



利率趋势性下行，市场供需两旺

——同业存单一级市场特点与展望

Interest Rates Trend Lower, Market Supply and Demand Remain Strong

—The Outlook for the Primary Market for Interbank Certificates of Deposit

朱 蕾 葛 岩

同业存单是商业银行主动负债工具，期限最长不超过1年，其发行量、价格走势反映货币市场流动性松紧状况。自2013年推出以来，全市场净融资额不断上升，中小银行普遍更依赖这一融资渠道。自2018年1季度起，央行将资产规模5 000亿元以上的金融机构发行的同业存单纳入MPA考核。2019年起，规定计入同业存单后的银行同业负债总额不能超过总负债的1/3，主要目的在于防范银行将同业存单这一流动性补充工具当成监管套利与资金空转的工具，以免加剧金融系统期限错配和信用错配的风险。

从近年来的情况看，尽管同业存单监管形势趋严，但很多股份行、中小银行面临一般存款增长乏力、信贷等资产投放压力较大的问题，其对于同业负债特别是同

业存单融资的依赖度仍然较高。2021年，在央行推动银行加强信贷投放、促进信用扩张指挥棒下，商业银行同业存单发行量、净融资额迎来“爆发式”增长。本文将主要讨论2021年同业存单一级发行量价格走势及其隐含的市场运行逻辑，对2022年上半年市场情况进行简要回顾，并结合宏观经济、货币政策及监管动向，对同业存单市场未来运行态势做出展望。

2021年同业存单一级市场

发行量及净融资额均创历史新高

根据Wind数据，2021年全市场同业存单发行总量21.79万亿元，到期总量19.02万亿元，净融资额2.76万亿元，分别较2020年增长2.82万亿元、0.47万亿元和2.33万亿元^①。逐月来看，2021年的发行进度

朱蕾，交通银行北京市分行金融市场业务专家；葛岩，交通银行北京市分行高级金融市场风险管理。本文系交通银行北京市分行2021年课题研究计划立项项目。

① 2018—2021年全市场同业存单净融资规模分别为：18 807.9亿、8 496.19亿、4 172.11亿和27 546.3亿元。



总体比较前置，但下半年也不算弱，特别是11月甚至刷新了史上净融资额最高的单月记录，全年发行进度“前高后不低”，总体均衡。

历史同期对比来看，2021年前5个月的净融资额已经达到全年进度的50.32%，而2020年同期甚至为负数（即2020年1—5月的累计净融资额为负数，到期量大于发行量，主要与疫情期间货币宽松、央行大量净投放基础货币有关），也明显高于2019年同期的36%。

2021年开年后，同业存单即迎来较快的发行节奏，3月当月净融资额突破了5 000亿元，创2018年以来单月最高净融资记录，此后几个月净融资额也保持了较高的水平。到了2021年下半年，单月净融资额虽有所走低，但11月发行量、净融资额再度刷新历史纪录，分别达2.4万亿元和

7 392亿元。11月同业存单净融资额的突然上升主要由于8月后降准降息预期迟迟没有落地，叠加美联储明确释放结束QE的收紧政策信号，市场对于货币政策加大宽松力度预期有所减弱；另一方面，2021年地方债发行后置，11月供给压力很大，银行体系流动性持续紧平衡，再加上发行利率仍与MLF倒挂，银行普遍抓住相对低成本的时间窗口期“赶进度”发行，导致11月净融资额大大超出预期。

延续长久期化趋势的期限结构

2021年同业存单发行久期整体拉长。1年期存单发行占比为47.21%，达2018年以来的新高，而6M、9M等中久期存单发行占比有所下降。

1年期存单发行量、占比上升是供需两方面共同作用的结果。从供给侧来看，2021年市场资金面总体平稳，资金利率处于相对低位，5月后，1年期存单利率持续与MLF（中期借贷便利）政策利率倒挂，收益率曲线扁平化、期限利差压缩，而短端资金利率始终围绕7天期OMO（公开市场）政策利率波动。在政策利率没有变动的情况下，长端利率下行而短端利率稳定，较平的曲线也自然促使银行做出加快1年期存单发行这个“高性价比”的选择。

从需求侧来看，非法人产品是同业存单的主要配置力量，在收益率持续下行趋势下，货基有“加久期”来抬升收益率的

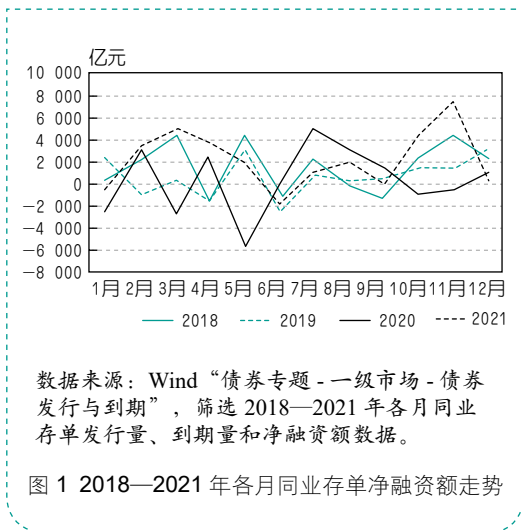




表 1 2021 年全市场同业存单发行期限结构

类别	发行期数（只）	期数比重（%）	发行总额（亿元）	金额比重（%）
1M以内	3 848	12.85	19 603.60	8.99
1M~3M	7 525	25.12	50 593.50	23.21
3M~9M	8 840	29.51	44 862.20	20.58
9M~1年	9 742	32.52	102 912.70	47.21
合计	29 955	100.00	217 972.00	100.00

数据来源：Wind “债券专题 - 一级市场 - 债券发行与到期”。

需求。2021年7月，现金管理理财产品新规发布，现金产品“类货币基金化”的趋势愈发明显，现金理财也选择更多配置中长期同业存单来应对净值化转型要求。

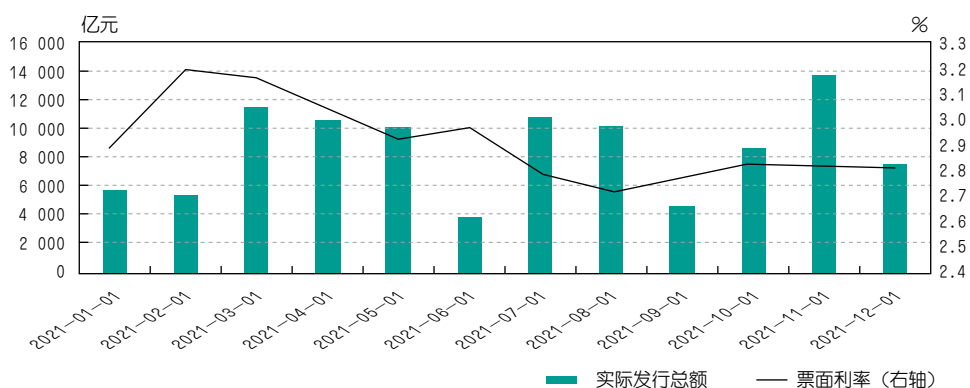
趋势性下行的发行利率

我们以1年期AAA同业存单到期收益率为例，将2021年的同业存单利率走势大致分为五个阶段。

阶段一：1—3月初，同业存单利率持续上行，1年期存单发行利率从年初的约

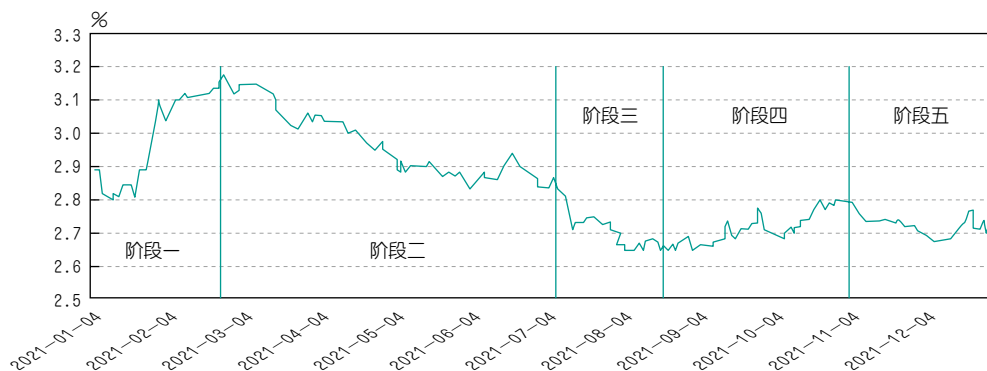
2.9%上升至MLF利率之上，最高达3.2%左右，主要是春节前央行突然收紧流动性，1月MLF缩量、公开市场净回笼资金，资金面持续偏紧，一度引发“小钱荒”担忧。

阶段二：3月初—7月初，同业存单利率几乎无抵抗地持续缓慢下行，供需两旺。央行春节后公开市场操作维持每天100亿~200亿元的投放量，市场资金面整体均衡，银行发行意愿上升，同时非法人产品等广义基金配置需求也明显上升，很



数据来源：Wind “债券专题 - 一级市场 - 债券发行与到期”。

图 2 2021 年全市场 1 年期同业存单发行量、票面利率走势



数据来源: Wind。“债券专题-多维数据-利率走势分析”,导出2021年同业存单发行利率数据制图。

图3 2021年AAA同业存单发行利率走势的五个阶段

多机构因考虑大宗涨价、经济复苏和通胀抬升,以及对地方债发行放量的担忧和对信用债风险偏好的下降,春节后迟迟没有“出手”,可是预期的地方债天量供给并没有到来,欠配压力爆发,结构性“资产荒”影响了市场情绪,推动市场利率快速下行。1年期国股行存单利率至此开始与MLF政策利率倒挂。6月虽然资金面有所扰动,利率一定程度收敛,但央行发文“保持流动性合理充裕不是一句空话”并加大了公开市场操作净投放量,资金面很快重归平静,利率重拾下行轨道。这个阶段同业存单利率累计下行约30bps,从3.2%降至2.9%附近。

阶段三:7月7日政策层面意外宣布降准,打开了持续半年左右的货币政策“真空期”,降准行情快速演绎,同业存单发

行利率从2.9%陡峭下行至2.65%左右,与1年期MLF政策利率倒挂30bps。由于本轮降准超出市场预期,也由此打破了市场此前持续的纠结心理,对资金面和利率的乐观情绪逐渐成为主流,不少机构认为三季度还会有1次降准、年内有望看到政策利率调降。不过,在到达与MLF倒挂30bps位置后,存单进一步下行的阻力也开始涌现。首先,MLF毕竟是银行负债成本的“锚”,也是市场基准利率,市场利率不可能与MLF过度偏离;其次,8月后市场逐渐认识到此次降准更接近于一次MLF置换的中性货币政策,并非政策的大幅转向,不意味着超预期宽松进一步落地,置换到期MLF更多出于降低银行负债成本、推动银行让利实体经济的考虑,政策无意于降低市场利率中枢;第三,货币基金规



模增速已经明显放缓，结构性“资产荒”得到一定程度缓释，这些因素也使得8月中旬后存单利率走势重新纠结，下行动力愈发走弱。

阶段四：8月下旬—11月初，降准降息预期落空，地方债供给压力增大，资金面和政策面预期分化，同业存单利率重新纠结上行。一方面，从基本面来看，疫情冲击再起叠加实体经济复苏势头减弱、房地产风险逐步爆发，货币政策不至于收紧；另一方面，此前市场对于宽货币寄予厚望，在9、10、11月的天量MLF到期后央行并未降准或超额续作MLF，市场失望情绪爆发。8月同业存单利率达2.65%左右，这已经相当于市场隐含了三次降息预期（假设每次降息幅度10bps）。在地方债9月发行放量后，资金面持续紧平衡，乐观预期被证伪。同业存单利率向MLF政策利率收敛，倒挂幅度收窄至不足20bps。

阶段五：资金面度过地方债供给压力，央行再度降准，市场重拾乐观预期，同业存单供需两旺。11月上旬，此前传言的碳减排支持工具正式落地，作为新型结构性货币政策工具，其利率仅为1.75%，部分乐观的市场参与者预计政策利率调降可期，市场情绪不断好转。到11月19日，央行发布三季度货币政策执行报告，删除“总闸门”表述，市场普遍更为乐观，资金利率、存单发行利率和债券收益率均小幅下行。尽管11月是同业存单史上净融资

