华泰证券 HUATAI SECURITIES

固定收益研究/深度研究

2020年06月17日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张亮 执业证书编号：S0570518110005
研究员 021-28972035
zhangliang014597@htsc.com

吴宇航
联系人 wuyuhang@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究：煤炭债的今与昔》2020.06
2《固定收益研究：详解直达实体的新货政工具》2020.06
3《固定收益研究：利率并轨的探索、难点与实践》2020.05

金融“空转”的轮回与比较

核心观点

防控金融空转似乎成为货币和监管政策的短期重要任务，而历史上最著名的金融空转发生在15-16年的债券牛市期间。15-16年“空转”背后是金融加杠杆，而本轮金融空转中票据/债券-结构性存款套利是核心。两者都是流动性宽松的“副产品”，但是本轮“空转”从规模、复杂程度、宏观环境与15-16年都不能相提并论，这决定了虽然当前货币政策边际收敛，但是不具备持续紧缩的条件。我们预计本轮空转治理引发资金利率和债券利率的重定价，但是对债市的冲击应不如16-17年剧烈、持久。

2015-2016年：“空转”背后的金融加杠杆

2015-2016年金融空转的背景在于资金利率低且稳定、理财刚兑、中小行试图凭借同业业务实现弯道超车、同业存单工具的出现等。当时的空转主要是货基-同业存单-同业理财链条，其中同业存单和同业理财成为中小行扩张资产负债表、加杠杆的重要工具。此外，理财委外、通道等，导致多层嵌套、规避监管的现象普遍，也构成了一定程度的所谓“空转”。

2019-2020年：票据/债券-结构性存款套利是核心

第一种是票据-结构性存款套利，企业买入结构性存款，然后以其质押开立银票并贴现，这种模式发生在去年一季度，今年再次出现。第二种模式是企业通过债券或者信贷实现低息融资，然后买入高息结构性存款实现套利。这两种模式都依赖于利率双轨制下，结构性存款利率居高不下。第三种是公募基金免税套利，包括银行自营-货基（免税）-同业存单、银行自营-摊余成本法债基-政策性金融债。第四种是滚隔夜加杠杆，包括滚隔夜加杠杆买债（也是支持实体经济的一种方式）和滚隔夜存非银托管户（极少量）。

两轮金融空转的相同之处：流动性宽松的副产品

首先，两轮金融空转都发生在经济的下行周期，都是流动性宽松的副产品。2015年经济面临三重压力，外需走弱、房地产高库存和产能过剩下的深度通缩，今年的经济下行主要源于新冠疫情，流动性宽松导致金融空转出现。其次，金融空转的治理都伴随着货币政策的边际调整。2016年央行先是缩短放长，然后货币政策持续紧缩配合金融去杠杆。本轮为了治理金融空转，货币政策由“救急”状态向常态回归，引导资金利率和债券利率回归常态。

不同之处：核心原因、规模、复杂程度及外部环境都存在本质不同

第一，核心原因不同，16年的重点是金融加杠杆，而本轮空转的关键是“套利”，源于利率双轨制之下，结构性存款利率居高不下，而货币市场和债券市场利率较低。第二，规模和复杂程度难以相提并论，2016年金融机构大肆扩张资产负债表，多层嵌套、刚兑、资金池、通道等操作普遍导致空转链条较为复杂，而本轮空转的链条相对简单，套利规模目前来看也相对有限。第三，外部环境看，本轮经济修复更为艰难。15-16年外部环境主要是全球尤其是新兴经济体经济下行，出口弱化。本轮经济的外部压力既来自于全球经济下行，又来自于中美摩擦，更有新冠疫情的影响。

对债市的启示

第一，空转套利的存在，制约货币政策宽松的程度，以及推动“直达实体”工具的更多使用。第二，虽然货币政策边际收敛，但是鉴于规模、复杂程度、外部环境等难与16年相提并论，我们预计本轮货币政策不会持续、超预期紧缩。第三，为了治理本轮空转，资金面常态回归和结构性存款高压需要双管齐下。第四，因套利需求而出现的债券融资需求将萎缩，不利于中期宽信用。

风险提示：结构性存款监管导致流动性紧缩；疫情二次爆发、中美摩擦超预期。

正文目录

引言 3
2015-2016 年：“空转”背后的金融加杠杆 3
以同业存单为核心的金融空转链条 3
理财委外的金融空转模式 6
2019-2020 年：票据/债券-结构性存款套利是核心 7
票据-结构性存款套利 7
债券/贷款-结构性存款套利 10
公募基金免税套利 11
滚隔夜加杠杆 12
两轮金融空转的比较 13
相同之处：流动性宽松的副产品 13
不同之处：核心原因、规模、复杂程度及外部环境都存在本质不同 14
对债市的启示 15
风险提示 17

引言

2020 年政府工作报告明确提出加强监管，防止资金“空转”套利；总理记者会上也特别强调“如果放水过多则会造成套利和混水摸鱼”。防控金融空转似乎成为近期货币和监管政策的短期重要任务，也引发了此前债市的快速调整。

而提起金融空转和脱实向虚，最著名的无疑发生在 2015-2016 年的债券“牛市”期间，随后 2016 年四季度货币政策收紧，金融防风险、去杠杆大幕开启，债市进入惨烈的“熊市”。那么本轮债市是否会重演 2016 年债市的一幕？我们从这两轮金融空转的背景和形式谈起。我们的结论是，本轮“空转”从规模、复杂程度、宏观环境与 15-16 年都不能相提并论。

2015-2016 年：“空转”背后的金融加杠杆

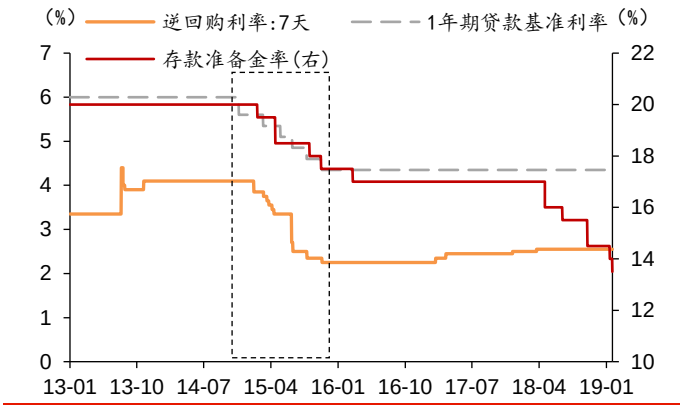
以同业存单为核心的金融空转链条

2015-2016 年的金融空转离不开几个大环境：1、货币政策宽松，资金利率低且稳定，这是金融加杠杆的前提；2、无处不在的刚兑，尤其是同业理财等，是金融加杠杆的沃土；3、中小银行等主体试图通过同业业务做大规模、弯道超车；4、同业业务没有准备金等要求，货基等存在免税优势，空转链条理论上可以无限扩张。具体来看：

2015-2016 年，央行在降准、降息的同时多次下调 OMO 利率。2015 年，为了对冲经济下行的压力和应对股灾等风险事件，央行货币政策较为宽松，2015 年全年央行 4 次降低存款准备金率，5 次降低贷款基准利率，OMO 利率也连续下调，从 2015 年初的 4.1%一路下调至 2015 年底的 2.25%。2016 年央行也进行了一次降准，并下调了 MLF 利率。

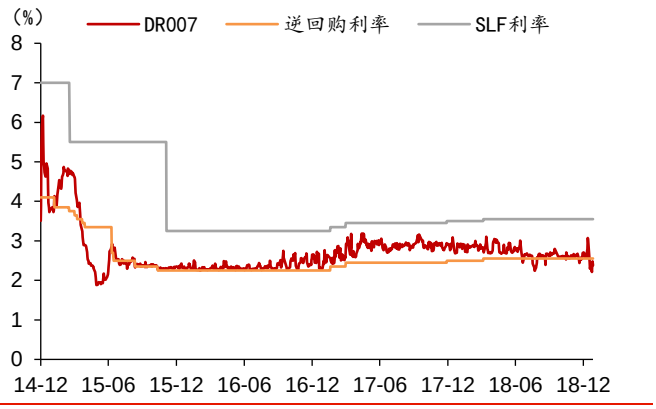
与此同时，央行构建利率走廊，货币市场利率波动减小。2015-2016 年，央行积极维护利率走廊管理，SLF 利率作为利率走廊的上限也被下调，向市场传递货币市场利率稳定的信号。R007、DR007 等货币市场利率在利率走廊内窄幅波动，不但绝对水平低，波动率也较低。在 2015 年底至 2016 年 8 月央行重启 28 天逆回购之前，R001 和 R007 分别长期维持在 2%和 2.3%的低位，为 2015-2016 年的各类期限错配、多层嵌套埋下伏笔。

