2020 年 11 月 08 日

# 同业存单利率上行的原因

## ——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@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

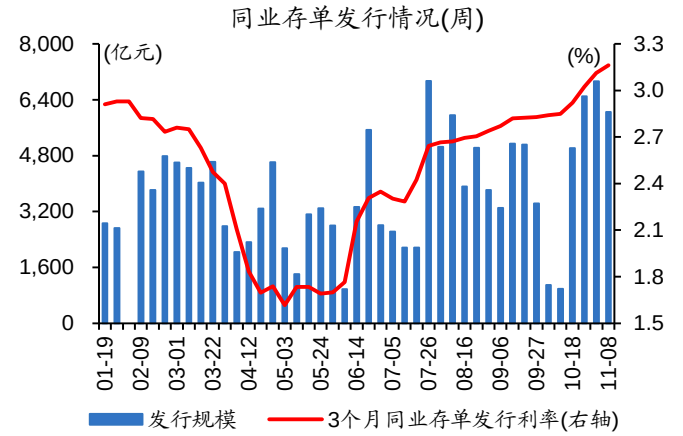
图 1： 10 月以来，同业存单“量价齐升” ..... 3
图 2： 10 月同业存单发行规模达 1.9 万亿元、创同期新高 ..... 3
图 3： 四季度，同业存单发行利率多会上行 ..... 3
图 4： 10 月，3 个月存单利率上行幅度高于 2019 年同期 ..... 3
图 5： 银行超储率处于历史低位 ..... 4
图 6： 随着结构性存款持续压降，同业存单发行放量 ..... 4
图 7： 年底结构性存款还需要继续压降 ..... 4
图 8： 年底同业存单到期规模高于 2019 年同期 ..... 4
图 9： 中小银行结构性存款压降进度明显高于大行 ..... 5
图 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？

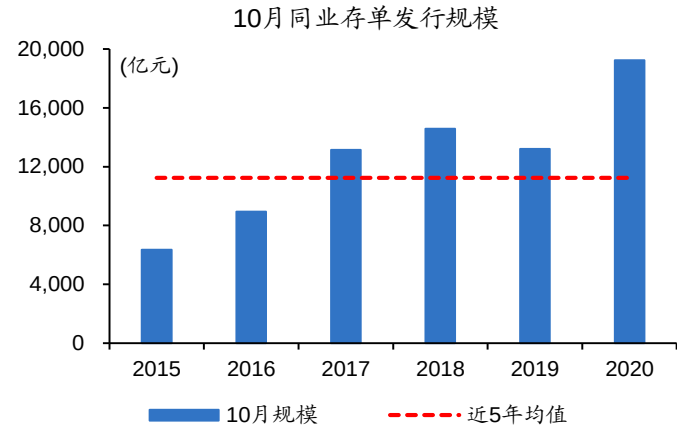
**10 月，同业存单发行规模放量、创年内和历史同期新高，利率持续上行、创年初以来新高。**10 月中旬以来，同业存单发行规模明显放量，单周发行规模均在 5000 亿元以上；当月合计发行规模超过 1.9 万亿元、创年内新高，高于历史同期最高值的 1.5 万亿元。同时，同业存单发行利率明显上行，3 个月存单利率较 9 月底上行 35BP 至 11 月 6 日的 3.18%，超过年初高点的 3.01%。

