

储蓄存款与货币市场

报告日期

2011-05-31

——货币金融数据讨论主题报告之一

报告摘要:

梗概

- 这篇文章讨论的直接背景来自于4月份货币供应的负增长,以及在结构层面住户部门储蓄存款的大幅减少。
- 进一步梳理数据,我们观察到的现象有自去年三季度以来储蓄存款总是在季度初减少,而在季度末大幅增加;同时,在季度层面储蓄存款的同比增速轻微上行等等。
- 面对这一系列数据,一个清楚的结论是在季度层面,如果目前存在存款的流出,那一定不是由住户部门引起的。但另一方面住户部门储蓄存款所展现出的季节模式并不是中性的,本篇报告着力探讨其对银行资产配置行为的影响。
- 此外,或多或少相关联的问题在于整体存款是否存在流出现象。这涉及到如何在总量层面定义存款的流入流出,我们认为M2/(国内信贷+国外净资产)是可以考虑的合理指标。下一篇报告将系统讨论这个指标自02年以来趋势变动。

结论

- 储蓄存款在一个季度之内由负增长向正增长的大幅摆动,必然意味着与储蓄存款交互作用的渠道是金融部门,不太可能是企业部门的行为。
- 储蓄的流出意味着银行需要减持资产或增加负债融资,其他金融部门需要增持资产;储蓄流入意味着银行需要配置资产,其他金融部门需要减持资产。
- 受贷存比时点考核的约束,银行很大程度上主导了其他金融部门所持资产的期限。简单来看,它们的到期日基本被约束在考核时点附近;这产生了在此时点附近金融部门进行资产减持的需要。
- 进一步叠加负利率的宏观约束,我们看到的现象将是住户部门资产回报的要求高于固定收益市场相同期限产品所能提供的回报。这产生了普遍的期限延长需求;并在此背景下,考核时点的冲击就从现券资产转移到了货币市场上。
- 其实,其他金融部门的一个典型现实载体是理财产品。正文处理了理财产品的相关数据,包括理财产品到期日特征、理财产品到期数量与储蓄存款关系、理财产品承诺回报以及与同期限固收资产回报关系等等。
- 作为延伸,文中最后讨论了可能实行的日均存贷比考核制度的影响。从风险的角度考量,75%的贷存比将会产生对信贷投放量怎样的硬约束?

