
套利叠加实体投资不确定推升结构性存款规模，货币信用传导效率及效果受限

联合资信、联合评级宏观研究部

2020 年以来，结构性存款¹规模创新高，据央行数据，5 月结构性存款余额为 11.84 万亿，较 4 月减少 0.3 万亿，较 2019 年末大幅增长 23.3%；前 5 个月结构性存款增量超过 2017 年全年增量水平，接近 2018 年全年增量。2020 年以来资金利率差异为企业进行结构性存款套利提供了可行性。根据融 360 最新统计数据显示，5 月结构性存款平均最高收益率为 4.54%，环比小幅下降 43BP，但依然远高于企业资金成本，企业资金套利存在空间。但企业热衷于资金套利的根本性原因在于企业对未来投资存在较大的不确定性，降低了企业的实体投资热情。

一、结构性存款持续增加，创历史新高

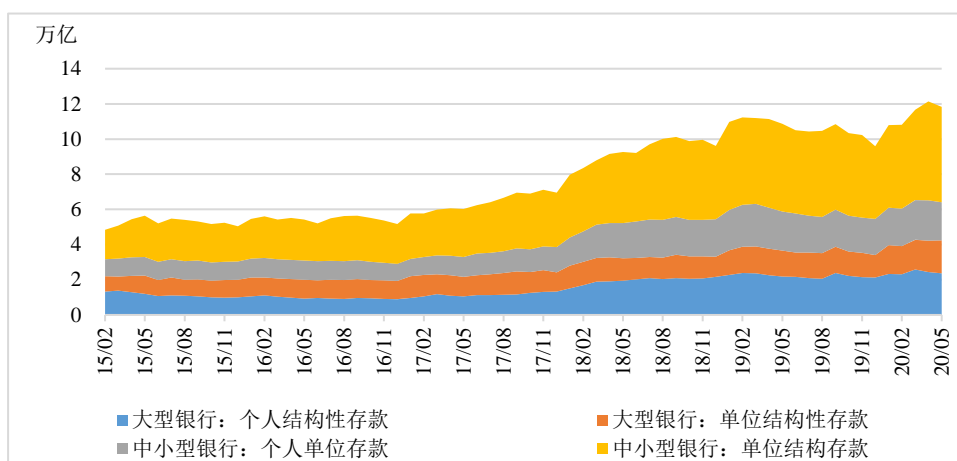
结构性存款最早在 2002 年开始出现，外资银行首先推出了此类产品，中资银行随后也开始陆续推出结构性存款，但其后期发展一直不温不火的，直至 2018 年资管新规禁止银行发行保本理财产品，结构性存款规模开始快速发展，2019 年初在套利的催生下结构性存款再次快速增长，但很快迎来监管的关注，结构新存款规模进入小幅下行的趋势。但 2020 年以来，结构性存款再次快速上升：截至 2020 年 5 月末，结构性存款规模为 11.84 万亿，较 2019 年末增长 2.24 万亿；1-5 月增量超过 2017 年全年增量水平，接近 2018 年全年增量，在经过 2019 年规模压降 185.84 亿以后，结构性存款规模出现反弹。由于结构性存款规模大幅增长的背后是套利行为，因此 2020 年初以来结构性存款的快速增长引来市场及监管的关注。结构性存款成为套利工具主要有两方面原因：一方面是结构性存款类似于存款，但又与金融衍生品挂钩，能够提供高于一般存款的收益，但又有针对衍生品设置触发概率极低的行权条件的特点，使得结构性存款基本能够实现较高收益但又有保本的基本功能，从而使得结构性存款成为保本理财的替代产品大受欢迎；另一方面我国的利率“两轨”制造成存款利率与市场利率并不一致，当市场利率下行时存款利率仍然保持一定的刚性不受影响。

中小型商业银行单位结构性银行存款是年初以来结构性存款快速上涨的主要推动因素。2020 年以来，为了冲击疫情对企业造成的影响，央行持续推出宽松的货币政策，在此背景之下，金融数据连续录得较好的增长，货币、信贷、社融三大数据呈现全面上升的态势。但

¹银保监会在《商业银行理财业务监督管理办法》中将结构性存款定义为“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收益的产品”。

