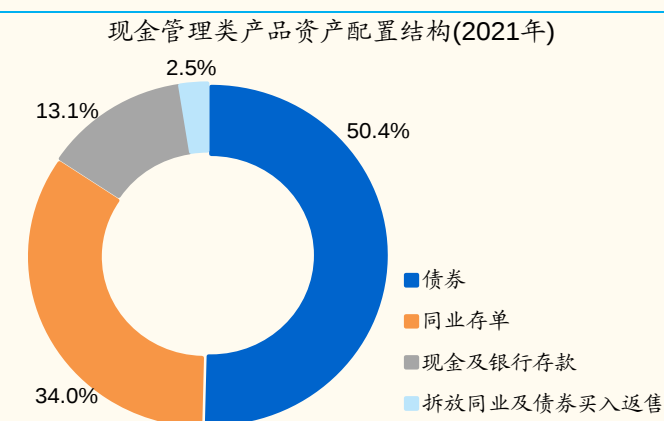
尤其是理财新规后，现金管理类理财对存单需求上升，叠加年底存单指数基金的密集发行，进一步点燃存单市场“热情”。2021 年下半年，理财监管收紧，资管新规过渡期到期、净值化转型等压力下，理财资金对存单需求上升。此外，年底存单指数基金密集发行，进一步点燃市场“热情”，其中，存单指数基金要求持有存单占比不低于 80%，也阶段性释放增量需求。

图表 10：2021 年年中以来，理财资金相关监管收紧

时间	文件	主要内容	可能影响
2021年6月	《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》	明确现金管理类产品定义；提出产品投资管理要求，规定投资范围和投资集中度；明确产品的流动性管理和杠杆管控要求；细化“摊余成本+影子定价”的估值核算要求；加强认购赎回和销售管理；明确现金管理类产品风险管理要求，对采用摊余成本法进行核算的现金管理类产品实施规模管控，确保机构业务发展与自身风险管理水平相匹配	现金管理类产品趋向与货币基金统一监管
2021年9月	《资产管理产品相关会计处理规定（征求意见稿）》	资产管理产品的会计处理，将严格实施IFRS 9，新规将自2022年1月1日起正式实施。金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合企业会计准则规定	摊余成本法转向净值法管理；破除产品刚兑；银行理财子降低产品久期，增配短久期资产
2021年12月	《理财公司理财产品流动性风险管理办法》	提出了理财产品全生命周期的流动性管理要求，建立和完善了理财产品的流动性管理框架，将流动性风险管理贯穿于理财业务运行的全流程，规范了管理人的流动性管理机制	

