广义流动性缺口主导：2021 年同业存单市场展望

■ **2018 年以来，以社融-M2 剪刀差衡量广义流动性缺口，与同业存单利率显著正相关。**当这一缺口走阔时，意味着资金需求的上升快于供给，商业银行负债端压力增加，对利率造成上行压力，作为商业银行负债来源的同业存单利率也相应上行。

■ **以 2018 年为分界，同业存单利率与广义流动性缺口之间的相关性由弱转强，很大程度上折射出同业存单市场由资产驱动到负债驱动的格局变化。**2015 至 2016H1，宽松的流动性催生了以同业存单为枢纽的金融机构无风险套利行为，投资需求推动同业存单量升“价”跌，存单利率与广义流动性缺口负相关。2016H2 至 2017H1，金融去杠杆导致同业业务受限，商业银行面临负债端缺口叠加刚性再融资需求，存单量“价”齐升，存单利率与广义流动性缺口弱正相关。2017H2，金融严监管叠加流动性收紧使得存单投资受到显著制约，存单量跌“价”升，存单利率与广义流动性缺口再度背离。2018 年以来，广义流动性缺口与存单利率的同步下行/上行均由商业银行负债缺口收窄/走阔驱动，两者呈现强正相关关系。**2020 年，存单利率拐点与广义流动性缺口的拐点于 5 月同步出现。**

■ **从市场微观结构看，同业存单发行逐步转向由国股行主导，**特别是国有行由存单的净买入方转入净卖出方，广义基金的存单配置份额显著上升。

■ **2021 年同业存单市场仍将在负债驱动逻辑下运行。**货币政策收敛对存单利率将产生向上推力，而广义流动性缺口收窄和机构行为将对利率上行幅度形成制约。**价格上，**我们预计 2021 年存单利率中枢将在政策利率（1 年期 MLF 利率 2.95%）附近，波动区间为[2.8%,3.3%]，且区间震荡的概率高于单边走势的概率。**数量上，**商业银行负债压力虽边际缓解，但仍将处于较高水平，存单发行量也将继续维持高位。

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
☎：0755-88259023
✉：cailingling@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员
招商银行研究院
☎：0755-22699005
✉：yangxuerong@cmbchina.com

邹萌，资金管理岗
资产负债管理部
☎：0755-83195449
✉：zoumeng1@cmbchina.com

感谢实习生汪嘉麒对本文作出的贡献

目录

一、同业存单市场与广义流动性缺口 1
二、同业存单市场：从资产驱动到负债驱动 3
（一）资产驱动阶段：2015-2016H1 3
（二）负债驱动阶段：2016H2 至今 4
三、市场微观结构：谁在发行，谁在持有 6
四、同业存单市场展望：量“价”何去何从 9

图目录

图 1：同业存单市场发展迅猛 1
图 2：2018 年后广义流动性缺口与同业存单利率走势显著正相关 2
图 3：2016 年以来广义流动性缺口的三个阶段 2
图 4：同业存单是 2015-2016 年间同业套利链条的枢纽 4
图 5：中小行资产端在 2015-2016 年间快速扩张 4
图 6：同业存单市场逐渐由资产驱动转向负债驱动 5
图 7：存单利率围绕政策利率大幅波动 6
图 8：2020 年 5 月以来同业存单发行量走高 6
图 9：国有行的发行诉求上升 6
图 10：股份行持续处于同业存单的净发行方 6
图 11：城商行持续处于同业存单的净发行方 7
图 12：农商行加大了同业存单的净买入力度 7
图 13：中小行主动负债缺口有所改善 7
图 14：7-8 月国有行净融资额处于高位 8
图 15：今年以来股份行和城商行的发行额“领跑” 8
图 16：2020 年积极的财政政策发力 8
图 17：中小行同业投资的波动更为剧烈 8
图 18：广义基金配置力量趋强 9
图 19：近年来货币基金快速发展 9
图 20：供给减少将使得同业存单价格上升、利率下降 10
图 21：中小行与国有行发行利差在信用冲击后走阔 11

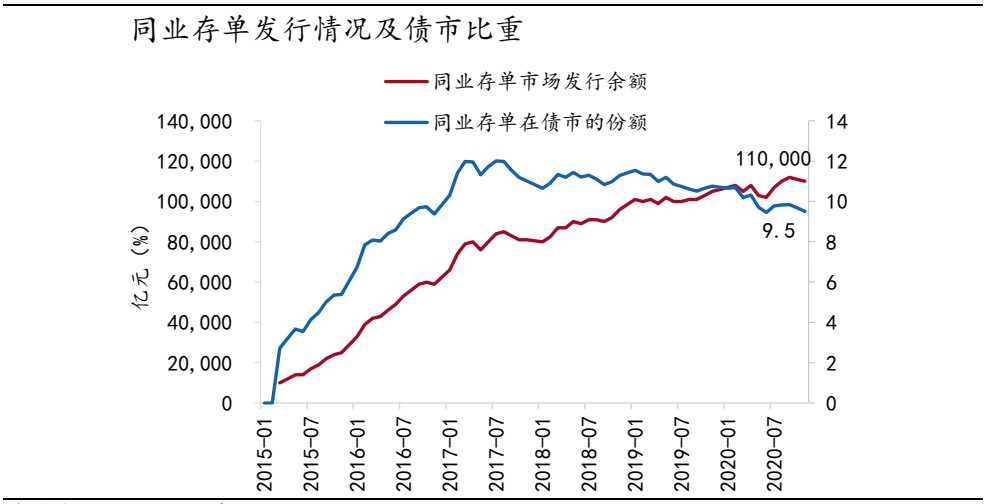
2020 年，同业存单市场走势一波三折，引发市场关注。存单利率经历了上半年的快速下行、下半年的掉头向上、再到年末的高位回落；发行量则趋势性走高。这实际上是货币政策、财政政策、金融监管、机构行为共同作用的结果，折射出商业银行中长期负债日益匮乏的现状。同业存单由于兼具市场化、发行机制灵活、流动性强等多重优势，成为当前商业银行主动负债的利器。