图表1： 2015 年贷款基准利率、OMO 利率连续下调



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 2015 年央行下调 SLF 利率维护利率走廊管理

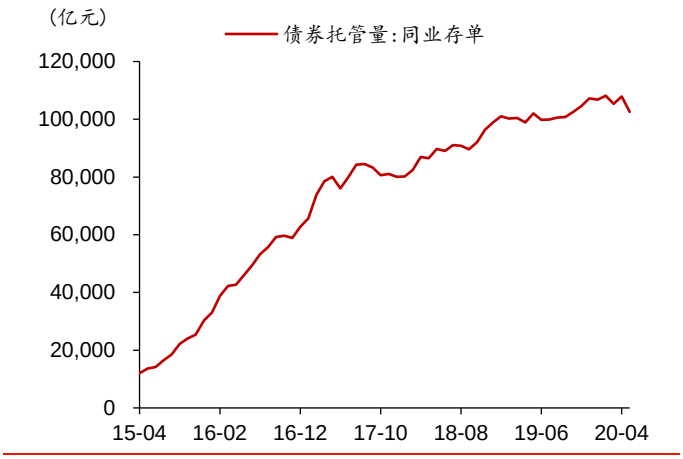


资料来源：Wind，华泰证券研究所

在这种环境之下，同业存单的优势明显。同业存单本是商业银行在利率市场化环境下得力的流动性管理工具，但是在货币宽松且稳定的背景下，同业存单逐渐成为商业银行主动负债和加杠杆的重要工具，这源于同业存单具有诸多优势。首先，在流动性充裕、利率下行的市场环境下，同业存单作为新型的主动负债工具，以其灵活和标准化的特点推动银行主动负债管理模式的深化，使银行的资金来源更加多元化和充足。其次，同业存单当时并未纳入到同业负债项目下，发行同业存单有助于商业银行绕过监管层关于风险指标的限制。并且，同业存单作为银行流动性管理的主要工具，使得银行可以通过期限错配加杠杆来获得期限利差。

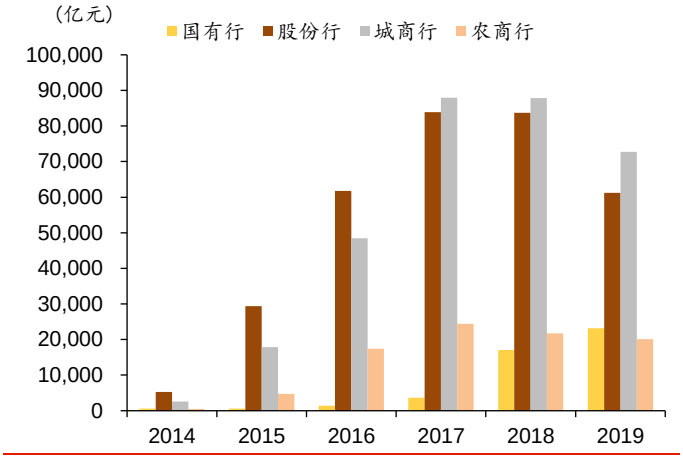
同业存单规模快速膨胀，中小行为发行主力。自 2014 年起，同业存单出现大幅增长，截至 2017 年 12 月，同业存单托管余额达到 81083 亿元。在发行方结构方面，同业存单在 2013 年刚起步时，国有行和股份制银行发行的合计存量金额占到总规模的 90%以上，而截至 2017 年 12 月底，国有大行同业存单发行量占比不足 2%；股份制银行存单规模快速增长，但占比下降；而城商行和农商行无疑是同业存单增长的中坚力量，其中城商行存单规模由 2014 年底的 1906.6 亿元增长到 2017 年 12 月的 35930 亿元，占比上升到 46.93%，农商行存单规模截至 2017 年 12 月达到 8032.5 亿元，占比达 10.49%，稳步上升。

图表3： 同业存单规模变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

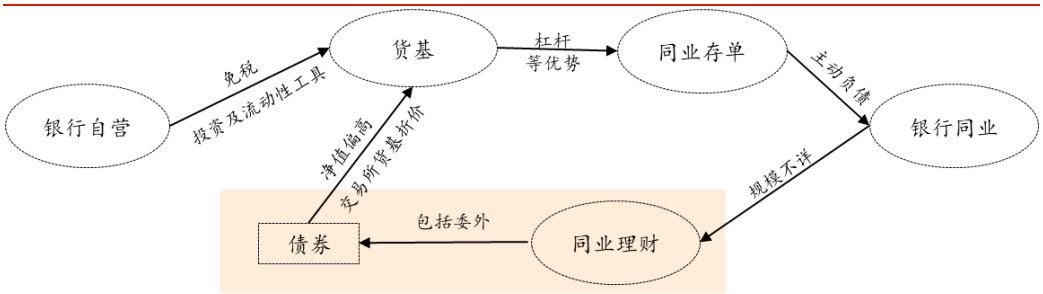
图表4： 同业存单发行方结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

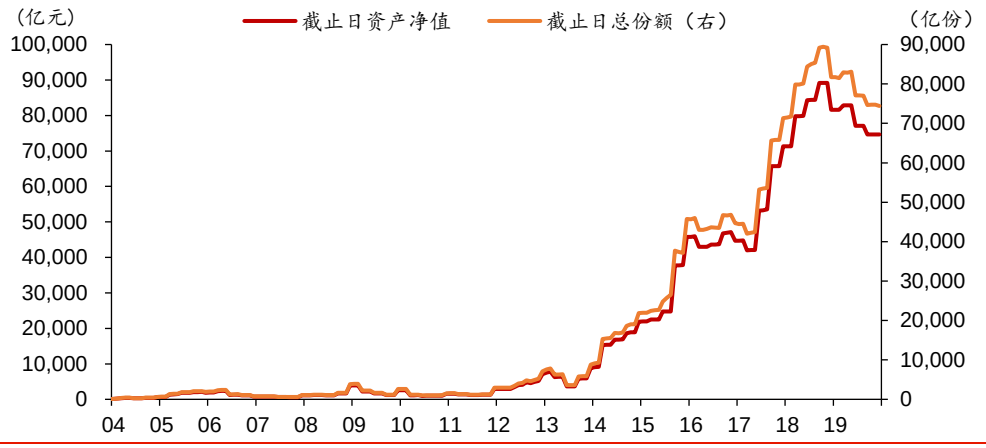
货基-同业存单-同业理财链条形成。在这个链条中，银行自营投资货基，货基购买中小行发行的存单，中小行发行存单之后再去购买同业理财等，因此金融空转的第一个环节是货基与同业存单。对于银行自营而言，投资货基的好处在于：第一，货基的收益率不低，且风险低、流动性好；第二，公募基金具有免税优势，银行自营投资货基可以大幅增厚收益。对于货基而言，存单是货基的优质资产，存单流动性较好，收益率高于回购甚至短融，信用风险低，在拆借利率较低时同业存单还便于加杠杆和套息，因此存单扩容与货基增长相伴而生，2015 年初同业存单规模仅为 1 万亿左右，2016 年底规模增长到 6.28 万亿，两年期间增长超过 5 倍。与之相对应的是货币市场基金，15 年初全市场货基规模为 2.2 万亿，16 年底增长至 4.5 万亿。对于中小行而言，发行同业存单可实现批发融资，扩张自身的资产负债表，这相当于中小行借了大行等富余的准备金，用于同业资产（同业理财和货基等）和债券投资。

