

研究所

分析师: 梁伟超
SAC 登记编号: S1340523070001
Email: liangweichao@cnpsec.com

近期研究报告

《信用追涨的力度如何？——信用周报
20251022》 - 2025. 10. 22

固收周报

同业存单定价怎么看？ ——流动性周报 20251026

● 高配置价值，高交易价值

观点回顾：四季度债市或在震荡中前行。30 减 10 国债利差已经充分反应了风险偏好的修复，10 年减 1 年国债利差也大体反应了风险偏好修复，流动性、资金面、短端利率估值合理，当前债市具备配置价值。供给压力放缓即将出现，货币宽松契机可能出现，赎回压力将持续存在。近期避险情绪升温，债市交易“宜止，不宜追”。债市行情在避险情绪驱动之下有所修复，但收益率大概率不会回到快下难追状态，追涨需谨慎，部分负债不稳定账户可能在行情修复中选择卖出。

资金面处于宽松状态，资金价格在稳定低位，几乎没有季节性波动。第一，央行流动性安排周密，规模充足。第二，银行负债平稳相对宽松，融出传导效率高。预计 10 月税期和跨月也将维持宽松状态。

部分投资者对于三季度以来同业存单净融资持续为负的情况有所担忧。连续四个月的存量缩减，可能造成四季度存单供给压力过于集中。如何看待前期同业存单净融资的持续缩量？其一，这与银行负债广义缺口状态是一致的。其二，央行投放中长期流动性对同业存单有一定替代效应。

四季度，同业存单的发行压力更多来自季节性，明显超出预期的概率不高。第一，同业存单通常在四季度，尤其是年末存在季节性发行压力。第二，当前同业存单备案额度使用率偏低，但这也与年初额度制定规模偏大有关。

总结来看，同业存单年末还将存在一定的供给压力，但出现负反馈的概率不高。在资金稳定宽松背景下，同业存单利率处于高配置价值区间，年末有超预期下行的可能。我们对于 1 年国股行 NCD 定价区间的观点，在 6 月之后即明确 1.55%-1.7% 的波动区间。年末之前，季节性发行压力的存在，可能使得同业存单利率不易下行突破，但供给压力和预期仍小于 5 月底至 6 月初的时点，顶部意义依然偏强。若不考虑降息或降准的可能性，同业存单利率也可能在 12 月中下旬，跨年资金平稳的情况下，出现预期外的下行。

● 风险提示：

流动性超预期收紧

目录

1 同业存单定价怎么看?	4
2 风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 资金价格处于稳定低位, 几乎没有季节性波动	4
图表 2: 资金传导效率提高, 资金价格波动下行	4
图表 3: 广义负债缺口触底, 偏长同业存单净融资回升	5
图表 4: 四季度到期压力依然小于 6 月份	5
图表 5: 主要国股行同业存单备案额度使用率并不高, 四季度有季节性净融资压力	6
图表 6: 同业存单利率处于高配置价值区间	7
图表 7: 同业存单与资金利差升至年内高位	7

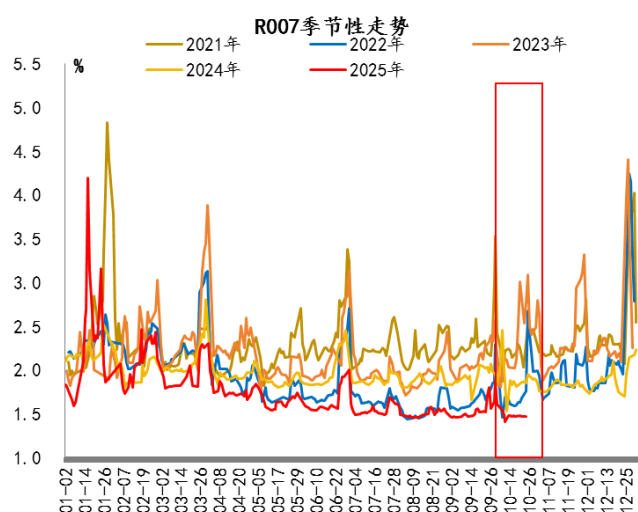
1 同业存单定价怎么看？

观点回顾 债市或在震荡中前行。30 减 10 国债利差已经充分反应了

风险偏好的修复，10 年减 1 年国债利差也大体反应了风险偏好修复，流动性、资金面、短端利率估值合理，当前债市具备配置价值。供给压力放缓即将出现，货币宽松契机可能出现，赎回压力将持续存在。近期避险情绪升温，债市交易“宜止，不宜追”。债市行情在避险情绪驱动之下有所修复，但收益率大概率不会回到快下难追状态，追涨需谨慎，部分负债不稳定账户可能在行情修复中选择卖出。

