

2020年09月06日

潜在的“流动性”风险

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

● **银行资金持续承压、超储率或已低于1%，流动性分层下“负债荒”现象显现** 债券供给、结构性存款压降等影响下，银行资金持续承压、超储率或已低于1%。6月，银行超储率只有1.6%，创2018年以来同期新低；7月和8月地方债等大规模发行，加速银行超额准备金的消耗；结构性存款的连续压降，进一步加大银行负债压力。我们推算，7月银行超储率或在1.1%左右、8月可能降至1%以下。伴随银行资金压力上升，流动性分层下“负债荒”现象逐步显现。7月中下旬以来，股份制行和城商行持续大规模发行同业存单，与国有大行发行规模和成本差距扩大。负债承压下，银行资金融出减少、甚至赎回资金，加大非银流动性压力，导致R007与DR007利差走阔。流动性分层，与结构性存款压降、流动性格局等有关，大行负债稳定、容易从央行获得资金，而中小行和非银较为依赖同业市场。

● **中小银行结构性存款压降、同业存单到期等压力较大，年内资金缺口不容忽视** 年内来看，银行负债端仍面临债券供给等压制，尤其是中小银行结构性存款压降、同业存单到期等压力较大。9-12月，地方债新券供给约1万亿元、国债净供给约1.8万亿元，结构性存款或至少压降约3万亿元、同业存单到期6.2万亿元。其中，中小银行结构性存款至少压缩约1.9万亿元，高于国有大行；城农商行、股份制行同业存单到期分别为2.6万亿元和2.3万亿元，而国有大行1.2万亿元。考虑财政存款投放等情景分析，银行资金缺口仍可能在0.5-2.5万亿元附近。中性情景下，2.8万亿元政府债券约2万亿元由银行持有，结构性存款压降过程中带来的资金缺口约1.5万亿元，而财政存款投放2万亿元、同比多增0.5万亿元，并假设同业存单等额续发，推算银行资金缺口或约1.5万亿元；悲观情景下，缺口或达2.5万亿元。补充资金缺口可能渠道包括同业存单发行、公开市场投放等。

● **年底临近，流动性分层下“负债荒”更加凸显，关注同业收缩带来的资金压力** 随着年底临近，流动性分层下“负债荒”更加凸显、同业收缩压力加大，或导致流动性环境阶段性易紧难松，年底资金中枢可能将抬升。逆回购、MLF等加码投放，或可以一定程度补充银行资金缺口；但中小银行面临的结构性存款压降、同业存单续发压力较大，或减少对非银资金融出、加大资金赎回，进而加速同业负债收缩，进一步放大中小银行和非银负债压力，可能导致流动性环境边际趋紧。降准补充流动性必要性明显上升，但防风险重视度的提升，使得货币政策更加注重“精准导向”。随着季末、年底临近，银行资金压力进一步加大，降准必要性上升，补充银行长期可用资金的同时，也有助于缓解流动性分层。但资金空转、违规套利等行为，使得当局对防范化解风险的重视度提升，“不搞大水漫灌”。

● **风险提示：**金融风险加速释放，及监管升级。

相关研究报告

《宏观经济点评-高增的地产销售，消失的地产“周期”》-2020.9.1

《宏观经济专题-从“项目”和“资金”角度，看基建投资演绎》-2020.9.1

《宏观经济点评-经济的三大亮点》-2020.8.31

目 录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 1、潜在的“流动性”风险 | 3 |
| 2、研究结论：资金缺口不容忽视，同业收缩或加大资金压力 | 8 |
| 3、风险提示 | 8 |