图表5： 2015-2016 年的同业套利链条



资料来源：Wind，华泰证券研究所

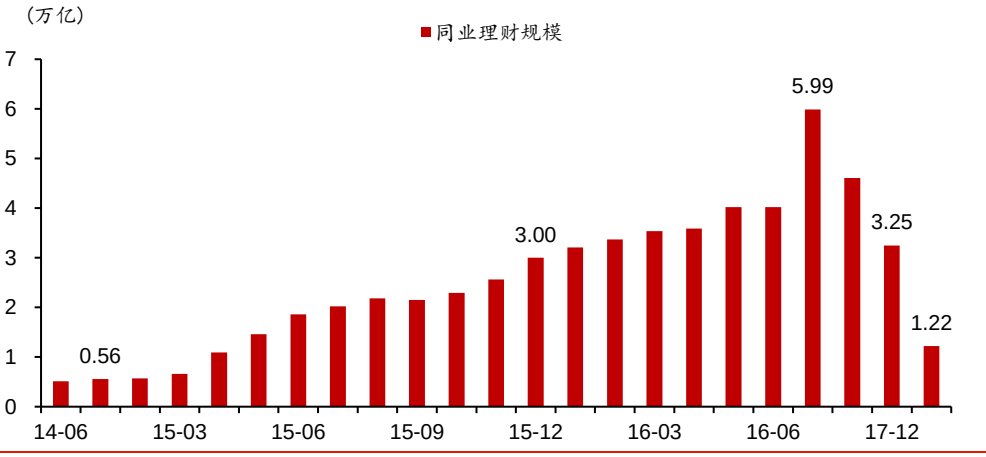
图表6： 2004-2019 年货币基金的资产净值与总份额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

这一空转链条的第二个环节是同业理财。2015 年同业理财由 1 月的 0.56 万亿扩张至 12 月的 3 万亿，2016 年再扩张至 2016 年底的 6 万亿，两年时间大幅增长 12 倍，背后原因也是多方面的。对于银行理财而言，同业理财虽然期限短、同质性强、不稳定性大，但是其负债成本较低，销售对象是金融同业，最容易冲规模，甚至可以定制化，比零售理财更为灵活。因此，对于股份制行和中小行而言，同业理财是它们扩张规模的最重要资金来源，而且中小行可以实现同业存单和同业理财的互持。而从银行自营及同业资金投资的角度看，同业理财信用风险较低，收益率相对较高，资本金要求低，成为缺资产环境下难得的优质资产。

图表7： 同业理财规模



资料来源：Wind，华泰证券研究所

银行自营投资货基和同业存单本身属于正常的同业业务，但是在这个链条中，货基替代了普通存款，可以帮助商业银行绕开存款准备金率的限制。且彼时同业存单发行受到的约束较少，因此这一链条可以持续扩张，随着银行购买货币基金的增多，货币基金更多承担了货币融通功能，逐渐偏离了货币基金作为资管产品的本源。同时，在流动性充裕、资金面平稳的背景下，货基会加杠杆增厚收益，使得这一链条更加脆弱。而同业理财的出现，使得这一链条进一步拉长，金融空转更加严重。

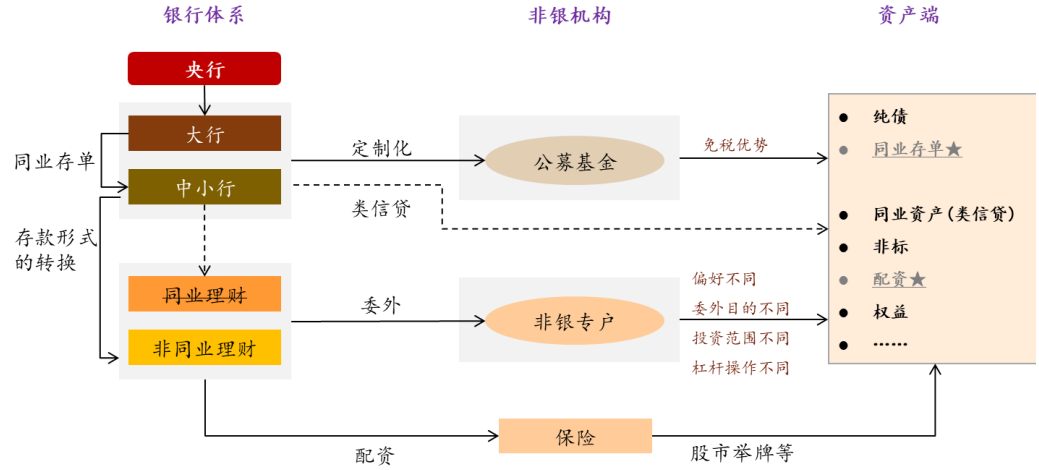
理财委外的金融空转模式

除了以同业存单为核心的金融空转链条之外，理财委外、通道等也是 2015-2016 年金融空转的重要形式，尤其是“同业存单-同业理财-委外”链条，具体来看：

首先，同业理财存在刚兑，且具有收益率优势。中小银行通过同业存单融入资金，并投入股份制银行同业理财，后者存在刚兑，前者利率明显低于后者导致套利机会的存在。而且由于同业业务不缴准、资本消耗低，导致规模可以在理论上无限扩张。

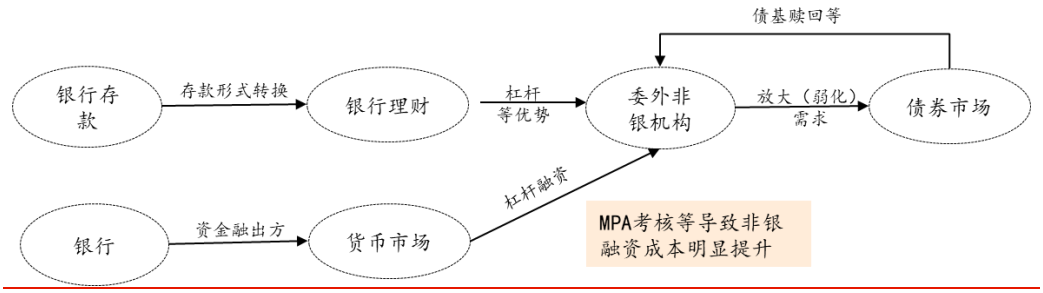
其次，理财委外拉长资金链条，空转更加严重。委外业务指委托人将资金委托给外部机构管理人，由外部机构管理人按照约定的范围进行主动管理的投资业务模式。委外模式的初衷是优势互补，非银机构在研究、交易、信用甄别等方面的人才储备和能力更强，而中小行等缺少专业投资能力。因此中小行等将表外理财与同业负债得来的资金通过委外投资交由基金等专业资管团队进行管理，一方面可以通过后者优秀的主动投资能力，转嫁自身管理和业绩压力，提高资金收益，另一方面也可以绕过地方监管实现跨区域投资，拓展投资范围，追逐优质资产，满足高端客户的投资需求。理财委外链条加上同业理财这个环节之后，资金链条更长，空转更加严重。因此，理财规模膨胀、委外模式兴起在增加债券配置的同时，也导致金融空转和风险链条大大拉长，杠杆操作和信用下沉也更为普遍。此外，理财资金池本身资产当中往往也有非标等期限长、流动性差等资产，形成期限和流动性错配。

图表8： 同业理财在金融加杠杆过程中起到了关键作用



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 理财到委外链条

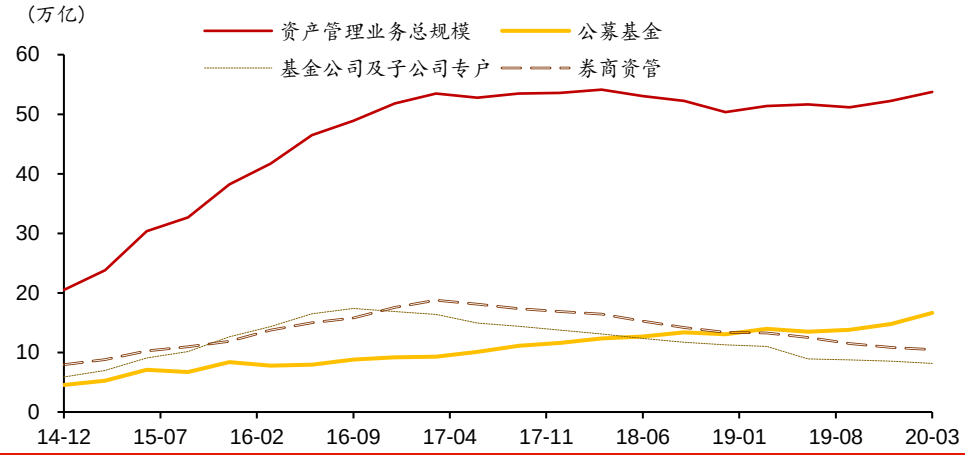


资料来源：华泰证券研究所

再次，理财的通道业务盛行导致资管业务“虚胖”，带来某种程度的所谓“空转”（最终流入实体）。一直以来，商业银行的表内资产投资受到诸多限制，而银行资金走资管通道的好处是显而易见的。一方面通过结构设计资金出表，投资人不需要进行风险计提或只计提25%同业风险权重，可以修饰当期利润；一方面很多信托投资、同业理财附加刚性兑付，银行不用担心资产不良率等问题；最后，吸储与投资能力弱的中小银行，通过表内同业存单，表外同业理财的方式主动负债，再进行委外投资是它们迅速扩大规模与盈利的关键手段。2012 年之前，通道业务由信托一家独大。2012 年 10 月，证监会出台资产管理业务“一法两则”，券商资管、基金子公司成为新的表外业务通道。相比较于信托事前报备，券商资管与基金子公司事后报备具有政策优势，其中基金子公司投资相对自由，再加上成立门槛低，一时间成为“万能牌照”。因此券商资管、基金子公司成为理财资金规避监管的重要通道，其资管规模迅速膨胀，这进一步加剧了多层嵌套和金融空转，但资金最终流入实体。

表外理财快速扩张的风险在于，其规避了表内资金的准备金约束、信贷额度限制、贷款投向限制等，而以上同业链条的扩张使得更多表内资金向表外转移，风险持续积累。与此同时，理财的资金池和刚兑操作使得流动性错配、期限错配、信用风险错配等较为严重，整个体系的脆弱性加剧，为后来的债市调整埋下伏笔。

图表10： 2015-2016 年大资管规模快速膨胀



资料来源：Wind，华泰证券研究所

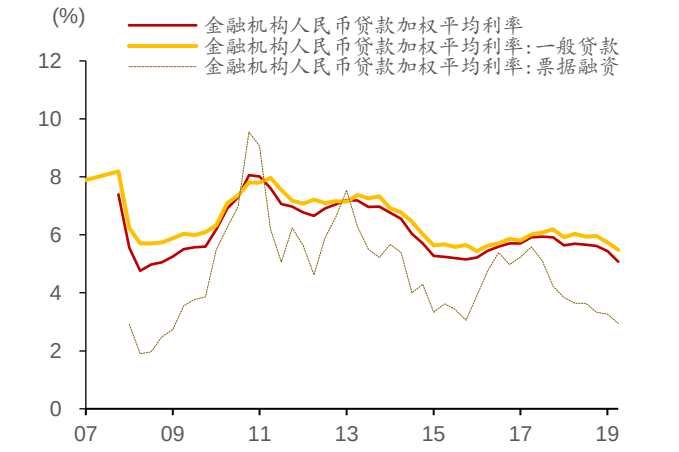
2019-2020 年：票据/债券-结构性存款套利是核心

经历了 2016-2017 年的金融严监管之后，同业存单、同业理财等金融空转链条遭到严格监管，再难以掀起波澜。而在本轮债券牛市之中，伴随着货币政策宽松和利率下行，以票据/债券-结构性存款为核心的金融空转模式再次出现。

票据-结构性存款套利

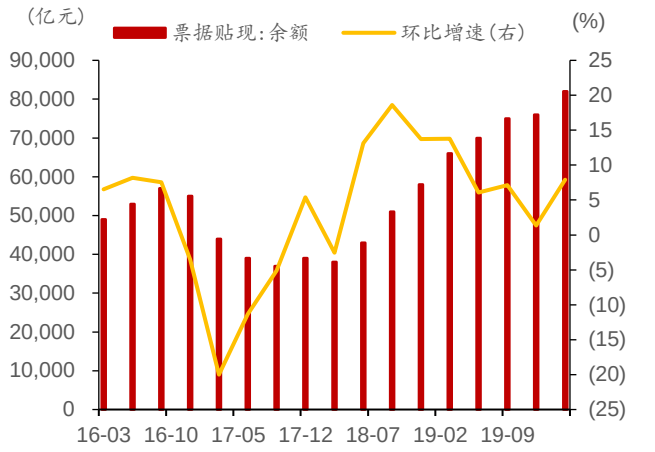
2018 年以来，在政策鼓励、资金利率下行等多因素影响下，票据大幅扩容。监管层面，缓解小微企业融资贵、融资难问题成为政策的重心。尤其是央行加大再贴现力度，再贴现利率只有 2.2%左右，提升了商业银行票据贴现的意愿，为中小企业提供给了流动性支持；银行层面，过去两年同业业务清理，为票据业务重新发展也积聚了空间。票据信用风险低、期限短、流动性强，随着资金利率下行，存在明显的利差空间，可以满足银行的流动性管理需求和风险偏好。同时票据贴现有助于增加对中小企业授信，响应政策要求，票据签发过程中企业缴纳的部分保证金是一般存款的直接来源之一，能满足银行的揽储需求；融资主体方面，票据是中小企业的重要融资手段。中央要求国企、央行清理拖欠民企、中小企业账款力度，但国资委对国企、央行降低资产负债和偿债能力存在严格的要求，在这种背景下，票据（商票）作为支付手段也受到更多重视。

图表11： 票据融资利率下行速度快于普通贷款利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

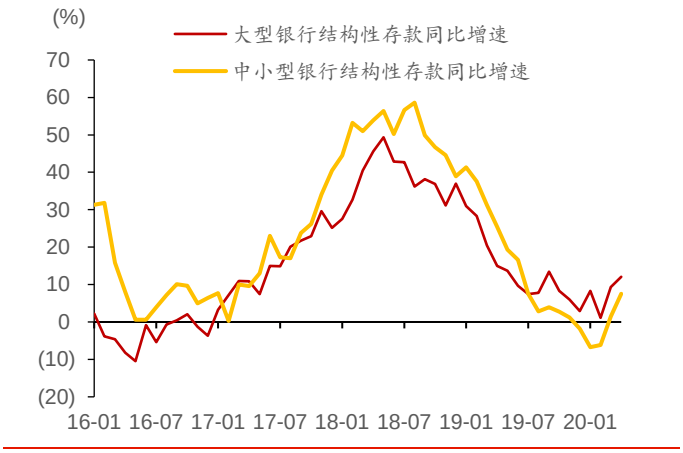
图表12： 2018 年下半年票据贴现余额环比增速大幅提高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

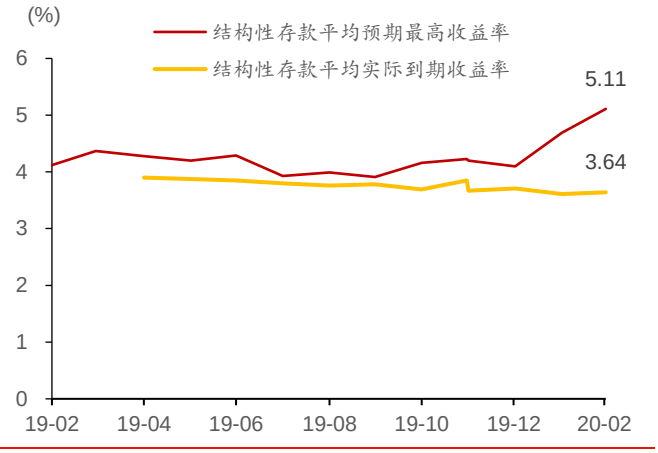
结构性存款成为商业银行揽储的重要工具。2018 年，受资管新规打破刚兑影响，保本理财面临收缩的压力，银行纷纷发行结构性存款来替代保本理财，结构性存款属于表内业务，会带来银行存款的增加。可以看到 2018 年以来商业银行结构性存款增长迅速，结构性存款的增长远高于存款总额的增长，占存款总额的比重也在不断提高。结构性存款的发行有效弥补了同业理财规模的收缩，带来了稳定的资金，一定程度上缓解了银行的存款荒问题。

图表13： 2018 年结构性存款规模大幅增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14： 结构性存款平均预期最高收益率基本维持在 4%以上

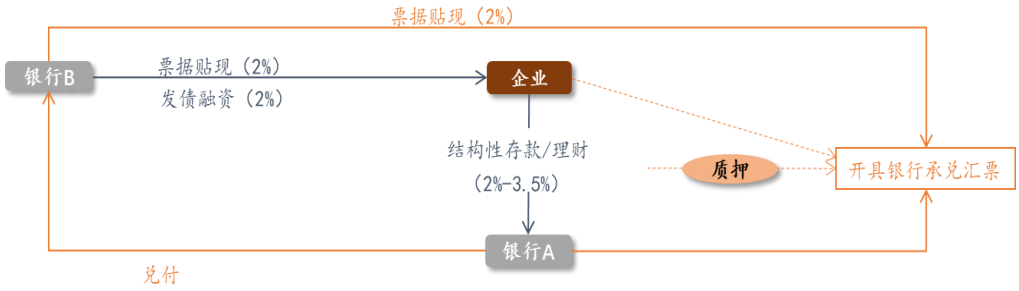


资料来源：融 360，华泰证券研究所

商业银行“存款荒”推高了结构性存款利率，而宽松的货币政策叠加信用紧缩下高流动性低风险的票据资产吸引力上升，票据直贴和转贴利率下行速度快于其它资金利率。2018 年四季度以来，票据融资的加权平均利率在 2018 年四季度已经低于 4%，且有继续下行的趋势，而结构性存款的平均预期最高收益率基本维持在 4%以上，鉴于彼时假结构性存款盛行，到期后客户可以轻易拿到最高收益。因此可以认为，2018 年末以来票据融资利率一度低于结构性存款，且两者间价差持续增大。

这就形成了一个暂时的套利空间。为展示票据-结构性存款套利具体流程，我们假设交易双方为银行和客户 A，并假设银行方面：1.提供高于同期票据市场贴现率的结构性存款收益；2.允许客户 A 用结构性存款质押开立银票。3.银票面额是结构性存款金额加上到期收益（利息前置）。假设客户 A 方面：1.提供启动资金用于结构性存款；2.能迅速将银票贴现。另外假设结构性存款和银票期限都是一年，到期日为同一天。操作流程是：客户 A 存 1000 万结构性存款给银行，银行给予其 4%的利息并以 1000 万存款为质押开立利息前置的银票给客户 A（面额为 1000+1000*4%=1040 万），客户 A 将银票迅速在市场上贴现，假设贴现率为 3.5%，则银票贴现后到手资金为 1003.6 万元（贴息为 36.4 万）。客户 A 可将 3.6 万元利润留下，1000 万继续形成结构性存款，滚动操作。

图表15： 票据/债券-结构性存款套利



注：发债/信贷-结构性存款也在本图中列示

资料来源：华泰证券研究所

这种套利是 2019 年一季度票据融资大增的原因之一，也引致了一轮对票据和结构性存款的监管。2019 年 1 月份社融规模达到了 4.64 万亿，从信贷结构上看主要受企业短期贷款（同比多增 2169 亿元）和票据融资（同比多增 4813 亿元）带动。李克强总理在 2019 年 2 月 20 日的国务院会议上提出：“降准信号发出后，社会融资总规模上升幅度表面看比较大，但仔细分析就会发现，其中主要是票据融资、短期贷款上升比较快。这不仅有可能造成‘套利’和资金‘空转’等行为，而且可能会带来新的潜在风险。”2019 年 2 月 25 日，银保监会在新闻发布会上强调，票据套利问题将受到严格处罚。此后，较严格监管检查和规范约束开始实施，各银行也开始对票据业务进行自查，对于开票的真实贸易背景调查从严，并控制作为承兑保证金的结构性存款利率，票据套利现象得到了有效遏制。

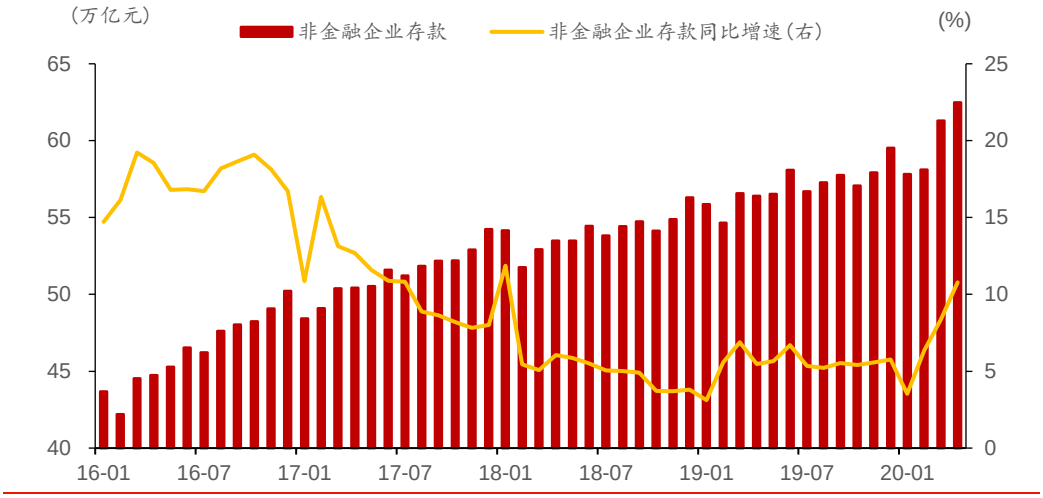
图表16： 结构性存款主要监管文件梳理

时间	文件	主要内容
2020/3/4	《关于加强存款利率管理的通知》	人民银行指导市场利率定价自律机制加强存款利率自律管理，并将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围。将存款类金融机构执行存款利率管理规定和自律要求情况纳入 MPA，同时指导自律机制将上述情况纳入金融机构合格审慎评估。
2019/10/18	《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》	明确了只有具备普通类衍生产品交易业务资格的商业银行才能发行结构性存款。衍生品业务要有“真实的交易对手和交易行为”，限定结构性存款产品的范围以去“假”存真。按照“新老划断”的原则设置了 12 个月的过渡期。
2019/9/6	《关于规范开展结构性存款业务的通知》	及时停售存在设计不合规或“假结构”问题的产品，确保结构性存款真实嵌入金融衍生产品且衍生产品部分有真实的交易对手和交易行为。确保所开展的衍生产品交易性质与本行衍生交易资格相匹配。严格执行录音录像的“双录”要求，不得承诺与真实交易不相符的最低收益。

资料来源：人民银行，中国政府网，银保监会，北京银保监局，华泰证券研究所

而从今年 4 月份票据融资和结构性存款的量价运行来看，票据-结构性存款的套利模式可能卷土重来。一是，4 月金融数据显示企业票据融资规模也达到 3910 亿元，同比多增 2036 亿，固然有企业贸易活动继续修复的因素，但也存在票据-结构性存款套利再现的可能性，从企业存款大幅多增也可以得到印证。二是，3 月结构性存款平均实际到期收益率为 3.64%，而票据融资的加权平均利率为 2.94%，可见票据-结构性存款存在利差，可形成套利空间。

图表17： 2020 年以来企业存款同步增速回升



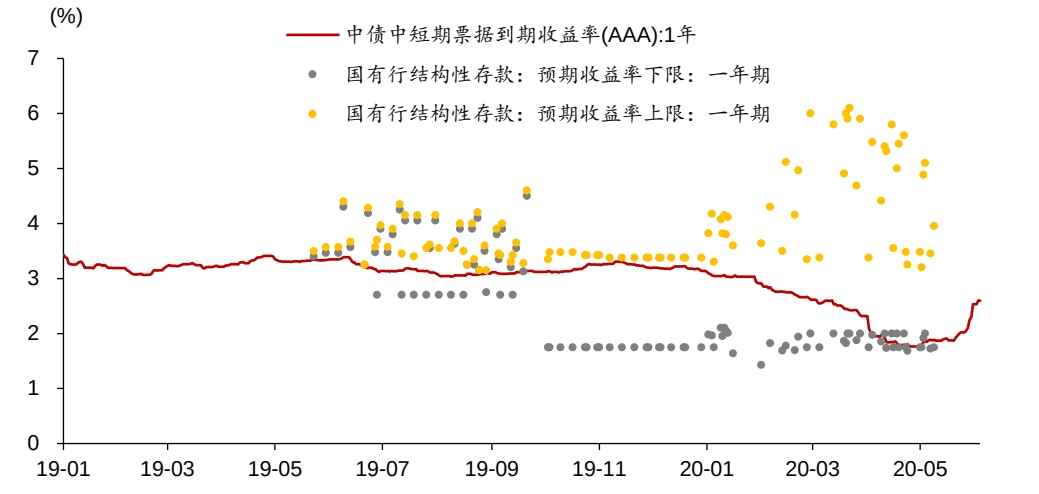
资料来源：Wind，华泰证券研究所

债券/贷款-结构性存款套利

除了票据与结构性存款的套利模式之外，今年在疫情的特殊环境下，债券和贷款利率大幅下行，与结构性存款也产生了套利空间，新的金融空转模式形成，具体来看：

首先，中短端利率下行幅度较大，部分企业通过发行短期债券获得低成本融资，然后再去购买结构性存款，尤其是中小行结构性存款，可以获得超过 100BP 的无风险套利空间。