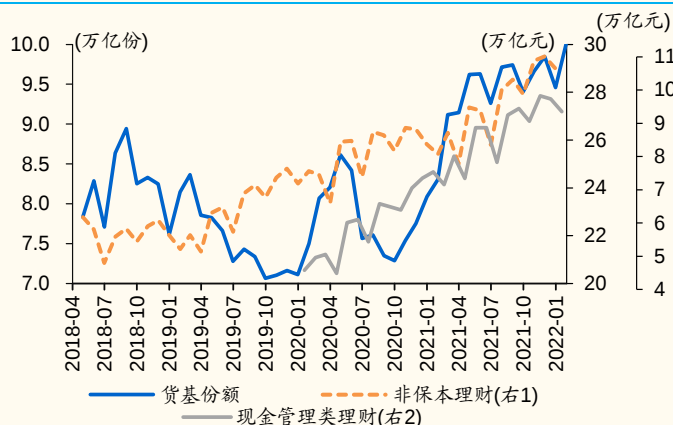
来源：银保监会、中国人民银行、国金证券研究所

图表 11：2021 年底，现金类理财存单持有占比超 3 成



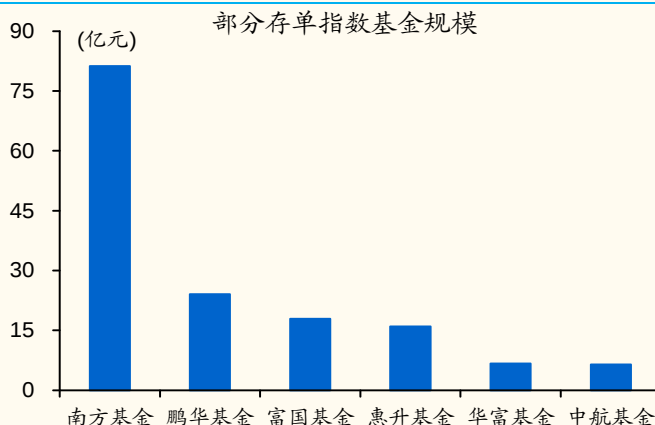
来源：中国理财网、国金证券研究所

图表 12：2021 年下半年，现金理财等稳步增长



来源：中国理财网、Wind、国金证券研究所

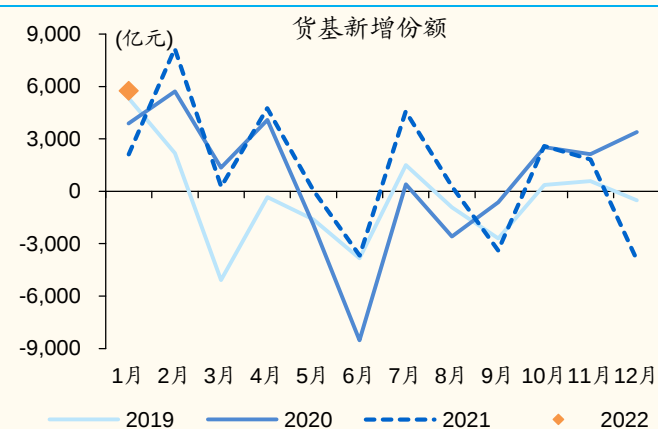
图表 13：2021 年底，存单指数基金密集发行



来源：Wind、国金证券研究所

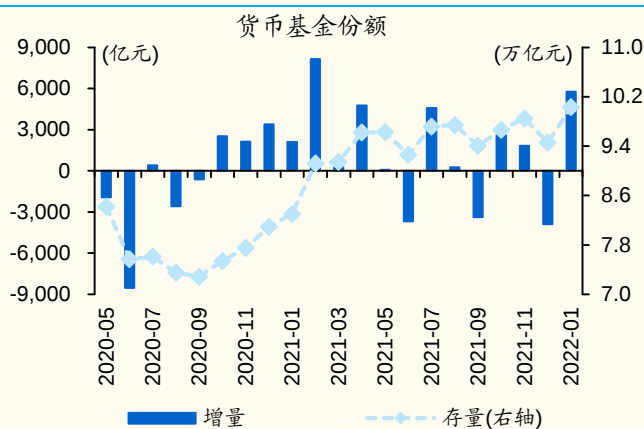
年初以来，理财资金“购买节奏”或发生变化，逐步淡出存单一级市场，货基等价格敏感参与者的资金需求量上升。现金类理财资金监管向货基看齐、降久期的要求，或使得部分机构购买 1 年期及以上存单意愿降低。理财资金的逐步淡出，货基等价格敏感参与者的力量逐步凸显，1 月，货基新增份额超 5700 亿元、远高于近 3 年同期均值 3780 亿元左右。