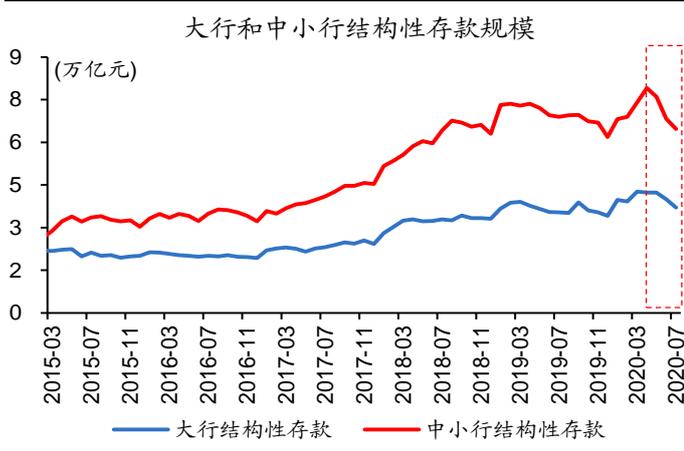
图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1： 5 月以来结构性存款趋降、中小行收缩规模较大 | 3 |
| 图 2： 7 月超储率或已降至 1.1% 左右 | 3 |
| 图 3： 城商行、农商行同业存单持续保持较高规模 | 3 |
| 图 4： 股份制行、城商行同业存单利率与国有大行分化 | 3 |
| 图 5： 8 月以来，R007 和 DR007 利差走阔 | 4 |
| 图 6： 6 月以来，国有大行质押回购成交占比明显下降 | 4 |
| 图 7： 2014 年以来，逆回购、MLF 等用于补充基础货币 | 4 |
| 图 8： 国有大行存款占比明显高于城商行 | 4 |
| 图 9： 地方债和国债剩余额度达 2.8 万亿元 | 5 |
| 图 10： 随着同业存单发行增多、到期规模也逐步上升 | 5 |
| 图 11： 9-12 月，中小银行同业存单到期压力较大 | 5 |
| 图 12： 广义财政支出加速 | 6 |
| 图 13： 支出加快带动财政存款投放，资金回流银行体系 | 6 |
| 图 14： 货币市场利率在利率走廊内波动 | 7 |
| 图 15： 6 月以来，货基和债基份额明显回落 | 7 |
| 图 16： 同业存单 41% 由银行持有 | 7 |
| 图 17： 货币基金一半由机构持有 | 7 |
| 图 18： 2014 年以来，央行通过降准补充银行流动性 | 8 |
| 表 1： 年内结构性存款收缩压力不小，尤其是中小银行 | 5 |
| 表 2： 9-12 月，银行资金缺口可能在 0.5-2.5 万亿元附近（单位：万亿元） | 6 |
| 表 3： 政策更加注重“精准导向” | 8 |

1、潜在的“流动性”风险

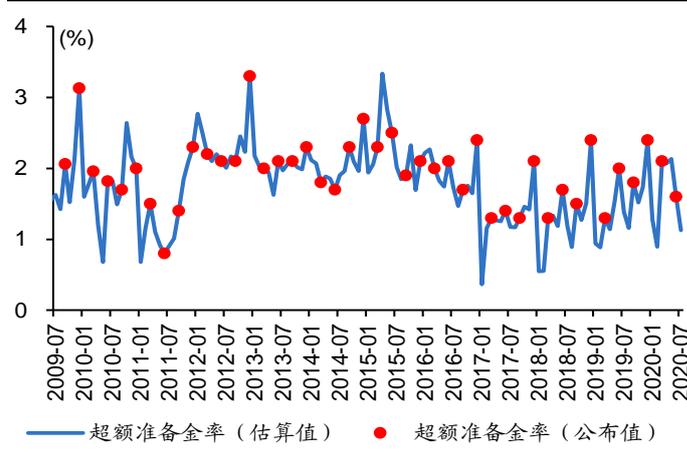
债券供给、结构性存款压降等影响下，银行资金持续承压、超储率或已低于1%。6月，银行超储率只有1.6%、创2018年以来同期新低；7月和8月地方债、特别国债等大规模发行、合计净供给近1.9万亿元，加速银行超额准备金的消耗；结构性存款的连续压降，进一步加大银行负债端压力。结合央行和银行报表，我们推算7月银行超储率或在1.1%左右、8月可能降至1%以下。