在宽信用政策之下，资金套利的现象严重凸显。2020 年以来，结构性存款不断上升，其中单位结构性存款增长尤为显著，4 月更是创下历史新高，5 月以来监管开始监管层着力整顿结构性存款、打击资金空转套利，通过窗口指导要求商业银行年内对结构性存款“压量控价”，高增长趋势暂停，5 月结构性存款余额为 11.84 万亿，较 4 月减少 0.3 万亿，较 2019 年末大幅增长 23.3%。从银行类型看，中小型商业银行的结构性存款占比最大，占全部结构性存款的 64.24%，大型商业银行的结构性存款占全部结构性存款余额的 35.76%；从结构上看，单位结构性存款是本次结构性存款大幅上涨的主要推动因素，截至 5 月末，单位结构性存款余额为 7.3 万亿，占全部结构性存款的 61.63%，较 2019 年末增长 1.88 万；居民结构性存款余额 4.54 万亿，较 2019 年末增长 0.36 万亿。整体看，2020 年以来中小型银行单位结构性存款新增规模占全部增量的 58%，成为结构性存款快速增长的主要推动因素。

图 1：结构性存款规模及构成



数据来源：Wind

二、资金利率差异叠加对未来投资的不确定性，推升了结构性存款规模

本次的套利与以往略有不同，本次进行套利的主体主要是企业而非金融机构。企业通过较低成本的“信贷+债券+票据”，获得资金转而存为结构性存款以获取利息差额收入，或者企业先在银行存入结构性存款再进行转贴现获取利息差收入。从资金来源看，宽松的货币政策形成的较低的资金利率为企业提供了较为充裕的资金来源；从投资收益看，结构性存款的收益持续走高，形成了一定的资金利率差，为企业套利提供了操作空间。

从资金来源端看，2020 年货币政策结束 2019 年来的偏紧转为较为“灵活适度”宽松政策以应对突如其来的疫情对经济产生的冲击，宽口径货币供给 M2 同比增速自 2017 年 4 月以来再次重回两位数增长，信贷、企业债券融资大幅上涨，远高于去年同期值，但伴随着企业融资的大幅上涨的是单位结构性存款的快速增加。

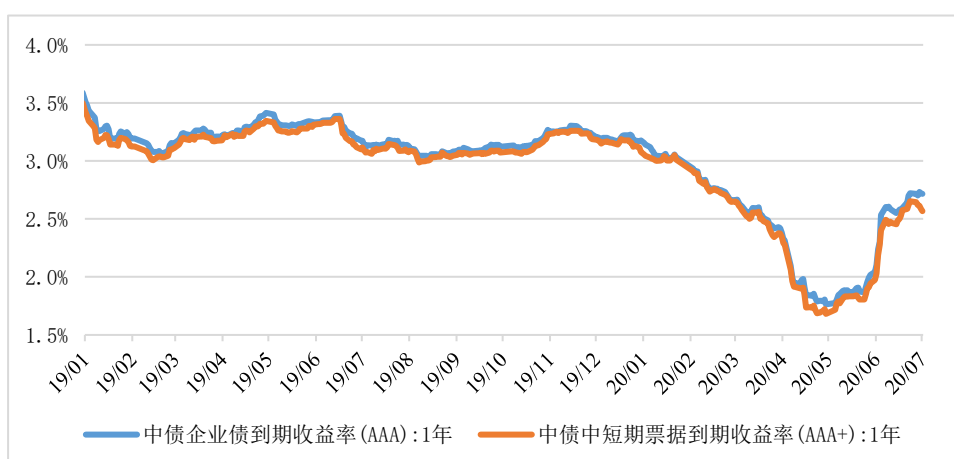
表 1：人民币和企业债券融资、结构性存款变动

日期	当月新增人民币贷款（亿元）			当月企业债券净融资（亿元）			单位结构性存款（亿元）		
	2019 年	2020 年	同比变动	2019 年	2020 年	同比变动	2019 年	2020 年	同比变动
01-31	35668.36	34924.00	-744.36	4828.90	3950.00	-878.90	64171.74	63351.21	-820.53
02-28	7640.64	7202.00	-438.64	874.93	3894.00	3019.07	64531.37	63666.58	-864.79
03-31	19584.40	30390.00	10805.60	3546.22	9922.00	6375.78	64164.12	68259.94	4095.82
04-30	8732.83	16239.00	7506.17	3948.86	9252.00	5303.14	65528.81	74277.94	8749.13
05-31	11855.46	15502.00	3646.54	1032.90	2971.00	1938.10	64691.70	72961.40	8269.70

数据来源：Wind

从资金成本端看，2020 年年初以来，为了对冲疫情的影响，宽松的货币政策不断出台，连续的全面降准、定向降准和降息依次出台。4 月 3 日央行宣布自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%，超过市场预期，进一步打开了资金利率下行的空间，隔夜利率首次“破 1”，创下了历史最低值。货币宽松传导至债券市场，债券的发行利率连续走低，为企业发行债券获取低成本资金创造有利条件。从社融细分项上看，4 月企业债券净融资 9015 亿元，同比多增 5066 亿元；信贷方面，前 4 个月人民币贷款持续增长，4 月新增人民币贷款 17000 亿，高于市场预期，同比多增 6818 亿元，同比增速录得 13.1%，贷款增速明显回升。与之对应的是“资金价格”下降，截至 4 月底，一年期的 3A 级企业债收益率降至 1.76%，一年期 LPR 降至 3.85%，企业资金成本有较为明显的下降。而 5 月结构性存款业务受到窗口指导规模增长趋势暂停，相应的 5 月企业债券融资下降至 2971 亿元，环比骤降 67.89%。