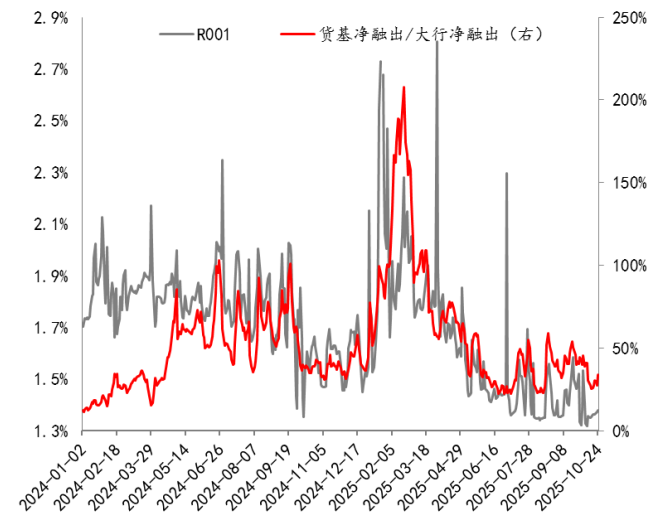
资金面处于宽松状态，资金价格在稳定低位，几乎没有季节性波动。三季度以来资金价格运行平稳，波动明显收敛，甚至 9 月末跨季波动也收敛至明显低于历史同期的程度。资金面的平稳宽松主要与两方面因素有关：第一，央行流动性安排周密，规模充足。央行季末重启 14D 逆回购操作，买断式回购和 MLF 持续净增，操作利率随行就市、有所下行；并且，各项操作之间衔接紧密，跨季前投放和跨季后到期均被平滑。第二，银行负债平稳相对宽松，融出传导效率高。银行存款增长持续维持偏高增速，同时资产端信贷投放依然偏弱，大行融出规模维持偏高水平，银行和非银资金传导效率改善，与隔夜价格同步下行。**故央行投放和银行负债两个资金价格的决定性因素均处于有利状态，使得资金价格波动低于季节性水平，预计 10 月税期和跨月也将维持偏宽松状态。**

图表1：资金价格处于稳定低位，几乎没有季节性波动



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：资金传导效率提高，资金价格波动下行

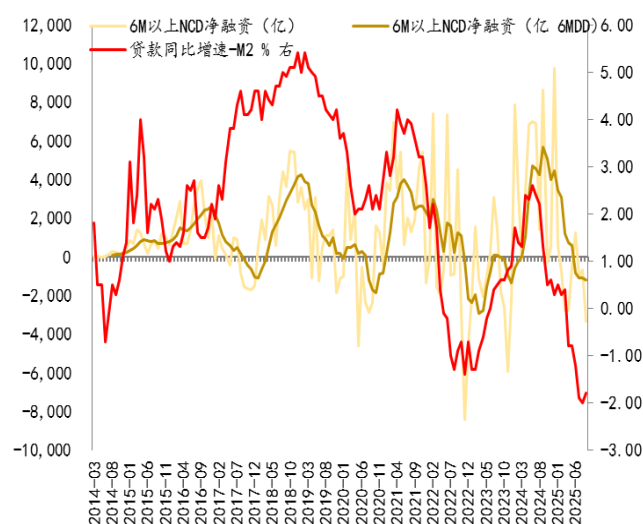


资料来源：iFind，中邮证券研究所

部分投资者对于三季度以来同业存单净融资持续为负的情况有所担忧。6月至9月，同业存单净融资规模持续为负，历史上这种连续净融资为负的情况也并不多见。部分投资者所担忧的是，连续四个月的存量缩减，可能造成同业存单净融资节奏后推，即四季度存单供给压力过于集中。如何看待前期同业存单净融资的持续缩量？