图1：5月以来结构性存款趋降、中小行收缩规模较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

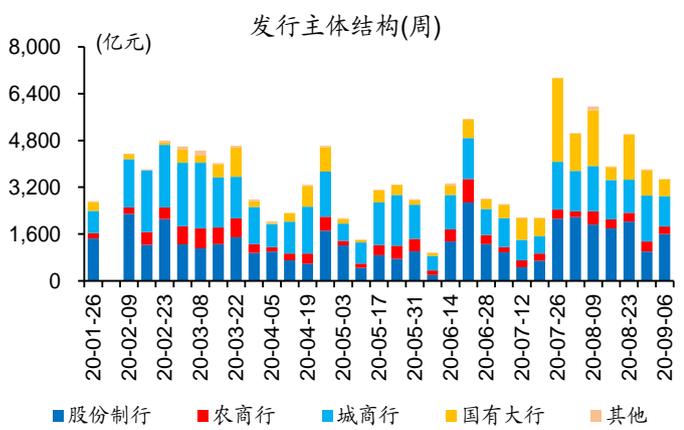
图2：7月超储率或已降至1.1%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

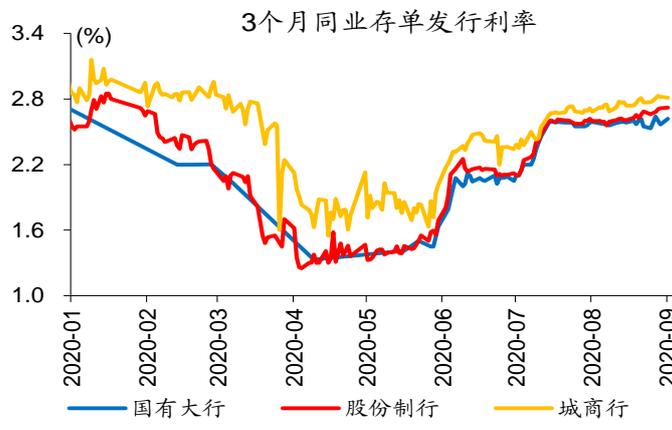
伴随银行资金压力上升，流动性分层下“负债荒”现象逐步显现。7月中下旬以来，银行加大同业存单发行等补充资金；尤其是股份制行和城商行，持续保持较高发行规模、合计平均每周发行超过3000亿元，与国有大行发行规模和成本差距扩大。负债承压下，银行对非银金融出减少、甚至赎回资金，进而加大非银机构流动性压力，包含非银机构的R007，与仅代表存款类机构DR007的利差明显拉大。

图3：城商行、农商行同业存单持续保持较高规模



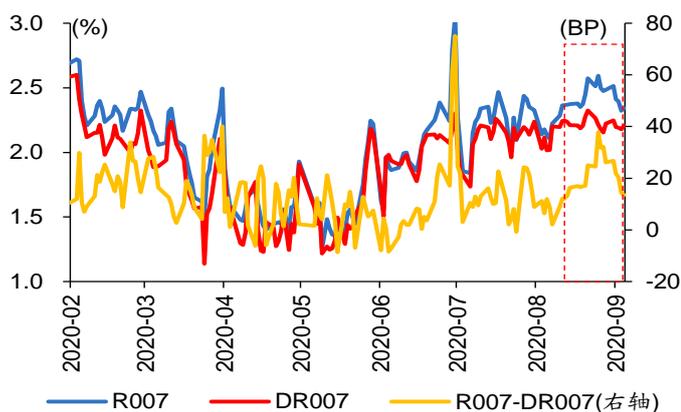
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：股份制行、城商行同业存单利率与国有大行分化



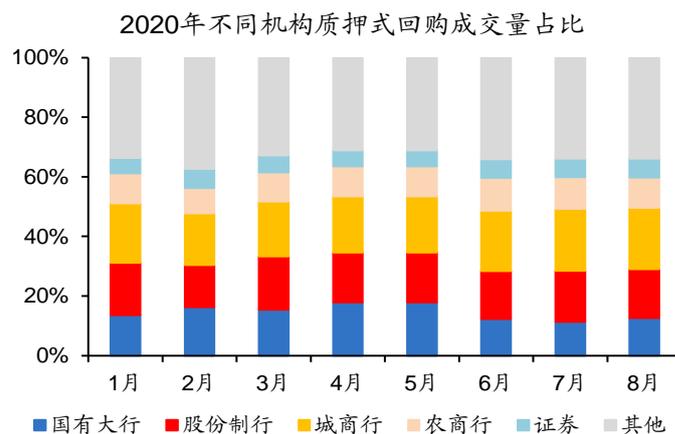
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5: 8月以来, R007和DR007利差走阔