展望 2021 年，同业存单的量价走势依然值得关注。今年经济基本面继续回暖，宏观政策向中性回归，金融严监管依然延续，广义流动性趋于收敛。在此背景下，同业存单会否继续高增，同业存单利率又将何去何从？本文将基于宏观政策和机构行为分析框架，寻找未来同业存单市场演化的逻辑主线。

一、同业存单市场与广义流动性缺口

自 2013 年问世以来，同业存单市场迅猛发展，目前不论对债券市场还是商业银行来说都已举足轻重。截至 2020 年末，同业存单发行人已超 300 家，发行余额达 11 万亿。作为债市中成交最为活跃的短久期券种之一，从存量上看同业存单已占据债市近 10%的份额。对商业银行而言，同业存单是重要的主动负债来源和流动性管理工具，在负债端的占比达 3.5%（图 1）。

图 1：同业存单市场发展迅猛



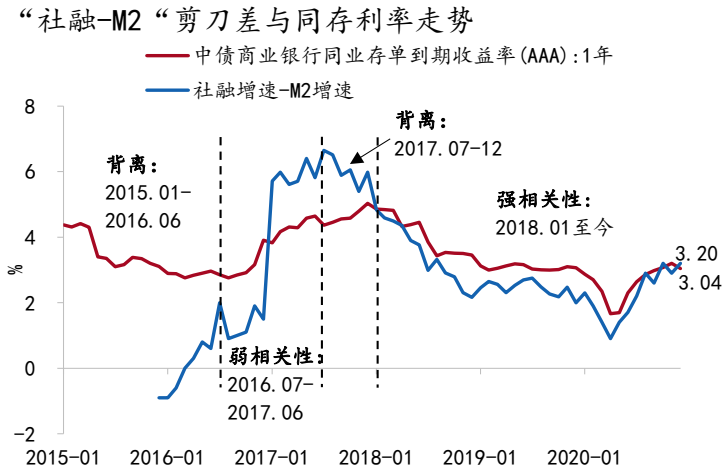
资料来源：Wind，招商银行研究院

金融机构对同业存单的青睐源于其多重优势。从发行方看，同业存单遵循市场化发行机制，仅需备案年度发行额度；在会计上计入商业银行负债端的“应付债券”科目，无需缴准、也不会被提前支取，可用于优化 LCR（Liquidity Coverage Ratio）等流动性监管指标。从投资方看，同业存单具有标准化、电子化、定价透明、流动性高、违约风险低、风险权重低等优点。

2018 年以来，以社融-M2 剪刀差衡量广义流动性缺口，与同业存单利率显著正相关（图 2）。2018 年 1 月至 2020 年 4 月间，社融-M2 剪刀差和同业存单利率同步向下，分别变动-3.2pct 和-3.9pct；2020 年 5 月至 2020 年末，两者则同步向上，分别变动 1.35pct 和 1.8pct。而之所以两者在 2018 年之前相关性较低甚至负相关，一是 2017 年之前影子银行的快速发展对 M2 增速产生扰

动，导致其处于偏高水平；二是社融口径 2018 年以来多次扩容，但统计数据仅回溯至 2017 年 1 月起；三是货币政策调控方式有所转变，2016-2018 年初，央行主要通过 MLF、PSL 等调节流动性，2018 年之后，央行倾向于定向/全面降准，既推动了利率的下行，又推高了 M2 增速从而导致广义流动性缺口收敛。

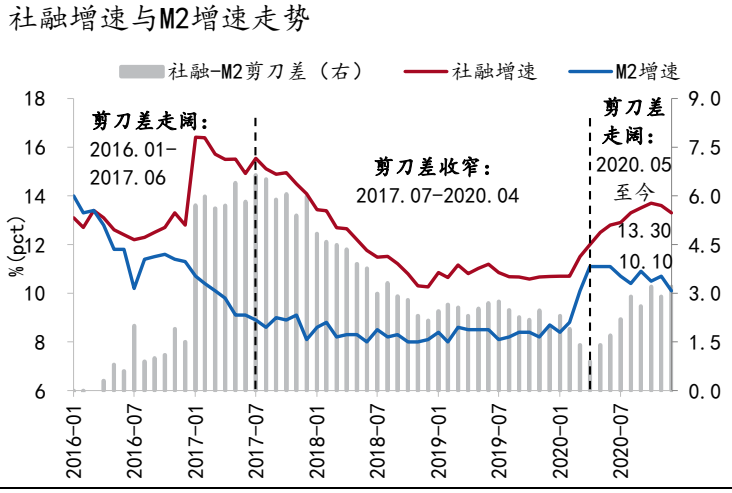
图 2：2018 年后广义流动性缺口与同业存单利率走势显著正相关[1]



资料来源：Wind，招商银行研究院

广义流动性缺口很大程度上反映了商业银行资产扩张下，负债端所面临的压力。社融可视为广义货币需求/商业银行资产投放，M2 可视为广义货币供给/商业银行存款派生。当这一缺口走阔时，意味着资金需求的上升快于供给，商业银行负债端压力增加，对利率造成上行压力。作为商业银行负债来源，同业存单的利率也相应上行。反之，当广义流动性缺口收敛时，意味着商业银行负债压力缓解，（同业存单）利率趋于下行。