图表18： 债券利率与理财利率

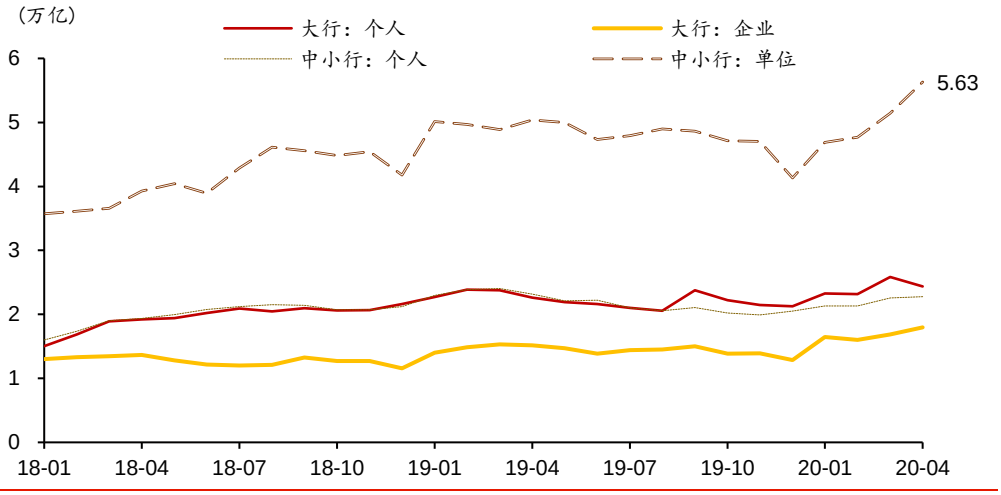


资料来源：Wind，华泰证券研究所

其次，信贷利率也出现大幅下行，尤其是专项再贷款利率在 1.5%以下，企业以信贷资金购买中小行的结构性存款，可以获得 50BP 以上的套利空间。

因此，在以结构性存款为核心的金融空转模式之下，今年结构性存款规模再次膨胀，截至 4 月末，全国商业银行结构性存款余额约为 12.14 万亿，再创历史新高。从银行结构来看，结构性存款的增长主要来自于中小银行，其中大型银行、中小行规模分别为 4.23 万亿和 7.91 万亿，较上年末分别增长约 0.82 万亿和 1.72 万亿元。从客户结构来看，结构性存款的增长主要来自对公部分，4 月末对公结构性存款同比增长 13.35%，个人结构性存款同比增长 2.88%。

图表19： 中小行企业结构性存款大幅增长



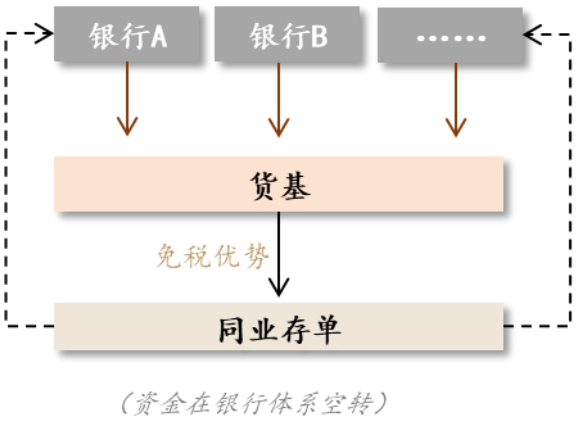
资料来源：Wind，华泰证券研究所

公募基金免税套利

由于基金具有免税优势，长期以来银行都会通过购买货基或定制化债基来提高流动性管理效率。2014 年开始监管层放开商业银行投资非银产品的限制，商业银行通过公募基金投资债券由此开始增长。2014 年 1 月，货基份额为 2.2 万亿，到 2020 年 1 月已经增长至 8.4 万亿，债基份额则由 2983 亿增长到 4.2 万亿。截至 2019 年底，共有 340 只货基在年报中披露了持有人机构，其中银行类机构在前十大持有者中的占比约为 30%，且至少有 14 只货基为银行的定制化产品（银行持有占比在 80 以上），而债基方面银行的定制化产品主要集中在专户，数据较难获得，但规模依然很大，银行通过基金投资债市也是一种套利，具体而言：

第一，“银行自营-货基（免税）-同业存单”。在流动性比较宽松的时候，银行自营的富余资金通常会去购买货币基金，而货币基金的主要配置券种之一就是同业存单，但同业存单是银行的负债来源，最终的利息仍是由银行支付。因此部分资金会形成一个银行-货基-同业存单-银行的循环。对于单个银行，无论是货基还是存单都是提高流动性管理效率的手段，但对整个银行体系而言，这种循环明显是资金在金融体系的空转，同时还规避了税收约束。

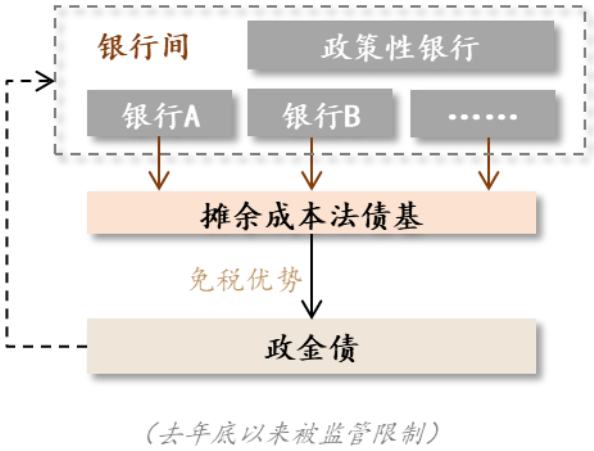
图表20： 银行-货基-同业存单模式



资料来源：华泰证券研究所

第二，“银行自营-摊余成本法债基-政策性金融债”。2019 年底，随着监管加速放开摊余成本法债基的审批，多家公募基金陆续拿到批文。10 月以来，摊余成本法债基就“爆款频现”，发行规模不断增加，百亿规模已经屡见不鲜，单只基金的最高募集规模甚至超过 200 亿。摊余成本债基为何发行火爆？首先，商业银行担忧公募基金免税政策调整，有争相上报定开型摊余成本法债基的诉求；其次，受大额风险暴露约束，银行投资货基及部分基础资产较为分散的消费贷 ABS 等产品难以穿透，使得部分银行“匿名客户”额度不够用，加之货基收益率本身就在下行，难以满足投资者要求，因此银行有替代投资需求。最后，包商事件之后线下同业业务受限，房地产严监管和国企去杠杆等导致非标规模压缩，从而使机构欠配。而摊余成本债基产品估值稳定，符合监管要求，成为机构配置首选。简单来说，净值稳定+免税优势是摊余成本债基备受追捧的核心。摊余成本债基本质上也是一种监管套利，而去年 12 月开始，监管也着手控制摊余成本法债基的发行规模。

图表21： 银行-摊余成本法债基-政金债模式

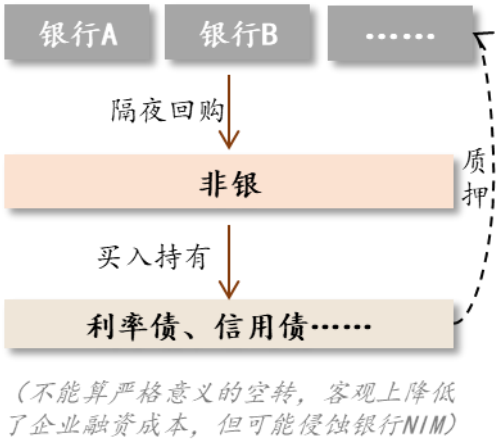


资料来源：华泰证券研究所

滚隔夜加杠杆

滚隔夜加杠杆买债。在今年收益率曲线陡峭和流动性宽松预期较明确的背景下，机构加杠杆套取短端息差行为增多。市场利率方面，3-4 月间隔夜 Shibor 平均值为 1.15%，甚至多个交易日连续低于 1%，4 月下旬最低时仅 0.66%，隔夜回购利率中枢下降至 1%以下，4 月下旬最低时仅 0.54%。低利率背景下，债市加杠杆归来，债市场内加杠杆融入资金以银行间质押式回购交易为主，因此通过其交易量可以管窥加杠杆的程度。滚隔夜加杠杆买债也被监管层所关注，在 5 月 29 日举行的银行间本币市场大会上，央行金融市场司副司长马贱阳警示说：“虽然加杠杆是债券市场主流的盈利方式，但随着杠杆率上升市场波动率会加大，建议大家要以 2016 年债市波动率上升导致的后果为鉴。”不过，加杠杆买债也是支持实体经济的一种方式，不算严格意义上的金融空转。