数据来源: Wind、开源证券研究所

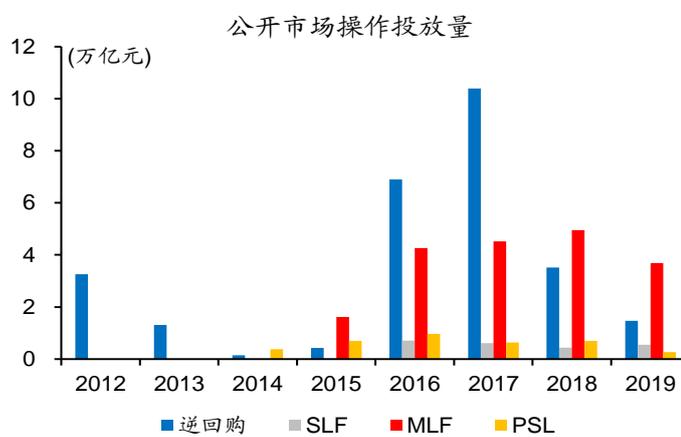
图6: 6月以来, 国有大行质押回购成交占比明显下降



数据来源: 中国货币网、开源证券研究所

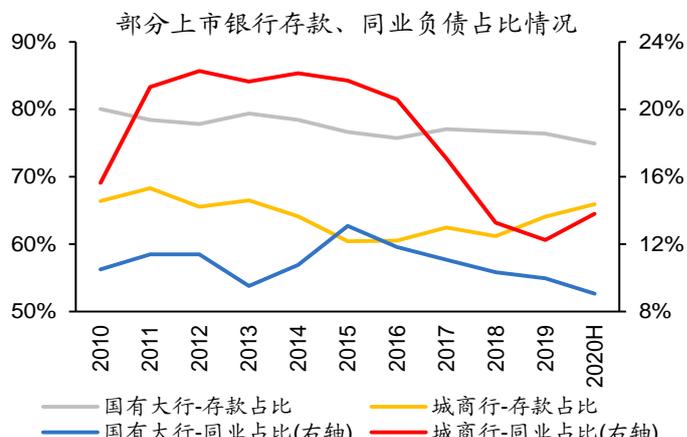
流动性分层, 与当前流动性格局、结构性存款压降等有关。传统周期下, 基础货币供应由外汇占款被动提供, 大小银行均较容易获得。随着外汇占款的持续下降, 央行借助逆回购、MLF 等主要向大行投放基础货币, 然后大行再通过货币市场向中小行和非银机构提供流动性。同时, 大行揽储优势明显、存款占比较高, 负债总体较为稳定; 而中小银行更多借助同业市场进行扩张, 使得负债端更容易受到市场流动性的影响。伴随银行与非银资金往来增多, 非银行为对流动性影响也明显增强。此外, 当前中小银行结构性存款压降压力较大, 也加大流动性分化。