图表 14：年初，货基超季节性上量



来源：中国理财网、中国人民银行、国金证券研究所

图表 15：年初，货基规模大幅上量

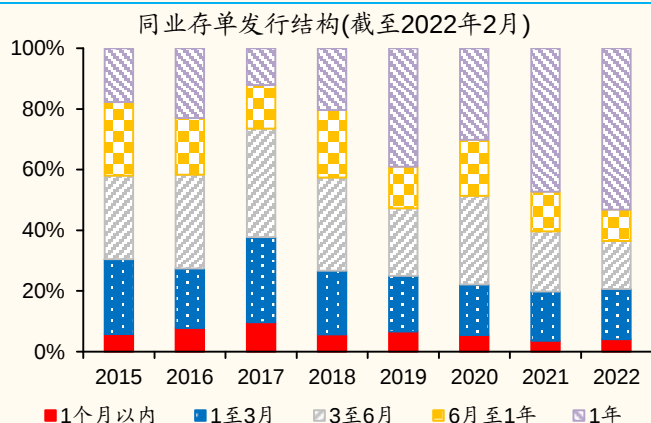


来源：Wind、国金证券研究所

三、猜想二：降息预期修正、宽信用下，存单利率或跟随债市调整

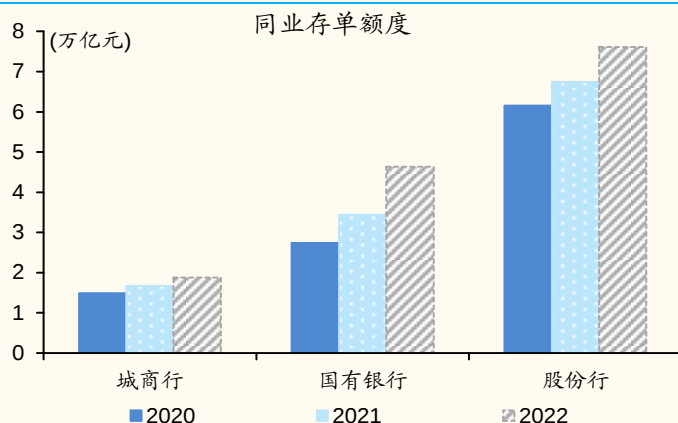
近年，存单发行期限明显拉长、1 年以上占比抬升，债券属性逐步加强。近年，1 年前存单发行增多、占比由不足 20% 升至 2022 年前两月 50% 以上；存单额度递增，也使得市场容量明显扩张。伴随存单期限拉长、市场扩容，机构购买热情明显升温，例如，短期纯债基金持有存单占比近 1 年抬升 2.3 个百分点至 5.5% 以上，中长债纯债基金持仓占比也稳中有升；广义基金的存单持仓变化与持有短融等债券变化节奏相对一致。

图表 16: 近年, 1 年期及以上存单发行占比抬升



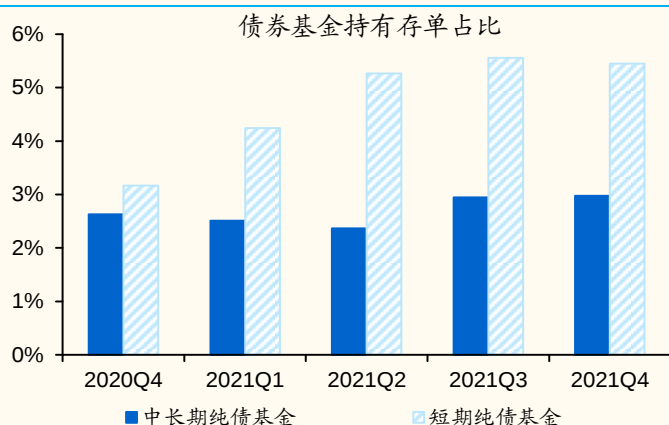
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 同业存单额度稳步增长¹



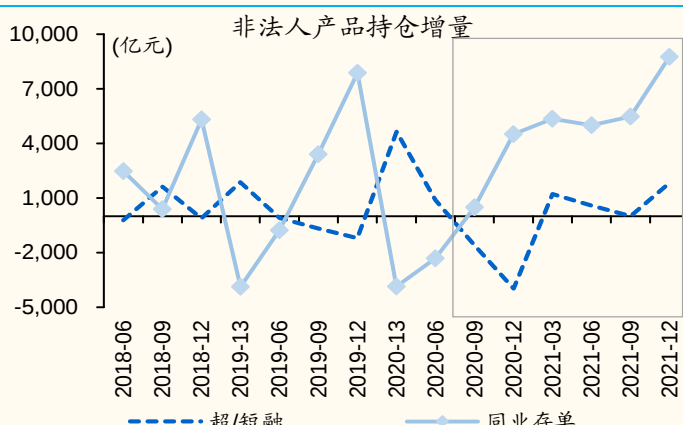
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 债券基金持有同业存单占比稳中上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 近年, 基金持仓存单变化与债券相对一致



来源: 上清所、国金证券研究所

降息预期修正、宽信用升温下, 存单利率或跟随债市有所调整。2 月, 7 天逆回购利率为 2.1%、创逆回购常态化操作以来新低, 金融机构平均存款准备金为 8.4%、也处于历史低位, 进一步下调的空间收窄。在政策发力靠前、市场节奏“前移”的背景下, 货币政策进一步宽松, 对市场的提振或趋于减弱, 甚至可能成为引发机构获利了结的重要信号。叠加部分省市地产政策的边际放松、社融增速的企稳推升“宽信用”预期, 债市出现明显调整, 存单利率或有一定跟随(详情参见《债市的“十字路口”》)。

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_39158

