

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：中国银行总行司库课题组

唐纯、陈琰、毛怡、乔雪、
叶昕鑫、杨乐、吴长宇、徐惊蛰

电话：010 - 6659 5005

签发人：陈卫东

审稿：周景彤

联系人：梁婧 叶银丹

电话：010 - 6659 6874

* 对外公开

** 全辖传阅

*** 内参材料

存款资金流向追踪：趋势、机遇 与建议*

近两年来，“吸存难”成为银行业内普遍关注的问题，存款增速放缓和成本刚性成为银行业务发展的重要掣肘。展望未来，经济增长减速换挡，银行体系负债来源多样化，流动性风险监管驱动的“抢存款”竞争等导致“吸存难”的因素将持续存在。在此背景下，本文旨在分析全社会存款派生来源及流转机制，聚焦当前存款资金流向的趋势特征和市场机遇，对银行存款业务发展提出建议。

存款资金流向追踪：趋势、机遇与建议

近两年来，“吸存难”成为银行业内普遍关注的问题，存款增速放缓和成本刚性成为银行业务发展的重要掣肘。展望未来，经济增长减速换挡，银行体系负债来源多样化，流动性风险监管驱动的“抢存款”竞争等导致“吸存难”的因素将持续存在。在此背景下，本文旨在分析全社会存款派生来源及流转机制，聚焦当前存款资金流向的趋势特征和市场机遇，对银行存款业务发展提出建议。

一、存款的来源与流转机制

（一）存款的来源

在现代信用货币制度下，货币的形成需要经过中央银行和商业银行两个环节。央行通过公开市场操作、调整法定存款准备金率等手段来调节银行体系流动性（超额准备金），进而影响其货币派生能力，调节货币供给总量。商业银行通过信贷投放、债券投资等信用活动，将银行体系流动性转化为实体经济流动性（存款），完成货币创造。随着金融创新的发展和金融脱媒的深化，影子银行体系¹也发挥着类似于银行的作用，参与货币创造过程。

具体来看，存款创造包括三条途径：一是外汇占款、财政资金投放创造存款。在我国现行结售汇制度下，企业/居民通过向银行结汇，将外汇资金转化为人民币存款。商业银行转手将外汇资金向央行结汇²，获得人民币资金³（即外汇占款）。在“央行经理国库”的制度安排下，我国财政性存款绝大部分存放在央行，政府部门财政支出将导致存放央行的财政性存款减少，而企业/居民在商业银行的存款增加。二是银行体系信用派生。商业银行通过发放贷款、购买企业债券、购买外汇、黄金、楼房等资产投放活动，产生企业、居民、政府等部门的存款。在贷款派生存款的机制下，理论

¹ 金融稳定委员会（FSB）将影子银行定义为正常银行监管系统之外作为信用中介而运行的机构或者交易行为。

² 央行对商业银行实施结售汇头寸管理。

³ 央行被动投放外汇占款同时形成商业银行在央行的存款，体现为商业银行存放央行的准备金，是基础货币的一部分。

上银行可以无限派生货币。而法定存款准备金制度和央行基础货币投放回笼机制为银行货币扩张制造了流动性约束，限制了银行的无限扩张。三是影子银行体系派生。目前国内主要有两种形式：一种是银行与非银金融机构⁴合作，以非银贷款或者同业理财、同业投资的形式，通过通道（各种信托/资管产品）给企业提供融资；另一种是表外理财资金购买企业发行的信用债或者投资非标资产。企业部门从影子银行体系获取资金，增加了企业存款。

（二）存款的流向

货币派生完成并进入实体经济后，通过投资、消费、营收、缴税等环节在不同主体、部门、地区之间转移。对居民部门而言，其存款来源主要有两个，一是“挣来的”，即居民通过对企业和政府部门提供劳务或服务而获取的收入，表现为企业存款和政府存款转化为个人存款；二是“借来的”，即居民部门通过消费贷款（主要是房贷）加杠杆获得的资金；“流出”渠道主要是消费和购房（新房市场），资金从居民部门向企业部门转移。对企业部门而言，存款的“流入端”一方面是来自银行体系的资产投放（如信贷、投资）⁵，另一方面是来自财政支出、居民买房等跨部门转移，而“流出端”主要是企业对居民发放薪资及企业理财分流等。对政府部门而言，存款“流入”来自于企业和居民部门缴税，以及从银行体系获得的贷款和发债资金；“流出”主要是通过财政支出，资金向企业和居民部门转移。

二、总体趋势研判

（一）存款整体增速趋缓，“吸存难”局面将长期存在

近几年来，金融机构存款增速放缓，2019 年 6 月末，金融机构人民币存款同比增长 8.4%，较 10 年前的历史高点下降 20.6 个百分点。国际收支趋向平衡，外汇占款不再大量创造存款；金融严监管规范表外业务，影子银行对企业融资收缩⁶，贷款和债券

