

银行 II

推荐 (维持)

分析师 吴畏
02138565945
wuwei@xyzq.com.cn
S019051020004

证券研究报告

存款研究之五

—财政存款

推荐 (维持)

2011 年 3 月 14 日

投资要点

事件:

财政存款作为存款的重要组成部分, 市场对其的认识一直存在模糊的地方。本文尝试从财政存款的来源、财政存款的支用以及财政存款与流动性的关系三个角度对这一存款构成进行分析。希望大家了解和认识财政存款提供一些参考。

点评:

- 财政存款的主要来源即各类税收的集中实现和消费性支出的差额, 由于税收清缴具有明显的月度性特征, 财政存款的积累也呈现出相应的波动。一般来说, 1 月、4 月、5 月、7 月、10 月是财政存款的积累期而 12 月则是财政存款的释放期。财政存款的积累对应着税收的清缴, 而财政存款的释放则是中央财政对下一年政府支出的集中计提。但是, 我们要指出的是财政存款年底集中划拨商业银行并不意味着其可以马上投入到商业银行的可用资金之中, 而是先进入一个专门的拨款账户, 等待下一年财政支出用款的进度而逐步划拨。

表 1 财政存款与税收增长和总支出的关系

	税收	非税收入	总收入	总支出	财政存款变化
Jan-2007	4,708	488	5,196	1,527	2,571
Feb-2007	2,899	147	3,046	2,166	-156
Mar-2007	3,111	431	3,542	2,458	663
Apr-2007	5,314	519	5,833	2,792	2,946
May-2007	3,742	366	4,108	2,539	2,099
Jun-2007	3,762	632	4,394	3,984	116
Jul-2007	4,680	533	5,212	2,843	2,219
Aug-2007	3,198	298	3,495	2,955	-167
Sep-2007	3,562	530	4,091	3,913	108
Oct-2007	4,942	405	5,347	3,134	2,093
Nov-2007	3,358	555	3,913	4,000	503
Dec-2007	2,348	797	3,145	10,749	-6,291
Jan-2008	6,773	624	7,397	2,596	3,024
Feb-2008	3,844	314	4,159	2,311	1,630
Mar-2008	3,903	513	4,416	3,306	493

Apr-2008	6,116	709	6,825	3,532	2,689
May-2008	5,901	367	6,268	3,551	2,697
Jun-2008	4,888	855	5,744	4,082	-160
Jul-2008	5,323	750	6,074	3,771	1,848
Aug-2008	3,551	297	3,848	3,175	-395
Sep-2008	3,793	424	4,217	4,046	-1,676
Oct-2008	4,917	412	5,329	3,282	2,065
Nov-2008	2,990	802	3,792	4,231	-1,403
Dec-2008	2,223	1,039	3,262	16,670	-10,403
Jan-2009	5,639	493	6,132	3,206	491
Feb-2009	3,598	510	4,108	3,079	369
Mar-2009	3,786	616	4,402	4,147	-1,738
Apr-2009	5,313	584	5,897	4,020	1,525
May-2009	5,710	860	6,569	3,663	4,474
Jun-2009	5,484	1,384	6,867	5,467	1,764
Jul-2009	5,935	761	6,696	4,049	3,736
Aug-2009	4,660	578	5,237	3,650	1,584
Sep-2009	4,933	676	5,609	5,661	-1,870
Oct-2009	6,260	585	6,845	3,714	3,168
Nov-2009	4,370	660	5,029	5,162	732
Dec-2009	3,834	1,291	5,125	17,952	-9,863
Jan-2010	7,924	735	8,659	2,573	3,965
Feb-2010	4,550	395	4,945	3,959	-1,120
Mar-2010	5,229	794	6,023	4,702	-324
Apr-2010	7,302	624	7,926	4,303	3,441
May-2010	7,025	892	7,918	4,701	3,853
Jun-2010	6,582	1,298	7,879	6,539	-111
Jul-2010	6,923	860	7,783	4,647	3,282
Aug-2010	5,022	598	5,619	4,882	1,001
Sep-2010	5,402	886	6,287	6,653	-2,456
Oct-2010	6,938	923	7,860	5,238	2,992
Nov-2010	5,437	403	5,841	8,179	-2,119
Dec-2010	4,870	1,470	6,339	13,743	-9,361

资料来源：CEIC, 兴业证券研究所

- 正如我们在《存款研究之三—基础货币和存款准备金》中所指出的，财政存款并不直接构成基础货币的定义来源而是通过间接法的定义通过以增量来源的形式去构成下一期的基础货币—存款准备金。我们可以发现每一年的四季度的超额存款准备金都会有明显的上升，其核心的驱动因素就是财政存款的到账使得商业银行在中央银行的存款增加，而由于年初备付金波动的需求，银行又往往倾向于春节前不划拨此笔存款于同业资产或债券投资业务之中，所以每年的财政存款到账都会成为商业银行流动性缓解的契机。

表2 超额存款准备金率全年情况

	超额准备金率
Mar-2004	4.280
Jun-2004	3.750
Sep-2004	3.640

Dec-2004	5.250
Mar-2005	4.170
Jun-2005	3.720
Sep-2005	3.960
Dec-2005	4.170
Mar-2006	2.980
Jun-2006	3.100
Sep-2006	2.520
Dec-2006	4.780
Mar-2007	2.870
Jun-2007	3.000
Sep-2007	2.800
Dec-2007	3.300
Mar-2008	2.010
Jun-2008	1.950
Sep-2008	2.070
Dec-2008	5.110
Mar-2009	2.280
Jun-2009	1.550
Sep-2009	2.060
Dec-2009	3.130
Mar-2010	1.960
Jun-2010	1.820
Sep-2010	1.700
Dec-2010	2.000

资料来源：CEIC, 兴业证券研究所

- 财政存款在 12 月底释放并不能马上投入到实际的流动性支撑中，真正的财政存款拨付将会随着相关建设计划的推进而实现。在 12 月份之所以市场形成了财政存款会缓解流动性的预期是来源于商业银行超储率的提升，缓解了商业银行备付金的计提压力。2011 年 1 月的资金压力可以看作是超储率下行到底线后，商业银行在“钢丝上跳舞”的无奈。我们判断，由于要满足银行间资金调缴的需求，1.5%的超储率将会是商业银行忍耐的极限。在整个宏观经济相对缓和的背景下，我们判断中央银行将会更多地采取差别存款准备金率的形式舒缓可能的流动性压力。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，具备证券投资咨询业务资格。本所报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。