图 2：前 4 个月企业融资成本显著下降

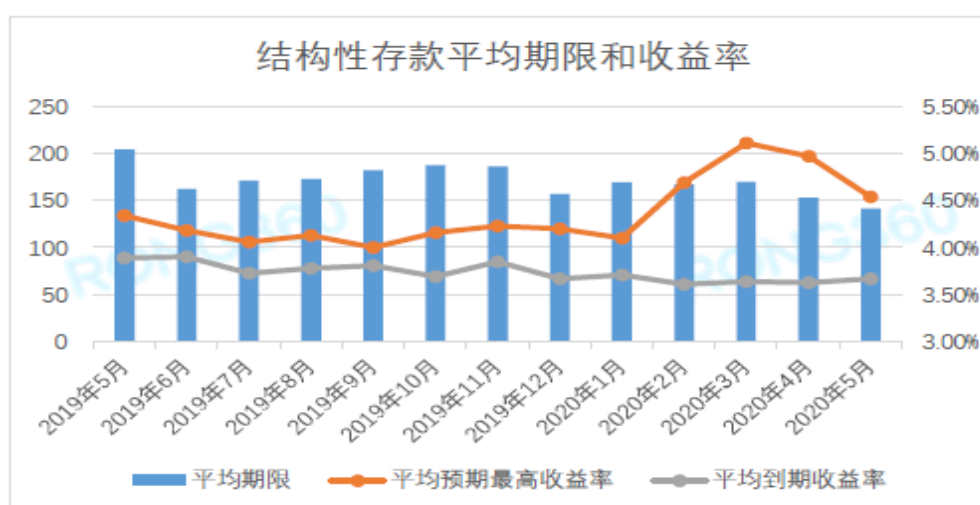


数据来源：Wind

与企业资金成本的下降相对的是结构存款投资收益自年初以来持续走高，为企业套利提

供了操作空间。根据融 360 不完全统计数据显示，结构性存款利率自 2 月以来开始逐渐上升，5 月份发行的结构性存款平均期限为 141 天，平均预期最高收益率为 4.54%，环比下降 43BP；5 月份共有 1357 只人民币结构性存款，平均期限为 133 天，共 811 只产品披露了到期收益率，平均到期收益率为 3.67%，环比上涨 4BP。在 5 月份到期的同时披露预期最高收益率和到期收益率的人民币结构性存款中，有 52.5%达到了预期最高收益率，环比上升 2.2 个百分点。