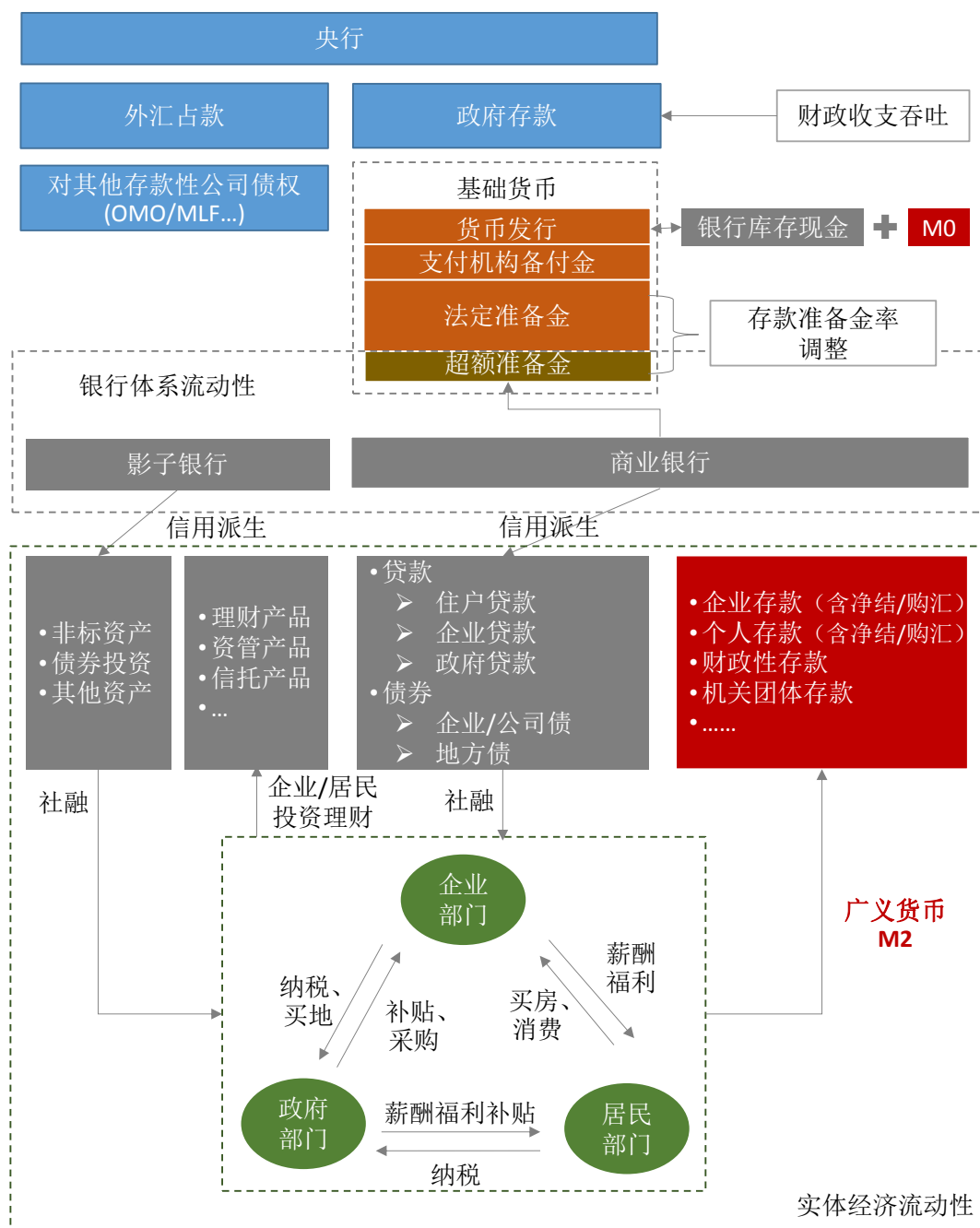
⁴ 如信托、保险、资产管理公司等。

⁵ 包括商业银行、政策性银行信贷投放、债券投资和影子银行“非标”等。

⁶ 2019 年 6 月末，社会融资规模中银行表外项目（含委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票）余额同比下降 2.1 万亿元。

等“正规”渠道独木难支，是拖累 M2 增长的主要因素。此外，企业 and 非银机构持有的银行金融债、资本工具、同业存单等金融产品⁷规模加大，对存款形成了分流。

图 1：存款“来龙去脉”示意



⁷ 2019 年 6 月末，金融债和同业存单余额同比上升 2.4 万亿元和 1.1 万亿元。这些金融产品虽然也是银行重要的资金来源，但是由于流动性差于存款，因而未纳入 M2 的统计范畴，也就是说并不认为这些资金是货币。

表 1：2018 年 6 月末-2019 年 6 月末增量 M2 分布结构及来源结构（单位：亿元）

分布结构		派生来源	
M0	2,992	外汇占款	-2,739
住户存款	97,476	财政	-3,641
非金融企业存款	36,475	贷款	178,211
机关团体存款	21,423	其中：住户贷款	75,232
非银存款	-13,788	非金融企业和机关团体贷款	94,031
其他存款	6,605	债券	8,089
		非银贷	-1,497
		其他（非标等）	-27,241
M2 增量	151,182	M2 增量	151,182

展望未来，预计“吸存难”局面将持续存在。一是“稳杠杆”将持续作为货币政策的重要考量，货币增速将与实体经济增速相匹配。当前，经济增长减速换挡，货币/存款增长将相应放缓；二是金融体系负债来源更加多样化，货币将继续转换成存款之外的其他形式；三是存款在现行流动性风险监管框架中被赋予的权重较高，使得“拉存款”往往成为监管达标的首选，银行间存款竞争日趋激烈。

（二）跨部门资金流向逆转，呈现从企业/非银部门流向居民部门的新格局

2019 年 6 月末，M2 同比增量约为 15.1 万亿元，居民存款增量占 M2 总增量的 64%，成为对 M2 增量贡献最大的部门，而同期非银存款则大幅下降 1.4 万亿元（表 1）。跨部门来看，居民部门从其他部门净获取资金 2.1 万亿元，而企业部门和非银部门分别有 2.2 万亿元和 1.2 万亿元资金净流出，这一趋势与过去几年恰好相反（表 2）。

存款跨部门流向逆转是多重因素共同作用的结果。一方面，资管新规过渡期即将结束，表外理财规模增速大幅下降，过去几年“存款搬家”效应逐渐减弱。2018 年末，全行业表外理财规模 22.04 万亿元，同比下降 0.59%，而 2015、2016 年末这一增速曾高达 72.8% 和 32.6%。与此对应的是，近一年来，非银存款下降，而居民存款大幅上升（主要是定期存款）⁸。另一方面，减税降费推动居民可支配收入持续增长，房地产销

⁸ 2019 年 6 月末住户定期存款同比增量为 7.5 万亿，比 2018 年 6 月同比增量多 3.9 万亿。

售增速放缓亦推升居民部门资金结余。2019 年 6 月末，城乡居民可支配收入同比增速 8.0%，较去年同期提升 0.1 个百分点，而社会消费品零售总额同比增速 8.4%，较去年同期下降 1 个百分点。与此同时，房价增速进入“平台期”，房地产销售增速下降，居民部门存款流向企业的主渠道大幅收窄，居民部门的结余资金持续增加。

表 2：近 3 年来资金部门间流动情况（单位：亿元）⁹

	2019/06 同比 变化	2018/06 同比 变化	2017/06 同比 变化
新增住户存款	97,476	49,558	55,617
新增住户贷款	75,232	69,764	71,686
居民净结/购汇 ¹⁰	-548	8	-4,231
居民缴税规模变化 ¹¹	364	393	-368
居民部门流入（流出）	21,332	-20,591	-19,931
新增非金融企业和机关团体存款	57,897	54,615	78,121
新增非金融企业和机关团体贷款	94,031	74,124	59,915
新增债券发行	8,089	-4,951	-15,662
新增其他（非标）	-27,241	-25,005	17,876
企业净结/购汇	-2,191	33	-16,924
企业缴税规模变化	3,277	3,536	-3,316
企业部门流入（流出）	-22,449	6,944	2,384
新增非银存款	-13,788	24,724	5,692
新增非银贷款	-1,497	1,637	-1,730
非银部门流入（流出）	-12,291	23,086	7,422

（三）零售存款将保持较快增长，作为新增存款的主力

展望未来，零售存款快速增长的势头将在一定时期内持续，一是可支配收入与消费支出之间净结余增加。当前，总需求偏弱、失业率承压等因素共振之下，消费增速大概率将维持相对低位，而“减税降费”背景下居民可支配收入将保持一定增幅，将

⁹ 该表基于社会融资规模、金融机构信贷收支表、央行资产负债表等公开数据加工整理，鉴于数据可获得性和口径差异等因素，数据仅反映大体变化趋势，且跨部门净流动值加总与总量变化之间存在一定残差。

¹⁰ 从货币来源的角度，居民企业净结汇代表外汇占款增加，增加 M2；居民净购汇代表外汇占款减少，减少 M2。据不完全统计，居民和企业结售汇占比大致为 20%和 80%，基于此假设将外汇占款变化分配到居民和企业部门。

¹¹ 根据全国税收收入数据，截至 2018 年末，个人所得税在整体税收收入的占比为 10%，以此为假设，将财政存款的变动对 M2 来源的影响分配到居民和企业部门。

继续支持居民部门收入结余积累。二是信贷流入和买房支出之间的净流入增加。在个人信贷高速增长期间，居民部门能以较低成本获得大量流动性，零售存款通常维持较好增速（如 2013 年、2016 年）。展望未来，以消费信贷为代表的个人信贷仍将保持相对较快增速¹²，而“房住不炒”基调下，买房支出将维持低位，居民部门仍将是资金净流入部门。

（四）企业存款增长多空因素交织，应发掘结构性机会

一是银行和影子银行体系信用创造趋缓，存款派生总体放缓，非标收缩、信用风险偏好降低等不利因素对企业部门构成直接冲击；二是居民购房资金流入减少。房地产行业作为经济体中“牵一发、动全身”的行业，其景气度直接影响整个企业部门流动性，历史上看，房屋销售与企业存款增速趋势基本同步。2017 年至今，商品房销售趋缓，房地产及相关产业链回款速度放慢，企业存款增速整体下行。展望未来，银行表内资金加强对实体经济支持力度，财政支出发力，都将为企业部门带来增量资金。但另一方面，地产融资政策收紧、限购调控持续，房地产及上下游产业链流动性或将边际收紧。在多重因素下，我们认为企业部门存款增长有一定空间，但鉴于房地产相关行业流动性边际收紧，应发掘行业的结构性机会。

（五）政府存款¹³告别高增长阶段，增速放缓是大势所趋

从历史上看，财政性存款、行政事业存款增速都与财政收支盈余¹⁴呈现正相关，后者的影响因素更为复杂，波动性也较强。2010-2017 年间，行政事业存款规模从 5 万亿左右快速膨胀至 26 万亿，2010 年增速一度高达 100%以上，主要原因，一是地价

¹² 在经历 2016-2017 年住房贷款和消费信贷爆发式增长后，当前个人信贷增速处于阶段性低位，2017 年 4 月同比增速高达 24.71%，2019 年 7 月为 16.53%，从信贷周期角度已接近底部，但仍高于贷款总体增速 12.4%。

¹³ 政府存款包括行政事业存款和财政性存款。截至 2019 年 7 月末，财政性存款 5.55 万亿元，行政事业存款 30.33 万亿元（用《信贷收支表》机关团体存款来表征）。财政性存款的主体为国库存款，直接存放央行；其余少部分存放商业银行，主要包括非税收入在途资金及国库现金定存等，据估算，商业银行体系的财政性存款约 1.37 万亿元（截至 2019 年 7 月末，《金融机构人民币信贷收支表》披露财政性存款余额 5.55 万亿元，《货币当局资产负债表》披露政府存款余额 4.18 万亿元，以两项相减粗略测算商业银行体系的财政性存款余额）。对商业银行而言，行政事业存款是政府存款的主体，包括机关、事业单位、武警军队等在财政收支以外自收自支累积的存款以及以社保基金专户存款，后者体量上占主导地位（约占 95%），但前者直接反映与地方政府的关系，也具有很高重要性。

¹⁴ 考虑数据可得性和重要性，以公共财政和政府性基金项下收入（加总）同比增长率和支出同比增长率之间的“剪刀差”来衡量财政收支情况，差值越大说明财政资金越富余，差值越小则反之。

上涨，地方政府土地出让收入快速增加，政府性基金收入大幅超预算；二是反腐加强，机关和事业单位“三公”消费和资金滥用减少，政府部门“少作为”导致开支项目进展缓慢，财政资金花不出去；三是地方政府的沉淀资金无法在不同项目之间灵活周转调剂。

当前，上述因素已逐步消退甚至逆转。一是经济下行期叠加“减税降费”措施将减少税收和非税收入，同时财政政策“加力提效”意味着支出扩大、存量财政资金盘活。二是房地产调控将长期抑制地方政府“土地财政收入”。三是事业单位改革推进，编制减少，机构整合，企业化改制是大势所趋，政府机关团体的数目和体量都将大幅缩减。总结而言，政府部门已经从过去数年通过征税、卖地“蓄水”转变为通过积极的财政政策“放水”，过度储蓄沉淀的资金将陆续回流私人部门，政府存款将告别高速增长的历史阶段。

三、结构性机遇

（一）居民部门：重在经营流量，从流入和流出两端，挖掘特定领域和特定场景的增长潜力

居民存款小额化、分散化特征明显，经营流量是积累存量的必要途径。粗略测算，全国绝大多数个人账户户均存款不足 5000 元¹⁵。绝大多数个人客户储蓄额较小，而少数高净值客户投资理财渠道多元，存款配置规模有限，零售存款应高度重视流量经营。在流入端，薪资发放、资产管理、信贷还款是重要的引流渠道。

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_8848