景晓达

010-66581622
执业证书编号

万玮

010-66581626
执业证书编号

高级固定收益分析师

jingxd@essence.com.cn
S1450511020027

助理固定收益分析师

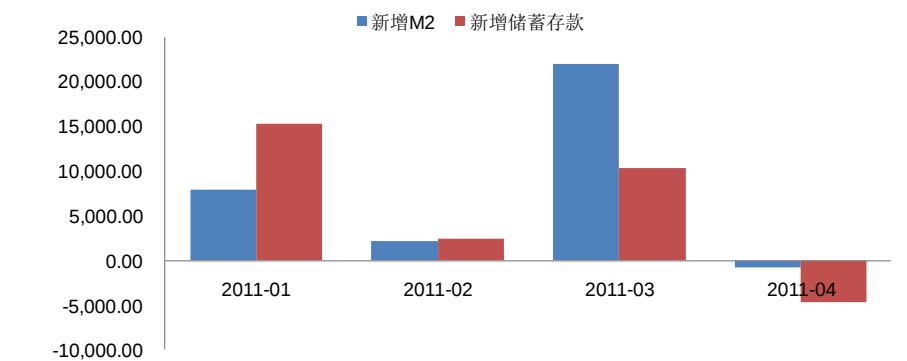
wanwei@essence.com.cn
S1450511020013

瞿灿对本文亦有贡献

1. 背景

4 月份 M2 新增-792 亿元。其中主要是由居民储蓄存款负增长所贡献，该科目在 4 月份的新增规模为-4678 亿元。

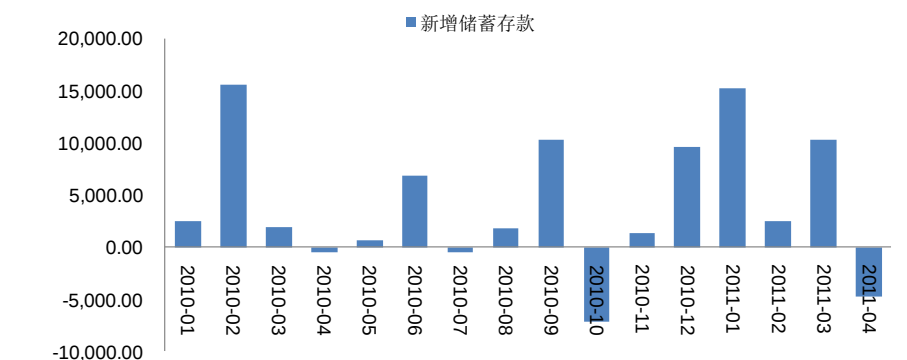
图 1：2011 年 M2 和居民储蓄存款变动(亿元)



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

观察居民户储蓄存款科目，自 2010 年三季度以来其表现出非常有规律的季节模式。在季度的第一个月，居民储蓄存款出现明显流出；在季度的最后一个月，居民储蓄存款出现大幅流入。

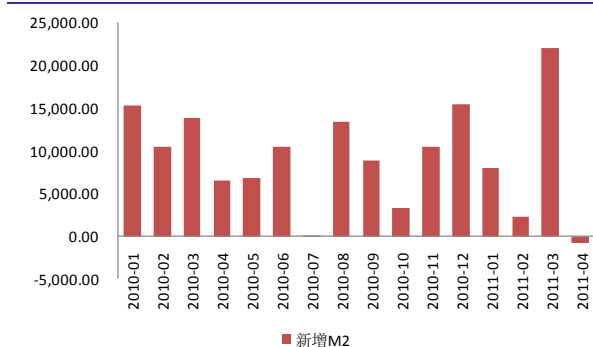
图 2：2010 年三季度以来储蓄存款的季节模式(亿元)



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

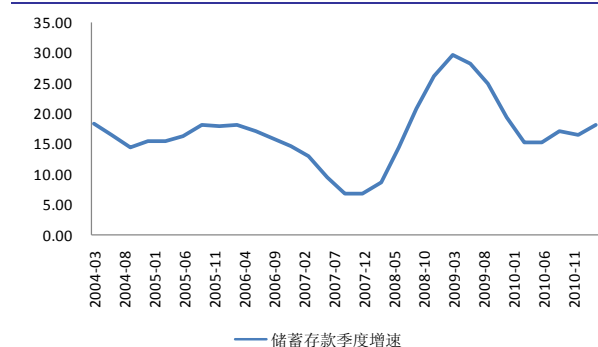
储蓄存款这样的模式产生了两个非常重要的现象。第一个是，在 M2 层面，我们也可以看到类似的季节模式。第二个是，在季度层面，储蓄存款的同比增速稳定；事实上对于 M2 来说也有类似的结果，相比较它的来源（信贷和外汇占款），在月度上 M2 的波动非常剧烈，而在季度上 M2 波动比较小。

图 3：M2 的季节模式(亿元)



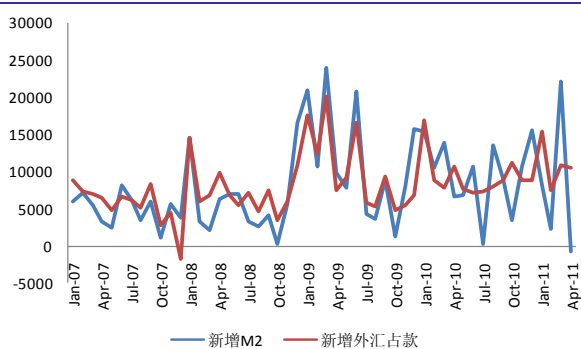
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 4：储蓄存款同比稳定(%，季度)



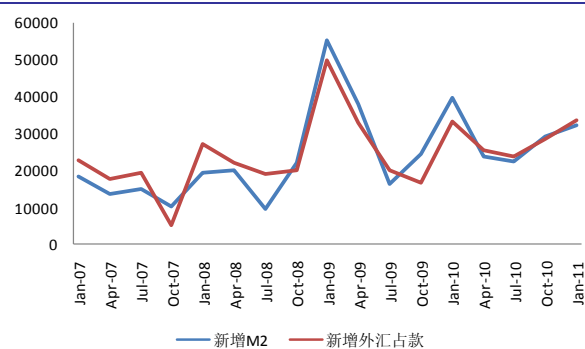
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 5: 货币与信贷和外汇占款的裂口(亿元, 月度)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