图表22： 滚隔夜加杠杆买债



资料来源：华泰证券研究所

滚隔夜-非银托管户。在 4 月 10 日之前，商业银行给非银账户的活期托管利率（趴帐利率）一般是 0.72%，与超储利率一样，但某些账户成立时，托管行为了鼓励更多的活期资金在账通常将趴帐利率谈到更高，市场常见的股份制优惠利率到 1.62%，小行或者某些基金产品大户可能还有 2%以上的。4 月央行调降超储利率之后，货币市场利率中枢大幅下行，隔夜回购利率最低下行至 0.54%，部分机构借入隔夜资金，然后存在非银账户，获取无风险收益，这也是本轮金融空转的一种形式，不过这种形式的套利并不普遍。

图表23： 4 月底隔夜回购成交量一度接近 5 万亿



资料来源：Wind，华泰证券研究所

两轮金融空转的比较

相同之处：流动性宽松的副产品

首先，两轮金融空转都发生在经济的下行周期，流动性宽松。在经济的下行周期，货币政策宽松，而实体的融资需求疲弱，缺少优质高息资产，因此流动性更容易堆积在金融市场，发生金融空转。2015 年宏观经济面临三重压力：首先，全球增长乏力，新兴经济体陷入低迷，外需走弱拖累中国出口在 2015 年 6 月跌落至历史罕见的负增长；其次，房地产库存高企，抑制房地产商的投资热情，房地产投资增速大幅下行；最后，上游产能过剩问题严重，叠加需求全面走弱，PPI 经历长期通缩且不断加深，2015 年 9 月 PPI 同比跌至-5.95%。2015 年底，“三去一降一补”工作展开，宏观经济底部在 2016 年初出现。不过利率的底部滞后于经济的底部，直到 2016 年 8 月份才出现。本轮经济下行则主要由于突发的新冠疫情导致全球经济供需两端停摆，全球经济确定性衰退，中国经济也遭到前所未有的冲击。之后逐季改善是大概率事件，但外需冲击尚未证伪，宏观经济下行压力依然比较大。

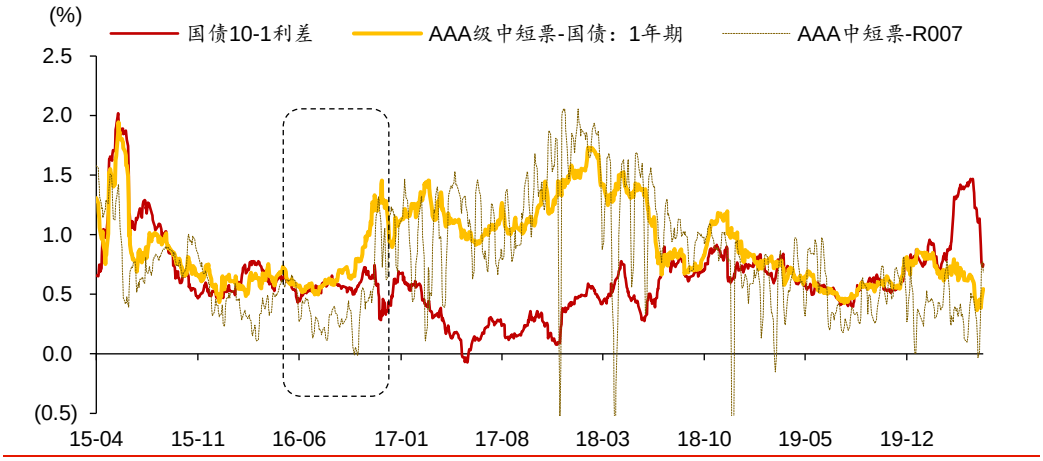
其次，金融空转的治理都伴随着货币政策的边际调整。2016 年 8 月 24 日，央行重启 14 天逆回购，这一事件标志着央行货币政策进入“缩短放长”的阶段。与此同时，伴随着宏观经济的企稳回升，金融防风险、去杠杆逐渐成为政策的重心，12 月中央经济工作会议召开，会上着重强调“防风险”（虽然没有直言是“金融”防风险）、“抑制资产泡沫”，同时“管住货币政策总阀门”，正式拉开了金融监管和金融去杠杆的序幕，标志着本轮自 2014 年开始的三年债券牛市的根基彻底动摇。债市开启了长达两年的熊市，货币政策的收紧使得短端利率抬高，收益率曲线呈现“熊平”的特征。

2020 年的情形与 2016 年如出一辙。5 月 26 日开始，央行重启逆回购操作，取代降准降息成为熨平短期流动性波动的工具，这导致市场对资金面预期开始发生变化。随后央行继续通过逆回购投放助力跨月，但量价始终比较克制，降准也迟迟没有如市场期待兑现。逆回购操作的常态化引发资金利率向常态化回归，债券市场出现大幅调整，一年期国债两周内上行 64BP，十年期国债上行 16BP，收益率曲线呈现“熊平”特征。不过外需冲击仍是经济的潜在风险，财政发力也需要货币政策支持，因此本轮货币政策宽松周期可能还没有根本逆转，流动性合理充裕格局有望保持，只是短期内整治金融空转是最重要的目标。

不同之处：核心原因、规模、复杂程度及外部环境都存在本质不同

第一，两轮金融空转的核心原因不同。2015-2016 年的重点是金融加杠杆，货币政策宽松，资金利率低且稳定，这是金融加杠杆的前提；理财的刚兑，尤其是同业理财等，是金融加杠杆的沃土。金融加杠杆使得机构负债端膨胀，债市需求力量崛起，风险偏好不断提升，因此债市所有利差均被强大的需求力量抹平，期限利差、息差、信用利差均明显压缩。

图表24： 2016 年债市“三低”



资料来源：Wind，华泰证券研究所

而本轮金融空转的关键是“套利”，表象是货币宽松环境下，票据、债券等利率下行较快，但结构性存款利率较为刚性，今年两者利差 100BP 以上。本质是我国存贷款基准利率与市场化利率长期存在着双轨制问题，而利率双轨制形成的原因主要包括以下四个方面：

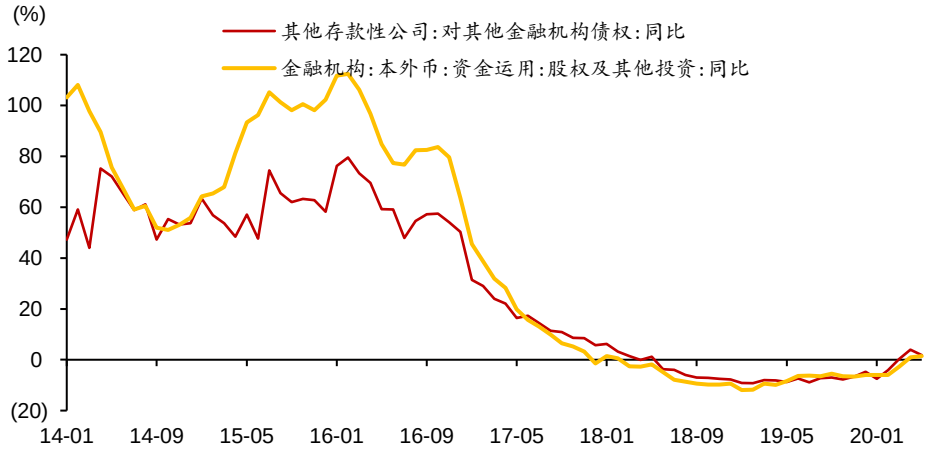
1) **定价机制不同是利率双轨制问题的根本原因。**在利率传导的过程中，央行货币政策操作对货币市场、债券市场的利率传导作用较为直接、明显。但存贷款利率仍受到存贷款基准利率、银行负债成本等诸多方面的影响，并以此为基础形成了一整套标准化的银行信贷产品利率定价、内部资金转移定价（FTP）作业模式。
2) **流动性监管指标对一般存款给予过高权重。**2017 年，监管层推出了 LCR、LMR 等一系列流动性监管指标，本意是引导商业银行回归存贷款主业。但是这些监管指标对一般存款给予的考核权重过高，为了满足这些监管指标的要求，商业银行不得不加大对一般性存款的争夺力度，进而导致结构性存款等高息揽储行为层出不穷，存款利率较为刚性。

3) **同业负债占比不超过三分之一。**货币市场利率降低有助于同业存单等同业负债成本降低，在理想情况下，成本比较原则将会使得商业银行增加同业负债，从货币市场获取资金来源，进而降低存款成本。但是为避免同业加杠杆，监管对同业负债给予了单家商业银行同业融入资金余额不得超过该银行负债总额的 1/3 的限制，银行对一般存款和同业负债的优先级可想而知，且存在完全不同的定价逻辑，因此同业负债成本不能对存款成本形成有效传导。

4) **融资主体非市场化。**正常而言，企业可以在债券、信贷之间做出最有选择。但事实上，城投等是非市场化的融资主体，在表内融资受到各种各样的限制，无法在各类融资方式之间做选择。对于商业银行而言，债券业务相比信贷业务在客户黏性、存款派生等方面存在诸多劣势，因此商业银行也不会平等对待企业的债券融资和信贷融资。企业也不能通过融资方式的自由选择摸清各市场利差。

第二，规模和复杂程度不能相提并论。2015-2016 年，金融监管配套规则缺位，中小银行等主体试图通过同业业务做大规模、弯道超车，而同业业务没有准备金等要求，货基等存在免税优势，空转链条可以无限扩张。与此同时，银行理财比拼规模、做大中收的冲动很强，一方面通过同业理财扩张规模，一方面股灾最后大量的资金转为投资刚兑的理财。因此，当时金融空转的规模较大，资金池、多层嵌套、委外等操作使得空转的链条也较为复杂。经历了 2016-2017 年的金融严监管之后，同业存单、同业理财等金融空转链条遭到严格监管，再难以掀起波澜。而本轮空转的链条相对简单，不存在 2015-2016 年的多层嵌套模式，套利规模目前来看也相对有限。

图表25： 非银债权和委外等膨胀远不及 15-16 年



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三，外部环境看，本轮经济修复更为艰难。2015-2016 年宏观经济的外部压力主要来自于全球经济步入下行周期，导致出口大幅下滑。而本轮经济的外部压力既来自于全球经济下行，又来自于中美贸易、科技等摩擦，更有新冠疫情的影响，这些因素的交织导致本轮经济的修复更为艰难。

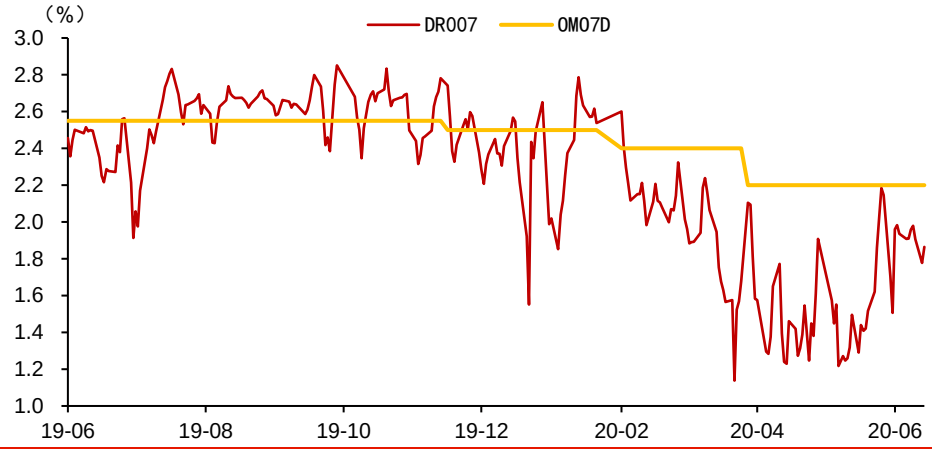
对债市的启示

第一，空转套利的存在，制约货币政策宽松的程度，以及“直达实体”工具的更多使用。由于金融空转套利是流动性宽松的副产品，因此为了治理空转套利，货币政策不宜过于宽松。而资金的“跑冒滴漏”与货币政策传导机制有关，为此央行推出了“直达实体”的新货政工具（详见《详解直达实体的新货政工具》），在助力宽信用的同时，防范再次形成空转套利。而新货政工具的推出，客观上对降准降息等传统货币政策工具的依赖度有所降低。这决定了资金面已经度过最宽松的阶段，当然在海内外疫情、中美关系存在高度不确定性的背景下，货币政策仍需要保持高度灵活性。

第二，鉴于规模、复杂程度、外部环境等难与 16 年相提并论，预计货币政策不会持续紧缩。由于 2016 年金融空转的规模较大、链条较为复杂，因此在宏观经济确认企稳，尤其是海外需求开始企稳之后，央行 8 月份重启 14 天逆回购“缩短放长”，并从 2016 年四季度起，收紧货币政策配合金融去杠杆。而本轮金融空转的规模和复杂程度相对有限，央行货币政策更多是边际收敛，引导资金利率向常态回归，而非收紧。与此同时，本轮面临的外部环境相比 16 年更为复杂，宏观经济的修复更为艰难，因此货币政策不具备持续紧缩的条件。

第三，资金面常态回归+结构性存款高压需要双管齐下。由于本轮金融空转的核心在于利率双轨制之下，结构性存款利率居高不下，而货币市场和债券市场利率较低，进而创造套利空间。因此，本轮金融空转的应对需要组合拳，一方面是货币政策向常态化回归，引导资金利率和债券短端利率回归常态，压缩套利空间。另一方面是加大对结构性存款的监管力度，6 月 9 日，据彭博报道，中国银保监会窗口指导部分股份制商业银行，要求于今年年底前，将结构性存款的规模压降至上年末的三分之二。

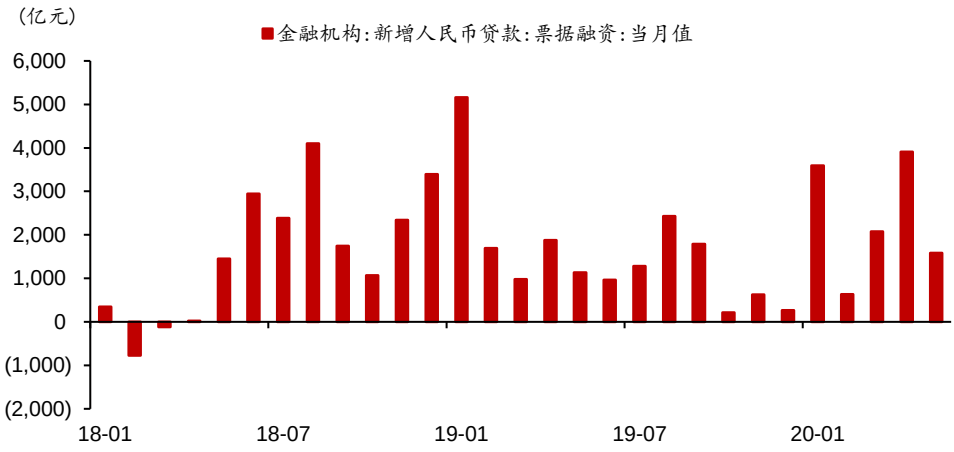
图表26： 资金利率向常态化回归



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第四，因套利需求而出现的债券、票据等融资需求将萎缩。1-5 月企业债券融资规模高达 3 万亿，同比大幅多增 1.55 万亿。其中部分债券融资存在于“债券-结构性存款套利”模式之中，源于套利需求，因此在空转套利治理之下，这部分债券融资需求将萎缩。此外，今年票据融资的增长也有票据-结构性存款套利的因素，在空转套利治理之下，这部分票据融资需求也将萎缩，5 月份票据融资规模已经有所体现。

图表27： 5 月份票据融资规模已经有所下降



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第五，债市影响：本轮空转治理引发资金利率和债券利率的重定价，但是预计对债市的冲击应不如 16-17 年剧烈。一方面，本轮货币政策仅是由“救急”状态向常态回归，而非直接收紧，对债市的冲击不及 2016-2017 年剧烈。另外一方面，本轮金融体系和债市需求力量的膨胀不及 2016 年，尤其是激进资金明显减少，投资者行为更为节制，这也导致本轮的调整幅度应该不会比 2016 年更加剧烈。

风险提示

1、结构性存款监管导致流动性紧缩。年初以来结构性存款的增长主要来自股份行等，在结构性存款监管之下，股份行负债端承压，流动性管理难度增大。

2、疫情二次爆发、中美摩擦超预期。若海内外疫情二次爆发超预期，导致全球经济再度停摆，又或者中美关系再生变数，则货币政策可能再次加大宽松力度。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、张亮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张继强、张亮本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后3个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话： 212-763-8160 电子邮件: huatai@htsc-us.com

传真： 917-725-9702 http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司