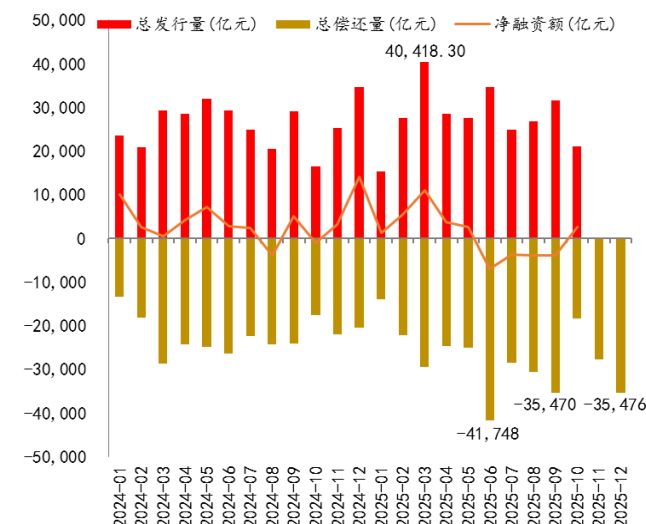
其一，这与银行负债广义缺口状态是一致的。我们多次介绍过广义负债缺口和6个月以上同业存单净融资之间的关系，两者在长期显示出一致的趋势，因为偏长期限同业存单与银行流动性考核指标有关，更多体现银行对稳定负债的诉求。可以看到，前期贷款与存款增速差明显下行，6个月以上同业存单净融资也持续下行，意味着同业存单净融资缩减的趋势与银行负债缺口收敛有关。其二，央行投放中长期流动性对同业存单有一定替代效应。上文已经提及，央行在三季度对于中长期流动性的投放是偏积极的，中期借贷便利和买断式逆回购规模存量规模持续上升。并且，两者报价方式改革之后，随行就市的定价与存单发行利率差距不大。故对于大行而言，央行中长期流动性投放对其主动负债具有一定的替代作用。

图表3：广义负债缺口触底，偏长同业存单净融资回升



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：四季度到期压力依然小于6月份



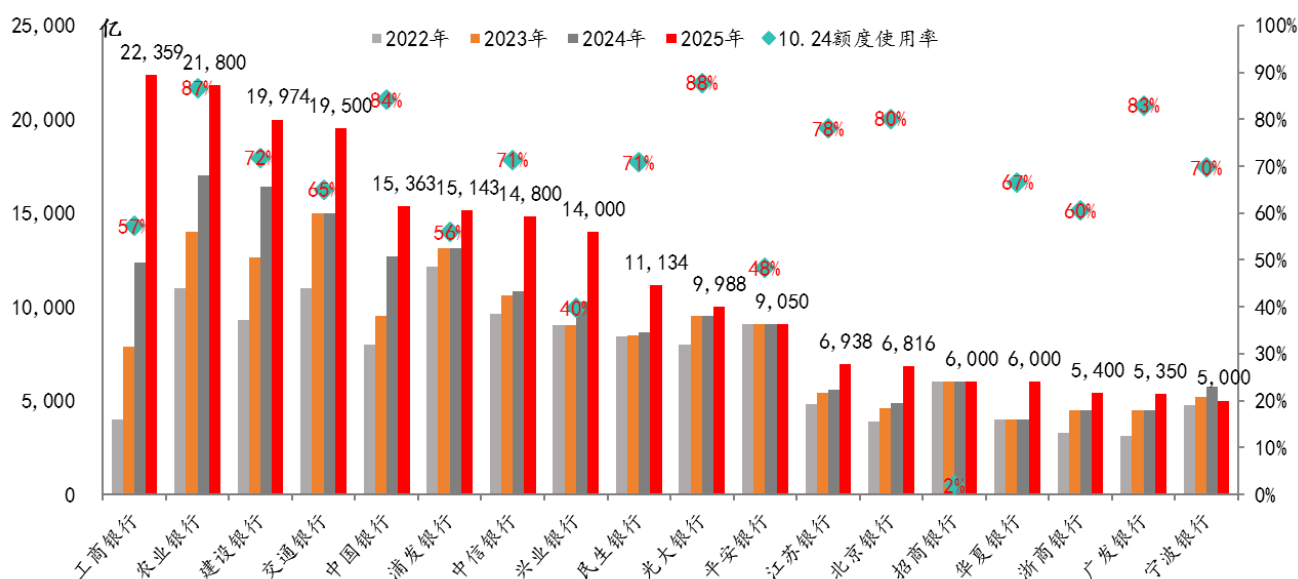
资料来源：iFind，中邮证券研究所

四季度，同业存单的发行压力更多来自季节性，明显超出预期的概率不高。

第一，同业存单通常在四季度，尤其是年末存在季节性发行压力。由于跨年因素和季末考核因素叠加，四季度同业存单发行压力通常较大。并且，近三年四季度利率债均存在一定程度的增发，也造成一定程度的流动性压力；以及，去年末对