**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

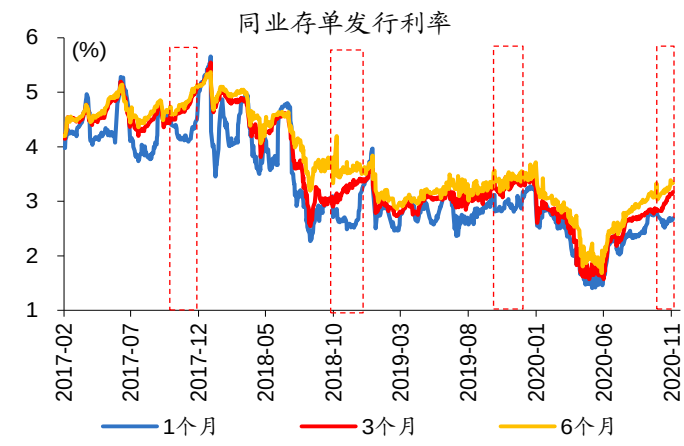
**图2：10 月同业存单发行规模达 1.9 万亿元、创同期新高**




数据来源：Wind、开源证券研究所

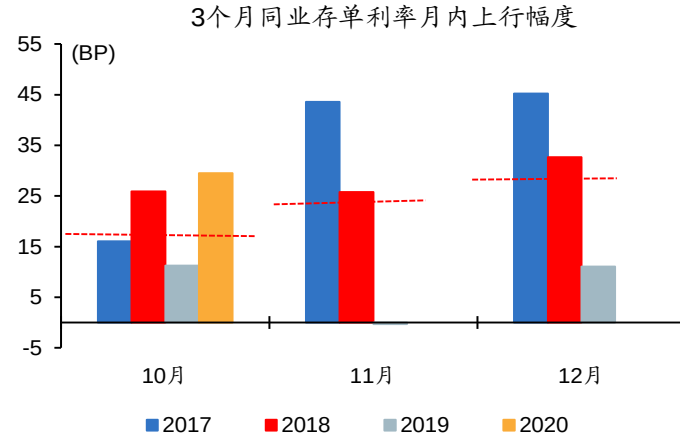
**同业存单的“量价齐升”，或部分与财政缴税、月末考核等季节性因素有关。**10 月为财政缴税大月、且缴款日与月末考核临近，加大银行资金压力，进而导致同业存单发行利率往往会出现上行。过去 3 年，3 个月和 6 个月同业存单发行利率，在 10 月平均上行 18BP 和 26BP；其中，3 个月存单发行规模较多、利率上行幅度较大，也可能与银行资金跨年有关。2020 年 10 月，3 个月同业存单发行利率上行 30BP，高于过去 3 年平均和 2019 年同期的 11BP，呈现一定超季节性上行特点。

**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

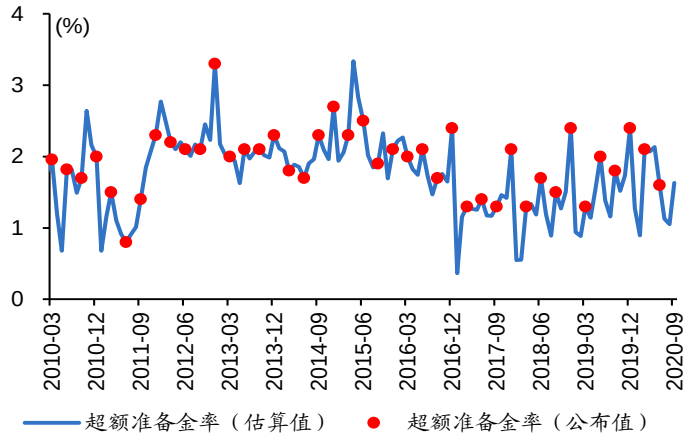
**图4：10 月，3 个月存单利率上行幅度高于 2019 年同期**




数据来源：Wind、开源证券研究所

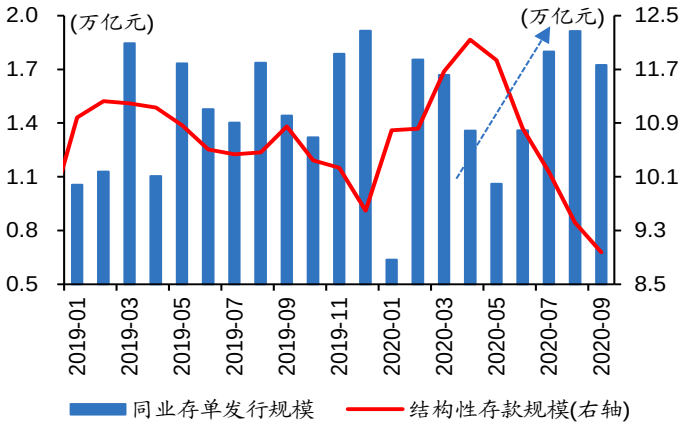
**同业存单的超季节性变化，或与超储率较低下，结构性存款持续压降、同业存单到期续发等有关。**5 月以来，结构性存款持续压降、5 月至 9 月压降 3.16 万亿元，叠加地方债等供给放量，使得银行负债压力明显上升；银行超储率，由 5 月的 2%以上降至 8 月最低 1.1%左右，9 月虽季节性回升、仍明显低于 2019 年同期。资金承压下，银行加大同业存单发行等补充流动性，7 月以来同业存单发行规模明显增多、尤其是 3 个月的，导致 10 月同业存单到期规模达 1.9 万亿元，加大同业存单续发压力。

