2020 年 08 月 23 日

宏观研究团队

结构性存款“退潮”，与流动性演绎

——宏观经济专题

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

● **年初以来，结构性存款大幅波动，或与企业资金空转套利，及监管加强等有关**

结构性存款规模，前 4 个月持续抬升、5 月以来趋于回落，中小银行企业存款变化尤为显著。截至 4 月，结构性存款规模较 2019 年底增加 2.5 万亿元至 12.1 万亿元、创历史新高；5 月规模开始回落，6 月降幅超过 1 万亿元。其中，中小银行企业结构性存款变化较大，前 4 个月增加 1.5 万亿元、5-7 月下降 1 万亿元。**结构性存款是当前银行重要负债来源，较高的利率也使得企业资金空转套利成为可能。**结构性存款设计灵活、利率较高，成为银行揽储重要工具之一。年初以来，企业短期贷款、债券等融资放量，同时融资成本显著下降、远低于结构性存利率；部分企业使用低成本债务性融资购买较高收益的结构性存款、进行空转套利，1-4 月企业结构性存款增量占企业存款的比重达 53%，远高于 2019 年全年的 2%。

● **防风险背景下，年内结构性存款收缩压力或不小，可能对流动性产生一定影响**

5 月以来结构性存款的回落，或缘于监管趋严；防风险、降成本下，结构性存款收缩或将延续。5 月以来，当局对资金空转等的重视度上升，部分银行被要求年底前将结构性存款规模压降至 2019 年底的 2/3 以下。如果银行体系按此要求推算，剩余 5 个月结构性存款规模至少压缩 3.8 万亿元，尤其是中小银行压力较大。**银行超储率偏低下，结构性存款压降或加大银行负债端压力，进而可能对流动性产生一定影响。**银行超储率 6 月只有 1.6%、为 2018 年以来同期新低，7 月和 8 月可能更低；而结构性存款压降，进一步加大银行负债端压力。银行通过大额存单、现金类管理产品等，或部分承接结构性存款资金；同时，加大发行同业存单，缓解负债端压力。7 月中下旬以来，同业存单发行规模明显放量、利率大幅抬升。

● **公开市场操作等，或有助于平抑资金波动，但银行和非银流动性分化可能加大**

央行公开市场操作、财政存款投放等，或有助于平抑资金波动。考虑到政府债券发行、结构性存款压降等因素，降准补充银行流动性必要上升；但资金空转等行为，使得当局更加注重货币政策的“精准导向”，通过公开市场操作等平抑资金波动。随着广义财政支出的加快，财政存款的大幅投放，也有助于缓解资金压力。**中短期来看，流动性环境分化可能有所加大，中小银行和非银机构资金波动或相对较大。**7 月中旬以来，货币市场利率波动有所上升，包含非银机构的 R007 波动大于仅代表存款类机构的 DR007；银行资金承压下，非银流动性也可能加大资金波动。随着年底临近，银行考核压力上升，尤其是中小银行，结构性存款压力较大，同时同业存单到期增多、续发难度可能上升，或对流动性产生一定冲击。

● **风险提示：**金融风险加速释放，及监管升级。

相关研究报告

《宏观深度报告-拜登，老牌政客的终极一搏》-2020.8.22

《宏观经济点评-“每周三问”系列（五）美国大选，需要知道的三个核心问题》-2020.8.20

《宏观经济点评-财政积极发力，支出明显加快》-2020.8.19

目 录

1、 结构性存款“退潮”，与流动性演绎 3
2、 研究结论：结构性存款等影响下，流动性环境分化或加大 7
3、 风险提示 7

图表目录

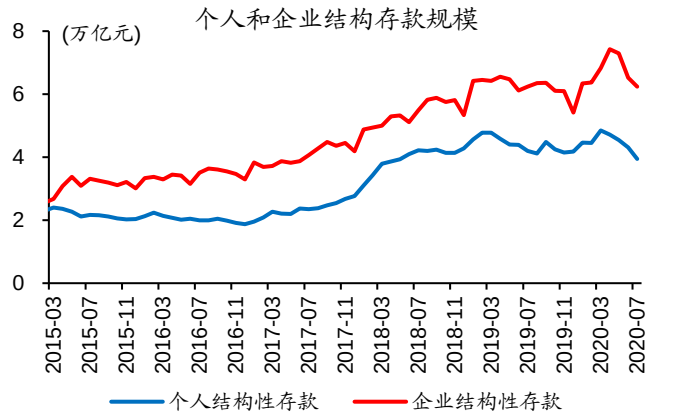
图 1： 年初以来，结构性存款从快速增长到大幅回落 3
图 2： 5 月以来，中小行结构性存款回落尤为显著 3
图 3： 结构性存款利率远高于普通定期存款利率 3
图 4： 上半年，企业融资成本明显低于结构化存款利率 4
图 5： 企业结构性存款占企业存款比重明显抬升 4
图 6： 虽然结构性存款规模大幅压缩，余额依然较大 5
图 7： 银行超储率偏低、同业存单发行利率上升 5
图 8： 7 月中下旬以来，同业存单发行规模放量 5
图 9： 近期央行加大公开市场操作平抑资金波动 6
图 10： 广义财政支出加速 6
图 11： 支出加快带动财政存款投放，资金回流银行体系 6
图 12： 近期，R007 波动开始略大于 DR007 7
图 13： 同业存单到期规模上升，滚动续发仍需关注 7

表 1： 结构性存款设计灵活，可挂钩各种资产 3
表 2： 政策对“资金空转”等行为关注上升 4
表 3： 年内结构性存款收缩压力不小，尤其是中小型银行 5
表 4： 政策更加注重“精准导向” 6

1、 结构性存款“退潮”，与流动性演绎

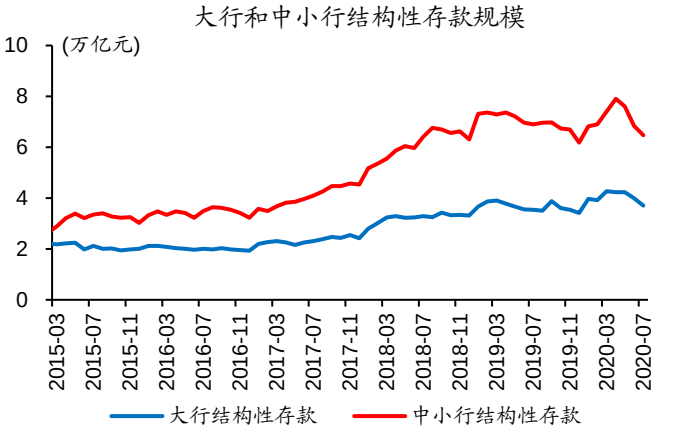
结构性存款规模，前 4 个月持续抬升、5 月以来趋于回落，中小银行企业存款变化尤为显著。截至 4 月，结构性存款规模较 2019 年底增加 2.5 万亿元至 12.1 万亿元、创历史新高；5 月规模开始回落，6 月降幅超过 1 万亿元。其中，企业结构性存款变化较大，前 4 个月增加 2.01 万亿元、5-7 月下降 1.19 万亿元；分银行来看，中小银行企业结构性存款，前 4 个月增加 1.5 万亿元、5-7 月下降 1 万亿元。

图1：年初以来，结构性存款从快速增长到大幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：5 月以来，中小行结构性存款回落尤为显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

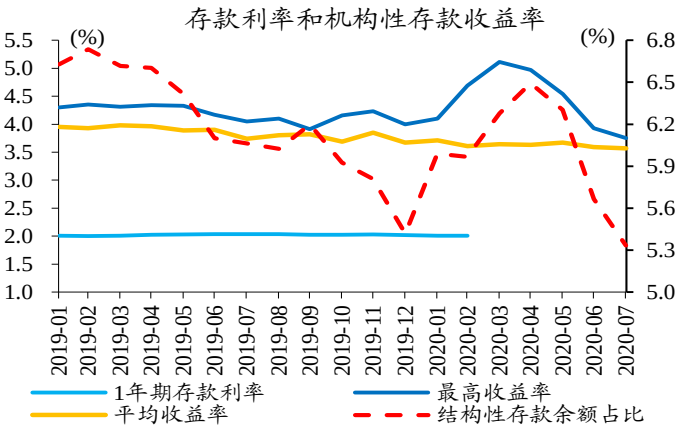
结构性存款设计灵活、利率较高，是银行揽储的重要工具之一，但也容易抬升银行负债成本。不同于普通存款，结构性存款与利率、汇率、指数等的波动挂钩，使存款人在承担一定风险的基础上获得更高收益。为吸引客户，银行通过虚假挂钩、保底收益等方式，进一步提升结构性存款吸引力，使得结构性存款规模占银行负债比重明显抬升；但较高的利率，也导致银行负债端较为刚性。

表1：结构性存款设计灵活，可挂钩各种资产

资产	银行	产品
利率	中原银行	机构利率型结构性存款
	农业银行	“金钥匙·汇丰利”人民币结构性存款
	中信银行	乐盈利率挂钩结构性存款
汇率	中信银行	乐盈汇率挂钩结构性存款
	农业银行	对公外汇结构性存款
股票	民生银行	聚赢股票-挂钩中证500（看涨）结构性存款
商品	民生银行	聚赢商品-挂钩中国原油期货（看涨区间）结构性存款
其他	荷兰银行	“奢侈品股票篮子”结构性存款

资料来源：各银行官网、开源证券研究所

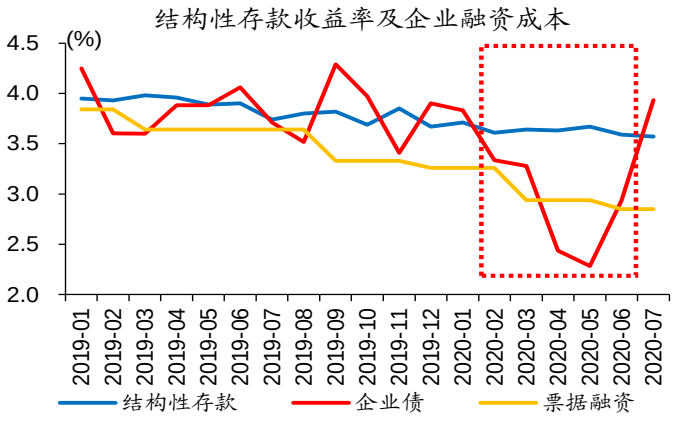
图3：结构性存款利率远高于普通定期存款利率



数据来源：Wind、融 360、开源证券研究所

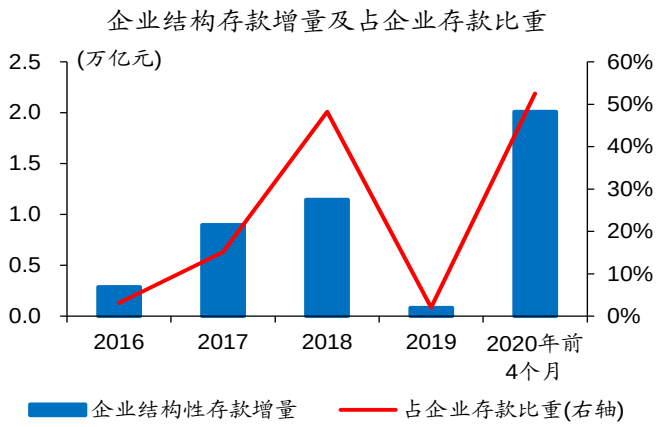
结构性存款规模大幅波动，或与资金空转套利，及近期监管当局对空转套利的重视度上升等有关。年初以来，企业短期贷款、票据和债券融资规模明显放量，同时，融资成本显著下降，明显低于结构性存款利率，部分企业通过低成本债务性融资购买较高收益的结构性存款、进行空转套利。1-4 月，企业结构性存款增量占企业存款的比重达 53%，远高于 2019 年全年的 2%。为此，当局加强对结构性存款的监管，北京银保监会表示，将严查资金通过结构性存款“套利”等行为；据媒体报道[1]，银保监会要求部分银行年底前将结构性存款规模压降至 2019 年末的 2/3。

图4：上半年，企业融资成本明显低于结构化存款利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：企业结构性存款占企业存款比重明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：政策对“资金空转”等行为关注上升

日期	会议/文件	主要内容
2020/3/3	《关于加强存款利率管理的通知》	一是各存款类金融机构应严格执行中国人民银行存款利率和计结息管理有关规定，按规定要求整改定期存款提前支取靠档计息等不规范存款“创新”产品。二是中国人民银行**指导市场利率定价自律机制加强存款利率自律管理，并将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围。**
2020/4/16	《信贷支持实体经济的针对性和有效性增强》	在信贷供给总量增长明显的同时，**信贷结构优化，信贷支持的针对性和有效性在增强。**
2020/5/22	《政府工作报告》	支持企业扩大债券融资。**加强监管，防止资金“空转”套利**，打击恶意逃废债。金融机构与贷款企业共生共荣，鼓励银行合理让利。
2020/6/12	《关于结构性存款业务风险提示的通知》	一是要求**年内结构性存款业务增长过快的银行，逐月压降结构性存款规模，在 2020 年末将总量控制在监管政策要求的范围之内；**二是确保新发行的结构性存款业务在保底收益、行权条件、交易对手等方面满足合规性要求，**切实杜绝“假结构”等问题**；三是加强对购买单位结构性存款资金来源的甄别，**防止个别企业利用从银行获得的低成本信贷资金进行空转套利；**四是加强投资者适当性管理，切实做好信息披露及风险提示，普及理性投资观念
2020/6/12	银保监会窗口指导	中国银保监会近日窗口指导部分股份制商业银行，要求其压缩结构性存款规模，以打击资金空转套利；其中至少有一家股份行被要求，**在 2020 年年底时，存量结构性存款规模不得高于 2019 年底规模的三分之二。**
2020/6/24	《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》	要巩固减负清费成果，严查违规收费或附加不合理贷款条件变相抬高企业融资成本。**要加强相关资金流向监测，依法严厉打击资金空转和违规套利行为。**

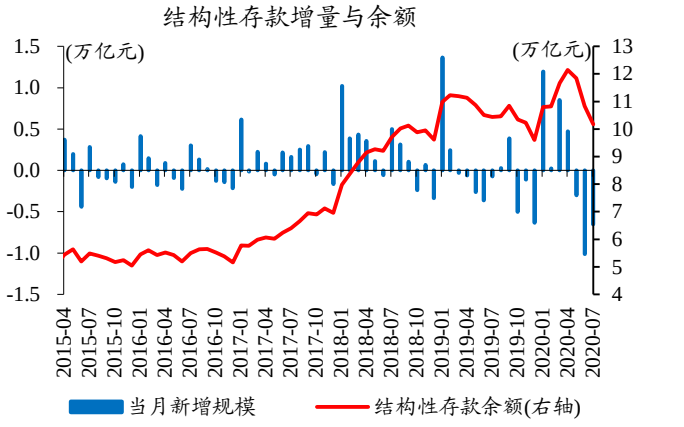
[1]https://www.chinabond.com.cn/cb/cn/xwgg/zsxw/hgjj/20200612/154568226.shtml

2020/7/11	银保监会发言人答记者问	督促引导资金“脱虚向实”。**深入开展市场乱象整治“回头看”，依法严厉打击资金空转和违规套利行为。**当前特别要强化资金流向监管，规范跨市场资金往来和业务合作，严禁银行保险机构违规参与场外配资，严查乱加杠杆和投机炒作行为，防止催生资产泡沫，确保金融资源真正流向实体经济中最需要的领域和环节。

资料来源：中国政府网、中国银保监会、中国债券信息网、中国人民银行、开源证券研究所

防风险、降成本背景下，结构性存款规模或仍将继续压缩，中小银行收缩压力可能相对较大。截至 7 月，结构性存款余额 10.2 万亿元，高于 2019 年底的 9.6 万亿元，如果按照年底整体规模压缩至 2019 年底的 2/3 以下，年内剩余 5 个月至少压缩 3.8 万亿元，整体收缩压力不小；其中，中小银行至少压缩 2.3 万亿元，尤其是部分结构性存款占比相对较高的股份行和城商行、年内收缩压力不小。

图6：虽然结构性存款规模大幅压缩，余额依然较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

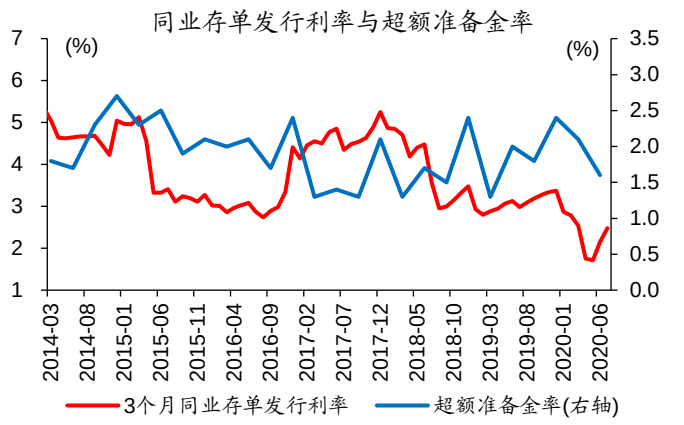
表3：年内结构性存款收缩压力不小，尤其是中小型银行

单位：亿元	规模	大型银行	中小型银行
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
2019年末的2/3	6.40	2.28	4.12
2020年7月	10.17	3.71	6.47
剩余可能压降规模	3.77	1.43	2.34

数据来源：Wind、开源证券研究所

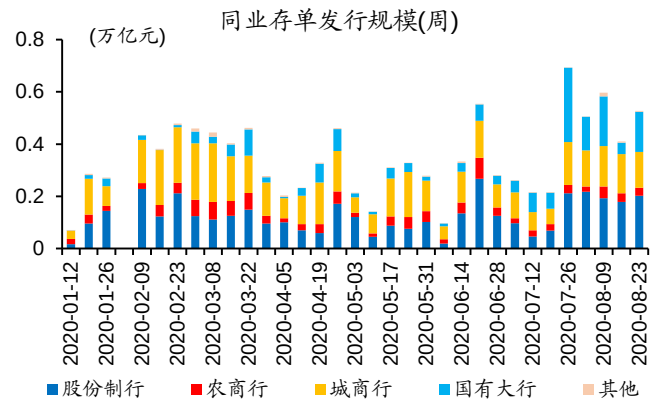
银行超储率偏低下，结构性存款压降或加大部分银行负债端压力，进而可能对流动性产生一定影响。银行超储率 6 月只有 1.6%、为 2018 年以来同期新低，7 月和 8 月可能更低；而结构性存款压降，进一步加大银行负债端压力。银行通过大额存单、现金类管理产品等，部分转接结构性存款的资金；同时，加大发行同业存单，缓解负债端压力。7 月中下旬以来，同业存单发行规模明显放量、利率大幅抬升。

图7：银行超储率偏低、同业存单发行利率上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

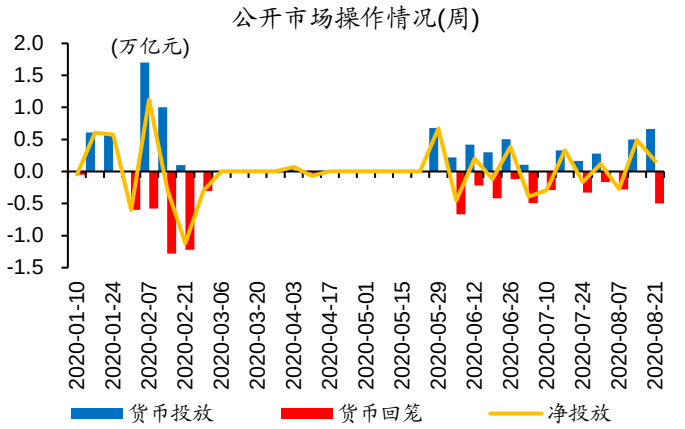
图8：7 月中下旬以来，同业存单发行规模放量



数据来源：Wind、开源证券研究所

央行或通过公开市场操作等平抑资金波动，更加注重“精准导向”，实现稳增长、防风险之间动态平衡。考虑到后续政府债券发行、结构性存款压降等因素，银行流动性或依然承压；结合历史经验来看，降准必要性明显上升。但资金空转、违规套利等行为，使得当局对防范化解风险的重视度提升，通过公开市场操作等平抑资金波动，更加注重货币政策的“精准导向”，重点加大对制造业、中小微企业等融资支持。

图9：近期央行加大公开市场操作平抑资金波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

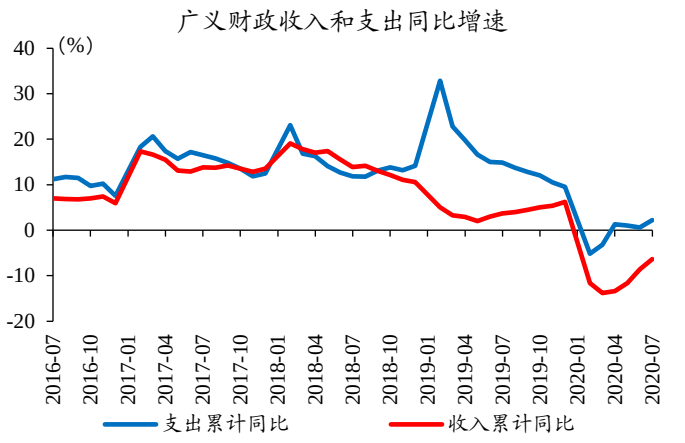
表4：政策更加注重“精准导向”

时间	事件	主要内容
4月3日	定向降准，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率	**定向下调存款准备金率1个百分点**，超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。
5月12日	促进中小企业发展工作领导小组会	**总量政策要注重结构化取向**，努力满足中小企业资金需求。要加快中小银行充实资本金，**加大股权、债券市场对中小企业发展的支持**。
6月1日	《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》	**提高金融支持政策的精准性和直达性，创新两项新的货币信贷政策工具。**一项是中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策，另外一个是普惠小微企业信用贷款的支持计划。
7月1日	下调再贷款再贴现利率	2020年7月1日起，下调再贷款、再贴现利率。支农再贷款、支小再贷款利率**下调0.25个百分点**，再贴现利率下调0.25个百分点至2%，**下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点**。
7月7日	金融支持稳企业保就业工作座谈会	要落实有扶有控**的差异化信贷政策**，重点支持制造业、战略性新兴产业等，提高制造业中长期贷款占比。要**落实好中小微企业贷款延期还本付息政策，对普惠小微贷款要应延尽延**。要加大小微企业信用贷款支持力度，切实做好稳企业保就业工作。
7月13日	经济形势专家和企业家座谈会	坚持并全面落实积极的财政政策、**稳健的货币政策**和就业优先政策，对企业更大规模减税降费让利。紧紧围绕**“六稳”“六保”**，全面落实助企纾困和激发市场活力规模性政策，更大力度推进改革开放，稳住经济基本盘，保住基本民生，有效防范风险，努力完成全年经济社会发展目标任务。
7月30日	中央政治局会议	**货币政策要更加灵活适度、精准导向，要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。**要确保新增融资**重点流向制造业、中小微企业**。
8月17日	国常会	**保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌，而是有效发挥结构性直达货币政策工具精准滴灌作用**，确保新增融资**重点流向实体经济特别是小微企业。**

资料来源：中国政府网、中国人民银行、开源证券研究所

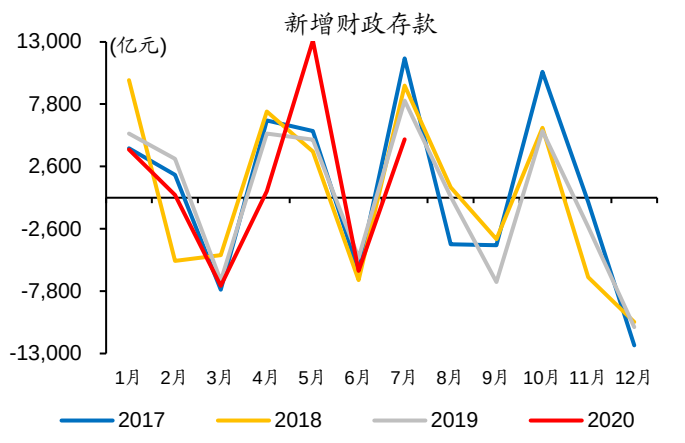
随着广义财政支出的加快，财政存款的大幅投放，也有助于缓解资金压力。年中以来，广义财政支出加快、前 7 个月累计增速抬升至 2.2%，7 月财政存款增量也明显低于以往同期。考虑政府债支出进度、财政盘活比例等可能拖累因素，中性情境下，全年广义财政支出增速或在 5-10%左右，剩余 5 个月广义财政支出增速或进一步抬升。随着广义财政支出加快，财政存款或将大幅投放，资金回流银行体系。

图10：广义财政支出加速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：支出加快带动财政存款投放，资金回流银行体系

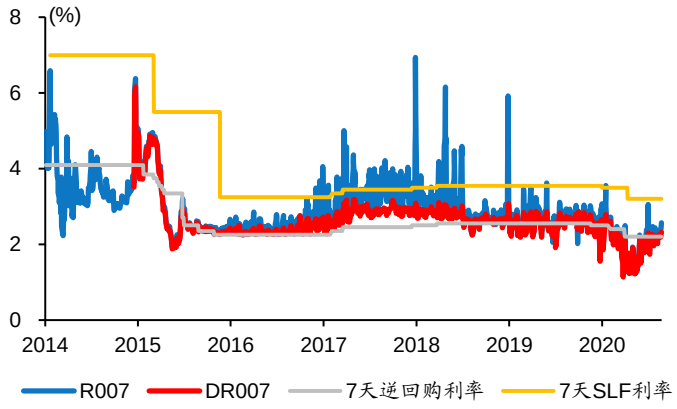


数据来源：Wind、开源证券研究所

中短期来看，流动性环境分化可能有所加大，中小银行和非银机构资金波动或相对较大。7 月中旬以来，货币市场利率波动有所上升，包含非银机构的 R007 波动大于仅代表存款类机构的 DR007；银行资金承压下，非银流动性也可能加大资金波动。随着年底临近，银行考核压力上升，尤其是中小银行，结构性存款压力较大，同

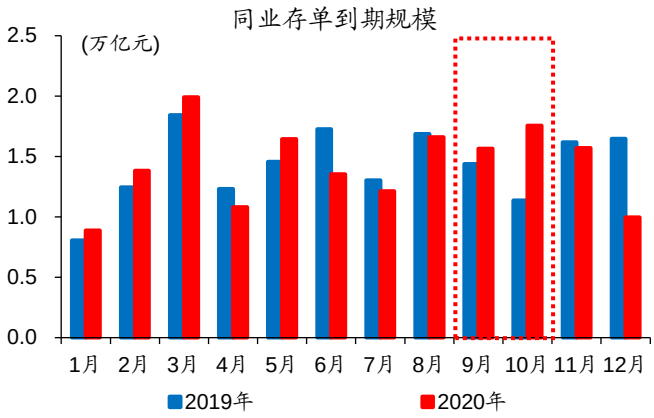
时同业存单到期增多、续发难度可能上升，或对流动性产生一定冲击。

图12：近期，R007 波动开始略大于 DR007



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：同业存单到期规模上升，滚动续发仍需关注



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 研究结论：结构性存款等影响下，流动性环境分化或加大

（1）年初以来，结构性存款大幅波动，或与部分企业使用低成本债务性融资购买较高收益的结构性存款、进行空转套利，及监管加强等有关。

（2）防风险、降成本下，结构性存款收缩或延续，中小银行收缩压力相对较大；超储偏低下，结构性存款压降或加大银行负债端压力，进而对流动性产生一定影响。

（3）央行公开市场操作、财政存款投放等，或有助于平抑资金波动。中短期来看，流动性环境分化可能有所加大，中小银行和非银机构资金波动或相对较大。

3、 风险提示

金融风险加速释放，及监管升级。

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