图 6: 货币与信贷和外汇占款的裂口(亿元, 季度)



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

2. 问题

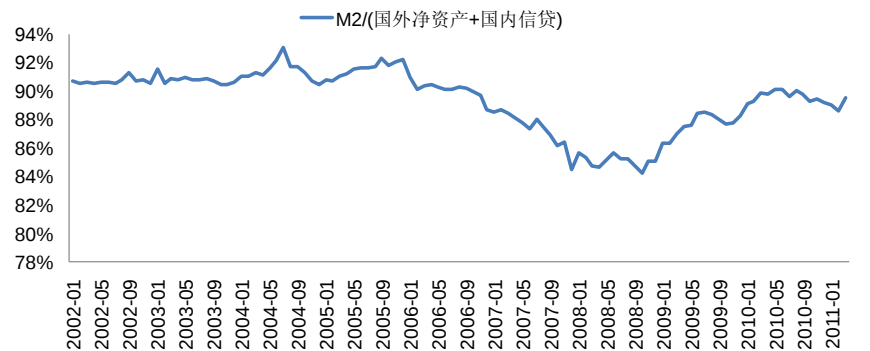
针对上述数据的特征，我们所关心的问题在于：

（1）在储蓄存款季度同比增速平稳的背景下，至少可以肯定的是在季度层面，如果存在存款向银行体系外流，那么一定不发生在居民储蓄账户。

（2）如何在总量层面定义存款的流出？显然 M2 同比增速的下滑并不意味着市场所认为的存款流出，因为它可能是来源于信贷或者外汇占款这两个供给渠道的下滑。

在此，我们给出存款是否流出的一个定义， $M2 / (\text{国内信贷} + \text{国外净资产})$ 。也就是当 M2 占货币供应之比下降时，意味着存在货币向银行之外的部门流动；当 M2 占货币供应之比上升时，意味着存在货币由银行之外的部门向银行流动。下图显示了这个比例自 03 年以来的趋势。

图 7：M2/（国内信贷+国外净资产）（%）



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

（3）如何理解存款流入和流出的趋势？从图中可以看出，上述指标具有很强的趋势性，自 2006 年起指标一路向下，在 08 年下半年触底回升；并且最近自 2010 年三季度开始，银行的存款在向体外流出。对其进行解释，我们倾向于从配置的角度入手，即实体经济部门的行为产生了它们在银行存款和体外资金之间配置偏好的变化，这导致了我们在这个比例层面看到的趋势。我们将这个问题留给下一篇报告讨论。

（4）根据第一小点的论述，可以看出存款的流出并不是由于住户部门的行为所导致，至少在季度层面是这样的。但住户部门这种行为不是完全中性的，它将如何影响银行资产负债表，从而导致银行在资产配置层面的何种改变？这是这篇报告所讨论的内容。

此外，季末贷存比考核的制度如果升级成为月末贷存比考核，甚至是日均贷存比考核的话，将产生什么样的影响？也是我们希望在上述讨论基础上进行的拓展。

3. 一个故事

3.1. 故事的抽象特征

储蓄存款在一个季度之内由负增长向正增长的大幅摆动，必然意味着：首先，存在一个渠道在承接和吐出这部分资金；其次，由于其与储蓄存款的交互模式，这个渠道的弹性很大，它不太可能是企业部门，更像是金融部门。

我们先不去定义上述渠道的微观内涵，而是在宏观层面看看这样的变化会在理论上产生怎样的影响。

其一，对于商业银行而言，在储蓄存款负增长的阶段，商业银行会在负债方面形成缺口，它要不通过融资、拆借等方式进行填补，要不通过减持资产方的某类资产；在储蓄存款回流的阶段，商业银行会在资产方面形成缺口，它需要对其进行投资运用。

其二，对于金融部门而言，当它们从住户部门吸收资金（也即表现为储蓄存款流出商业银行）时，它们具有将吸纳的资金在各类资产之间配置的冲动；而当它们吸纳的资金期满流出（也即表现为储蓄存款流入商业银行）时，它需要将其配置的息资产在市场上抛售，以便支付住户部门为其融资的成本。

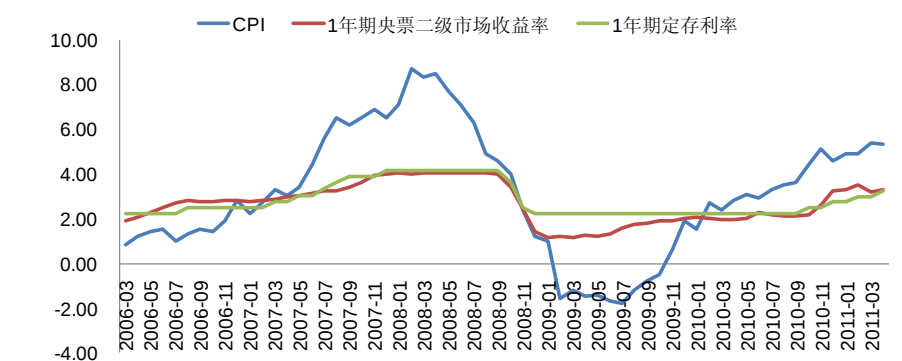
从上述分析可以看出，如果我们将商业银行和金融部门进行并表处理的话，合并的资产负债表所表现出的最大特征仅仅是在负债方不同资金来源之间的转换。看起来这种转换对资产方的影响不大，因而对资产价格的影响有限。

但事情也许并非如此简单。季度内资金在商业银行体系与金融部门中间的流转，我们认为在这一过程中商业银行或许起到了较为主导地位。由于观察到的情形表明，储蓄存款的增加普遍体现在季末当月，因而我们怀疑贷存比考核或许与这一现象的产生有关。若这一假设成立，银行贷存比考核的因素催生了金融部门吸纳的资金集中于考核时点前到期，此后转化为储蓄存款的形式沉淀在银行体系内，那么，在同一时期金融部门可能产生资产集中抛售的行为。

如果我们再叠加一个宏观约束，就会看到在理论层面的资产抛售并不表现在现券层面，而是表现在了货币市场层面。

这个宏观约束是负利率。从定义上来看，负利率意味着现实的通货膨胀水平高于存款利率水平。通胀水平关联的是住户部门所要求的资产回报，而存款利率水平关联的是固定收益市场短期资产的回报（因为1年期存款利率通过影响1年期央票利率从而影响收益率曲线的短端）；那么负利率等同于，同期限的可投资资产与所付成本之间的差越来越大。

图 8: CPI 与 1 年期定期存款和 1 年期央票利率(%)

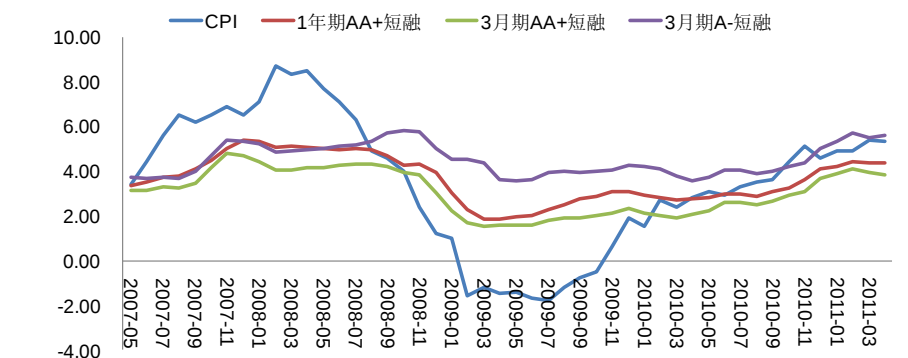


数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

在此背景下，资产管理人需要被迫延长所管理资产的期限（理论上，它们也可以提高所管理资产的风险以补偿收益率差，但下图显示就目前的收益率曲线结构，单纯提高风险所能提供的改善是有限的）。当资产管理人面对着资产的期限比负债长时，它所能做出的选择是通过货币市场融资以应对负债的到期；这样就产生了我们前文提到的

货币市场的冲击。

图 9: CPI 与信用产品收益率对比(%)



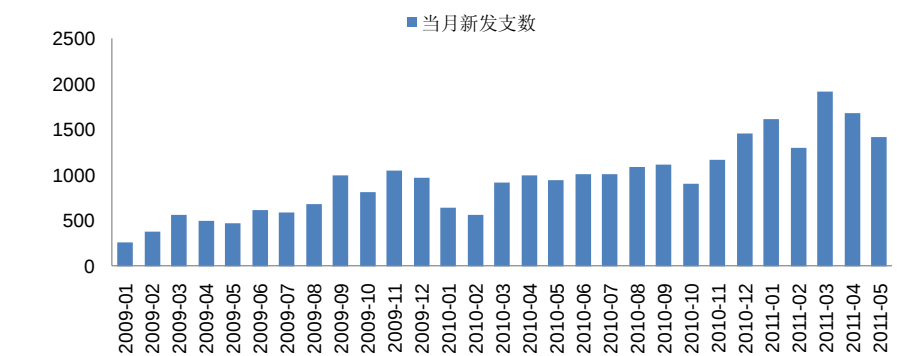
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

3.2. 基于理财产品的数据验证

在微观层面，将上一部分的抽象论证进行具体化的一个现实载体是商业银行的理财产品。尽管我们并不认为理财产品可以解释现象的全部，但不可否认的是它的存在使得上述的理论假设具有了可验证的基础。

自 2009 年起银行理财产品经历了爆发性的增长阶段，09 年 1 月单月内新发银行理财产品仅 260 支，这一数额到 12 月已接近 1000 支。直至 2010 年 8 月，银监会叫停银行信理财合作业务，要求商业银行将表外资产在两年内转入表内，并相应计提拨备和资本金。这一要求曾在当时被市场视为银行开展中间业务的重大障碍，但时至今日，银行理财产品发展并未如昔日市场担心的那样一蹶不振，这很大程度上依赖于非保本型银行理财产品不受监管的特性。

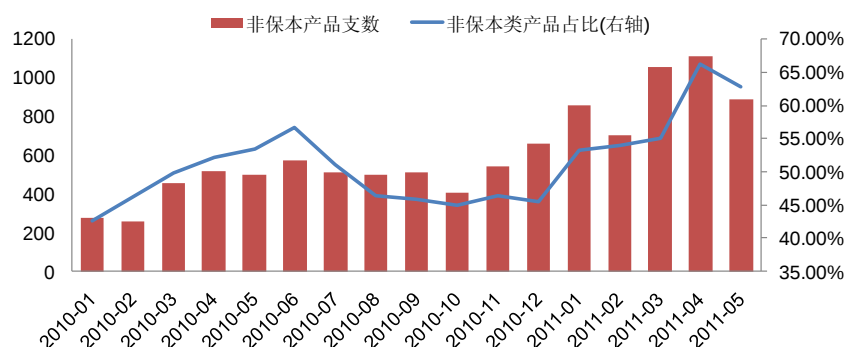
图 10: 银行理财产品的发展(支)



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

银行理财产品大体可分为保本型和非保本型两类，两者最主要的差别在于是否合并并在商业银行资产负债内；保本型产品需要进行并表处理，而非保本型则不需。在没有其他约束的条件下，出于准备金、资本金等因素的考虑，自 2010 年年中起，商业银行逐渐倾向发行非保本型理财产品，下图显示了这样的趋势。并且根据我们获知的情况，某大型商业银行现有未到期理财产品存量约 9000 亿，若考虑产品到期后续发全年规模在 3-5 万亿的量级，其中绝大部分是非保本型产品。

图 11: 银信合作叫停后非保本产品受到银行追捧



数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

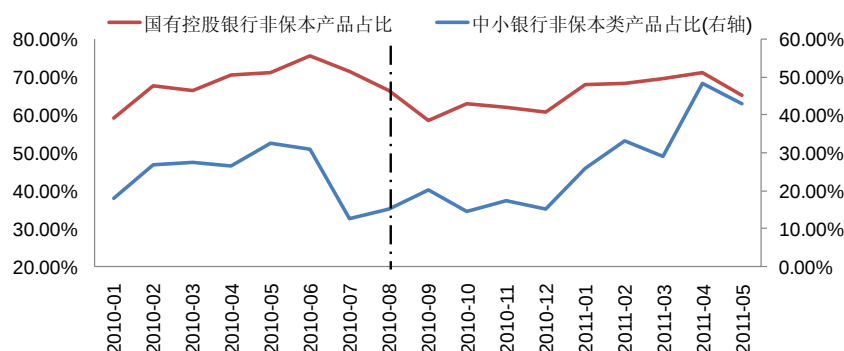
从图中可以看出, 不仅发行占比上升, 非保本型理财产品的规模也在快速膨胀。我们猜测其是商业银行在季末冲高存款规模的一种手段。它的操作方式是, 商业银行将非保本型产品的到期日集中设置在季末或月末时点前, 随着理财产品的集中到期, 理财资金由表外账户回流进理财投资者的银行户头, 迅速推高银行储蓄存款余额; 凭借这类表外流入的资金, 商业银行可以放大考核时点上存款项的体量, 在贷存比时点考核中达标。

检验上述假设, 我们在以下数据层面寻找证据:

- (1) 相比于大型国有商业银行, 中小银行贷存比考核压力较大, 有更强烈的通过发行非保本型理财产品冲存款的意图, 因而在银信合作叫停后, 中小银行发行非保本型产品占比应提高得更快;
- (2) 若季末或月末冲存款是发行非保本型产品的主要动机, 那么非保本产品的到期日应主要集中于季度内的第三个月, 而月内分布情况则是应集中到期于月末或季末考核前的数天内;
- (3) 若非保本产品月末或季末集中到期并转入表内, 是对储蓄存款的波动模式的一个合理解释, 那么月末到期的非保本产品规模大小与储蓄存款的增量应表现出正相关关系。

我们依次验证上述三条推论。首先, 我们选取城商行和农商行作为中小银行代表, 将其与国有大型控股商业银行比较, 分别考察两个组别发行的理财产品结构状况。可以发现, 大行发行的非保本型理财产品占比一直维持在较高水平, 而中小银行的非保本型产品则在银监会下达并表通知后, 经历了较为迅猛的增长, 与推论 (1) 一致。

图 12: 银信合作叫停后中小银行非保本产品大量发行



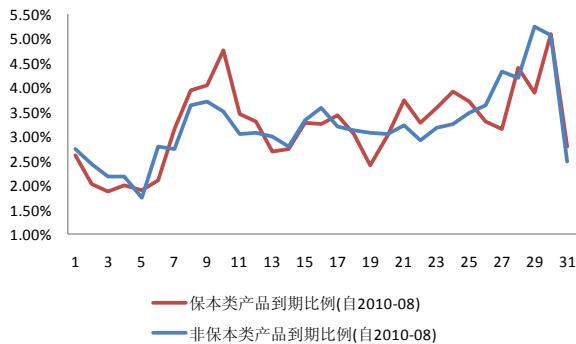
数据来源: Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

接着我们考察推论 (2)。根据我们的假设, 若商业银行操控非保本产品的到期日, 是造成储蓄存款月末冲高的原因, 那么非保本产品的到期日应表现出在月末集聚的特征。观察数据可以发现, 非保本类产品在每月 25 日之前基本呈现均匀到期的状态, 25 日

之后到期的产品比率迅速上升。为了进一步验证这种月末到期的特征是否与贷存比考核有关，抑或仅仅是商业银行设计理财产品的惯例，我们将保本类产品和非保本类产品的到期日结构进行了对比。看起来保本型产品到期分布更类似一个双峰结构，并不具备非保本型随着月末的趋近而到期递增的特征。

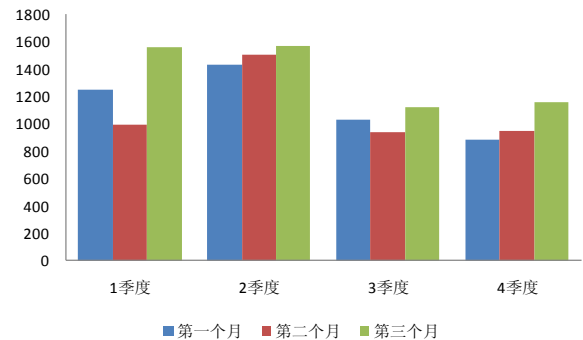
类似地，我们同样检查了非保本型产品的到期在季度层面上是否与我们的假设一致。数据表明，在每一个季度内，非保本产品到期最多的月均是季度的第三个月，季末集中到期的特征非常鲜明。

图 13：非保本产品月末五天集中到期趋势明显



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

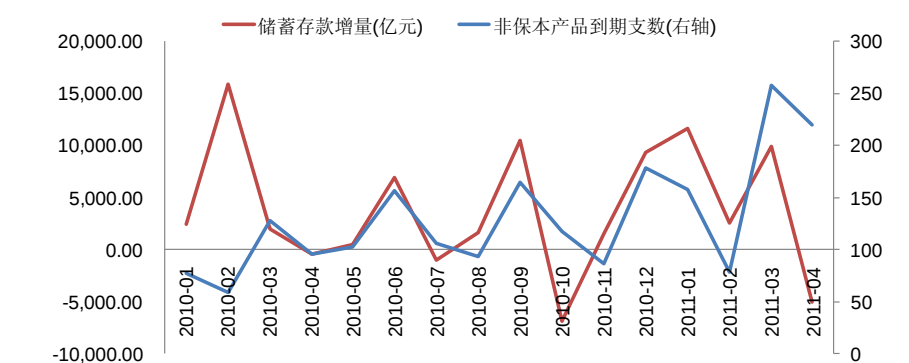
图 14：非保本产品在季末最后一个月到期最多(支)



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

文行至此，仍可能有人对非保本型理财产品是否真实影响了储蓄存款的流动存疑。一个可能的质疑角度在于，即便非保本型产品的到期日设置就动机而言确为冲高月末存款所致，其在总量层面是否对存款具有方向性的影响还难以确定。为此，我们查看了非保本型产品的到期支数与储蓄存款增量之间的关系，二者同步性很强。

图 15：非保本产品到期数与储蓄存款增量在趋势上一致



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

数据层面支持了理财产品与储蓄存款季节模式之间的密切关系。接下来，我们看一下资产回报和负债回报之间的裂口问题。

图 16：1 个月理财产品和 AA+短融绝对收益率(%)

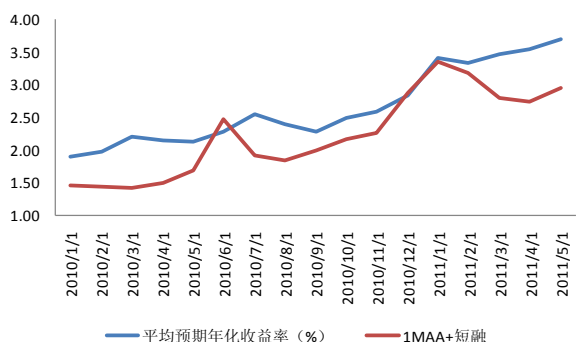
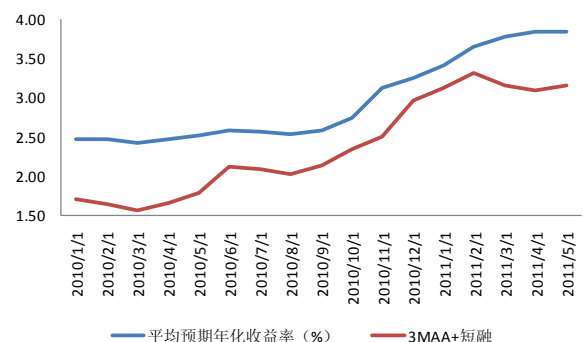


图 17：3 个月理财产品和 AA+短融绝对收益率(%)



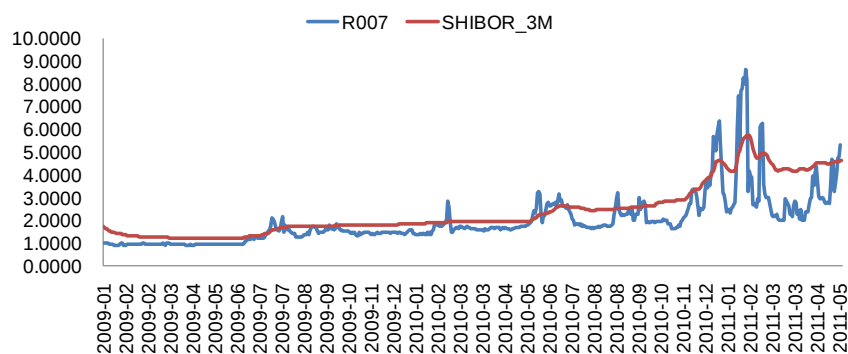
数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

我们计算 2010 年 1 月之后发行的全部 1 个月期和 3 个月期理财产品的平均预期收益率，并分别将其跟 1 个月和 3 个月期 AA+短融税后收益率比较，可以发现若银行采取期限匹配的策略配置 AA+信用债，其收益是难以覆盖支付给客户的成本的。也就是说，银行很可能确实采取的是我们此前提及的“以长养短”的策略，通过与理财产品的投资者分享期限利差达到吸引资金的目的。

在这样的假设下，时至月末季末贷存比考核时点前，理财产品集中到期，然而银行却不能通过出售理财资金投资的资产达到回收资金，支付理财产品投资者的目的。为此，银行在考核时点附近具有强烈的在货币市场上融资的冲动，这与我们观察到的季末货币资金成本急速上升的现象符合。

图 18: 季度末货币市场利率攀升



数据来源：Wind 资讯、安信证券固定收益研究小组

4. 展望

经过上文的讨论，我们将储蓄存款的季节模式与银行间货币市场建立了联系。在当前的模式下，贷存比的时点考核使得在考核时点上，以理财产品为典型形式的金融渠道产生了非常明显的短期资金需求，这加大了货币市场的价格压力。

在下文中，我们放松两个前提条件，以简单讨论在这样的背景下资产价格和货币信贷将会受到怎样的影响。当然，我们需要给定通货膨胀的环境，因为如果这个条件发生变化，住户部门的储蓄行为有可能发生转向。

第一，贷存比考核时点由季末改为月末。可以预见的是，商业银行仍将使用理财产品等金融渠道去扩充存款基数应对考核；同时，产品所设计的期限应当保证恰好在月底的前几日期到。

在这个背景下，货币市场所受到冲击的频率将由之前的季末增加至月末。

第二，贷存比时点考核更改为日均考核。这种考核方式将会导致目前银行所进行的游戏失去作用，因此被视为最为严厉的信贷约束机制。

如何评估这种政策的影响？我们提出以下的思路。

商业银行无非通过两种手段满足监管要求（默认前提是日均政策被严格的执行），增加存款或者减少贷款。

对于增加存款，期末集中到期的方式不再可行；银行需要寻找记入表内的周期尽可能长的存款资产。保本型理财产品是一个可供选择的方案，尽管其面临着计提准备金，和占用资本金等缺点，但相比较信贷行为的约束而言，银行应当更期望容忍前一类的缺点。

对于减少贷款。考虑一种悲观情形，站在银行已经无法通过任何手段规避政策监管，它们必须约束信贷投放的背景下，我们试图量化的测算 75% 的贷存比将会把信贷限制在什么水平之上。

假设：现商业银行货币信贷的余额恰好处在 75% 的监管要求上，则在贷款和存款的新增流量层面上，贷存比不能超过 75%。下式反映的就是这个流量层面的约束。事实上，这样的假定是偏严厉的，因为大型银行的贷存比低于 75%，这将导致计算结果偏保守。

$$[\alpha * (\Delta Loan + \Delta N.F.A) - M0] * 75\% = \Delta Loan$$

其中， α 为存款流出系数，是本文第七幅图所描述的指标，它反映了实体经济行为所导致的资金在存款和其他金融渠道之间的分配状态； $\Delta Loan$ 是新增国内信贷； $\Delta N.F.A$ 是新增国外净资产； $M0$ 是新增流通中的现金。

表 1：信贷投放的敏感性分析表(亿元)

		$\Delta N.F.A$ (亿元)			
		2000	2500	3000	3500
α (%)	0.84	2408.16	3265.31	4122.45	4979.59
	0.88	2800.00	3777.78	4755.56	5733.33
	0.92	3268.29	4390.24	5512.20	6634.15

注：在上表计算过程中均假设 $M0=300$ 亿元

根据上表可知，若商业银行通过降低新增贷款的方式实现贷存比达标，则在中性情形下新增贷款约在 3700-4700 亿范围，信贷的收缩效果是相对明显的。

分析师简介

景晓达，高级固定收益分析师，北京大学光华管理学院金融学硕士，2008年4月加入安信证券研究中心。

分析师声明

景晓达、万玮共同声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034