**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

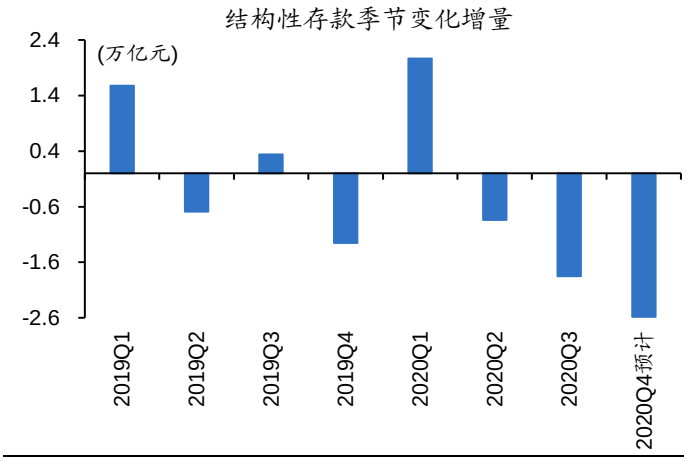
**图6：随着结构性存款持续压降，同业存单发行放量**




数据来源：Wind、开源证券研究所

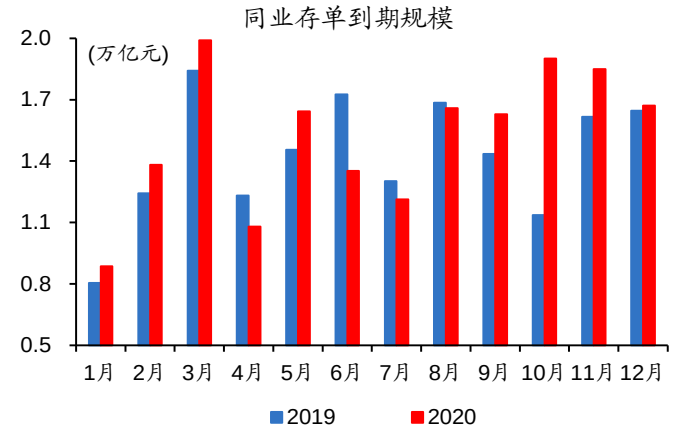
**年内结构性存款压降、同业存单到期续发等压力，或使得银行发行同业存单的动力仍较强。**如果按照年底结构性存款整体规模压缩至 2019 年底的 2/3 估算，11 月和 12 月结构性存款合计或还需要压降 1.72 万亿元[1]、占比 9 月结构性存款存量规模的 19.1%。与此同时，同业存单到期续发压力高于 2019 年同期，11 月和 12 月合计到期规模达 3.5 万亿元、同比多增 2601 亿元。