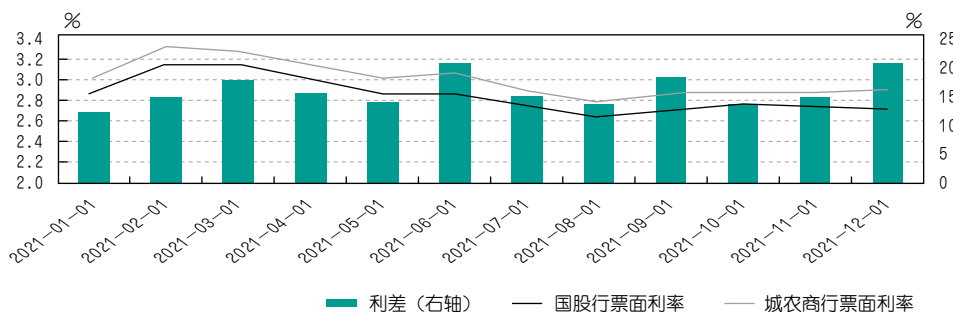
额最高的一个月，但在市场乐观情绪推动、通胀预期减弱、基本面没有根本性好转、房地产风险持续暴露等因素作用下，无风险利率下行态势没有改变。到12月初再度实行降准，同业存单发行利率继续走低。不过，12月中旬后资金面出现一定波动，在“宽信用”动员令下，银行信贷扩张趋势更为明确，美联储等海外央行更为鹰派，这些因素使得同业存单发行利率出现一定幅度上行。至年末，国股行1年期同业存单利率与MLF倒挂约25bps至2.7%。

总的来看，2021年固定收益市场最重要的分水岭还是7月份的降准，但是资金利率中枢总体保持平稳，同业存单利率在7—8月下降至与MLF倒挂35bps的水平后“降无可降”。这说明央行数量政策工具的使用实际上对利率的影响已经越来越小，货币政策的基调要看政策利率而不能看数量。利率在当前水平已经充分反映了对政策的乐观预期，而要实现利率的进一步下行很可能需要降息才能触发。

从信用利差来看，国股行和城农商行信用利差总体先降后升。上半年，信用利差跟随同业存单利率小幅下行，下半年，受地产风险事件加速暴露、经济下行压力加大影响，避险情绪上升，国股行和城农商行信用利差小幅扩张。

发行人结构：国有行发行占比提升

从不同类型银行发行情况来看，2021



数据来源：Wind“债券专题-一级市场-债券发行与到期”。其中，国股行包括工农中建交邮储等国有银行以及招商、中信、浦发、兴业、华夏、光大、民生、广发、平安、恒丰、浙商、渤海银行。

图4 1年期国股行、城农商行票面利率及信用利差走势

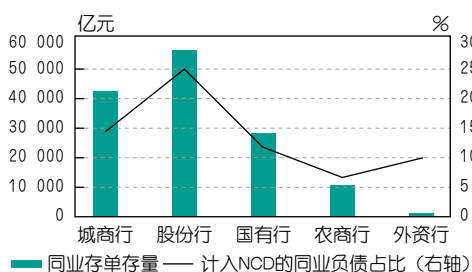
年国有行存单发行占比大约在16%左右，较2020年小幅上升约1个百分点。股份行、城农商行（含农信社、村镇银行）、外资行发行占比均有所下降，其中城商行下降幅度较大，从2020年的约36%下降约1

个百分点至35%。

从年末的存量余额来看，股份行余额最高，近6万亿，占全部存单余额的近一半。计入同业存单余额的同业负债占比方面，股份行平均水平已经接近25%，居各类型银行首位，这反映了股份行较为依赖同业负债融资，城商行其次，而国有行、农商行平均水平均不足15%，距离1/3的监管要求仍有较大空间。

从各类型银行发行久期来看，国有行普遍发行期限较长，加权平均久期超170天；农商行受制于信用资质和融资成本的考虑，发行期限偏短期，加权平均久期约110天。

截至2021年末，同业存单存量余额排名中，浦发银行、交通银行和农业银行位列前三，除工行、邮储外的所有国有行



数据来源：Wind“债券专题-市场概况-同业存单市场概览”，导出各类型银行存量数据及各银行年度报告中披露的同业负债规模，计算出计入NCD的同业负债占比。

图5 各类型银行存量存单余额、计入NCD的同业负债占比（截至2021年末）



均进入前十，而较为依赖同业业务的兴业银行同业负债占比已经非常接近1/3的监管上限。

投资人结构：非法人产品仍是投资主力和重要的边际变化力量

非法人产品为代表的广义基金和银行是同业存单的最主要的投资者。截至2021年12月末，全市场同业存单余额为13.91万亿。持有机构中，广义基金排名持有量第一，占比达到57.15%。其次是农村金融机构（包括农商行及农合行、村镇银行、信用社）占比约为16.91%，但较2020年已经大幅下降了约8个百分点。

非法人产品存单持有规模2021年以来持续上升，主要是货币基金规模的扩张。股市不景气，投资者对固收或“固收+”产品需求量上升，这也催生了非法人产品对包括存单在内的各类低风险利率产品的

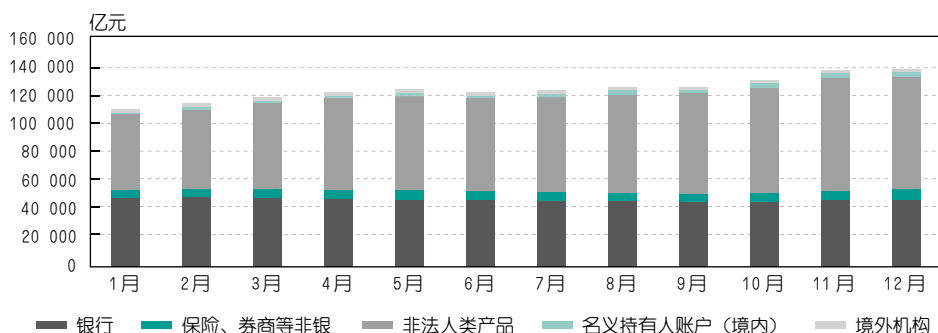
配置需求。

2022年上半年同业存单一级市场

发行量方面，2022年上半年，同业存单累计发行量10.84万亿元，达到2021年全年的49.75%，净融资额只有7308.1亿元，是21年的26.47%。

期限结构方面，仍以1年期为主，1年期累计发行量5.45万亿，占比50.27%。

利率走势方面，1月以来受央行降息（下调MLF政策利率10bps）推动，利率整体走低。但2月中旬后又转为上行，不到2周内上行20bps。3月较为稳定，4月开始重拾下行趋势直至6月中旬，5月末曾一度低至与MLF倒挂近60bps。6月中旬受跨季影响，叠加地方债供给量较大，资金面一度收敛，存单发行利率较低点上行约15bps，至6月末国股行1年期存单发行利率



数据来源：Wind 经济数据库（EDB）- 中国宏观 - 证券市场 - 债券市场 - 主要券种投资者结构：上清所（月），2021年1—12月月末数据。

图6 同业存单托管量、投资者结构



约2.28%。

根据上海清算所数据，截至2022年5月末，同业存单托管量14.43万亿元，非法人产品、商业银行仍为两大主力配置机构。受美联储加息预期影响，海外资本配置规模继续下降，减持节奏有进一步加速的趋势，3—5月累计净减持超过700亿元。

同业存单利率走势展望

内部环境：疫情反弹加剧宏观经济下行压力

2022年3月以来，国内局地疫情反弹显著冲击经济，加剧下行压力。1季度国内生产总值（GDP）同比增速为4.8%，低于5.5%的全年目标增速。4月制造业PMI指数47.4%，较3月回落了2.1个百分点。5月随着疫情管控的结束，PMI虽有反弹，但仍低于市场预期。2021年四季度以来宏观经济大盘面临的“需求收缩、供给冲击和预期转弱”的三重压力持续存在。

一是疫情进一步恶化“需求收缩”。3月社会消费品零售总额同比增速转负，4月下滑至-11.1%，5月虽有反弹但仍在负值区间，为-6.7%，所有可选消费品零售额仍大幅负增长。

