

## 专栏：再议存单

继一、二季度末探讨了存单发行的量价关系后，当时得出的结论有：

1. 一季度，股份行与城商行持续依靠存单来延续负债，城商行二三月新发规模是到期量的 1.5 倍，且平均发行利率高于股份行、农商行 10bp 以上。

2. 二季度，银行资产规模增速开始出现下降，从过去的环比增速 1%以上逐渐下滑至 1%以下，4 月还出现了单月环比增速为负。银行“缩表”已经开始一个季度，往后看当银行资产增速小于负债增速后，存单的新发量就可以逐步小于到期量。

那么站在三季度末，我们还是一样，先回顾下三季度存单发行情况，再来探讨内部结构是否发生了变化。

首先，回顾下三季度以来的存单发行情况。

亿元	国有商业银行			股份行			城商行			农商行		
	到期	新发	利率	到期	新发	利率	到期	新发	利率	到期	新发	利率
7 月	330	335	3.94	4639	6064	4.20	4316	6620	4.36	1980	2388	4.14
8 月	305	610	4.19	6861	6259	4.29	5820	5807	4.47	2764	3111	4.26
9 月	163	716	4.31	12670	9867	4.51	7137	7635	4.62	3083	3413	4.51
10 月	412	450	4.26	6861	3961	4.40	6268	5949	4.62	2127	2022	4.50

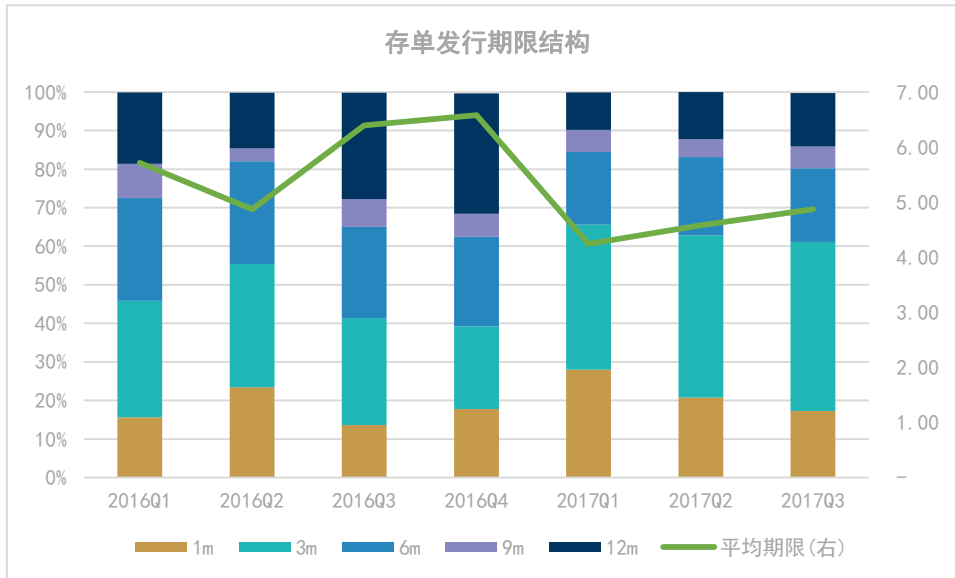
三季度的存单发行与上半年有相似之处，股份行与城商行依旧是两大发行大户，发行利率依旧比国有商业银行高 20bp 左右。但就发行规模而言，股份行出现了一些变化，八、九、十月三个月连续新发规模小于到期规模。城商行在这三个月的到期与新发规模相当。而在上半年时，股份行的新发量 20171106 摩根士丹利华鑫基金视窗（2017 年第 43 期\_总第六六七期）均大于到期量。

从新发和到期的对比来看，股份行的短期负债结构出现了一定的优化，也就是印证了二季度末我们对存单的观点“当银行资产增速小于负债增速后，存单的新发量就可以逐步小于到期量”。

到期量（亿元）	国有行	股份行	农商行	城商行
一季度	309	14613	5966	13367
二季度	457	19059	7216	16911
三季度	798	24169	7828	17274
四季度	1399	23420	7423	19969

从下半年到期量的对比来看，股份行四季度到期量出现了减少，负债结构出现了改善。

讨论了量之后，我们再来看一下存单的价格和期限。



从期限结构来看，17年存单发行的期限要比16年整体下一台阶。一方面是由于自16年10月后存单价格迅速上升，以发行存单来扩大规模和盈利的可行性迅速下降。另一方面，进入17年后，3个月存单成为了既满足MPA考核要求又使得负债成本可接受的品种，发行占比持续上升，使得17年存单发行的平均期限小于16年。

**那么，何时才能出现银行体系的降杠杆完成。或者说存单是否会出现量价齐跌的情况？**

我们从供给、需求和流动性三个角度来进行分析。

**供给：**《2017年第二季度中国货币政策执行报告》中提出拟于2018年1季度MPA正式对资产规模在5000亿元以上的银行发行期限1年以内的同业存单进行同业负债占比指标考核。根据中信固收研究计算方案，同业存单供给在未来一段时间内减少量在2776亿至9936亿之间。

**需求：**2017年9月证监会发布的《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》对于货币基金投资于主体信用评级低于AAA的机构发行的金融工具占基金资产净值的比例做出限制。经过测算，只有当低于AAA评级的存单占总存单比例大于53%时会出现减持压力，但目前AAA以下占比为28.6%，需求端压力不大。

**资金面：**今年以来央行采用“削峰填谷”模式熨平资金面，四季度流动性相对平稳依旧是大势。

结合供给未来可能下降，需求端变化不大，资金面维稳的局势下，**未来存单整体或将呈现稳中趋降的模式。负债结构进一步优化，逐步消化银行体系的流动性风险。**

(本专栏文章作者：摩根士丹利华鑫固定收益投资部 周梦琳)