图7: 2014年以来, 逆回购、MLF 等用于补充基础货币



数据来源: Wind、开源证券研究所

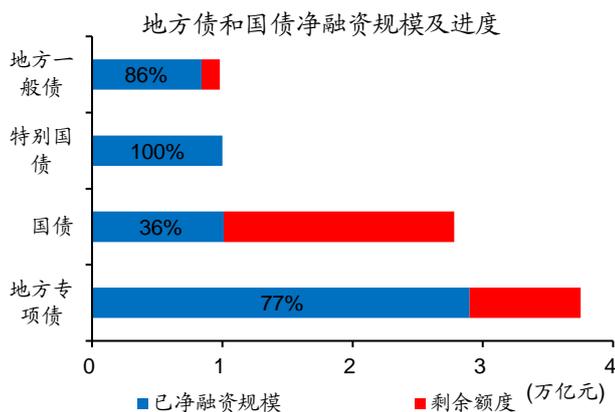
图8: 国有大行存款占比明显高于城商行



数据来源: Wind、开源证券研究所

年内来看, 银行负债端仍面临债券供给等压制, 尤其是中小银行结构性存款压降、同业存单到期等压力较大。9-12月, 地方债新券供给约1万亿元、国债净供给约1.8万亿元, 结构性存款或至少压降约3万亿元、同业存单到期6.2万亿元。其中, 中小银行结构性存款至少压缩约1.9万亿元, 高于国有大行(详细分析参见《结构性存款“退潮”, 与流动性演绎》); 城农商行、股份制行同业存单到期分别为2.6万亿元和2.3万亿元, 而国有大行1.2万亿元。

图9: 地方债和国债剩余额度达 2.8 万亿元



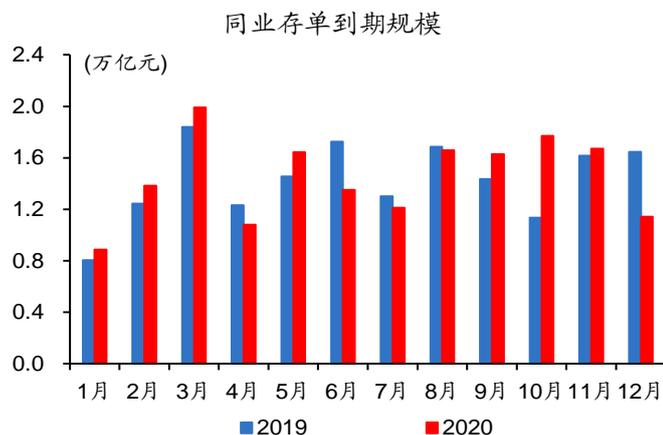
数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: 年内结构性存款收缩压力不小, 尤其是中小银行

| 单位: 亿元 | 规模 | 大型银行 | 中小型银行 |
|-------------|-------|------|-------|
| 2017年末 | 6.95 | 2.42 | 4.53 |
| 2018年末 | 9.62 | 3.32 | 6.30 |
| 2019年末 | 9.60 | 3.41 | 6.19 |
| 2019年末的2/3 | 6.40 | 2.28 | 4.12 |
| 2020年7月 | 10.17 | 3.71 | 6.47 |
| 8-12月可能压降规模 | 3.77 | 1.43 | 2.34 |
| 9-12月可能压降规模 | 3.02 | 1.15 | 1.87 |

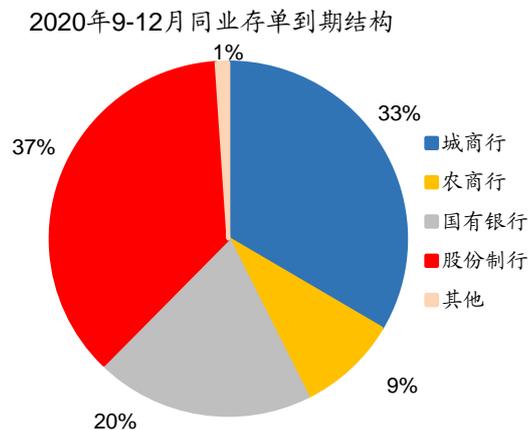
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 随着同业存单发行增多, 到期规模也逐步上升