二是疫情进一步加剧“供给冲击”。受疫情防控导致生产停工、供应链受阻等因素影响，4月工业增加值转负，5月同比增速也仅微增0.7%。5月服务业产出指数为-5.1%，与去年同期相比降幅很大。

三是疫情推动预期进一步转弱。5月，31个大中城市调查失业率达到6.9%，为2018年有数据以来的最高值，居民可支配收入预期增速放缓，将进一步降低消费、投资需求，提升居民储蓄倾向，给本就不振的内需带来新的更大压力。

外部环境：海外通胀压力增大致全球货币政策大幅收紧预期上升

美国经济复苏韧性较强，通胀压力也较大。2022年5月美国CPI同比增速达8.6%，创40年来新高。美国去年三轮财政刺激提升居民收入，“工资-价格”的通胀螺旋带动了全社会物价上涨。美联储3月、5月和6月分别加息25bps、50bps和75bps，并自5月开始缩表（即美联储对到期债券不进行再投资）。美国联邦基金利率期货隐含的年内加息预期幅度在260bps以上。美联储加息、缩表已经给全球金融市场带来一定冲击。截至6月末，10年期美债名义收益率达2.98%，此前一度升至3.49%的高位。中美10年国债名义利差从年初的115bps收窄至6月末的-16bps。4月以来，中美利差的快速收窄给人民币汇率带来不小压力。

央行政策目标：从“以我为主”向兼顾“内外均衡”

加大政策力度、妥善应对“三重压力”、稳定宏观经济大盘是今年以来财政、货币政策的主要目标。尽管年初以来美联储货币政策收紧已经有明确预期，



央行仍然坚持“以我为主”，2022年1月MLF降息10bps，为2020年3月以来的首次降息；4月15日宣布降准25bps，释放5 300亿中长期资金。

鉴于外部输入性通胀和政策紧缩态势不断升级，国内货币政策基调出现了从更加坚持“以我为主”向更加注重“内外均衡”的微妙转变。总量政策较为克制，更多依靠结构性政策投放基础货币，坚持不搞大水漫灌，不透支未来经济增长潜力。4月降准幅度仅25bps，如此低幅降准为史上首次，汇率压力促使央行4月下旬下调外汇存款准备金率1个百分点至8%，这是央行首次“下调”外汇存准率。

NSFR指标达标压力下，银行发行需求不断上升

尽管宽松政策预期有所降低，由于2022年存单到期量比较大，再加上银行流动性监管指标达标压力，银行发行需求不会明显降低。在流动性监管指标中，银行普遍NSFR（净稳定资金比例）达标压力最大。NSFR分子端是银行“可用的稳定资金”，主要是银行负债和资本，分母端为“所需的稳定资金”，主要是银行的资产。其中，负债、资产根据不同性质、来源和期限给予不同权重。最低监管要求为100%以上。总的来说，负债期限越长、资产期限越短越有利于NSFR指标达标。

目前主要上市银行NSFR指标距离监管要求高出不多，国有行在120%左右，

股份行则仅为110%左右，银行一方面要满足信贷投放特别是中长期信贷投放要求（相应增加分母），又要保证NSFR指标达标，势必增加同业存单尤其是1年期发行规模（相应增加分子），这也是1年期存单最受发行人欢迎的重要原因。

“资产荒”推动同业存单需求端进一步向广义基金集中

2022年同业存单指数基金有望在大多数主流基金公司落地，这给存单市场带来至少2 000亿规模以上的增量配置需求，尤其有利于AAA高等级存单发行主体。此外，地产承压、资管新规过渡期结束背景下，居民理财需求将进一步转向资本市场，广义基金规模整体将继续扩张，各类理财产品全面净值化，对同业存单特别是长久期存单的配置需求将进一步上升。

综上，随着国内疫情的明显好转，信贷、社融增速有望提升，经济数据虽仍有压力但总体企稳回升。在央行更加注重“内外均衡”的新形势下，资金面难以复现3—5月的超预期宽松，包括同业存单发行利率在内的市场利率都有向政策利率逐步收敛的压力。另一方面，当前经济仍存下行压力，需要货币政策从总量上发力以支持经济复苏，合理充裕的流动性环境依然是央行政策基调，结构性“资产荒”持续发酵，存单发行利率也难以大幅上行。[N](#)

学术编辑：卢超群