



结构性存款：过去、现在和未来

■ 2018 年以来，在“资管新规”的正式施行和经济下行压力加大的背景下，结构性存款开始快速增长。一方面，结构性存款在“资管新规”后承接了部分表内理财；另一方面，经济下行压力下银行揽储难度加大，银行利用结构性存款突破受行业自律机制约束的普通存款利率上限，实现“变相高息揽储”。但以假结构性存款为代表的违规问题随之浮现。特别是 2019 年初，结构性存款收益与票据贴现利率倒挂，并一度沦为套利工具，再度引发监管关注。

■ 结构性存款能有效缓解中小银行的负债端压力。从供给端看，中小银行是我国结构性存款的主要发行主体，原因在于中小银行负债端吸储压力相对更大，且获取流动性的渠道偏窄。在“资管新规”出台后，中小银行负债端结构性存款的数量和占比的提升速度显著高于大型银行。在需求侧，企业客户对结构性存款的接受度相对更高。

■ 结构性存款的监管实际上始于 2004 年，经历了“分散于各类监管办法”到“专门统筹性文件出台”的历程。2019 年 10 月 18 日，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》，是我国结构性存款发展的里程碑事件。利率市场化背景下，借鉴日本和中国台湾的教训，需从资产和负债两端同时考虑利率问题的重要性。而《通知》将有助于缓解商业银行负债端资金成本压力，从而为资产端贷款利率下行打开一定空间。

■ 结构性存款将往何处去？短期来看，总量上，对银行负债端的冲击较为有限，结构性存款业务在 2018 年理财新规后就步入了规范通道，此次《通知》的落地也基本符合市场预期，且结构性存款在存款总额中的比重较低（截至 2019 年 10 月末为 5.9%）。但结构上，或将冲击中小银行流动性，部分结构性存款或将由资质不达标的中小行流向资质合规的大行或其他中小行，需关注流动性分层风险及其对实体信用扩张的不利影响。中期来看，结构性存款产品的规模或面临压制：一是经济下行叠加“降成本”目标，将导致结构性存款收益趋势性下行，商业银行发展这一业务的动力或将减弱；二是刚兑预期较强的个人客户能否接受结构性存款的转型尚为未知数。长期来看，结构性产品设计相对灵活，可满足投资者多样化的投资需求，有望成为商业银行的新兴利润增长点。借鉴国际经验，随着外部监管制度的日益规范，我国的正规结构性产品未来仍具有广阔的发展前景。

谭卓

经济研究所主管

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

杨薛融

宏观研究员

☎：0755-22699005

✉：yangxuerong@cmbchina.com

目录

一、结构性存款的前世今生	1
（一）定义：存款+期权	1
（二）兴起：保本理财的替代品	2
（三）作用：缓解中小银行的负债端压力	3
二、结构性存款监管	4
（一）《通知》：结构性存款最新监管框架	4
1. 彻底杜绝假结构性存款	4
2. 部分资质不达标的银行未来业务开展将受到限制	4
3. 资本充足水平将成为可发行的结构性存款规模的上限	4
4. 其他：合规要求与过渡期	5
（二）《通知》影响：利率市场化背景下，央行多措并举“降成本”	5
三、结构性存款何处去？	7
（一）短期：监管环境平稳过渡，关注流动性分层风险	7
1. 总量：影响有限	7
2. 结构：冲击中小银行流动性	7
（二）中期：中期产品规模或面临压降	8
（三）长期：发展前景仍可期	9

图目录

图 1：结构性存款收益由固定收益和投资收益组成.....	1
图 2：金融机构票据融资利率.....	2
图 3：结构性存款余额及其构成.....	2
图 4：结构性存款占存款总额的比重.....	3
图 5：结构性存款余额的构成.....	3
图 6：商业银行资本充足率对比.....	5
图 7：贷款利率下降幅度有限.....	6
图 8：LPR 与贷款基准利率.....	6
图 9：商业银行总资产增速.....	8
图 10：大型银行与中小行的同业存单发行利差.....	8
图 11：3 个月中债商业银行同业存单到期收益率.....	8
图 12：全国性中资中小银行资金运用情况.....	8
图 13：我国居民在投资理财时的各考量因素比重.....	9



结构性存款在我国已有十余年的发展历史。2018 年之前，结构性存款的增速相对平缓，2018 年后，伴随“资管新规”落地，结构性存款迎来了一轮爆发式增长，2018 年多数月份的增速均位于 45% 以上。截至 2019 年 10 月末，结构性存款的余额已达到 10.3 万亿。今年以来，结构性存款收益与票据贴现利率倒挂，并一度沦为套利工具，再度引发监管关注。同时，在利率市场化过程中，借鉴日本和中国台湾的教训，需从资产和负债两端同时考虑利率问题的重要性，资产端降成本也需负债端同步降成本的配合。

事实上，商业银行开展结构性存款业务并非无法可依，针对结构性存款的监管最早可追溯至 2004 年的《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》，该办法为结构性存款挂钩的衍生品交易部分给出了规范和指引。此后，部分法规政策也对结构性存款有所涉及，包括发行机构管理、衍生品交易管理、销售管理、投资者适当性管理、信息披露等方面，但各方的监管要求相对分散，缺乏针对性和统筹性。在此背景之下，10 月 18 日，银保监会发布《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》（下文简称《通知》），未来结构性存款业务的开展需全面符合通知的规范，旨在彻底杜绝假结构性存款，防范风险、保护投资者合法权益。

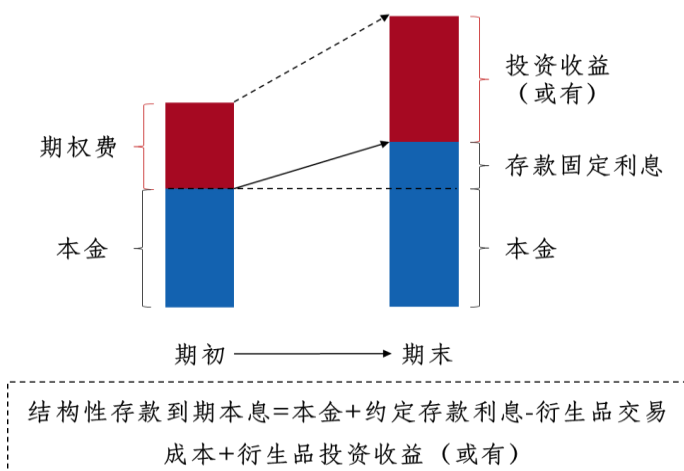
什么是结构性存款？结构性存款在我国的发展有哪些经验和教训？新规出台会产生哪些影响，结构性存款将何去何从？本文将就此展开专题分析。

一、结构性存款的前世今生

（一）定义：存款+期权

结构性存款是指商业银行吸收的嵌入金融衍生产品的存款，通过与利率、汇率、指数等的波动挂钩或者与某实体的信用情况挂钩，使存款人在承担一定风险的基础上获得相应的收益。

图 1：结构性存款收益由固定收益和投资收益组成



资料来源：招商银行研究院



简单来说，结构性存款是存款与期权的组合。其收益包括两部分，一是存款产生的固定收益，二是与标的资产价格波动挂钩的投资收益。从商业银行经营的角度而言，结构性存款的本质是存款，需要纳入表内核算，缴纳存款准备金和存款保险保费，并计提资本和拨备。结构性存款涉及衍生品，也需要建立包括产品准入管理、风险管理与内部控制、销售管理、投资管理、估值核算和信息披露等的业务管理制度。

（二）兴起：保本理财的替代品

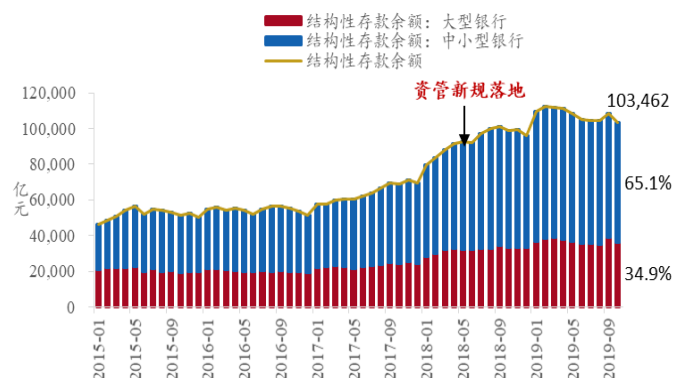
结构性存款诞生于 2002 年，外资银行发行了首款此类产品，中资银行随后也相继推出结构性存款产品。但结构性存款此后的发展一直不温不火，直至 2018 年才在“资管新规”的正式施行和经济下行压力加大的背景下开始快速增长。一方面，“资管新规”禁止商业银行发行保本理财产品，结构性存款可作为表内理财的替代品；另一方面，经济下行压力加大使得银行揽储压力增加，而普通存款利率的上限仍受行业自律机制约束，银行利用结构性存款产品突破这一上限，实现“变相高息揽储”。

图 1：金融机构票据融资利率



资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 2：结构性存款余额及其构成



资料来源：Wind, 招商银行研究院

备注：大型银行指本外币资产总量大于等于 2 万亿元的银行（以 2008 年末各金融机构本外币资产总额为参考标准），包括工行、建行、农行、中行、国开行、交行和邮政储蓄银行。中小型银行指本外币资产总量小于 2 万亿元的银行。

但结构性存款的产品运作管理不规范、误导销售、违规展业等问题也随之浮现。其中最具有代表性的是“假结构性存款”问题，一是结构性存款并未嵌入金融衍生品，或内嵌的金融衍生产品无真实的交易对手和交易行为；二是针对衍生品设置触发概率极低的行权条件，且设定较高的保底收益。特别是 2019 年初，偏宽松的货币政策使得银行间市场利率不断下降，与其紧密相关的票据融资利率显著下降，结构性存款收益与票据贴现利率出现倒挂。部分企业以票据贴现获取资金，再购买高收益率结构性存款实现套利，结构性存款因此再度迎来高增。



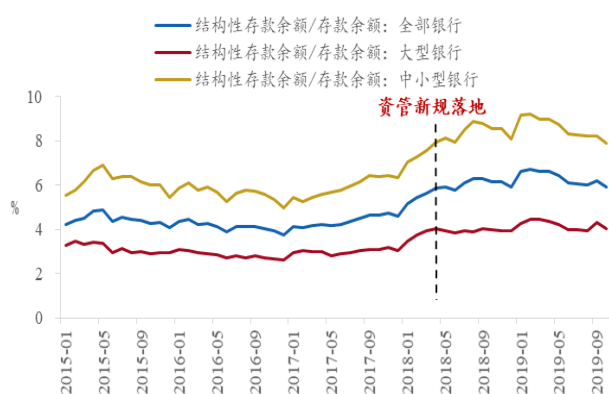
（三）作用：缓解中小银行的负债端压力

从供给端看，中小银行是我国结构性存款的主要发行主体，原因在于中小银行负债端吸储压力相对大行更高，且获取流动性的渠道偏窄。截至 2019 年 10 月末，中小银行结构性存款余额占结构性存款总余额的比例为 65.1%，远高于大型银行的 34.9%，也显著高于中小银行总存款占全部银行总存款的比例 48.8%。

从中小银行负债端的构成看，结构性存款占其存款总额的比例为 7.9%，远高于大型银行的 4.0%，且在“资管新规”出台后，中小银行负债端结构性存款的数量和占比的提升速度显著高于大型银行。

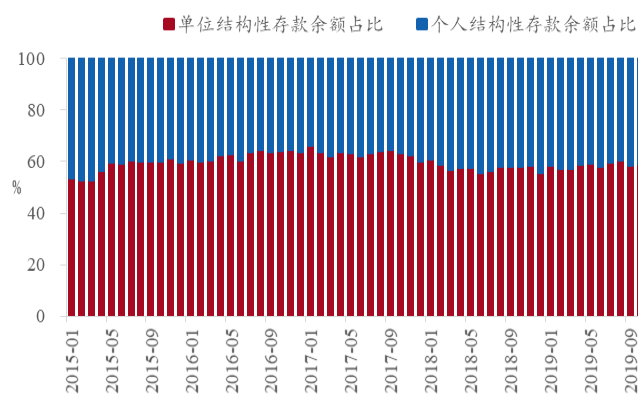
在需求侧，企业客户对结构性存款的接受度相对更高，截至 2019 年 10 月末，单位结构性存款占比近六成（59%）。

图 4：结构性存款占存款总额的比重



资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 5：结构性存款余额的构成



资料来源：Wind, 招商银行研究院



二、结构性存款监管

（一）《通知》：结构性存款最新监管框架

今年 10 月 18 日，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》，是我国结构性存款发展的里程碑事件。《通知》发布之前，关于结构性存款的各类监管要求多见于理财业务管理办法中，但缺乏专门的针对管理办法，导致结构性存款与理财的界限较为模糊，法律地位不清晰。《通知》在大体保持了现行监管政策延续性的基础上，对目前较为零散的监管规定进行了系统性梳理。其主要内容包括：

1. 彻底杜绝假结构性存款

《通知》要求商业银行“科学审慎设计结构性存款，不得发行收益与实际承担风险不相匹配的结构性存款”，同时，衍生品业务需“具有真实的交易对手和交易行为”。不合规的“假”结构性存款规模将面临持续压降。

2. 部分资质不达标的银行未来业务开展将受到限制

2004 年的《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》首次为结构性存款挂钩的衍生品交易部分给出了规范和指引，此后，2011 年的《中国银行业监督管理委员会关于修改〈金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法〉的决定》进一步区分了银行开办衍生产品交易业务的两类资格，其中，基础类资格只能从事套期保值类交易，普通类资格在基础类资格之外还可从事非套期保值类交易。2018 年的“理财新规”对商业银行发行结构性存款究竟应具备哪种资格的表述依然较为模糊。

本次《通知》进一步明确发行机构“应具备普通类衍生产品交易业务资格”。根据零售金融新视角的不完全统计，目前具有金融衍生品交易业务资质的银行有 140 家，其中，高达 78 家银行具备的是 2011 年前的老资格，即未区分基础类和普通类衍生品资格，另 16 家具备的是基础类资格，因此，需完成资格升级后才能开展业务的银行占比高达 67%。

此规定对中小银行的冲击相对较大。一方面，理财新规后以基础类资格开展业务的中小行需逐步压降其规模，而申请普通类衍生品资格还需满足具有衍生品交易的 IT 系统和风控体系、5 年以上直接衍生品交易资历的主管人员、严格的业务分离制度等要求，尚待时间积累与资源投入。另一方面，不具备资格的中小行借道大中型银行发行结构性存款的现象将难以为继。

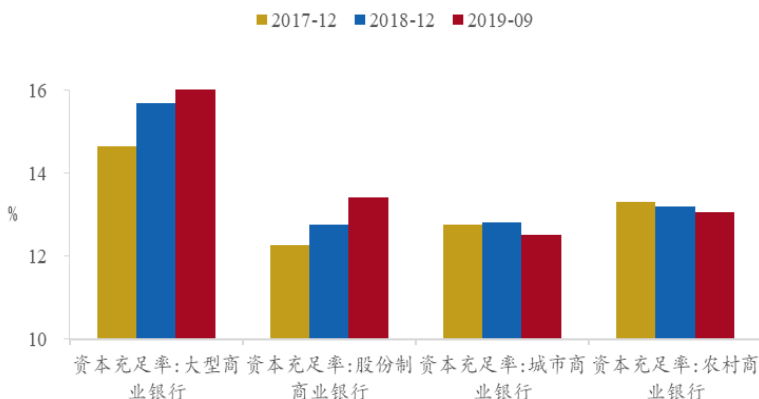
3. 资本充足水平将成为可发行的结构性存款规模的上限

对于会计处理方面，《关于 2014 年银行理财业务监管工作的指导意见》要求将结构性存款的保本部分纳入银行自身资产负债表核算。2018 年的“理财新规”明确结构性存款需按照存款管理，满足存款准备金、存款保险保费、资本、拨备等要求。《通知》进一步要求衍生品业务需满足资本监管、杠杆率



管理、流动性风险管理的相关要求，并明确规定“市场风险资本不得超过银行一级资本的 3%”。

图 6：商业银行资本充足率对比



资料来源：Wind, 招商银行研究院

这一规定也将主要影响资本基础相对薄弱的中小银行。中小银行由于补充资本的渠道相对较窄，叠加表外回表消耗资本，资本充足率显著低于大型银行。截至 2019 年三季度末，城商行和农商行的资本充足率分别为 12.5% 和 13.1%，远低于五大行的 16.2%。考虑到中小行实际是发行结构性存款的主体，对于资本压力较大的中小行而言，一级资本水平将制约其结构性存款的规模。

4. 其他：合规要求与过渡期

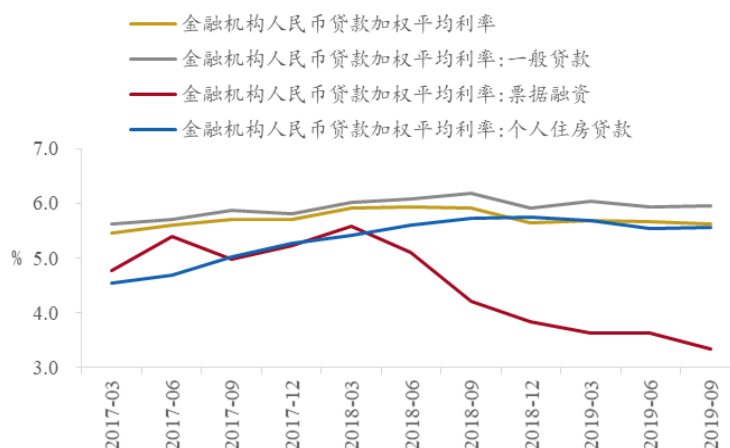
一是《通知》要求结构性存款遵循与资管产品基本相同的销售要求，这与之前 2018 年的“理财新规”的监管要求一致，也延续了 2011 年《商业银行理财产品销售管理办法》中“结构性存款的销售要求参照非保本理财产品”的规定。二是进一步强化对投资者合法权益的保护，确保合规销售、加强信息披露。三是按照“新老划断”的原则设置 12 个月的过渡期。过渡期内仍可发行老结构性存款，并对存量有序地压缩递减，过渡期后则仅可发行合规的结构性存款。

（二）《通知》影响：利率市场化背景下，央行多措并举“降成本”

贷款端“降成本”一直是今年货币政策的工作重点，然而三季度末的一般贷款加权平均利率为 5.62%，仅较一季度末的 5.69% 下降 7bp。这其中固然有中长期贷款占比上升的原因：三季度新增人民币贷款内新增中长期贷款的占比为 69.44%，较一季度的 68.03% 上升 1.4 个百分点。但由于经济下行压力仍大，降低企业融资成本仍迫在眉睫，需进一步打破银行通过协同行为设定的贷款利率隐性下限。



图 7：贷款利率下降幅度有限

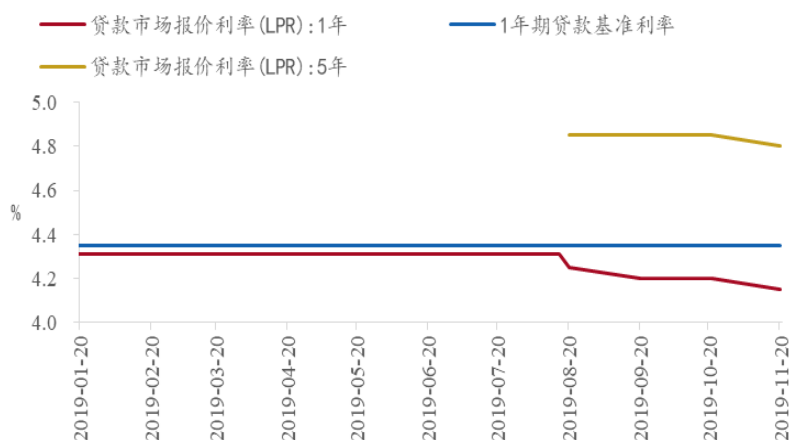


资料来源：Wind, 招商银行研究院

为配合贷款利率的下行，存款端利率也需相应下降，从而避免商业银行的经营空间受到过度压缩。借鉴日本和中国台湾的经验教训，利率市场化曾导致商业银行的价格竞争加剧、利差收窄以及资产质量压力加大，最终众多中小银行以倒闭收场。因此，保持负债端成本的稳定对于“降成本”有重要意义。

《通知》将有助于缓解商业银行负债端资金成本压力，从而为资产端贷款利率下行打开一定空间。8 月 17 日，央行改革完善 LPR 形成机制，改革后的 LPR 在 MLF 操作利率的基础上加点报价，加点幅度主要取决于银行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。而此次规范结构性存款业务，有助于规范揽储秩序，降低银行资金成本，从而为未来压缩报价的“加点”部分打开空间。结合 11 月 5 日央行下调 MLF 利率 5bp，两举均有助于进一步降低实体经济融资成本。此外，市场利率定价自律机制的作用不可或缺，以防止存款的过度竞争，维护公平定价秩序。

图 8：LPR 与贷款基准利率



资料来源：Wind, 招商银行研究院



三、结构性存款何处去？

（一）短期：监管环境平稳过渡，关注流动性分层风险

1. 总量：影响有限

实际上，结构性存款业务在 2018 年理财新规后就步入了规范的通道，此次《通知》的落地也基本符合市场预期，对银行负债端的冲击较为有限。

一方面，本次对结构性存款业务的规范倾向于督促现行监管规则的落实，而并未提出更严格的监管要求，且给出了 12 个月的过渡期，有助于促进业务调整实现平稳过渡。

另一方面，从负债端构成来看，截至 2019 年 10 月末，全部中资银行的结构性存款总额为 10.3 万亿元，占存款总额的比重仅为 5.9%，结构性存款的边际调整对负债端存款的影响总体上将较为有限。

2. 结构：冲击中小银行流动性

商业银行体系内部，部分结构性存款或将由资质不达标的中小行流向资质合规的大行或其他中小行。由于中小银行对结构性存款的依赖度远高于大型银行，中小行负债端面临的短期收缩压力相对更大。而针对包括产品、风控、销售、投资、估值和信息披露等的业务体系的全面升级改造非一日之功。

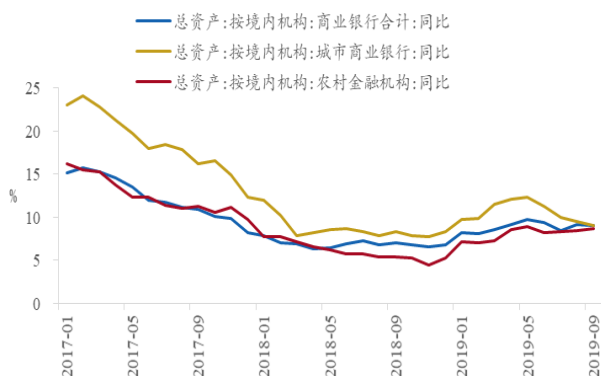
5 月包商银行事件后，市场风险偏好下降，金融市场的流动性分层加剧，中小银行资产规模增速显著放缓，城商行资产规模增速由 5 月末的 12.4% 降至 9 月末的 9%。随着央行加大向市场投放流动性的力度，中小银行流动性压力略有缓解。2019 年 6 月至今，中小银行与大型商业银行间的同业存单利差在经历快速走阔后逐渐收敛，但仍未恢复至事件之前的水平。具体而言，城商行与国有行间的利差由 5 月初的 23.9BP 上行至 10 月末的 72.1BP 后又降至目前的 43.9BP，农商行与国有行间的利差相应由 22.5BP 上行至 97.1BP 后又降至 31.7BP。

《通知》可能进一步加大中小银行的存款压力，同时考虑到中小银行同业负债比例受限、同业存单发行难度加大、资本补充较为困难等因素，其扩表增速放缓或将持续，这将造成两方面的影响：在数量维度上，中小银行是流动性传导的关键一环，流动性的结构性收紧可能会导致利率债和货基等高流动性资产的短期抛压压力加大，负债端的压力会逐步传导至资产端的信贷投放、股权投资等行为，可能不利于实体信用扩张。在价格维度上，流动性分层的加剧会导致中小银行负债端资金成本进一步抬升，不利于实体经济融资成本的下降。

从央行的角度出发，可考虑加大对中小银行的流动性支持，通过定向降准、再贷款再贴现、MLF 等方式对冲风险。对中小银行来说，应摒弃追求规模、弯道超车的思想，深耕地方，做好渠道下沉，更专注于服务民营、小微企业客户。

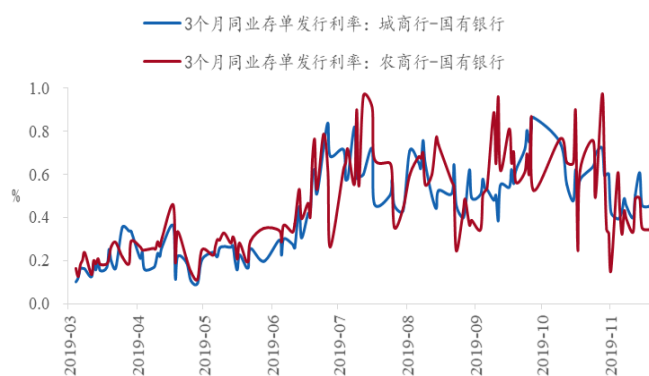


图 9：商业银行总资产增速



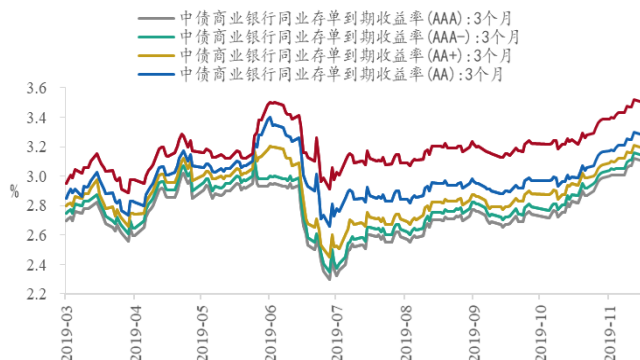
资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 10：大型银行与中小行的同业存单发行利差



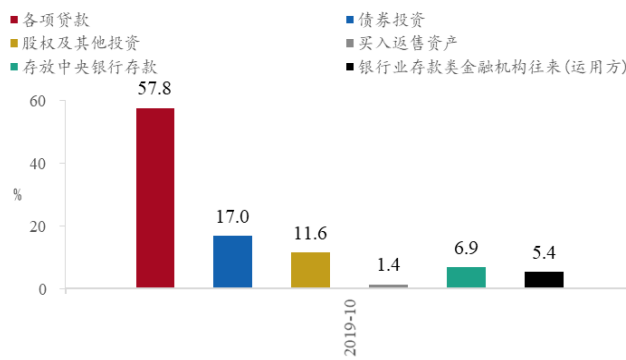
资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 11：3 个月中债商业银行同业存单到期收益率



资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 12：全国性中资中小银行资金运用情况



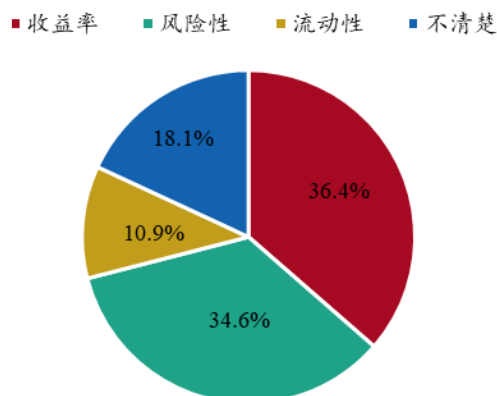
资料来源：Wind, 招商银行研究院

（二）中期：中期产品规模或面临压降

中期来看，结构性存款产品的规模或将收缩，有以下两点原因：

第一，经济下行叠加“降成本”目标，将导致结构性存款收益趋势性下行，商业银行发展这一业务的动力或将减弱。一方面，随着经济下行压力加大，商业银行资产端的收益率面临下行，将相应压降负债端成本，降低高成本负债的占比和利率。另一方面，如上文所述，结构性存款长久以来的“刚兑”现象已被结构性存款新规打破，未来收益率将进一步下降。此外，部分商业银行还需升级资质和业务体系才能达标。这些因素均将制约银行拓展结构性存款规模的意愿。

第二，客户接受度的问题也是影响结构性存款规模的风险点。同等条件下，资金或将流向表外理财产品，结构性存款的持续转型将引发一定程度的客户流失，银行体系表内资金或将减少。资管新规后，结构性存款凭借其安全性与收益性承接了部分保本理财客户。而我国的理财客户刚兑预期较强，且对净值波动的接受程度不高。未来展开业务时须明确提示客户投资风险，客户能否理解和接受真实的结构性存款产品是未知数。

图 13：我国居民在投资理财时的各考量因素比重


资料来源：《2018 中国城市家庭财富健康报告》，招商银行研究院

（三）长期：发展前景仍可期

长期来看，结构性产品设计相对灵活，可满足投资者多样化的投资需求，有望成为商业银行的新兴利润增长点，随着外部监管制度的日益规范，我国的正规结构性产品未来仍具有广阔的发展前景。一是结构性产品挂钩的标的衍生品种类多样，涉及外汇、利率、股票、股票指数、商品等；二是可提供各类风险收益组合的产品，满足不同投资者的风险偏好；三是有助于投资者参与到全球化的资产配置中。

参考国际经验，现代型结构性产品诞生于 20 世纪 80 年代初期，早期的代表性产品包括：1986 年由所罗门兄弟公司发行的标普 500 指数挂钩次级票据、1987 年由美林证券推出的指数挂钩收益期权票据等。在 20 世纪 90 年代市场利率下行的背景下，海外结构性产品既能在市场低迷时保证最低收益，又能避免错过市场上升时期的收益，由此迎来了快速扩张。

结构性金融产品目前已成为国际资本市场及金融衍生品市场上的重要组成部分，且仍在快速增长过程中。Bloomberg 的数据显示，截至 2018 年二季度末，全球银行业结构性票据的发行总量高达 866 亿美元，同比增速高达 71.58%。其中，信用联结结构性票据总量 248 亿美元（同比增速 52.9%）；利率挂钩结构性票据总量 104 亿美元（同比增速-6.14%）。就我国的情况而言，截至 2018 年末，结构性存款余额增速为 38.27%，但 2019 年以来增速持续下滑，截至 10 月末仅为 4.65%。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