图 3：2016 年以来广义流动性缺口的三个阶段



资料来源：Wind，招商银行研究院

[1] 2017 年 1 月社融增速跳升 3.6pct，主要是因为央行自 2018 年以来多次拓展社融口径，但其对新口径数据的回溯仅自 2017 年 1 月起。

事实上，不论是广义流动性缺口还是同业存单利率的走势，反映的都是宏观经济基本面和政策的变化。2016 年以来，广义流动性缺口的走势大致可分为三个阶段（图 3）。第一阶段为 2016 年至 2017 年上半年，金融去杠杆导致同业投资收缩与表外融资渠道减少，显著制约货币派生，M2 增速的下行快于社融增速，广义流动性缺口趋于走阔，商业银行负债端压力上升，推动存单利率上行。第二阶段为 2017 年下半年至 2020 年 4 月，随着经济下行压力日益加大，央行的“宽货币”政策使得 M2 增速保持相对稳定，严监管下的“紧信用”则导致社融增速向下，广义流动性缺口收敛，商业银行负债压力边际缓解，同业存单利率下行。第三阶段为 2020 年 5 月以来，后疫情时代货币政策回归中性、结构性存款压降，M2 增速则小幅回落，商业银行负债压力再度凸显，同业存单利率相应走高。

值得注意的是，2018 年为分界，同业存单与广义流动性缺口之间的相关性由弱转强，很大程度上折射出同业存单市场由资产驱动到负债驱动的格局变化（regime change）。

二、同业存单市场：从资产驱动到负债驱动

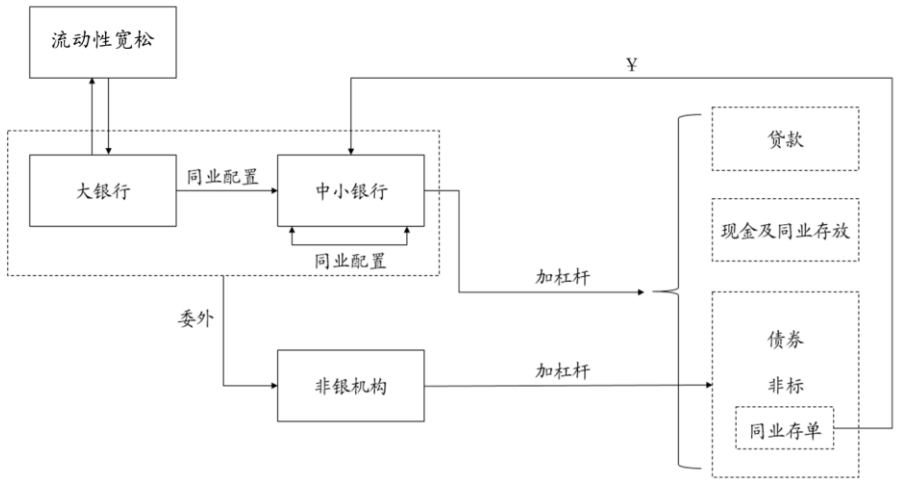
同业存单既是商业银行资产端的投资标的，又是商业银行负债端的重要资金来源。在存单市场上，商业银行的资金需求构成同业存单的供给/发行，投资需求则构成同业存单的需求。**金融机构在宏观经济与政策驱动下的资产负债行为，导致同业存单市场的供需变化，进而决定同业存单利率。**

金融机构不同的行为模式，决定了同业存单市场走势的变化。2015 年至 2016 年上半年，在商业银行投资驱动下，同业存单与广义流动性缺口走势一度背离；2016 年下半年以来，负债驱动成为同业存单市场的主导逻辑，同业存单与广义流动性缺口之间的关系逐步由弱相关（2016H2-2017H1）过渡至强相关（2018 年以来）。但在 2017 年下半年，同业存单市场曾短暂重回资产驱动模式。

（一）资产驱动阶段：2015-2016H1

2015 至 2016 年上半年，宽松的流动性催生了以同业存单为枢纽的金融机构无风险套利行为，即同业资金空转（图 4）。这一时期，为应对国内“三期叠加”所带来的经济下行，货币政策边际放松，央行自 2014 年末起多次降准降息， DR007 由 2015 年初的 3.95%降至当年末的 2.34%，2016 年上半年继续稳定在低位。在这一时期，商业银行特别是中小行发行同业存单很大程度上并非为了弥补负债缺口，而是为了获取低成本的资金进行同业投资，赚取无风险收益。且当时经济下行，风险上升，银行的确存在“资产荒”，倾向于多配低风险资产。

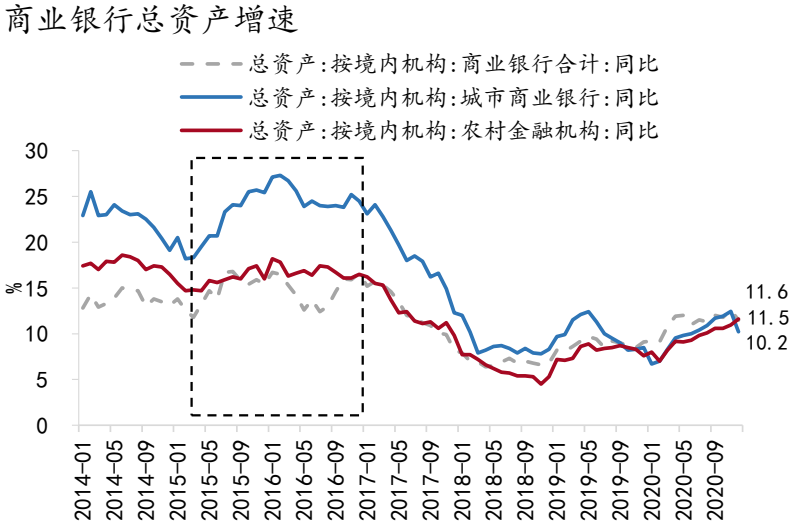
图 4：同业存单是 2015-2016 年间同业套利链条的枢纽



资料来源：招商银行研究院

在无风险套利的驱动下，同业存单市场出现爆发式增长，发行量和利率走势出现显著背离，量升“价”跌（图 6 阴影区域 1）。由于此阶段商业银行在存单市场上的行为由投资动机主导，同业存单利率与广义流动性缺口之间呈现负相关（图 2）。相应地，大规模的同业投资也使得中小行资产负债表显著扩张（图 5）。