于同业活期的自律监管影响较广，对大行负债产生明显冲击，也加深了投资者对于四季度同业存单发行压力的印象。第二，当前同业存单备案额度使用率偏低，但这也与年初额度制定规模偏大有关。通常到年末，主要国股行同业存单备案额度使用率在 90%以上，甚至个别年度也出现过额度发满，年末调增额度的情况。如上文所述，6 月份之后的四个月同业存单存量规模缩减，故备案额度的使用率也相应有所下降，至今主要大行额度使用率在 80%以上，股份行额度使用率也参差不齐。若主要国股行年末额度使用率要明显上行，确实意味着还存在一定程度的供给压力。但年初主要国股行制定备案额度，主要与去年末和今年初的负债压力有关，机构以当时的情况推估，制定了偏高的备案额度。但四月份之后，银行负债形势从根本上好转，今年末备案额度不一定要充分使用。

图表5：主要国股行同业存单备案额度使用率并不高，四季度有季节性净融资压力

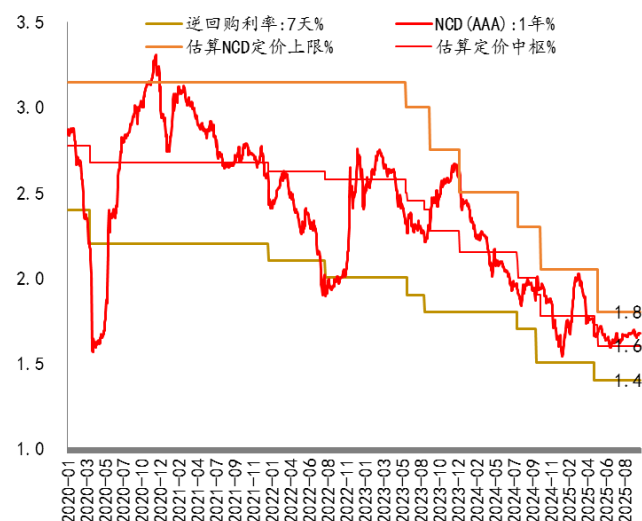


资料来源：iFind，中邮证券研究所

总结来看，同业存单年末还将存在一定的供给压力，但出现负反馈的概率不高。在资金稳定宽松背景下，同业存单利率处于高配置价值区间，年末有超预期下行的可能。我们对于1年国股行NCD定价区间的观点，在6月之后即明确1.55%-1.7%的波动区间。7月之后，资金价格中枢持续下行，但同业存单利率并未明显回落，使得存单和资金的利差明显扩张，到年内新高水平。同业存单利率在三季度也受到债市整体情绪的影响，1年期国股行利率持续处于接近1.7%的水平，尚未明显下行。年末之前，季节性发行压力的存在，可能使得同业存单利率不易下行突破，但供给压力和预期仍小于5月底至6月初的时点，故1.7%的顶部意义

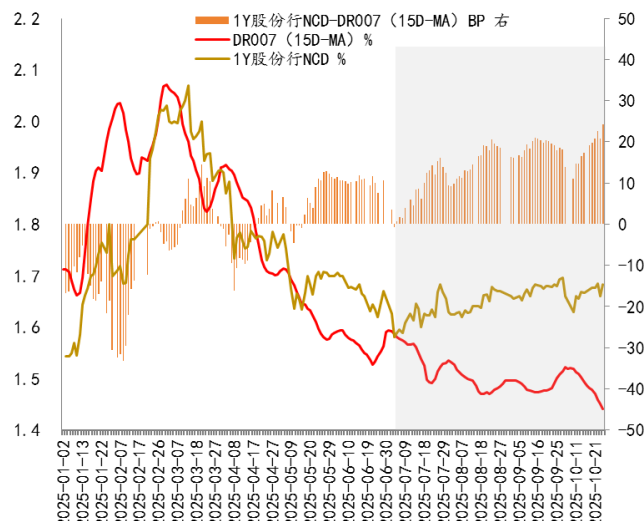
依然偏强。就下行空间而言，随着存单与资金利差的扩张，存单利率处于高配置价值区间。当然，若降准降息在年末之前出现，存单和短端品种利率可能出现一波顺畅下行；若不考虑降息或降准的可能性，同业存单利率也可能在 12 月中下旬，跨年资金平稳的情况下，出现预期外的下行。

图表6：同业存单利率处于高配置价值区间



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：同业存单与资金利差升至年内高位



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 风险提示

流动性超预期收紧

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048