



Research and
Development Center

流动性变局的逻辑 ——基于存差和同业存单的视角

2022年9月8日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

流动性变局的逻辑——基于存差和同业存单的视角

2022年9月8日

- **当前流动性有四大怪现象。**一是资金利率的低点似乎已经过去。4月以来,资金利率持续处于极低水平,8月中旬后一度边际上升。跨月期间资金利率波幅加大,月初再度回归相对低位。二是同业存单利率似乎正在磨底,8月15日央行降息之后,同业存单收益率低位徘徊。三是超储率表现中规中矩,并没有呈现极松状态。今年上半年财政支出力度加大,补充了流动性,但没有使超储率明显上升。四是银行存款明显高于往年,各项存款增速连续6个月回升,1-7月存款增量已超过2019年全年。
- **从存差视角理解流动性宽松。**金融去杠杆后,2022年尤其是4月份以来,存差再次大幅上升。回顾历史可以发现,存差大幅上升往往伴随银行间流动性宽松。其作用机制在于,存差上升能够补充银行的基础货币,还可以全面改善银行流动性监管指标。本轮存差上升对银行的投融资行为产生了显著影响,一级市场上银行对同业负债的依赖减弱,同业存单净融资额较低。二级市场上银行拥有了开展同业投资的更大空间,同业投资增长较快。
- **多项政策工具仍能发挥“补水”作用。**本轮存款高增,企业和住户的贡献最大。住户存款多增系居民储蓄意愿高企的结果,企业存款多增则主要与留抵退税有关。年内留抵退税剩余1400亿,仍能补充流动性。市场重点关注的调增政策性银行信贷额度、开发性金融工具,对银行体系流动性的影响偏中性,但对商业银行流动性有改善作用。此外,下半年央行结构性货币政策工具剩余额度约为1.26万亿,能够在信贷需求修复的过程中,源源不断补充流动性。
- **流动性宽松能够持续多久?**年内银行间流动性趋于向常态水平回归,但收敛斜率较为缓慢,资金面或持续偏松。短期来看,高达5000亿专项债结存限额将在10月底前发行完毕,剩余月份MLF到期量较高,流动性边际收敛斜率或有所上行。中期来看,留抵退税将继续补充流动性,财政支出具有回补效应,8月以来疫情反弹,宽信用回升时点或延后。而即便是信贷需求显著修复,结构货币工具也能够作为缓冲垫,流动性快速收紧的风险不高。
- **在极松流动性环境中,2.8%是上行阻力位。**在宽松流动性环境中,国债收益率一般较低。将宽松流动性环境进一步细分为偏松和极松,历史经验显示,偏松环境下,2.8%是下行阻力位;极松环境下,2.8%是上行阻力位。
- **风险因素:**疫情再度恶化,增量政策推出不及预期,美欧经济衰退。

目录

一、当前流动性的四大怪现象.....	4
二、从存差视角理解流动性宽松.....	7
2.1 自金融去杠杆以来，存差大幅上升现象再次出现.....	7
2.2 存差影响银行流动性的作用机制.....	11
2.3 存差上升对同业投融资的影响.....	12
三、流动性宽松的持续性.....	14
3.1 存款增长较快的来源.....	14
3.2 增值税留抵退税历史变迁.....	17
3.3 流动性展望.....	19
四、资产配置含义.....	22
风险因素.....	23

图目录

图 1: 资金利率的低点似乎已经过去.....	4
图 2: 同业存单利率似乎正在磨底.....	5
图 3: 超储率表现中规中矩，并没有呈现极松状态.....	5
图 4: 今年 1-7 月财政支出力度加大.....	6
图 5: 今年 1-7 月新增存款明显高于往年.....	6
图 6: 7 月 M2 增速高达 12%，M1 增速也呈现上升势头.....	7
图 7: 存差大幅上升现象再次出现.....	7
图 8: 2001-2011 年外汇占款快速上升，央行发行央票回笼流动性.....	8
图 9: 外汇占款推升存差的实务过程.....	8
图 10: 2012-2016 年间金融同业业务迅速扩张.....	9
图 11: 金融同业业务和购买政府债推升存差的实务过程.....	10
图 12: 2021 年下半年以来对政府债权增长较快.....	10
图 13: 2021 年下半年以来专项债发行节奏明显加快.....	11
图 14: 存差大幅上升往往伴随银行间流动性宽松.....	11
图 15: 商业银行流动性监管指标.....	12
图 16: 流动性监管指标中一般性存款和同业负债的计量差异.....	12
图 17: 2021 年下半年以来，多数银行流动性覆盖率明显改善.....	12
图 18: 2022 年以来同业存单净融资额较低.....	13
图 19: 2022 年以来银行同业投资增长较快.....	13
图 20: 同业债权增速与 DR007 有较好拟合度.....	14
图 21: 同业债权增速与同业存单收益率有较好拟合度.....	14
图 22: 相比本轮疫情前，住户存款和企业存款表现较好.....	15
图 23: 近几个月，住户存款明显同比多增.....	15
图 24: 近几个月，企业存款同比多增更加明显.....	16
图 25: 居民储蓄意愿创历史新高.....	16
图 26: 截至 8 月 15 日，已退付留抵退税 21364 亿元.....	17
图 27: 增值税留抵退税历史变迁.....	17
图 28: 增值税留抵退税重要政策文件一览.....	18
图 29: 年内还有留抵退税 1400 亿元的影响.....	19
图 30: 政策性银行发放贷款 8000 亿的影响.....	19
图 31: 商业银行承销政策性金融债 1000 亿的影响.....	20
图 32: 央行运用结构性货币政策工具的影响.....	20
图 33: 结构性货币政策工具情况表（截至 2022 年 6 月末）.....	21
图 34: 2020 年以来央行不断强化对结构性货币政策工具的使用.....	21
图 35: 在宽松流动性环境中，国债收益率一般较低.....	22
图 36: 在极松流动性环境中，2.8%是上行阻力位.....	23

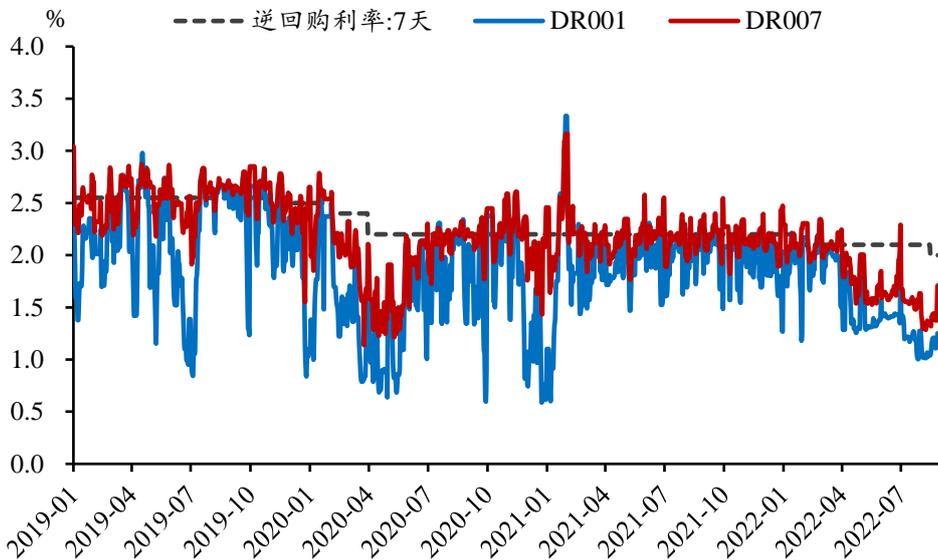
一、当前流动性的四大怪现象

怪现象之一：资金利率的低点似乎已经过去。

4月份以来，资金利率持续处于极低水平。今年1-3月，央行降息后国内政策进入一段酝酿期，期间DR007围绕7天逆回购利率波动，二者中枢基本持平。随后海外形势逐渐明朗，美联储确认开启紧缩周期，国内政策在两会定调的基础上开始落地，包括4月15日央行降准、推出4400亿元再贷款工具、上缴结存利润等。财政则是明确了全年专项债限额以及“靠前发力”的支出节奏，实施大规模留抵退税等举措。积极的财政与货币政策投放了足量基础货币，银行间流动性由偏松转为极松，进入4月份后，DR007持续低于7天逆回购利率。与此同时，DR001中枢也明显下降。

8月中旬之后，资金利率一度边际上升。7月下旬央行多次OMO缩量操作，8月以来连续采取20亿元的低额投放，均未引发资金利率上行。但8月15日央行降息后资金利率反而有所上行，尤其跨月期间资金利率波幅加大，7天逆回购利率较DR007差值一度收窄至28bp，较DR001差值一度收窄至52bp，双双创下7月初以来新低。9月初以来，资金利率再次回归相对低位。

图 1：资金利率的低点似乎已经过去

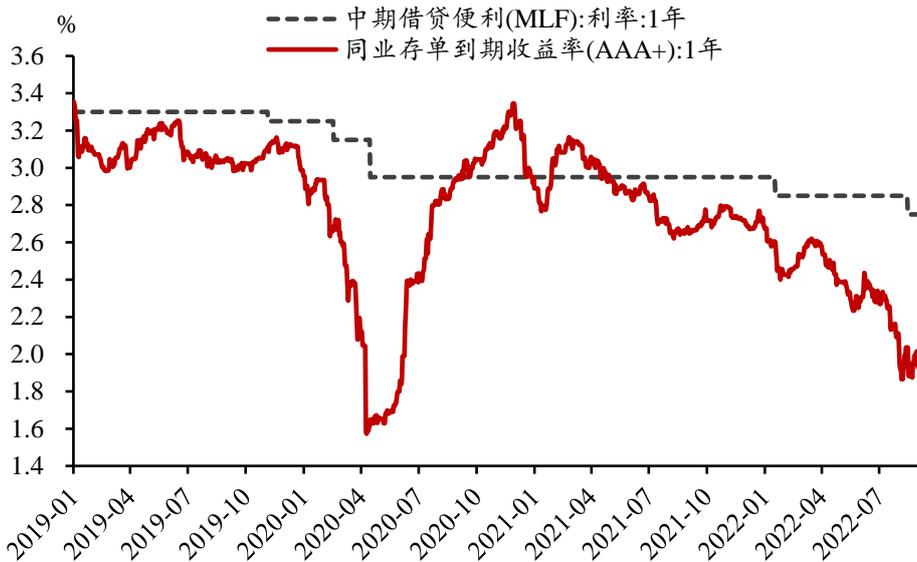


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

怪现象之二：同业存单利率似乎正在磨底。

同业存单利率前期持续低于MLF利率。按照央行一贯的调控框架，MLF利率为中期市场利率中枢，同业存单利率应围绕MLF利率波动，但过去一段时间，这一框架似乎已出现较长时间失灵。2021年5月至2022年3月，同业存单利率持续位于MLF利率下方，偏离幅度基本保持在30bp以内。4月份起同业存单利率开启一波下行，较MLF利率差值大幅走阔，8月初一度接近100bp。

同业存单利率似乎正在磨底。8月15日央行降息之后，同业存单收益率最低降至1.88%，随后回归至2%附近，仍然处在低位。

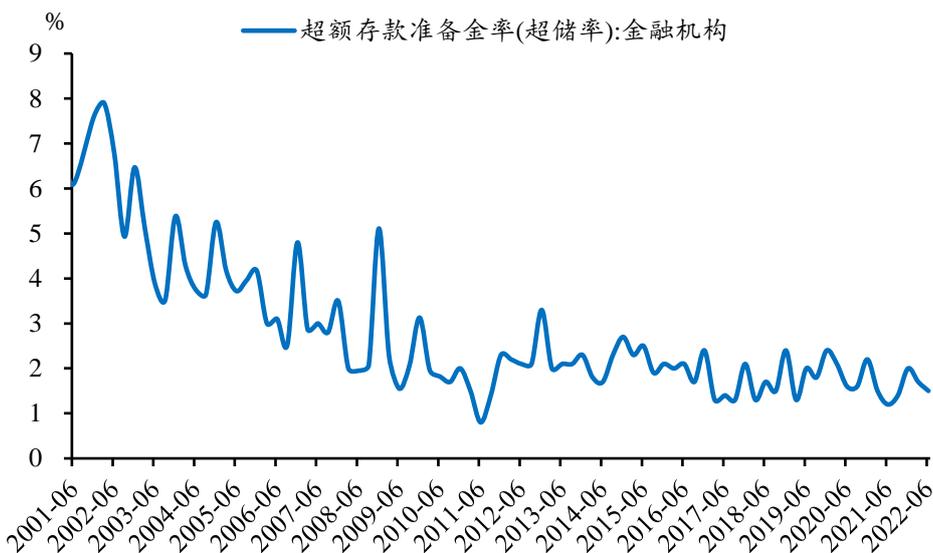
图 2：同业存单利率似乎正在磨底


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

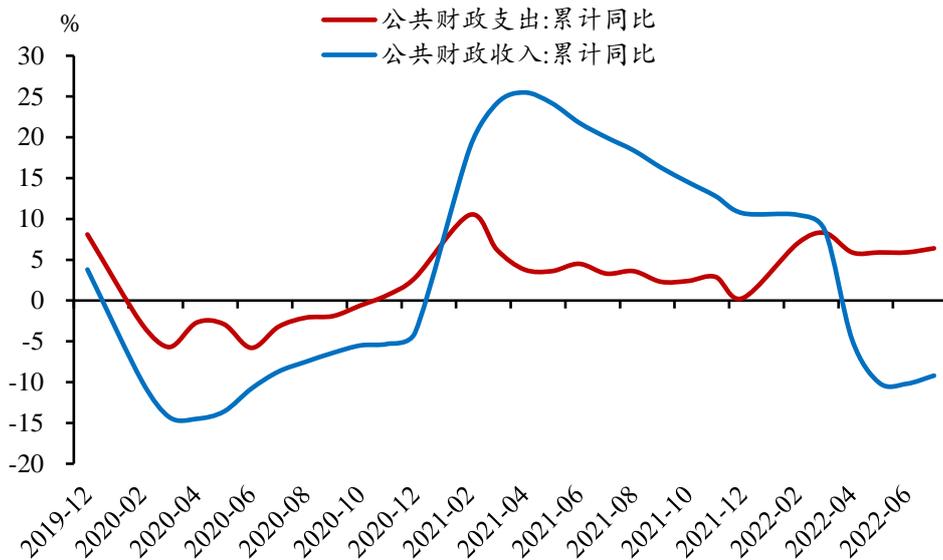
怪现象之三：超储率表现中规中矩，并没有呈现极松状态。

过去几年，超储率一般维持在 1.1%-2.4% 的区间。最紧时为 1.1%，最松时为 2.4%。今年一季度超储率为 1.7%，高于往年季节性，反映出流动性偏松。二季度为 1.5%，表现中规中矩，既不极松，也不极紧，与资金面所反映出的“流动性极松”相背离。

财政支出力度加大，有助于改善流动性，提高超储率。不仅是资金面，超储率对政策大规模投放基础货币的反映似乎也较为有限。今年 1-7 月，全国一般公共预算支出累计增速为 6.4%，收入累计增速为 -9.2%，财政存款同比少增 5483 亿元。从流动性补充机制上看，财政支出力度加大，存款向居民、企业部门转移，对于银行间流动性是净补充。但从结果上看，超储率并未明显上升。

图 3：超储率表现中规中矩，并没有呈现极松状态


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

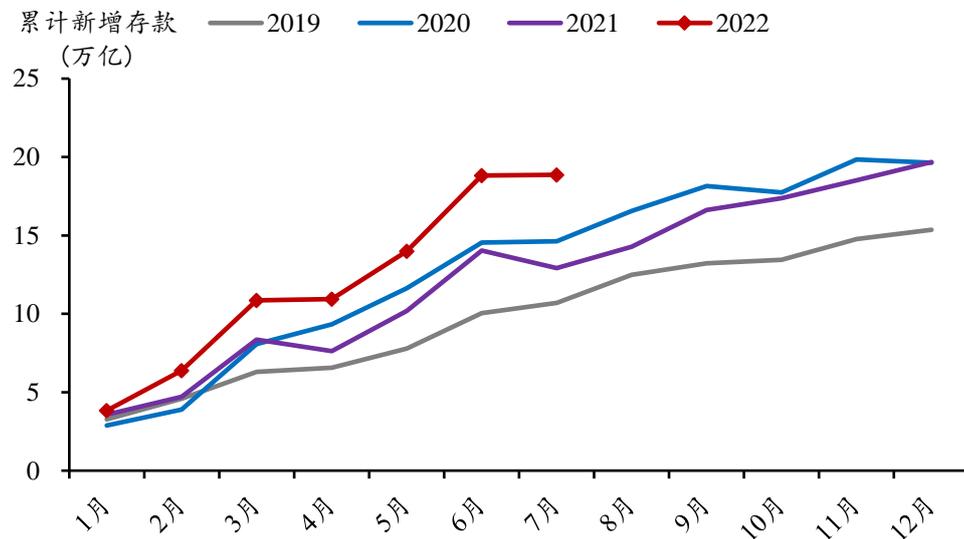
图 4：今年 1-7 月财政支出力度加大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

怪现象之四：银行存款明显高于往年。

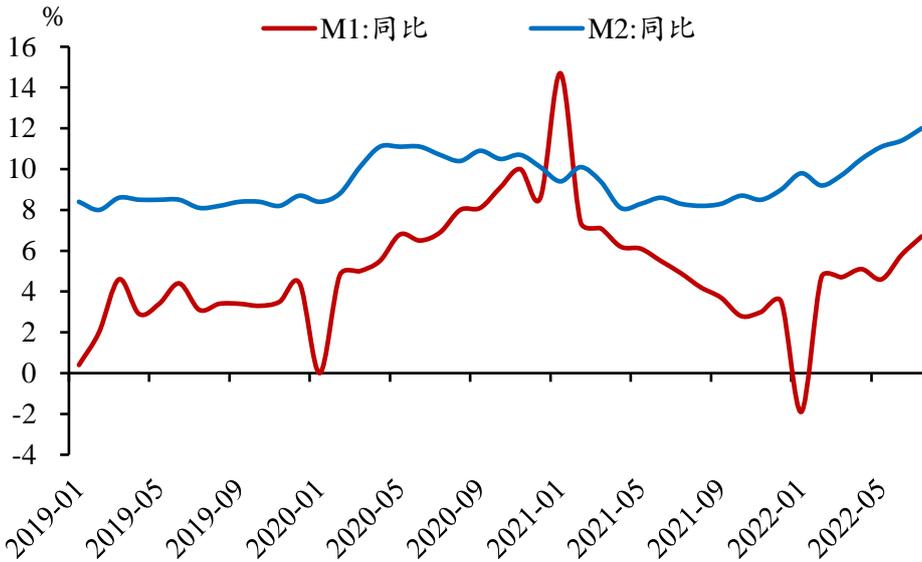
存款增速一路上升。截至 2022 年 7 月末，金融机构各项存款增速为 11.4%，连续 6 个月回升，比去年末提高 2.1 个百分点。7 月 M2 增速更是高达 12%，创下 2016 年以来最高。不仅如此，M1 也展现出上升势头，7 月增速录得 6.7%，连续 3 个月回升，似乎显示出资金活跃度有所回暖。

新增存款明显高于往年。今年 1-7 月，金融机构累计新增人民币存款 18.9 万亿，同比多增 6.0 万亿。疫情前的 2019 年，全年新增存款为 15.4 万亿，今年上半年增量已超过 2019 年全年增量。

图 5：今年 1-7 月新增存款明显高于往年


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：7 月 M2 增速高达 12%，M1 增速也呈现上升势头



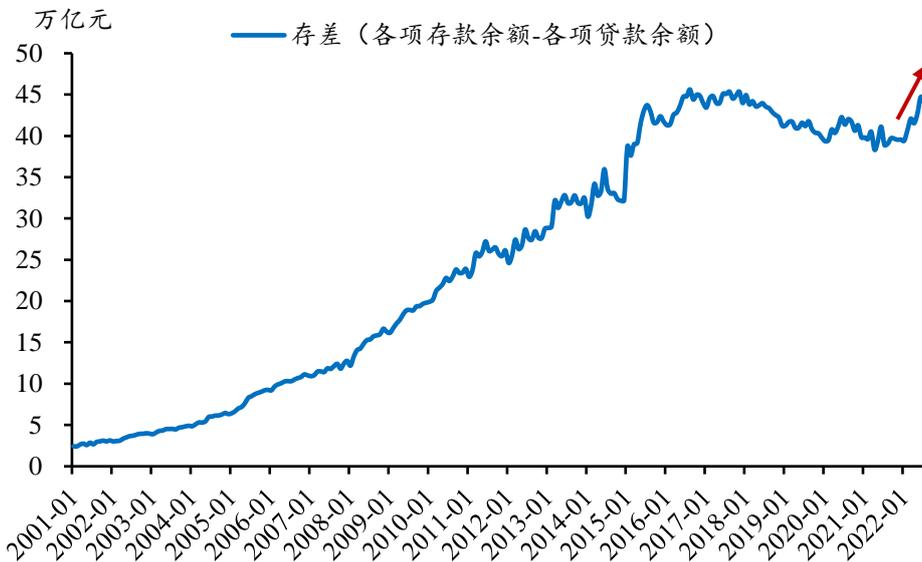
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、从存差视角理解流动性宽松

2.1 自金融去杠杆以来，存差大幅上升现象再次出现

存差一般是指金融机构存款余额减去贷款余额的差额。国际金融危机之前，存差经历过一个持续增长的阶段，2005Q4、2007Q1 货币政策执行报告均对存差做过专门论述。存差于 2016 年 8 月达到历史高点，金融去杠杆开启后，存差趋势性下降。然而，值得注意的是，2022 年以来尤其是 4 月份以来，存差再次大幅上升。

图 7：存差大幅上升现象再次出现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

虽然存差的表达式中包含贷款余额，但存差变化与贷款数量的变化无关。根据贷款创造存款的原理，为客户提供贷款的同时也为其提供了相等数量的存款，银行资产方的贷款和负债方的存款同时增长，从而实现借贷相等。因此，贷款数量的多增与少增，会引起存款数量的相同变化，不影响存贷差额。

历史上存差走势分化背后的原因各不相同，分阶段来看：

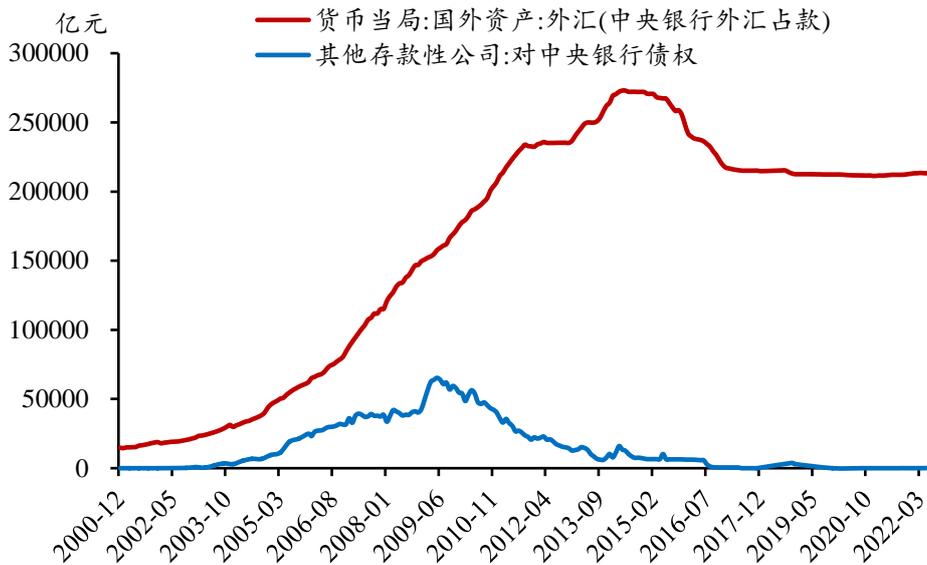
1、2001-2011年：外汇占款是存差形成的最主要原因

2001年中国加入世贸组织后，出口成为驱动经济增长的关键引擎，外汇占款开始快速上升。从银行的角度看，外汇占款是央行投放基础货币的重要渠道，出口企业取得外汇后向银行结汇换取人民币，银行资产方外汇增加、负债方存款增加；银行再向央行结汇时，仅资产方结构调整，外汇资产减少、存放央行款项增加，在这一过程中银行获得了本币流动性，形成了央行口径下的外汇占款。在外汇占款上升最快的时期，央行曾通过发行央票的方式来回笼流动性，对应银行资产方的“对央行债权”项，银行购买央票也仅调整资产结构（示例参见图9）。

整合上述环节，银行负债方存款增加，资产方贷款不变，存差上升。

2011年四季度起，随着中国经济增长动能向地产和基建转轨，外汇占款增长放缓。2015年下半年外汇占款开始回落，中途仅2013-2014年初对存差扩大有所贡献，2017年至今外汇占款基本保持稳定。

图 8：2001-2011年外汇占款快速上升，央行发行央票回笼流动性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：外汇占款推升存差的实务过程

商业银行资产负债表 (居民企业向银行结汇)	
资产	负债
外汇资产+1000亿 贷款(不变)	企业、居民存款+1000亿
商业银行资产负债表	

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_45904



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>