**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**



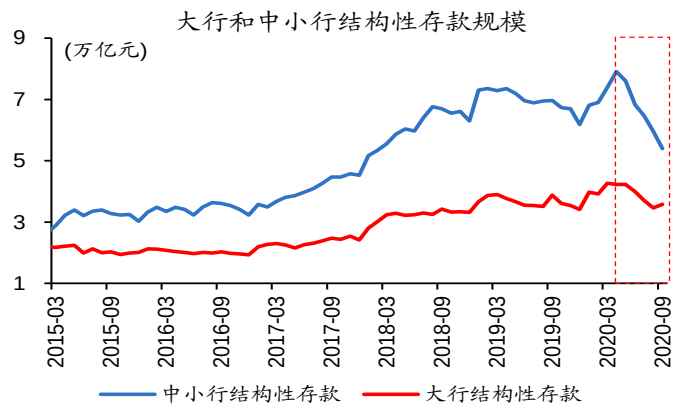

数据来源：Wind、开源证券研究所

**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

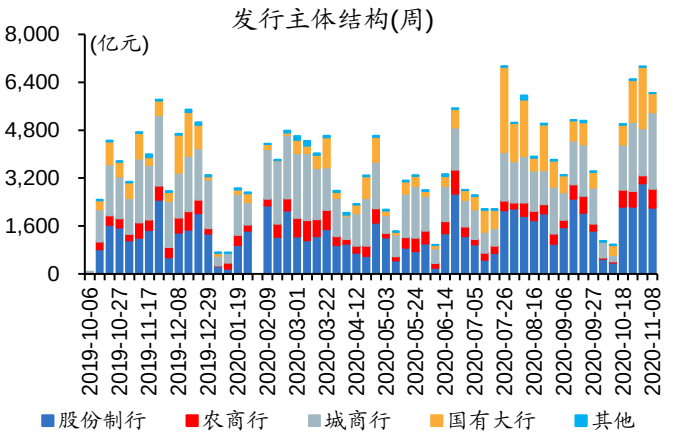
**表1：大行结构性存款压降压力或相对较大**

| 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

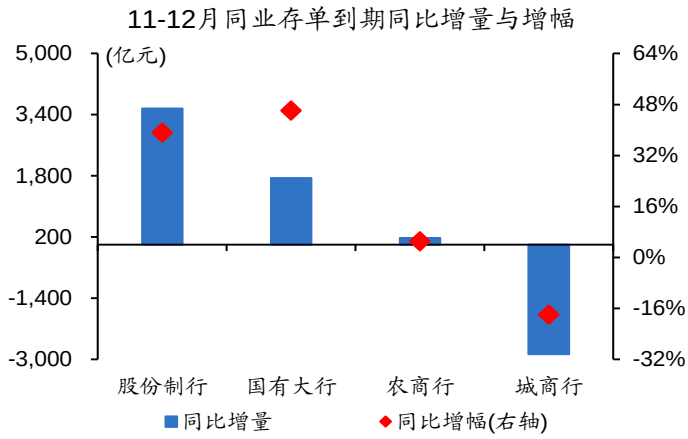
**相较于中小行，大行同业存单发行规模增多，使得年底同业存单到期续发压力高于以往同期。**7 月以来，大行同业存单发行明显放量，合计发行 1.8 万亿元，同比增长 82%，中小行发行规模仅增长 14%。同业存单发行增多，使得年底续发压力加大，最后 2 个月国有大行、股份制行和城商行同业存单到期规模分别为 0.55 万亿元、1.27 万亿元和 1.31 万亿元，分别较 2019 年同期增长 46%、增长 39%和减少 18%。