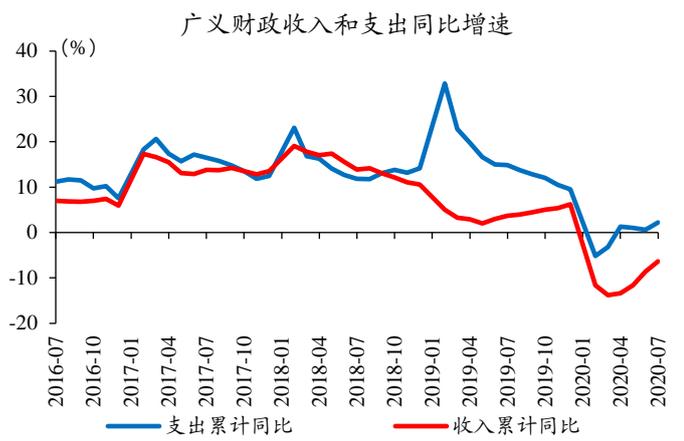
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 9-12月, 中小银行同业存单到期压力较大

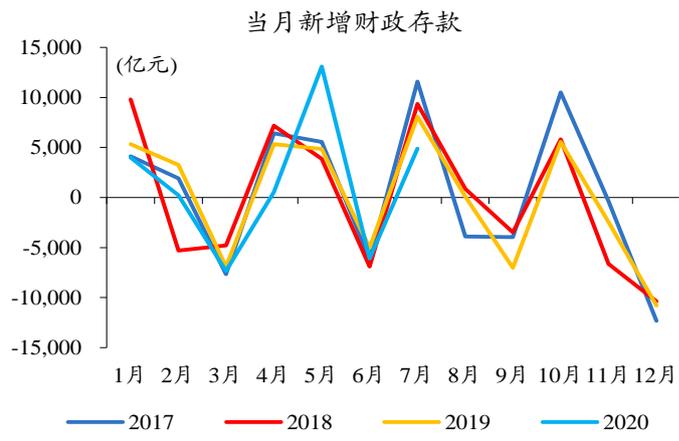


数据来源: Wind、开源证券研究所

财政存款投放, 是年内银行流动性重要补充渠道, 投放规模或一定程度取决于财政支出节奏。受疫情等影响, 政府债券发行到资金运用的时滞可能长于以往, 叠加赤字规模的大幅扩张, 使得政府募资行为对银行流动性的影响较大。伴随干扰因素消退、资金加快到位、项目开复工等, 广义财政支出进度加快, 带动财政存款投放, 资金回流银行体系、有助于缓解流动性压力。

图12: 广义财政支出加速


数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 支出加快带动财政存款投放, 资金回流银行体系


数据来源: Wind、开源证券研究所

考虑财政存款投放等情景分析, 银行资金缺口仍可能在0.5-2.5万亿元附近。结合债券持有人结构来看, 2.8万亿元政府债券中约2万亿元或由银行持有, 在假设同业存单到期等额续发基础上, 我们重点对结构性存款压降过程中带来的资金缺口、财政存款投放, 进行情景分析。中性情景下, 结构性存款压降带来的资金缺口约1.5万亿元, 而财政存款投放2万亿元、同比多增0.5万亿元, 推算银行资金缺口或约1.5万亿元; 悲观情景下, 银行资金缺口或达2.5万亿元左右。补充资金缺口的可能渠道包括同业存单发行、公开市场投放等。

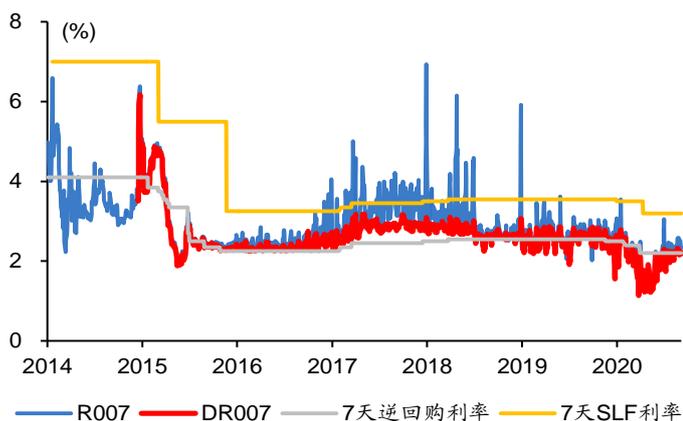
表2: 9-12月, 银行资金缺口可能在0.5-2.5万亿元附近(单位: 万亿元)

| 情景 | 地方债 | 国债 | 结构性存款压降带来的资金缺口 | 财政存款投放 | 银行资金缺口 |
|----|-----|-----|----------------|--------|--------|
| 悲观 | 0.9 | 1.1 | 2.0 | 1.5 | 2.5 |
| 中性 | 0.9 | 1.1 | 1.5 | 2.0 | 1.5 |
| 乐观 | 0.9 | 1.1 | 1.0 | 2.5 | 0.5 |

数据来源: Wind、开源证券研究所

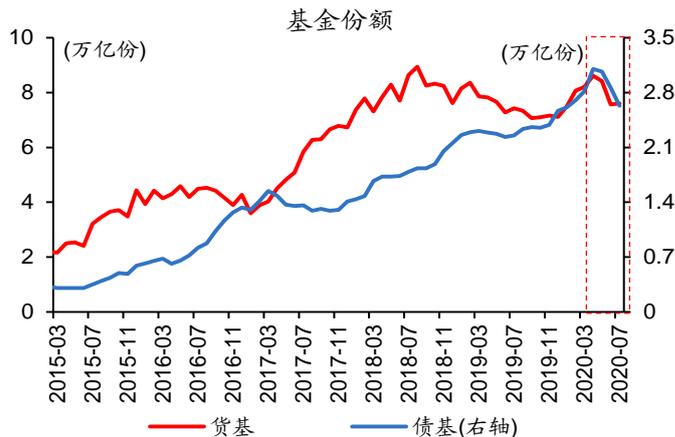
随着年底临近, 流动性分层下“负债荒”更加凸显、同业收缩压力加大, 或导致流动性环境阶段性易紧难松, 年底资金中枢可能将抬升。逆回购、MLF等加码投放, 或可以一定程度补充银行资金缺口; 但中小银行面临的结构性存款压降、同业存单续发压力较大, 或减少对非银资金融出、加大资金赎回, 进而加速同业负债收缩, 进一步放大中小银行和非银负债压力, 可能导致流动性环境边际趋紧。

图14: 货币市场利率在利率走廊内波动



数据来源: Wind、开源证券研究所

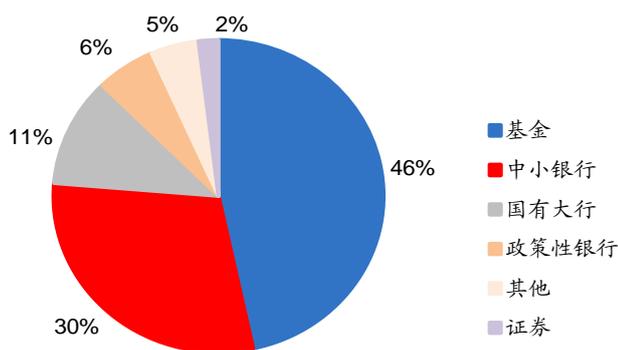
图15: 6月以来, 债基和债基份额明显回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 同业存单 41%由银行持有

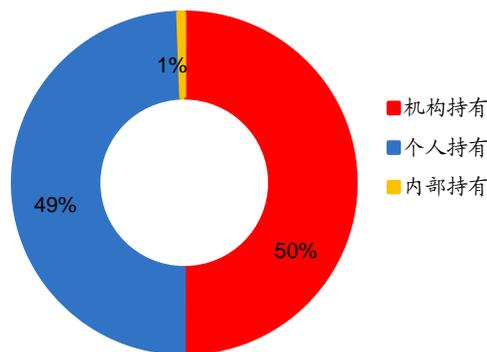
同业存单持有人结构(截至2020年8月)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 货币基金一半由机构持有

货币市场基金持有人结构(截至2020年6月)



数据来源: Wind、开源证券研究所

降准补充流动性必要性明显上升, 但防风险重视度的提升, 使得货币政策更加注重“精准导向”。随着季末、年底临近, 银行资金压力进一步加大, 降准必要性明显上升, 补充银行长期可用资金的同时, 也有助于缓解流动性分层。但资金空转、违

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2735



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn