

证券研究报告 / 宏观数据

央行释放呵护信号，压降结构性存款影响有限

——流动性周度观察（2020年第24周）

报告摘要：

压降结构性存款对于债市的影响有限：存量的结构性存款压缩将形成新一轮存款转移，不影响银行间的存款总量，对债市配置力量影响有限。甚至从长期来看，如果规范中小银行高息揽储，能够一定程度上降低银行的负债成本，实现一部分的降息效果。但将导致银行体系内部存在结构调整。对中小银行而言，意味着对其高息揽储的打压，可能存在部分存款流向大行的情况，中小银行或将补充同业资金，减少委外理财信托等投资比重来应对。如果快速压降可能会带来中小银行短期流动性收紧，我们认为央行可能将平稳推进，并适时进行流动性补充。

货币市场：本周央行释放呵护信号，隔夜利率边际收敛，短端资金利率小幅回落，中长端资金利率大幅上行。考虑到经济基本面不会迅速回到正常水平、通胀水平持续回落、人民币汇率贬值压力下降、监管不继续压缩利差来打击资金套利、叠加国内疫情出现反复，我们认为货币政策还是需要呵护以稳定市场信心。下周一央行进行MLF操作同时会不会降息仍存不确定性，但我们认为未来继续降准降息仍是大概率事件。

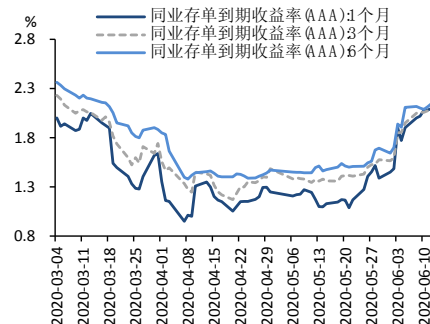
债券市场：本周流动性紧张情况有所缓和，短端国债利率小幅回落。同时因担忧美国疫情二次爆发的风险，全球避险情绪快速升温，10年期国债收益率大幅下行。1/3/5年国债收益率分别下行2.97/9.25/5.68BP，10/15/20年国债收益率分别下行10.24/10.22/10.22BP。从大背景来看，基本面修复、宽信用扩张以及流动性边际收紧，均意味着利率不具备持续下行的基础；但国内疫情反复将压制市场风险偏好，同时可能将对经济环比修复造成扰动，短期内利率上行有限，我们维持利率震荡的观点。

股票市场：本周资金供给边际放缓。杠杆资金增加118.70亿元（环比-67.29亿）；北向资金当周净流入49.15亿元（环比-191.36亿）；新发偏股型基金147.80亿元（环比+7.84亿）。本周资金需求环比改善。股市募集资金493.30亿元（环比+233.7亿）；限售股解禁规模为493.30亿元（环比+233.74亿）；重要股东净减持127.66亿元（环比-10.72亿）。

海外市场：受美联储6月FOMC会议鸽派、美国疫情二次反弹等影响，本周美元指数先降后升收于97.10。人民币贬值压力持续放缓，人民币兑美元中间价调升100点收于7.09。本周美、德、日10年期国债收益率分别下行20BP、1BP、3.20BP。

风险提示：全球疫情反复，货币政策边际收紧。

相关数据



相关报告

《资金利率大幅抬升，债市持续承压 ——流动性周度观察（2020年第23周）》

20200607

《6月降准降息可期，短期债市维持牛平格局 ——5月流动性观察及6月展望》

20200531

《债市多空矛盾仍存，未来利率震荡有顶 ——流动性周度观察（2020年第21周）》

20200524

《债市维持震荡，收益率曲线将进一步陡峭化 ——流动性周度观察（2020年第20周）》

20200517

《债市迎来大幅调整，短期步入震荡格局 ——流动性周度观察（2020年第19周）》

20200510

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

联系人：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003
15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1. 压降结构性存款对债市影响有限.....	5
1.1. 出台背景：打击资金套利.....	5
1.2. 为什么央行不选择继续抬高资金利率来打击套利？	7
1.3. 压降结构性存款对债市影响有限.....	8
2. 货币市场：央行释放呵护信号，隔夜利率边际收敛.....	10
2.1. 公开市场操作：未来降准降息仍是大概率事件.....	10
2.2. 资金利率：隔夜利率小幅回落，中长端利率大幅上行.....	11
3. 实体流动性：票据利率持续大幅上行，信用利差走势分化.....	12
3.1. 票据利率：转贴现利率大幅上行.....	12
3.2. 信用利差：中票利率小幅下行，信用利差走势分化.....	12
4. 债市流动性：利率债供给压力较小，国债收益率小幅下行.....	13
4.1. 一级市场：利率债净供给小幅回落，同业存单发行利率大幅上行.....	13
4.2. 二级市场：利率债成交回升，国债收益率小幅下行.....	14
5. 股市流动性：资金供给边际放缓，资金需求环比改善	15
5.1. 资金供给：杠杆、北向、机构资金供给边际放缓.....	15
5.2. 资金需求：资金需求环比改善.....	16
6. 海外：人民币贬值压力持续放缓，美日德长端国债利率下行.....	17
6.1. 汇率：美元指数先降后升，人民币汇率贬值压力持续缓和.....	17
6.2. 债市：全球避险情绪升温，美日德长端国债利率下行.....	18

图表目录

图 1: 结构性存款规模和增速.....	5
图 2: 结构性存款细分结构.....	5
图 3: 中小银行一般存款中结构性存款比重较大.....	6
图 4: 单位结构性存款在其总存款规模的占比较高.....	6
图 5: 结构性存款收益率高于一般理财产品.....	6
图 6: 结构性存款和融资利率利差较大.....	6
图 7: 短融和中票发行规模同比大幅增加.....	7
图 8: 新增未贴现银行承兑汇票规模逐步回升.....	7
图 9: 5月下旬以来流动性边际收紧.....	7
图 10: 10年期国债收益率领先贷款利率.....	8
图 11: 股份制银行同业负债比重.....	9
图 12: 流动性匹配率计算和权重.....	9
图 13: 结构性存款收缩并未导致一般性存款缩水.....	9
图 14: 大、中小型银行个人及单位存款分布.....	9
图 15: 公开市场操作与到期情况.....	10
图 16: MLF 利率与同业存单利率.....	10
图 17: 隔夜利率小幅回落.....	11
图 18: SHIBOR1 个月及 3 个月利率大幅上行.....	11
图 19: 7 天质押式回购利率先升后降.....	11
图 20: 同业存单到期收益率大幅上行.....	11
图 21: 票据转贴现利率大幅上行.....	12
图 22: 各期限中票利率周内呈下行走势.....	13
图 23: 中票信用利差走势分化.....	13
图 24: 利率债发行量环比回落.....	13
图 25: 利率债净供给环比下降.....	13
图 26: 同业存单净供给环比上升.....	14
图 27: 同业存单发行利率继续大幅上行.....	14
图 28: 利率债成交量环比上升.....	14
图 29: 同业存单成交量环比上升.....	14
图 30: 10 年期国债收益率明显回落.....	15
图 31: 国债收益率曲线小幅下移.....	15

图 32: 理财产品收益率走势分化.....	15
图 33: 3 个月理财产品收益率环比下降.....	15
图 34: 杠杆资金持续流入.....	16
图 35: 融资买入额环比小幅回落.....	16
图 36: 北向资金继续流入.....	16
图 37: 机构资金流入规模小幅增加.....	16
图 38: IPO 与再融资新增规模环比上升.....	17
图 39: 限售股解禁规模环比上升.....	17
图 40: 重要股东净减持规模环小幅下降.....	17
图 41: 人民币对美元贬值压力缓解.....	18
图 42: 美元指数继续小幅回升.....	18
图 43: 10 年期美债收益率大幅下行.....	19
图 44: 中美利差环比上行.....	19
图 45: 10 年期德国国债利率下行.....	19
图 46: 10 年期日本国债利率下行.....	19
表 1: 本周美国重要政策新闻回顾.....	18

1. 压降结构性存款对债市影响有限

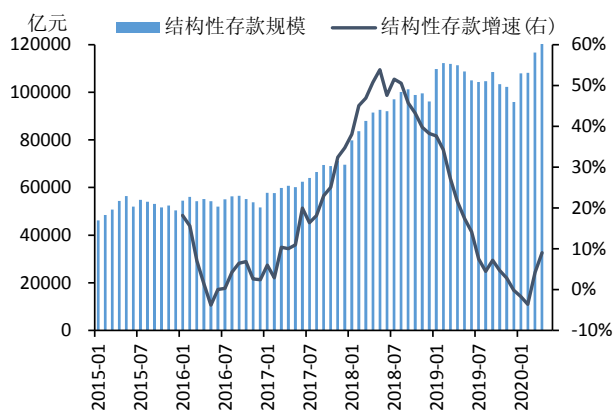
1.1. 出台背景：打击资金套利

本轮结构性存款的扩张起于 2017 年底。2017 年 11 月，“资管新规”征求意见稿发布，保本理财有望被取消，结构性存款作为表内理财的替代品逐渐受到重视；2018 年，随着“资管新规”落地，结构性存款便开启了爆发式增长之路，2018 年月平均同比增速达到 46%。直到 2019 年 10 月，随着银行通过“假结构”进行变相高息揽储的风险愈加明显，银监会发布了《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》，其主要内容是防止风险、规范产品设计、打击“假结构”和约束银行高息揽储的行为。

今年以来结构性存款再次出现快速扩张，80%的增量由企业部门贡献，中小银行成为本轮扩容的主力。截至今年 4 月，结构性存款规模达 12.14 万亿，来自中小银行的为 7.91 万亿（占比 65%），来自大型银行的为 4.23 万亿（占比 35%）。从存款主体来看，个人结构性存款为 4.71 万亿（占比 39%），单位结构性存款为 7.43 万亿（占比 61%）。1-4 月，结构性存款新增 2.54 万亿，其中仅企业部门就贡献 2 万亿增量。同时，中小银行也成为本轮结构性存款的扩张主力，贡献 68%的增量，1-4 月新增 1.72 万亿。而大型银行仅贡献 32.21%，1-4 月新增 0.82 万亿。

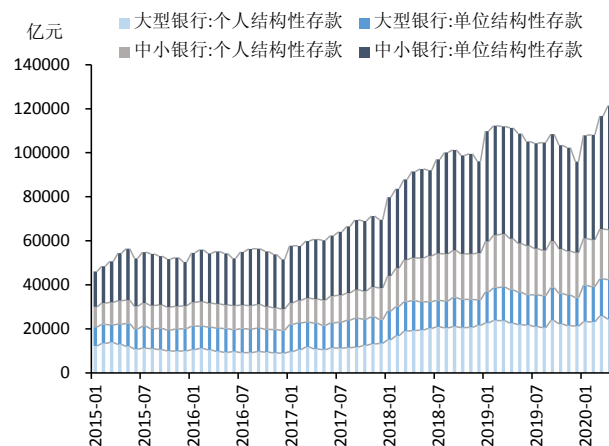
一直以来，结构性存款都是中小银行用来高息揽储的工具，近年来结构性存款在中小银行一般性存款中的占比保持在 9%-10%。2019 年 1 月最高达到 10.7%，经历 2019 年打击“假结构”事件后，2019 年 12 月回落至 8.2%，今年 4 月又一次回升至 9.8%。同时，在单位存款中，结构性存款也一直保持较高比重，2020 年 4 月为 8.9%，而在个人存款中，这一比重仅为 5.7%。

图 1：结构性存款规模和增速



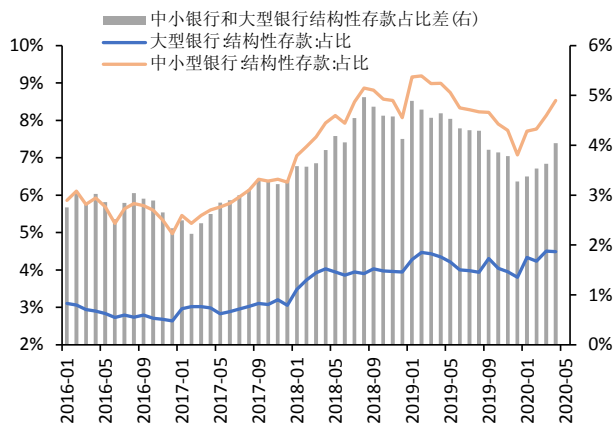
数据来源：东北证券，Wind

图 2：结构性存款细分结构



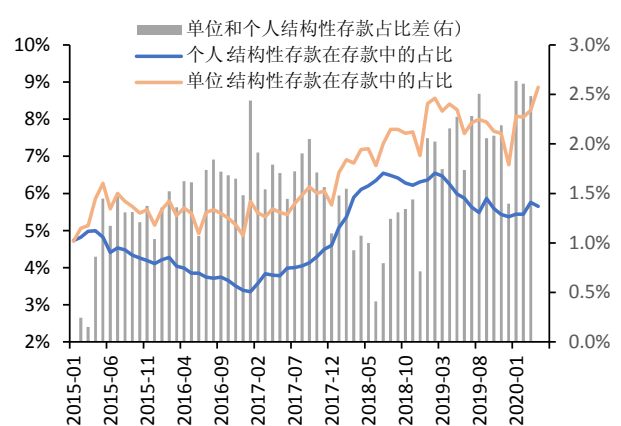
数据来源：东北证券，Wind

图 3: 中小银行一般存款中结构性存款比重较大



数据来源：东北证券，Wind

图 4: 单位结构性存款在其总存款规模的占比较高



数据来源：东北证券，Wind

显然，本轮结构性存款扩张的主因是企业部门在进行套利，通过低息贷款、短融、票据等方式融入低利率资金，再转存至收益率较高的结构性存款或理财产品进行套利。从收益率上来看，今年以来结构性存款的平均最高预期收益率为 5% 左右，高出理财产品收益率 1 个百分点；从套利空间上来看，结构性存款的收益率已经远高于 AA 级以上的短融和中票利率，和 AA-级短融和中票利率接近。具体来看：

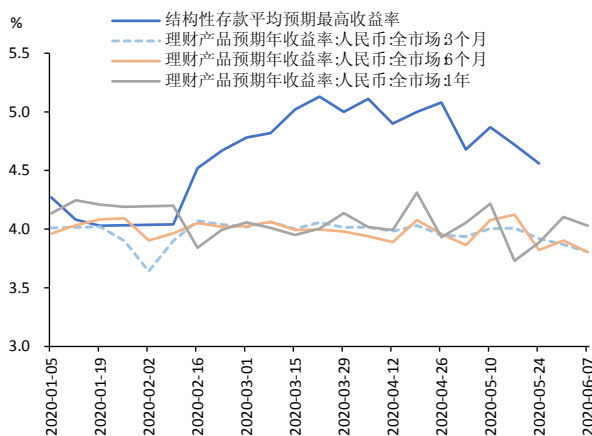
1) 中小微企业通过财政贴息的实际贷款利率约为 1.25%。截至 5 月 31 日，我国运用专项再贷款支持金融机构累计向 7386 家防疫保供重点企业发放优惠贷款 2784.35 亿元，加权平均利率为 2.49%。经财政贴息后，企业实际融资利率约为 1.25%；同时今年下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%。

2) 今年 4-5 月份，1 年期 AAA 级短融和中票到期收益率低至 2% 以下。短融发行规模大幅增加，2 月同比增速达 158.91%，是自 2015 年以来的最大值，3-5 月同比增速也维持在 50% 以上的高位。同时，中票发行规模在 3-5 月均达到 70% 以上的同比增速。同时，新增未贴现银行承兑汇票存量规模也逐步回升。

今年结构性存款的治理主要集中于降低银行的揽储成本，着重打击资金套利情况。

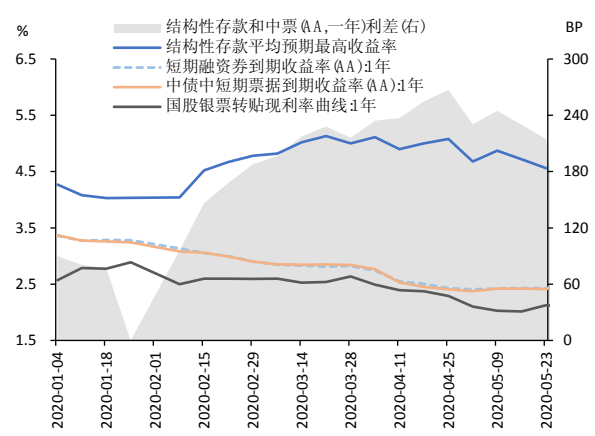
3 月，监管部门将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围，并纳入 MPA 考核。6 月初，银保监会对部分股份制银行进行窗口指导，要求压降结构性存款规模，在 9 月 30 日前压降至年初规模，在 12 月 31 日前压降至年初规模的三分之二。

图 5: 结构性存款收益率高于一般理财产品



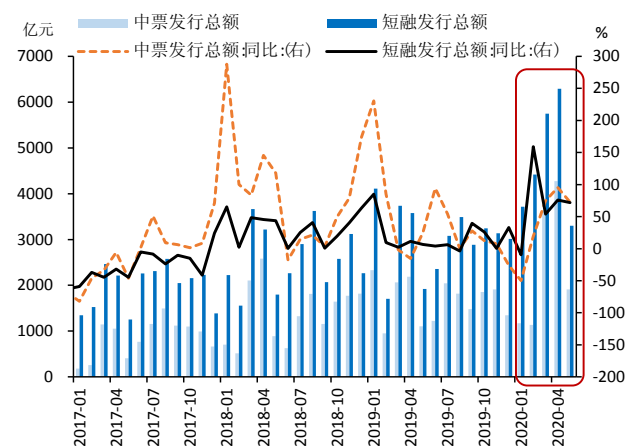
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 结构性存款和融资利率利差较大



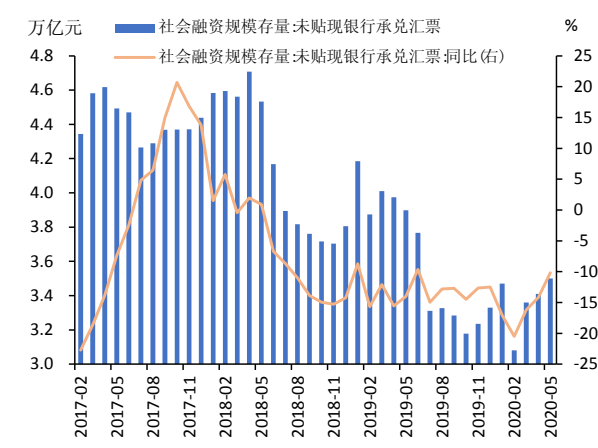
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 短融和中票发行规模同比大幅增加



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 新增未贴现银行承兑汇票规模逐步回升



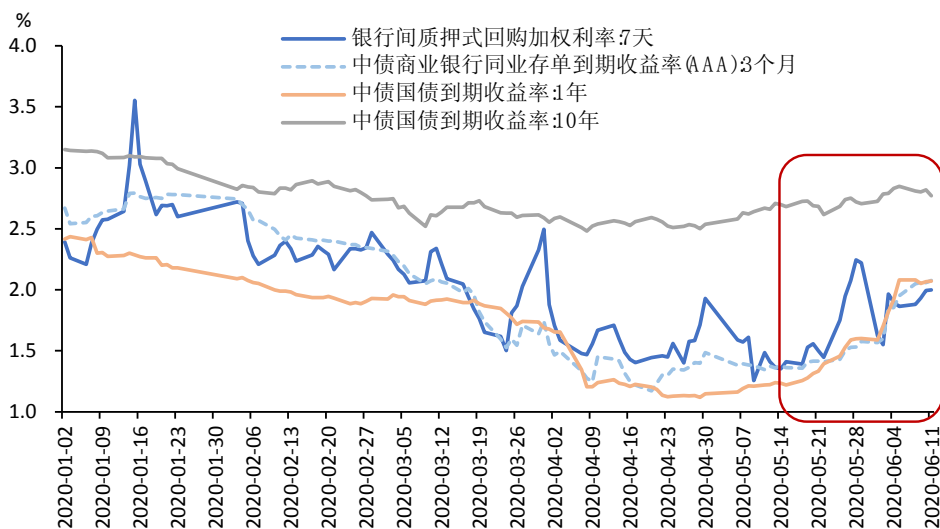
数据来源：东北证券，Wind

1.2. 为什么央行不选择继续抬高资金利率来打击套利？

一是由于通过持续抬升资金面的方式，容易出现错杀情况，导致市场情绪短期恐慌。资金利率若出现长时间抬升，最终仍将会传导至实体融资成本。

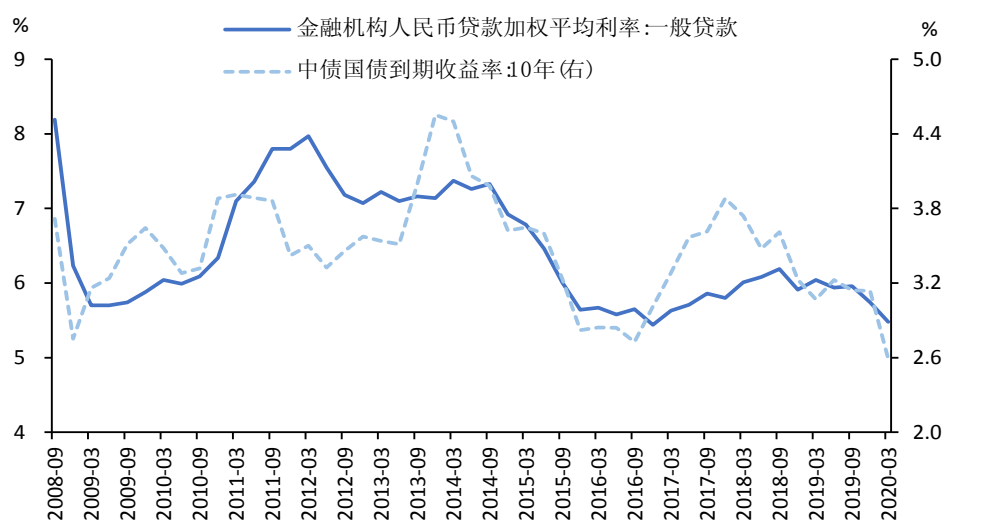
尽管央行前期的低利率环境为套利创造了合意的环境。但自5月下旬以来，流动性出现边际收紧的迹象，债市出现快速下跌。如果资金利率长时间处于收紧的状态，那么实体融资成本自然也会被动抬高。而今年下半年经济主旋律之一仍然是降低实体经济融资成本，显然通过抬高资金利率打击套利并不能达到央行的真正目的。

图 9: 5月下旬以来流动性边际收紧



数据来源：东北证券，Wind

图 10: 10 年期国债收益率领先贷款利率



数据来源: 东北证券, Wind

二是直接针对结构性存款进行窗口指导, 有利于平抑市场的波动性, 央行也可以适当进行流动性呵护, 有利于结构性存款压降实现平稳过渡。如 6 月 12 日起, 为加强预期管理, 促进公开市场操作时间与金融市场运行时间更好衔接, 央行主动调整了公开市场操作时点, 释放出呵护信号。

1.3. 压降结构性存款对债市影响有限

目前结构性存款的发行主体主要为国有大型商业银行、股份制银行以及部分规模较大的城商行 (要求有普通型衍生品交易资质)。而本次扩张则主要以中小银行为主, 目前央行也是针对部分股份制银行进行窗口指导。若假设针对中小银行的结构性存款压降至年初的 2/3, 那么预计本次压降的规模最大为 3.78 万亿。预计结构性存款的压降主要以到期不续, 新发减量的方式。银行可能会进行 3 个月短期的滚动发行以实现平稳过渡和灵活调整。

对于企业和个人而言, 结构性存款压降后, 这部分资金并不会消失, 而是通过其他方式继续留在银行体系, 形成新一轮存款的分布。假设到期结构性存款不续, 那么对于企业和个人来说, 有三种选择:

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4518