**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

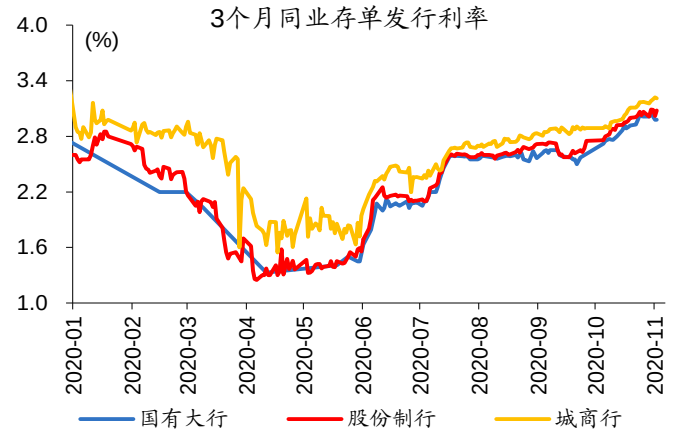
**图11：国有大行和股份行同业存单到期规模增长较快**




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

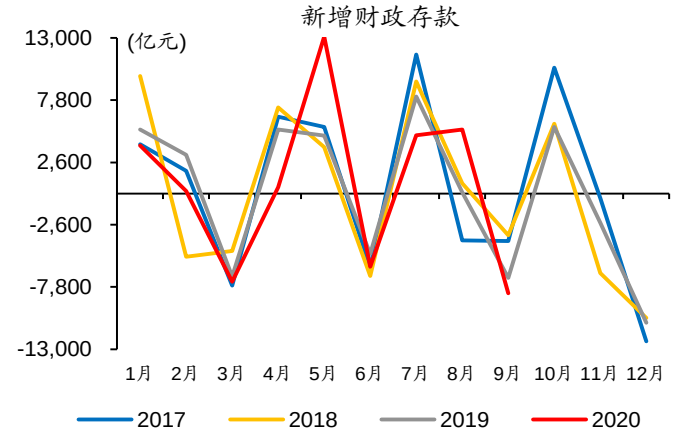
图13：同业存单利率上行，并不意味着债券收益率上行




数据来源：Wind、开源证券研究所

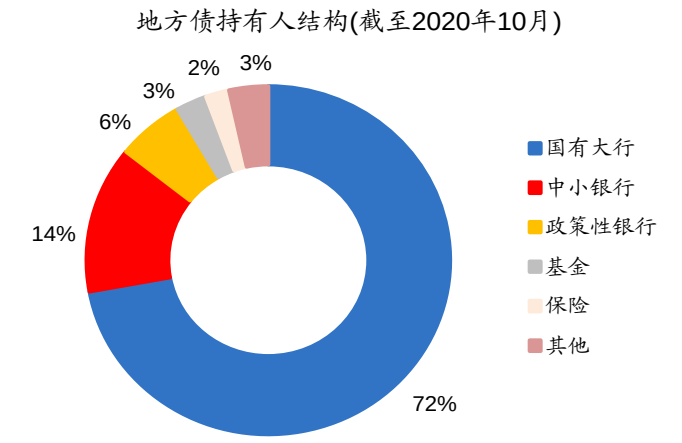
**财政存款投放、公开市场操作等，或有助于缓解银行压力、尤其是大行，存单利率上行幅度或相对有限**。年底财政一般会集中“花钱”，近年来最后 2 个月财政存款平均投放超 1.4 万亿元[2]；考虑到广义财政支出仍在加快，年底财政存款投放或超过以往同期。由于地方债主要由大行持有、公开市场操作以大行为主，财政存款投放、逆回购等，对大行流动性的支持或更为直接，有助于缓解流动性分层。

图14：年底财政存款投放往往较大




数据来源：Wind、开源证券研究所

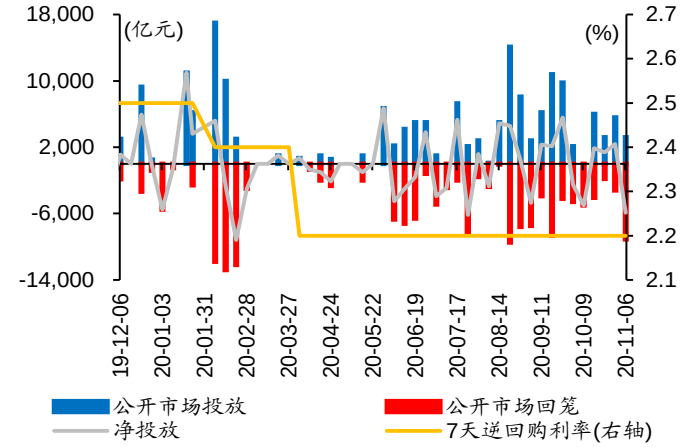
图15：国有大行持有地方债占比达 72%




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

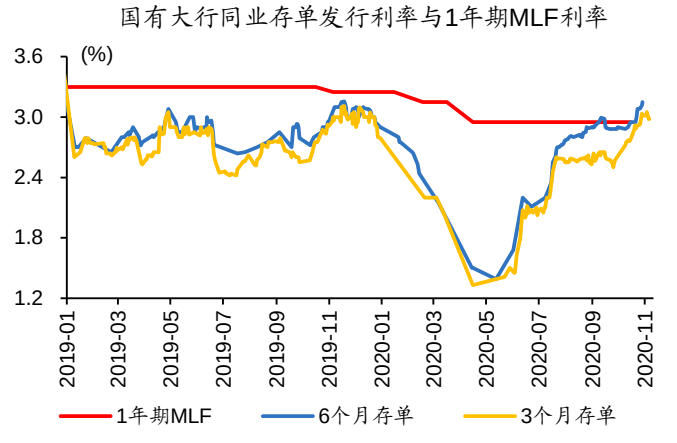
[2] 2017 年至 2019 年，11 月和 12 月财政存款合计投放规模均值。

图16：央行主要通过公开市场操作平抑资金波动




数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：国有大行同业存单利率略高于 1 年期 MLF 利率




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、 研究结论：年内存单利率或继续上行、幅度或相对有限

（1）10 月，同业存单发行规模和利率创新高，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。

（2）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，尤其是结构性存款压力相对较大、同业存单到期增长较快的大行。

（3）年内来看，同业存单发行规模或仍保持高位，利率或继续上行、幅度或相对有限；财政存款投放、公开市场操作等，或有助于缓解银行负债压力，尤其是大行。

## 3、 风险提示

金融监管升级。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | | |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn