



# 交易视角的同业存单价值规律

## NCD Value: A View from Traders

董琪

### 引言

同业存单形态标准简洁、信用资质高、发展历史久，市场中发行人为代表的研究较多，交易角度的研究较少；然而，由于其与货币政策关联性强，分析同业存单的相关指标可以做到见微知著的效果。本文主要总结同业存单的交易价值规律，包括定价影响因素、合理利差保护、用于判断利率走势的量、价信号等。

### 同业存单发行与投资行为分析

#### 发行行为分析

计入同业负债、发行上限明确。2018年以来，一家银行同业存单额度上限主要基于上一年9月末总负债的1/3，再减去其他同业负债后的所得值。

机构发行目的差异化、对银行流动性指标贡献明显。发行端的行为来看，主要有大型商业银行、股份制和城农商行三类的不同需求。马晶晶（2021）指出大型商

业银行通过加大同业存单发行规模应对一般存款增速下降，股份制银行和城农商行主要为优化流动性指标。通过发行同业存单，银行机构可以获得主动负债、支持资产规模扩张；还可以作为流动性调节工具增加NSFR分子以优化流动性指标，并对LMR、核心负债等指标有所贡献。

存续加权久期随货币政策变化。柏禹含（2021）认为货币环境越宽松，存单加权剩余期限越长（约4—5个月），反之缩短（约1—3个月），并且一季度由于取现和资产投放的原因，主动负债需求上升；在每个季度末，1m发行融资率下降、次月回升，而3m发行融资率回升、次月下降。

截至2022年2月20日，同业存单存量加权剩余期限约5.08个月（国有股份制银行5.35个月），体现了宽松货币政策的期限选择。

发行季节性：季末放量、一四季度发行量最高。姜超（2020）指出，中小银行

作者单位：中邮理财有限责任公司交易部。



是同业存单发行主体，季末放量明显，发行久期近年来整体拉长。

根据Wind数据，发行量上，6m、9m、1y总发行量高于1—3m；每个季末总发行量上升；到期日在季末或年末之前的同业存单发行量更高，一季度、四季度发行量在全年总体最高。

### 投资行为分析

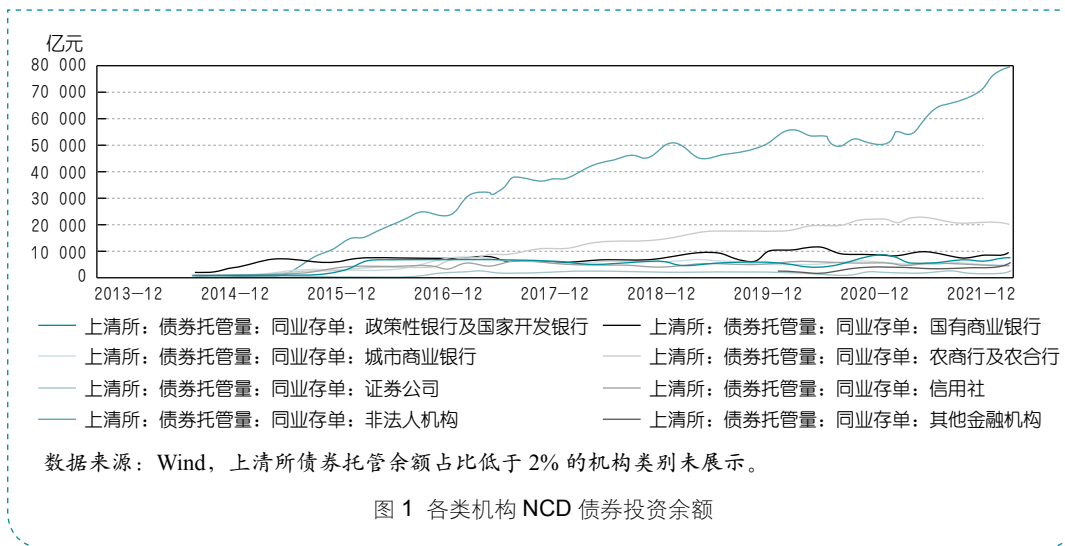
投资交易影响因素众多，主要看货币周期和性价比。截至2021年12月末，非法人机构和农商行是主要的同业存单投资者（图1）。农商行及农合行（以下简称“农村金融机构”）投资最多，主要是持有至到期的配置者；而非法人机构是交易盘的主要贡献方。从2019年1月—2022年2月同业存单（NCD）月度持仓量变化情况看，农村金融机构是NCD的主要配置方，

合计38个月中有36个月增持同业存单，且超过50%的时间其增持绝对金额在市场机构中排前两位；银行理财在NCD票息较高的位置增配、认购后存在部分交易需要；基金公司及其产品在确定性的流动性充裕小周期中增配短期品种，包括增配同业存单，认购同业存单量也受到基金募集周期影响。

资质下沉策略盈利空间有限。程昊（2020）提出资金充裕环境下，流动性逐级传导，中低等级存单的溢价存在收敛，但投资中低等级存单的策略市场容量有限，或无法实现该收敛。

在流动性宽松情况下，同业存单溢价迅速收窄，配置资质下沉策略盈利空间有限，且可能无法获得足够的利差保护。

较好的货币市场利率基准。经过8年





多的发展，同业存单利率成为了衔接资金市场（隔夜、7d）和债券市场1y以上期限的重要市场利率。郭弘宇（2020）通过Granger因果关系检验，证实了同业存单利率在3个月到1年中长期限具有较好的基准性，优于SHIBOR和DR价格。

## 同业存单价值规律

### 定价模式探讨

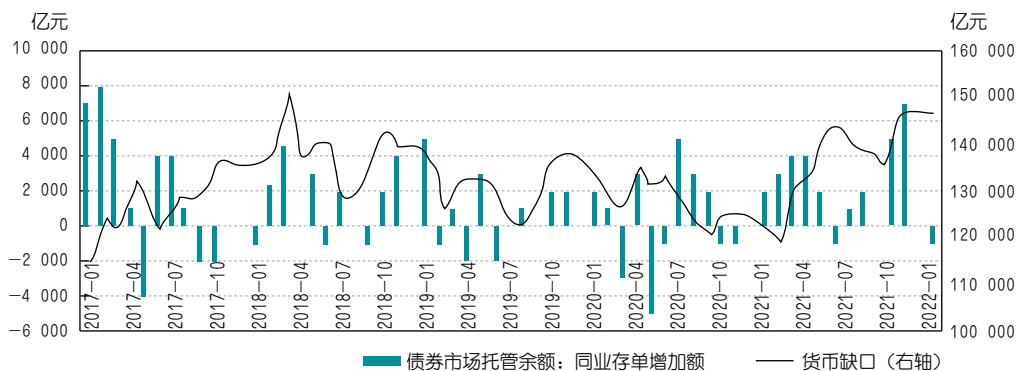
定价基准主要为SHIBOR、前日发行价格与国股行定价具备参考性。根据监管规定，NCD的定价为SHIBOR加一定利差；除SHIBOR外，T-1日的NCD同期限同类资质的一级发行价格与T日一级存单定价有较强的关联性；另外，国有股份制银行一级存单定价最具基准性，是城农商行NCD一级定价的锚定指标。

### 核心定价因素

同业存单一级提价空间与存续加权成本相关。截至2022年2月20日，1年期股份制银行同业存单加权成本2.823%，显著高于2022年2月20日的一级存单发行价格；加之一季度主动负债需求上升，商业银行发行动力足、提价具备空间。

到期量和稳定负债需求决定提价动力。由于NCD是商业银行稳定负债来源，对于扩充资产规模、期限错配的重要意义，滚动发行中，银行对发行量的稳定性需求更强；所以，到期集中度较高的日期前后，发行价格、量都会有所反应。2017年以前银行负债对NCD依赖性强、2020年结构性存款压降等等，会加强发行驱动定价的作用。

货币缺口与存单发行金额正相关。我



数据来源：Wind，上清所，中国人民银行。

图2 货币缺口与同业存单债券市场托管余额（同业存单）月度增加额



们回溯发现，2017年1月至2022年1月，货币缺口和同业存单托管余额月度增加额存在正相关关系（图2），而且货币缺口出现后的1—2个月，会产生同业存单托管余额较为明显的增加。

**定价走势根本取决于货币政策。**货币政策是影响NCD一级定价趋势的核心因素。从发行端看，货币政策、货币供应量、货币缺口等可实质影响银行流动性指标表现，而流动性考核指标的达标、到期集中度等情况决定了发行端的提价动力。

**流动性负反馈机制、投资端需求对定价调整产生边际影响。**信用等事件冲击下，非法人产品大量抛售NCD、二级价格迅速抬升形成的流动性负反馈机制，对一级定价产生直接影响。除货币政策、事件冲击外，投资端可能会对一级发行价格调整的幅度和调整效率有较大影响，但不能根本改变NCD一级发行价格总体趋势。

### 合理的利差保护

**股份制银行和国有银行一级NCD利差。**根据Wind中证指数公司数据，国有银行和股份制银行各期限同业存单发行利差如下：

总体来看，1y股份制银行和1y国有银行NCD之间利差保护在2bps—3bps较为合理；不同货币政策周期中，该利差变动幅度在10bps左右。

**高等级城商行同业存单与国股行同业存单利差统计。**由于股份制银行一级NCD

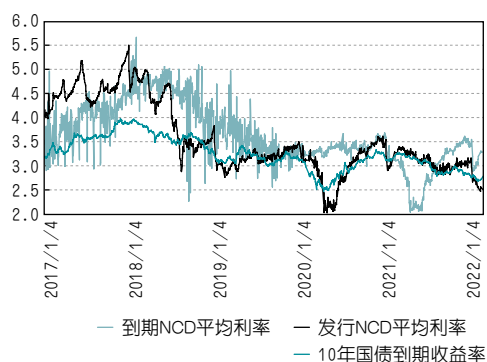
发行活跃，价格连续性好，具备参考性；选取北京银行等15家高等级城商行，计算其与国有股份制银行平均一级发行价格的利差，在货币宽松周期（如2020年），城商行和股份制银行同业存单利差压缩，该利差介于3bps—15bps之间，在货币收紧周期（如2018年），该利差扩大到14bps—40bps之间。

### 主要量、价信号作用

**NCD发行成本边际变化与10Y国债到期收益率走势关系。**2020年以前，银行NCD净融资成本与10年国债到期收益率存在一定正相关关系。当银行存量同业存单融资成本边际提高时，10年国债到期收益率趋于上行；反之，10年国债到期收益率趋于下行；2020年初，疫情冲击下的货币政策宽松周期、以及与之对应的和2021年同业存单到期周期中，该规律失效（图3）。

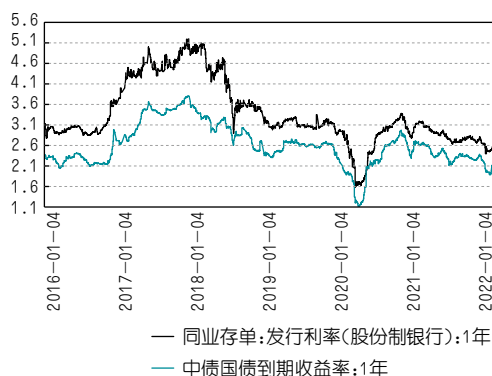
**NCD 1y发行价格和1y国债利差分析。**（图4）2020年至2022年，一年期股份制银行NCD发行价格和同期限国债到期收益率的利差中位数分别为46.6bps，50bps，46bps。

该利差也存在短时随货币政策变化而波动的表现。如2020年2—4月，货币供应量增加，货币缺口迅速转正，银行一级定价领先快速下行，该利差短时间内被压缩到30bps—40bps附近；在货币政策收紧的转折点，也出现该利差被迅速压缩而后利差走廊的过程。



数据来源：中国货币网，中债估值中心，作者整理。

图3 2017—2022年NCD发行与到期成本和10年期国债到期收益率的关系



数据来源：Wind，中债估值中心。

图4 2016年1月—2022年2月1y同业存单和1y国债到期收益率关系

## 主要规律总结

综上所述，同业存单发行机构从补充负债、调节流动性角度动机有所不同；发行一般季末放量、一四季度发行量最高；定价基准主要为SHIBOR，前日同期限存单发行价格、国股行一级定价具备参考性；一级提价空间与存续加权成本相关，到期量、流动性指标和稳定负债需求决定提价动力，货币缺口与存单发行金额正相关；定价走势根本取决于货币政策；流动性负反馈机制、投资端需求对定价调整产

生边际影响。

股份制银行与国有银行合理利差保护在2bps—3bps附近，高等级城商行存单利差3bps—15bps；货币政策收紧周期，利差或扩大到14bps—40bps；发行成本边际变化与10Y国债到期收益率走势正相关，大量基础货币投放期该规律失效；1y同业存单与1y国债利差在46bps—50bps，货币政策迅速调整期，该利差可能压缩后走廊。[\[N\]](#)

学术编辑：卢超群

