



Research and  
Development Center

# 资金空转：观察指标、历史借鉴和解决之道

2023年7月4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 宏观分析师  
执业编号: S1500523050006  
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

## 资金空转：观察指标、历史借鉴和解决之道

2023年7月4日

- **2022年以来，资金空转现象有所抬头。**资金空转存在两类含义，一类是指资金脱离实体经济，仅在金融体系内部流转。另一类是指货币在转化为生产或商品过程中的阻滞和缓流。表现形式上，资金空转包括影子银行、金融同业业务和信贷空转，我们可根据不同的业务模式来构建相应的观察指标。去年以来，资金空转现象有所抬头，影子银行和同业投资均有所扩张。实体部门存在信贷空转的现象，包括企业通过借入低息贷款，偿还其他债务。信用扩张所派生的存款，更多以定存、结构性存款的形式存在。
- **历史上各轮资金空转的模式、成因和历程。**

**2008-2013:** 影子银行兴起，银信、银证等通道业务占主导。国内宏观政策为应对国际金融危机由趋紧转向宽松，影子银行进入快速增长阶段。2013年银监会下发8号文，银行理财投资非标的业务模式受到明显约束。

**2014-2016:** 同业空转链条为主要模式。2014年金融同业业务进入创新高峰期，通过金融嵌套的模式有效规避了监管。2015年新一轮降准降息，同业链条进一步扩张，直至2017年金融体系去杠杆后才迎来终结。

**2018-2020:** 以结构性存款为核心的资金空转。中美贸易摩擦背景下，2018年国内货币政策再度转松。企业开始通过低成本融资，再买入结构性存款的方式套利。2020年监管新规出台，结构性存款自此进入下行通道。
- **推动经济均衡复苏可能是资金空转更好的解决之道。**暂时性的资金空转是宏观周期中的正常现象。对于银行而言，其空转动机在于传统信贷业务收益下行，盈利承压，需要通过同业业务提高资产端或其他收入。基于历史经验，打击同业空转最好的方式之一是金融严监管，但这可能加大经济下行压力。对于实体部门而言，主要因为当前房地产、库存、产能周期仍在下行，企业利润与信用周期错位，投资支持意愿不强。因此，我们认为终结本轮空转可能需要政策进一步发力，直至推动经济均衡复苏。
- **下半年货币政策有望维持积极取向。**6月以来，货币政策加大了逆周期调控力度。下一阶段，一是央行可能重新加强信贷投放的窗口指导；二是三季度末前后或有“功能性”降准；三是国内产能周期触底前，央行或再次降息；四是可能推出增量结构工具。积极的货币政策有望引领稳增长政策加码，推动经济企稳回升，资金空转现象有望在下半年出现改善。
- **风险因素：**政策力度不及预期，地缘政治风险，居民企业信心恢复不及预期等。

## 目录

一、2022 年以来，资金空转现象有所抬头	4
1.1 资金空转包括影子银行，金融同业业务和信贷空转	4
1.2 构建资金空转的观察指标	5
1.3 2022 年以来，资金空转的现象有所抬头	10
二、历史上各轮资金空转的模式、成因和历程	12
2.1 2008-2013：影子银行兴起，银信、银证等通道业务占主导	12
2.2 2014-2016：同业空转链条为主要模式	15
2.3 2018-2020：以结构性存款为核心的资金空转	17
三、资金空转现象有望在下半年出现改善	18
风险因素	22

## 图目录

图 1：历史上部分时期，全国尤其是一线城市房价曾经上涨较快	4
图 2：2010-2015 年间，自筹资金在房地产开发资金来源中占比高达 30%	5
图 3：M2 增速与名义 GDP 增速在多数时期大体相匹配	6
图 4：金融部门杠杆率有资产方和负债方两类口径	6
图 5：中国影子银行业务模式结构图	7
图 6：2007 年以来影子银行存量规模与同比增速	8
图 7：2006 年以来影子银行分项构成规模变化	8
图 8：银行对同业部门和对实体部门债权增速表现	9
图 9：银行间债市杠杆率可用于衡量同业交易拥挤程度	9
图 10：M1-M2 增速剪刀差可用来观察实体部门的资金留置	10
图 11：今年一季度末，商业银行净息差降至数据披露以来的最低值	10
图 12：2022 年下半年以来，工业企业负债与中长贷增速明显背离	11
图 13：2022 年以来贷款利率降幅不断扩大	11
图 14：2022 年下半年以来企业中长贷增速持续上升	12
图 15：企业定期存款和结构性存款合计占比出现上升	12
图 16：2008 年下半年，货币政策多次采取降准降息	13
图 17：“银证合作”兴起后，证券公司受托管理资金本金总额明显增长	14
图 18：2009-2013 年，地方政府杠杆率显著上升	14
图 19：2013 年以后，理财资金投向非标资产受到严格约束	15
图 20：同业存单、同业理财构成的同业链条在 2013-2016 年间发展迅速	16
图 21：历史上同业存单的发行利率普遍低于理财产品收益率	16
图 22：2017 年金融体系严厉去杠杆，同业空转链条受到严格监管	17
图 23：围绕结构性存款资金空转的套利模式	18
图 24：2015 年以来的结构性存款规模变化	18
图 25：2021 年末至今，央行创设了多项结构性货币政策工具	19
图 26：当前信用周期仍处在“供给驱动”阶段	19
图 27：2022 年下半年以来，企业中长贷与工业企业利润明显背离	20
图 28：今年四季度 MLF 到期规模高达 2 万亿	21
图 29：去年 9 月份以来，中国实际利率出现反弹	21
图 30：历史上产能周期下行期，央行都会开启降息周期	22

## 一、2022 年以来，资金空转现象有所抬头

### 1.1 资金空转包括影子银行，金融同业业务和信贷空转

“资金空转”是学术界和监管层面讨论较多的话题。客观上，在金融扩张过程中，一定程度上的资金留置难以避免，反映为金融层面的“资金空转”现象（《疫情时期的支持性金融政策与资金空转》，郑金宇，2020）。资金空转存在两类含义，一类是指金融资金脱离实体经济，仅在金融体系内部流转。此时资金仅以货币资本的形态循环，并没有转化为生产或商品资本。另一类是指货币资本在转化为生产或商品资本过程中的阻滞和缓流。此种情形下，资金虽然最终流向实体经济，但流通过程中可能经历多个环节，转化链条和所需时间均被拉长。

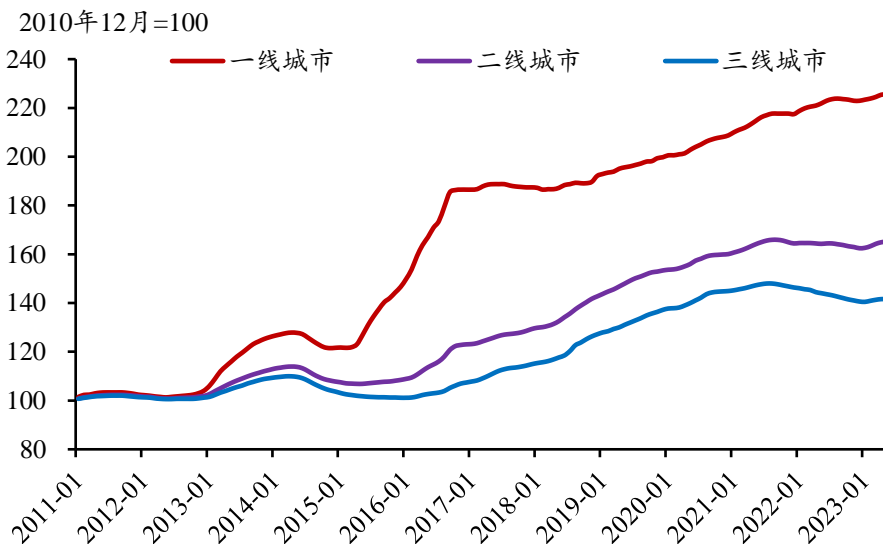
从具体表现形式上看，资金空转包括：

**1) 影子银行。**中国的影子银行指依赖于银行信用、从事银行业务、但又没接受严格的银行业监管的金融业务。具体指传统的银行表内贷款和债券投资以外的，具备完整的信用转换、期限转换和流动性转换功能的金融业务（《中国影子银行的经济分析：定义、构成和规模测算》，李文喆，2019）。影子银行的实质为“通道业务”，银行表外理财、同业业务、信托贷款、委托贷款、各类资产管理产品等均牵涉其中，产品嵌套层出不穷。

商业银行一方面可通过影子银行规避监管，这是因为银行的贷款业务受到一系列监管指标的限制。当实体融资需求旺盛同时货币政策较为宽松时，银行存在动力绕过监管而从其他渠道发放贷款。另一方面，银行借助表外理财、信托等通道，可最终将资金投向房地产、地方融资平台、非标资产等。在部分时期，上述资产相较信贷、债券投资等传统业务的收益率更高，银行可借此达到增厚收益的目的。

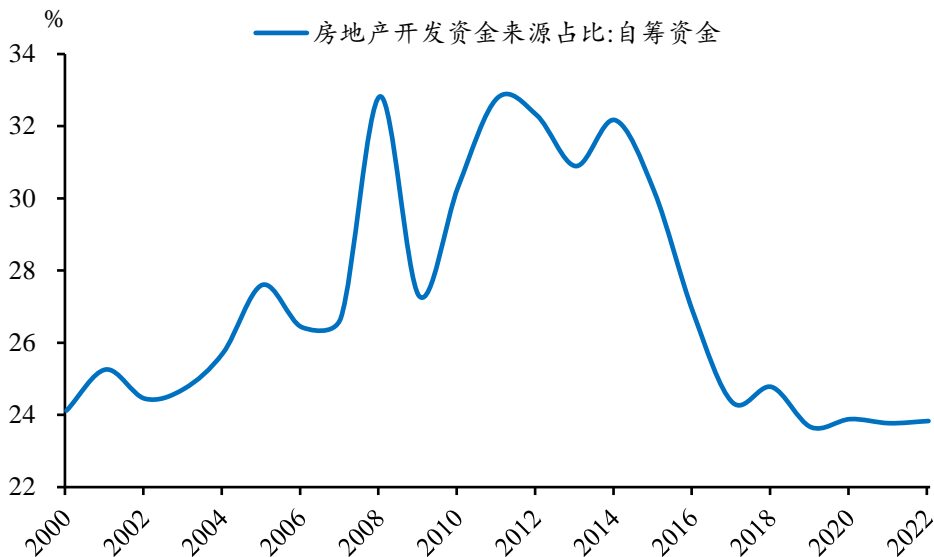
影子银行规模扩张的过程中，可能造成如下影响，一是造成部分资金留置在金融体系。比如理财“空转”，即理财资金最终用于购买理财产品。企业可以借助信托等通道业务，获取理财资金后，再用于投资购买收益率更高的理财产品。二是导致资金过度集中于房地产等特定领域。在房地产行业快速发展时期，大量的房地产投资需求使得财政支持和商业银行贷款不足以满足行业需要，且部分时期房地产贷款规模受到严格的监管约束。影子银行有效规避了这些限制，为房地产开发乃至投资客等提供了资金，推动房价明显上涨，但同时也挤压了进入其他实体经济领域的资金规模。三是拉长了资金流向实体经济的转化链条。如前文所述，影子银行最终依然引导部分资金进入了实体经济，但通道业务延长了转换链条和时间，金融机构赚取中间费用，推高了实体融资成本。

图 1：历史上部分时期，全国尤其是一线城市房价曾经上涨较快



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：2010-2015 年间，自筹资金在房地产开发资金来源中占比高达 30%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**2) 金融机构同业业务。**金融机构之间的同业业务有其开展的必要性，传统的同业业务是商业银行作为其他金融机构（包括银行和非银机构）存款、结算、托管、产品销售等的服务提供者，但这一模式后续逐渐演变成商业银行作为其他金融机构的产品购买者和资金提供者。通过与这些机构合作，银行可达到规避监管和国家宏观调控政策、获取更高收益的目的。同时也可能造成资金空转、金融风险上升、市场交易信息扭曲等一系列问题。同业资金空转有多种表现形式，典型的有商业银行通过发行同业存单融入资金，转而投资同业理财、资管产品等，放大杠杆、赚取利差。

**3) 信贷空转。**实体部门通过常规渠道（不借助影子银行、同业业务途径）获得银行信贷资金后，也依然存在一定的空转套利空间，即信贷资金未被真正运用到生产经营当中。从空转方式上看，一是贷款置换，具体包括利用银行贷款置换他行贷款、置换其他债务等，多被企业用于“借新还旧”。二是贷款挪用，多集中于多头过度授信的集团企业和个人信用贷款中，部分信贷资金被挪用于委托贷款、理财信托投资，甚至投资股票市场。三是违规放贷。如，违规放大杠杆超比例向小贷公司融资，并合作进行“过桥贷款”，套取银行资金进行民间借贷等（《银行资金“空转”需重视》，许珊珊，2016）。

## 1.2 构建资金空转的观察指标

完成了对于资金空转概念的界定后，我们需要进一步厘清不同类型资金空转所涉及的业务模式及其所使用的金融工具，并以此构建观测指标。

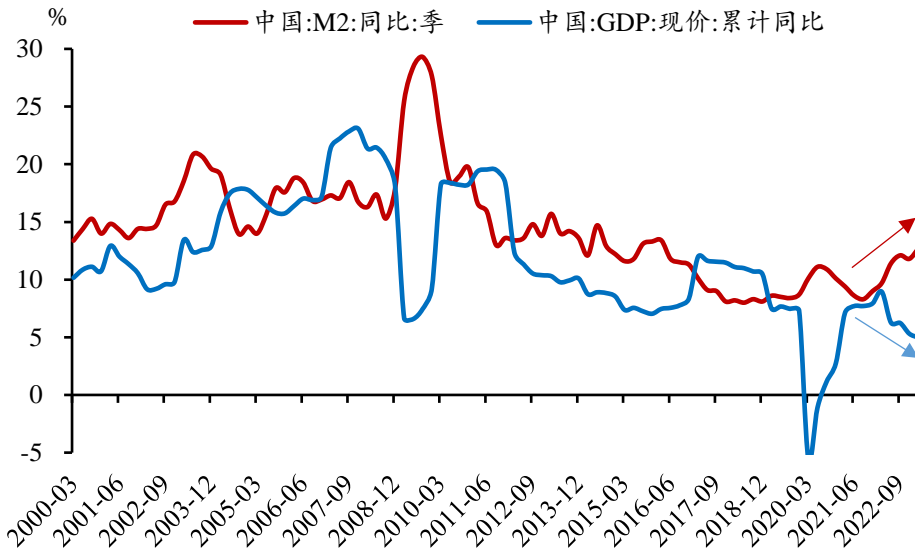
首先，可根据 M2 与名义 GDP 增速指标做定性判断。理论上，社融增速=名义 GDP 增速+货币深化。所谓货币深化，即经济增长中更多的领域需要资金支持，或原有的领域需要更多的资金支持。货币和债务是同一枚硬币的两面，M2 与社融增速大体相匹配。因此，在货币深化保持稳定的基础上，M2 增速约等于名义 GDP 增速，这就是近年来央行反复强调的“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的理论基础。因此当两项指标出现较明显偏离时，说明部分资金供给可能并未进入实体经济，从而存在资金空转的现象。

金融部门杠杆率可一并作为参考标准。金融部门杠杆率=金融部门债务/名义 GDP，社科院公布的数据存在资产方和负债方两种口径。当金融部门杠杆率上升，意味着金融部门债务相较名义 GDP 增长得更快，资金可能更多留置在了金融体系内部。

以 2012-2016 年为例，M2 增速持续高于名义 GDP 增速，前者中枢为 13.1%、后者为 9%，二者差值较大。期间金

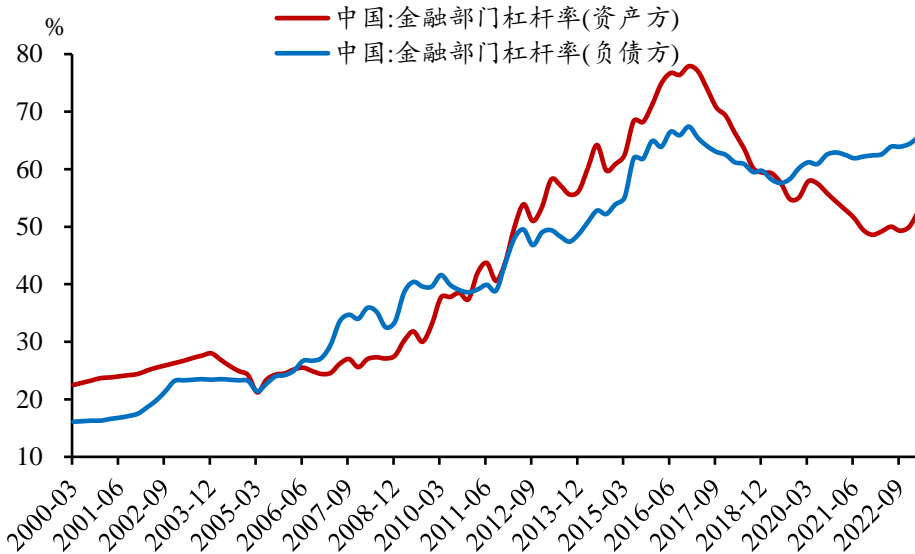
融部门杠杆率也出现明显上升，2016年末资产方口径数值录得77.9%，较2011年末上行34.1个百分点。这一时期影子银行兴起，同业业务等金融创新发展迅速，资金空转问题受到监管部门和市场的高度关注。

图 3：M2 增速与名义 GDP 增速在多数时期大体相匹配



资料来源: Wind, 信达证券研发中心  
 注: 2021 年名义 GDP 增速为两年平均增速

图 4：金融部门杠杆率有资产方和负债方两类口径



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

其次，可分别构建影子银行、金融同业业务和信贷空转的观察指标，以确定资金空转的具体表现形式。

1) 测算影子银行的规模。先从影子银行的构成入手，参考《中国影子银行的经济分析：定义、构成和规模测算》(李文喆，2019)从资金来源的不同进行区分，我国的影子银行包括了未贴现的银行承兑汇票、“准贷款”和金融嵌套三类业务，结构图参见图 5。

一是未贴现银行承兑汇票。银行将已贴现的银行承兑汇票按贷款管理，不记入“影子银行”。未贴现的银行承兑汇票仅在商业银行表外登记，但就银行信用扩张和三个转换而言，与包括票据融资在内的表内贷款并无二致。央行在社会融资规模统计中公布了未贴现银行承兑汇票 2016 年至今的月度存量、2002 年至今的月度增量数据，存

量和增量数据之间可相互推算，来回溯历史数据。

**二是“准贷款”。**准贷款是指业务实质与贷款完全相同，资金来源于银行、由银行承担信用风险，但通过会计处理或“抽屉协议”未纳入表内贷款管理的融资业务，也被称作“隐匿贷款”。实际操作中，商业银行曾通过这种方式将有关业务登记为风险权重更低的同业债权，从而规避货币政策调控和微观审慎监管。近年来，准贷款的几种主要形式包括买入返售票据、同业代付、买入返售信托受益权等。

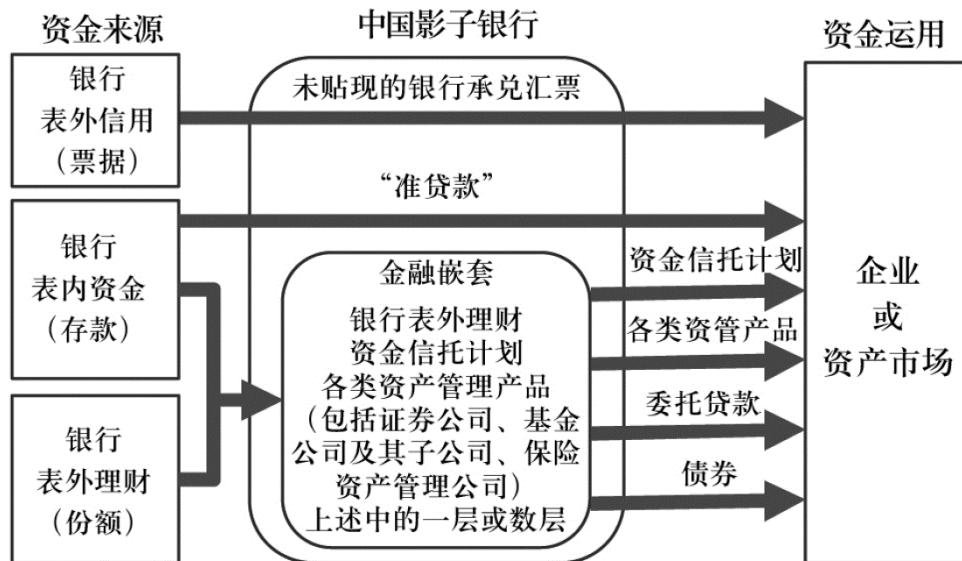
至于测算方法，央行公布的《其他存款性公司资产负债表》为所有银行、农村信用社和财务公司的加总资产负债表。在编制该表的过程中，金融机构间的交易并不会相互抵消，在加总报表的资产和负债端分别列示。若“准贷款”规范处理，两家参与银行中的一家在资产方记同业债权，另一家在负债方记为同业负债，此时“对其他存款性公司债权”和“对其他存款性公司负债”是平的。如果不然，则两项指标不相平，会出现债权大于负债的情况。因此，可计算两科目的差值，作为对准贷款规模估算的依据。

**三是金融嵌套。**金融嵌套是指企业并不能从资金提供者处直接获得资金，而是需要借助银行表外理财、资金信托计划、各类资产管理产品中一层或几层，形成复杂的嵌套关系后获取资金的业务形式。通过多层嵌套，既可以绕贷款，也可以规避监管部门对各类金融产品的资金投向限制。从资金运用方式看，出口主要是资金信托计划、各类资产管理产品、委托贷款和债券，从资金来源看，又包括银行表内资金和银行表外理财。

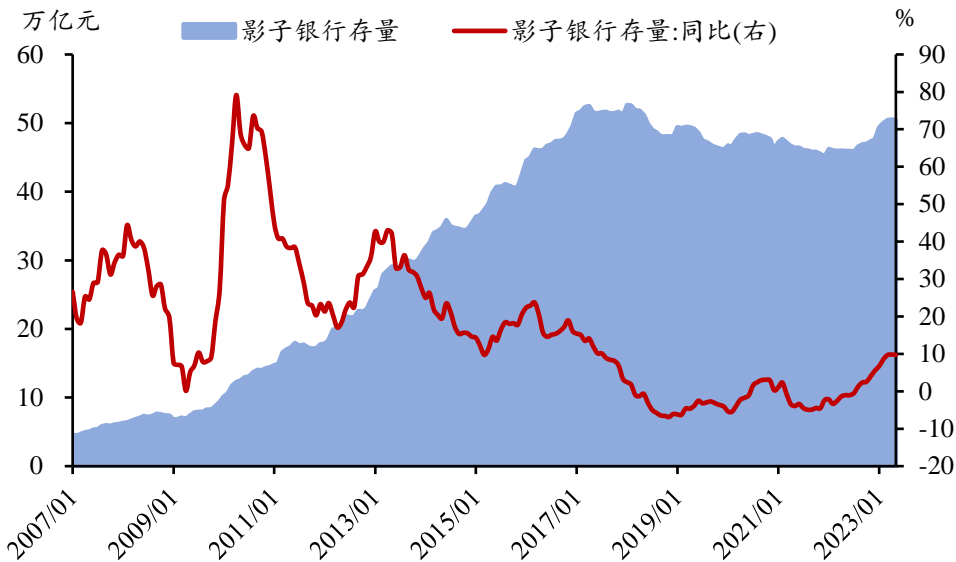
当金融嵌套资金来源为银行表内资金时，选用“股权及其他投资”指标。该项记入银行资产方，负债方相应派生特殊目的载体的存款（非银存款）。当资金来源为表外理财时，考虑到相关数据的频率和时间长度存在一定缺陷，我们从资金运用端着手，通过委托贷款和信托贷款（表外理财产品的主要投资渠道）推算金融嵌套的规模。

综上，我们可测算得到影子银行的总规模和分项构成，如图 6、图 7 所示。

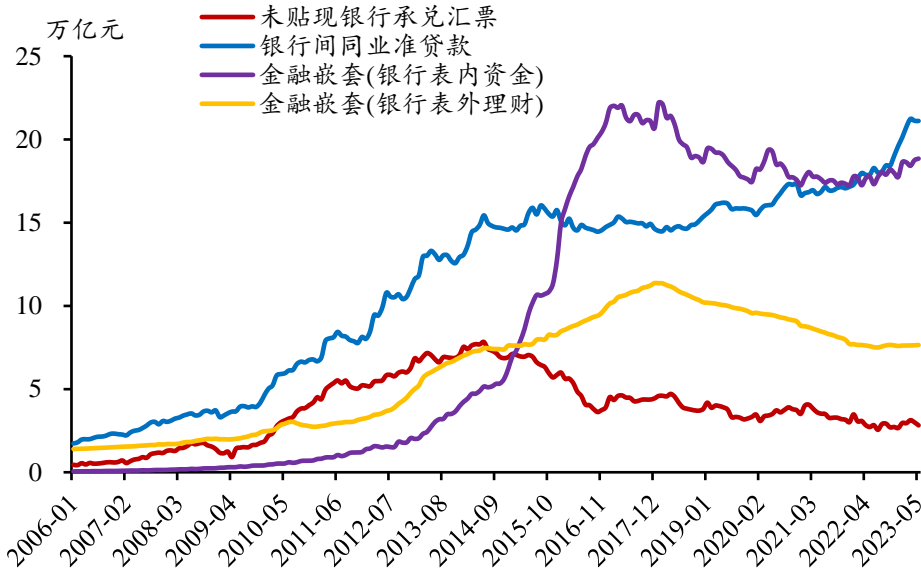
图 5：中国影子银行业务模式结构图



资料来源：《中国影子银行的经济分析：定义、构成和规模测算》李文喆（2019），信达证券研发中心

**图 6：2007 年以来影子银行存量规模与同比增速**


资料来源：《中国影子银行的经济分析：定义、构成和规模测算》李文喆（2019），Wind，信达证券研发中心

**图 7：2006 年以来影子银行分项构成规模变化**


资料来源：《中国影子银行的经济分析：定义、构成和规模测算》李文喆（2019），Wind，信达证券研发中心

**2) 通过银行对同业部门债权观察同业交易情况。**商业银行是金融机构之间同业业务的主导者，也是同业资产最大持有者和同业负债最大的债权人。从商业银行资产负债表出发，用“对其他存款性公司债权+对其他金融机构债权”表征同业渠道，其中包含了同业存单、质押式回购等银行间业务，也包含对非银金融机构的贷款、同业拆借、债券投资等，可以良好反映同业交易情况。此外，还可以用“对非金融机构债权+对其他居民部分债权（即银行投放给居民、企业的贷款）”表征实体部门渠道，与同业渠道相互对比，以掌握资金的动态流向。

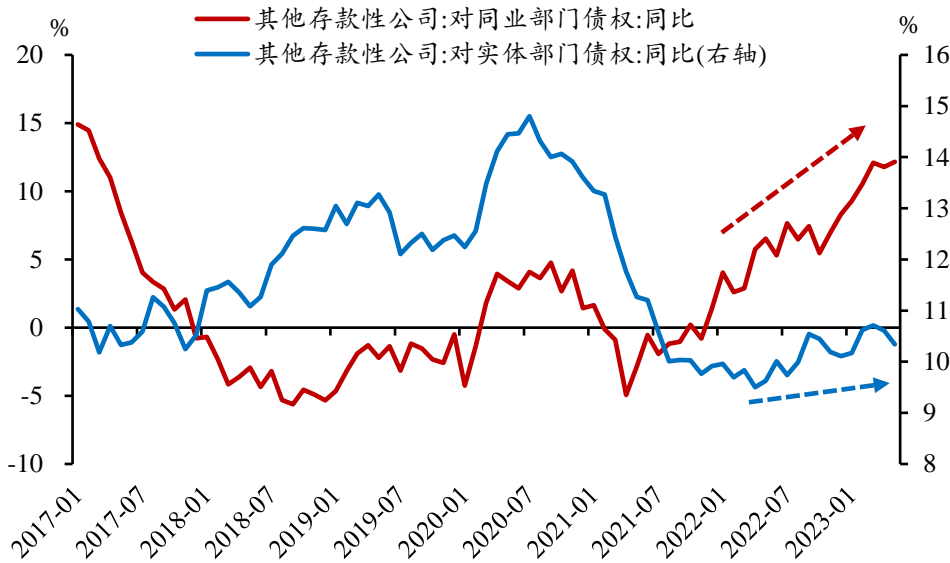
**通过银行间债市杠杆率衡量同业交易拥挤程度。**为了放大债券等资产端的投资收益，金融机构还会通过加杠杆的方式，建立超出自有资金规模的多头寸，来赚取投资收益与资金拆借成本的价差。金融机构通常通过同业业务融入资金，其中质押式回购是金融机构债券投资加杠杆的主要方式。因此，银行间债市杠杆率即可以反映债市交投情绪，也可以衡量同业交易的拥挤程度。指标计算公式为：

$$\text{银行间债市杠杆率} = \frac{\text{债券托管总余额}}{\text{债券托管总余额} - \text{银行间质押式回购余额}}$$



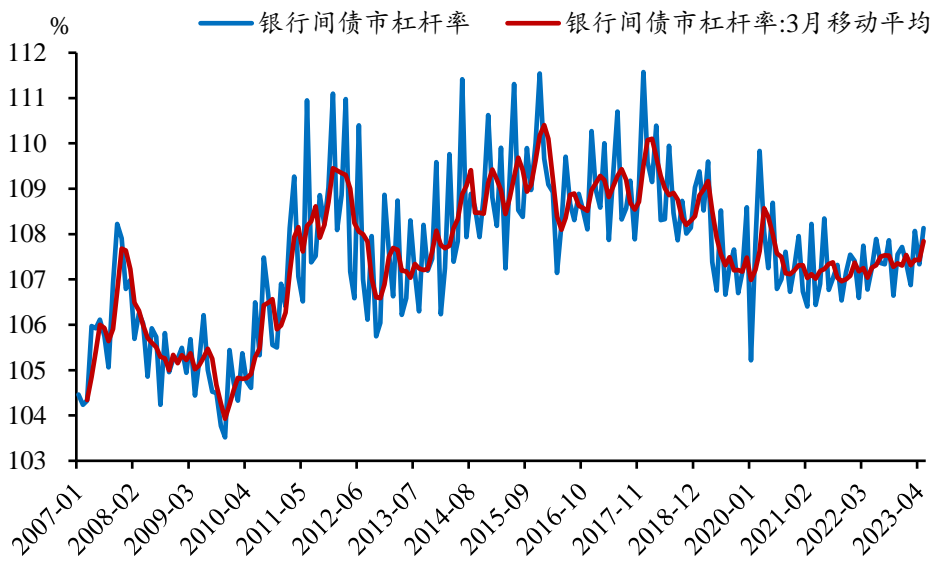
我国债券托管总余额、银行间质押式回购余额都是在不断上升的，因此当银行间债市杠杆率上升时，说明质押式回购余额上升更快，同业交易趋于拥挤。反之当杠杆率下降时，说明质押式回购余额增长放缓，金融机构更多利用自有资金投资债券。需要注意的是，银行间债市杠杆率通常和央行货币供给成正比，流动性充裕时资金价格更低，套利空间更大，金融机构加杠杆的意愿才会更强。反之则反。

图 8：银行对同业部门和对实体部门债权增速表现



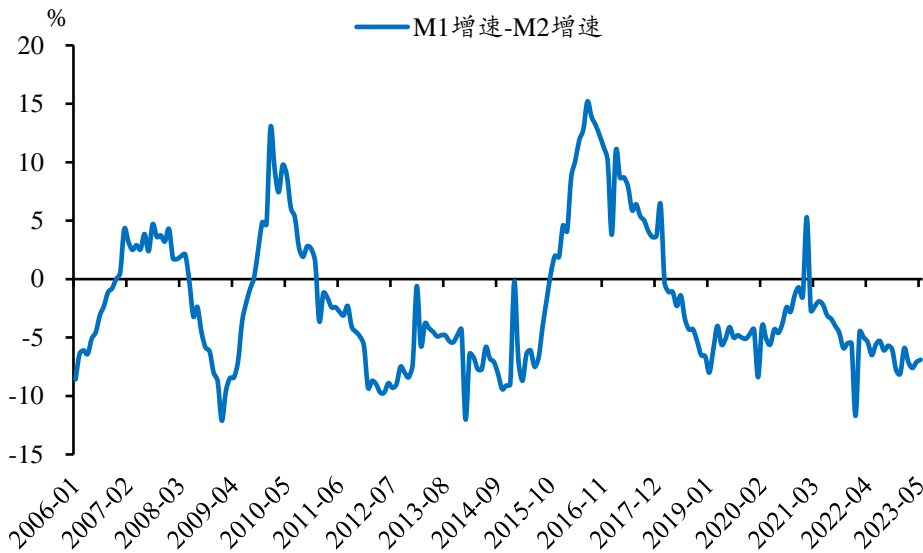
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：银行间债市杠杆率可用于衡量同业交易拥挤程度



资料来源: Wind, Choice, 信达证券研发中心

**3) M1-M2 增速剪刀差用来观察实体部门的资金留置。**M1 的构成是企业活期存款和流通中的现金，流动性相对更强。M2 可视作金融体系对实体部门的广义货币供给，在 M1 的基础上还包括企业定期存款、居民储蓄等。因此，当 M1 在货币供应中的占比更高时，货币流通速度就更快，对实体经济的促进作用也更强，此时 M1-M2 增速剪刀差趋于扩大。反之当 M1 在货币供应中的占比更低时，说明实体部门更多将存款定期化，或是投资理财、货币基金等，而非进行生产开支，货币更多留置在了金融体系，此时 M1-M2 增速剪刀差趋于收窄。

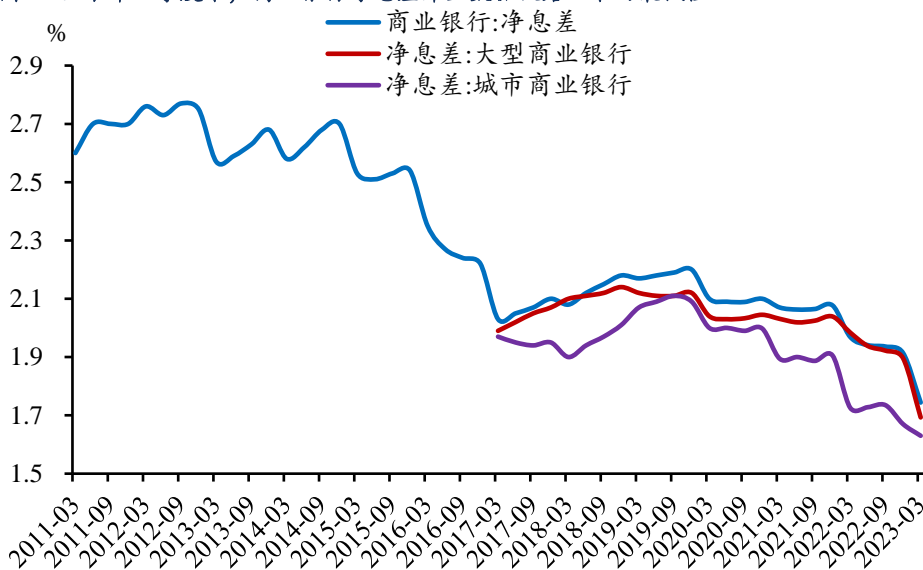
**图 10: M1-M2 增速剪刀差可用来观察实体部门的资金留置**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 1.3 2022 年以来，资金空转的现象有所抬头

2022 年以来，M2 和名义 GDP 增速明显偏离，同时金融杠杆率上升。今年一季度末，M2 增速录得 12.7%，较 2021 年末上升 3.7 个百分点。名义 GDP 增速录得 5%，较 2021 年末下降 4 个百分点（图 3）。金融部门杠杆率（资产方）录得 52.7%，较 2021 年末上升 4.1 个百分点（图 4）。说明部分资金供给可能并未进入实体经济，从而存在资金空转的现象。

从具体表现形式上看，影子银行规模和同业投资均有所扩张。截至今年 5 月末，影子银行规模较 2021 年末上升了 5.3 万亿元，同比增速随之上升了 12.1 个百分点（图 6）。构成上，主要是银行间同业准贷款较 2021 年末扩张了 4 万亿元，金融嵌套（银行表内资金）上升了 1.6 万亿元，未贴现银行承兑汇票和表外理财金融嵌套的规模是下降的。与此同时，银行对同业部门债权增速明显上升，今年 5 月读数为 12.2%，已反超银行对实体部门债权增速，较 2021 年末提升了 10.8 个百分点。期间银行对实体部门债权增速仅上升了 0.4 个百分点（参考图 8）。究其原因，我们认为可能与银行净息差不断收窄，需要通过同业业务运作，以提高资产端或其他业务收入有关。截至今年一季度末，商业银行净息差降至 1.74%，创下数据披露以来的最低值。

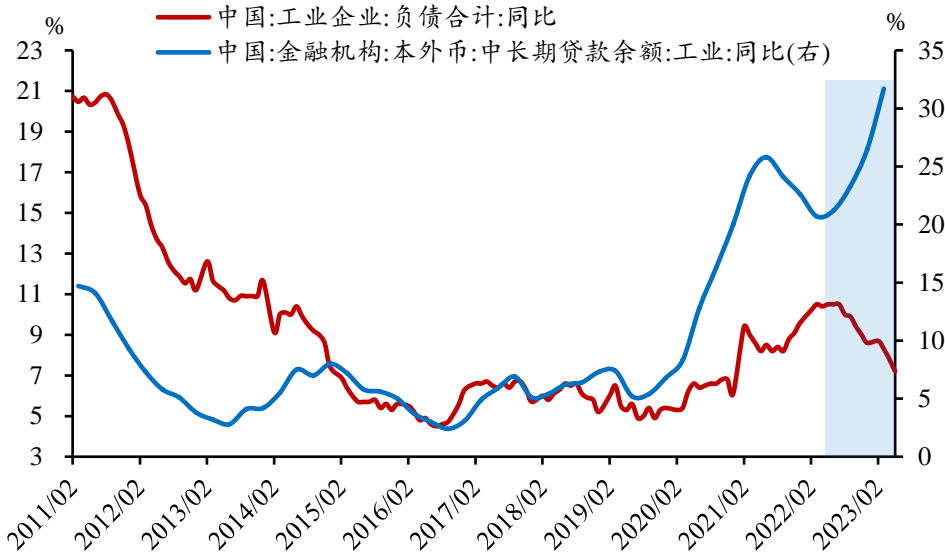
**图 11: 今年一季度末，商业银行净息差降至数据披露以来的最低值**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

与历史上其他时期不同的是，本轮实体部门资金空转的现象较为显著。当前M1-M2增速剪刀差仍处于负区间，资金活化程度不足，更多是留置在金融体系。更加重要的是，我们认为2022年下半年以来出现了信贷空转的现象。

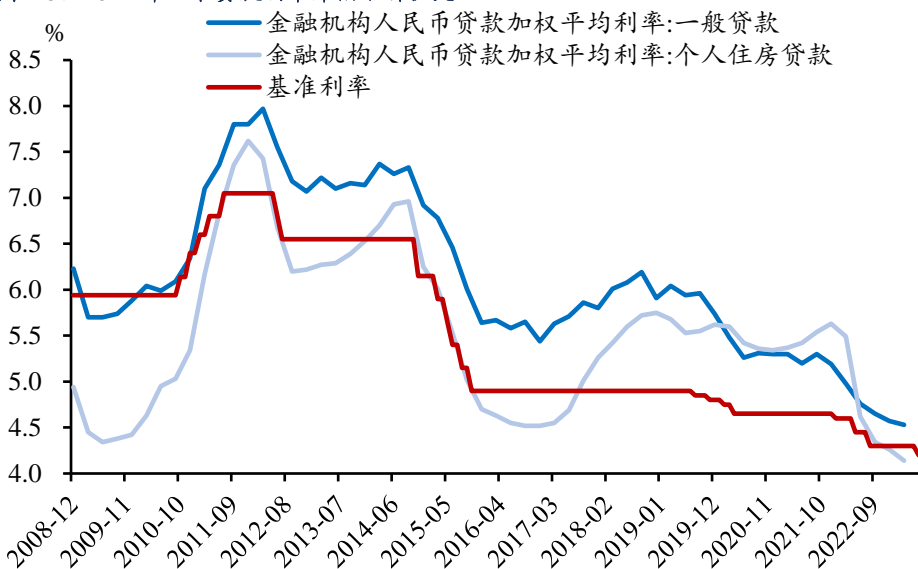
一是企业存在借入低息贷款，偿还其他债务的行为。我国工业企业负债的主体是银行贷款，中长期贷款的占比最高，因此工业企业负债增速通常与工业中长期贷款增速的走势相近。然而去年下半年以来工业负债增速下行，今年3月为8.3%，较去年6月高点回落2.2个百分点。同期中长贷增速显著抬升至31.7%，较去年6月低点上行10.5个百分点。2022年以来在央行货币政策和财政贴息工具的引导下，贷款利率降幅不断扩大，使得借入贷款来置换其他债务的条件成立。

图 12：2022 年下半年以来，工业企业负债与中长贷增速明显背离



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13：2022 年以来贷款利率降幅不断扩大

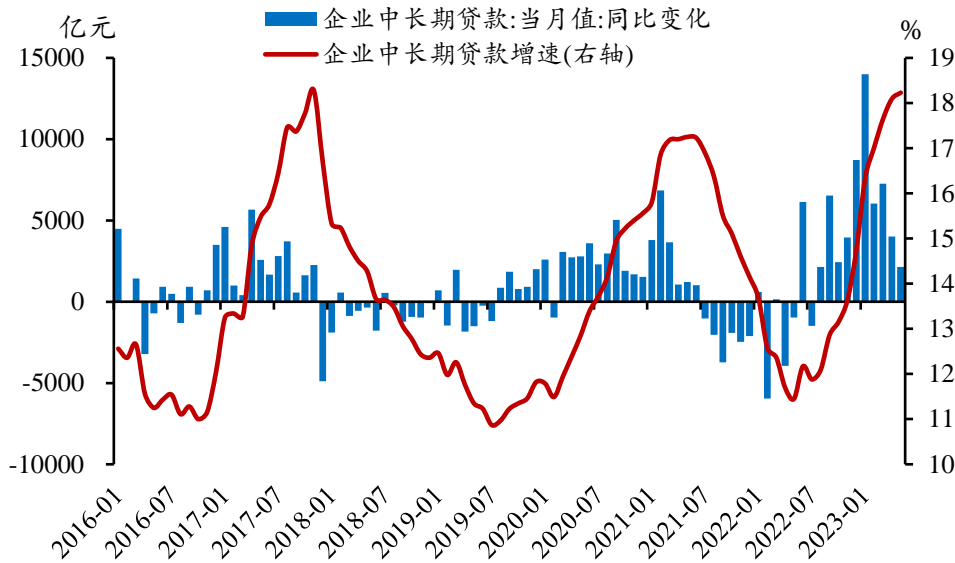


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二是企业信用扩张派生的增量存款，更多以定存、结构性存款的形式存在。2022 年下半年以来，企业信用明显扩张，尤其是中长期贷款增速持续上升，截至今年 5 月末达 18.2%，较 2022 年 6 月上升 6.1 个百分点。根据贷

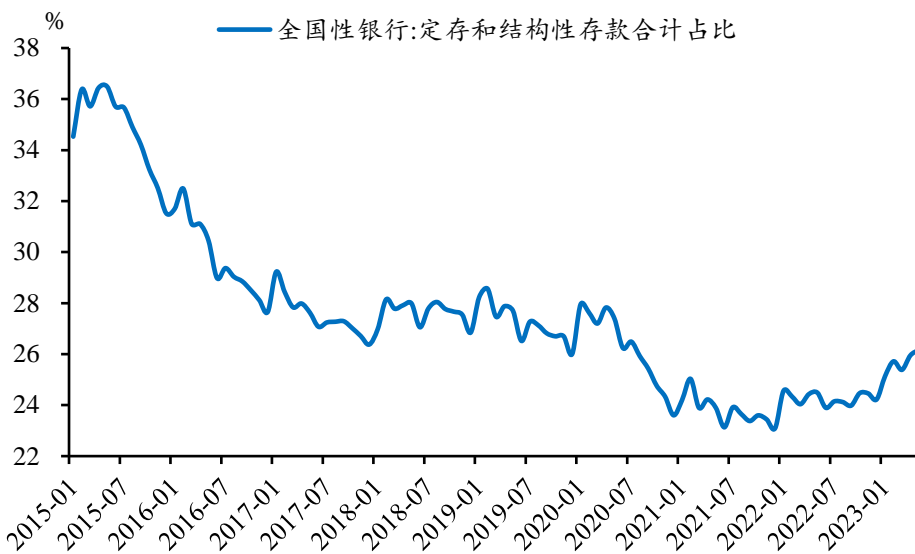
款派生存款的原理，企业存款随之多增。根据央行发布的全国性大型、中小型银行的信贷收支表，从结构上看，截至今年5月，企业定期存款和结构性存款在全部企业存款当中的占比提升至26.2%，较2022年6月上升2.3个百分点。

图 14：2022 年下半年以来企业中长贷增速持续上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15：企业定期存款和结构性存款合计占比出现上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、历史上各轮资金空转的模式、成因和历程

### 2.1 2008-2013：影子银行兴起，银信、银证等通道业务占主导

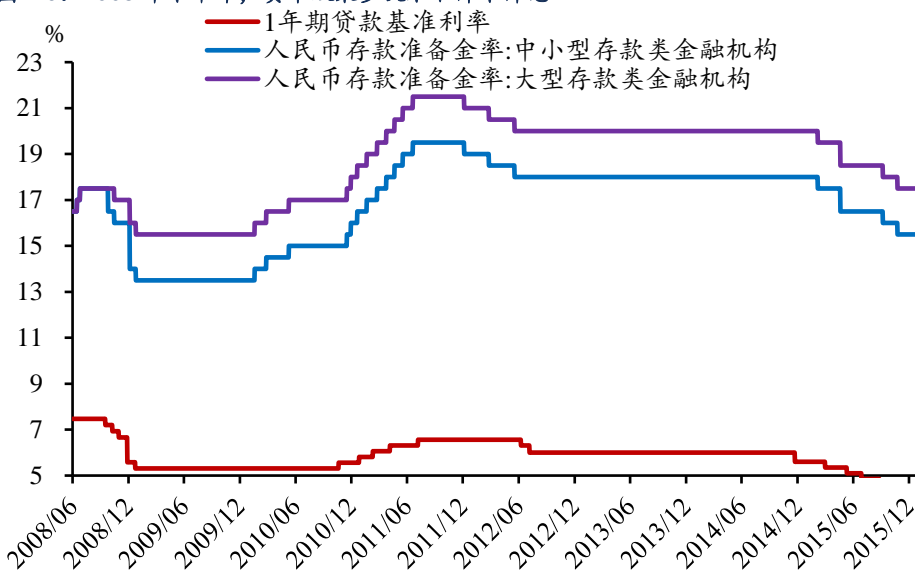
2008 至 2009 年，各项宏观政策为应对国际金融危机由趋紧转向宽松，影子银行进入快速增长阶段。2008 年下半年，货币政策多次降准降息，中小型金融机构存款准备金率下调 4 次、累计下调 4 个百分点，政策利率（彼时为贷款基准利率）下调 5 次、累计下调 2.2 个百分点。同时中央财政新增投资 1.18 万亿元，加上地方和社会投资总规模共约 4 万亿元。在此背景下，各类跨行业、跨市场的影子银行迅速增长，尤其是银行理财与信托公司的“银信合作”业务急剧膨胀。根据 2020 年银保监会发布的《中国影子银行报告》，仅 2010 年上半年，银信合作

业务就由年初的 1.4 万亿元猛增至 2.08 万亿元。

**2010 年货币政策开始收紧，为规避宏观调控和监管，银行进一步将资产大量移到表外。**前期的刺激政策取得了立竿见影的效果，国内需求企稳回升，但同时也出现了物价上涨等一系列问题。2010 年 1 月至 2011 年 7 月，CPI 同比由 1.5% 升至 6.5%。货币政策由此开始收紧，重新上调了存款准备金率和基准利率，同时加强对金融机构信贷投放总量、节奏和结构的管理，贷款增速和投向均受到严格约束。为规避宏观调控和监管，银行将资产大量移到表外，进一步助长了影子银行规模。2012 年起“银证合作”开始成为主流，2011 年底，证券公司受托管理资金本金为 2818.68 亿元，到 2013 年底，资金已增至 5.2 万亿元。

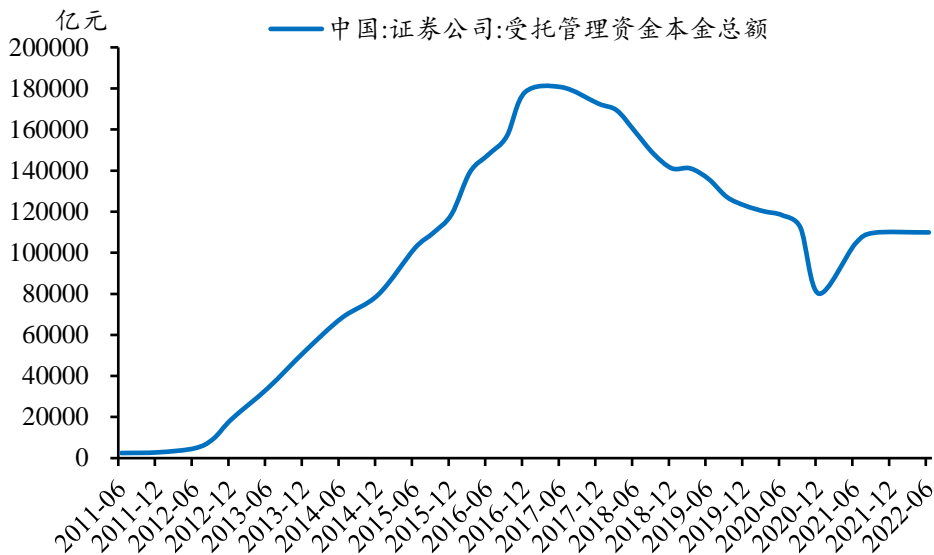
这一时期内，地方融资平台和房地产行业是影子银行的主要融资方。2013 年起房地产价格开始较快上涨（图 1），2009-2013 年，自筹资金在房地产开发投资资金来源中的占比明显提升（图 2）。2013 年末，地方政府杠杆率为 21.1%，较 2009 年末上升 4.9 个百分点。此外根据审计署的统计，2013 年 6 月底，地方政府债务达到 17.89 万亿元，其中地方融资平台的债务余额为 6.97 万亿元。在地方政府债务余额中，银行贷款的比重从 2010 年的 79.01% 下降到 2013 年 6 月的 56.56%，这意味着银行贷款之外的其他资金的比重增加。

图 16：2008 年下半年，货币政策多次采取降准降息



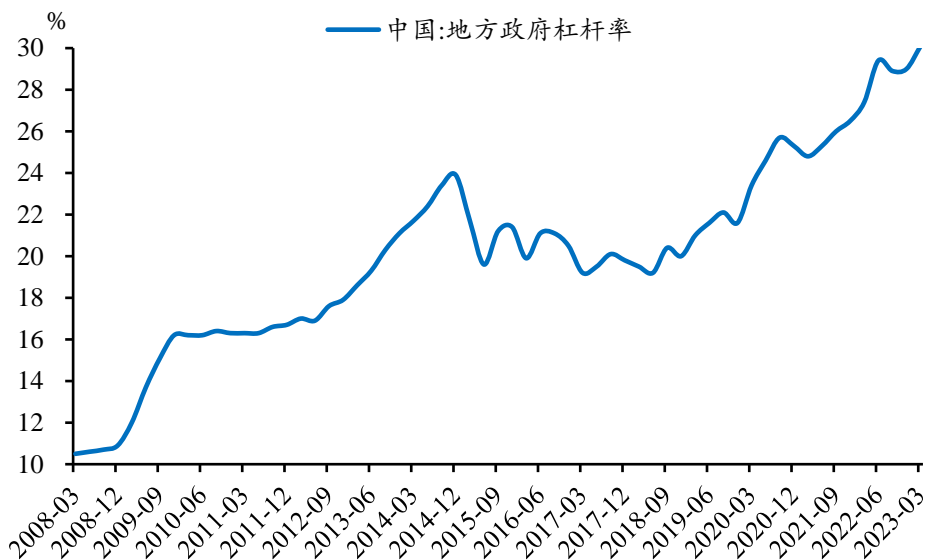
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17：“银证合作”兴起后，证券公司受托管理资金本金总额明显增长



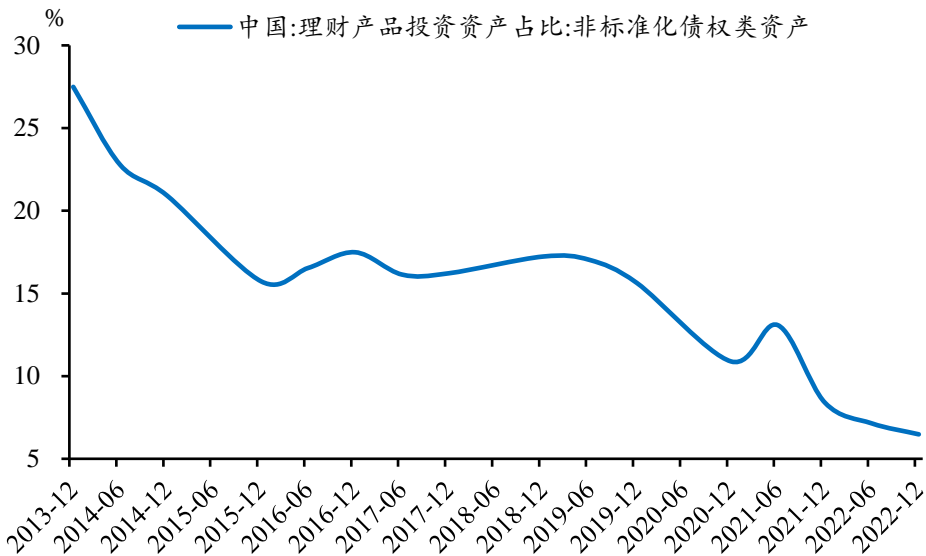
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18：2009-2013 年，地方政府杠杆率显著上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2013 年银监会下发“8 号文”规范银行理财投资非标业务，旨在打击资金空转。2013 年 3 月 25 日，银监会下发 8 号文——《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，明确指出银行在业务开展中存在规避贷款管理、未及时隔离投资风险的问题，并对银行理财进行规范，开始从总量上控制理财资金投资非标资产的规模。在这之后，理财资金投向非标资产的占比从 2013 年末的 27.5%，降至 2015 年末的 15.7%。事后来看，这一轮监管从严并未从根本上消除资金空转现象，2013 年后银行通过同业科目腾挪资金的创新方式来规避监管，并成为了下一阶段影子银行的主流模式。

**图 19：2013 年以后，理财资金投向非标资产受到严格约束**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

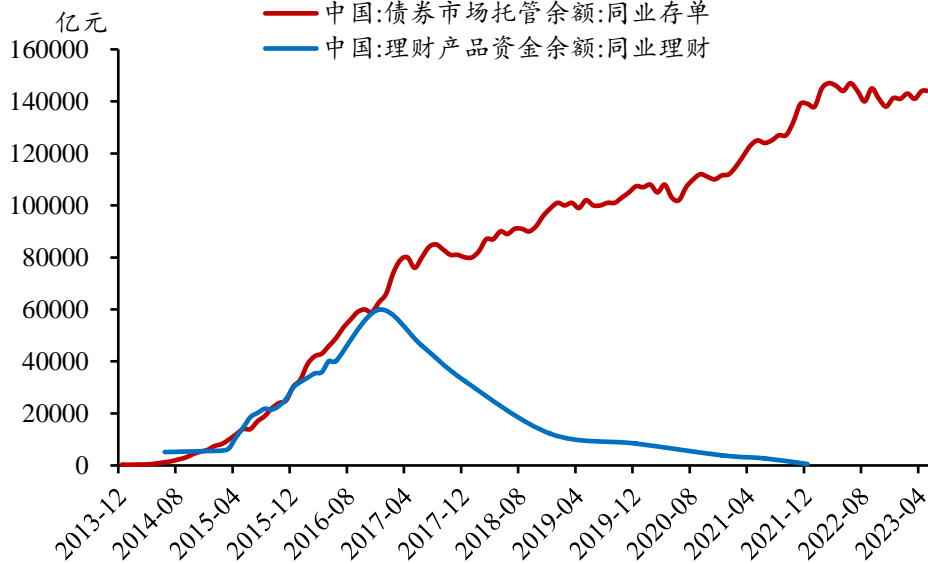
## 2.2 2014-2016：同业空转链条为主要模式

在 2014 年之后，同业业务进入创新高峰期。同业存单、同业理财的兴起促进了银行负债来源的多样化，银行和银行、银行和非银行机构之间通过同业业务相互关联，形成的同业链条不断延长。在 2017 年之前，银行表外理财、资金信托计划、各类资管产品之间相互投资并无明确的禁止性规定，实际上为各类 SPV 层层嵌套开了方便之门，这也是“金融嵌套”是影子银行重要业务形式之一的原因（《中国影子银行的经济分析：定义、构成和规模测算》，李文喆，2019）。

**2015 年央行开启新一轮降准降息，金融条件再度转为宽松。**2014 年，全球经济增长动力不足，国内经济处于增速换挡期、结构调整阵痛期、前期政策消化期三期叠加的复杂情况。2015 年政策面明确提及稳增长，央行在一年之内累计降准 5 次共 3 个百分点，分别下调贷款基准利率、7 天逆回购利率 1.65、1.85 个百分点。2015 年 6 月国务院推出棚改货币化安置，房地产再度成为经济刺激政策的主要抓手。在这一背景下，根据我们在前文中构建的指标，2014-2016 年金融嵌套（包括表内和表外理财资金）规模出现了大幅增长，从 2013 年末的 10.9 万亿元扩张至 2016 年末的 30.9 万亿元，规模几乎翻了三倍（图 7）。

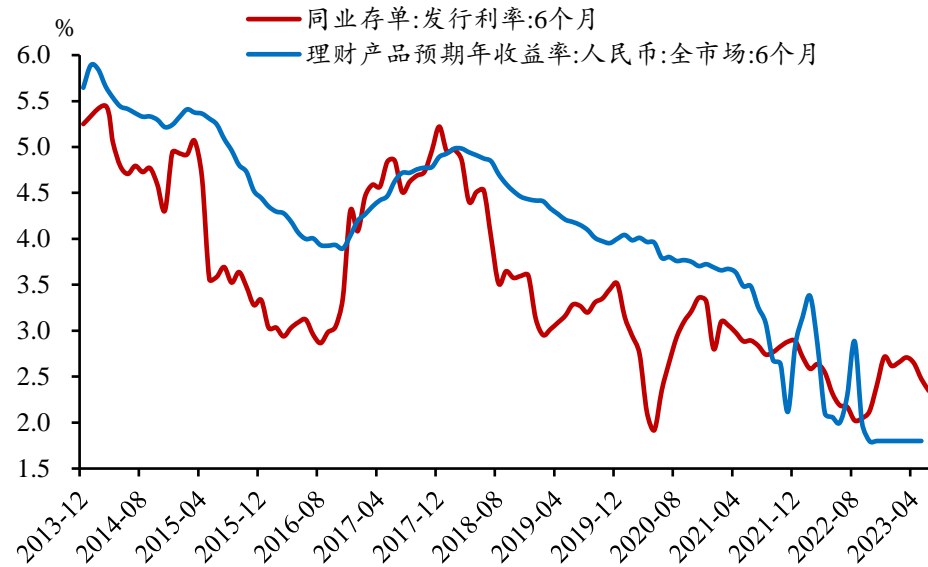
**同业存单、同业理财构成的同业链条，是这一轮资金空转的主要业务模式。**同业理财的资金来源主要是银行自营资金，在现实中还存在银行理财资金购买他行理财产品的情形，理财资金的相互持有属于典型的资金在金融系统空转。这一业务模式的套利机制在于，同业存单的发行利率普遍低于理财产品的发行利率，通过发行同业存单并将相应资金投资于同业理财，既能规避准备金缴纳，又能获得稳定的利差收益。2016 年末，同业存单托管余额升至 6.3 万亿元，同业理财资金余额升至 6 万亿元，而两者在 2014 年 6 月的余额均不足万亿。除此之外，其他业务模式还包括银行对非银金融机构的委外投资等，可根据存款性公司对其他金融机构的债权规模来观察。

**2017 年金融体系严厉去杠杆，同业空转链条受到严格监管。**2017 年，银保监会开展“三三四十”专项整治行动，央行推进“三去一降一补”，将表外理财纳入 MPA 考核推进金融去杠杆，抑制影子银行的发展和银行杠杆率的上升。这一轮监管从严实质性打击了资金空转现象。2017 年起，影子银行规模、银行兑同业债权规模增长明显放缓并转为下降，同业理财资金余额自此进入下行通道，金融部门杠杆率得到有效控制，金融体系内部的资金循环和多层嵌套明显减少。

**图 20: 同业存单、同业理财构成的同业链条在 2013-2016 年间发展迅速**


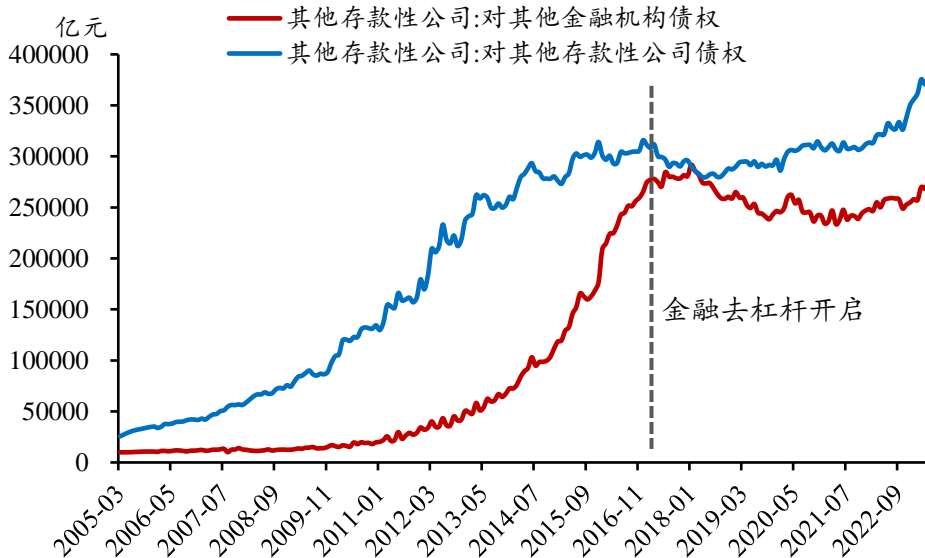
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 2021 年 12 月以后, 中国理财网不再公布同业理财资金余额数据

**图 21: 历史上同业存单的发行利率普遍低于理财产品收益率**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



**图 22：2017 年金融体系严厉去杠杆，同业空转链条受到严格监管**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 2.3 2018–2020：以结构性存款为核心的资金空转

受国际经济局势影响，2018 年国内货币政策转为适度宽松。2018 年世界政治经济环境错综复杂，中美发生贸易摩擦。由于美国是中国最大的贸易出口国，两国贸易战给国内相关的制造业带来了沉重的打击，经济开始面临严峻下行压力。2018 年起，国内 PPI 同比进入下行通道，2018 年末至 2019 年，制造业 PMI 在大部分时间内都低于 50% 荣枯线。在此背景下，央行货币政策再度转松，2018 年起多次降准并配合 MLF 操作等加大流动性投放力度，以确保银行间流动性维持充裕、引导企业融资成本下行。

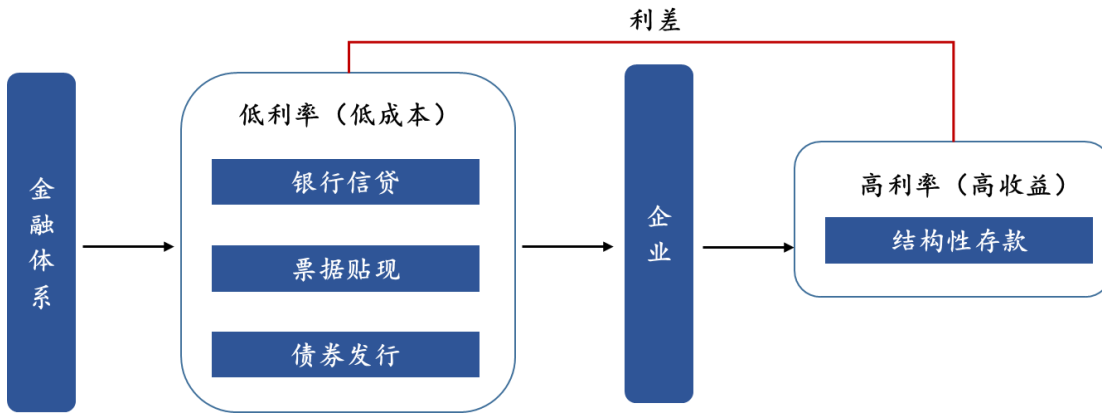
这一时期，出现了围绕结构性存款发生的资金空转。结构性存款受存款保险制度保护，拥有“保本”特性，且融资成本与投资结构性存款收益间存在利差，因此企业可以进行无风险套利。企业先通过低成本的银行信贷、票据贴现、债券发行等渠道来获取资金，获得资金后将其投放在银行的结构性存款中以获得较高的收益（图 23）。在此套利过程中，资金虽流向企业但并未帮助企业生产经营，没有真正流入实体经济，资金处于空转状态。2018 年起，可观察到全国性银行的结构性存款规模明显上升，从 2017 年末的 7 万亿元增长到了 2019 年 9 月末的 10.8 万亿元。

此后结构性存款规模在监管因素主导下，出现了多轮上升、下降：

**2019 年 10 月监管新规落地，结构性存款规模高位回落。**2019 年 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》，随着新规落地，结构性存款从当月 10.3 万亿元回落至当年末的 9.6 万亿元。

**2020 年各项宏观政策刺激力度加大，结构性存款规模再度出现明显上升。**为对冲新冠疫情冲击，央行连续降准降息，货币供应大幅提升的同时，资金成本明显下降。同时银行为应对激烈的同业竞争并满足监管要求，对存款的需求居高不下，结构性存款的利率并没有跟随市场利率下行。因此这又产生了套利空间，结构性存款规模再度大幅增长至 2020 年 4 月的 12.1 万亿元。

**2020 年 3 月央行下发《中国人民银行关于加强存款利率管理的通知》，结构性存款自此进入下行通道。**通知提出，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。二是将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围。结构性存款规模自此进入下行通道，截至今年 5 月，存量规模已不到 5 万亿元。

**图 23：围绕结构性存款资金空转的套利模式**


资料来源：信达证券研发中心整理

**图 24：2015 年以来的结构性存款规模变化**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 三、资金空转现象有望在下半年出现改善

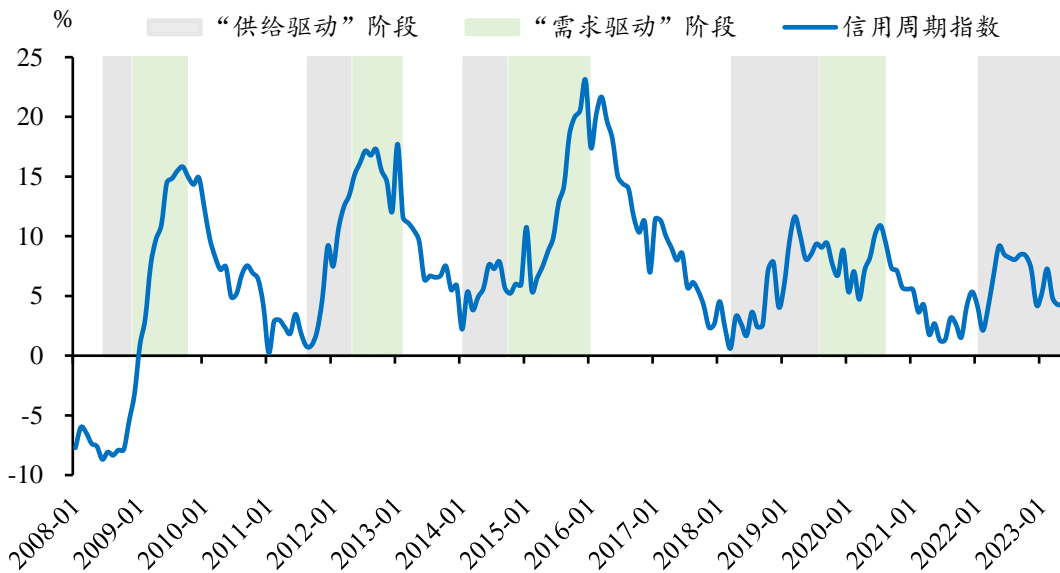
**政策宽松是资金空转的前提条件。**如前文所述，2008 年以来的历轮资金空转，都是以政策宽松为开端，尤其是货币政策转松。本轮资金空转现象也不例外，2022 年以来财政货币政策双积极。财政政策方面，2022 全年留抵退税总额超过 2.4 万亿元，直接增加了企业银行账户的存款。去年还动用了 5000 亿的专项债结存限额，同时财政支出力度较大。货币政策方面，2022 年以来央行降息（MLF 利率）三次共 30bp，全面降准三次共 75bp。此外还创设了多项结构性货币政策工具，引导金融机构定向支持先进制造业、中小微企业主体，同时为银行提供激励性资金。在积极的财政货币政策的支持下，去年以来 M2 增速显著提升，由 2022 年 1 月的 9.8% 最高升至今年 2 月的 12.9%。充足的货币供给和较低的融资成本为资金空转创造了条件。

**图 25：2021 年末至今，央行创设了多项结构性货币政策工具**

项目	碳减排支持工具	煤炭清洁高效利用专项再贷款	科技创新专项再贷款	普惠养老专项再贷款	交通物流领域专项再贷款	设备更新改造专项再贷款	保交楼贷款支持计划	
额度	暂无限制	3000亿元	4000亿元	400亿元	1000亿元	2000亿元以上	2000亿元	
投放进度 (截至2023年3月)	3994亿元	1365亿元	3200亿元	10亿元	354亿元	1105亿元	5亿元	
适用金融机构	21家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	21家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	工农中建交、邮储、农发行	21家全国性金融机构	6家商业银行	
央行支持比例	贷款本金60%	贷款本金100%	贷款本金60%	贷款本金100%	贷款本金100%	贷款本金100%	贷款本金100%	
申请机制	先贷后借，按季操作	先贷后借，按月操作	先贷后借，按季发放（7月1日开始申请使用）			先贷后借，按月发放	先贷后借，按季发放	
投向要求	碳减排重点领域（清洁能源、节能环保和碳减排技术）内的各类企业	煤炭安全生产和储备领域、煤电企业电煤保供领域	“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业等	普惠养老领域	“两企+两个”：道路货物运输企业、中小微物流配送和快递企业、道路普通货物运输个体工商户、个体货车司机	教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造	金融机构自主决策、自担风险发放保交楼贷款	
资金利率	1.75%							
期限	延续至2024年末	延续至2023年末	实施期已结束	实施期暂定两年	延续至2023年6月末	实施期已结束	实施期已结束	
市场利率	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平，其中1-5年期贷款利率不高于5年期LPR		低成本资金支持	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平		鼓励银行机构按市场化原则降低贷款利率	不高于3.2%（财政贴息2.5%）	-

资料来源：中国人民银行，银保监会，信达证券研发中心

需要注意的是，暂时性的资金空转是宏观周期中的正常现象。信用周期领先于经济周期，我们在报告《信用周期分析框架：指标构建与二阶段论》中，将信用周期分为两个阶段。一是“供给驱动”阶段，这一阶段内货币政策转向宽松、强化窗口指导，银行开始扩大信贷投放规模，但实体部门的经济预期还处于低谷，生产经营活动仍有待恢复。二是“需求驱动”阶段，当政策发力一段时间后，企业活力得以修复，居民对于就业与收入的预期改善，企业、居民中长贷等“顺周期”信贷进一步扩张，各项经济指标开始出现改善。因此，当信用周期处在“供给驱动”阶段时，资金空转现象通常相对容易发生。根据我们构建的指数，我们认为当前还未进入“需求驱动”阶段。

**图 26：当前信用周期仍处在“供给驱动”阶段**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

本轮资金空转主要表现形式是同业链条与信贷空转，主要分别是金融机构(商业银行为主)和实体部门参与其中。从银行的角度来看，其动机主要在于传统信贷业务收益下行，导致盈利空间受到挤压，需要通过其他投资收益增加收入。如前文所述，2022年以来在央行货币政策和财政贴息工具的引导下，贷款利率降幅不断扩大，商业银行净息差创下数据披露以来的最低值。因此，商业银行需要通过同业业务的运作，提高资产端或其他业务收入。基于历史经验，打击同业资金空转最好的方式之一是金融严监管。但在经济出现下行压力时期，监管从严可能不利

于经济复苏。从这一点来看，我们认为进一步引导存款利率下调，缓解银行经营压力，不失为一种更好的解决办法。

从实体部门的角度来看，主要在于当前房地产周期、产能周期、库存周期仍在下行，投资支出意愿不强。历史上，企业盈利周期与企业中长贷增速的同步性较高，通常前者更为领先，这也是企业中长贷一般被认为是“顺周期”信贷的原因。在多周期嵌套的影响下，当前工业企业利润仍深陷负增长。但去年下半年以来企业信用扩张，中长期贷款率先发力，背后与贴息工具、监管窗口指导等政策因素相关，凸显了本轮信用扩张依靠“供给驱动”的特征。因此，终结信贷空转，我们认为可能需要政策进一步发力，直至有效推动经济均衡复苏。

图 27：2022 年下半年以来，企业中长贷与工业企业利润明显背离



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**展望下半年，我们认为货币政策有望维持积极取向。**6月份以来，货币政策基调出现了明显变化。6月9日，易纲行长赴上海调研金融支持实体经济和促进高质量发展工作，在座谈会上重提“加强逆周期调节”。而在5月15日发布的一季度货币政策执行报告中，关于货币政策基调的表述为“搞好跨周期调节”。6月30日央行货币政策委员会召开2023年第二季度例会，明确将“加大宏观政策调控力度，搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”。我们认为，从下一阶段的工具选择上看：

一是央行可能重新加强信贷投放的窗口指导，配合发改委“22项降成本重点工作”，引导金融机构加大制造业中长期贷款投放力度，加强对创新型、科技型、专精特新中小企业信贷支持。

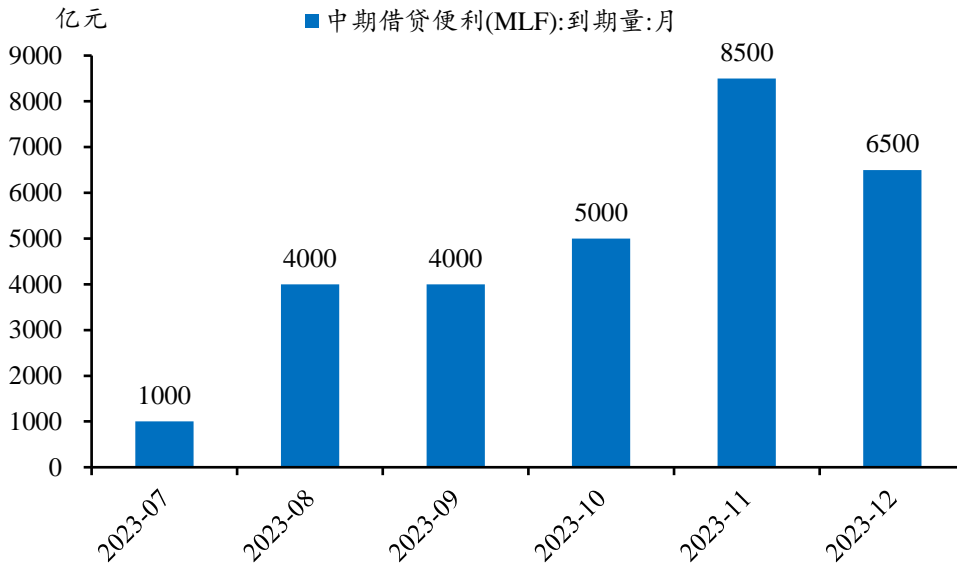
二是三季度末前后可能会有降准。推动信贷增长、存款利率下调等仍需为银行解除流动性约束。今年第二批新增地方债额度已于5月中旬下达省级财政部门，额度约1.9万亿元，待发行规模较高。此外四季度MLF到期规模高达2万亿。综上，三季度末可能会有全面0.25个百分点的“功能性”降准。

三是央行或开启新一轮降息周期。今年一季度末我国实际利率约为3.6%，高于过去3年2.85%的平均水平，实际利率偏高不利于企业融资和居民消费需求的释放。此外，历史上国内产能周期下行期，央行都会开启降息周期。2023Q1工业产能利用率进一步降至74.3%，我们判断产能周期可能在明年初前后触底，对应本轮央行降息周期尚未结束。

四是存在推出增量结构性货币政策工具的可能性。6月30日，央行发布公告，决定增加支农支小再贷款、再贴现额度2000亿元，进一步加大对“三农”、小微和民营企业金融支持力度，发挥精准滴灌作用，降低社会融资成本，促进扩大就业，支持经济内生动力恢复。

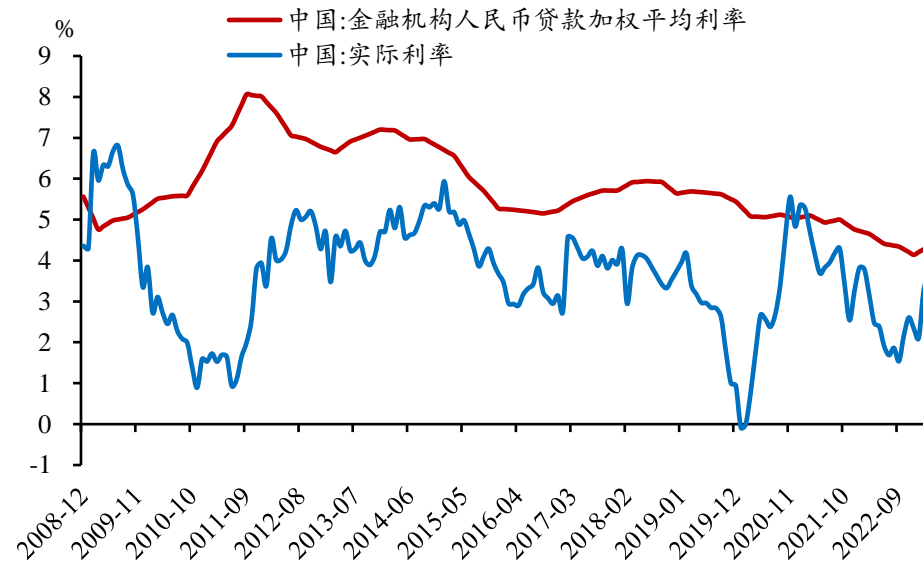
积极的货币政策有望引领国内稳增长政策加码，推动经济企稳回升。此外，我们判断新一轮库存周期最早三季度末启动（详见报告《库存周期的再探讨》），伴随 PPI 同比在 6 月触底，下半年工业企业利润增速也有望逐步上升。在多项积极因素的影响下，本轮资金空转有望在下半年迎来改善。

图 28：今年四季度 MLF 到期规模高达 2 万亿



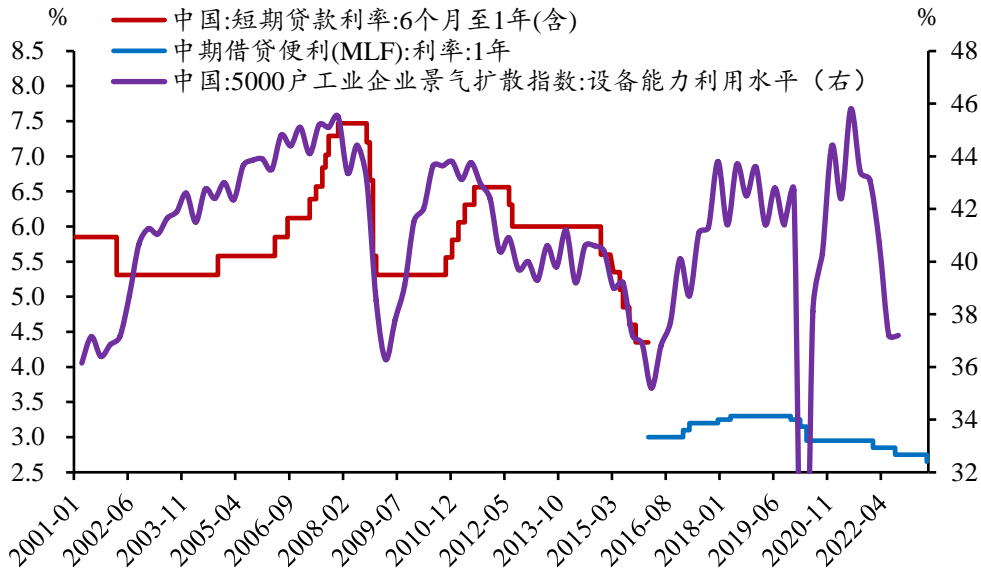
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29：去年 9 月份以来，中国实际利率出现反弹



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30: 历史上产能周期下行期, 央行都会开启降息周期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

政策力度不及预期, 地缘政治风险, 居民企业信心恢复不及预期等。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

张云杰，信达证券宏观分析师。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究金融流动性，中美货币政策，物价分析等。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	赵岚琦	15690170171	<a href="mailto:zhaolanqi@cindasc.com">zhaolanqi@cindasc.com</a>
华北区销售	张澜夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华北区销售	王哲毓	18735667112	<a href="mailto:wangzheyui@cindasc.com">wangzheyui@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙瞳	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	王爽	18217448943	<a href="mailto:wangshuang3@cindasc.com">wangshuang3@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	粟琳	18810582709	<a href="mailto:sulin@cindasc.com">sulin@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>

华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。