

结构性存款“七问七答”

——流动性周报第56期（2020.6.8~6.14）

行业周报

- ◆ 在本篇报告中，我们将对市场所关注的结构性存款若干问题以 Q&A 形式进行梳理。
- ◆ **Q1：结构性存款的基本情况：规模、期限与价格。**年初以来，对公银行结存增长快于零售银行，国股银行快于城商农商，据此推测，典型对公业务主导的国股银行结构性存款增长较快。结构性存款利率为 3.5-3.7%，远高于一般存款利率水平，平均期限为 4-6 个月。
- ◆ **Q2：为何结构性存款增势迅猛、价格高企？（1）货币创造机制改变造成稳存增存难度加大。**外汇占款和影子银行信用派生明显减弱，对于主动负债的依赖程度不断提高。（2）**结构性存款的高成本特征，使之成为差异化营销揽存“利器”。**在期权部分设置不可行权条件，并通过提高 FTP 将结构性存款转化为高收益“类固收”产品，FTP 定价以 Shibor 作为基准利率，绕开了自律机制的约束。（3）**客大欺店、店大欺客问题。**大型企业具有较强的溢价权，往往会要求提高结构性存款价格，甚至出现大量超 FTP 授权审批现象，这会抬高整个结存的价格水平。（4）**统计为一般存款，银行存在较强刚性需求。**大部分银行在会计处理时，一般将结构性存款纳入对公存款科目，对流动性监管指标的改善效果更好，考核权重也相对更高。
- ◆ **Q3：加强结构性存款管理的意义何在？**一是结构性存款已成为核心负债成本居高不下下的核心约束。二是结构性存款与金融市场利率的大幅背离衍生出广泛套利，是资金“套利空转”的重要载体。许多银行已加强了对 2 年期以上大额存款和协议存款的定价限额管理，并制定了逐步压降结存计划，但控制结存需要“有形之手”。
- ◆ **Q4：结构性存款管理为何选择“压量控价”？**近年来监管层在打击假结构、明确发行结构性存款产品的主体资质出台了若干政策，并将结构性存款保底利率纳入自律管理范围，但执行效果并不理想。被迫直接要求银行压降结构性存款规模，但该方式属于应急手段，更具有长效机制的手段应是：逐步推进“假结构”向“真结构”转变，通过货币政策价格信号的传导，引导结构性存款利率缓慢下行。
- ◆ **Q5：此次结构性存款压降规模有多大？**极端情况下，整个银行体系压降规模为 5.74 万亿，降幅 47%。我们预估压降规模在 2~3.5 万亿，并预计 5 月份结构性存款基本结束了高增态势，当月或出现负增长。
- ◆ **Q6：结构性存款压降对商业银行有何影响？（1）造成银行体系资金结构性不平衡，股份制银行稳存增存压力加大，需要做好存款承接和负债补充安排。（2）加大司库流动性管理压力。（3）冲击资产配置行为，贷款和债券或形成“跷跷板”效应。**
- ◆ **Q7：结构性存款压降对货币、信贷和社融有何影响？（1）不会造成存款的灭失，但可能会造成结构性分布不平衡和压降虚增。（2）对 6 月信贷保持乐观，下半年需求启动仍有待观察。（3）实体经济信用可得性预计不受影响。**
- ◆ **风险提示：**全球经济重启后疫情复杂度提升，国内降准预期再度落空。

买入（维持）

分析师

王雪峰（执业证书编号：S0930519050002）

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

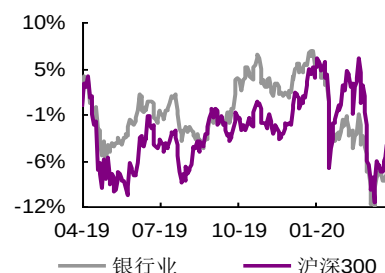
联系人

董文欣

010-56513030

dongwx@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

打击资金套利的“变”与“不变”——流动性周报第 55 期

.....2020-6-7

如何看待 6 月流动性状况？——流动性周报第 54 期

.....2020-5-31

从银行经营视角看 2020 年政府工作报告——流动性周报第 53 期

.....2020-5-24

资金套利会向均衡收敛吗？——基于银行贷款定价模型的测算——流动性周报第 52 期

.....2020-5-17

如何看待财政赤字货币化——货币、信贷和社融有望迎来“三箭齐发”——流动性周报第 51 期

.....2020-5-10

目录

Q1：结构性存款的基本情况：规模、期限与价格	3
Q2：为何结构性存款增势迅猛、价格高企？	4
Q3：为何需要加强结构性存款管理？	6
Q4：结构性存款管理为何选用“压量控价”？	8
Q5：本次结构性存款压降规模有多大？	9
Q6：结构性存款压降对商业银行有何影响？	9
Q7：结构性存款压降如何影响信贷和社融？	10
风险提示	11

近期媒体报道银保监会窗口指导部分商业银行，要求于今年年底前将结构性存款的规模压降至上年末余额的 2/3。6 月 12 日，北京银保监局下发《关于结构性存款业务风险提示的通知》，要求严控业务总量及增速。在本篇报告中，我们将对市场所关注的结构性存款的若干问题以 Q&A 形式进行梳理。

Q1：结构性存款的基本情况：规模、期限与价格

截至 2020 年 4 月末，结构性存款规模为 12.14 万亿，较年初增长 2.54 万亿，存量占各项存款比为 7.48%，增量占比为 22.14%，2020 年前 4 个月增量已基本接近 2018 年全年增量水平。

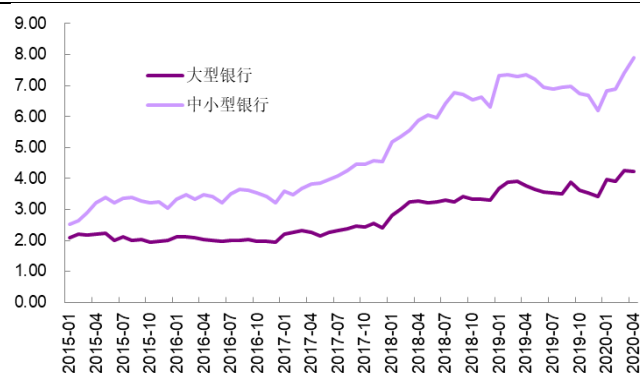
从结构上看，截至 4 月末，商业银行对公结构性存款规模为 7.4 万亿，占全部结构性存款比重 61%，较年初增长约 2 万亿。而零售结构性存款规模为 4.7 万亿，占比为 39%，较年初增长约 5300 亿。大型银行（此处指 2008 年规模达到 2 万亿以上的银行，含 6 大行和国开行）结构性存款规模为 4.23 万亿，中小银行（2008 年资产规模小于 2 万亿的银行，包括全国性股份制银行。）结构性存款规模为 7.9 万亿，分别占全部结构性存款比重为 35%和 65%。

表 1：2019-2020 年 1-4 月不同类型银行结构性存款规模与占比

	四大行	大型银行	中小银行	银行业
2019 年结存规模	23807	34129	61852	95981
2019 年结存增量	765	966	-1152	-186
2019 年结存存量占比	3.30	3.80	7.08	5.42
2019 年结存增量占比	1.54	1.73	-1.23	-0.12
2020 年 4 月结存规模	30882	42315	79080	121395
2020 年 1-4 月结存增量	7075	8186	17228	25414
2020 年 4 月结存存量占比	4.03	4.49	8.53	7.48
2020 年 1-4 月结存增量占比	15.30	18.04	32.61	22.14

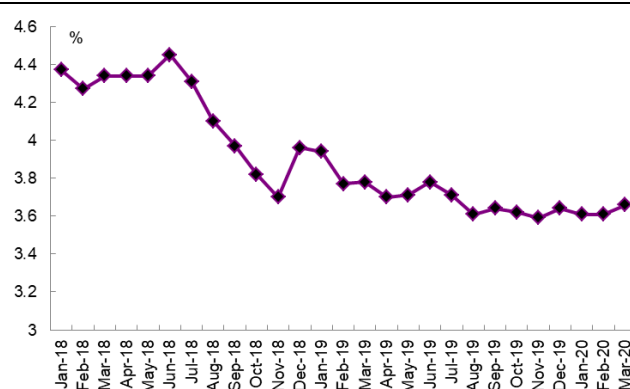
数据来源：Wind，光大证券研究所整理。大型银行为 2008 年资产规模超过 2 万亿的商业银行，包括 6 大行和国开行。单位：亿元/%

图 1：结构性存款增长情况（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：样本银行结构性存款综合定价水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

由于发行结构性存款必须具有衍生品业务资格，目前具备衍生品资格的金融机构共 142 家，其中存款类金融机构 125 家，其中城商行、农商行则共 36 家具备资质。即我国银行体系中，具备衍生品资质的银行主要集中在国股银

行、政策性银行和大型城商行、农商行，其他银行均不具备发行结构性存款的相关资质。因此结构性存款的主要发行方也是大中型银行。

年初以来在结构性存款的快速增长中，企业结存快于零售，反映出大型企业客户较多的对公业务主导的商业银行结存增长相应较多。据此我们可以推测，交行、中行、浦发、民生、光大、中信等典型的对公业务主导的国股银行结构性存款增长较快，存量占比与增量占比可能高于可比同业平均水平。

结构性存款作为高成本主动性一般负债，其利率水平尽管受益于宽松流动性环境而不断下调，由前期 4.0-4.2% 降至目前 3.5-3.7%，但目前仍远高于活期存款和一般定期存款利率，主要品种平均期限约为 4-6 个月。

Q2：为何结构性存款增势迅猛、价格高企？

结构性存款自 2000 年初出现以来，快速发展主要是在 2017 年后作为保本理财的替代产品。中小银行近年来结构性存款增势迅猛，价格也远高于其他一般性存款利率。结构性存款为何在资金面相对宽松的形势下，依然呈现出“量增价高”的现象。我们认为，主要有四方面原因：

（一）货币创造机制改变造成稳存增存压力加大

主动性高成本的结构性存款多增，离不开近年来一般性存款相对稀缺的大环境。主要是我国货币创造机制生变，这大致可以分为三个阶段：

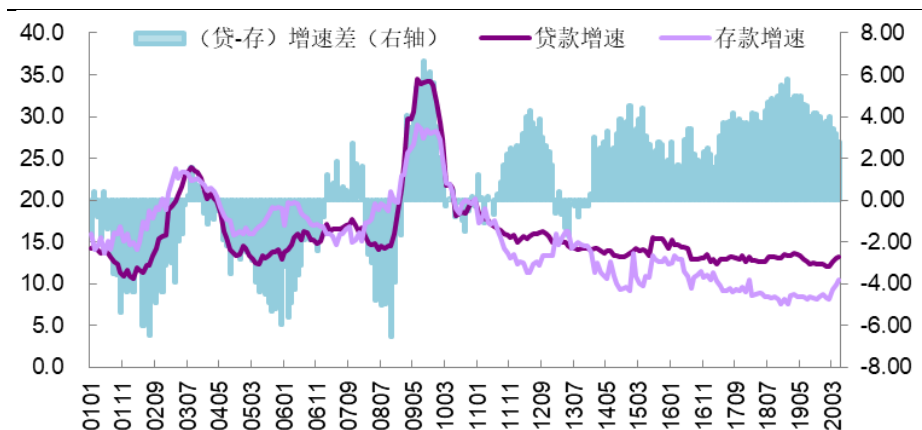
1、“双顺差”下外汇占款驱动基础货币和存款增长。自我国加入 WTO 后，国际收支常年处于双顺差状态，在强制结售汇制度下，双顺差基本转化为外汇占款，进而形成基础货币投放。数据显示：2002-2011 年间，外汇占款增速基本维持在 20% 以上，央行需要不断回笼过剩资金，M2 和商业银行存款增速均值分别为 18.18% 和 19.25%。总体来看，2002-2011 年间，外汇占款的快速增长为基础货币的扩张提供了较好的环境，银行存款增长难度不大。

2、影子银行快速发展带动信用体系扩张与货币创造。2011-2016 年，外汇占款结束了高速增长态势，在央行总资产规模占比开始下降，外汇占款驱动基础货币和存款增长的模式日渐式微。在这段时期，Basel III 协议实施对银行经营提出了更高的资本金要求，具有监管套利特征的影子银行开始较快发展，资产管理业突破了“受人之托，代客理财”的本源，类信贷“非标”业务开始广泛发展，影子银行作为银行的影子发挥着信用派生和货币创造的作用。受此影响，这一时期存款增长主要依靠影子银行的发展。

3、“资管新规”之后银行稳存增存压力进一步加大。2017 年，随着“三三四十”、“资管新规”等金融监管力度不断加强，同业、理财等拉长资金链条的行为受到约束，影子银行出现萎缩，同业理财、委托贷款、信托贷款连续负增长。银行体系资产负债表扩张速度放缓，股权及其他投资项目快速下降，大资产投放速度的放缓导致全社会信用派生能力明显减弱，银行体系出现持续的稳存增存压力，贷款增速持续快于存款增速。其后，为缓解资负比、存贷比等流动性压力，银行体系开始更多依赖央行“花样放水”投放或者连续降准提升货币乘数。

图 3：近年来银行体系稳存增存难度较大

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至 2020 年 5 月

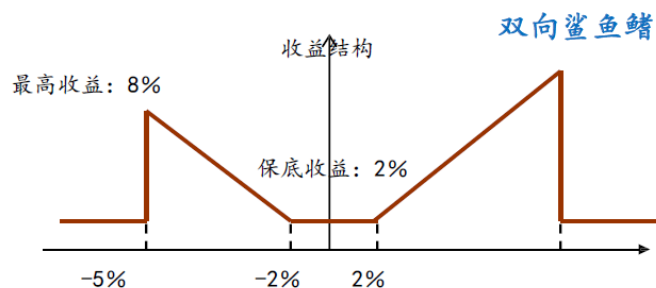
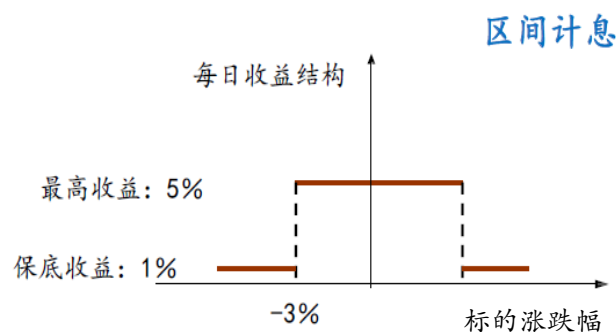
通过梳理不难发现，近年来一般性负债问题特别是低成本存款增长的乏力成为制约银行业务发展的关键因素，银行对于主动负债的依赖程度不断提高，为结构性存款的快速发展埋下伏笔。

（二）结构性存款的高成本特征，使之成为差异化营销揽存“利器”

除了货币创造机制的改变，结构性存款作为创新存款，其快速发展与其特殊的机制设计密切相关。理论上，结构性存款的本质应为“存款+期权”，一部分收益为存款产生的固定收益，另一部分收益为与标的资产（汇率、商品、股票等）价格波动挂钩的浮动收益。但在实际运行中，通过“假结构”或者复杂期权设计，可以使结构性存款的浮动收益控制在较小波动区间。另一方面，由于央行目前仅将结构性存款的保本部分纳入 MPA 考核，因此结构性存款 FTP 定价并非以央行存款基准利率为参考，而是以 Shibor 作为基准利率再加上若干调整项（如同业对标、未来到期量等），绕开了自律机制的约束，可以提供更高回报。由此可见，结构性存款的高成本特征，使之成为利率市场化和金融脱媒大背景下，银行差异化营销揽存的“利器”。

图 4：典型的结构性存款结构（区间累计型）

图 5：典型的结构性存款结构（双向鲨鱼鳍）



资料来源：Wind，光大证券研究所

资料来源：Wind，光大证券研究所

需要强调的是，结构性存款资金来源并没有指定的资金运用目标。由于银行分支机构司库职能已上收总行，分支机构在吸收一笔结构性存款后，将直接进入全行资金池中，没有相应的资产进行对应。原则上，对于高息的结构性存款商业银行能够通过 FTP 定价进行控制，但由于市场竞争的因素，高成本吸收结存对微观个体银行具有“理性”，但并不符合宏观审慎的标准，一定程度上说，在当前形势下高成本结存的快速发展，是银行自我风险定价能力缺失的表现。

综上，结构性存款较传统一般存款在价格上具有明显优势，既可以满足客户高收益需求，又可以规避 MPA 的约束，短期内能够实现对保本理财的有效替代，成为“资管新规”后银行稳存增存，差异化营销的重要手段。

（三）对公结构性存款高增反映出银行和客户议价权之争

在利率市场化大背景下、在企业和居民资产管理意识提高之后、在表外理财尚未完全净值化管理实现成本收益合理分担之前，结构性存款的价格高企，尤其是对公结构性存款高增长，反映出的是银行与客户的议价权之争。客群结构也是影响结存的重要因素，结构性存款同样面临“客大欺店、店大欺客”的问题。通过上述分析可知，银行结构性存款增长主要以对公客户为主，特别是对于大型企业而言，在存款上处于强势地位，往往会要求更高的收益，有时甚至造成结存价格超过相应的 FTP 水平，导致出现大量超授权审批结存的现象，这也会抬高整个结存的价格水平。

（四）结构性存款统计为一般存款，银行存在刚性需求

与理财产品不同，银行在会计处理时，一般将结构性存款纳入存款科目。正是因为结构性存款被视为一般性存款，而一般存款在银行资产负债管理中扮演了重要作用：

一是对流动性监管指标的改善效果更好。在 LCR 中，结构性存款属于具有法律约束效应的存款，无法提前支取，银行吸收结构性存款，能够起到 100% 改善 LCR 的效果。在 NSFR 中，由于结构性存款平均久期为 4-6 个月，在可用稳定资金规模中的折算系数为 50%，而同期限的存单折算系数为 0。因此，与同业资金相比，结构性存款对于流动性监管指标的改善效果更好。

二是一般性存款考核权重相对较高。目前，银行内部 KPI 均对分支机构存款增长进行考核，既会考核时点规模，也会考核月日均规模。在核心存款增长普遍乏力的情况下，银行分支机构更倾向于通过结构性存款冲规模来满足考核要求，实现同业对标，而结构性存款 FTP 与结构性存款利率的点差（或者交叉补贴），也能够满足分支机构的考核收益。

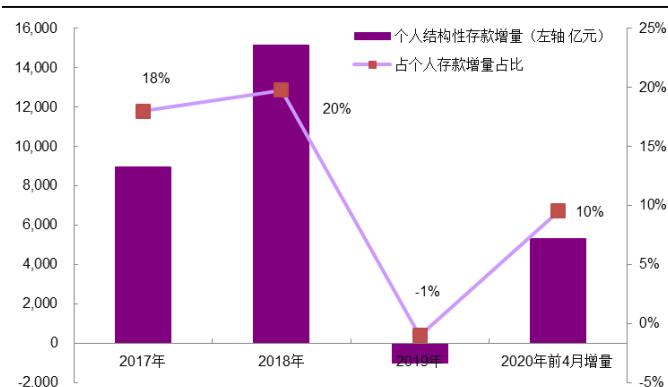
Q3：为何需要加强结构性存款管理？

当前阶段稳存增存已被提升至各家银行“立行之本”，结构性存款由于在一般存款中增量占比较高，是下一阶段降低实体经济融资成本方向下，银行负债端核心矛盾所在；另一方面，结构性存款的高成本“无风险”特征，又是资金套利的重要载体，因此需要予以进一步管控。具体而言：

(1) 结构性存款已成为负债成本居高不下的核心约束

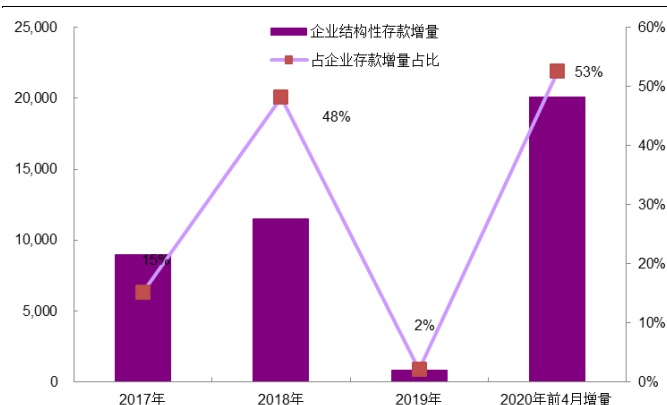
结构性存款因其特殊的机制设计，受到企业和居民的广泛青睐，自 2017 年开始进入快速增长通道。但是，在核心存款增长乏力的情况下，银行对结构性存款的刚性需求以及结构性存款的高利率，使得银行核心负债成本不断攀升。特别是今年以来，受疫情影响，经济活力放缓，企业、居民贮藏性资金需求提升，银行存款定期化现象较为严重，以结构性存款为代表的高成本主动核心负债增长迅猛。今年前 4 月，商业银行结构性存款较年初增长 2.54 万亿，增幅 26%；其中企业端结存增量占全部企业存款增量比为 53%，个人端结存增量占比为 10%。同时，上半年大额存单、协议存款等产品也出现明显上涨，部分银行高成本主动负债（主要为结构性存款、大额存款、协议存款）增量占一般存款比高达 80-90%。受此影响，尽管央行通过“天量”放水引导资金利率和银行同业负债成本大幅改善，但银行体系综合负债成本却居高不下，而在 LPR 报价中，由于资金成本占比约 7 成，结构性存款等高成本负债已成为进一步降低实体经济融资成本的核心约束。与其他高成本负债不同（主要是 2 年期以上大额存单，协议存款），银行自身对于结存的成本管理能力相对较弱，因此降低银行体系综合负债成本需要更强的外部指引来削弱竞争。

图 6：个人结构性存款增量与占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：对公结构性存款增量与占比



资料来源：Wind，光大证券研究所；左轴单位为亿元

(2) 结构性存款是资金“套利空转”的重要载体

年初以来，央行先后三次降准、下调 OMO 和 MLF 利率 30bp，将超额存款准备金利率由 0.72% 下调至 0.35%，市场流动性在 4 月份进入“极度”宽松状态，银行备付率持续高位运行，隔夜资金利率一度降至 0.5% 的水平。与之相对应的是，结构性存款利率运行刚性较强，与市场资金利率大幅下行相背离，衍生出了广泛的套利。这些套利举措包括但不限于：（1）通过发行高等级短久期企业类债券购买结构性存款（或理财）套利；（2）票据贴现购买结构性存款/大额存单套利；（3）企业获得财政贴息贷款后购买结存（或理财）套利；（4）企业自有资金（或者低息借贷）通过大额存单（或理财）质押融资后反向套利。可以说，无论哪一种套利模式，基本都和无风险利率较高的结构性存款高度相关，今年以来结构性存款高增相当部分反映出资金在金融体系“套利空转”，造成金融企业资产负债表虚增。

总体来看，结构性存款的快速增长所带来的问题，已到了非解决不可的地步，许多银行已经将优化存款结构，加强高质量核心存款吸收列为年内业务发展的重要战略，并加强了对 2 年期以上大额存款和协议存款的量价限额管理。我们认为长期高成本负债银行相对自我调节能力较强，但对结构性存款，出于“控成本”和“防套利”的考虑，需要监管予以出手整治。

Q4：结构性存款管理为何选用“压量控价”？

针对结构性存款快速增长带来的种种问题，近 2 年来监管层推出了多项措施加强对结构性存款的监管，但均效果有限，使得政策逐步走向行政性更强的“压量控价”。

政策一：打击“假结构”，明确发行结构性存款产品的主体资质。2019 年 9 月，北京银保监局印发了《关于规范开展结构性存款业务的通知》，强调存款人获得的收益与所承担的风险相匹配的产品设计原则，要求各行把好产品设计关口，杜绝“假结构”问题。2019 年 10 月银保监会制定了《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》，明确规定商业银行应当严格区分结构性存款与其他存款，发行结构性存款应具备普通类衍生产品交易业务资格，执行衍生产品交易相关监管规定。同时，参照执行《理财办法》关于理财产品销售的相关规定，加强结构性存款合规销售，强化信息披露，保护投资者合法权益。

(1) 该政策对于狭义“假结构”而言，即以结构性存款为名，但背后无任何衍生品作支撑的产品，予以重申明确叫停。此类产品 2018 年初，银保监即对城商、农商进行了规范检查，其后萎缩。(2) 对于广义“假结构”而言，即对具有真实交易结构的产品，通过挂钩不可能实现的标的，使得衍生品合约本身不具备真实价值，该政策没有明确，但提及了不得“变相高息揽储”。(3) 其后，银行通过设计具有真实交易结构的产品，衍生品也为价内期权，通过较高的结构成本构成以复杂期权设计形成“真结构”，但总体均值付息率水平仍远高于利率自律机制管控范围。

政策二：将结构性存款保底利率纳入利率自律管理范围，将银行执行情况纳入 MPA 考核。2020 年 3 月份，央行下发《中国人民银行关于加强存款利率管理的通知》，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；同时央行会将存款类金融机构对存款利率管理规定和自律要求的执行情况纳入宏观审慎评估（MPA）考核，同时指导市场利率定价自律机制将上述情况纳入金融机构合格审慎评估。

然而，上述政策并未较好的起到抑制结构性存款量增价高的问题，只是拉大了结构性存款对于客户的报价区间。

政策三，直接要求银行压降结构性存款规模，行政性更强。监管约束的有限性和银行产品的创新，使得结构性存款“量增价高”问题始终难以得到有效解决。在今年流动性极度宽松的环境下，结构性存款反而成为资金套利的重要载体，并再度出现快速增长。基于此，银保监会近期窗口指导部分商业银行，要求于今年年底前对结构性存款“压量控价”，年底前规模压降至上年末的三分之二。目前受到窗口指导的银行已制定结构性存款压降方案，在今

年三季末实现结构性存款与年初水平基本持平，在四季末则达到年初水平的2/3。

我们认为，此次央行对于结构性存款的“压量”，属于应急手段，旨在打击资金套利行为，降低银行综合负债成本。对于结构性存款的监管，更具有长效机制的手段应是：控制结构性存款综合成本，逐步推进“假结构”向“真结构”转变，通过货币政策价格信号的传导，引导结构性存款利率缓慢下行，最终瓜熟蒂落，推进存款利率的并轨，而这一过程或将是长期的。

Q5：本次结构性存款压降规模有多大？

从整体压降规模来看，截至2020年4月末，结构性存款规模为12.14万亿，2019年年末为9.6万亿，极端情况下，若所有银行均需压降结构性存款，则压降规模为5.74万亿，较4月末降幅为47%。我们预测，综合压降规模可能在2~3.5万亿左右，理由如下：

- 2019年4月末，对于大型银行（6大行+国开）而言，相比四大行口径余额多1.14万亿，预估差异主要为交通银行，而邮储、国开几乎无结存；大型银行若需压降，则为1.96万亿，但尚未予以确认。
- 中小银行合计规模为7.91万亿，理论需压降3.78万亿。结构上，由于城农商上衍生品资格较少，预估城商行结存在万亿量级，而农商行结存在千亿量级。我们推测前4月结存增量有大量为股份制银行新增。
- 因北京银保监局发文涉及辖区内地方法人银行，故我们推测除股份制银行需压降外，部分增长较快的城农商行也需压降。

表2：测算结构性存款需压降规模

单位：万亿

	全部	大型银行	中小银行	股份制	城农商
2020年	12.14	4.23	7.91	预计5~6万亿	预计1.5~2.5万亿
2019年	9.60	3.41	6.19		
2019年2/3	6.40	2.27	4.12	预计2.5~3.5万亿	预计1~1.5万亿
压降规模	5.74	1.96	3.78	预计1.5~3.5万亿	预计0.5~2万亿

资料来源：Wind，光大证券研究所

5月份，央行加强了对资金套利的打击力度，通过管住货币供给“总闸门”，抬升短端资金利率，提高了资金和债券市场均衡价格。5月份高等级短期信用债券发行缩量明显，我们推测与之对应的结构性存款已有所减少，预估5月份结构性存款基本结束了3-4月份的高增态势，当月或出现负增长。

Q6：结构性存款压降对商业银行有何影响？

结构性存款规模压降对商业银行可能的影响主要体现为四个方面：

（1）可能造成银行体系资金结构性不平衡

股份制银行稳存增存压力加大，需要做好存款承接和负债补充安排。对于整个银行体系资金而言，结构性存款压降并不影响存款总量，但可能会影响存款的存在形态或分布，从而产生结构性“冷热不均”，进而造成流动性冲击。

在本轮压降中，预计全国性股份制银行压降规模为 1.5~3.5 万亿，显著高于国有大型银行和城商行、农商行。尤其是对于以对公业务为主的股份制银行而言，年初以来结构性存款增长较为迅猛，需要压降的规模较大，一定程度上会加剧稳存增存压力，需要做好存款承接，提升存款留存率。我们认为着力稳定负债是银行在压降结存过程中的当务之急，其手段主要有：（1）做好客户沟通解释工作，通过一般存款（如 CD）或其他创新存款进行替代，尽量减少存款流失，这考验银行客群关系管理的能力；（2）对于同业负债占比尚有一定空间的银行而言，可择机通过同业存单渠道补充负债；（3）加大金融债发行力度，通过长期融资补充资金缺口。当以上手段使用后，仍存在压力时，可能触发以下影响。

（2）司库流动性管理压力有所加大

对于司库的压力体现为两个方面：其一，在结存压降过程中，司库会预防性调高备付率水平。但若存款出现较大流失，势必造成日间流动性的震荡和备付率的下行，甚至触发多级备付机制，使司库或资金经营部门被迫赎回货币基金和债券基金等流动性资产；其二，结构性存款在 LCR、NSFR 指标中的权重系数优于同业资金，结存压降对流动性监管指标的负向影响更大，需要更大量的同业资金进行弥补；其三，目前一年期国股存单价格为 2.4%，较前期上行涨幅近 80bp，若此时通过吸收同业存单方式补充负债缺口，将提高流动性管理成本。

（3）不排除冲击资产配置行为

结构性存款的压降，也可能会冲击银行资产配置行为。即若银行存款流失率较高，在可预期的结存压降过程中，银行基于收益、客户关系以及满足监管要求等考量，可能会通过管控债券投资来保信贷投放（我们认为 6 月份信贷投放相对乐观），进而使得贷款投放和债券投资形成“跷跷板”效应。

（4）客观上有利于银行“降成本”

正面的影响在于，结构性存款压降客观上有利于银行“降成本”。尽管央行近期对货币“总闸门”进行了适度管控，资金利率出现了较为明显的抬升，一年期存单价格上行至 2.4%，3 年期金融债利率也上行至 2.9%，但与结构性存款相比，仍具有一定的价格优势。特别是发行金融债并不纳入同业负债统计口径，不受 MPA 考核 1/3 比例的约束，对于同业负债占比尚有一定空间的银行而言，通过同业存单、金融债适度替换结构性存款，反而有助于降低综合负债成本，进而起到改善 NIM 的效果。

Q7：结构性存款压降如何影响信贷和社融？

压降结存对货币影响偏中性，但可能因“套利”虚增资产负债表减少而影响信贷和社融基数。第一，结构性存款的压降并不会造成货币的灭失，银行体系存款总量依然保持不变，但可能会造成结构性不平衡。在结构性存款压降过程中，到期不能续作资金的最终流向，主要取决于银行存款产品的吸引力、一揽子金融服务能力等因素。第二，对于结构性存款压降来说，打击套利可能使得虚增的金融机构资产负债表还原，从而影响信贷和社融增长的基数。下半年，我们高度关注与“套利空转”相关的对公短期贷款、票据承兑与贴

现、和高等级短久期企业债券增长情况，不排除信贷社融增速因此受到影响，但我们初步预估影响有限。仍然维持 2020 年全年信贷、货币、社融 13%、11%和 12%的增速判断。

对 6 月信贷保持乐观，下半年需求复苏强度仍待观察。我们认为对结构性存款的控制不会改变对于实体经济的信用支持。理由如下：（1）结构性存款压降更多是流动性不平衡的冲击，对极个别银行可能扰动信贷投放节奏，但对于全行业来说，信用投放“供给驱动”的特征依然明显，有效需求在下半年面临一定的不确定性。（2）4~5 月份信贷投放多重迹象佐证“供给驱动”，而非“需求拉动”，包括大行信贷优于小行、中小银行对公信贷“月初回落、月末冲高”，行业与区域信贷投放并不均衡，部分对公信贷存在套利虚增。因此，在需求存在不确定的情况下，我们认为实体经济融资的信用需求不太会因为打击套利而不能得到满足。相反，我们认为鉴于目前信贷需求形势，下半年按揭贷款定价具有较明确的下行趋势。仅对 6 月份而言，两会之后积极的财政政策进一步发力，地方基建项目更多启动，将吸引更多银行配套资金的进入，叠加半年末效应，金融机构会加大信贷投放力度，对 6 月信贷投放比较乐观。

6 月份政府宽信用助力社融高增长。结合历年 6 月份政府债券发行节奏以及今年稳增长压力来看，2020 年 6 月份政府净融资规模有望达到 1 万亿以上的规模，加之 6 月份新增人民币贷款同样存在冲高的可能。我们判断，在积极的财政政策助力下，6 月份社融增速可能较 5 月份再度上行。

风险提示

全球经济重启后疫情复杂度提升，国内降准预期再度落空。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