图 5：中小行资产端在 2015-2016 年间快速扩张



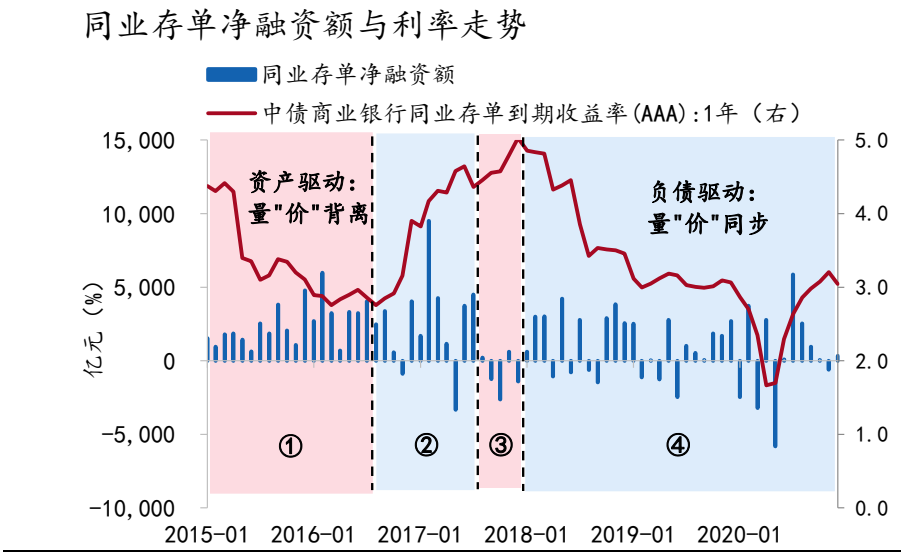
资料来源：Wind，招商银行研究院

（二）负债驱动阶段：2016H2 至今

2016 年下半年至 2017 年上半年，金融去杠杆和严监管背景下，商业银行难以继续通过同业业务扩表，存单发行逐渐过渡为由负债缺口驱动。在此期间，为整治同业资金空转，货币政策边际趋紧，同业套利空间由正转负；“三三四”专项治理等金融强监管政策相继落地，同业存单发行难度上升，投资需求也受到冲击。同业投资收缩制约存款派生，商业银行面临负债端缺口，叠加同业存

单的刚性再融资需求，使得同业存单发行进一步放量。商业银行的负债压力使得同业存单市场量“价”关系出现逆转，发行量和利率同向变化（图 6 阴影区域 2）。广义流动性缺口走阔，同业存单利率上行，两者之间逐步呈现弱相关态势（图 2）。

图 6：同业存单市场逐渐由资产驱动转向负债驱动



资料来源：Wind，招商银行研究院

2017 年下半年，同业存单市场短暂回归投资/资产“逆向驱动”。当年 8 月央行提出将同业存单纳入 MPA 考核，11 月资管新规征求意见稿出台，金融监管强化的预期愈演愈烈，叠加流动性偏紧状态下资金成本上升，存单投资需求下降、发行难度加大。同业存单净融资量有所收缩，利率持续上行，量与“价”出现反向变化（图 6 阴影区域 3）。与此同时，“紧信用”政策使得社融增速下行更为显著，存单利率与广义流动性缺口走势再度背离（图 2）。

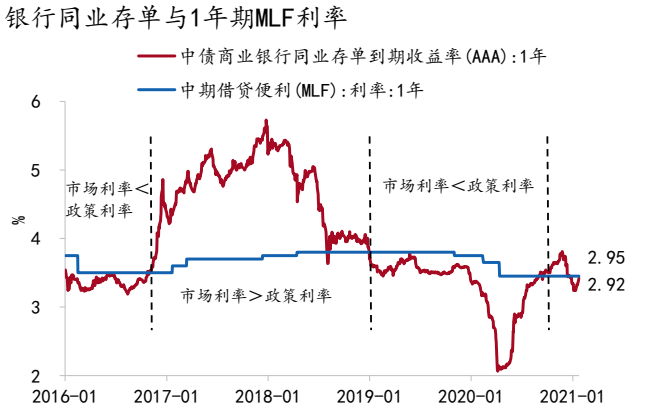
2018 以来，广义流动性缺口与存单利率的同步下行/上行均是受到商业银行负债缺口收窄/走阔的驱动，因此两者呈现强相关关系（图 2）。这一时期，同业存单成为商业银行主动负债管理的重要工具，存单市场持续处于负债主导阶段。2018-2019 年间，“宽货币”带动流动性转向充裕水平，商业银行负债压力边际缓解，发行存单的诉求下降，同业存单量“价”齐跌（图 6 阴影区域 4）。由于经济下行压力和表外融资监管导致实体经济融资需求偏弱，社融增速下行速度快于货币，存单利率与广义流动性缺口走势趋于一致。

2020 年同业存单市场走势可大致分为两个阶段，其拐点与广义流动性缺口的拐点同步出现。1-5 月为第一阶段。货币政策边际宽松以应对疫情冲击，商业银行负债端相对充裕，同业存单发行量大幅收缩，净融资额合计为-4,997 亿，同比减少 7,936 亿；存单利率快速下行，1 年期 AAA 同业存单发行利率由年初的 2.9%降至 5 月末的 1.85%，与 MLF 利率之间的利差大幅走阔（图 7）。

6 月后，同业存单市场步入第二阶段。货币政策开始回归中性，市场利率上行叠加结构性存款压降，使得商业银行负债端遭受冲击，广义流动性缺口开始走阔，同业存单也步入量“价”齐升区间（图 8），两者依然表现为高度正

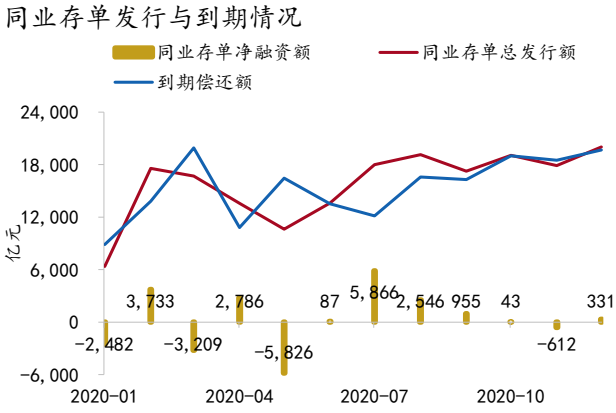
相关。同业存单净融资额由 5 月的负值快速转正， 6-12 月间合计达 9,200 亿，同比多增 3,900 亿；1 年期 AAA 同业存单发行利率由 6 月初的 1.85%上行 146bp 至 11 月末的 3.31%，并超过 MLF 利率。但随着信用违约事件后央行呵护意愿上升，加大逆回购投放力度，并超预期实现合计 5,500 亿 MLF 净投放，存单利率回落至 MLF 利率下方。

图 7：存单利率围绕政策利率大幅波动



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 8：2020 年 5 月以来同业存单发行量走高

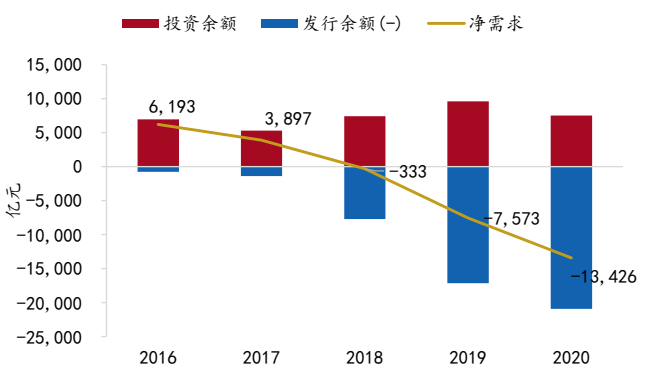


资料来源：Wind，招商银行研究院

三、市场微观结构：谁在发行，谁在持有

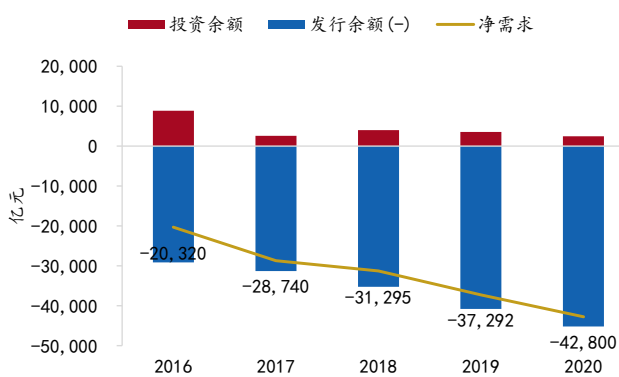
从市场微观结构上看，同业存单发行逐步转向由国股行主导。2019 年以来，国有行和股份行发行需求显著放量；城商行发行需求仍高，但规模上有所收缩；农商行则加大了对同业存单的买入力度。净需求（投资余额减去发行余额）衡量了商业银行投资与发行诉求的相对强弱关系。国有行的净需求在 2016-2017 年间为正，但自 2018 年以来转负，且表明其发行诉求持续上升（图 9）。股份行和城商行 2016 年以来的净需求持续为负，表明其发行诉求较投资诉求更为强烈（图 10，11）。农商行较为特殊，自 2017 年以来持续处于净买入方（图 12）。

图 9：国有行的发行诉求上升



资料来源：Wind，招商银行研究院

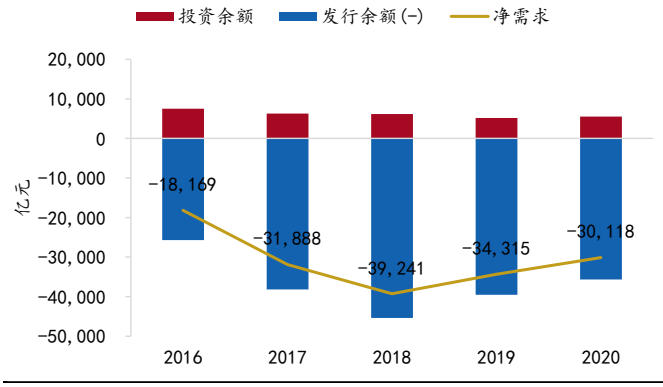
图 10：股份行持续处于同业存单的净发行方



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 11：城商行持续处于同业存单的净发行方

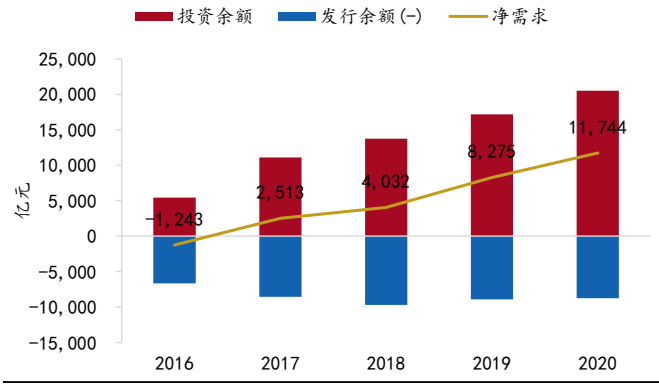
城商行同业存单的发行和投资情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 12：农商行加大了同业存单的净买入力度

农商行同业存单的发行和投资情况

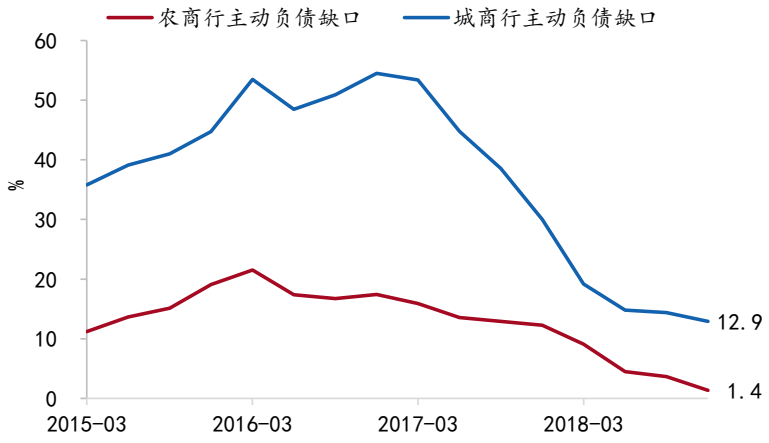


资料来源：Wind，招商银行研究院

存单发行主导方的转变或与结构性货币政策的使用相关，而城商行与农商行投资行为的差异则由各自的主动负债缺口决定。自 2017 年以来，城商行和农商行的主动负债缺口（总资产增速-存款增速）均趋于收敛，且后者持续低于前者，指向两者的存单发行压力均有所减轻，但农商行改善更为显著（图 13）。2019 年以来，为应对经济的结构性问题，货币政策调控的结构性特征凸显，中小行享受到相对更多的政策倾斜，例如定向降准、再贷款再贴现、直达实体工具等，也有助于缓解中小行负债端的压力。对农商行而言，受制于监管缺乏合意资产，其对同业存单的投资力度上升。存单发行缩量叠加投资放量，使得农商行持续处于存单的净买入方。但城农商行发行压力偏低的格局能否延续，仍有待进一步观察。2 月 4 日，央行在加强存款管理工作电视电话会议进一步明确，城农商行不得以各种方式开办异地存款，这或将加大其揽储压力。

图 13：中小行主动负债缺口有所改善[2]

中小行主动负债缺口情况

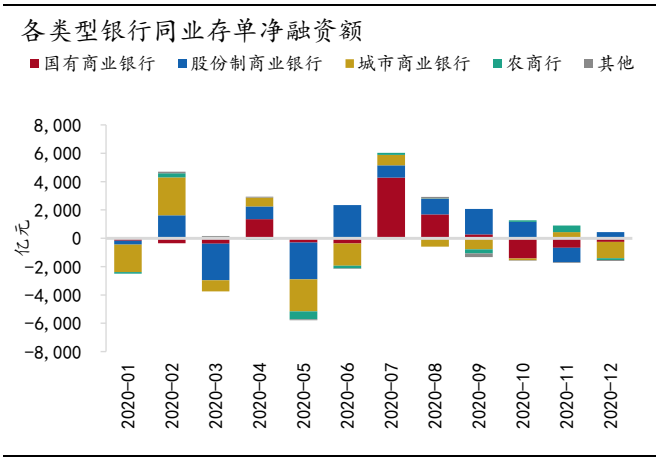


资料来源：Wind，招商银行研究院

[2] 主动负债缺口=商业银行总资产增速-存款增速，其中城/农商行的存款增速仅更新至 2018 年末。

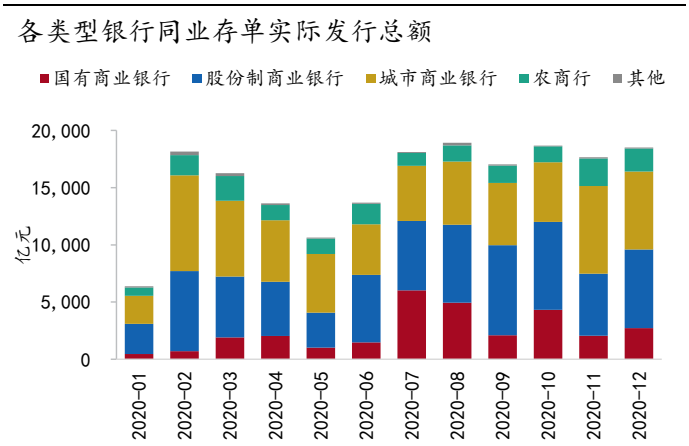
聚焦 2020 年，存单发行仍延续由国有行和股份行主导的格局。国有行 7-8 月在地方债压力之下放量发行，随后高位回落并于 10 月转负；股份行 6-10 月间的净融资额持续保持在较高水平，11 月以来有所回落；城商行发行量在银行体系持续处于高位，但净融资额整体处于收缩区间（图 14，15）。

图 14：7-8 月国有行净融资额处于高位



资料来源：Wind，招商银行研究院

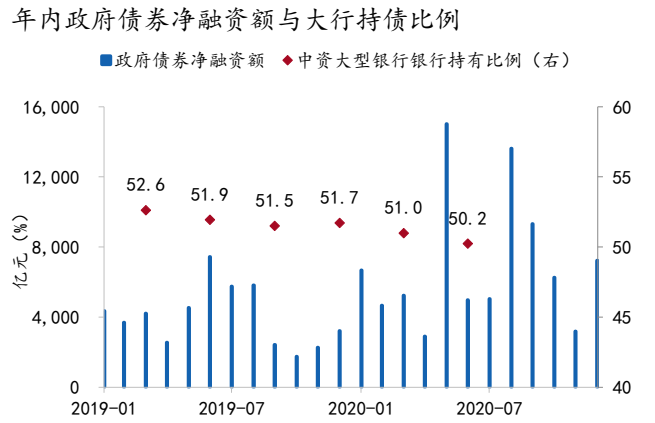
图 15：今年以来股份行和城商行的发行额“领跑”



资料来源：Wind，招商银行研究院

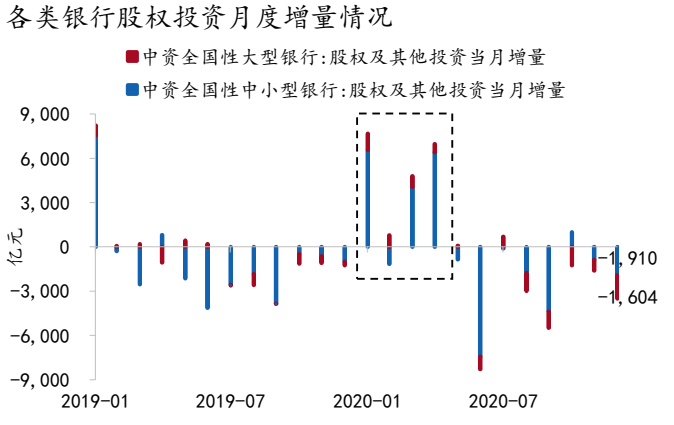
国有行与其它行的负债压力来源总体上有所差异。国有行的负债压力来自于购买政府债券需要消耗较高备付（图 16）；股份行/城商行的压力则来自于结构性存款压降和同业投资收缩导致存款派生速度放缓，商业银行同业存单发行量因此上升（图 17）。

图 16：2020 年积极的财政政策发力



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 17：中小行同业投资的波动更为剧烈



资料来源：Wind，招商银行研究院

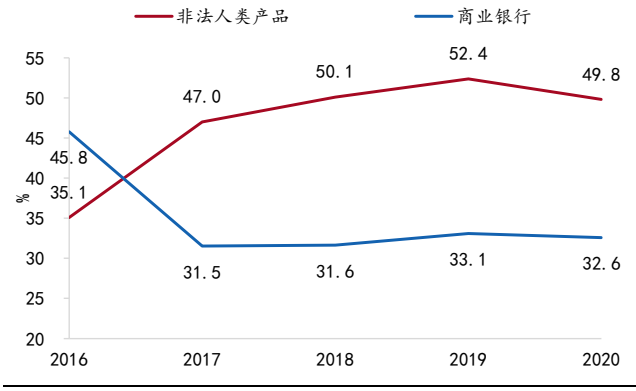
广义基金的存单配置份额显著上升（图 18）。同业存单已由金融加杠杆/同业套利的工具回归其流动性管理工具的本源，商业银行持有存单的占比由 2016 年末的 45.8%降至 2020 年末的 32.6%。广义基金存单托管余额占比则由 2016 年末的 35.1%显著提升至 2020 年末的 49.8%。

广义基金增配同业存单，与其规模的增长及监管因素相关。一方面，银行理财/货币基金作为广义基金的主力，规模持续增长。截至 2020 年末，银行理财产品余额为 25.9 万亿，同比增速为 6.9%；货币基金余额为 7.3 万亿，2016-

2020 年间的年复合增达 13%左右（图 19）。**另一方面，资管新规过渡期末日益临近，银行理财净值化转型的诉求和压力加大。**随着传统的收益相对较高的同业借款[3]被纳入非标资产，理财产品投资同业借款的难度加大，对同业存单的配置力度相应加强。

图 18：广义基金配置力量趋强

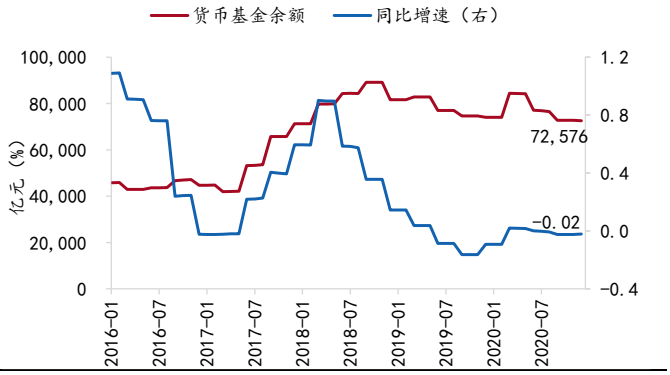
各类金融机构同业存单托管余额占比



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 19：近年来货币基金快速发展

货币基金余额及同比增速



资料来源：Wind，招商银行研究院

四、同业存单市场展望：量“价”何去何从

从宏观上看，2021 年同业存单市场仍将在负债驱动逻辑下运行，预测其走势可从宏观政策出发，分析广义流动性缺口的走向，并结合金融机构特别是广义基金对同业存单的需求变化。

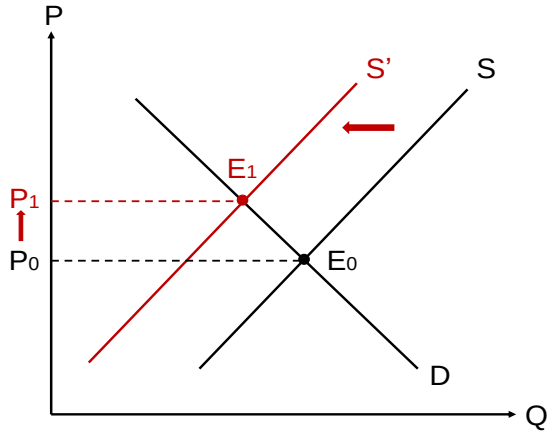
首先，货币政策回归中性的直接冲击或相对有限。价格上，政策利率是存单利率中枢的“锚”。考虑到经济修复的基础尚不牢固，疫情反复和外部环境具有不确定性，政策利率大概率保持不变。央行将引导市场利率围绕政策利率平稳运行。数量上，随着总量调节色彩的逐步淡化，预计央行将主要通过 MLF 投放使资金面维持在平衡状态，流动性有望保持合理充裕。结合 2020 年中央经济工作会议要求宏观政策“不急转弯”，这意味着政策不会大幅转向，并保持相机抉择空间。

其次，我们预计 2021 年广义流动性缺口大概率收窄，指向商业银行负债压力有望边际缓解，同业存单利率的上行空间有限。2020 年 5 月以来，广义流动性缺口持续走阔，反映商业银行负债压力上升，推高了同业存单的发行需求与价格水平。究其原因，一是金融监管方面，结构性存款压降对 M2 总量产生拖累；二是财政政策方面，政府债券融资放量但财政投放速度偏缓；三是同业投资是年初 M2 重要的派生渠道，利率上行后趋于收缩。展望 2021 年，结构性存款压降的力度、财政投放偏慢的制约以及同业投资收缩的幅度或均将显著弱化， 社融和 M2 增速的分化走势将有所望收敛。

[3] 这类同业借款主要投给金融租赁公司、消费金融公司、汽车金融公司等持牌机构，期限相对较长，收益也较高。

第三，供求关系指向存单利率上行空间不大。从供给上看，广义流动性缺口收敛之下，商业银行发行诉求的边际下降，对应供给曲线左移。从需求上看，同业存单的投资需求预计总体维持稳定，即需求曲线不变（图 20）。一方面，随着广义基金规模的增长趋稳，银行理财净值化转型的诉求增强，预计对同业存单的配置热情不减；同时农商行负债增速仍高于资产增速，且后续资本补充将提供增量资金，农商行仍将延续作为存单市场的增量买方。但另一方面，在去年 12 月现金管理类理财新规出台后，同业存单供需存在期限错配，可能制约广义基金的配置意愿。新规之下投资组合的久期受到限制[4]，广义基金对 1 年期同业存单的需求下降，而这是商业银行更倾向于发行的期限品种。

图 20：供给减少将使得同业存单价格上升、利率下降



备注：同业存单的价格(P)上升，对应其利率(i)下降

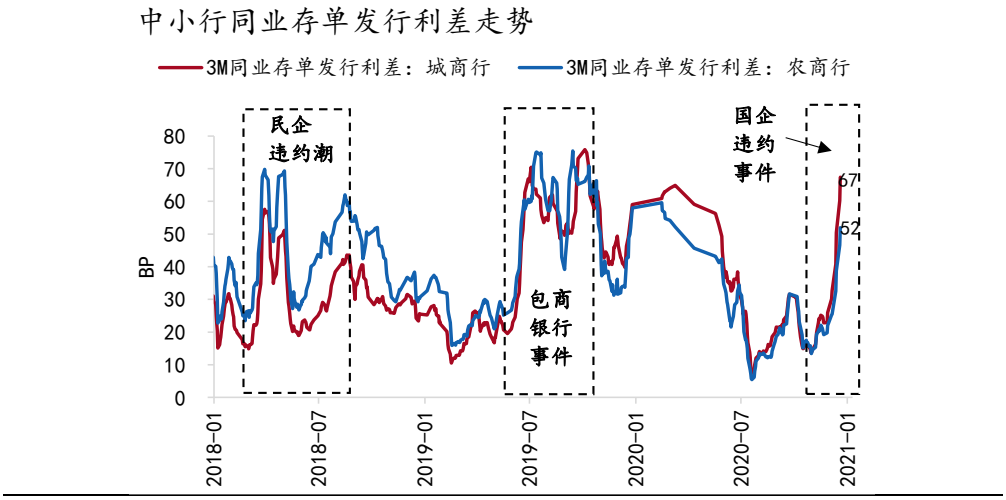
资料来源：Wind,招商银行研究院

展望 2021 年，数量上，商业银行负债压力虽边际缓解，但仍将处于较高水平，存单发行量也将继续维持高位。从 2021 年已公告存单发行额度的情况看，股份制银行发行额度均较 2020 年调增或维持。**价格/利率上，**货币政策收敛对存单利率将产生向上推力，而广义流动性缺口收窄和机构行为则将对利率上行幅度形成制约。**我们预计 2021 年存单利率中枢将运行在政策利率（1 年期 MLF 利率 2.95%）附近，波动区间为[2.8%,3.3%]，且区间震荡的概率高于单边变化的概率。**全年的节奏上，上半年存单利率中枢或略高于下半年。

最后，在货币政策回归常态的过程中，考虑到中小银行的潜在风险，同业存单利差可能运行在相对较高的水平。信用事件发生时，低等级存单的抛压压力加大，利差趋于上行。去年末国企违约事件后，城商行、农商行同业存单发行利差峰值已分别达 67bp、52bp，处于 2018 年以来的 98%和 80%分位数水平，表明中小银行风险当前仍处高位（图 21）。

[4] 新规限制投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天，平均剩余存续期限不得超过 240 天。

图 21：中小行与国有行发行利差在信用冲击后走阔



资料来源：Wind，招商银行研究

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