



浅析当前同业存单市场之症结

Analysis and Policy Recommendations for Interbank Negotiable Certificates

朱莹莹 张佳慧

近年来，同业存单市场越来越发展壮大，成为银行类金融机构发行和金融机构交易的重要子市场之一，存量规模接近15万亿元，占据其他存款性公司资产负债表中总负债（365.5万亿元）的比重超过4个百分点。一方面，同业存单作为金融市场负债工具，在商业银行填补负债缺口、支撑资产端扩张和调节流动性指标等方面起着重要作用，是一种较好的流动性管理工具；另一方面，同业存单作为金融投资工具，其合约标准化的优势以及低风险、稳定收益也吸引着各类型投资者，特别是2022年二季度以来，同业存单指数基金受到广泛认可，发行规模快速扩张，成为市场机构的新宠。

同业存单市场现状

随着我国利率市场化改革不断向前迈进，我国先后经历了由大额到小额、由

外币到本币、由贷款到存款逐步放开的历程。为了尽量缓和利率市场化对金融机构利差的冲击，2013年起，同业存单这一以银行信用为背书的记账式定期存款凭证走入视野，并逐渐壮大成为商业银行吸收负债的有力工具。回顾同业存单市场2014—2022年数据，可以发现以下几点特征。

第一，同业存单市场在经历井喷期和瓶颈期之后，进入稳健发展阶段。从同业存单市场存量来看，可以将同业存单发展简单划分为三个阶段。首先，第一阶段为2013年底至2017年中，可以看作是同业存单发展的“井喷”阶段。2013年底，同业存单正式问世，共有10家银行取得发行试点资格。^①截至2014年1月末，同业存单市场余额仅为280亿元，且多为国有行所发行，占比超过57%，期限以3个月为主，股份行和政策行只是试水，并没有大量发行。不过，短短不到4年时间，同业存单

作者单位：南京银行金融同业部。本文系个人观点，与所在机构无关。

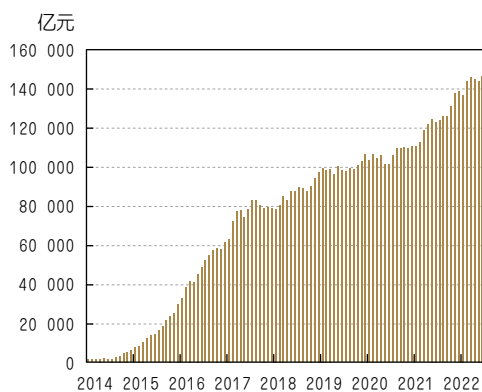
① 分别是5家国有大行（中、农、工、建、交）、4家股份行（招商、兴业、浦发、中信）以及1家政策性银行（国开行）。



市场迎来井喷式增长^①，各类型银行纷纷加入发行大军，其中不乏与同业空转套利有关者。由此可见，同业存单市场的火速壮大为商业银行提供了广泛的负债来源。一方面，存单高增虽然一定程度上起到了弥补存款缺口的作用，但更多是利用同业存单加杠杆套利，导致该时期的商业银行总资产规模一路猛进；另一方面，负债端过度扩张带来不少经营风险，也为后续受到监管关注和限制埋下了隐患。其次，第二阶段为2017年中至2020年底，是同业存单发展的“瓶颈”阶段。2017年下半年开始，同业业务迎来强监管，为顺应“防风险”“控杠杆”要求，同业存单的“水分”被不断挤出。2017年底，同业存单市场余额为7.85万亿元，与年中水平基本持平，同比增速从以往的三位数、四位数迅速降至两位数水平。随后，同业存单市场进入缓慢发展阶段，2018、2019、2020年同业存单余额同比增速一路走低，分别录得24%、9.1%和3.9%。最后，第三阶段为2021年至今，同业存单进入“稳健发展”阶段。随着新冠疫情防控体系不断优化，经济重回合理运行区间，实体融资需求逐渐回暖，叠加金融市场监管常态化、运行规范化，同业存单市场也回归合理发展轨道，以稳健的增速水平逐渐向前，同比增速保持在个位数水平，整体波动不大。

截至2022年6月末，同业存单市场余额为14.64万亿元，成为仅次于国债、政策性银行金融债的第三大债券类品种（图1）。

第二，同业存单发行主力由国有行交棒给股份行、城商行，随后国有行占比再度转而上升（图2）。在同业存单发行初期，主要以国有行为主。2013年底至2014年初，国有行存量占比高达40%~50%，高于股份行和政策行。随着同业存单市场逐渐成熟，股份行和城商行接棒成为同业存单市场的重要主力。在同业存单市场扎根发芽、开枝散叶之后，存款基础好、来源广的国有行果断退出该市场，几乎直接绝迹，存量占比下降至不足1%，随后虽有所抬升，但也远不及股份行、城商行高达30%~40%的水平。而纵观股份行和城



数据来源：Wind。

图1 同业存单市场余额

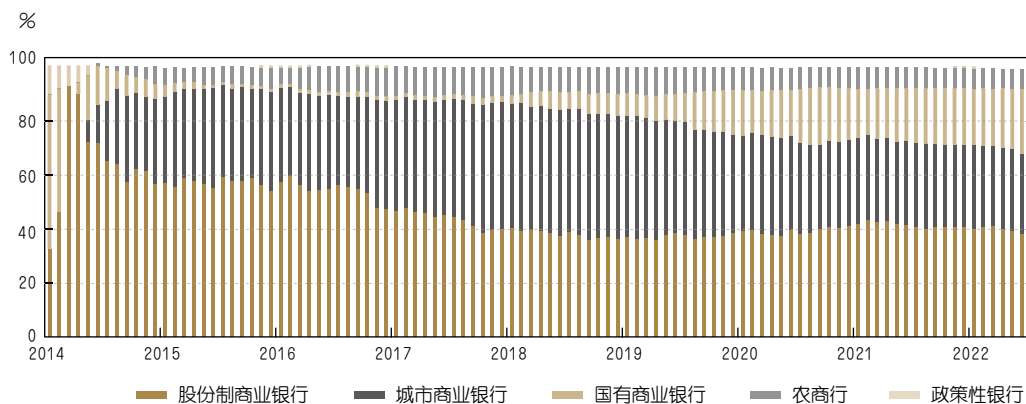
^① 截至2017年6月末，同业存单市场余额上升至7.82万亿元，较2014年初增长278倍。



商行，之所以同业存单存量占比高，主要源于其补充存款缺口和发展同业业务的目的。一方面，相较于国有行，股份行和城商行在网点分布、客群基础、银行信誉等方面均不及国有行，因此吸收存款存在局限，而同业存单能够提供很好的补位；另一方面，股份行、城商行资产结构中金融投资占比普遍高于国有行，存在套利行为，发行同业存单能够随时大量吸收负债、提高杠杆。不过，近两年，同业存单市场力量发生边际变化，国有行发展势头再度强劲。2020年以来，国有行持续积极参与同业存单市场，存量占比稳中有升，由2020年末的19%升至2022年以来的23.4%；同比增速上升势头也较猛，特别是2022年以来（除5月受疫情影响），同比增速高达40%~50%，体现出国有行以大资金量对同业存单市场进行了更为深

入的渗透。国有行回归同业存单市场，继而高歌猛进，主因在“保持信贷规模稳步增长”的基调下，国有行为了呵护经济基本面修复、提振实体经济融资需求，信贷投放力度加码，资产端投放超季节性需负债端给予支撑，故对同业存单的发行需求加大。随着国有行在同业存单市场的话语权越来越大，后续不排除在同业存单市场中国有行、股份行和城商行“三分天下”的局面形成。而且，国有行作为资金更为充裕的一方，对同业存单定价的影响力将甚于股份行和城商行。

第三，同业存单发行以高评级为发行主力，AA+及以下发行较困难，期限上则以1年期为主。随着同业机构出现爆雷，引发对同业信用风险的担忧，叠加外在金融市场环境动荡，中低评级机构同业存单



数据来源：Wind。

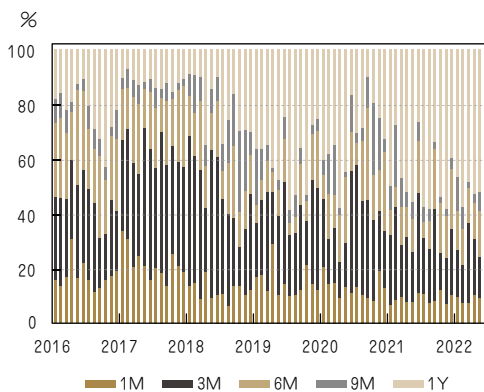
图2 各类型银行同业存单存量占比



发行困难重重^①，很难有效续接到期量，只得更多依赖线下等同业负债渠道，吸收较高成本资金，而这些中低评级机构正是大多数中小银行。从期限结构来看，同业存单发行经历由以3个月为主向以1年期为主的转变（图3）。初期，商业银行更加偏好发行3个月期限的同业存单，一方面存在试水的因素，另一方面也存在季末效应的影响。随着同业存单市场的发展壮大，功能愈发完善，发行期限选择也越来越丰富，各类型银行通常根据自身需求进行久期摆布。2017年，央行宣告从9月1日起金融机构不得新发行期限超过1年（不含）的同业存单，自此以后，同业存单1

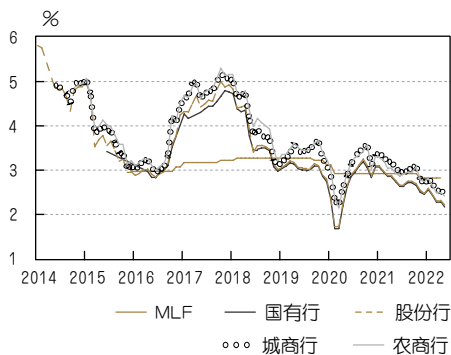
个月、3个月、6个月、9个月和1年期的发行期限分布格局形成。也正是从2018年开始，1年期逐渐成为发行的主力期限，占比基本在40%~50%区间。商业银行多选择发行1年期同业存单，主要出于流动性指标调节的压力，期限越长，对指标改善的贡献度也就越大，指向银行对长期限、稳定性负债的渴求。

第四，在MLF利率调控的引导下，同业存单发行利率以MLF为中枢波动，但目前存在大幅倒挂现象。从发行利率走势来看（图4），各类型银行存单发行利率基本跟随MLF利率起伏，发行成本从低到高依次是国有行、股份行、城商行和农商行



数据来源：Wind。

图3 同业存单发行期限结构



数据来源：Wind。

图4 各类型银行1年期同业存单发行利率及MLF利率走势

^① 从评级结构看，2014年以来，AAA评级发行占比均值在80%左右，而AA+及以下评级发行占比越来越低，特别是2020年下半年至今，其占比均不足10%，可见发行存在向头部集中的态势。此外，从净融资额来看，2014年以来，AA+及以下评级的月度发行额共有33个月不抵到期量，净融资额为负数，曾最低至-1565亿元，而AAA评级在大多数情况下的发行量均能覆盖到期。



行。但也不难发现，同业存单发行利率与MLF利率存在脱钩趋势。以国有行为例，从历史数据来看，1年期国有行存单发行利率与MLF倒挂明显的时期集中在2019年、2020年1—8月以及2021年6月至今。2021年6月以来，同业存单发行利率持续下行，虽然MLF利率曾于2022年1月调降10bps至2.85%，但仍然与存单发行利率有较大差距，利差倒挂约90bps，仅次于2020年新冠疫情暴发时期，而且倒挂已经长达1年之久，超过史上任何一次倒挂时长。最近一次倒挂，主要受OMO、MLF利率下调以及央行实施“全面+定向”降准的影响，资金利率走低带动了整体同业存单市场利率全面下行，利率达到阶段新低点。虽然在2022年2、3月资金面偏收敛，市场情绪在经济数据、金融委会议发声等多种因素中反复左右，存单发行利率震荡中小幅抬头，但很快继续转而震荡下行，可见市场机构仍然抱有货币政策不会转紧的信心。虽然同业存单利率到达仅次于新冠疫情初期的低点位置，银行同业负债成本得到大幅降低，有利于货币政策机制有效传导，进而推动金融机构向实体让利，降低企业融资成本，但MLF利率对同业存单发行利率的指导作用也可能趋弱。

当前同业存单市场存在的症结

第一，国有大行主导同业存单市场，中小银行普遍缺乏话语权。2022年以来，“稳增长”诉求提升，要求促进信贷稳步增长，国有大行成为投放主力。从发行数据来看，2022年上半年，6家国有大行发行同业存单规模达2.17万亿元，占全市场的20.1%，较往年有所提升；从存量数据来看，截至6月30日，6家国有大行存单余额3.42万亿元，较2021年末增长19.7%，较2020年末大幅增长63.6%，在全市场中的占比也从2020年末的19%提高至23.4%。由此可见，国有大行从较少参与存单市场到占据市场两成比重，特别是2022年以来，国有大行信贷投放任务重，对同业负债的需求相应上升，也越来越主导存单市场定价权。而中小银行作为存单的重要发行方，在市场上的话语权偏少，只能作为定价跟从方。

第二，中小银行难以有效盘活资产，同业存单一、二级市场活跃度较低。从一级市场发行情况来看，中小银行AA+及以下评级发行占比持续偏低，且难以有效覆盖当期到期量，存在续接困难^①。中小银行的存单在一级市场上发行困难，而二级市场交易相对于国债、政策性银行债的活跃

① 从近期银行间本币市场运行情况来看，现券交易多集中在国债、政策性银行债等活跃品种，6月以来每日成交量合计在5 000亿~7 000亿元水平，占全市场现券交易量的约60%，而同业存单交易每日交易量基本在2 000亿~3 000亿元水平，占全市场现券交易量的约25%，是国债、政策性银行债的30%~40%左右，且多集中在AAA高评级，中小银行的中低评级存单鲜少在二级市场交易。



度仍低。一方面，一级市场发行量低、净融资额多为负，意味着不受到市场认可，难以吸收足够的同业负债支撑其资产端发展；另一方面，二级市场不活跃代表着交易量低、市场波动幅度窄、定价不合理，故二级市场无法有效对一级定价形成指导；且中低评级存单流通困难，作为发行方的中小银行不能有效盘活这部分资产，会错失一些价值发现、资产腾挪机会。

第三，存单发行利率与MLF存在较高利差倒挂，MLF利率指导作用可能趋弱。存单利率低位持稳，并没有发生向MLF利率的靠拢，一方面，资金面维持宽松为其提供了重要基础；另一方面，考虑到2022年机构偏向短久期产品，短期限品种受到市场追捧，供需不匹配继续支撑存单利率低位震荡。整体来看，2022年上半年以来，央行货币政策保持宽松带动存单市场发行利率整体下行，持续与MLF利率保持倒挂。进入下半年，央行已缩量进行逆回购投放，传递出引导资金利率逐渐回归常态的信号。不过，当前存单发行利率与MLF倒挂的现象减轻并非一日之功，站在当前时点，存单发行利率可能难有趋势性上行。

第四，基金对存单投资的集中度要求高，中小银行存单受限更多。根据《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，同一基金管理人管理的全部货币市场基金投资同一商业银行的银行存款及其发行的同业存单与债券，不得超过该商业银行最

近一个季度末净资产的10%。作为货币型基金同业存款、同业存单主要投资对象的股份行净资产普遍在2 000~5 000亿，按照集中度新办法，在考虑规模波动的余量预留后，每家银行平均只有200亿元左右的额度可投资。再假设中型银行、小型银行的净资产均值分别为1 000亿元和100亿元，则一个基金管理人管理的货币型基金最多只能投资该银行的存单金额分别为100亿元和10亿元，更不必说同业存款、债券资产会造成分流。此外，投资AA+以下存单困难重重，在基金托管人同意后还需要基金管理人董事会审议批准并执行信息披露程序。因此，对于中小银行来说，负债端另一支撑存款来源少且不稳定，故而依赖同业存单偏多、发行需求较高，而基金作为投资方却受到各种严格约束。不得不说，中小银行的负债端压力普遍较大，难以更好支撑资产端，发挥其对中小微企业的信贷支持作用。

政策建议

第一，拉长同业负债吸收期限，考虑恢复1年期以上存单发行。2017年9月开始，金融机构不得发行超过1年（不含）同业存单，目前商业银行同业负债期限均不超过1年。但同时《商业银行流动性风险管理办法》对同业业务期限提出了更高要求，银行要想流动性指标达标更倾向于融入长期限资金，特别是月末、季末时点的流动性指标调节压力加大，且流动性分



层现象突出，同业负债成本提高。建议考虑恢复1年期以上同业存单发行，并推出更多中长期负债产品，优化市场上负债的期限结构，更好发挥同业负债在流动性管理和填补一般性存款缺口的作用。而且，对于国有大行和农商行来说，1年期以上的同业负债产品也是其资产配置的有利补充，尤其在农商行资金不能出省后，农商行将更加依赖配置同业存单。

第二，丰富同业存单指数，为基金、理财提供更多跟踪基准。自2021年11月以来，全市场共有31只同业存单基金获批发行，发行规模超过1 757亿元，特别是2022年4月以来，同业存单基金更是迎来集中发行。按照投资比例超过80%估算，同业存单基金的出现累计带动了1 400亿元以上的同业存单投资需求，正在成为同业存单市场的重要增量需求力量。此外，同业存单基金多以被动指数型基金为主，业绩比较及基准主要为中证同业存单AAA指数。不过，目前市场上只有中证指数公司的2只指数（中证同业存单AAA指数、中证高等级同业存单指数），后续可能无法满足同业存单指数基金的发展需要。建议有关部门进一步组织编制不同类型的同业存单指数，并于每天公告当日的具体数值，既丰富该基金细分种类，为基金、理财等投资方提供多样、广泛的跟踪指标和业绩衡量基准，又更为精确地向商业银行提供数据资源，用数据来支撑其流动性管理的准

确性。

第三，完善债券市场做市商制度，加强对非活跃存单的做市。做市商制度对于提升市场流动性、实现价格发现功能具有重要作用。针对存单二级市场交易不活跃的现象，建议监管部门完善做市商制度，灵活调整做市商范围，对做市券种、报价频率以及报价价差形成有效规范及约束，积极引导做市商加强对中低评级非活跃存单的做市力度，助力其交易活跃度和流动性的提高，也有助于提高存单市场价值发现，帮助投资者提高收益。

第四，适当放宽对存单投资的集中度要求，可将存单不合并计算。一方面，中小银行负债端面临的压力一直较大，公募基金对同业存单投资集中度要求高，导致对中小银行存单投资受限，更加加剧了其为国股行之间的分化。另一方面，同业存单期限为1年期以内，具有流动性高、波动低的优势，且对发行资质的要求高，信用条件较好，是稳健的流动性管理工具和货币市场投资工具。建议在《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》要求“同一基金管理人管理的全部货币型基金投资同一商业银行的银行存款、同业存单与债券不得超过该银行最近一个季度末净资产的10%”的基础上适当提高比例，或者将同业存单不纳入与银行存款、债券的合并计算。^[N]

学术编辑：卢超群