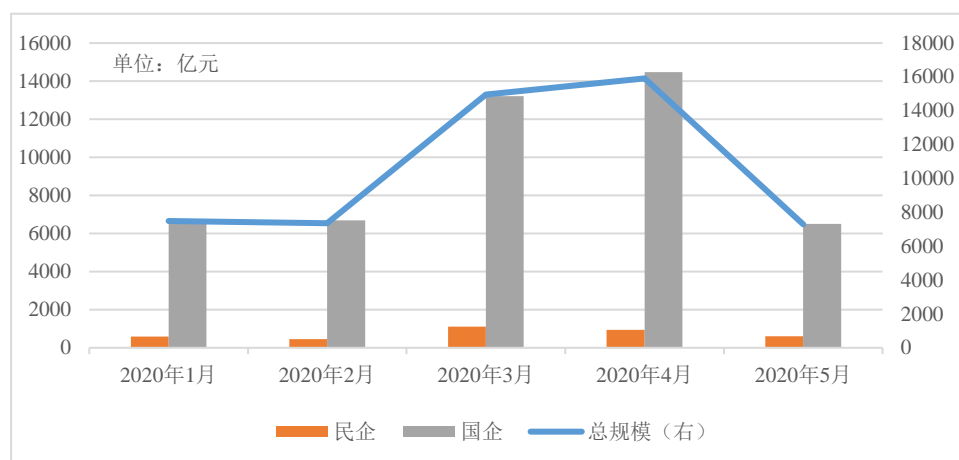
图 3：结构性存款平均预期最高收益率和平均到期收益率



数据来源：融 360

从企业性质看，本次结构性存款结构化较为严重，国企可能在其中贡献了绝大部分增量。从社融细分项上看，3、4 月企业信贷、未贴现银行承兑汇票以及企业债券融资是社融高增的主要驱动力，也是企业融资的主要来源：从信贷角度看，4 月新增人民币贷款 1.7 万亿，同比多增 6818 亿元；其中，4 月份企（事）业单位贷款增加 9563 亿元，同比多增 6092 亿元，是 4 月人民币多增的主要驱动力。而从企业性质来看企业债券融资，国企同样是债券融资的主力军，占全部融资额的 90%左右，而民企只占全部债券融资额的不到 9%。从这个角度分析，年初以来的社融资金大部分流向了国企，使得国企成为结构性存款的主要资金来源。且从行业来看，资金大部分流入基建、房地产相关行业以及城投类企业，受疫情冲击较大的批发和零售贸易的占比有所下降，资金流向与实际资金需求有一定的差异，这也使得资金流入企业有能力进行结构性存款套利。

图 4：不同性质企业新发债券融资规模



数据来源：Wind

企业进行套利的可行性条件是资金利率差的存在，但根本原因是企业对未来实体投资存在较大的不确定性。自年初以来受到新冠疫情的影响，我国经济出现较深度的负增长，生产、需求一度出现“停滞”状态，3月以来随着国内疫情逐渐得到控制，生产、需求都在逐渐恢复，但海外疫情依然未得到控制，国内需求依然受到抑制，经济仍然存在较大的下行压力。在这种背景之下，企业对未来的投资回报存在较大的不确定性，降低了企业的投资热情，促使企业将富裕资金进行金融投资以获取利差收益。这一点可以从 M2 与 M1 的剪刀差得到一定的印证：货币供应结构中，如果企业对未来预期谨慎，企业会更倾向于金融投资，将存款定期化，M2 占比会更高；如果企业对未来增长前景乐观，准备补库存或者扩大资本开支，企业会选择将存款活期化，以随时应对补库存和扩大资本开支所需要的现金，这时企业账户上活期存款的部分占比会相对较高，M1 上升。2020 年以来，在货币资金宽松的背景下，M2 与 M1 的剪刀差反而走阔，反映了企业投资活跃度低，对未来的信心不足。

三、单位结构性存款高企的影响

因此结合上文分析推测，2020 年以来的企业部分融资通过结构性存款等工具进行金融市场投资进行套利，并未完全进入实体经济。这也解释了 2020 年 4 月固定资产投资增速低迷的部分原因。企业进行资金套利客观原因是由于资金成本利率较低，与结构性存款等工具存在可套利的空间，但根本原因是实体投资回报低于套利收益，企业对未来经济投资存在较大的不确定性。

从货币政策效果看，结构性存款背后的企业套利行为与货币政策意图相违背，不利于货币信用直达经济体的效率及效果。年初以来货币政策意图是帮助企业对冲疫情带来的流动性

危机，促进经济恢复增长，但企业的套利行为使得资金流入金融市场，阻碍了宽货币信用政策向实体经济的传导。从实体企业角度来看，一方面企业的套利行为使得经济并未流入实体生产活动，经济的恢复程度有所降低。另一方面结构性存款虽然有助于扩大银行的存款规模，但是结构性存款高于一般存款的收益推升了银行的负债成本，从而抑制了贷款成本下降的空间，与政策降低实体融资成本的意图相违背。

5月媒体报道银保监会对部分银行进行窗口指导，明确要求压降结构性存款规模，在年底前逐步将结构性存款规模压降至年初规模的三分之二；6月12日北京银保监局发布《关于结构性存款业务风险提示的通知》，要求严控结构性存款业务总量及增速。监管政策的目的是防止资金空转，疏导货币政策有效的传导至实体经济。短期来看，对结构性存款规模的控制可能会导致中小型银行负债端缩表，对中小型银行造成压力，从银行负债端看，中小型银行结构性存款占其全部存款余额的8.56%，远远高于大型银行的4.52%，显示了中小型银行更为依赖于结构性存款，因此压缩结构性存款将对中小型银行负债端造成较大的压力，中小型银行可能会面临流动性压力；同时可能会使得企业债券融资下降，从而拖累社融增速，5月企业债券融资环比骤降67.89%。但长期看，监管并未完全禁止结构性存款业务，而是规范其发展，同时结构性存款压降一定程度上打击了银行高息揽储的行为，有利于引导银行负债端成本下降，从而向企业让利空间增大，有利于货币政策的传导。另一个角度看，随着经济的逐渐恢复，央行也需要从季度宽松的货币环境中退出，这与央行领导在6月18日的上海陆家嘴金融论坛的发言论调相一致，因此对结构性存款规模压缩的监管指导或是前期宽松货币政策退出的一个信号，后期货币政策或将边际收紧。