

中金公司固定收益研究

商业银行:

王者之风犹存，更待凤凰涅槃

——债市机构行为系列专题研究报告

---



唐 薇 分析员，SAC执业证书编号：S0080113110003  
陈健恒 分析员，SAC执业证书编号：S0080511030011，SFC CE Ref: BBM220  
张继强 分析员，SAC执业证书编号：S0080511030010，SFC CE Ref: AMB145  
唐笑天 联系人，SAC执业证书编号：S0080115080047

2015年11月9日

# 篇首语

## □ 为什么要关注商业银行？——霸主地位稍逝，王者之风犹存

- ✓ 中国融资体系以间接融资为主，银行是整个融资体系的核心；
- ✓ 银行通过资产扩张派生负债，资产端对应实体经济，负债端对应M2并影响货币政策；
- ✓ 商业银行中的国有银行与政策性银行是整个银行间市场流动性的主要提供者；
- ✓ 商业银行商业是债券尤其是利率债的最大买家，占比曾高达70%以上。

## □ 从银行资产负债表讲起

- ✓ 资产端：以贷款、债券、存放央行、同业为主，占比分别为：49.3%、24%、14%、9.6%；
- ✓ 负债端：以存款、同业负债、应付债券、向央行借款为主，占比为：75%、17.4%、2.8%、0.64%。

## □ 商业银行管理框架、监管政策及债券投资注意事项：详见正文

## □ 商业银行债券投资实践（不同类型银行债券投资特点详见正文）

- ✓ 05-07年，大行上市前主动控制贷款规模与拨备，同时增大对债券的配置；
- ✓ 08年后，4万亿使得信贷规模快速扩大，地方政府投融资冲动激发，软约束下利率不敏感的融资主体增多；12-13年，在旺盛的融资需求下，又由于表内融资存障碍，非标资产快速扩张并挤出标债；
- ✓ 14-15年，监管层非标收缩，地方债务置换推出，股市与打新在14年年末开始火爆，商业银行资产配置转向应收款项类与地方债，背后的资产实为理财、信托、资管计划等。

## □ 未来商业银行变革趋势及债券投资新特征——不进则退，更待凤凰涅槃

- ✓ 资产端：贷款占比下滑，直接融资占比有望进一步扩大，债券在资产端的占比也将升高；
- ✓ 负债端：外汇占款流入放缓/流出，叠加利率市场化背景，存款增速放缓，行业呈现结构性差异；
- ✓ 存贷差收窄，净息差也或收窄，行业整体利润增速下滑且分化（大行明显放缓，小行增速较高）；
- ✓ 资产负债结构差异背景下，商业银行差异化经营，同业与债券在资产端占比提升；债券投资部门或以事业部形式独立；更丰富更多运用主动负债工具，更大程度转型至主动负债管理。

# 目录

- 第一章 为什么要关注商业银行? 3
- 第二章 从商业银行资产负债表讲起 8
- 第三章 商业银行风险管理及债券投资框架 30
- 第四章 商业银行债券投资实践 43
- 第五章 不同类型银行资产负债结构以及债券投资的特点 60
- 第六章 未来商业银行变革趋势及债券投资新特征 73

## 第一章

---

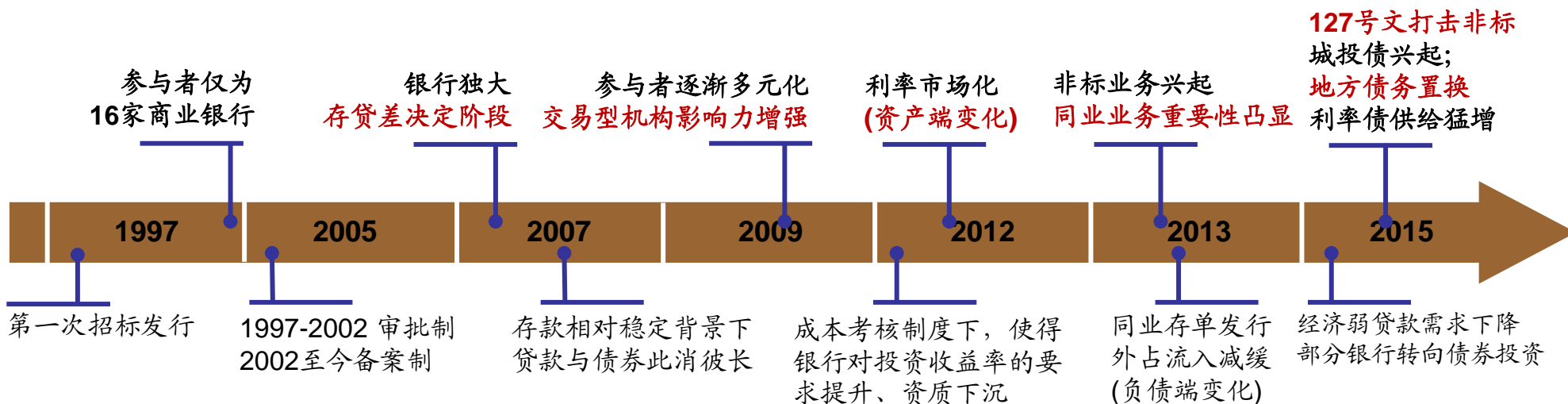
# 为什么要关注商业银行？

# 银行间债券市场：从银行角度出发的发展历程与特点

银行对市场影响力较大，存贷差决定债券可投资规模

脱媒化、资金成本上行

非标冲击标债，非标转标



## 初期银行独大

## 审批制到备案制

## 存贷差决定阶段

## 利率市场化

## 非标冲击标债

## 非标转标

1997年末，银行间债券市场参与者共16家，均为商业银行。初期，我国债券市场以商业银行为主要投资群体，收益率受银行的资产配置行为影响较大

1997-2002审批制；2002至今备案制。由于初期银行资金成本低，加上资产增速高，导致银行对实际收益率的要求不高，12年以前实际收益率偏低

以往银行思路是考虑存贷差后富裕的资金用于债券投资，由计财部或资产负债部分配。06年上市，为了05年收紧贷款，存贷差扩大催生05年债牛

反过来，存款增长慢或通过上调法定或贷款需求旺盛时，则债券的配置需求就会减弱，导致债券熊市，如11年\13年。但近几年中国投资者机构越来越分散

利率市场化冲击银行资金成本；同时，外汇占款大幅流入的局面有所改变。2015年开始，银监会逐步放弃贷存比考核，对流动性的管理也更为平滑

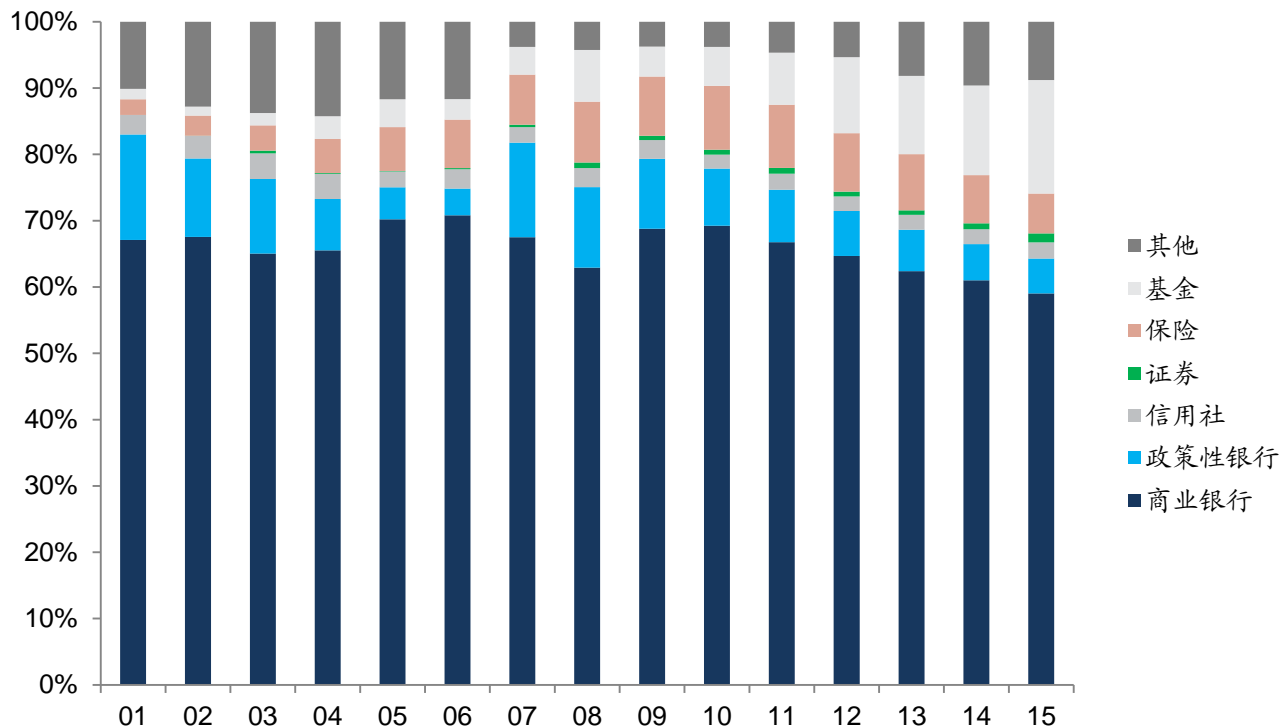
传统存贷款业务在衰落，银行同业业务大幅发展，资产端主要是非标，负债端主要是同业存款，非标冲击标债。127号文后，非标业务所压缩

非标转标下，14年城投债发行大幅放量，15年地方政府债务置换，利率债供给猛增。货币政策宽松；存款增长乏力贷款需求弱，银行更多转向主动经营

# 商业银行仍是债市王者

- 商业银行是中国债券市场最主要的投资群体，这是我国与海外债券市场投资者结构最大的不同之处。
- 早期在利率市场化带动的脱媒化之前，我国储蓄率较高，由于银行存款增量长期高于贷款增量，叠加商业银行流动性备付需求，银行对债券，尤其是流动性较好的利率债有刚性的配置需求。同时，商业银行还是货币市场的主要资金融出方。
- 2000年之前银行持有的债券份额占债券存量在90%以上，近年来随着其他类型机构债券持有规模的上涨，银行持有占比相对下降，但仍有50%以上。
- 由于银行以往一般将债券持有到期，交易账户规模较小，导致我国债券市场流动性较差。

我国银行间债券市场投资者结构：商业银行是主要的投资群体



# 债券市场的主要参与群体

## 我国债券市场各类机构投资者的特点

投资者	市场	可参与产品	期限偏好	风险偏好
商业银行	银行间	所有在银行间市场交易的品种	中短期，但也看对趋势的判断	持有至到期：投资 可供出售：投资与投机之间 交易性金融资产：投机
保险公司	银行间和交易所	所有品种	长期	投资（资金稳定，且成本偏低）
广义基金	银行间和交易所	所有品种	中短期，偶尔做长短波段	公募、私募基金：投资与投机 理财：投资，社保：投资
券商	银行间和交易所	所有银行间和交易所产品	中短期	投机
RQFIs/QFIs	银行间和交易所	除回购融资外的所有银行间和交易所产品	中短期	投资，风险偏好低
企业	交易所市场为主，也可通过商业银行进入银行间市场	所有银行间和交易所产品	无明显偏好	投资，风险偏好偏低，对收益有一定要求
海外央行和其他海外机构	银行间	所有在银行间市场交易的品种，以利率品种为主	中短期	投资，风险偏好低，利率债为主

注：广义基金（包括银行理财、公募基金、私募基金、社保基金等）

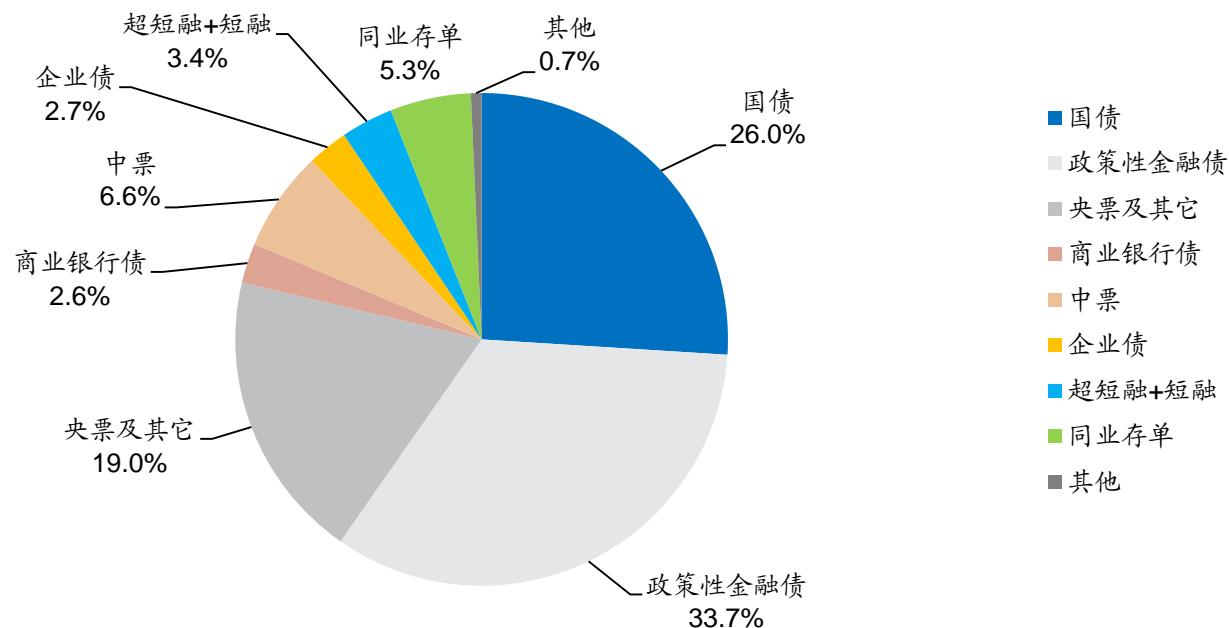
- 广义基金是第二大投资群体，占比上升得最快，目前在12%左右。主要包括理财和公募基金。广义基金更注重投资收益，更偏好于配置信用债，操作相对灵活，通过一定的杠杆来提升组合收益。
- 保险公司是第三大投资群体，占比在10%左右。保险偏好投资5年以上的中长期债券，更注重绝对收益率。保险公司受到的监管相对严格，例如保险公司在信用债投资方面仍有很多限制。



# 商业银行债券持仓偏向利率债

- 近年来，随着利率市场化进程推进，银行理财、保险等其他配置力量兴起，商业银行持有债券总仓位有所下降，但占比仍在70%左右，对债市具有举足轻重的影响力。
- 从持仓占总托管量的比例看，银行持有的利率债占比更高（略大于80%），而信用债比例较低（不到20%）。
- 地方债与同业存单是近年银行增持债券的主要品种。目前银行“央票及其他”科目达4.5万亿，而央票总存量4200亿，意味着银行持有几乎全部地方债。
- 同业存单推出仅两年时间，目前在银行持仓中占比已达5.3%，同业存单银行互持的情况较为普遍。

商业银行债券持有结构（截至2015年9月）





## 第二章

### 从商业银行资产负债表讲起

#### ■ 资产端：对应实体经济，银行间流动性提供者

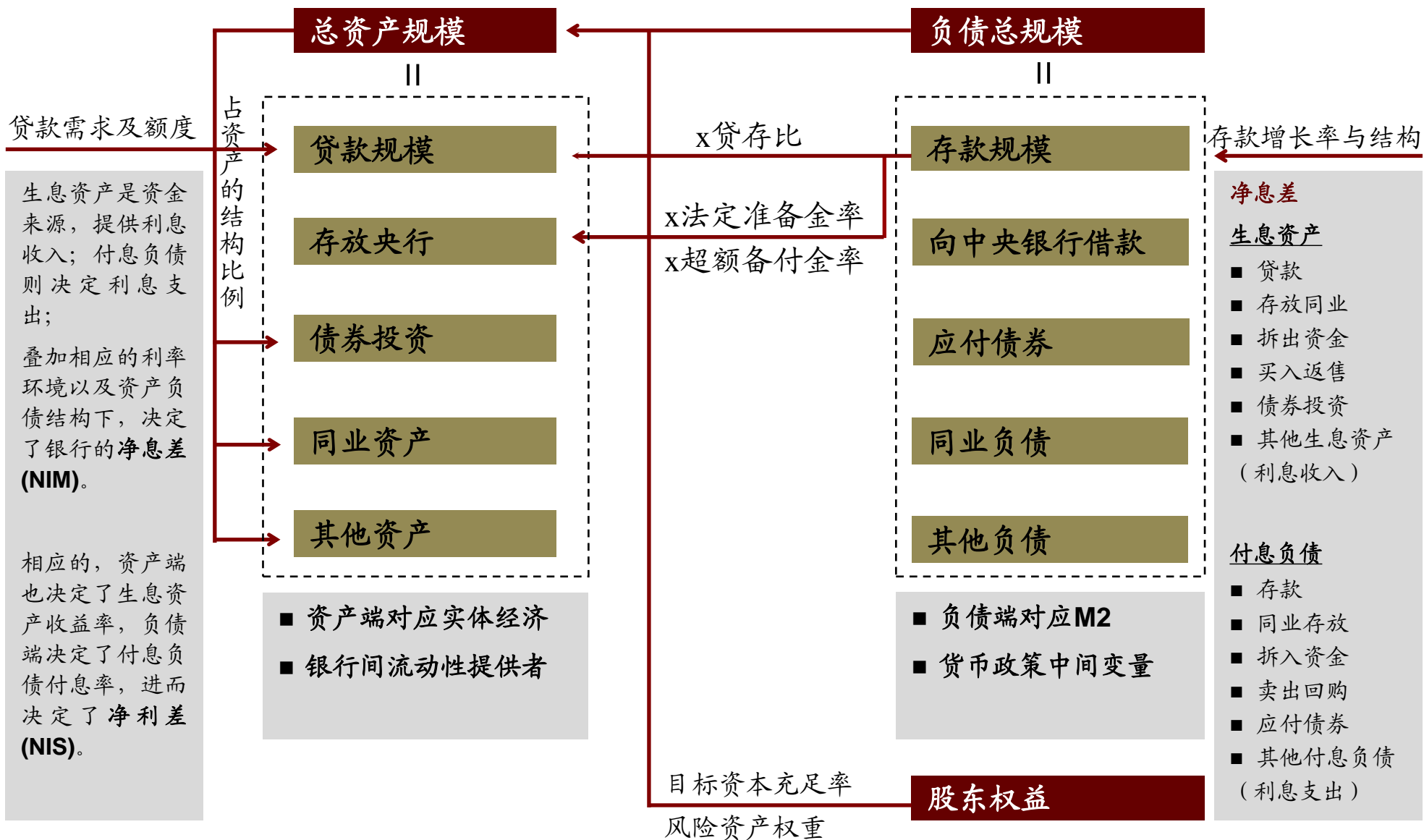
- ✓ 生息资产主要包括：发放贷款及垫款、债券投资、现金及存放中央银行款项、同业资产。
- ✓ 根据上市银行2015年半年报数据，以上四大类资产在总资产的占比分别为：49.3%、24%、14%、9.6%。
- ✓ 近年来，由于银行不断推出各类创新业务，资产端同业资产与债券投资占比明显上升（应收款项类），对应非标、理财、信托及其他，也体现在信贷收支表资金运用中股权及其他科目显著增长……

#### ■ 负债端：对应M2，货币政策中间变量

- ✓ 付息负债主要包括：存款、同业负债、应付债券、向中央银行借款及其他。
- ✓ 根据上市银行2015年半年报数据，以上四大类负债在总负债的占比分别为：75%、17.4%、2.8%、0.64%。
- ✓ 利率市场化下，存款增速放缓，主动负债在中小型商业银行的占比提升……

- 生息资产是资金来源，提供利息收入；付息负债则决定利息支出；叠加相应的利率环境以及资产负债结构下，决定了银行的净息差(NIM)。

# 商业银行资产负债表：架构



# 商业银行资产负债表：常用科目

资产：		负债：		所有者权益(或股东权益)：	
1	现金及存放中央银行款项	1	同业和其它金融机构存放款项	1	股本
2	存放同业和其它金融机构款项	2	向中央银行借款	2	其他权益工具
3	贵金属	3	拆入资金	3	资本公积金
4	拆出资金	4	交易性金融负债	4	减：库存股
5	交易性金融资产	5	衍生金融负债	5	其他综合收益
6	衍生金融资产	6	卖出回购金融资产款	6	盈余公积金
7	买入返售金融资产	7	吸收存款	7	未分配利润
8	应收利息	8	应付职工薪酬	8	一般风险准备
9	发放贷款及垫款	9	应交税费	9	外币报表折算差额
10	代理业务资产	10	应付利息	10	未确认的投资损失
11	可供出售金融资产	11	代理业务负债	11	少数股东权益
12	持有至到期投资	12	应付债券	12	股东权益差额(特殊报表科目)
13	长期股权投资	13	递延所得税负债	13	股权权益差额(合计平衡项目)
14	应收款项类投资	14	预计负债	14	归属于母公司所有者权益合计
15	固定资产	15	其他负债		<b>所有者权益合计</b>
16	无形资产	16	负债差额(特殊报表科目)		
17	商誉	17	负债差额(合计平衡项目)		
18	递延所得税资产		<b>负债合计</b>		
19	投资性房地产				
20	其他资产				
21	资产差额(特殊报表科目)		负债及股东权益差额(特殊报表项目)		
22	资产差额(合计平衡项目)		负债及股东权益差额(合计平衡项目)		
	<b>资产总计</b>		<b>负债及股东权益总计</b>		

## 商业银行资产负债表：重构/简化

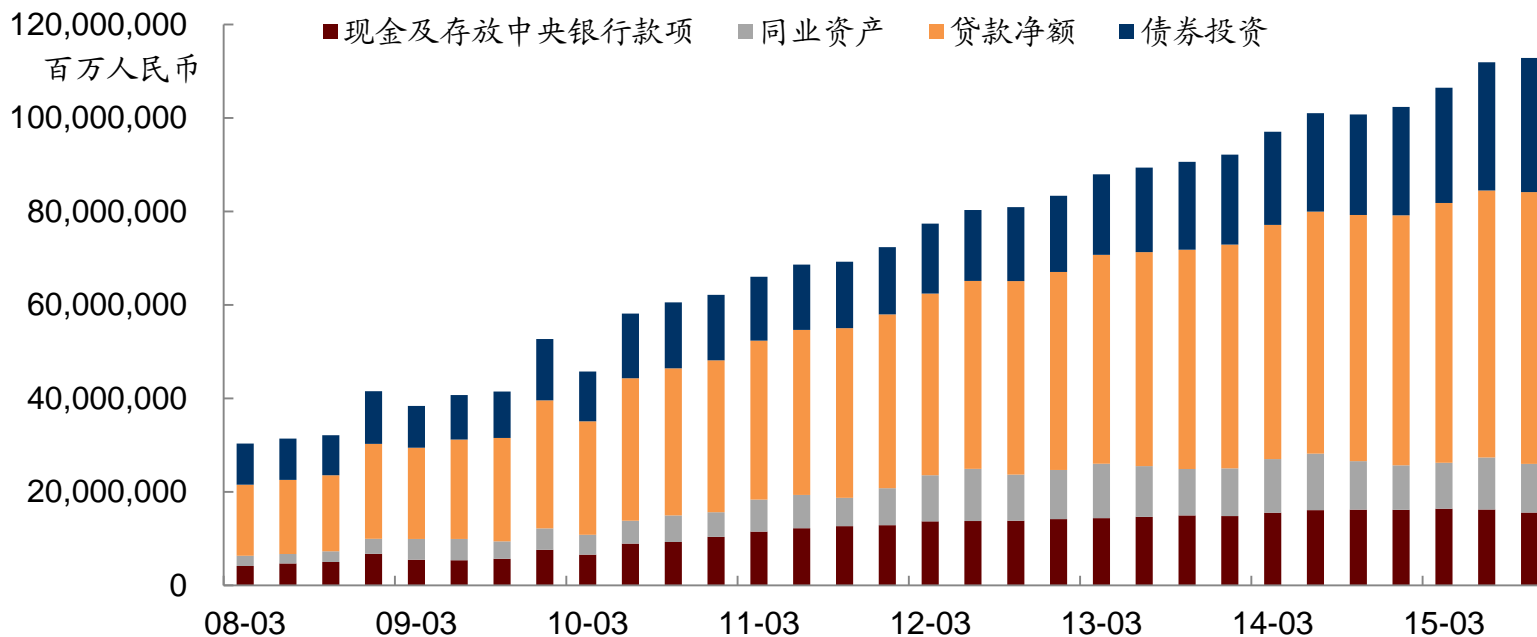
商业银行：资产端			商业银行：负债端		
	上市银行汇总	占比		上市银行汇总	占比
1 现金及存放中央银行款项	162,459	14.03%	1 向中央银行借款	6,857	0.64%
2 同业资产	111,227	9.60%	2 同业负债	187,924	17.42%
3 存放同业和其它金融机构款项	32,922	2.84%	3 同业存放	155,128	14.38%
4 拆出资金	26,750	2.31%	4 拆入资金	20,317	1.88%
5 买入返售金融资产	51,555	4.45%	5 卖出回购金融资产款	12,479	1.16%
6 发放贷款及垫款	571,091	49.30%	6 吸收存款	807,180	74.83%
7 债券投资	274,131	23.67%	7 应付债券	29,900	2.77%
8 交易性金融资产	16,093	1.39%	8 应付职工薪酬	1,981	0.18%
9 可供出售金融资产	66,065	5.70%	9 应付利息	9,044	0.84%
10 应收款项类	78,427	6.77%	10 递延所得税负债	67	0.01%
11 持有至到期投资	113,545	9.80%	11 其他	35,787	3.32%
12 衍生金融资产	2,122	0.18%	负债合计	1,078,740	100.00%
13 固定资产	8,985	0.78%			
14 其他	28,296	2.44%			
资产总计	1,158,309	100.00%			

单位：亿元（上市银行汇总）

- **生息资产主要包括：**发放贷款及垫款、债券投资、现金及存放中央银行款项、同业资产。根据2015年16家上市银行半年报数据，资产结构中信贷占比49.3%、证券投资占比24%、同业资产占比9.6%、现金和存放央行资金占比14%。
- **付息负债主要包括：**存款、同业负债、应付债券、向中央银行借款及其他。根据2015年16家上市银行半年报数据，存款占比约为75%、同业负债占比17.4%、应付债券占比2.8%、向央行借款占比0.64%。

## 资产端：以贷款、债券、存放央行、同业为主

资产端：贷款占比50%附近，同业12、13年占比上升，债券占比14年有所上升



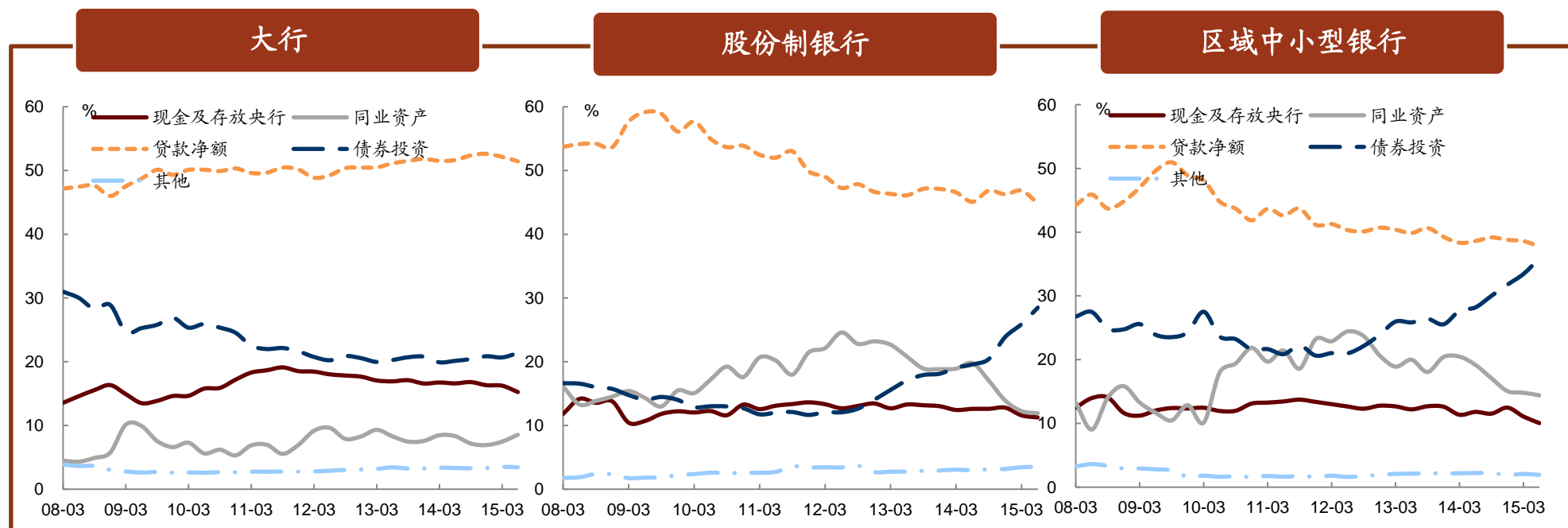
### ■ 从商业银行资产端出发，大的特征以及变动是：

- (1) 贷款占比在50%附近，是银行最主要的生息资产。近年来，随着我国经济下台阶，整体的信贷需求也有所下降。
- (2) 现金及存放央行由法定存款准备金、超额准备金、财政存款构成，对应影响因子为法定存款准备金率、超储、财政政策等。
- (3) 债券投资包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、应收款项类投资，主要是债券投资、表内理财、非标以及一些同业资产。在以往由存贷差后决定，银行出于流动性备付的角度持有债券，近年来主动持有比例上升。
- (4) 同业资产包括存放同业、拆出资金、买入返售，具体涵盖同业拆借、同业代付、买入返售等。12-13年增长迅猛。

# 资产端：不同时间、不同类型银行资产结构特点不一

■ 从银行资产配置结构来看，不同类型的银行在资产配置上有不同的特点；且近年来银行不断推出各类创新业务，资产端同业资产与证券投资占比明显上升。基于16家上市银行的资产端具体来看：

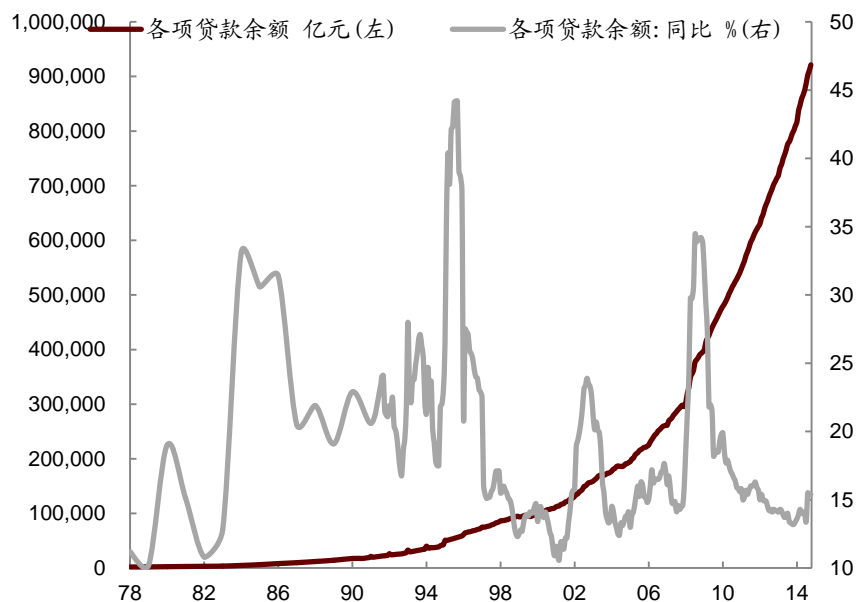
- 大行的贷款占比相对较高且较为稳定，近年来股份制银行以及城商行贷款占比明显下降，转向了同业资产以及债券资产；
- 现金及存放央行的占比也相对较高，与此前大型商业银行的RRR较高、大行的超储资金较高有关，也使得大行一般是货币市场的资金融出方；
- 以往债券类资产在大行资产中的占比较大，导致大行自营对债券市场的影响力较大；但近年来，中枢明显下行，四大行持有的利率债占利率债存量占比由2010年年末的71.2%（7.9万亿/11.1万亿）降至2014年年末的51.7%（9.57万亿/18.5万亿）；
- 同业业务是商业银行的资产端的后起之秀，同业资产在股份制银行、城商行资产端的占比一度升至25%附近；
- 在同业业务被43号文等监管趋严之后，灵活的股份制银行与城商行将业务创新点转向证券投资端，占比也显著上升。



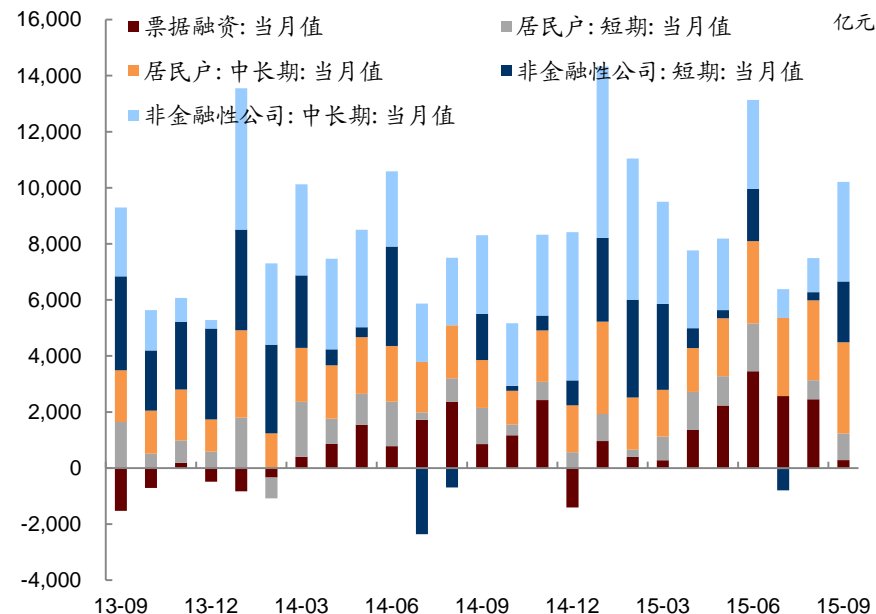
# 资产端1：贷款的构成及影响因素

- **发放贷款及垫款：**该科目主要包括按规定因办理承兑汇票、开出保函、开出信用证以及其他业务而发生的各项垫款、按规定发放的各种客户贷款、本行办理商业票据的贴现、转贴现等业务所融出的资金等资产。就贷款种类而言，可分为**企业贷款、个人贷款和票据贴现三大类**。公司贷款主要包括一般贷款、融资租赁、贸易融资等，个人贷款主要包括信用卡及透支、小微企业贷款、个人住房贷款、个人消费贷款、个人经营贷款等。
- **贷款受实体经济信贷需求以及央行全年的信贷额度的影响。**截至2015年9月末，我国人民币各项贷款余额为92.13万亿元，贷款余额同比增速为15.4%。期间，曾在1997年债务、2009年4万亿带动下余额同步增速显著升高，超过30%。但在2005-2006年，由于大行准备上市，当年做业绩动力较低，信贷投放减少，形成宽货币紧信贷的局面，资产配置转向债券，大行需求带动了2005-2006的债券牛市。
- **贷款作为商业银行最重要的生息资产，其核心要素在于信贷规模、存贷差、不良贷款。**其中，信贷规模及不良贷款与经济基本面相关，存贷差除了与经济中储蓄/投资有关，还受外占、货币政策及利率市场化影响。不少同业资产也是在信贷额度限制背景下的影子贷款。

### 各项贷款余额与贷款余额增速



### 每月新增贷款构成

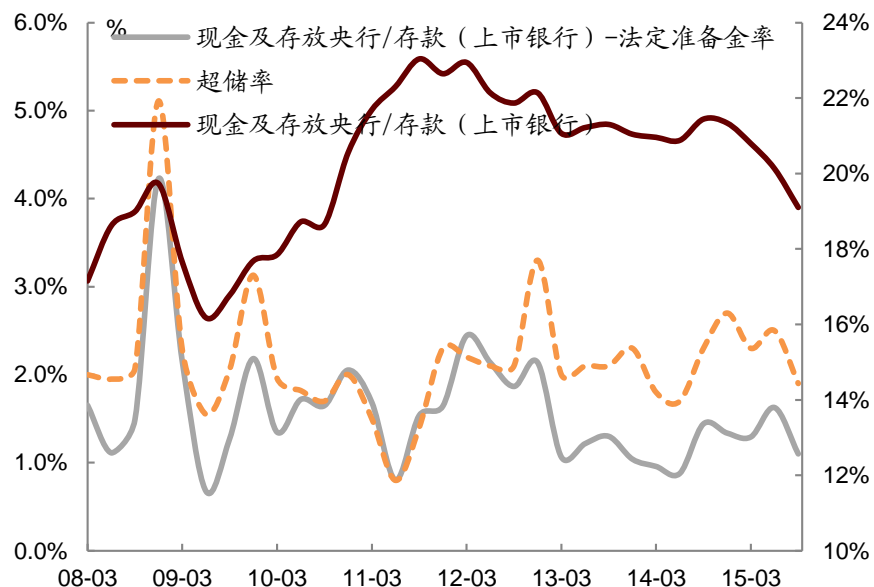




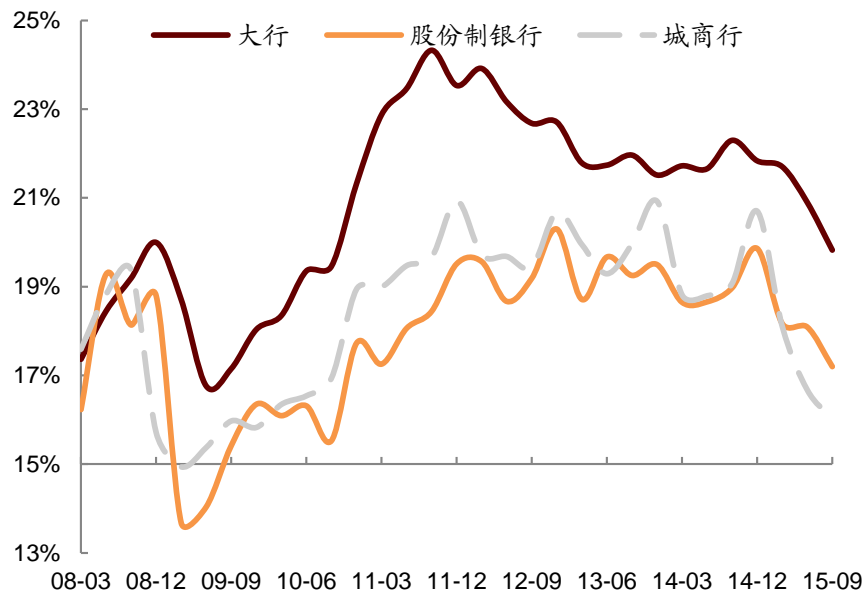
## 资产端2：现金及存放中央银行款项

- **现金及存放中央银行款项**：主要由现金和存放中央银行款项两部分构成。现金主要为报告时点的库存现金，存放中央银行款项主要包括：法定存款准备金、超额准备金存款以及财政性存款等。超储是商业银行资产扩张和信用派生的基础；也影响整个市场的流动性状况。从下图中左图可以看到，存放央行/存款扣除法定准备金的部分与超储率的走势趋势一致，可见此项主要由法定准备金、超储资金决定。
- 右图表明大行的超储基本高于股份制银行高于城商行，故大行在货币市场拆出资金。11年上调准备金率阶段（8次加准），法定存款准备金增加但超储率下降，流动性极度紧张。12年降准阶段（两次降准），法定存款准备金下降，超储率上升，流动性边际改善。
- 从银行是否可以使用该科目下资金进行其他资产投资的标准进行划分，也可以将该科目划分为非限制性资产（包括库存现金和超额准备金存款）以及限制性资产（法定存款准备金和财政性存款）两大类。（注：由于存放在商业银行的财政存款需要定期缴存中央银行，商业银行不能随意使用，因此在资产端会将这部分财政性存款录入到该科目中，与其他资产进行区别。）

存放央行/存款主要由法定准备金以及超储构成



现金及存放中央银行款项/总存款：各类型银行



资料来源：万得资讯，上市银行财务报表，中金公司研究

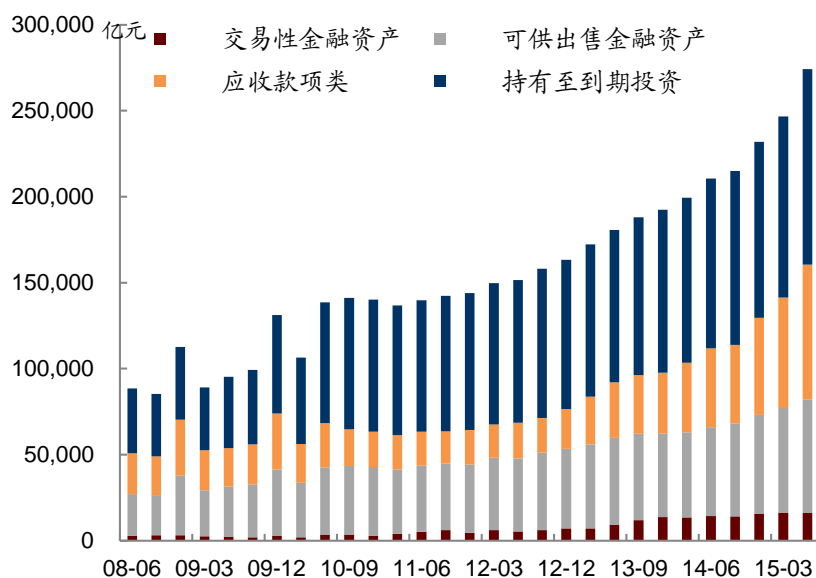
注1：由于农行2010年上市且体量较大，故2010年后的汇总数据更可比。

注2：此处为粗略测算，严格测算中需区分不同类型银行的差异化准备金制度；也需要从总存款中扣除同业存款部分，因为目前同业存款法定为0。

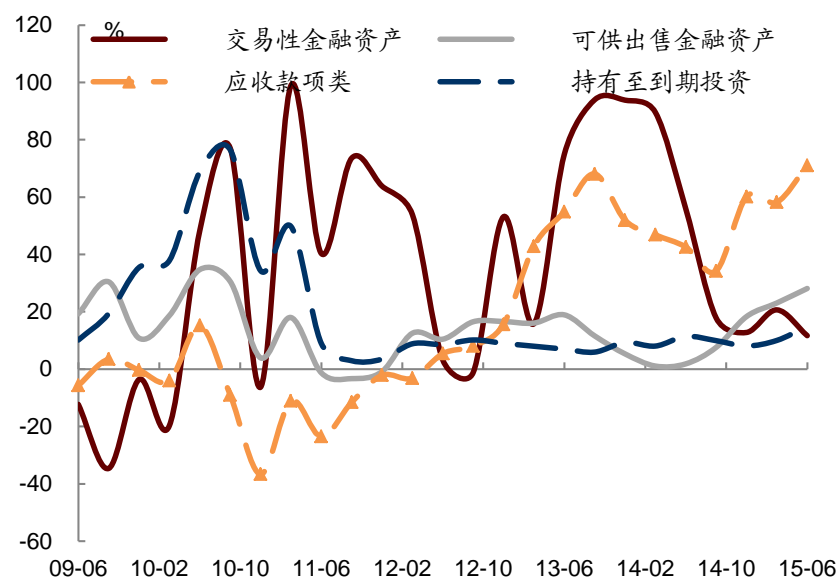
## 资产端3：证券投资占总资产比重约20-25%，部分银行占比超70%

- 债券投资包括交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、应收款项类投资，主要是债券投资、表内理财、非标以及一些同业资产，以公允价值计量且变动计入当期损益。上市银行债券投资类资产占总资产比重约20-25%，但部分银行在同业等创新业务带动下，占比明显超过30%，个别银行证券投资占总资产比重在2014年年末一度高达82.4%。
- 交易性金融资产：本科目核算银行为交易目的持有的债券投资、股票投资、基金投资等交易性金融资产的公允价值，该科目项下的金融资产变现一般不存在限制。实际操作中和可供出售金融资产很难区分。
- 可供出售金融资产：本科目核算银行持有的可供出售金融资产的公允价值，包括划分为可供出售的股票、债券、理财产品、资金信托计划、专项资产管理计划等金融资产。以公允价值进行后续计量，公允价值变动除减值损失计入当期损益外，计入其他综合收益并转入资本公积，影响银行资本充足率。
- 持有至到期投资：本到期日固定、回收金额固定或可确定，且银行有明确意图和能力持有至到期的金融资产。

持有至到期、可供出售占比较大，得益于信托及理财的兴起，应收款项类近年来明显增加



应收款项类各分项的同比增速：12年后理财及信托突飞猛进（上市银行汇总）



## 资产端3：证券投资：交易、可供出售、持有至到期的异同

### 债券类资产不同科目的异同

	交易性金融资产 (投机)	可供出售金融资产 (投资-投机)	持有至到期投资 (投资)
目的	主要通过波段操作获取价差收入	交易或配置均有	银行有明确的意图和能力持有到期，投资目的主要是为了获取利息
操作特点	一般持有期限较短，有严格的止损线，头寸有限制 有活跃市场报价、提供流动性的作用	要求存在活跃市场报价	要求到期日固定、回收金额固定或可确定
计价	以公允价值计价	以公允价值计价	按实际利率法，以摊余成本法计价
对财务报表影响	其价值变动计入当期损益，通过未分配利润项目影响核心资本	公允价值变动不影响利润表项目，但直接冲抵权益账户中的资本公积项，影响附属资本	出售或重分类为可供出售金融资产达到一定规模时，将触发“感染条款”，即其后一段时间内不得再将该金融资产划分为持有至到期投资（目的：使银行在将金融资产指定为持有至到期时更加慎重，减少因金融资产重分类导致的损益和净资产波动）
是否计提	不用计提减值准备	需要计提减值准备	需要计提减值准备
风险权重	2012年之后要求全部统一计提市场加权风险资本（2012年以前要求高于表内外总资产10%或超过85亿元以上的交易账户要求计提市场风险资本）	国债、政策性金融债、央票的风险权重为0；自发自还的地方债风险权重为20%；一般企业信用债风险权重为100%；铁道债风险权重2012年前为50%、12年后为20%；中央投资的公共企业债风险权重12年前为50%，12年后为100%，银行债参考同业存放和同业拆借。	各类债券投资计提的风险权重与可供出售金融资产科目相同

## 资产端3：证券投资：上市银行近5年证券投资特点

■ 就债券投资各分项来看，在理财、信托带动下，应收款项类占比快速上行，从不到15%升至25.5%；交易户占比上升，持有至到期账户、可供出售账户占比有所下行。

16家上市银行 亿	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31		2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31
交易性金融资产	1,973.9	2,246.7	3,445.5	4,306.1	5,497.9	可供出售金融资产	39,885.2	39,253.0	45,027.1	48,655.3	57,583.1
<b>国债</b>	<b>542.3</b>	<b>473.3</b>	<b>450.4</b>	<b>472.9</b>	<b>445.1</b>	<b>国债</b>	<b>12,399.2</b>	<b>10,080.6</b>	<b>9,941.3</b>	<b>8,987.3</b>	<b>11,172.1</b>
公共实体债	8.2	44.7	95.8	263.2	260.1	公共实体及准政府债	1,629.7	1,933.0	3,354.2	<b>5,068.3</b>	<b>6,048.5</b>
央票和金融债	238.5	18.7	192.4	45.7	125.7	地方政府债券	0.0	0.0	0.0	<b>139.9</b>	<b>253.2</b>
<b>金融债</b>	<b>346.9</b>	<b>285.8</b>	<b>558.0</b>	<b>824.7</b>	<b>1,164.9</b>	央票和金融债	11,985.8	727.4	564.7	557.7	390.6
央票	26.9	56.6	10.1	1.4	0.3	<b>金融债</b>	<b>10,922.1</b>	<b>11,932.4</b>	<b>14,789.0</b>	<b>16,492.6</b>	<b>20,804.4</b>
同业存单	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>46.4</b>	央票	4,632.8	2,681.7	1,755.8	585.0	128.6
<b>企业债及其它</b>	<b>889.3</b>	<b>1,309.1</b>	<b>2,060.3</b>	<b>2,504.6</b>	<b>2,949.4</b>	<b>企业债及其它</b>	<b>8,990.7</b>	<b>11,314.9</b>	<b>13,689.6</b>	<b>14,810.5</b>	<b>15,143.2</b>
基金	140.8	18.3	26.3	75.1	53.8	信托及其他收益权	39.8	170.0	391.4	<b>1,415.7</b>	<b>2,399.8</b>
集合信托计划及其它	0.0	0.0	0.0	<b>118.0</b>	<b>415.6</b>	同业存单	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>535.5</b>
权益工具	0.0	0.0	0.0	0.5	36.5	股权	585.7	528.3	401.5	598.3	707.9
<b>持有到期投资</b>	<b>76,851.7</b>	<b>79,488.6</b>	<b>81,143.9</b>	<b>96,581.9</b>	<b>102,387.3</b>	<b>应收款项</b>	<b>20,553.6</b>	<b>20,115.5</b>	<b>23,238.4</b>	<b>37,082.3</b>	<b>56,700.6</b>
<b>国债</b>	<b>42,169.1</b>	<b>40,486.4</b>	<b>37,838.4</b>	<b>43,918.6</b>	<b>47,732.4</b>	凭证式国债	<b>9,327.1</b>	<b>8,266.2</b>	<b>7,148.9</b>	<b>6,734.5</b>	<b>5,871.1</b>
公共实体及准政府债	3,435.3	4,784.5	3,354.2	9,863.1	10,444.8	央票和金融债	1,876.1	3,282.9	2,669.5	3,018.2	6,041.7
地方政府债券	0.0	0.0	0.0	172.6	147.0	次级债及其它	9,177.4	8,528.3	6,171.8	5,396.8	3,208.1
央票和金融债	23,647.8	250.8	317.1	35.1	153.9	<b>理财产品及信托</b>	<b>173.0</b>	<b>3.1</b>	<b>7,248.4</b>	<b>21,932.9</b>	<b>41,579.7</b>
<b>金融债</b>	<b>19,754.9</b>	<b>25,943.9</b>	<b>29,757.1</b>	<b>32,557.7</b>	<b>34,719.4</b>	<b>交易账户占比</b>	1.4%	1.6%	2.3%	2.3%	2.5%
央票	7,561.0	3,288.3	2,831.9	2,467.8	1,753.9	<b>可供出售账户占比</b>	28.6%	27.8%	29.5%	26.1%	25.9%
同业存单	0.0	0.0	0.0	<b>10.4</b>	<b>19.8</b>	<b>持有到期账户占比</b>	55.2%	56.3%	53.1%	51.8%	46.1%
<b>企业债及其它</b>	<b>3,900.2</b>	<b>4,958.1</b>	<b>7,013.9</b>	<b>7,556.6</b>	<b>7,416.4</b>	<b>应收账款占比</b>	14.8%	14.3%	15.2%	19.9%	25.5%
<b>总计</b>	<b>139,264.4</b>	<b>141,103.9</b>	<b>152,855.0</b>	<b>186,625.6</b>	<b>222,168.9</b>						

## 资产端3：证券投资：上市银行近5年证券投资特点

- 简单的来讲，交易性金融资产与可供出售金融资产均以市值（公允价值）计价，市场价格的变动对其有影响，计入浮盈/浮亏，并计入商业银行当期损益；但在浮盈/浮亏落实前，并不计入资产负债表；浮盈/浮亏落实后，计入损益表与资产负债表，并影响资本充足率。且交易性金融资产一般规模较小，可供出售规模相对较大。
- 相比之下，持有至到期采用实际利率法、按摊余成本计量（成本计价法），受估值波动影响较少（以票息收入为主）。

- 可供出售与持有至到期在市值计价/成本计价上的不同使得银行可以通过调整债券投资的科目来获得更多的收益，也因此早期，这两者呈现比较明显的负相关关系。当收益率/预期收益率上行时（如2013年下半年），银行通过压缩可供出售金融资产规模，适当增加持有到期账户的规模，可减少利率上行过程中估值对于资本净额的压力，减轻估值压力的同时，还能在利率上升后提高未来资产组合的收益率，从而一定程度上规避利率风险。
- 反之，当收益率/预期收益率下行时（如2014年），银行会增加可供出售金融资产规模，获取估值上升带来的资本收益。

16家上市银行 亿	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31		2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31
可供出售	39,885.2	39,253.0	45,027.1	48,655.3	57,583.1	持有到期	76,851.7	79,488.6	81,143.9	96,581.9	102,387.3
国债	12,399.2	10,080.6	9,941.3	8,987.3	11,172.1	国债	42,169.1	40,486.4	37,838.4	43,918.6	47,732.4
公共实体及准政府债券	1,629.7	1,933.0	3,354.2	5,068.3	6,048.5	公共实体及准政府债券	3,435.3	4,784.5	3,354.2	9,863.1	10,444.8
金融债	10,922.1	11,932.4	14,789.0	16,492.6	20,804.4	金融债	19,754.9	25,943.9	29,757.1	32,557.7	34,719.4
企业债及其它	8,990.7	11,314.9	13,689.6	14,810.5	15,143.2	企业债及其它	3,900.2	4,958.1	7,013.9	7,556.6	7,416.4
信托及其他收益权	39.8	170.0	391.4	1,415.7	2,399.8	二者均有规模差不多的地方政府债与同业存单，央票规模2011年大幅减少					

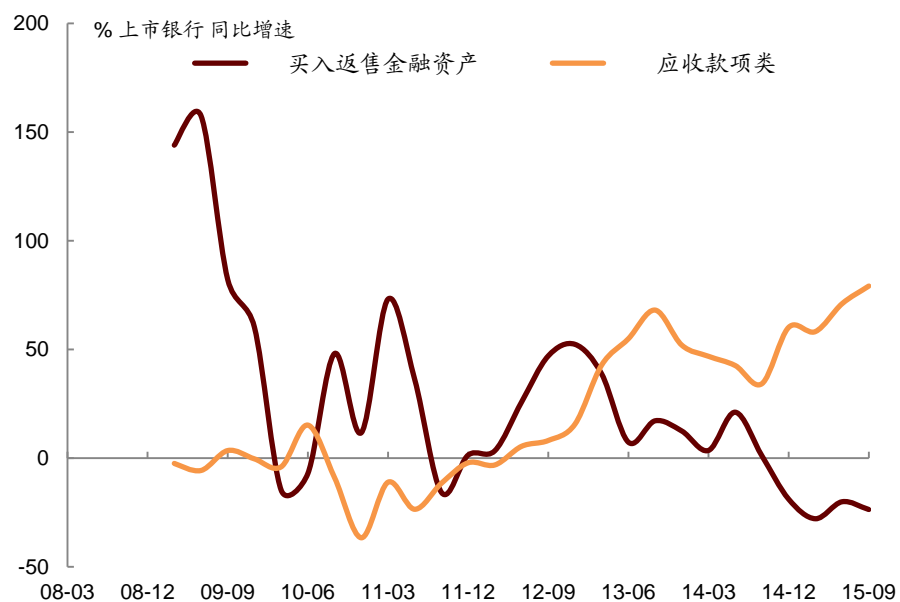
- 但近年来，准确意义上的债券资产占比虽然有所上升，但债券投资这一科目在银行总资产占比上升主要是理财、信托及其他收益权、资管计划、证券投资基金的贡献。
- 体现在商业银行资产负债表上，12年以前同业资产下的买入返售金融资产科目显著增加，但“127号文”对买入返售科目做了严格的限制，但仍允许“非标”资产进入应收款项类投资下，故2013开始应收款项类快速增长。



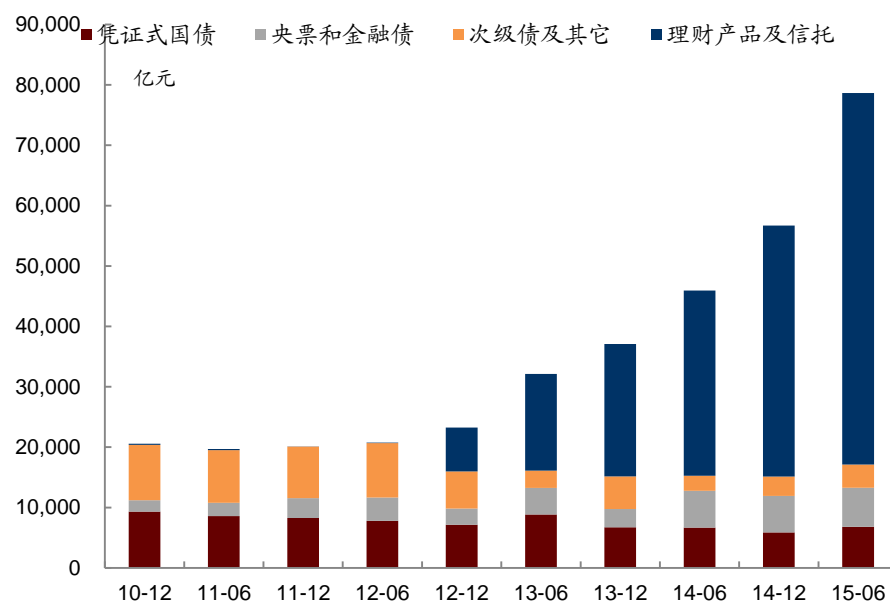
## 资产端3：证券投资：应收款项类

- 2014年5月16日，中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局五部门联合发布的《关于规范金融机构同业业务的通知》(银发〔2014〕127号)，规范了同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售(卖出回购)等同业投融资业务，且对买入返售科目做了更加严格的限制后，但仍允许“非标”资产进入应收款项类投资下(入资产管理计划、信托贷款、理财产品等)。不过，“非标”类资产应计提的风险权重从买入返售项下的20%-25%上升至应收款项类投资的100%。
- **应收款项类**：本科目核算银行购入具有固定或可确定偿付金额，但缺乏活跃市场报价的投资。该科目下资产主要特点是活跃市场中无报价、回收金额固定或可确定的非衍生金融资产，如特别国债、不可转让专项央票、四大国有资产管理公司定向债券、金融机构次级债、保险资产管理计划、证券定向资产管理计划、资金信托计划、购买他行理财产品、受益权转让计划等。
- 应收款项类与持有至到期投资一样，按实际利率法，以摊余成本法计价，需要计提减值准备。

12年前买入返售增长迅速，12年后理财、信托、资管计划带动应收款项类快速增长(上市银行汇总)



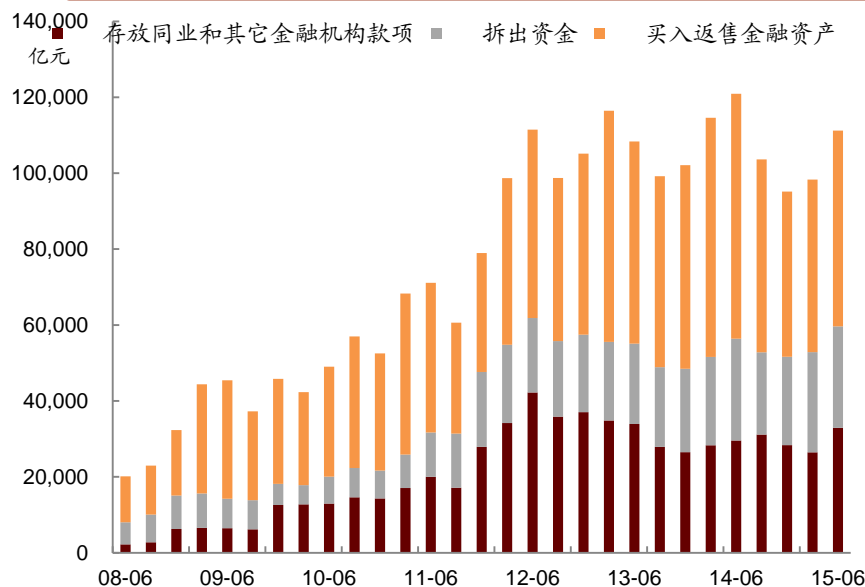
应收款项类：12年后理财、信托、资管计划等突飞猛进(上市银行汇总)



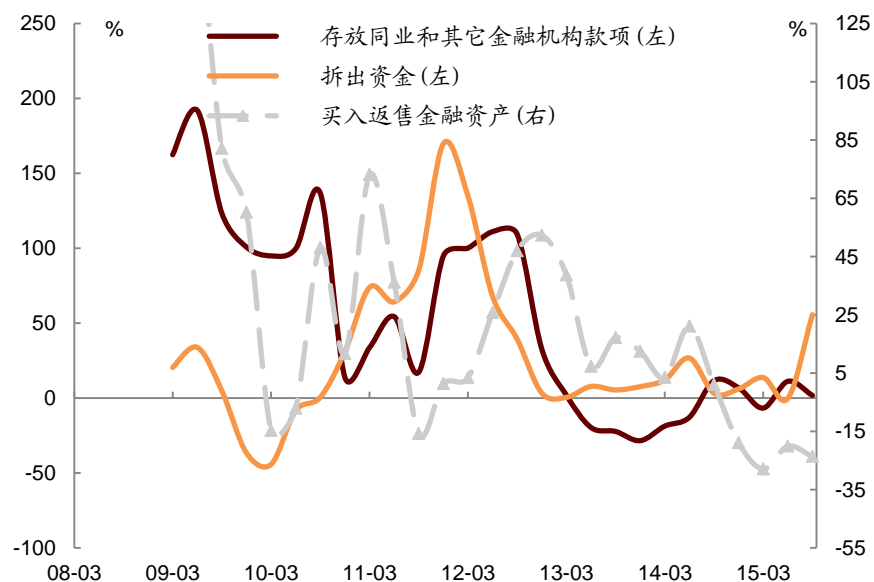
## 资产端4：同业资产的内涵在变化

- 同业资产是指银行与同业金融机构之间开展的以投融资为核心的各项业务资产，银行同业资产一般包括三类：存放同业、拆出资金、买入返售；相应的，同业负债包括：同业存放、拆入资金、卖出回购。
- 尤其2009年之后，银行同业业务的内涵不再局限于传统的资金业务，开始被用于监管套利，从事“影子贷款”操作。同业资产在银行总资产中的比重不断上升，从2010年的11%上升至2013半年报中的17%；对于上市银行而言，占比从8.2%升至13.5%；期间，同比增速一度升至60%以上，远超过同期贷款14%得增速。绝对额水平也从2010年底的11万亿元上升至24万亿，远超过银行生息资产或贷款的扩张速度，是很多银行扩张总资产的最重要推动因素。

### 上市银行：同业资产构成



### 同业资产各分项的同比增速





# 资产端4: 同业资产: 存放同业与拆出资金的异与同

- **存放同业和其它金融机构款项:** 本科目主要用来核算:银行存放于非央行的境内、境外银行和非金融机构的款项。从期限上来看,以活期款项和一年以内的定期款项为主。
- **拆出资金:** 由于银行之间经常发生资金拆借业务来调剂资金头寸,因此该科目主要用来核算银行拆借给非央行的境内、境外银行和非金融机构的款项,相当于资金拆出行向资金拆入行提供的一种短期贷款。
- **拆出资金是回购市场的资金供给方,而拆入资金形容了资金的需求,假设其他因子不变的情况下,二者之差可以形容资金供需的变化。由于利率主要参考Shibor利率,资金供需会反应到价格上,价格也会作用到资金供需(但供需还受其他因素的影响),拆出-拆入与资金利率变动基本反向,即:供需缺口扩大时,利率上升;拆出远大于拆入时,利率下降。**

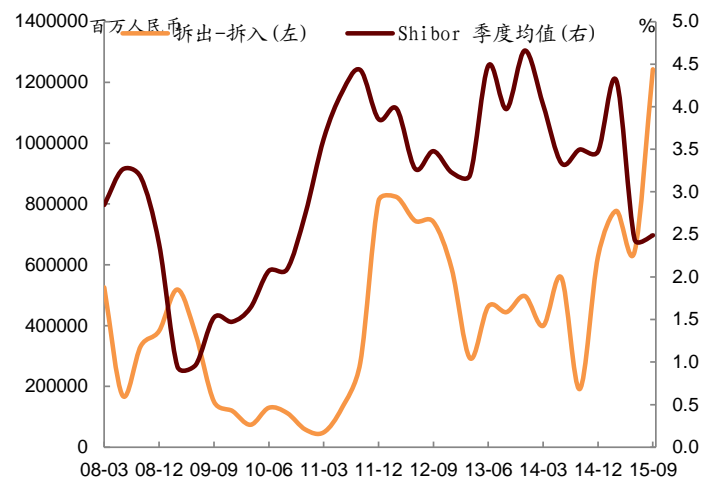
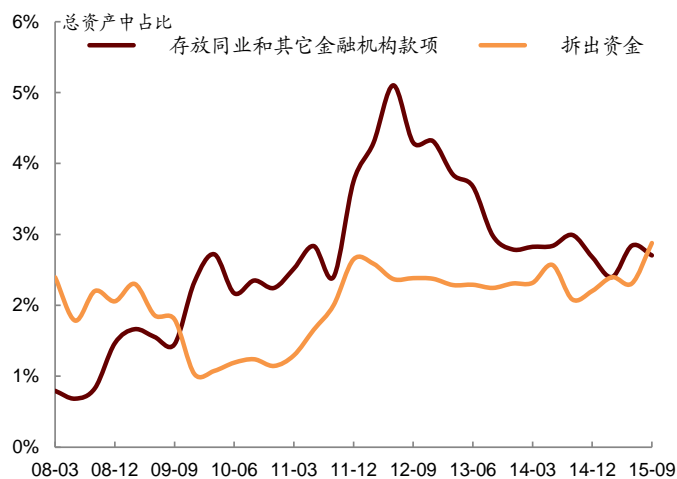
## 相同点: 均为信用借款

- 基于信用,融入方不需提供抵押资产
- 期限一般较短,不占用信贷规模
- 利率主要参考Shibor利率
- 需要占用风险资产,根据融资方的性质不同和借款期限不同赋予不同的风险权重。①政策性银行,风险权重为0;②其他存款性金融机构,2012年以前4个月以内风险权重为0%,4个月以上为20%,2012年之后调整为3个月以内为20%,3个月以上为25%;③其他金融机构,风险权重为100%。

## 不同点: 是否需要在对手方开立账户

- **存放同业:** 需要在对手方开立账户,资金存放在资金融入方的该账户中,资金的所有权并未发生转移,因此信用风险相对更低。
- 操作流程相对复杂。没有期限与额度限制,且期限相对更长。
- **拆出资金:** 不需要在对手方开立账户,资金直接进入资金融入方账户,资金所有权发生了转移。
- 操作流程相对简单。规定期限不得超过一年,最高金额不得超过该机构各项存款余额的8%。

## 拆出远大于拆入时, 利率下降



资料来源: 万得资讯, 银监会, 中金公司研究

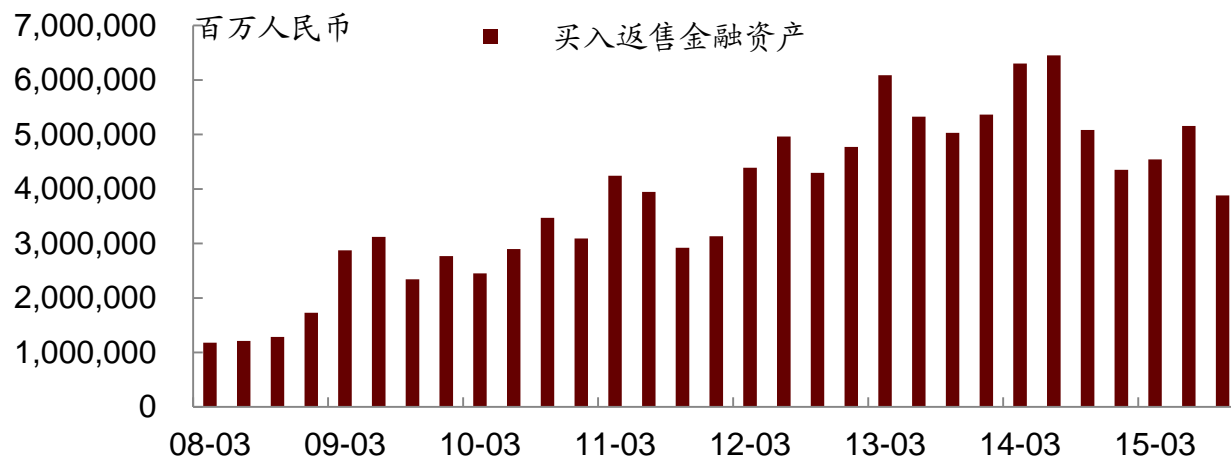
## 资产端4：同业创新的背后

- **买入返售金融资产**：本科目核算银行按返售协议约定先买入再按规定价格返售给卖出方的票据、证券、贷款、应收租赁款等金融资产所融出的资金，也包括本行因证券借入业务而支付的保证金。其本质上相当于有抵押的拆出资金，因此并不占用信用额度，风险权重也与同业存放和拆出资金相同。计入该科目时一般以担保物的不同分别列示。

### 同业创新帮助商业银行绕道监管

- 商业银行存贷比上限为75%，同业创新帮助银行摆脱存贷比和信贷额度的约束；
- 我国《商业银行法》规定：对同一借款人的贷款余额与商业银行资本余额的比例不得超过百分之十，对同业业务要求更宽松；
- 同业资产无拨备要求，同业存款（除保险等）多无准备金要求。而正常影子贷款要求按照1%的比例计提拨备，其他四影子贷款要求更高；
- 风险权重低，银行同业债权的风险权重仅为25%，而一般企业债权风险权重为100%。

### 买入返售金融资产

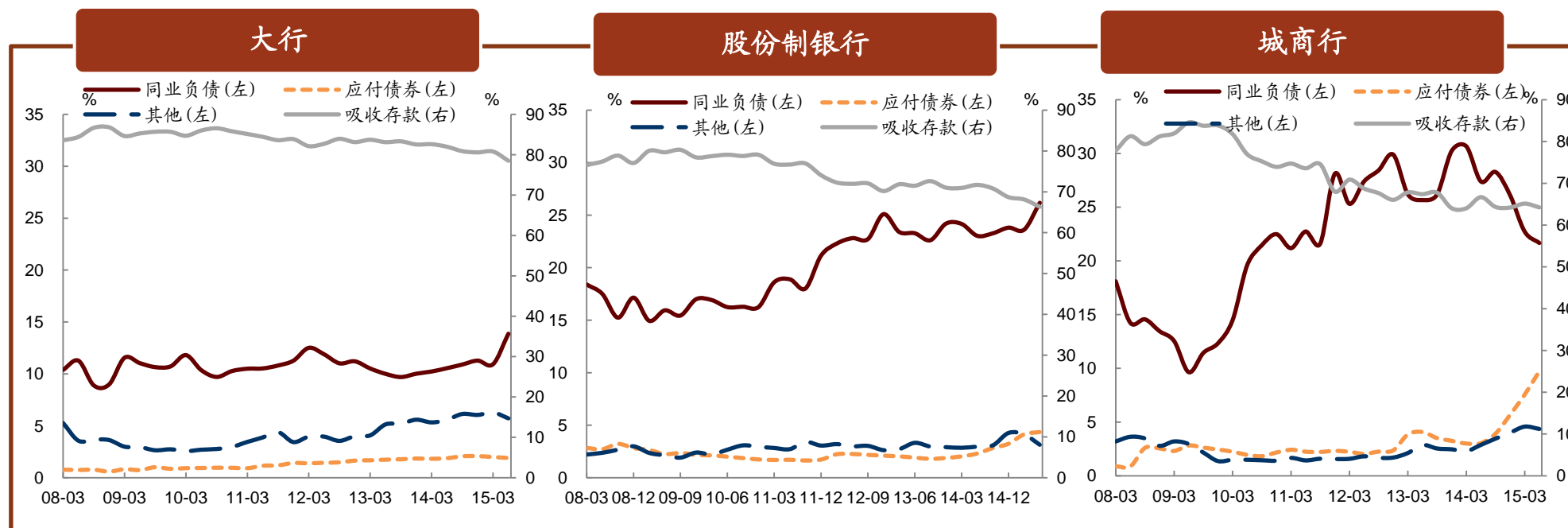


资料来源：万得资讯，证监会网站，中金公司研究

## 负债端：不同银行负债结构呈差异化发展

■ 从银行负债结构来看，不同类型的银行在负债来源主要结构相似，但也有着不同的特点：吸收存款仍是最重要的资金来源，但近期均出现下滑态势，股份制、城商行同业负债发展迅猛：

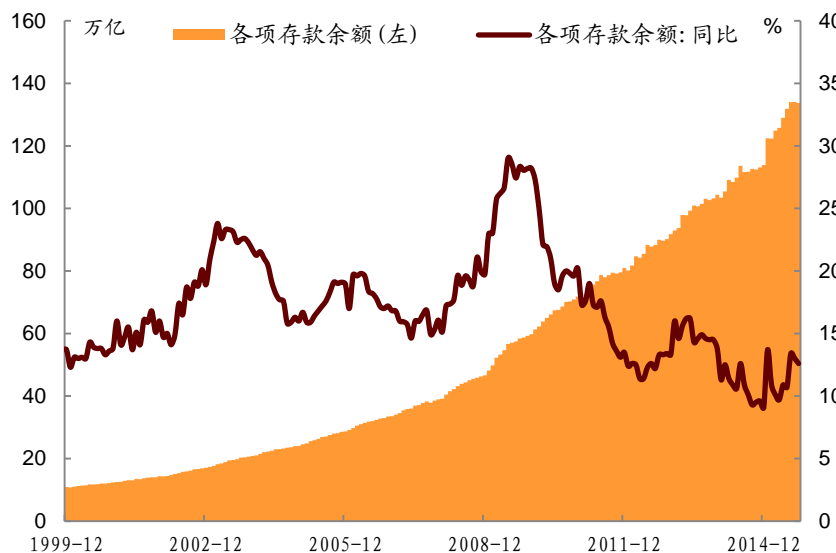
- 存款仍是各类银行最主要的负债组成（资金来源），但在金融脱媒化过程中银行面临较严重的存款流失问题，大行与股份行吸收存款占比近年来出现下滑趋势，但仍在65%以上，城商行存款占比则相对稳定；
- 大行的存款占比最高，目前仍近80%，股份制银行以及城商行存款占比不足70%；
- 随着同业存单的发展，资金来源日渐多元化，大行与股份行的同业负债、其他负债一般呈上升趋势，而城商行由于同业业务发展程度较高，近年来上下降趋势；
- 应付债券包含银行发行的次级债券，部分行包括同业存单或大额存单，而这两种业务都在高速发展中，应付债券科目整体也呈上升趋势（股份行、城商行较为明显，大行相对平稳）。



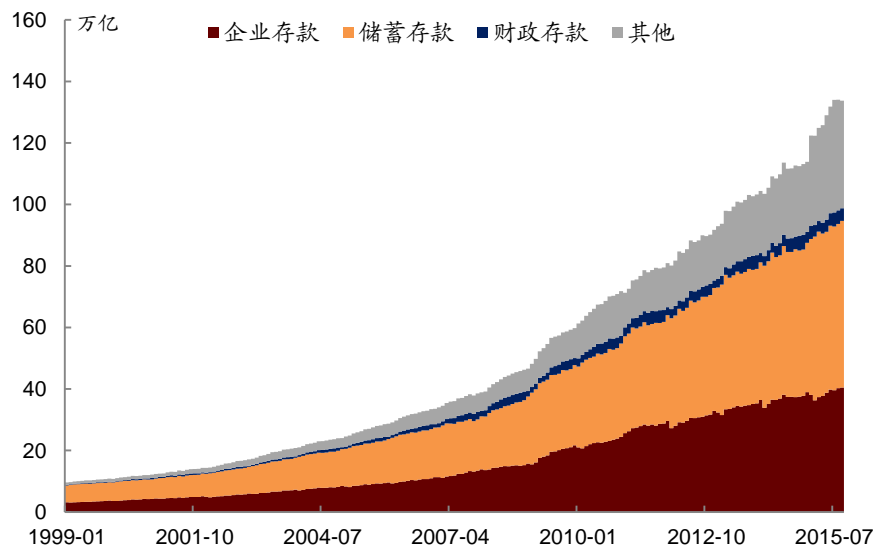
## 负债端1：利率市场化进程中存款增速放缓

- 吸收存款科目主要包含除同业存放外的其他各类存款，以及银行收到的各类客户保证金。存款金从类别上主要包括企业存款、居民储蓄存款、财政存款、机关团体存款、国库定期存款等，按期限主要可分为活期与定期两大类。而保证金包括承兑汇票保证金、担保保证金等。
- 存款一直是商业银行最重要的资金来源，大行存款在负债中的占比目前在80%附近，股份行、城商行由于客户基础、网店上具有劣势，存款占比相对较低，大约在65%左右；近年来银行业面临着整体存款增速放缓的趋势，从此前的年复合20%以上降至10%附近。
- 从存款类别上看，居民储蓄存款与企业存款是最主要的两类存款，目前占比分别在40%与30%左右。财政存款虽然从余额上占比较小，但由于存在集中上缴或者投放的问题，对银行间资金面可能产生比较重要的影响。从增速来看，近年企业存款增长相对较为缓慢。

### 今年来存款增速放缓



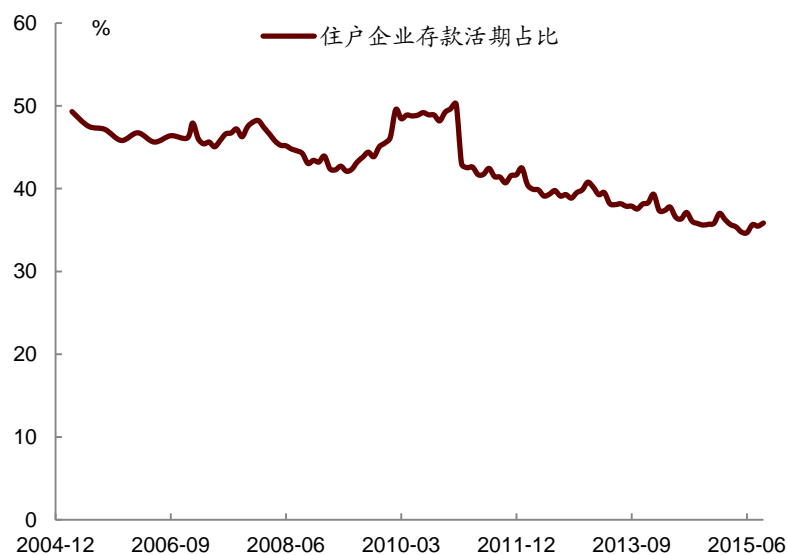
### 存款结构：企业存款增长乏力



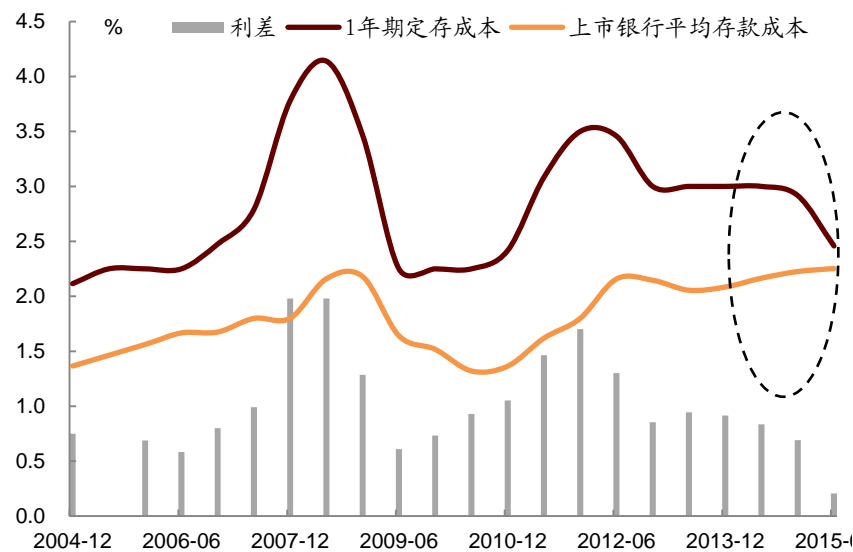
## 负债端1：脱媒化下活期存款占比下降，银行负债成本难以下行

- 近年来随着利率市场化进程的推进，金融脱媒现象显著，各类银行都面临较严重的存款流失危机。除了存款增长乏力外，银行吸收存款的成本也在上升，具体可表现为两个途径：一、活期存款占比下降（结构恶化）；二、被动存款利率上浮。
- 利率市场化进程中，大量活期存款被投入到货币基金、理财产品当中，定期存款占比相对抬升，导致银行负债成本增高。同时，尽管存款基准利率不断下调，但商业银行利率上浮区间也在不断打开，所以导致商业银行存款负债成本下行并不如存款基准利率下行那样明显。
- 银行负债成本的上升对银行的资产配置行为与经营模式都产生了重大影响。在“资产荒”的背景下商业银行被迫通过资产信用资质下沉、提升期限错配、债券加杠杆等方式来提升收益率水平。

### 活期存款占比下降



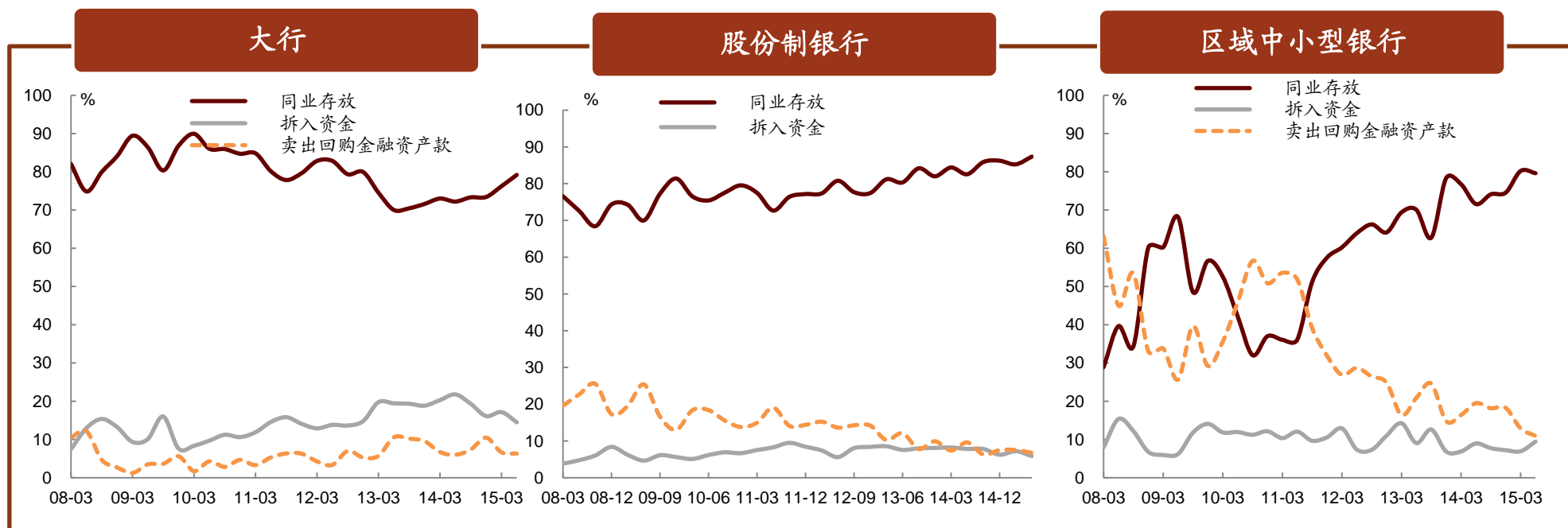
### 银行存款负债成本难以下行



## 负债端2：不同银行同业负债差异极大

### ■ 同业负债主要包含同业存放、拆入资金、卖出回购金融资产款

- 整体来看，同业存放是同业负债的最主要组成部分，主要是同业存款，部分报表中可能包含了同业存单。大行与股份行的同业存放占比均在70%以上，并在13年后呈上升趋势；城商行在10-12年时同业存放占比有所回落，随后占比逐渐提升，目前占比与大行、股份行相近；
- 拆借资金方面，各类银行的季度末时间点占一直较低，也相对稳定，大行为传统资金融出方，近年来拆入资金占比提升；
- 卖出回购金融资产一般对应标的为非标资产，可能对应银行的出表需求等，自2013年以来各类银行的卖出回购金融资产在同业负债中的占比有所下降。

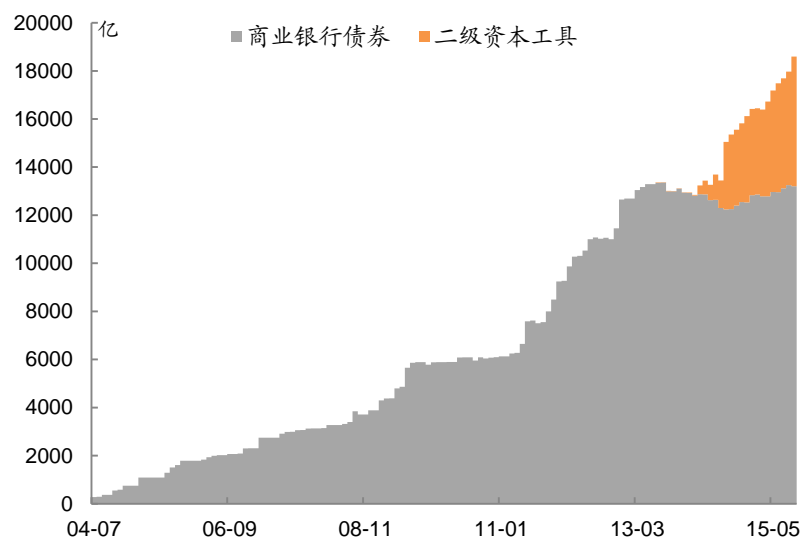




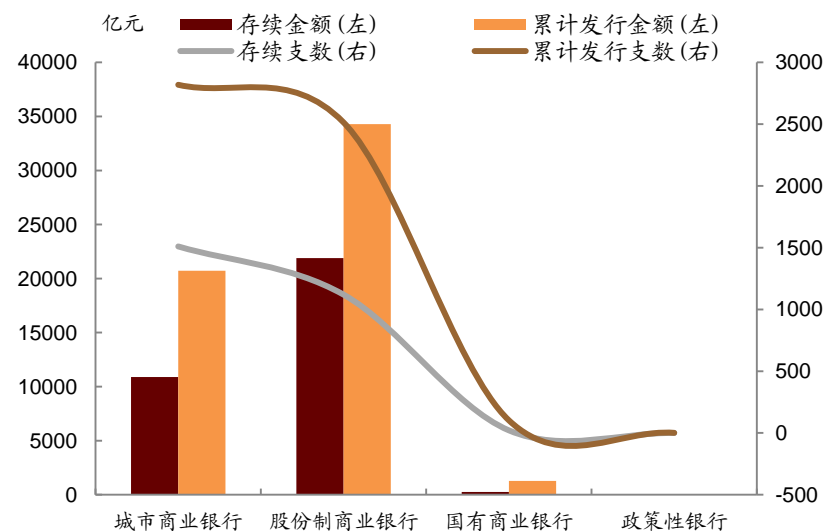
## 负债端3: 应付债券

- 商业应付债券，主要包含商业银行金融债券、可用于补充资本金的次级债券，部分银行在制作会计报表时亦将同业存单、大额存单纳入到应付债券的范畴。
- 由于资本金约束等监管要求，近年来商业银行金融债券发行量已经相对较少，增量主要体现在商业银行二级资本工具。
- 同业存单也在高速增长，2013年末同业存单试发行以来出现了井喷式发行，目前存量已达3.44万亿，累计发行6.51万亿，其中股份行是发行主力。同业存单作为一种主动负债，有利于商业银行进行利率风险管理，进行主动资产负债匹配。根据成熟市场经验，当利率市场化完成后，商业银行主动负债比率会提升，同业存单规模整体来看仍有较大增长空间。

### 商业银行债券累计存量



### 同业存单发行统计





## 负债端3：银行综合负债成本未显著下行，需引导货币市场利率下行

- 至于银行对于债券投资部门的业绩考核，则每家银行都不同，主要是成本有所不同。
- 有的银行按照行内FTP考核，有的按照回购利率加点考核，有的按照国债利率作为成本考核。但总体来看，银行的考核越来越难，或者成本相对升高（主要是银行在大环境中赚钱越来越难了，利润增速已经降至个位数了）。所以倒逼银行债券投资部门最近几年也在逐步增加收益率相对较高的信用债投资。这个在股份制银行更为明显。
- 而资金成本居高不下的原因在于银行间同业利率水平并未有效降低。在2008年以前，同业资金利率（以Shibor度量）一般与存款基准利率相差不大，而自近年来，同业资金利率水平与存款基准利率常年维持较大的正利差。而同业负债恰恰是商业银行近年来增量占比较高的部分。这使得降息对商业银行决策的传导路径出现了阻碍，央行需要进一步引导货币市场利率下行才能对经济产生有效支撑作用。

商业银行FTP动态模拟：仍处于历史中值附近



同业利率仍在高位



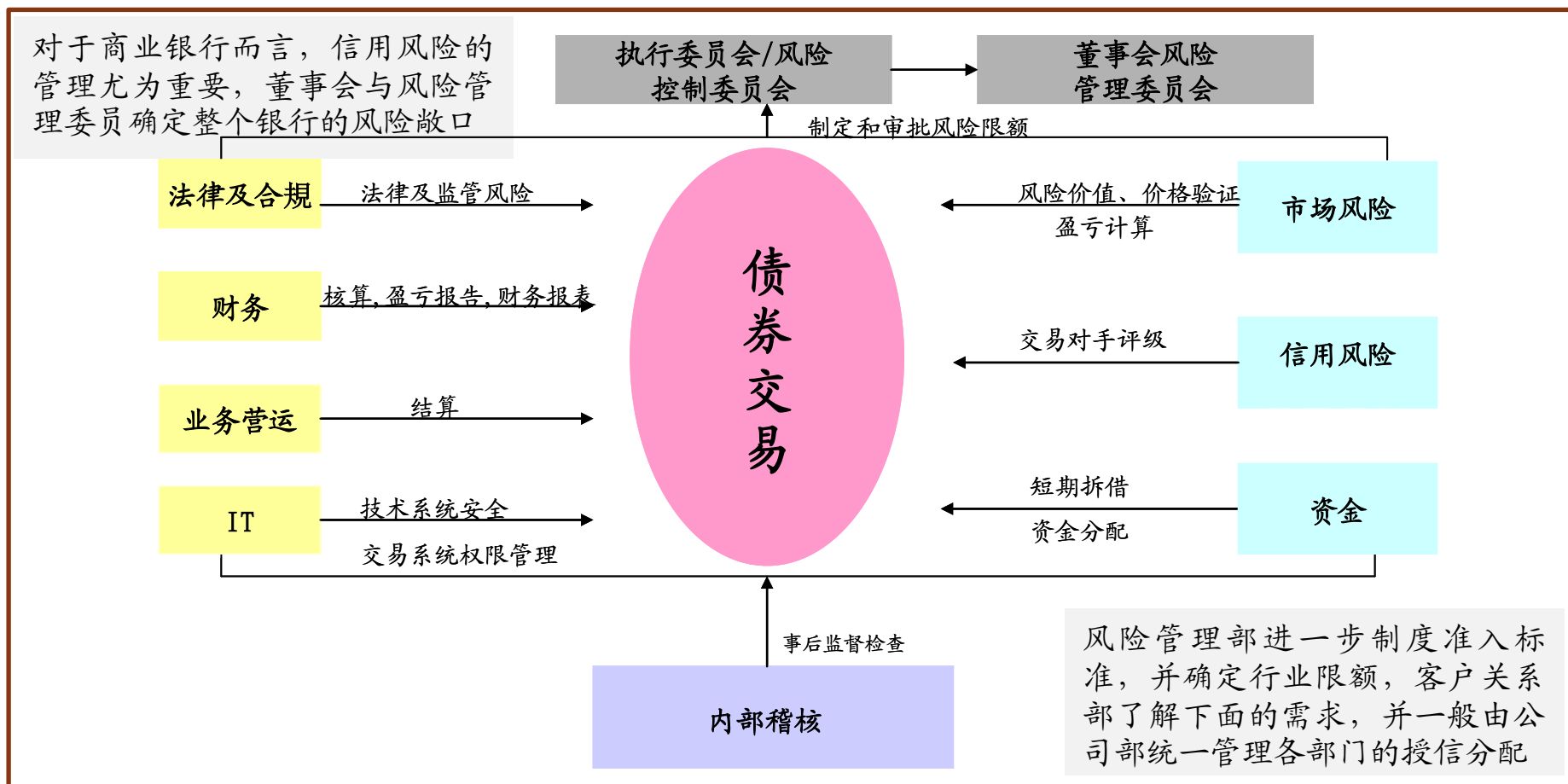
### 第三章

---

## 商业银行风险管理及债券投资框架

- 投资风险管理架构
  - ✓ 信用风险（不同资产风险权重说明）
  - ✓ 市场风险
  - ✓ 流动性风险
- 久期管理
- 税收政策
- 监管政策变化对银行业影响深刻
  - ✓ 利率市场化、资本监管、同业监管、存款保险制度、地方债务置换、流动性考核
- 货币政策：利率走廊管理

### 3.1 风险管理：框架



- 债券投资的角度，需要与信贷业务共享授信额度，具备授信是投资于信用债的前提
- 并且需要更为严格的准入制度：行业、评级、期限、集中度均需满足相应的规定。
- 集中度方面，对于商业银行投资信用债的规定是持有自身主承单一债券不得超过单一债券规模的20%，非主承不得超过30%，同业存单除外。

## 3.1 各类资产风险权重

商业银行债券类型	新办法风险权重	原办法风险权重
国债	0%	0%
政策性金融债	0%	0%
央票	0%	0%
对我国公共部门实体债权：铁道债	20%	50%
对我国公共部门实体债权：地方政府债（财政部代还本付息）	0%	0%
对我国公共部门实体债权：地方政府债（自发自还）	20%	0%
中央投资的公用企业债权（如：国家电网等）	100%	50%
对银行同业债权	3M以内权重20%； 3M以上权重25%	4M以内权重0%； 4M以上权重20%
对我国其他商业银行和政策性银行次级债（未扣除部分）	100%	100%
对我国其他金融机构的债权	100%	未明确规定
企业债等信用类债券	100%	100%
微型和小型企业债权	75%	100%
个人住房抵押贷款	50%	50%
对个人其他债权	75%	100%
<b>ABS：</b> （由于ABS在风险权重上有优势，且补充流动性溢价后收益率具有一定吸引力，资产荒时代商业银行有加大对ABS的配置）	标准法下，AA-至AAA为20% A-至A+为50%，BBB-至BBB+为100%等	

■ 新办法指2012年6月公布的《商业银行资本管理办法（试行）》，并于2013年1月1日起施行。新规中对银行债券投资的资产风险权重作出一定调整：

1) 交易账户需全部计提市场风险加权资产；2) 铁道债风险权重下调，央企风险权重上调；3) 银行同业资产风险权重上调；4) 下调小微企业贷款和个人贷款的风险权重。

## 3.1 风险控制：市场风险

主要参数	含义	参考值
风险容忍度 (RISK TOLERANCE LEVER)	指公司出现风险的可能性。	1%
置信度 (CONFIDENCE LEVEL)	指公司安全运营的概率。	99% (2.33)
时间区间 (TIME HORIZON)	指市场风险敞口持有时间跨度。	1天
波动率 (VOLATILITY)	指债券收益率的标准差。	从国债和企业债中选取市场交易比较活跃，较有代表性的券种，计算其到期收益率的标准差，再计算30日的移动平均值（变量）。
DV01 (DOLLAR VALUE OF 1 BASE POINT)	指公司持仓的市场收益率敏感度。	计算每只债券的DV01值（变量）。

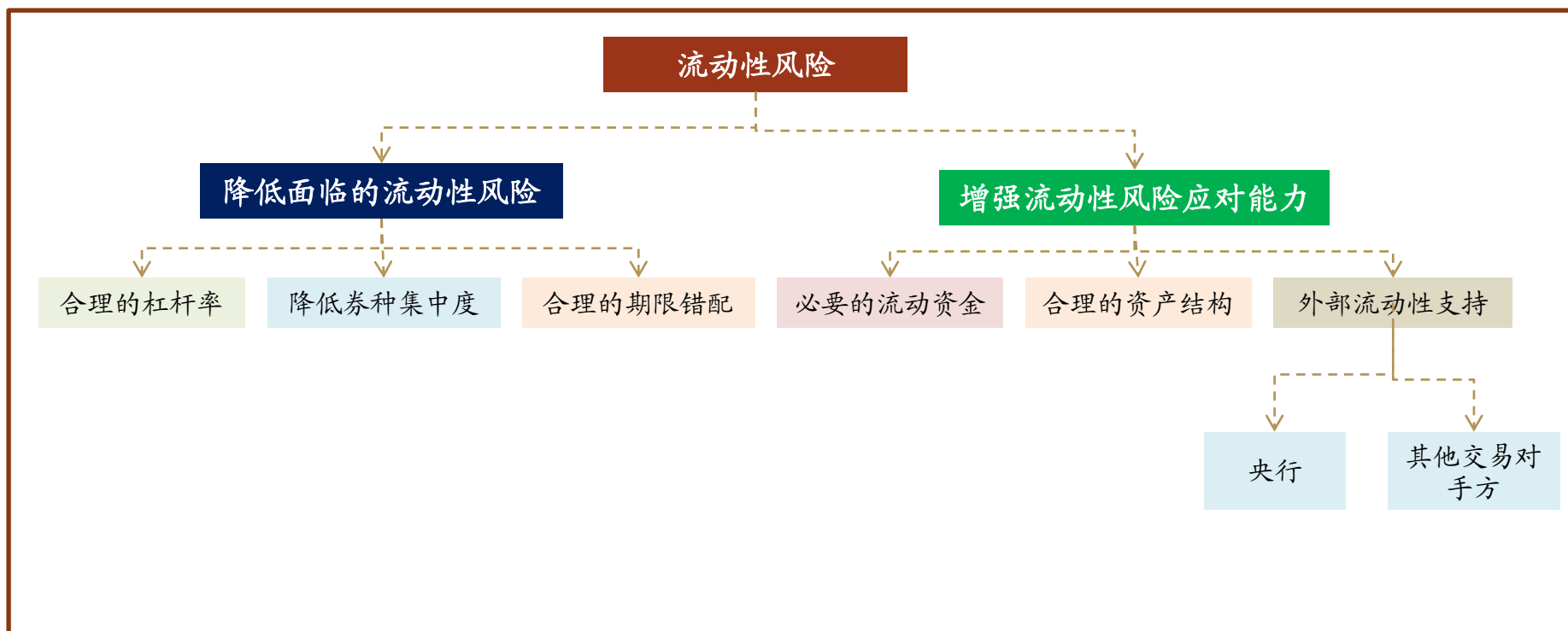
### ■ 交易帐户止损设置：

- 如果国债和金融债的单只债券或债券组合（从购买日起计）的亏损值超过期初成本的2%，须由部门负责人做平仓或保留头寸的决定；超过3%时须由部门领导及一位MC领导做出是否平仓的决定；
- 如果企业债、次级债、可转换企业债及其他产品的单只债券或债券组合（从购买日起计）的亏损值超过期初成本的3%，须由部门负责人做平仓或保留头寸的决定；超过5%时须由部门领导及一位MC领导做出是否平仓的决定。

### ■ 投资组合限制：

- 为控制市场风险以及流动性风险，对债券持仓还会有其它方面的限制，如可以购买的债券品种限制、债券组合DVO1要控制的范围、单一债券规模上限和比例上限的限制等。

## 3.2 风险控制：流动性管理



- **流动性风险**：流动性风险指由于市场容量和公司所掌握流动性资源限制，有可能导致某段时间资金无法借入或拆出，债券无法买入或卖出，而产生损失。流动性风险可以通过降低券种集中度和保持必要的市场流动性资金来防范。
- **大行流动性更好**：一般处于资金融出状态，信誉更好；体量较大一旦发生大额缺口很难通过市场融入足够资金；属于系统重要型机构，更易得到央行的流动性支持。
- **中小行**：信用资质下沉，整体处于资金融入状态；体量较小，可通过市场融入资金获得加杠杆需求；相对较难获得央行流动性支持。

## 3.2 久期管理：负债久期短 而资产久期长

### 上市银行主要类别资产负债在不同期限的占比

单位：亿元	存贷款		债券投资		同业往来	
	负债	资产	负债	资产	负债	资产
逾期/即时偿还	<b>380,828</b>	10,296				
3个月内	120,081	83,544	5,612	33,765	<b>148,541</b>	<b>74,709</b>
3个月到1年	182,213	<b>166,320</b>	<b>7,656</b>	<b>55,491</b>	32,211	<b>34,495</b>
1-5年	94,407	<b>141,213</b>	<b>7,648</b>	<b>123,349</b>	7,829	2,435
5年以上	959	<b>168,793</b>	<b>9,833</b>	<b>71,933</b>	615	3
无期限		3,582				
逾期/即时偿还	<b>48.9%</b>	1.8%				
3个月内	15.4%	14.6%	18.2%	11.9%	<b>78.5%</b>	<b>66.9%</b>
3个月到1年	23.4%	<b>29.0%</b>	<b>24.9%</b>	<b>19.5%</b>	17.0%	<b>30.9%</b>
1-5年	12.1%	<b>24.6%</b>	<b>24.9%</b>	<b>43.4%</b>	4.1%	2.2%
5年以上	0.1%	<b>29.4%</b>	<b>32.0%</b>	<b>25.3%</b>	0.3%	0.0%
无期限		0.6%				

- 商业银行在资产负债久期上天生具有的特点便是：负债端久期较短，如活期存款占总存款比重超过40%，一年以内的存款占比也将近40%；其通过期限错配，拥有拉长资产端久期的优势，从而获取收益。
- 由于负债端久期较短且存在不稳定性，使得商业银行在债券投资上，与保险这一类倾向于长久期资产的机构不一样，商业银行对超长期债券的持有动力一般，以1-5年中短期以及5-10年的中长期债券为主。出于流动性管理角度，其3个月以内的债券占比一般在16%附近（14%-20%，偶尔也高达30%）（贷款期限按到期日统计）



### 3.3 不同账户的税收政策

	交易性账户		持有至到期账户	
	营业税	所得税	营业税	所得税
国债	免	免	免	免
地方政府债	✓	免	免	免
政策性金融债	✓	✓	免	✓
铁道债	✓	减半	免	减半
企业债	✓	✓	免	✓

■ 债券投资的税收包括营业税和所得税:

- 所得税针对利息收入征收，一般税率为**25%**。其中国债和地方债利息收入免收所得税，铁道债减半，金融债和企业债无税收优惠。
- 营业税主要针对债券买卖价差收入征收，一般税率为**5%**。其中，国债不征收营业税，而地方债、政策性金融债、信用债等在交易买卖获得差价收入时需征收营业税。

■ 对于银行机构，根据持有时间和目的不同，税收细则有所差异，详见如上表格。其中，可供出售金融资产则取决于是否实现浮盈，如果性质类似于持有至到期投资，税收则按照如上持有至到期收取；如果中间浮盈/浮亏落实，则这一部分按交易性账户处理。

■ 对于基金投资者，运用基金买卖股票、债券的价差收入，债券的利息收入和其他收入，免征营业税和企业所得税。

### 3.4 商业银行监管动向：监管政策变化对银行业影响深刻

利率市场化  
基本完成

- 2013年7月，全面放开贷款利率管制
- 2015年10月，全面放开存款利率浮动上限，名义上实现利率市场化。2015年10月末来看，放开后各上市银行挂牌利率在基准利率的基础上上浮30%（1.3倍附近）

资本监管放松

- 高级内评法已经在部分银行中实施，节约核心一级资本~75bp
- 优先股发行陆续获批

同业监管严格

- 11号文、127号文、178号文规范同业业务“回本质”
- 同业监管靴子落地

地方政府债务  
置换

- 2014年10月，财政部发布《地方政府性存量债务清理处置办法》（43号文）
- 2014年10月8日财政部发布《关于深化预算管理制度改革的决定》
- 2015年8月27日，财政部部长楼继伟称，2015年地方政府置换债券额度增至3.2万亿；后续地方债务将采用限额管理的办法。2015年，地方债务置换主要是银行持有，置换到期贷款等。

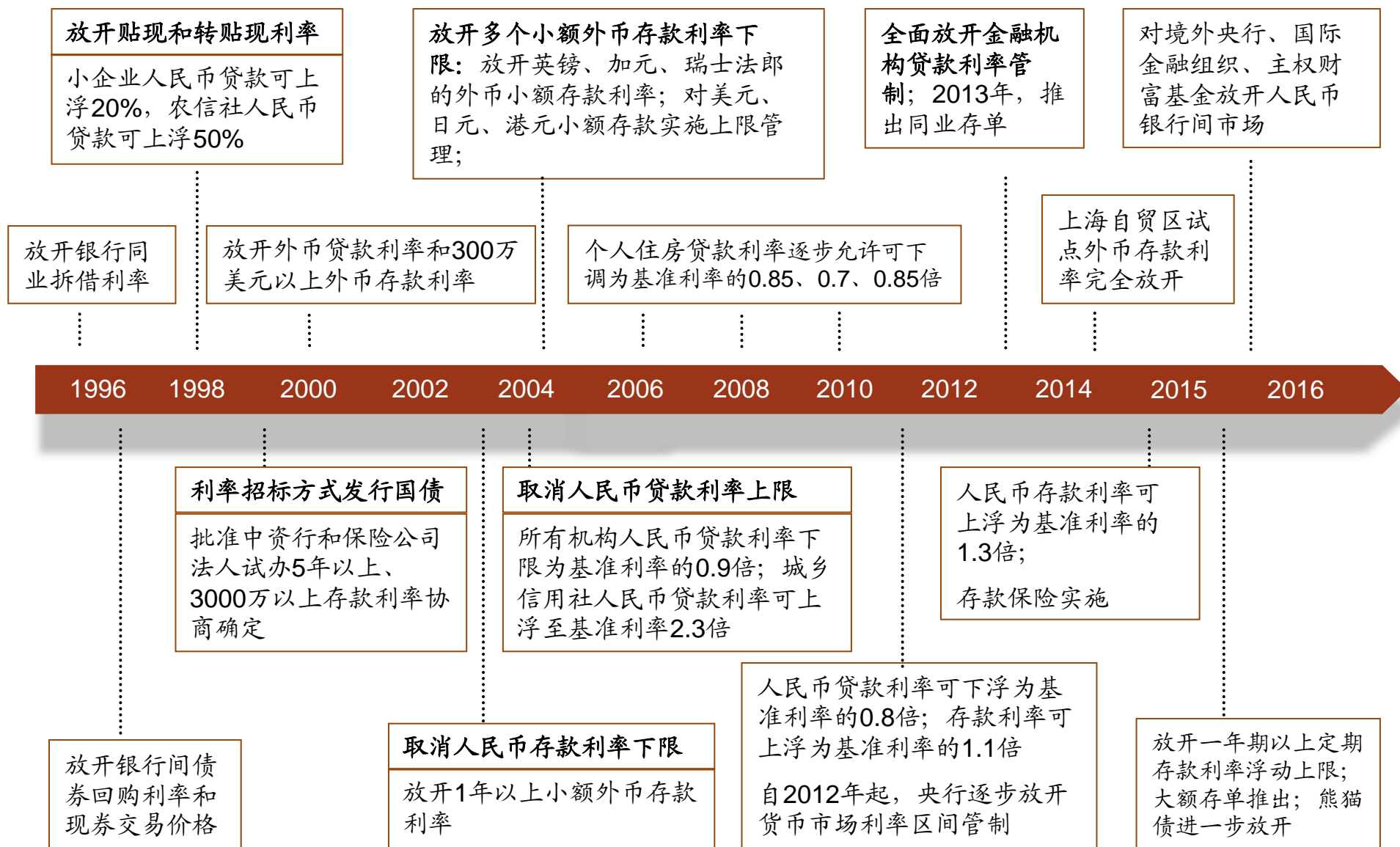
存款保险  
制度的建立

- 国务院于2015年3月31日正式公布《存款保险条例》，并将于2015年5月1日起施行
- 强制性存款保险制度，采用基于风险的差别化费率，可保存款限制在每投保机构每账户50万元

平滑流动性

- 2014年1月，央行发布《关于开展常备借贷便利操作试点的通知》；2015年2月，决定在全国推广SLF，对象包括城商行、农商行、农合行和农信社四类地方法人金融机构，采取质押方式发放。
- 2014年两度调整贷存比计算口径。2015年6月，国务院常务会议通过《中华人民共和国商业银行法案修正案（草案）》，草案删除了贷存比不得超过75%的规定，将贷存比由法定监管指标转为流动性监测指标。
- 自2015年9月15日起改革存款准备金考核制度，由现行的时点法改为平均法考核。优化货币政策传导机制，增强金融机构流动性管理的灵活性。

# 目前已实现名义上的利率市场化



# 放开存款利率后，上浮约1.3倍

CICC	活期存款利率			定期存款利率														
	调整前	调整后	变化	3个月			6个月			1年			2年			3年		
				调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
2015/10/25																		
基准	0.350	0.350	0.0	1.350	1.100	-25.0	1.550	1.300	-25.0	1.750	1.500	-25.0	2.350	2.100	-25.0	3.000	2.750	-25.0
国有银行	0.350	0.300	-5.0	1.600	1.350	-25.0	1.800	1.550	-25.0	2.000	1.750	-25.0	2.500	2.250	-25.0	3.000	2.750	-25.0
国有银行上浮比例	0.0%	-14.3%	-14.3	18.5%	22.7%	4.2	16.1%	19.2%	3.1	14.3%	16.7%	2.4	6.4%	7.1%	0.8	0.0%	0.0%	0.0
股份制银行	0.353	0.300	-5.3	1.729	1.479	-25.0	1.971	1.721	-25.0	2.229	1.979	-25.0	2.651	2.401	-25.0	3.133	2.875	-25.8
股份制银行上浮比例	0.8%	-14.3%	-15.1	28.1%	34.5%	6.4	27.2%	32.4%	5.2	27.4%	31.9%	4.6	12.8%	14.3%	1.5	4.4%	4.5%	0.1
城商行	0.356	0.342	-1.4	1.673	1.411	-26.3	1.913	1.649	-26.4	2.175	1.892	-28.3	2.627	2.370	-25.7	3.280	2.950	-33.0
城商行上浮比例	1.7%	-2.4%	-4.0	24.0%	28.3%	4.3	23.4%	26.9%	3.4	24.3%	26.1%	1.8	11.8%	12.9%	1.1	9.3%	7.3%	-2.1
总计	0.353	0.311	-4.2	1.687	1.433	-25.3	1.919	1.665	-25.4	2.165	1.907	-25.9	2.612	2.360	-25.2	3.143	2.867	-27.5
整体上浮比例	0.9%	-11.2%	-12.0	24.9%	30.3%	5.4	23.8%	28.1%	4.3	23.7%	27.1%	3.4	11.1%	12.4%	1.2	4.8%	4.3%	-0.5

■ 本次降息后并打开存款利率上浮区间后，各类型银行存款利率变动及上浮概况：

- 上市银行活期利率平均下降4.2bp至0.311%，考虑活期存款在存款中的比重较高（35%-40%），降低活期存款利率有利于降低银行资金成本，但脱媒化影响下，对存款规模增长的影响不好说；
- 3M-3Y各期限的存款利率下降25.2bp-27.5bp不等，但对应的上浮比例小幅扩大。

■ 以1年期定存为例：

- 基准利率从1.75%调整至1.5%，实际挂牌利率从2.165%调整至1.907%
- 上浮比例从1.237上升至1.271倍。

■ 从美国利率市场化经验来看，利率市场化推动业务结构调整，综合化经营管制放松，并带来中间业务收入占比的大幅上升（利率市场化初期，中间业务收入占比9.5%，完成后初期占比升至13.1%，在成熟阶段，中间业务收入占比提升至31.7%。）

# 同业监管，非标转成标债，表外转表内

## 同业业务监管的相关规定及对不同同业创新的影响

同业创新	创新动机	监管政策	政策概要	现状
银信理财合作	实现表内信贷资产表外化，同时丰富理财产品类型	2009年底《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》 2010年《信托公司净资本管理办法》，以及2011年进一步通知	一个办法三个通知：严格要求融资类业务余额比例、银信理财合作风险资本计提等，要求2011年底进表。银监八号文对理财投资非标的比率做出了量化要求	衍生为多种形式
同业代付及偿付	突破信贷额度管控 突破委托代理内涵	2012年4月《关于进一步规范同业代付业务管理的通知》 2014年4月《关于规范商业银行同业业务治理的通知》	同业代付的委托行应将给客户的款项计入“各项贷款”项下的贸易融资科目，纳入统一授信管理	规模显著下降。不过，类似的同业偿付业务尚未监管规模不大
票据买入返售	盈利驱动下，利用票据的灵活性，突破信贷额度控制，满足客户的融资需求	2012年10月《关于加强银行承兑汇票业务监管的通知》 2013年5月《关于排查农村中小金融机构违规票据业务的通知》 2014年4月《关于规范金融机构同业业务治理的通知》 2014年5月《关于规范商业银行同业业务治理的通知》	2011年6月叫停部分农信社违规票据回购业务 叫停违规会计处理业务 重点核查买入返售与卖出回购较大的机构 同业业务应由商行专营部门开展 能通过电子交易系统完成的同业业务不应为委托其他部门或分支机构完成	目前可能再以更隐蔽的方式进行
信托受益权买入返售	为应对监管机构对对票据及同业代付的监管，继续在投资工具方面做文章	2013年3月银监会出台《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监八号文） 2014年4月《关于规范金融机构同业业务治理的通知》 2014年5月《关于规范商业银行同业业务治理的通知》	加强规范银行理财资金：理财资金投资非标准化债权资产的余额在任何时点均以理财产品余额的35%与商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%之间孰低者为上限 买入返售业务对应资产应为标准化资产 不得接受和提供任何直接或间接、显性或隐性的第三方金融机构信用担保	号称最严厉的银监八号文在实践中也出现了诸多绕开的途径。钱荒之后，在监管压力和负债端压力下有所压缩



## 监管部门有关监管，旨在平滑流动性

出台时间	部门	关键词	主要内容
1 2014/1/17	央行	SLF	中国人民银行发布《关于开展常备借贷便利操作试点的通知》（银发〔2014〕19号），在北京、江苏、山东、广东、河北、山西、浙江、吉林、河南、深圳开展分支机构常备借贷便利操作试点，
2 2015/2/11	央行	SLF	人民银行公告：在前期10省（市）分支机构试行常备借贷便利操作形成可复制经验的基础上，决定在全国推广分支机构常备借贷便利（SLF）。人民银行分支机构常备借贷便利的对象包括城商行、农商行、农合行和农信社四类地方法人金融机构，采取质押方式发放。
3 2014/9/30	央行	MLF	2014年9月央行创设了中期借贷便利(MLF)，MLF是央行提供中期基础货币的货币政策工具，对象为符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行，可通过招标方式开展，采取质押方式发放。中期借贷便利利率发挥中期政策利率的作用，通过调节向金融机构中期融资的成本来对金融机构的资产负债表和市场预期产生影响。
4 2015/3/31	国务院	存款保险	国务院于2015年3月31日正式公布《存款保险条例》，并将于2015年5月1日起施行。
5 2014/6/30	银监会	存贷比	中国银监会关于调整商业银行存贷比计算口径的通知：分子扣除六项贷款（三农小微等），分母增加针对企业与个人的大额可转让存单等两项。二、计算存贷比分子（贷款）时，从中扣除以下6项：（一）支农再贷款、支小再贷款所对应的贷款。（二）“三农”专项金融债所对应的涉农贷款。（三）小微企业专项金融债所对应的小微企业贷款。等 三、计算存贷比分母（存款）时，增加以下2项：（一）银行对企业或个人发行的大额可转让存单。（二）外资法人银行吸收的境外母行一年期以上存放净额。
6 2014/9/12	银监会	存款偏离度	对于月末存款偏离度超过3%的银行，自下月起连续暂停准入事项3个月以上；对于一年之内月末存款偏离度两次超过3%的银行，适当降低其年度监管评级。 月末存款偏离度=(月末最后一日各项存款-本月日均存款)/本月日均存款*100%。
7 2014/12/25	央行	贷存比	央行对银行存款口径做出调整，将部分原属于同业存款项下存款纳入各项存款范围；且新纳入存款口径的各项存款法定存款准备金率暂定为0
8 2015/6/24	国务院	贷存比	国务院常务会议通过《中华人民共和国商业银行法案修正案（草案）》，草案删除了贷款余额与存款余额比例不得超过75%的规定，将存贷比由法定监管指标转为流动性监测指标。
9 2015/9/11	央行	存款准备金考核	为进一步完善存款准备金制度，优化货币政策传导机制，增强金融机构流动性管理的灵活性，中国人民银行决定，自2015年9月15日起改革存款准备金考核制度，由现行的时点法改为平均法考核。

- 梳理非标以及平滑流动性、银行监管的相关政策来看，结合本次股灾就市表现，监管层旨在引导经济与金融市场健康发展。同时，降低社会融资成本任务贯穿始终，在地方债务置换背景下，保持适度宽松的货币政策以提供宽松的流动性环境有一定的必要。但途中，波折或难避免，交易所加杠杆的隐含风险、人民币国际化过程中进一步对外开放、美联储加息等多重叠加，需关注市场走向以及政策动向。

## 3.5 货币政策：态度和调控模式变化

为了打击失控的表外非标业务，名义上虽然没有收紧货币政策，但实际中通过打击热钱、减少流动性投放、发行定向央票等方式收紧流动性，倒逼银行减少期限错配和压缩非标业务。当年经济和通胀都不强，但货币市场利率和债券收益率都出现了相当显著的上升。

2013年

货币政策演变

2013年以前

常规性调控模式，倚重于传统工具（如调整存贷款基准利率，调整法定存款准备金率），并配合公开市场进行调节。主要盯住经济增长、通胀和就业等经济指标，特征是放松快且力度大，收紧则节奏较慢，导致债市有牛短熊长的历史特征。

2014年以来

经济逐步进入去杠杆周期，但政府对经济刺激的态度转向不希望强刺激，更着重调结构。货币政策放松变为滞后倒逼式放松模式，放松节奏相对缓慢，而且是只有经济数据进一步恶化后才会加大力度。从倚重传统工具转向倚重定向工具。债券市场也因此出现连续7-8个季度的慢牛。



## 第四章

### 商业银行债券投资实践

- 全国性商业银行由于体量庞大，一直是债券持有主力军，占比曾高达70%以上；近年来在中小型银行、广义基金的兴起下占比有所下滑。
- 在过去，利率债收益率受银行资产配置行为的影响很大，银行对传统信用债配置减少，影响力边际下降：
  - ✓ 05-07年，大行上市前主动控制贷款规模与拨备，同时增大对债券的配置；
  - ✓ 08年后，4万亿使得信贷规模快速扩大，地方政府投融资冲动激发，软约束下利率不敏感的融资主体增多；
  - ✓ 12-13年，在旺盛的融资需求下，又由于表内融资存障碍（存贷比、贷款额度、资本充足率），融资平台和房地产表内融资受限；随之，非标资产层出不穷，同业资产规模迅速增长，非标资产扩张挤出标债；
  - ✓ 14-15年，监管层非标收缩，地方债务置换推出，股市与打新在14年年末开始火爆，商业银行资产配置转向应收款项类与地方债，背后的资产实为理财、信托、资管计划等。

## 4.1 人民币信贷收支表：资金来源主要为存款，运用主要是贷款与有价证券投资

■ 首先，从人民币信贷收支表来看（金融机构全口径）：

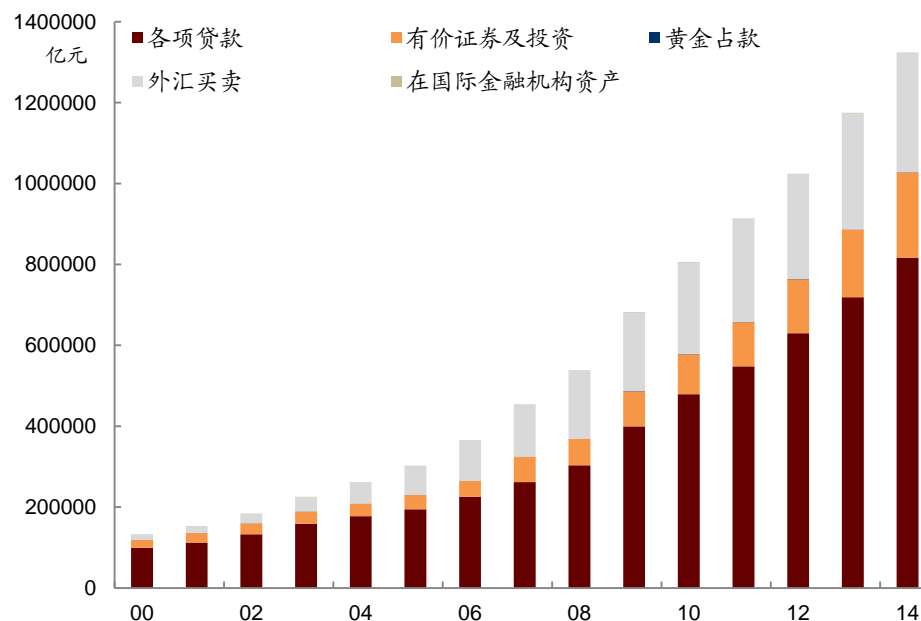
- 资金来源中，存款占比高达90%，金融债券与其他占比分别为0.6%与4.6%；
- 资金运用中，贷款占比高达61.1%；有价证券占比为18.6%，其中债券投资占比为11.2%、股权及其他投资占比为7.4%。

	资金来源：						资金运用：						债券投资 (1)	股权及 其他投资(2)
	总计	各项存款	金融债券	流通中货 币	对国际金融 机构负债	其他	总计	各项贷款	有价证券及 投资(1+2)	黄金占款	外汇买卖	在国际金融 机构资产		
14-12	1323453	1138645	9843.2	60259.5	867.18	113838	1323453	816770	210406.35	669.84	294090	1516.37	144954	65452.1
15-06	1453705	1318292	8836.15	58604.3	805.17	67167.5	1453705	887947	270618.6	2094.73	291574	1470.71	163373	107246
占比15/09		90.7%	0.6%	4.0%	0.1%	4.6%		61.1%	18.6%	0.1%	20.1%	0.1%	11.2%	7.4%

人民币信贷收支表：资金来源



人民币信贷收支表：资金运用

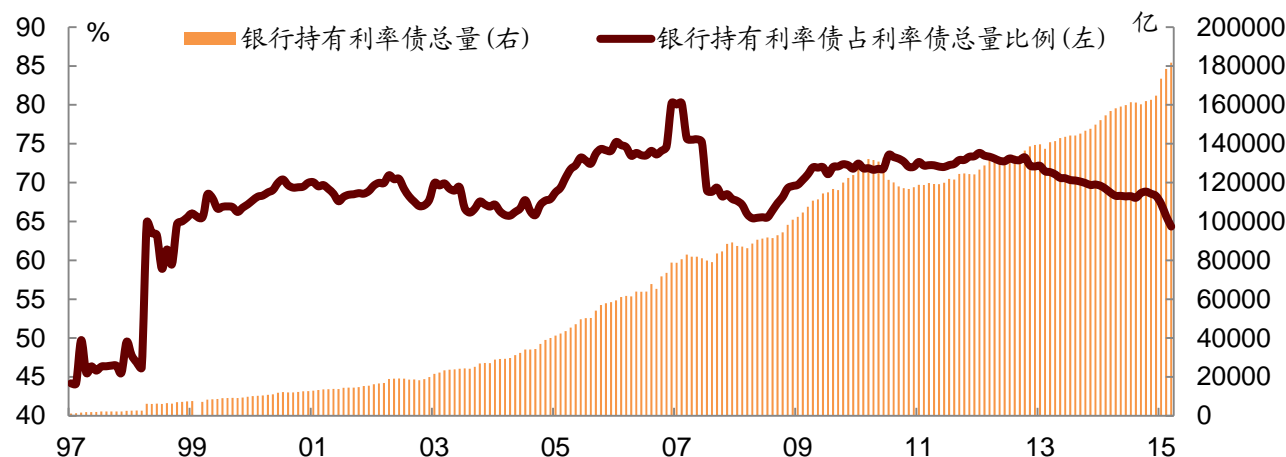




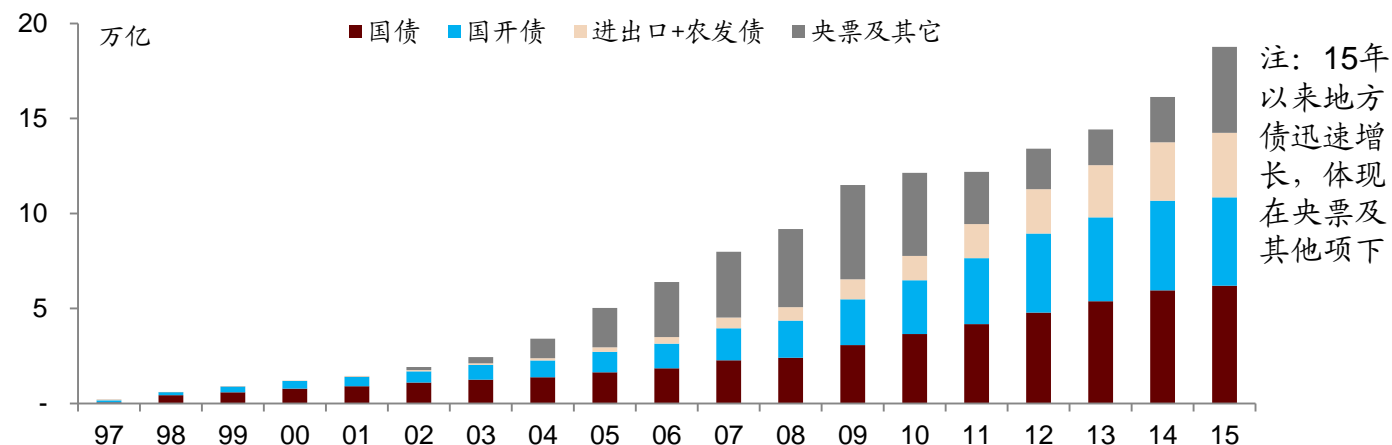
## 4.2 利率债主要投资者为银行，15年以来地方债增长迅速

- 由于利率债具有部分免税（国债）、流动性好、不占用风险准备金等特点，加之商业银行本身规模庞大，风险偏好低、流动性背负要求高，故商业银行对利率债的持有比例一度超过80%，目前仍在60%以上。
- 而随着近年来利率市场化进程提速，债券市场逐渐呈现出银行自营、银行理财、基金、保险、券商自营等投资者并重的格局，银行持有利率债的占比也有所下降。
- 从商业银行持有的利率债结构来看，国债、国开债、非国开政金债一直传统持仓主力，06-10年时央票曾经占据了较大份额，自2015年以来地方债开始迅速增长（由于数据原因，央票、地方债在同一个科目中）。

银行持有的利率债占利率债总量的60%以上，近年来有所下滑



商业银行持有的利率债结构：15年以来地方债迅速增长（体现在央票及其他项下）



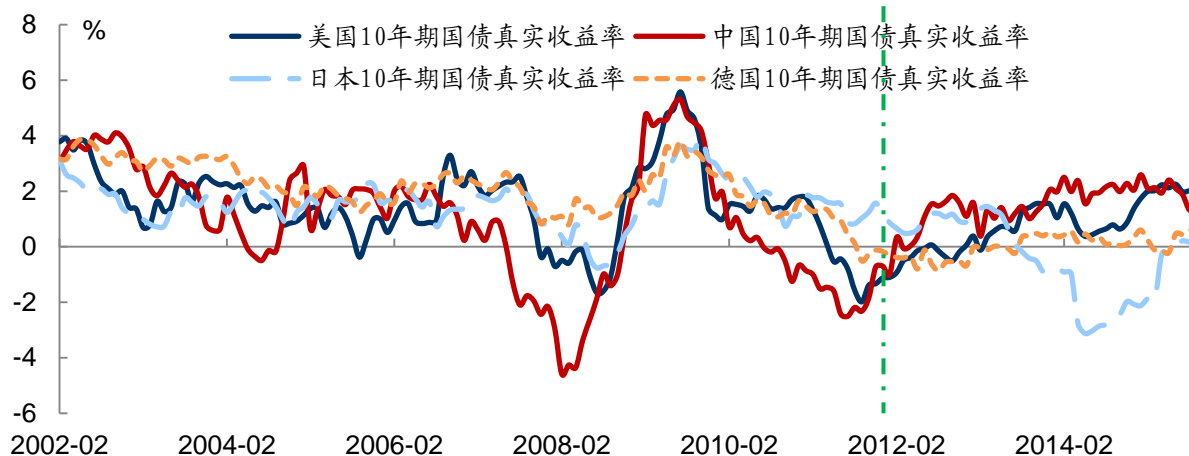
资料来源：万得资讯，中金公司研究

注：两图中银行持有的利率债统计中采用Chinabond“央票及其他”科目来代替央票与地方债，口径上可能存在部分差异。

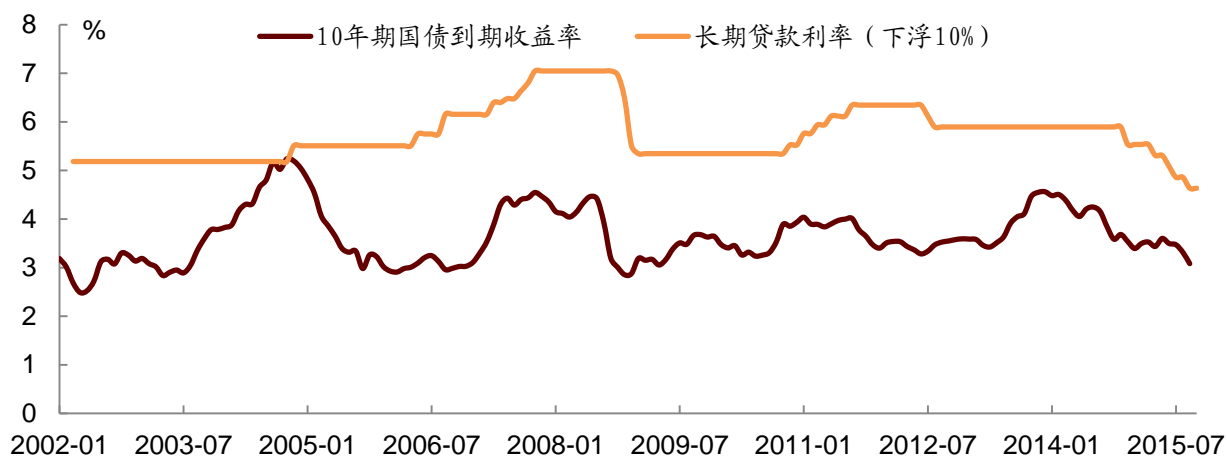
## 4.2 利率债收益率受银行资产配置行为的影响很大

- 由于银行是利率债(国债)最主要投资群体，所以其收益率受银行的资产配置行为影响较大。不同于海外发达国家的特征：
  - 第一，与美国、日本和德国这些发达国家相比，在扣除通胀后，中国长期国债的实际收益率偏低（2012年前）。本质的原因在于，银行长期受益于央行偏低的基准利率，其资金成本低廉；且银行每年资产规模保持较高的速度增长，导致银行对债券收益率的要求不高，只要能够保证一定的利差即可。
  - 第二，银行一般先保证放贷，再进行债券投资，债券与贷款增速负相关。
  - 第三，考虑银行放贷动力，长期最优惠贷款利率可以认为是国债收益率上限。

美、中、日、德10年期国债真实收益率：12年以前中国国债对通胀风险补偿较低



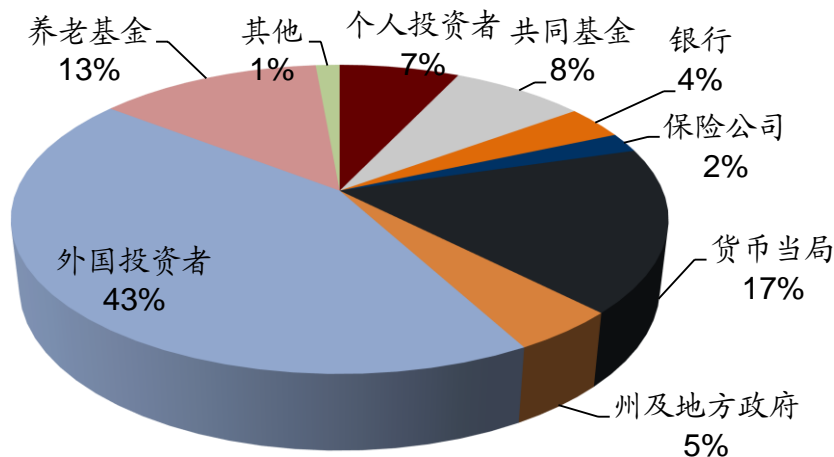
长期最优惠贷款利率可以认为是国债收益率的上限



## 4.2 中国国债对通胀补偿较低与投资者结构集中在银行有关

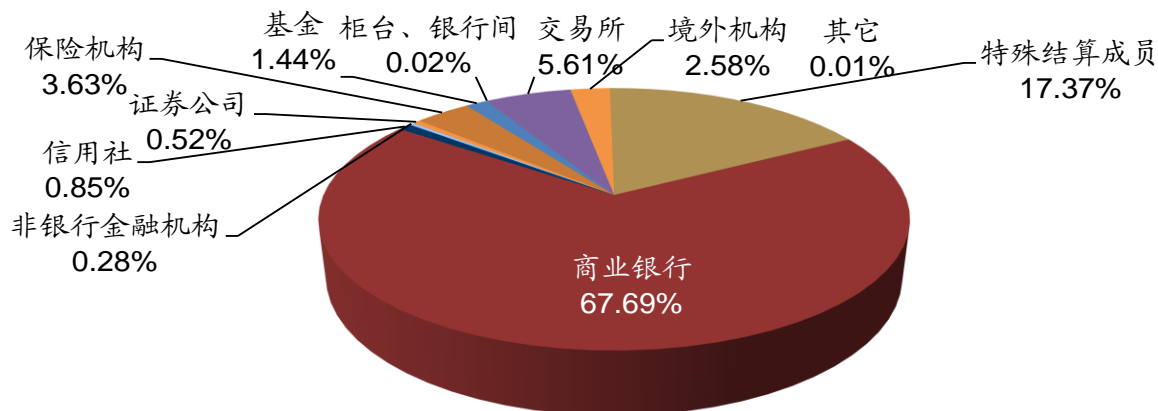
- 中国国债实际收益率偏低与投资者结构有一定关系。因为中国债券市场严重依赖于银行，而银行长期受益于央行偏低的基准利率，其资金成本低廉。只要能够保证一定的利差，且银行每年资产规模保持较高的速度增长，那么银行的利润增速就会保持较高水平。由于资金成本低，加上资产增速很高，导致银行对债券收益率的要求反而不是很强，从而抑制了债券实际收益率的上升。
- 美国债券市场则不然，债券投资者并不依赖于银行，而是各类型投资者都有。追求绝对收益率和扣除通胀后的真实回报使得其投资者对通胀较为敏感。

### 美国国债投资者结构



资料来源：SIFMA 中金公司研究（数据截至2015年6月）

### 中国国债投资者结构



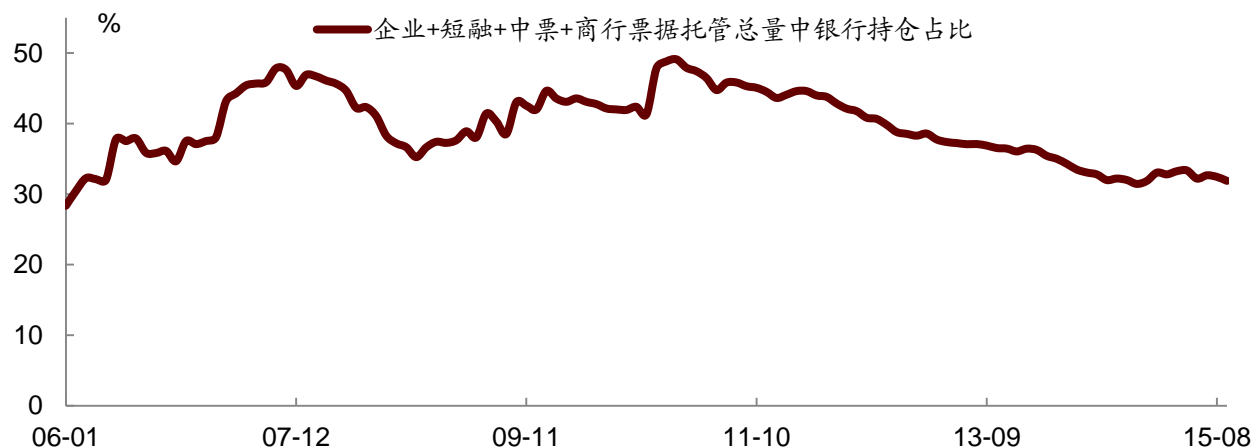
资料来源：CEIC, 中金公司研究（数据截至2015年9月）



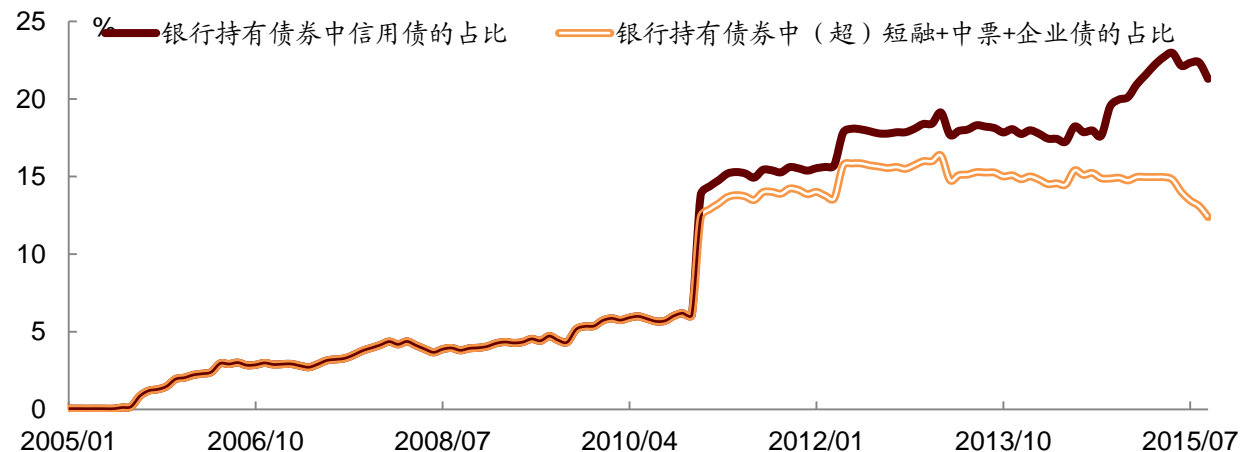
## 4.3 银行对传统信用债配置减少，影响力边际下降

- 商业银行持有的信用债占全部信用债的比例今年亦出现减少趋势。可能与银行理财等追求绝对回报的信用债配置大户的崛起有关。
- 而分析银行对信用债的持仓比例，传统信用债（超短融、短融、企业债、中期票据）比例亦在下滑，而增量主要由同业存单维持。由于同业存单具有类利率债的属性，也多为银行互持，所以银行对信用利差的边际影响力正在下降。

银行持有信用债比例略低，近年来影响有所下滑



对传统信用债配置减少，增量主要由同业存单驱动



资料来源：Chinabond，上清所，中金公司研究

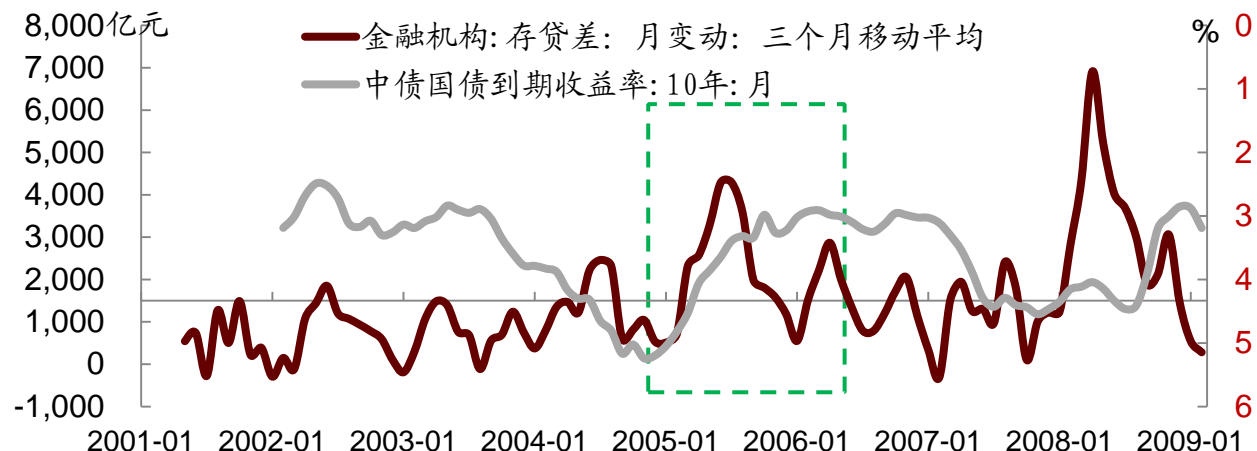
注：上图中，2010年12月前仅统计了企业债与短融的托管总量中商业银行持仓占比；下图中2010年12月由于银行中票与商行票据数据被纳入统计口径导致出现跃迁。

## 05-07年，大行上市前主动控制贷款规模与拨备，同时增大对债券的配置

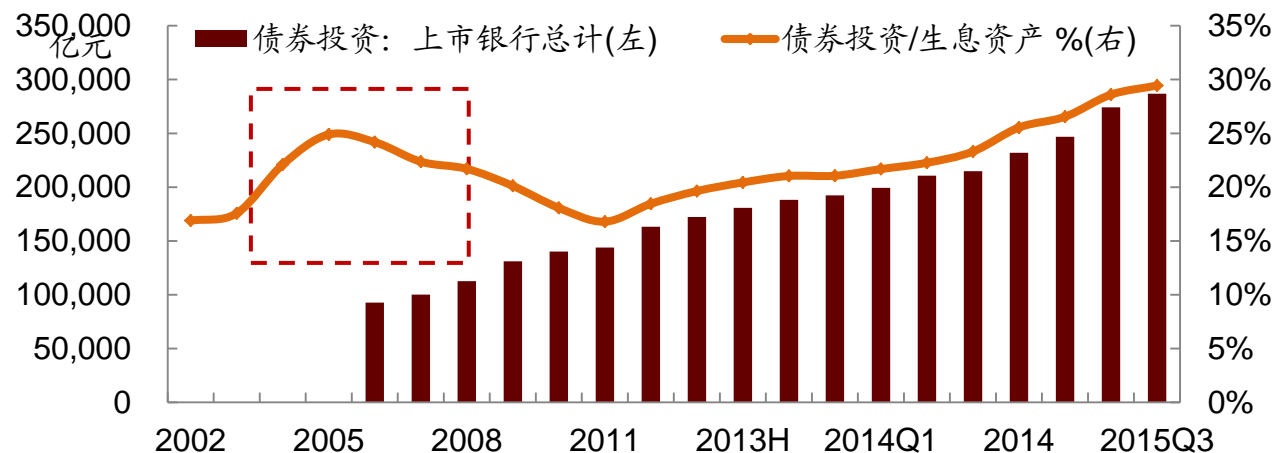
■ 中行、工行、建行分别于2006/07、2006/10、2007/09上市。由于那时存贷差较高，不良也较低，贷款是资产端最优的配置（一年期贷款利率为5.76，且50%的贷款均有上浮）。为了上市表现较好，大行先压缩贷款当期规模，上市后再投放贷款，以提高上市后的业绩与表现，从而有利于股价。

■ 体现在相关数据中，各项贷款余额同比从16%一度降至12.5%；金融机构存贷差明显扩大；资产端向债券倾斜，增大对债券的配置，债券投资占当时上市银行生息资产比重从2003年的17.6%升至2005年的24.9%

### 05-07年大行先压缩贷款规模以后期释放业绩，存贷差明显提升，带动收益率下行



### 资产配置向债券转移，债券投资/生息资产比重从03年的17.6%升至05年的24.9%

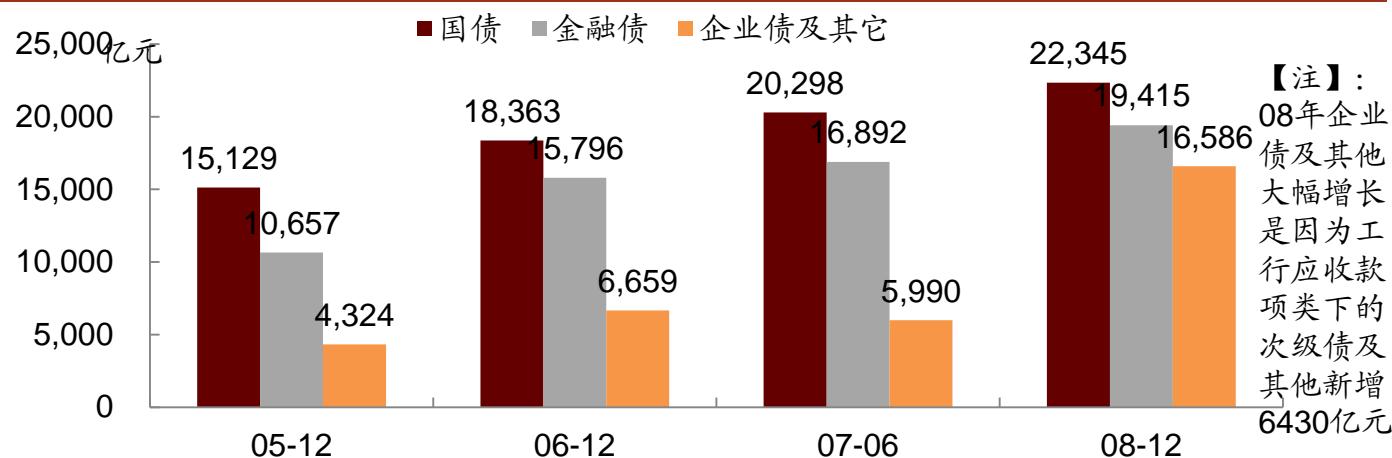


## 05-07年，大行资产端配置向债券倾斜，也体现在有价证券投资快速增长

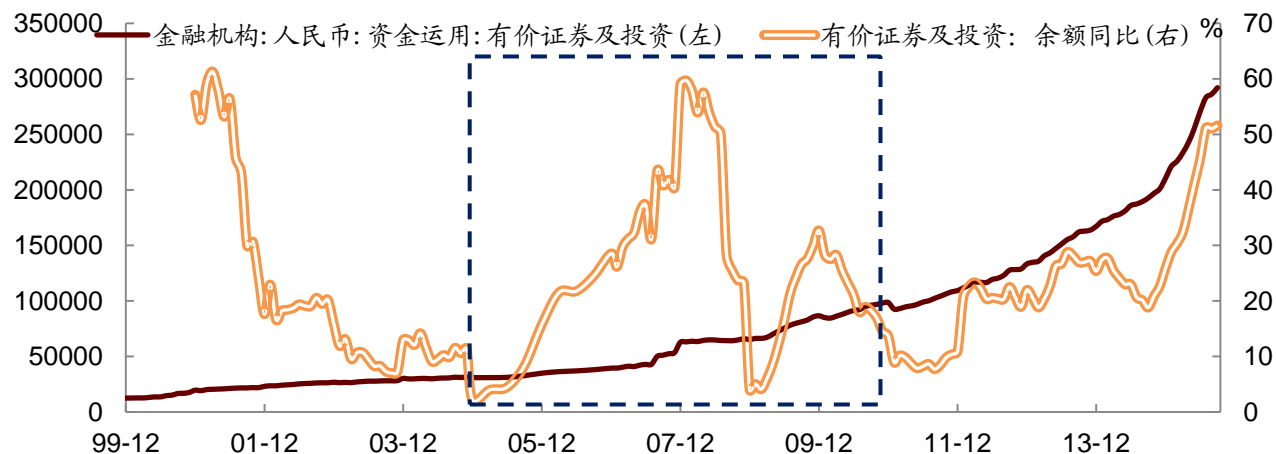
■ 中行+工行+建行的主要券种持有量从2005年的3.15万亿上升至07年半年末的4.77万亿，主要增持国债与金融债。

■ 体现在信贷收支表的有价证券及投资科目上，05-08年有价证券及投资同比增速显著上行。尽管有价证券及投资由债券投资、股权及其他投资构成，但11年1月以前，有价证券及投资中股权占比很少（规模仅8385亿元），相比之下，债券投资的规模为84258亿元。意味着有价证券及投资的增速在2011年以前主要由债券投资贡献，与大行在2005-2006年期间出于上市需求推迟释放业绩因而压缩当年的贷款规模，资产配置转向债券类资产有关，带动期间同比增速显著上升。

中行+工行+建行的各券种持有量在05-08年规模显著上升（农行10年上市才披露）

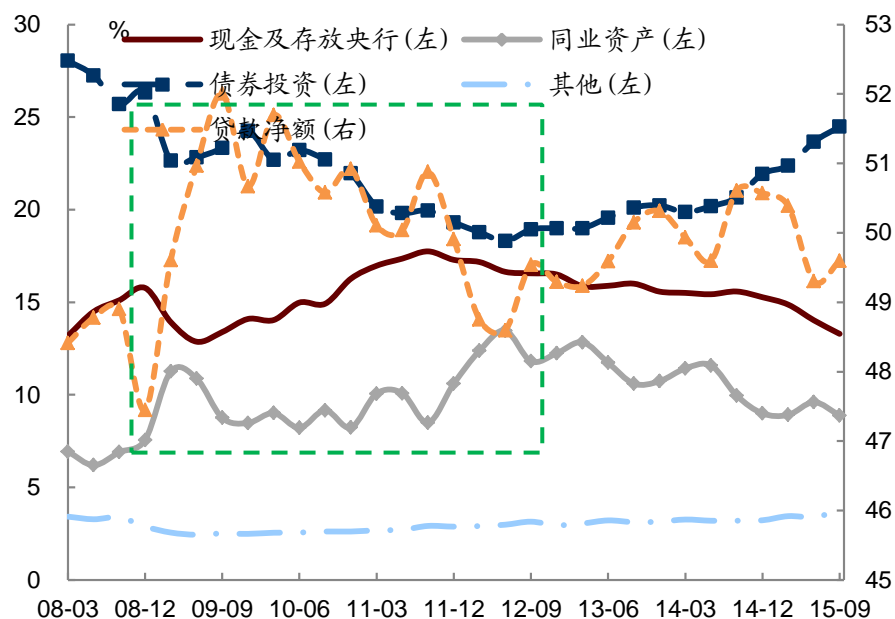


05-08年有价证券及投资同比增速显著上升（11年以前以债券投资为主股权很少）

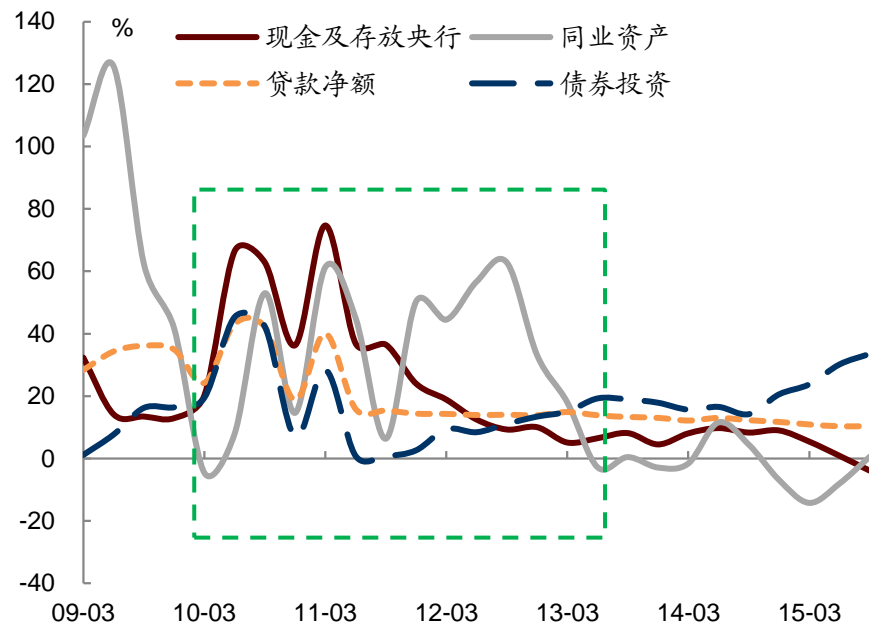


## 08年来商业银行资产端变动特点：资产转向非标、同业等高收益领域

### 上市银行各类资产在总资产占比



### 上市银行各类资产同比增速

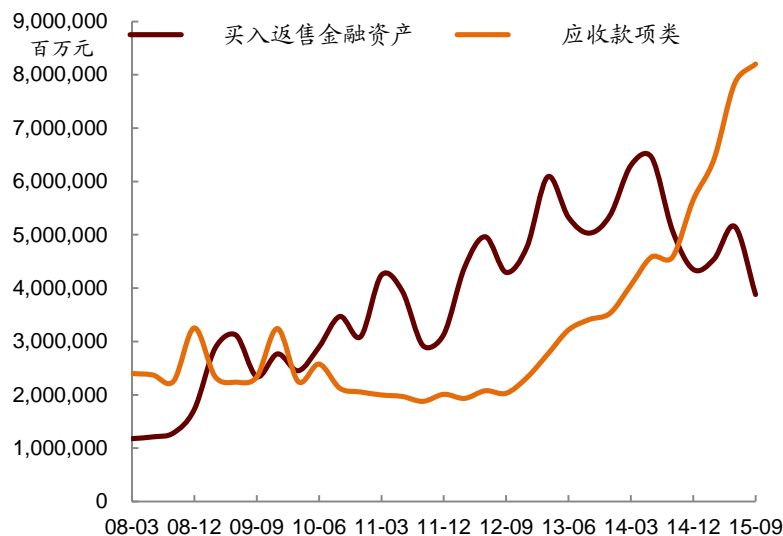


- **贷款占比处于下行通道：**09年4万亿后，贷款规模明显上升，也体现在期间各项贷款余额同比增速高达34%；但近年来，贷款在总资产的占比整体处于下行趋势中，各项贷款余额同比增速保持在13%-15%的区间；15年三季度，贷款在总资产的占比为49.3%。
- 09年4万亿投资之后，地方政府投融资冲动激发，房地产火爆，软约束下利率不敏感的融资主体增多；12-13年，在旺盛的融资需求下，又由于表内融资存障碍，受贷款投向全口径管理、存贷比、贷款额度、资本充足率等制约，融资平台和房地产表内融资受限；随之，非标资产层出不穷，同业资产在此期间规模迅速增长。
- 随后，由于对同业资产（买入返售、存放同业等）监管趋严，同业资产逐步负增长，在总资产中的占比也有所下行，目前为8.9%。

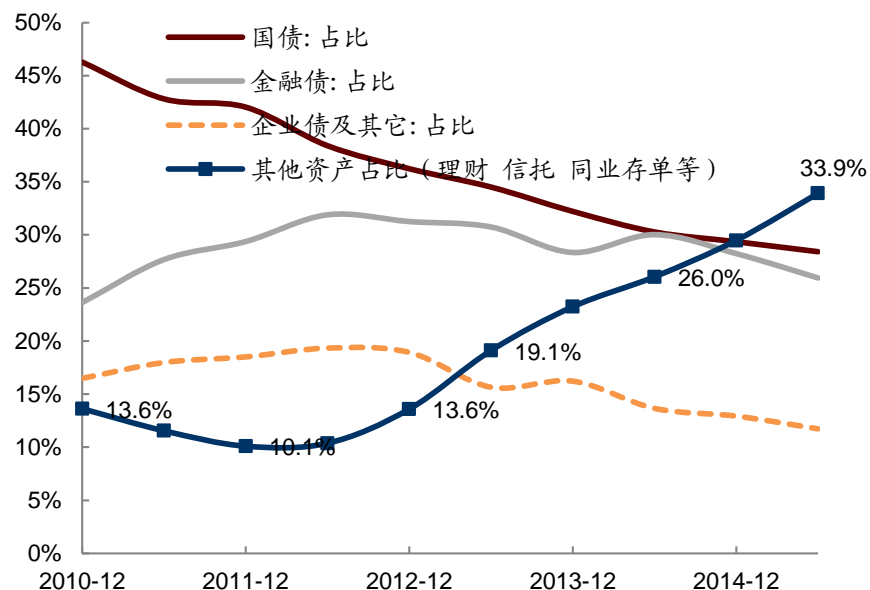
## 12-13年，债券投资中债券占比有所下降，理财、信托及其他上升

- 在追逐高收益资产带动下，以股份制银行为首的商业银行进行各种同业创新，上市银行统计口径下的买入返售金融资产规模，11年年末尚且3.1万亿，13年一季度则正值6.09万亿，14年半年末最高升至6.45万亿。随后2014年5月16日，《关于规范金融机构同业业务的通知》(127号文)规范了同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售，此后规模逐渐下滑，转向“应收款项类”科目。
- 但从商业银行资产端管理，尤其是狭义的标准化债券资产与同业资产配置的角度，10年以来政府类债券（国债、地方债）的占比有所下降，金融债、企业债的占比在2012年小幅上升后13、14年有所下滑，但其他类资产占比快速上升（如左图），考虑四大行/五大行的应收款项类并未显著上升，主要是风险偏好相对较大的股份制银行与城商行。从科目细看，主要是应收款项类中理财产品及信托、交易型金融资产中集合信托计划及其他、可供出售金融资产中的信托及其他收益权的贡献。

上市银行：买入返售与应收款项类资产显著增加



应收款项类：12年后理财、信托、资管计划等突飞猛进（上市银行汇总）

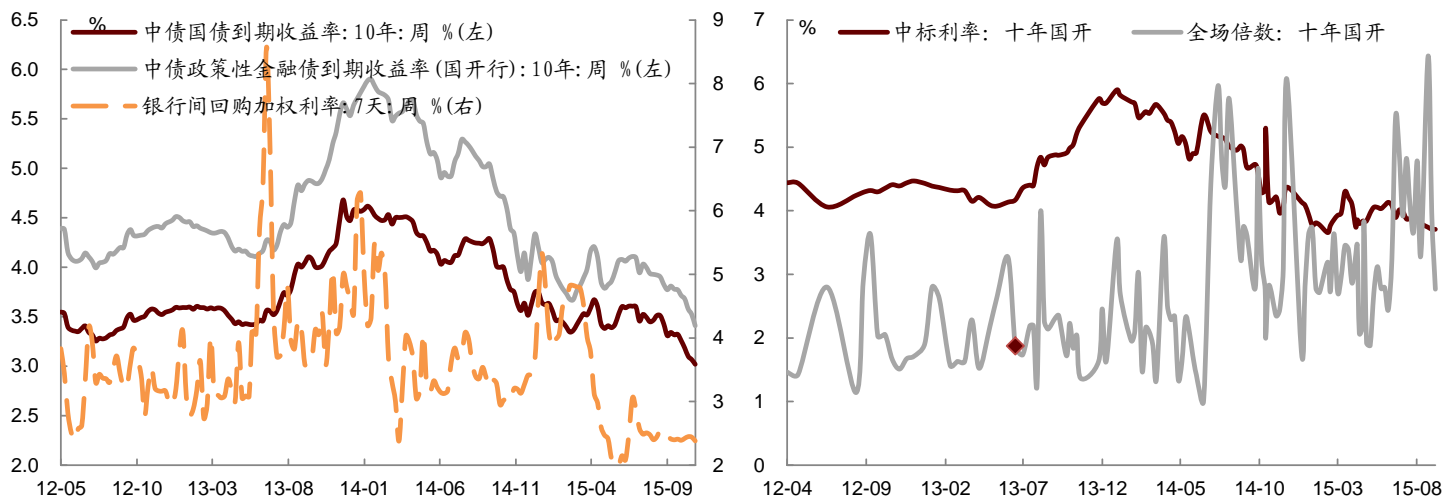




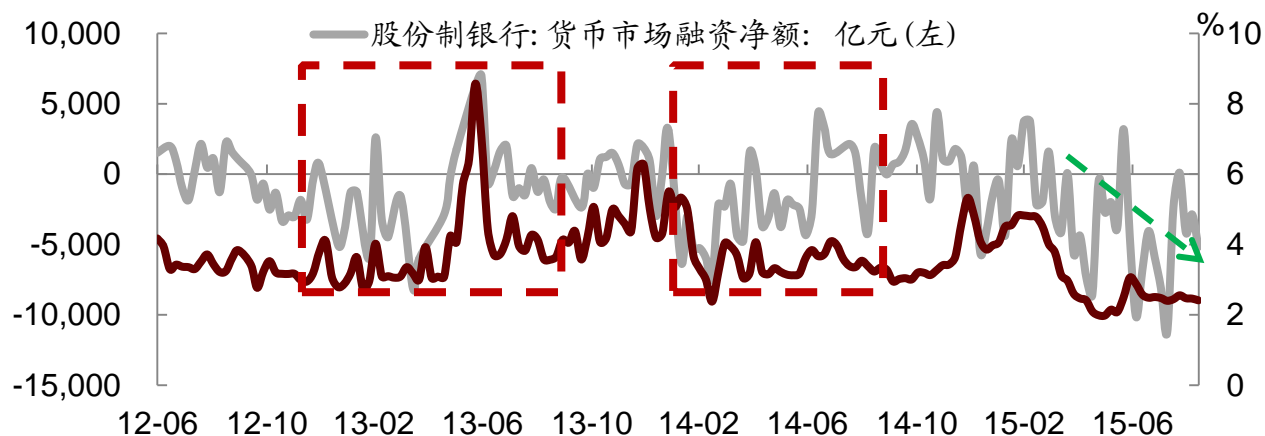
# 12-13年，同业业务快速扩张，挤压标债空间并引发钱荒

- 2013年，伴随理财非标快速发展，同业业务蓬勃兴起机构加杠杆且银行资产负债表调整，融资需求明显上升，但对债券类资产的需求明显下降。
- 另一方面，以人民币持续升值引发“热钱”压境，央行货币政策悄然转紧。6·20钱荒事件，隔夜回购最高成交于30%，7天回购利率加权在11.62%。
- 从资金供需的结构上来看，资金利率大幅上行主要是6月末股份制银行从货币市场净融入6600亿元/周（连续两周），而平时股份制银行一般是小幅净融出，巨大的供需缺口导致资金利率明显收紧。

## 13年资金面显著收紧，利率债需求明显下降



## 同业业务发展最迅猛的股份制银行资金融入会明显导致资金面收紧



资料来源: Cfet, 万得资讯, 中金公司研究(下图中左轴为正代表货币市场净融入, 资金借入; 为负代表净融出, 资金拆出)



## 12-13年，同业创新对债市的影响

■ 票据和信托受益权买入返售等本质上是“影子贷款”业务，推动了银行资产端的扩张，导致贷款额度、存贷比限制被突破，与实体经济融资需求相连。而支撑同业资产的主要是同业负债，与货币市场相连。从而使得致实体经济融资需求在货币市场得以迅速传导。

■ 不仅如此，同业业务创新导致超储超负荷使用，存款分布出现明显变化。而且银行存贷比、贷款额度控制被化解，过往银行债券配置行为以及债券供求分析框架均发生了明显的变化。而监管机构对此变化衍生效应的应对又反过来作用于债券市场。

同业资产异军突起，资产端扩张挤出标债，负债端扩张提升资金成本

2011年之前			2011年之后	
资产端	负债端		资产端	负债端
贷款	存款	→	贷款	存款
债券			同业资产	同业负债
			债券	
准备金			准备金	
其他	其他		其他	其他

资产端扩张的结果：

- 促进经济增长，但加剧不平衡。
- M2作为负债端居高不下，在盘活存量的大背景下，央行难以放松货币政策。
- 同业负债稳定性差、同质性强、资金链条拉长，且非资产标流动性不佳，期限错配明显，加大资金面波动。
- 对标债产生挤出效应，导致2013年的债券熊市。

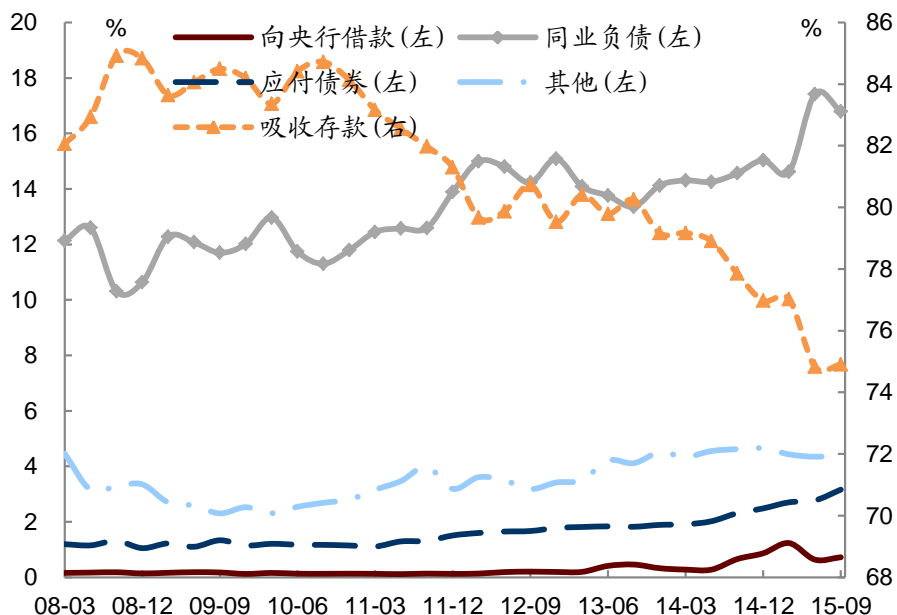
表外理财产品发展：

- 分流表内居民等存款，转化为不稳定的企业或同业存款。
- 存款增长放缓。
- 配置信用债和非标产品。
- 其间伴随着风险偏好的提升并引发资金成本波动加剧。

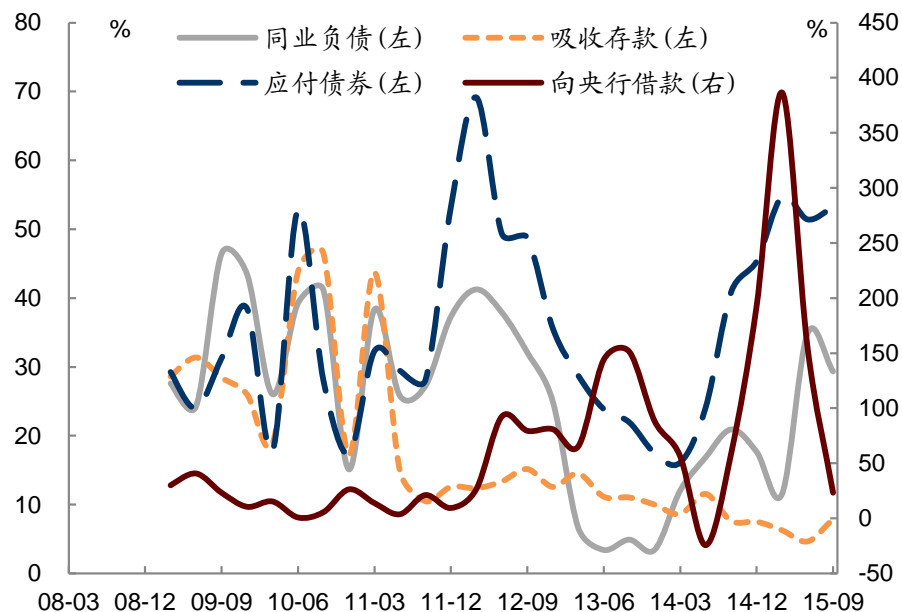
资料来源：中金公司研究

## 12-15年，利率市场化，商业银行负债端存款占比下行，主动负债规模上升

### 上市银行各类负债在负债合计中的占比



### 上市银行各类负债同比增速

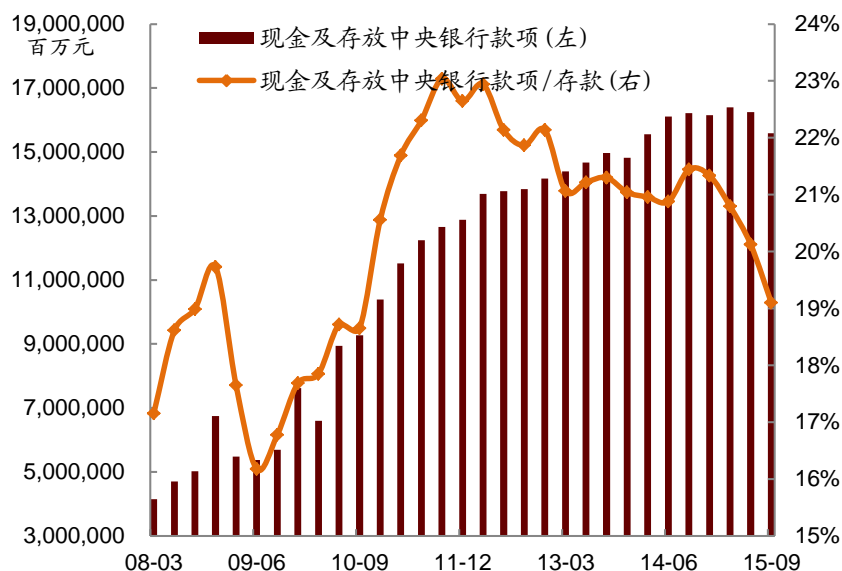


- **存款在商业银行负债中的占比不断下降：**2009年，吸收存款/总负债最高有84.5%；利率市场化下，存款增速不断放缓；2015年三季度，存款/总负债从年初的77%降至目前的74.8%。
- **向央行借款近年来在基础货币缺口与创新工具开设下，占比有所上行：**2014年央行开设MLF，于9月、10月分别向大行、股份制银行投放5000、3500亿元，叠加年末、春节使用SLO、SLF，期间向央行借款在总负债的占比高达1.23%，目前在0.72%，较前期未使用定向工具前明显上升，预计未来在外汇占款不断下降/流出背景下，央行仍将加强基础货币的投放，也有助于平滑流动性，是央行与市场交流的良好窗口。
- **主动负债管理比重小幅上升：**同业负债与应付债券2014年以来占比有所上升，与同业存放规模扩大、同业存单的发行有关，整体来看，商业银行尤其是中小型银行更加注重主动负债管理。

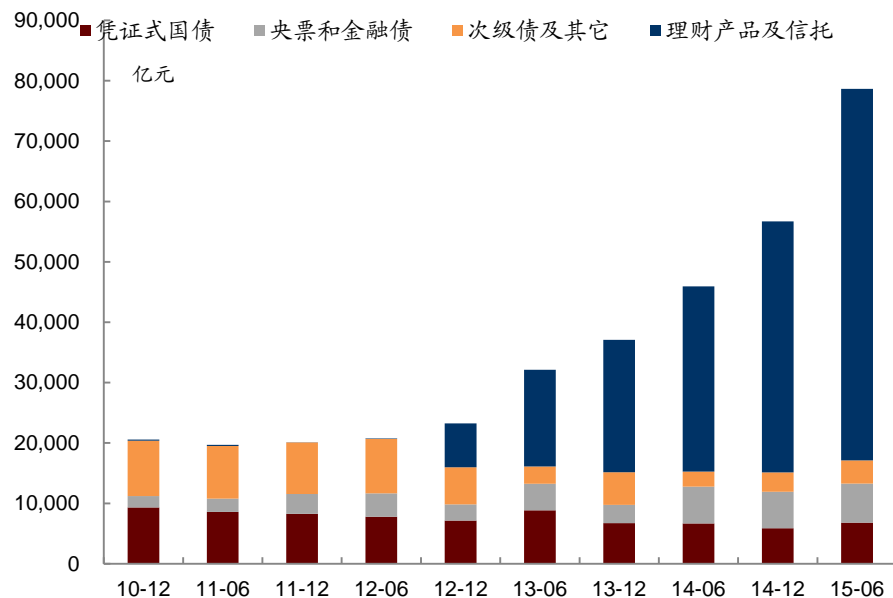
# 14-15年，非标收缩+降准，资产配置转向同业理财与地方债

- 降准带动下，商业银行现金及存放中央银行款项在总资产的占比出现了明显的下降：2014年4月至今，央行六次降准/定向降准，期间大行存款类金融机构存款准备金率从20%降至17.5%，中小型银行从17.5%降至15.5%。存放央行在总资产中的占比明显下降，从2012年年末的16.5%降至14年年末的15.3%；2015第三季度在总资产的占比仅13.29%，较年初下行约2个百分点。
- 降准释放的流动性主要是流向了应收款项类、存放同业、拆出资金以及持有至到期投资。一方面，降息及经济疲弱背景下，不良上升且贷款收益率下降；另一方面，看好利率下行趋势，主动增加债券投资，灵活的银行还把业务重点专项同业业务，尤其是非标等高收益资产，体现在应收款项类中的“理财产品及信托”规模显著上升。

应收款项类：12年后理财、信托、资管计划等突飞猛进  
(上市银行汇总)



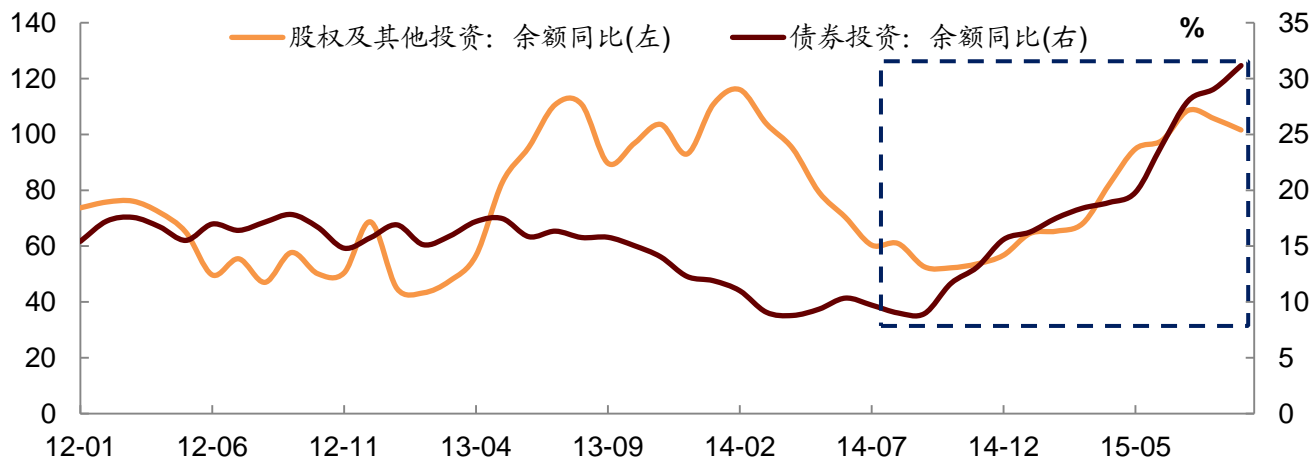
应收款项类：12年后理财、信托、资管计划等突飞猛进  
(上市银行汇总)



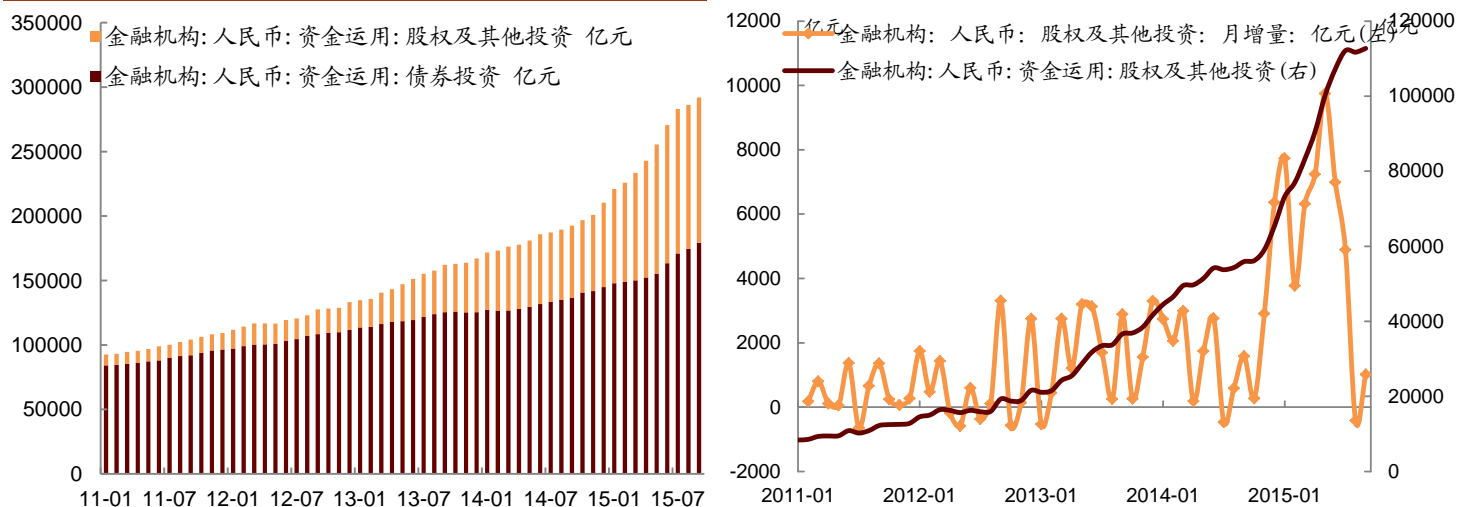
# 14-15年，股市繁荣带动股权及其他投资规模显著上升

■ 14年年末-15年7月，股市开始好转，同时，打新打来的无风险收益高达7%-18%，商业银行自营的部分资金购买理财、券商资管计划等，充当分级产品的优先端，间接进入股市。我们测算，近两万亿的打新基金中，有近1万亿来自于商业银行理财；优先端的资产也不乏自营资金。体现在股权及其他投资月增量在期间快速显著上升，高达6600亿元/月；但7月股灾之后，8月规模迅速下行。

11年以前，有价证券及投资中股权占比很少，其增速主要由债券贡献



上市银行：以往存贷差决定债权投资规模，但13年以来由明显改观

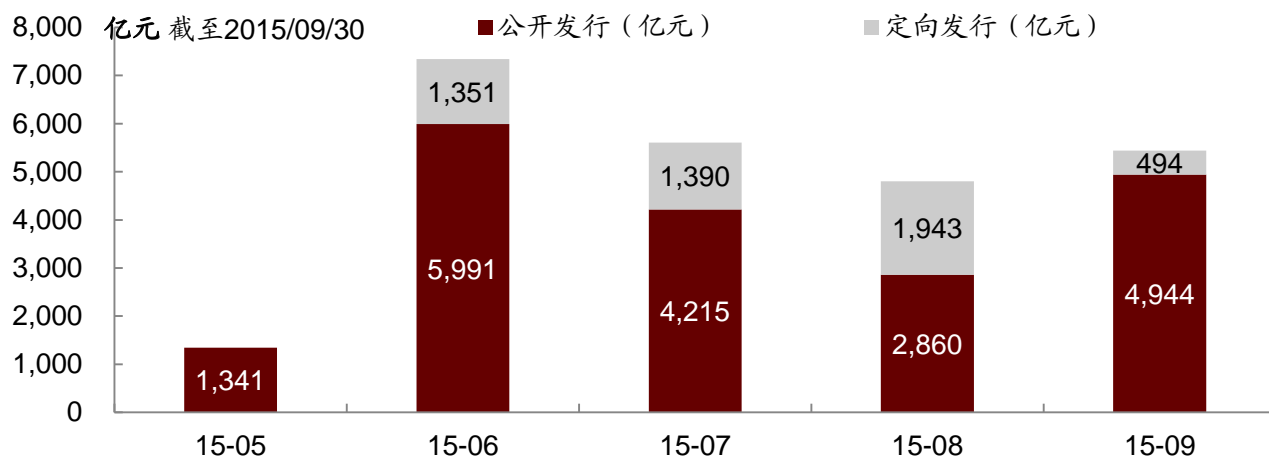


资料来源：万得资讯，中金公司研究

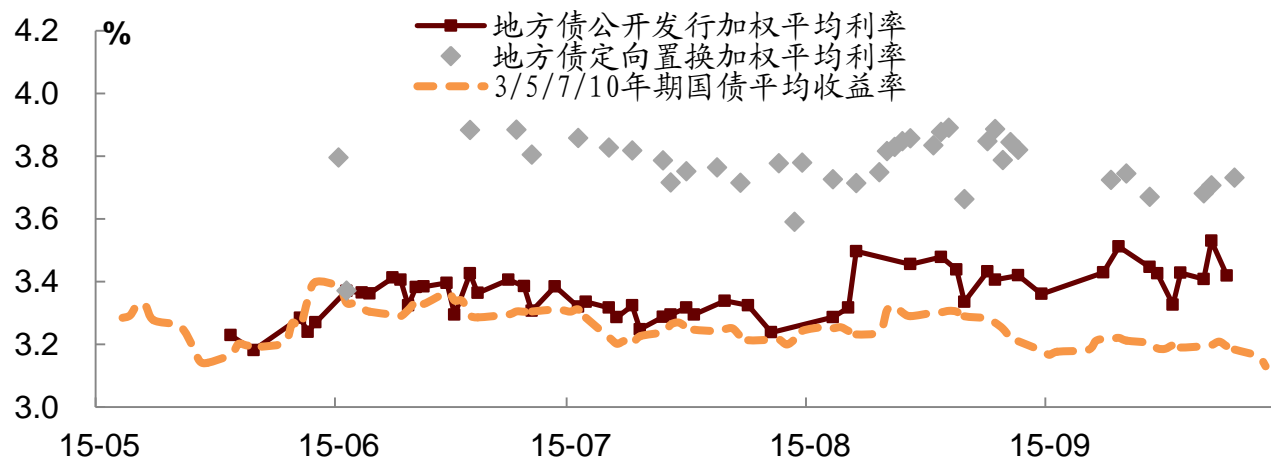
# 14-15年，地方债务置换挤压商业银行配置其他债券的空间

- 2015年8月29日，《国务院关于提请审议批准2015年地方政府债务限额的议案》的决议获得通过。其中，2015年地方政府债务限额锁定16万亿元：1) 截至2014年末的全国地方政府债务余额15.4万亿元，2) 今年3月全国人大批准的2015年地方政府债务新增限额0.6万亿元。
- 2015年总的债务置换额度为3.2万亿，此外，新增赤字6000亿，全年的地方债发行额度为38000亿。
- 初期，公开发行的地方债一级中标利率基本贴着下限走（过去5个交易日同期限国债收益率均值）；但8月7日，辽宁地方债流标（10年期专项债计划发5.5亿，实际投标仅4亿），并高出下限20+bp，拉开地方债明显高于下限的序幕。地方债不患多而患定价不合理，未来定价回归合理区间是趋势。

## 地方债务置换背景下，货币政策保持宽松利率有较大的必要性



## 地方债发行利率以国债为基础上浮一定比例



资料来源: PBoC, 万得资讯, 中金公司研究

## 第五章

---

### 不同类型银行资产负债结构以及债券投资的特点

- **大型商业银行：**资金成本低，流动性要求高，资金融出方，风险偏好小
  - ✓ 利率债在其债券资产的比重较高
- **股份制银行：**资金成本高，介于融入与融出之间，经营更为灵活，激励机制好，故走在创新前列
  - ✓ 相对更加市场化，对收益率较为敏感，债券配置灵活
- **城商行：**资金成本高，资金融入方，近几年债券投资领域的新起之秀
  - ✓ 由于信贷与债券投资受区域与授信限制，贷款在其总资产占比较低，倾向于持有利率债，对收益率较为敏感
  - ✓ 存款受地域限制，占比相对较小且增长缓慢，更倾向于主动负债
- **外资行：**资金成本高，资金融入方，偏交易性投资机构
  - ✓ 有严格的止损线，在市场变动时更容易助涨杀跌



# 不同类型银行的投资特点

## 大型商业银行

- 资金成本更低，存款占比高：大行由于网点多，获取存款更容易
- 流动性管理在13年钱荒后变得更为严格，超储率主动提高，货币市场等流动性较高资产比例提升
- 风险偏好低：大行在流动性备付需求下，叠加利率债不占用风险权重，利率债占比较高。
- 债券业务重要性排在贷款与同业业务之后，存款多的时候，债券配置额度也多，反之则少。
- 脱媒化后，随着存款增长的放缓，银行债券自营规模放缓，对资产端收益要求也增高。近年来债券投资也有一定程度的信用下沉。
- 总体来看，大型银行在债券市场的比重和影响力较以往有所减弱。

## 股份制银行

- 股份制银行经营更为灵活，激励机制较大行更好，故相对更加市场化，操作也更为灵活
- 股份制银行在最近几年更偏好于扩张同业业务，从此前的表内外非标到今年的同业理财，如兴业、平安
- 股份制银行由于其体量较大，对资金需求的波动也往往容易导致资金面整体的波动
- 股份制银行对债券收益率的考核要求也逐年走高，信用下沉比国有大行更明显
- 由于激励机制更强，股份制银行在债券业务操作上比国有大行更为激进和彪悍

## 区域银行

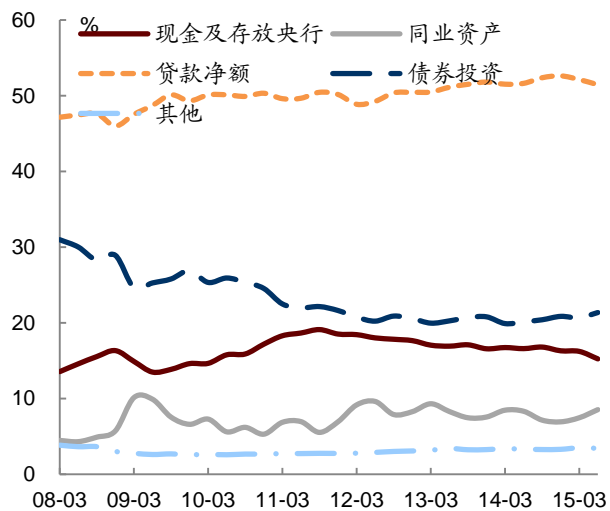
- 杠杆逐步提升，货币市场净融入为主。资金成本相对高于国有银行和股份制银行
- 部分城商行金融市场部地位较高，配债比例较高，对机会的把握也更好，如南京银行、宁波银行等
- 由于信贷需求弱、不良贷款率较高，去年以来城商行加快扩张金融市场业务，尤其是加大杠杆配置债券
- 城商行、农商行和农信社等区域中小银行越来越多的把金融市场业务部门设立在北京和上海等大城市

## 外资行

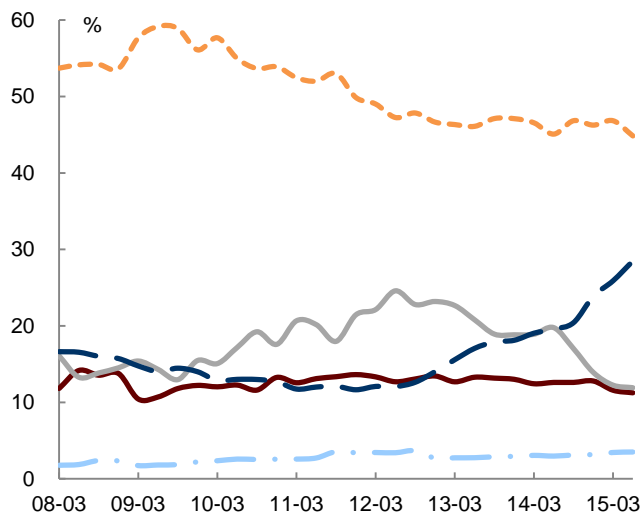
- 风险控制臂国内银行更严格，业务偏保守，无论是贷款还是债券业务
- 看价看势，交易户占比较多，更具有投机性质，在利率债和利率衍生品上影响力巨大
- 有严格的止损线，对止损的执行比国内银行更为严格，更容易助涨助跌

# 各类型银行资产端及负债端对比

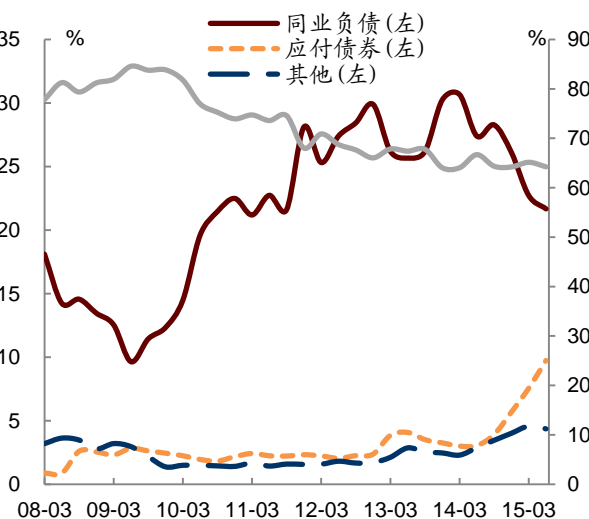
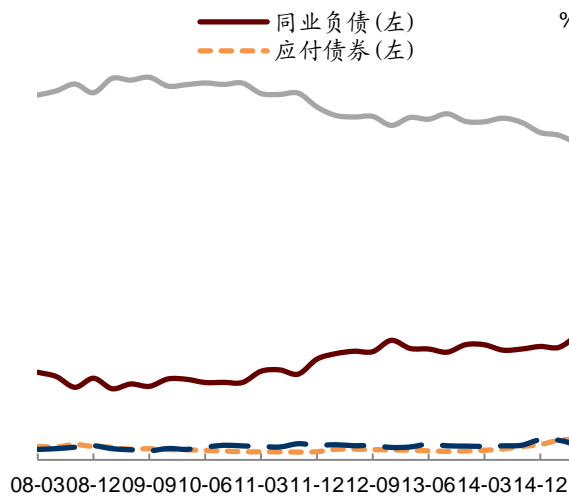
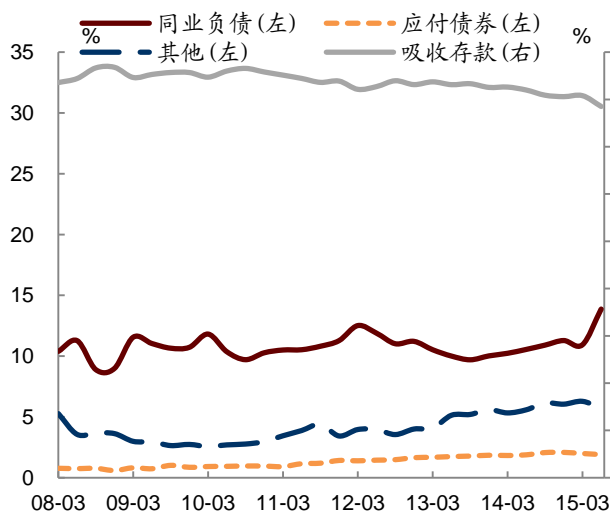
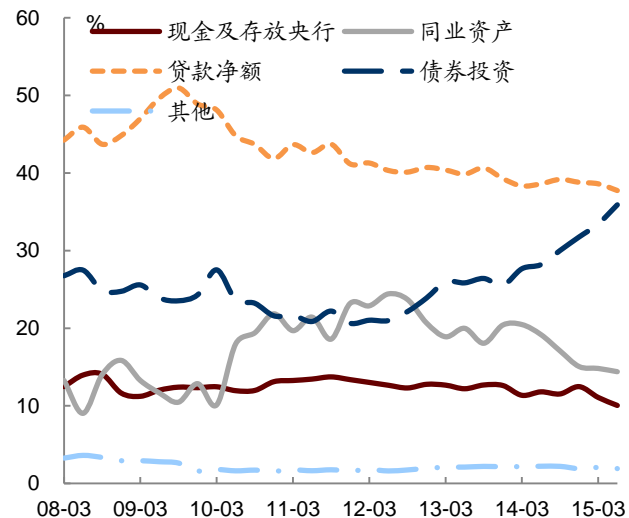
## 大行



## 股份制银行



## 区域中小型银行



## 5.1 国有大行：债券资产/总资产约17%，利率债在其债券资产中占比约84%

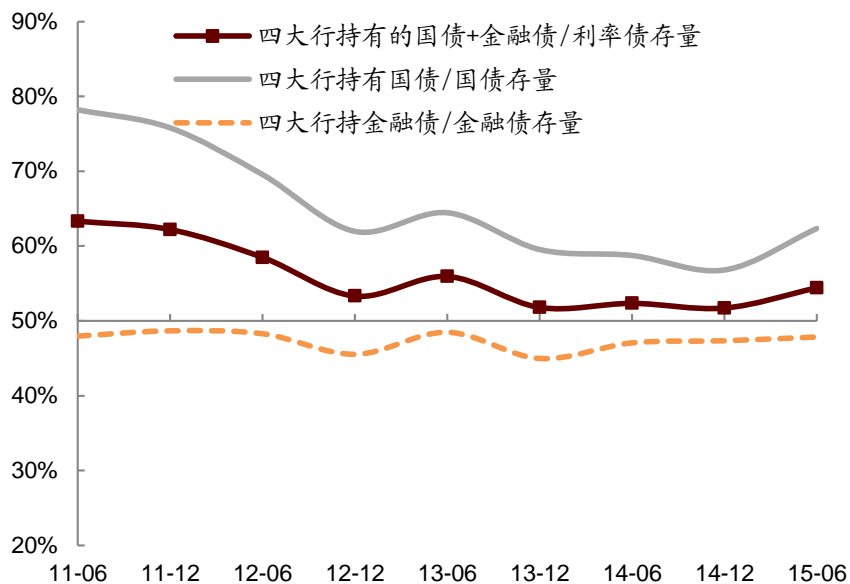
	2011/6/30	2012/6/30	2013/6/30	2014/6/30	2015/6/30
国债	8572.4	8998.3	9568.6	9936.0	13321.1
金融债	5764.3	6253.5	7722.7	8340.4	10191.7
企业债及其它	3735.8	4196.1	2982.8	3475.4	3922.0
<b>债券合计：中行</b>	<b>18072.5</b>	<b>19447.9</b>	<b>20274.1</b>	<b>21751.8</b>	<b>27434.8</b>
国债+金融债占比	79.3%	78.4%	85.3%	84.0%	85.7%
国债	15944.3	13029.8	11993.5	11409.7	11787.9
金融债	1276.6	2100.2	1751.5	2182.3	4760.6
企业债及其它	1834.3	2662.4	3664.9	3839.7	4729.7
<b>债券合计：农行</b>	<b>19055.2</b>	<b>17792.5</b>	<b>17409.9</b>	<b>17431.7</b>	<b>21278.3</b>
国债+金融债占比	90.4%	85.0%	78.9%	78.0%	77.8%
国债	15822.3	15315.4	16238.1	14469.8	15930.6
金融债	12541.3	15393.4	18974.0	20208.4	19545.5
企业债及其它	7926.9	8094.1	5625.7	5555.0	6766.6
<b>债券合计：工行</b>	<b>36290.5</b>	<b>38802.9</b>	<b>40837.8</b>	<b>40233.2</b>	<b>42242.7</b>
国债+金融债占比	78.2%	79.1%	86.2%	86.2%	84.0%
国债	8395.0	9075.7	9580.7	11028.1	13824.9
金融债	9414.1	11263.5	12261.2	14802.6	16372.9
企业债及其它	3693.2	4090.4	4574.8	4200.7	4466.2
<b>债券合计：建行</b>	<b>21502.4</b>	<b>24429.6</b>	<b>26416.6</b>	<b>30031.4</b>	<b>34664.0</b>
国债+金融债占比	82.8%	83.3%	82.7%	86.0%	87.1%
<b>四大行总计：债券</b>	<b>94920.5</b>	<b>100472.8</b>	<b>104938.3</b>	<b>109448.0</b>	<b>125619.7</b>
<b>四大行债券资产/总资产</b>	<b>19.1%</b>	<b>17.8%</b>	<b>17.2%</b>	<b>16.1%</b>	<b>16.9%</b>

- 截至2015年六月末，四大行总资产74.4万亿，占银行业总资产的40%左右；存款总额位55.5万亿，占人民币各项存款余额的42%。
- 债券投资规模12.6万亿，占其总资产的比重为16.9%，占银行间债市的比重超过30%（广义的债券口径）。
- 从前一页三类银行资产负债结构来看：大行由于网点分布多，获取存款更为容易，故存款在其负债端的比重较高，接近80%。但近年来，整体呈下降趋势，一方面由于银行信贷和非标等风险资产扩张放缓，派生存款能力显著下降；另一方面，利率市场化下，大行的理财规模增长迅速，如工行理财表内+表外或超过2万亿，货币基金即分流活期存款；此外，存款偏离度的考核（不超过3%）也减少了银行季末揽储而导致存款略有虚高的行为。

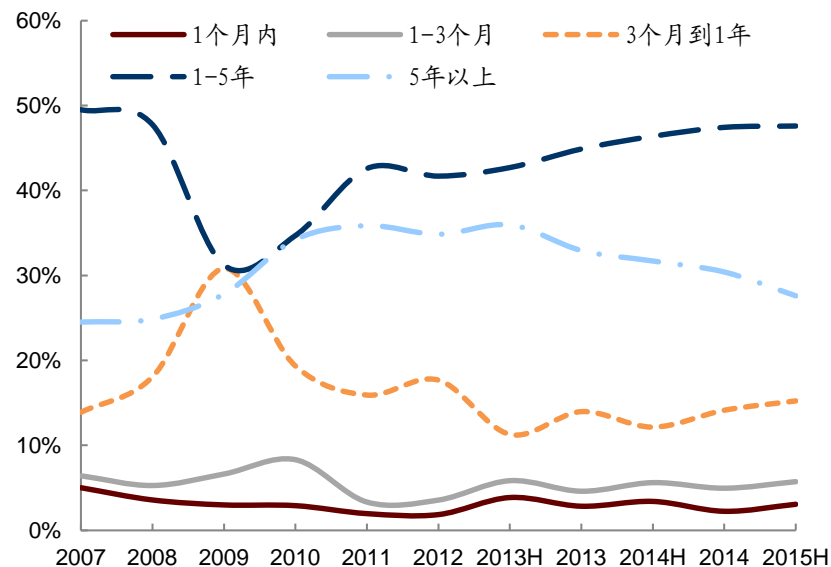
## 5.1 国有大行：国债比重较大，金融债增持，信用债相对稳定

- 资产端来看，贷款整体较为稳定，但债券类资产近年来占比有所下滑，提取债券类投资中债券相关的资产具体计算，四大行持有的利率债占利率债存量占比由2010年年末的71.2%（7.9万亿/11.1万亿）降至2014年年末的51.7%。且四大行持有国债的比重整体较高（5.48万亿，占国债存量的62%），金融债的持有量近年来逐步升高（5.09万亿，占金融债存量的62.3%），企业债及其他科目总体维持在（2万亿的规模，比例较小）。
- 债券持有期限方面，根据四大行半年报以及年报公布的资产负债到期日结构来看（2015年半年末）：到期日在1个月以内的为3.6%，1-3个月的为5.73%，3M-1Y的为15.23%，1-5年的债券资产占总的债券资产的47.6%，5年以上的占比在27.6%。

### 四大行持有的利率债品种占该品种存量的比重



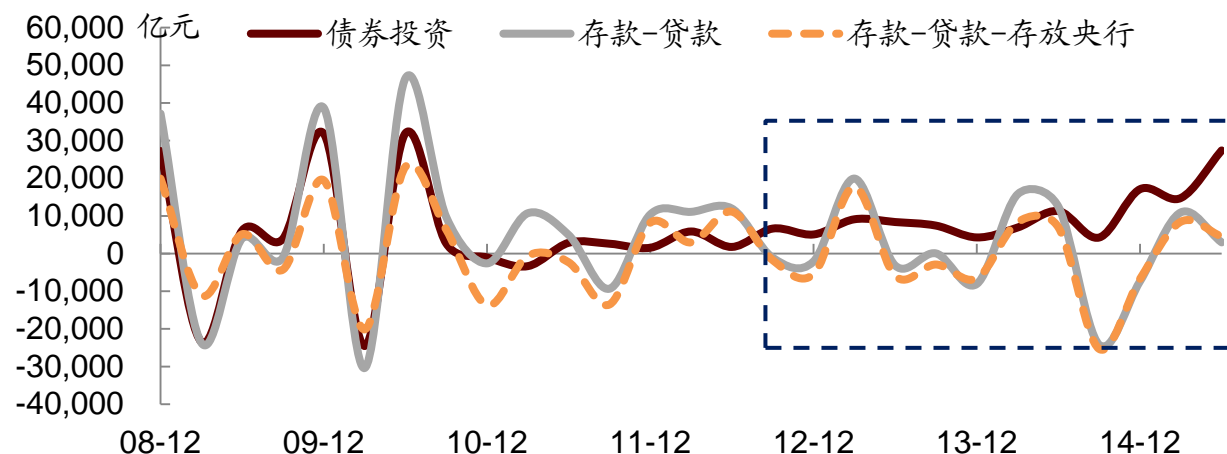
### 四大行持有的债券投资期限结构



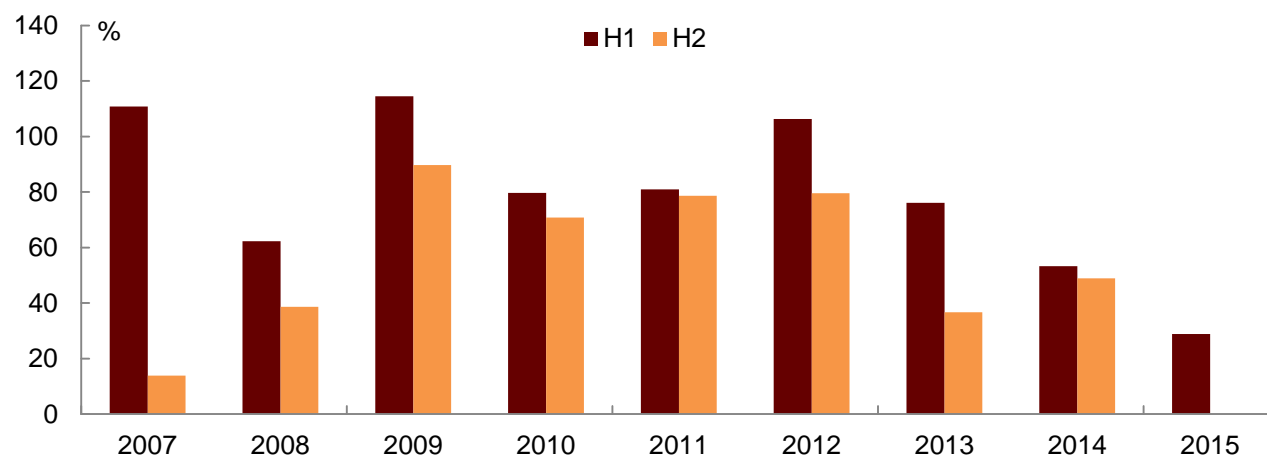
## 5.1 国有大行配置特点：存贷差很大程度决定可投资债券的规模

- 作为银行的主要配置资产之一，债券的需求受到银行对贷款需求的波动影响。在2008年到2010年，债券投资规模与存贷差走势一致，即存贷差之外主要用于债券投资。
- 但在2012年之后，随着股份制银行的崛起以及非标资产的兴起，股份制银行在非标投资上走在前列，使得债券投资的规模与（存款-贷款）规模并不一致。
- 此外，考虑到上半年资金较为宽松，大行一般会流入较多存款，而一般年初贷款投放资金也相对少，所以国有大行在利率债配置时呈现出上半年占比更高的特点，在国债的配置上尤为明显。

上市银行：以往存贷差决定债权投资规模，但13年以来由明显改观



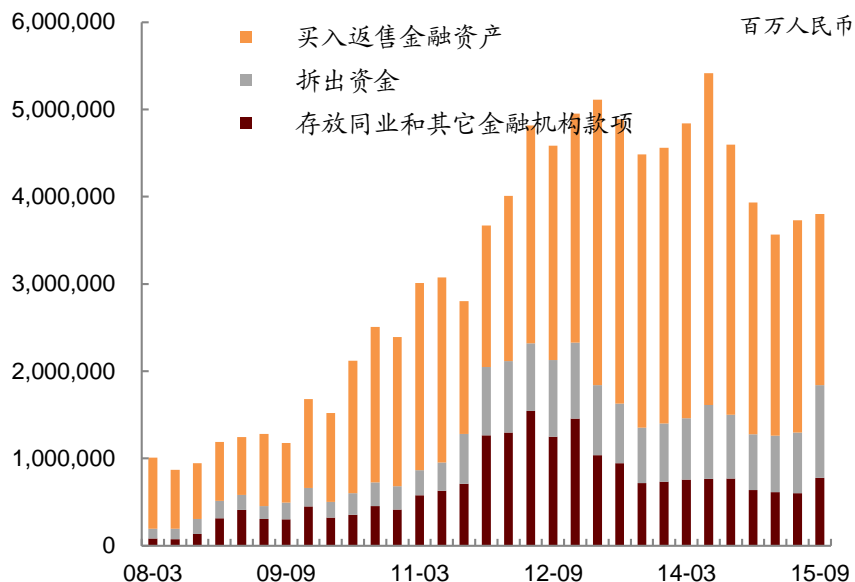
国有大行在上半年配置国债更多



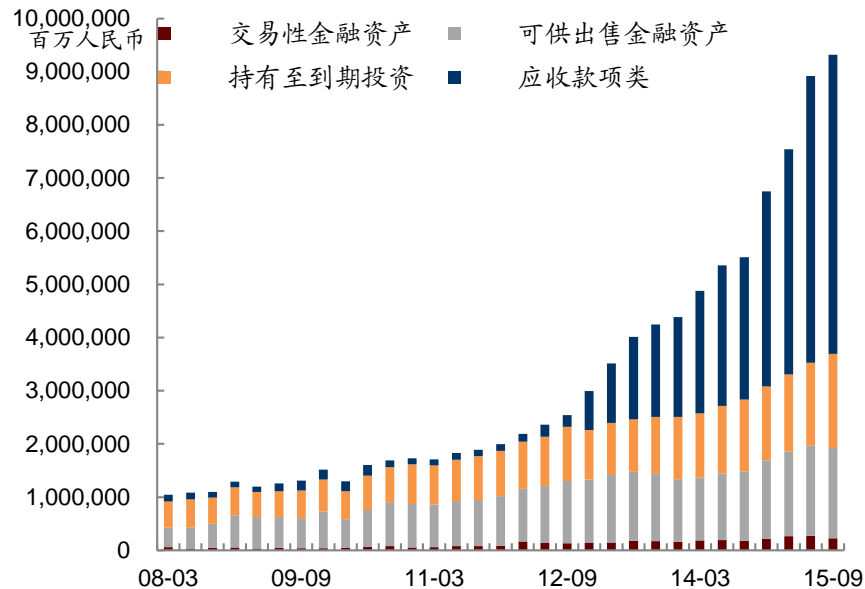
## 5.2 股份制银行：以买入返售、应收款项类为主的同业资产迅速扩张

- 股份制银行经营更为灵活，激励机制较大行更好，故相对更加市场化，操作也更为灵活，资产负债表的结构调整明显比大行灵敏。尤其是最近几年，股份制银行扩张同业业务，从此前的表内外非标到今年的同业理财。
- 2009年之后，银行同业业务的内涵不再局限于传统的资金业务，开始被用于监管套利，从事“影子贷款”操作。同业资产在银行总资产中的比重不断上升，从2010年的11%上升至2013半年报中的17%。绝对额水平也从2010年底的11万亿元上升至24万亿，远超过银行生息资产或贷款的扩张速度，是很多银行扩张总资产的最重要推动因素。且从结构上来看，以管理灵活、激励机制到位的股份制银行以及城商行为主。如2012-2014年，兴业、民生、平安等几家大型股份制银行一直走在同业创新前列。

上市股份制银行：同业资产：  
买入返售增长显著



上市股份制银行：债券资产：  
应收款项类增长显著

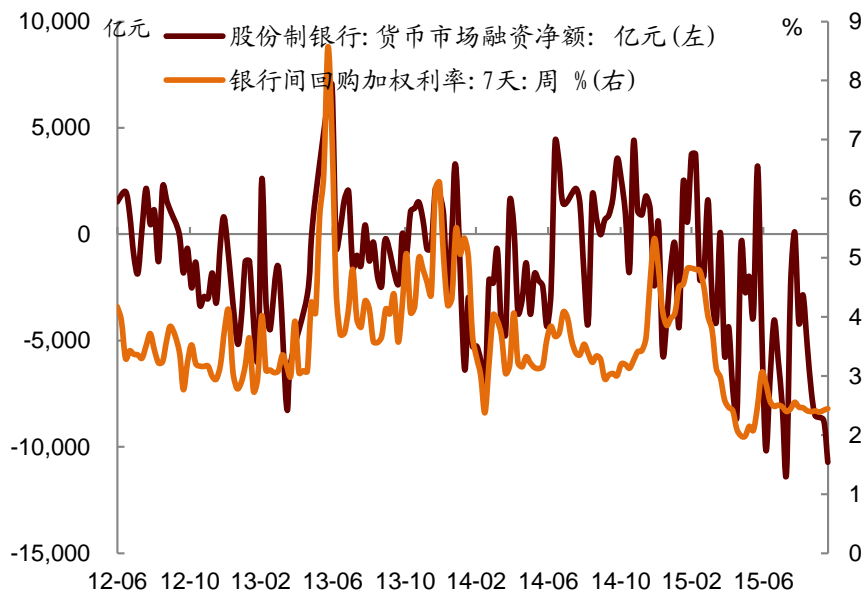




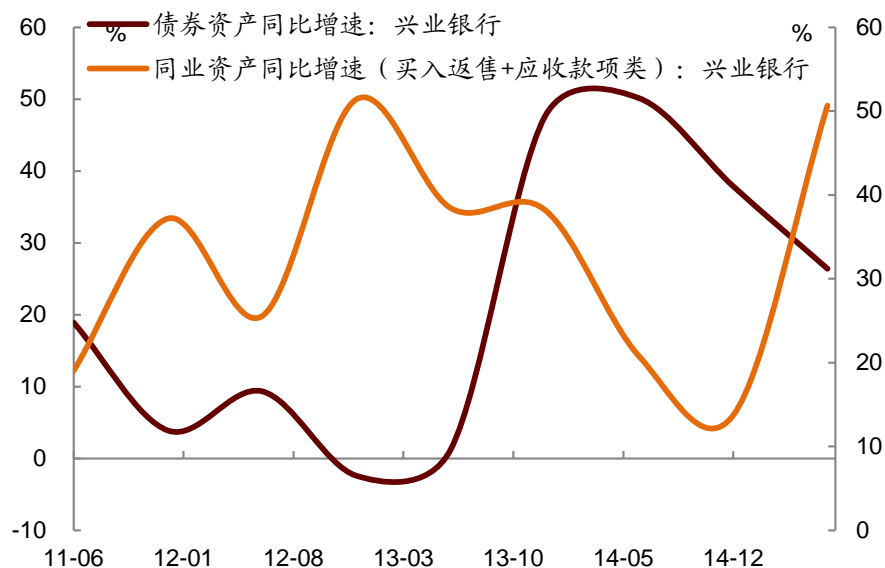
## 5.2 股份制银行：以买入返售、应收款项类为主的同业资产迅速扩张

- 股份制银行由于其体量在银行体系第二大，在货币市场中介于资金融出与融入之间，故其对资金需求的变动也往往容易导致资金面整体的波动。如2013年6月的钱荒、2013年年末、2014年年末等，资金面的紧张均因为股份制银行从融出转为融入（如下图左）。
- 根据16家上市银行数据，其信用债规模/所有债券规模为17%-18.4%的区间；建行、中行、工行、农行这一比例分别为13%、14%、16%、22%；股份制银行如光大，信用债/持有债券高达40%，股份制信用下沉更为明显。
- 由于激励机制更强，股份制银行在债券业务操作上比国有大行更为激进和彪悍：2013年年末，由于买入返售等同业业务被严格监管，且彼时债券收益率较高，兴业银行明显增持债券，从2013年半年的2848亿增持至3717亿。

股份制银行货币市场净融出额：融入时明显收紧资金面



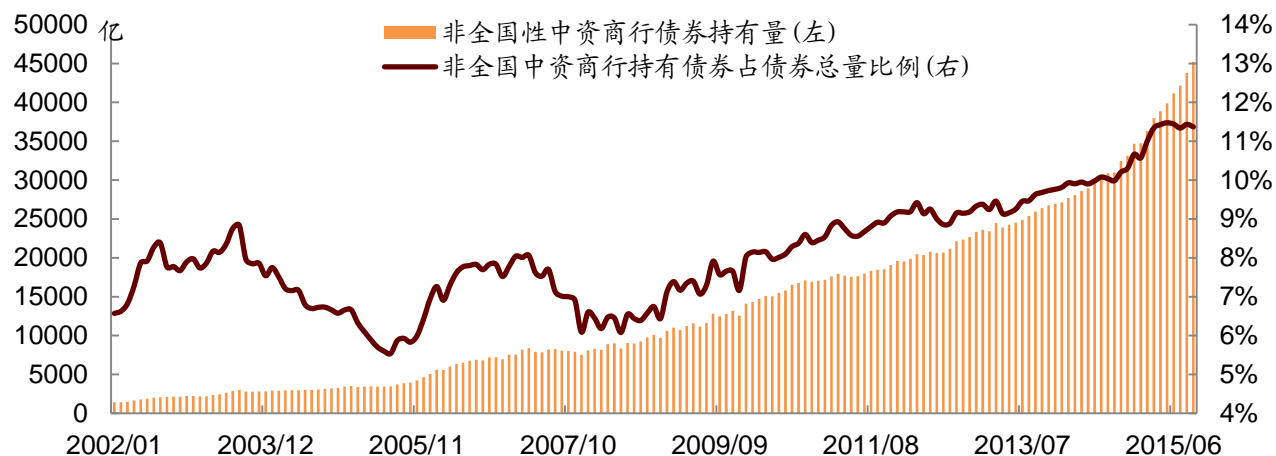
债券资产与同业资产同比增速走势相反：兴业



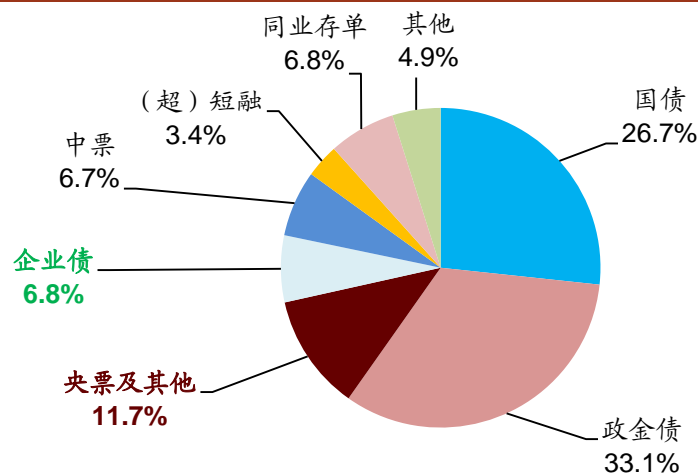
## 5.3 区域中小型银行：债券持仓情况

- 非全国性中资商业银行主要包括城商行、农商行、农合行、村镇银行等，由于发展较快，其持有的债券总量也高速增长，15年同比增速46%，占全部债券的比例也在近年来稳步提升，目前已经超过10%。
- 对比全国性商行，非全国性商行持有的企业债比例明显偏高，可能与其负债成本较高、盈利压力较大的特点有关。同时央票及其他科目持有比例远低于全国性商行，可能源自：地方债主要被全国性商行持有；全国性商行持有的央票更多（总量约在4200亿）；其他券种（如政府支持机构债）也主要由全国性商行持有。

中小型银行持有债券比重近年来稳步上升



中小型银行债券持有结构：企业债占比相对较高

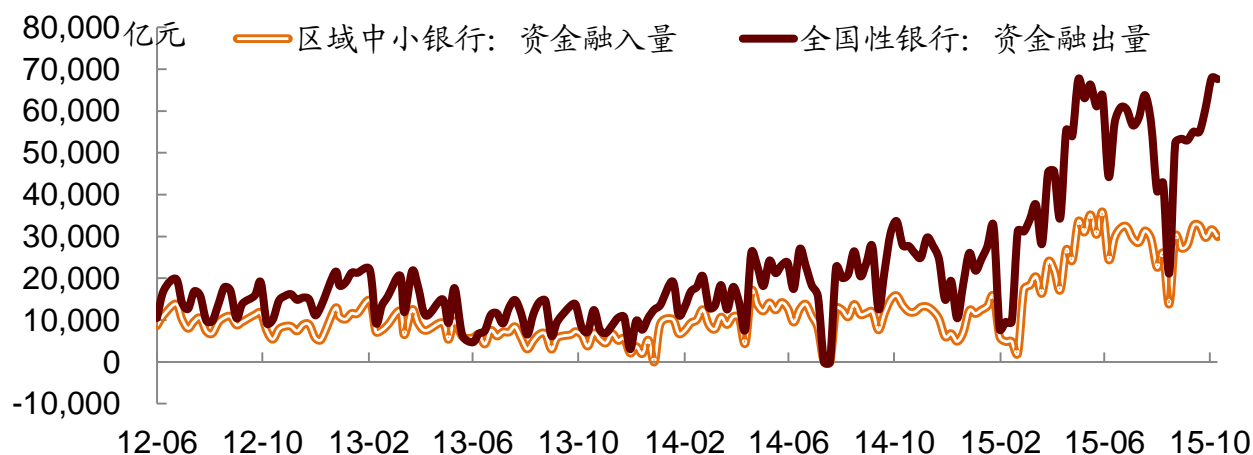


资料来源：万得资讯，基金业协会，中金公司研究

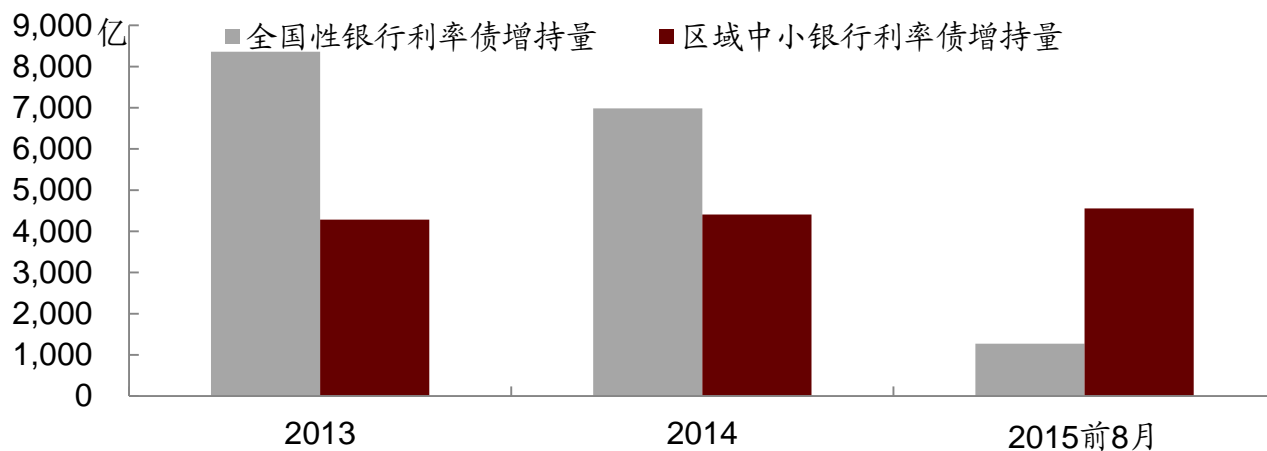
## 5.3 大型银行更多资金融出，区域中小银行更多债券配置

- 2015年，由于央行降准，加上证券保证金大量托管在大型银行，4月以来大型银行主动融出资金的规模创历史新高。
- 在货币市场利率较低的情况下，中小银行开始主动加杠杆来配置资产，包括增加同业存单发行和增加回购融入。
- 以往银行配置债券主要依靠于新增的存款，但未来银行可能过渡到依赖主动负债来配置债券。只要债券的综合收益符合银行的利益，银行就不用担心存款跟不上，完全可以主动在市场融入资金来增加债券配置。

### 全国性银行资金净融出量和区域中小银行资金融入量



### 区域性中小银行利率债投资市场占比明显上升

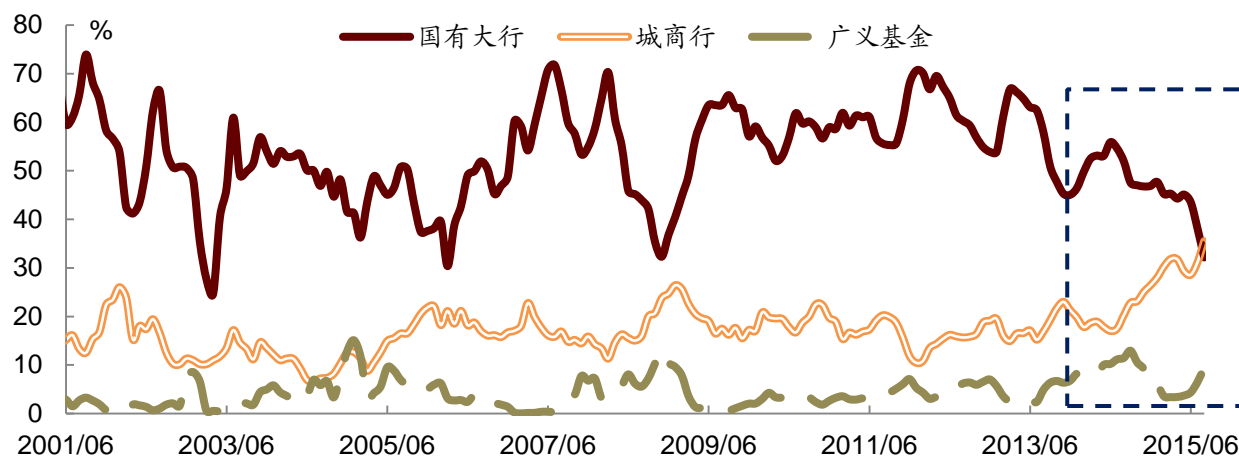


资料来源：万得资讯，中金公司研究

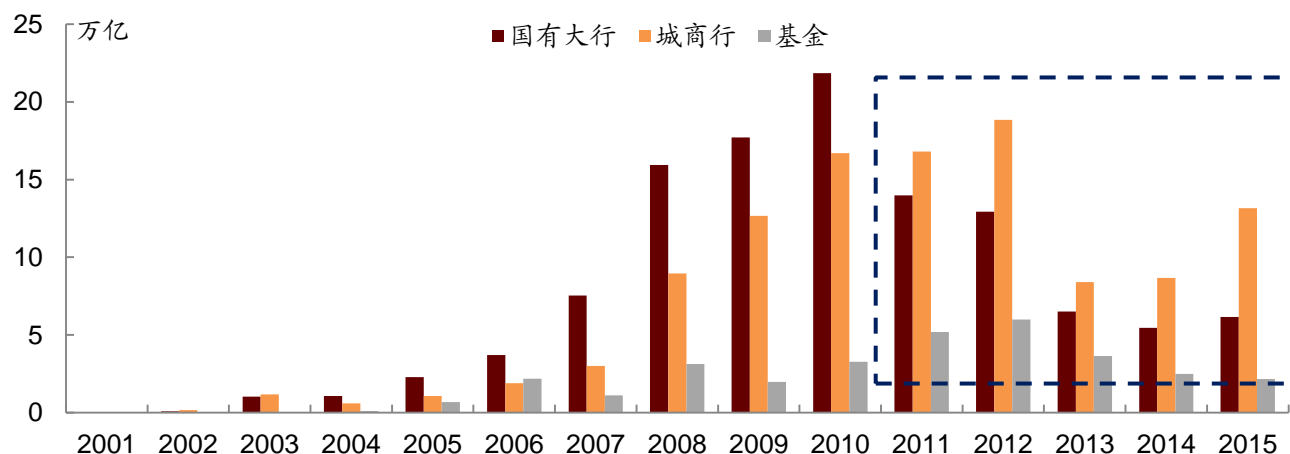
## 5.3 区域中小型行在配置与交易上影响力渐强

- 传统上国有大行为利率债配置主力，近期来城商行对利率债的配置需求逐步走高，在规模上与国有大行接近。中小型银行对利率债的配置也与微观经济形势恶化，同业理财等利率快速下行，缺资产情况严重有关。
- 从季节性因素来看，国有大行的新债认购在2-3月、10-11月占比通常较低。
- 2014年国有大行月均认购利率债新债1602.7亿元，城商行月均认购659.8亿元；而2015年国有大行月均认购1500.7亿元，城商行业已达1179.1亿元。
- 从交易量上看，自2011年起城商行的现券交割量也超过了国有大行。
- 在配置与交易上，城商行的影响力逐渐增强。债券市场的定价影响因素日趋多元化。

利率债新债认购占比（3M移动平均）



现券交易量



资料来源：万得资讯，中金公司研究

## 5.3 区域中小型银行：大量发行同业存单，更加主动管理负债

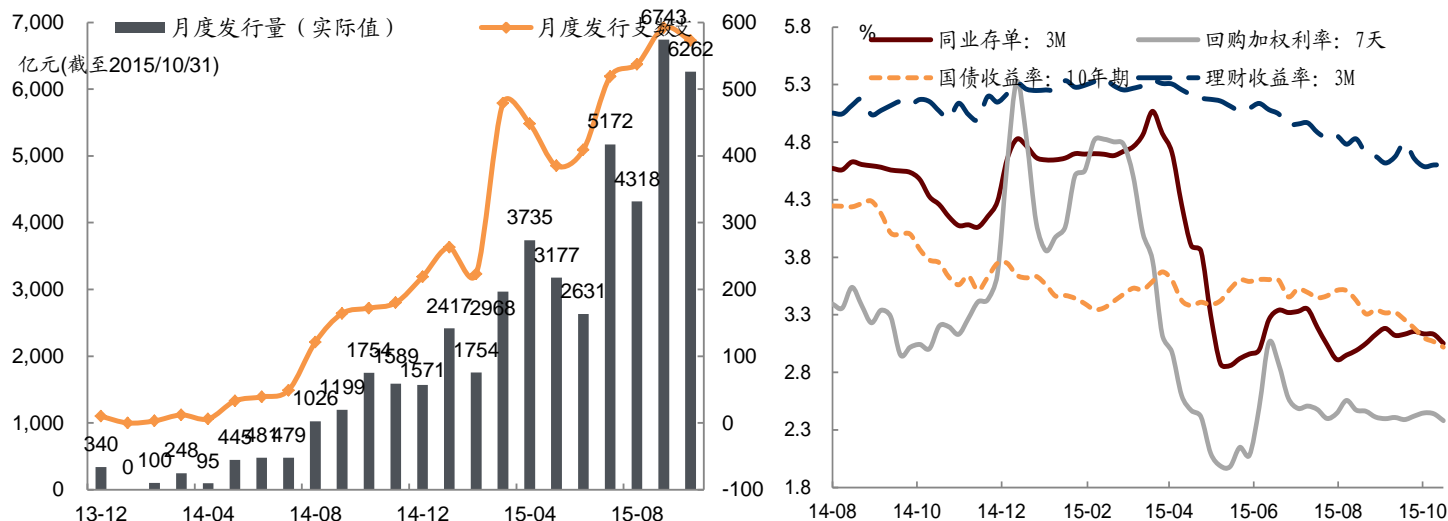
■ 截至2015年9月，共有140家银行公布其同业存单发行计划，计划发行规模为3.43万亿（2014年83家银行共计1.4万亿）。目前，同业存单总发行额已达3.7万亿，较前期增长明显；其中，未到期总量约1.86万亿。考虑非银同业存款纳入贷存比且准备金率为0，且中小型银行由于其网点问题存款受限，故大量发行同业存单进行负债端的主动管理。

■ 利率方面，同业存单的发行利率整体跟同期限的市场利率走势基本一致（如回购市场利率）。

■ 已有银行接受存单质押，有利于提高同业存单的市场认可度与流动性。

各类型银行同业存单发行统计	发行支数		发行总额(亿元)	
	未到期	全部	未到期	全部
城市商业银行	1510	2819	10883.9	20730.3
股份制商业银行	1120	2514	21891.4	34294.7
国有商业银行	21	102	258	1285
政策性银行		1	0	30
<b>总计</b>	<b>2942</b>	<b>5824</b>	<b>34422.7</b>	<b>65129.3</b>

2015年年初至今，同业存单发行量快速上升；同业存单利率整体低于理财利率

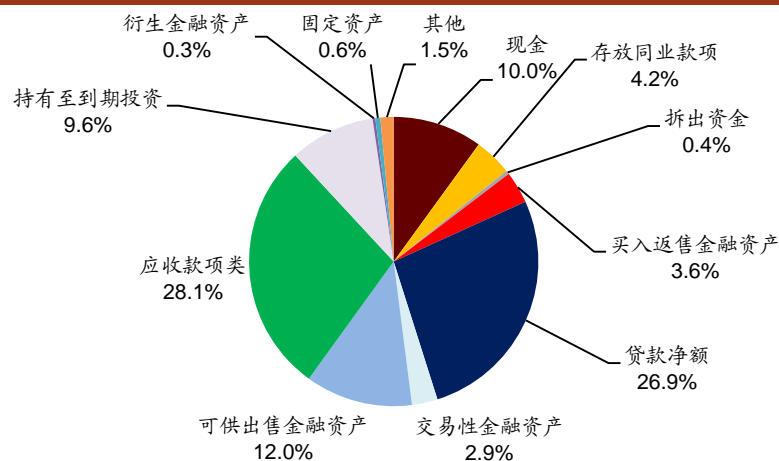


资料来源：万得资讯，上清所，中金公司研究

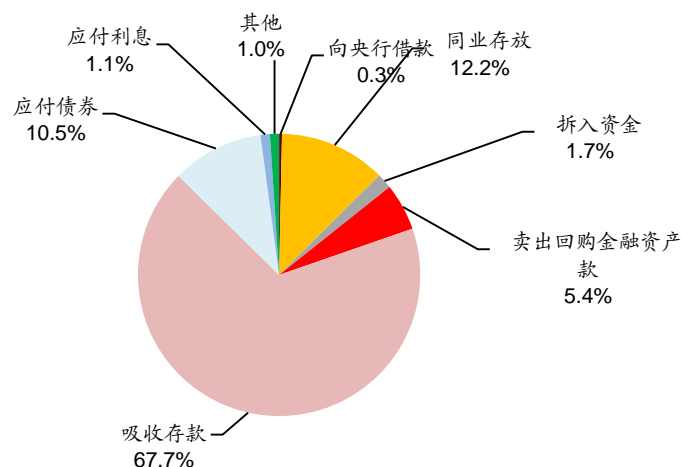
## 5.3 区域中小型银行样本：南京银行资产负债结构剖析

- 中小型银行虽然规模小，但也因此具有船小好调头的优势。南京银行、宁波银行、重庆银行、北京银行，作为上市银行中的城商行，金融市场业务、同业业务在城商行中都属于标杆，尤其是南京银行、宁波银行，近年来表现优异。以南京银行为例：
- 从资产结构来看，南京银行贷款类资产占比仅26.9%；应收款项类占比高达28.1%（业务上属于同业资产，但归为债券投资），且应收款项类资产近年来同比增速在60%以上。在南京银行的生息资产中，债券/贷款/同业的比例约为3:3:4。
- 从负债结构来看，存款在南京银行负债中的占比仅67.7%，低于上市银行平均的75%；应付债券占比达10.5%远高于上市银行平均的3.16%。这也对应商业银行主动负债的趋势。

南京银行资产结构：债券/贷款/同业呈3:3:4分布



南京银行负债结构：存款不足70%，应付债券占比较高



资料来源：万得资讯，基金业协会，中金公司研究



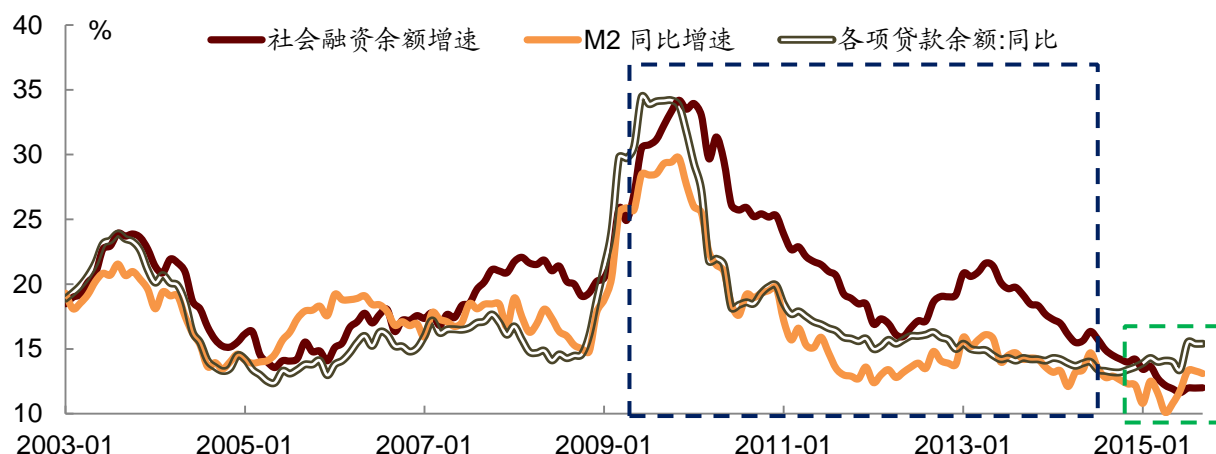
## 未来商业银行变革趋势及债券投资新特征

- **趋势一：**资产端贷款占比下滑，不良贷款或显著升高，拨备覆盖率进一步下滑；未来直接融资占比上升，叠加地方债务置换背景下，债券市场有望进一步扩大；债券在商业银行资产端的占比也将升高。
- **趋势二：**外汇占款流入放缓/流出，叠加利率市场化背景下，负债端存款增速放缓、存款占比下降；行业呈现结构性差异，大行或更多拆出小行拆入。
- **趋势三：**存贷差收窄，净息差也或收窄，利润增速下滑。尽管降息背景下，付息负债成本下行，但生息资产收益下行更为显著，导致净息差进一步收窄，压缩利润空间。利润同比增速下滑，2016年大行“实质”净利润增速或降至负值空间，股份制银行也以接近于0的增速增长，中小型银行由于经济更为灵活，利润增速表现相对较好但波动性或较大（银行业ROE维持在14.5%的水平）。
- **趋势四：**不同银行基于不同的资产负债结构进行差异化经营。尽管四大行转型较难，但银行业经营将更将多样化，差异化经营。债券投资部门或事业部形式独立，转型至主动负债管理。同业负债、同业存单、中小企业金融债、次级债、金融债等，期限由短及长的的负债管理工具。泛资管时代银行主动向资产管理变革。

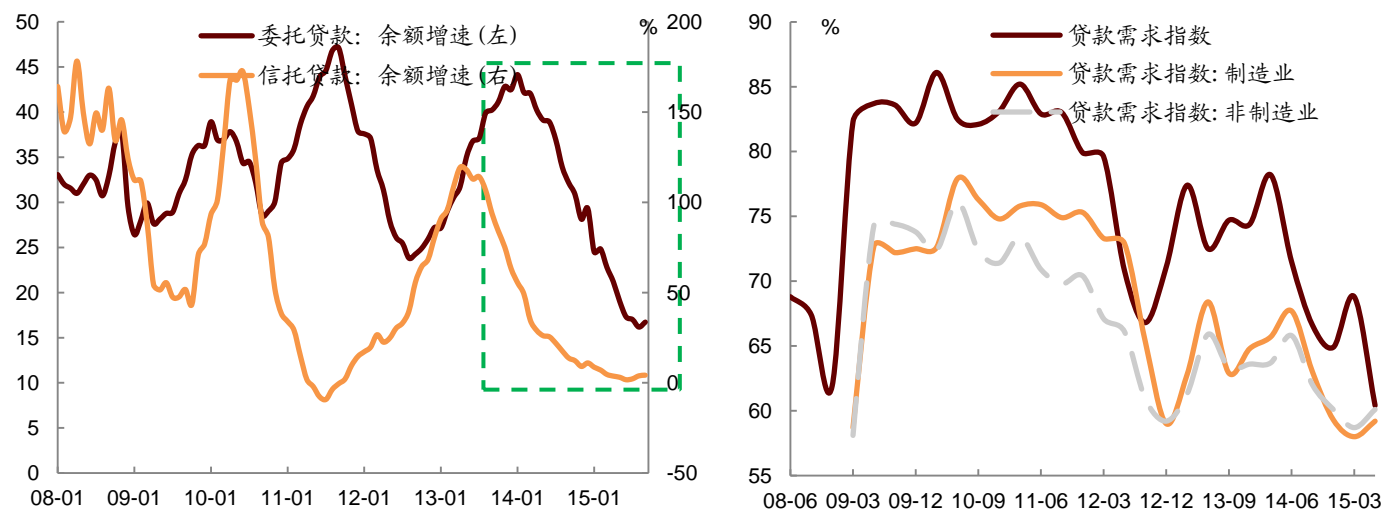
## 趋势一：贷款需求疲弱，资产端配债需求增强

- 房地产下行周期中，经济整体进入下行周期，对应的融资需求也明显下滑，贷款需求疲弱，体现在贷款需求指数上，从2009年的80+回落至2015年第三季度的60不到。
- 今年9月份贷款超预期，各项贷款余额同比也显著上升，主要得益于专项金融债项目配套贷款的推动。但除此以外，贷款需求十分疲弱。此外，今年整体贷款增量高于去年同期，主要是表外转表内的影响，即表外融资到期后通过表内贷款对接，并不是新增需求。今年社融余额增速和表内贷款增速差额缩小也显示了表外转表内的影响。

非标盛行期间社融增速明显高于M2增速，但表外转表内下二者增速差收敛



贷款需求其实疲弱，但由于表外融资受限转向表内，带动今年贷款增量还较高

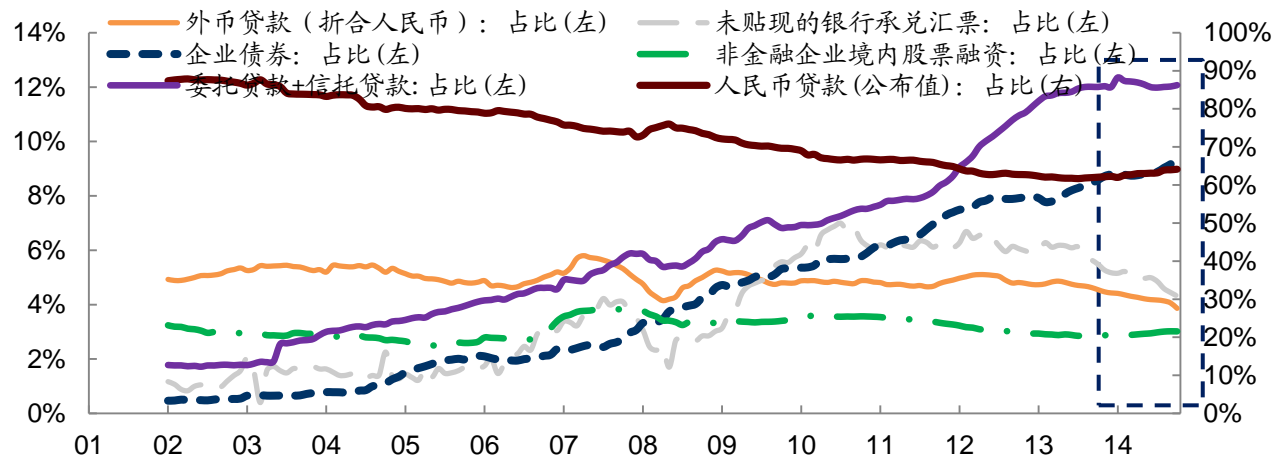


资料来源：万得资讯，中金公司研究

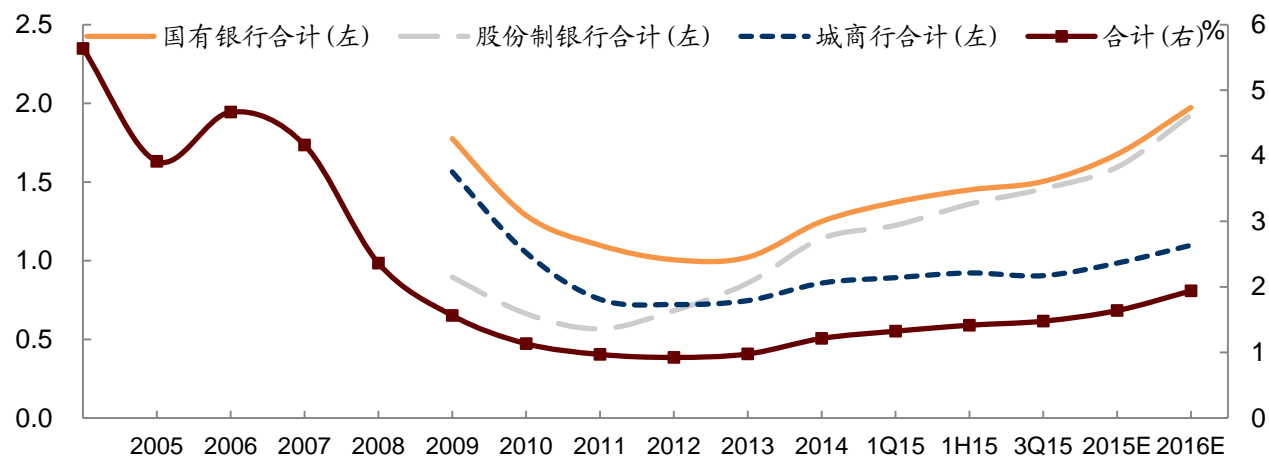
## 趋势一：贷款不良率升高，直接融资占比扩大

- 贷款一直是社会融资余额中占比最高的组成部分，历史上比例曾经达90%左右。
- 近年来随着金融深化发展，各种其他融资方式快速发展，贷款占比已经下滑至60%附近、直接融资占比显著扩大。预计未来这一趋势仍将继续。对银行而言，贷款资产所占比例也或将持续下降。
- 在经济低迷的背景下，企业整体经营情况恶化，不良贷款率开始出现增高，截至2015年3季度，已经有上市银行不良率突破2%。实际的不良率可能更高。如果经济持续低迷，不良贷款率或将持续升高。

社会融资余额中各分项占比：未来贷款占比或进一步下降



经济低迷背景下，不良贷款率或显著升高

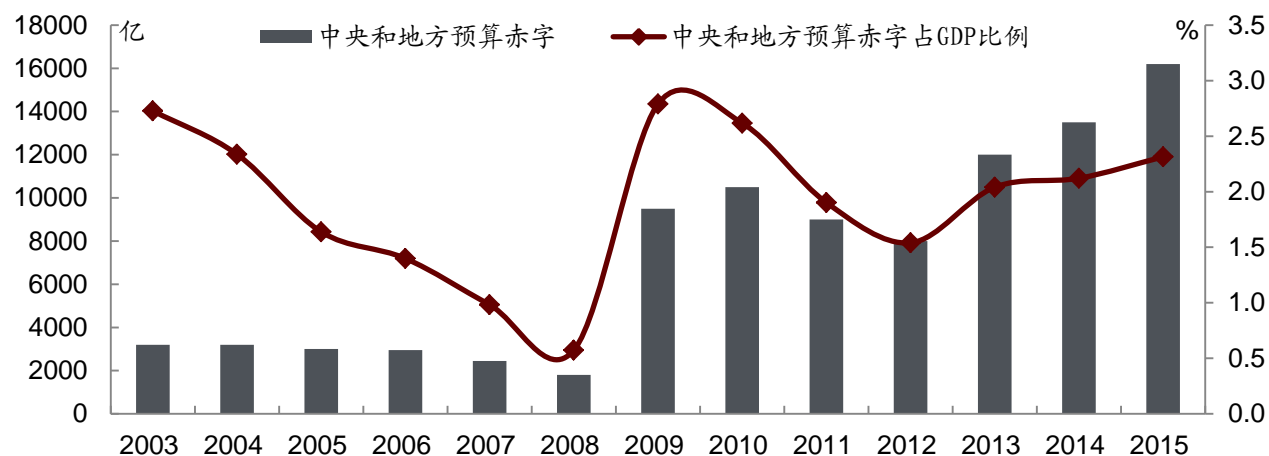


资料来源：万得资讯，PBoC, 中金公司研究

## 趋势一：资产端配债需求增强，债券供给扩容

- 《十三五规划》中强调，未来五年经济增速应不低于6.5%。要稳定经济增长，未来只能依靠中央加杠杆，未来我国赤字率有望从目前2.3%的水平进一步提升到3%的水平，国债发行量将持续增加。
- 此外，地方政府债务置换也导致地方债未来几年成为规模很庞大的一类债券。2015年地方政府负有偿还责任的债务限额锁定15.4万亿元，意味着今年和未来几年置换的地方债规模总计达到15.4万亿。
- 监管机构放松背景下，信用债融资也将更为顺畅，发行量将显著提高。整体来看，直接融资占比有望继续提升。债券供给扩容使得银行对债券的配置也会提升。

### 未来财政赤字有望进一步提升，尤其是地方政府债务方面



### 信用债融资也将更为顺畅，但打破刚兑的时代，需更注重个券筛选

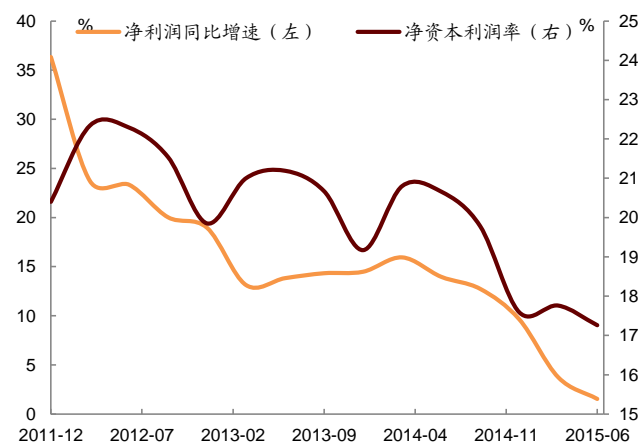
净增量	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E
国债	2052	1689	5436	6333	4973	6131	7449	7407	9624
国开债	3691	4430	3550	4954.37	7775	8386	6041	5077	3500
农发债	1531	1767	1812.3	1161.1	2818	2652	2924	3393	3500
进出口债	720	1054	1275	995	2738	2684	2056	2572	2700
地方政府债			2000	2000	2000	500	2116	3008	36286
利率债	7994	8940	14073	16534	20304	20354	20585	21456	55610
非金融信用债	2477	6044	12156	11085	13226	21292	15693	21391	20000
利率债 + 信用债	10996	15786	28246	29142	36576	43828	35646.1	44347	76610.3

资料来源：万得资讯，中金公司研究

# 趋势一：盈利压力下信用资质下沉/加杠杆，资产端配债需求增强

- 资金市场的最重要参与主体是银行，银行业近年来经营情况存在恶化趋势。
- 资产负债表的恶化主要体现为：坏账率增加，贷款风险集中暴露；净利润下滑，拨备覆盖率不断下降；负债端主要体现为脱媒化下，存款的流失与付息负债成本的相对上升。
- 资产负债表的恶化以及盈利能力的下滑，可能衍生出：(1)银行由于资本金受损杠杆率被动增加，而逐步选择去杠杆；(2)盈利恶化后可能倾向于使用高杠杆在银行间市场谋求盈利；(3)盈利压力下风险偏好上升，信用资产下沉。

## 银行业经营情况存在明显恶化趋势：不良上升、拨备下降、利润增速明显下滑



## 银行资产负债表恶化，盈利压力下或选择信用资质下沉/加杠杆





## 趋势一：资产端配债需求增强：美国商业银行贷款占比少投资占比高

花旗银行：百万美元

工商银行：百万人民币

中美大型银行资产端对比	2000	2005	2009	2012	2014	2009占比 %	2014占比 %	2014工行占比 %	2014工行占比 %
现金与现金等价物	14,621	23,632	25,472	36,453	32,108	1.37%	1.74%	3,523,622	17.10%
同业资产	--	--	389,436	363,445	370,659	20.98%	20.12%	1,251,238	6.07%
联邦基金出售与回购	--	--	222,022	261,311	242,570	11.96%	13.17%	--	--
其他银行间资产	--	--	167,414	102,134	128,089	9.02%	6.95%	--	--
总投资资产	--	--	590,013	578,635	562,272	31.78%	30.52%	4,433,237	21.51%
交易资产	--	--	283,894	266,309	228,829	15.29%	12.42%	346,828	1.68%
可供出售投资证券	--	--	239,599	288,695	300,143	12.90%	16.29%	1,188,288	5.77%
持有至到期投资证券	--	--	51,527	10,130	23,921	2.78%	1.30%	2,566,390	12.45%
房地产投资	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他投资	--	--	14,993	13,501	9,379	0.81%	0.51%	331,731	1.61%
应收账款净值	10,541	--	--	--	--	--	--	--	--
总商业贷款	--	125,203	190,141	275,159	303,675	10.24%	16.48%	7,962,866	38.64%
总消费贷款	--	454,266	401,363	380,305	340,960	21.62%	18.50%	3,063,465	14.86%
总贷款	392,718	626,326	625,138	677,954	673,054	33.67%	36.53%	11,026,331	53.50%
- 贷款损失准备	8,961	9,782	36,033	25,455	15,994	1.94%	0.87%	257,581	1.25%
贷款净额	383,757	616,544	589,105	652,499	657,060	31.73%	35.66%	10,768,750	52.25%
净固定资产	--	--	--	--	--	--	--	196,238	0.95%
无形资产	15,544	43,540	34,106	31,370	28,158	1.84%	1.53%	--	--
递延税项资产	--	--	52,591	58,500	52,983	2.83%	2.88%	24,758	0.12%
衍生品与套期	--	--	67,170	56,477	70,615	3.62%	3.83%	24,048	0.12%
其他资产	477,747	810,321	108,753	87,281	68,675	5.86%	3.73%	388,062	1.88%
总资产	902,210	1,494,037	1,856,646	1,864,660	1,842,530	100.0%	100.0%	20,609,953	100.0%

■ 对比美国花旗银行与我国的工商银行，现金资产占总资产比重分别为2%与17%，这与现阶段我国法定准备金比例较高有关。贷款方面，占比分别为36%与52%，贷款在我国商业银行总资产占比整体较高，与我国是间接融资为主的国家有关，未来或有所下降。

■ 债券投资类资产占比分别为31%与22%。其中交易性资产和可供出售资产在花旗的占比很高，而持有到期资产只占总资产不足2%；但在工商银行，持有到期投资占据投资性资产的大部分，交易性金融资产占比较低。

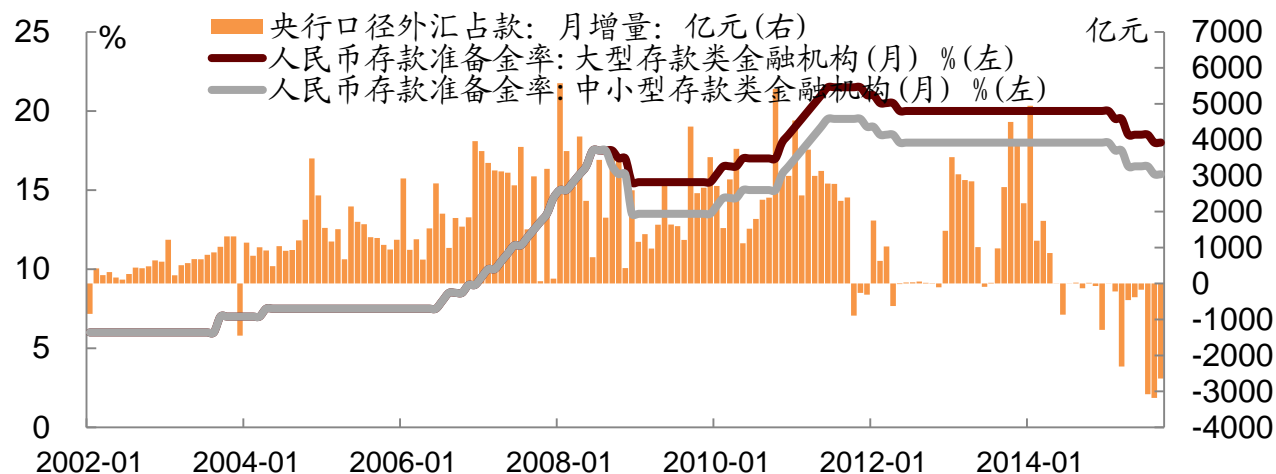
■ 未来传统依靠存贷差增持债券的模式也将有所改变



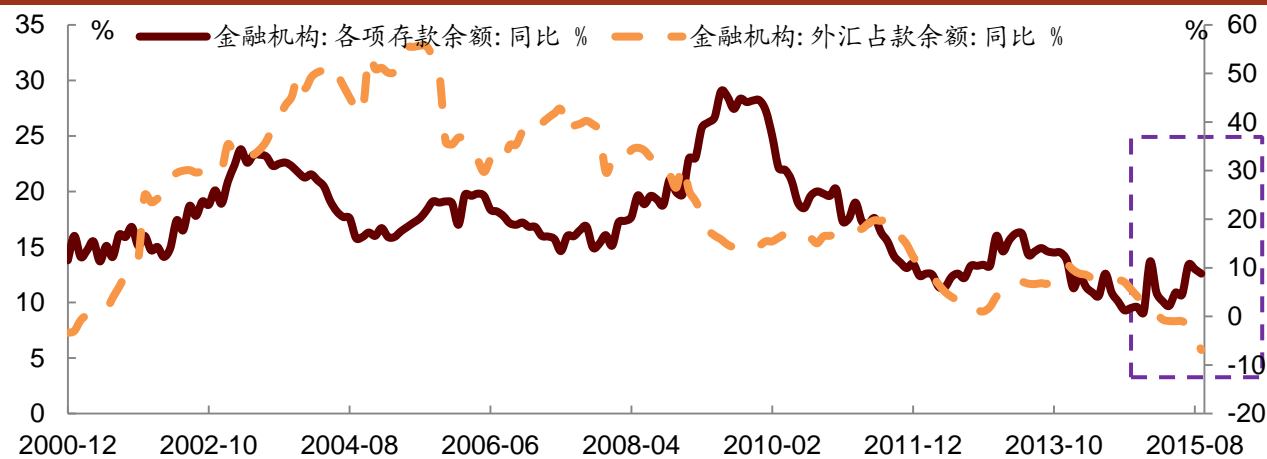
## 趋势二： 负债端更市场化： 外占减少， 存款增速放缓

- 随着外汇占款从净增加时代转入净减少时代，以往外汇占款大幅流入并转化为存款的模式将不再持续，基础货币缺口扩大。汇率层面，随着2015年8月央行启动中间价报价机制改革，引发人民币贬值预期，央行CNY以及CNH均有护盘，外汇储备因此减少。
- 随着外汇占款减少，未来法定存款准备金率仍有必要进一步下调。然而，降低法定存款准备金率释放的资金在商业银行的资产端，这些资金通过货币市场融出，形成了另外一部分银行的同业负债而非存款负债。
- 未来由外汇占款所派生的存款讲进入下行空间，而同业负债的比重会上升。

外汇占款月度增量和法定存款准备金率： 外汇占款

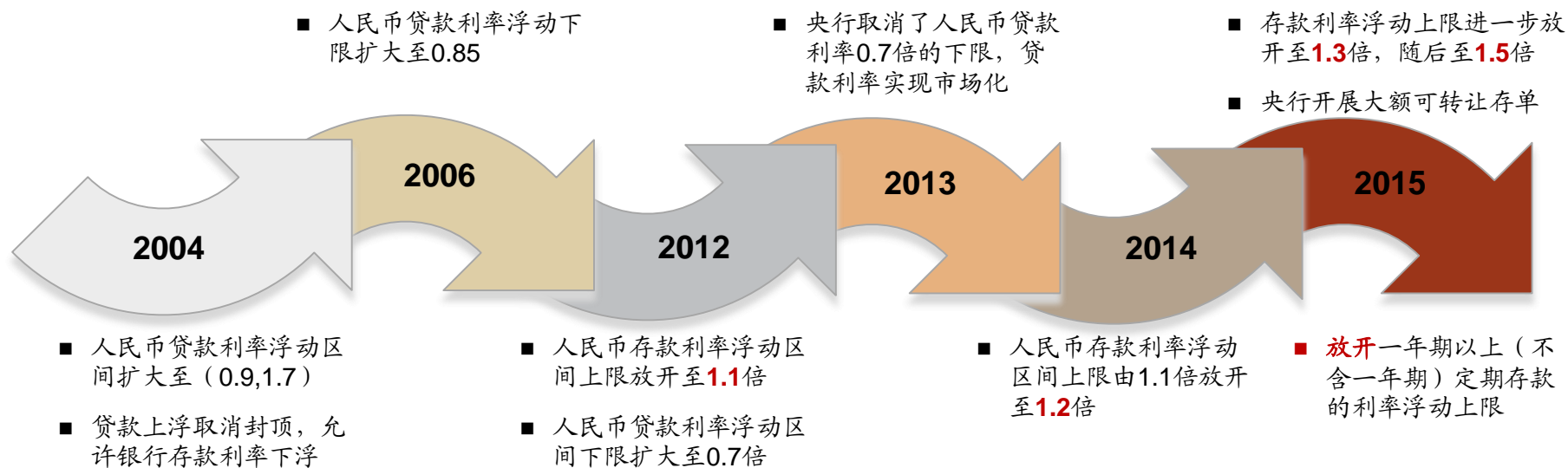


外汇占款余额同比负增长，外占派生的存款减少，而降准释放的资金属于资产端



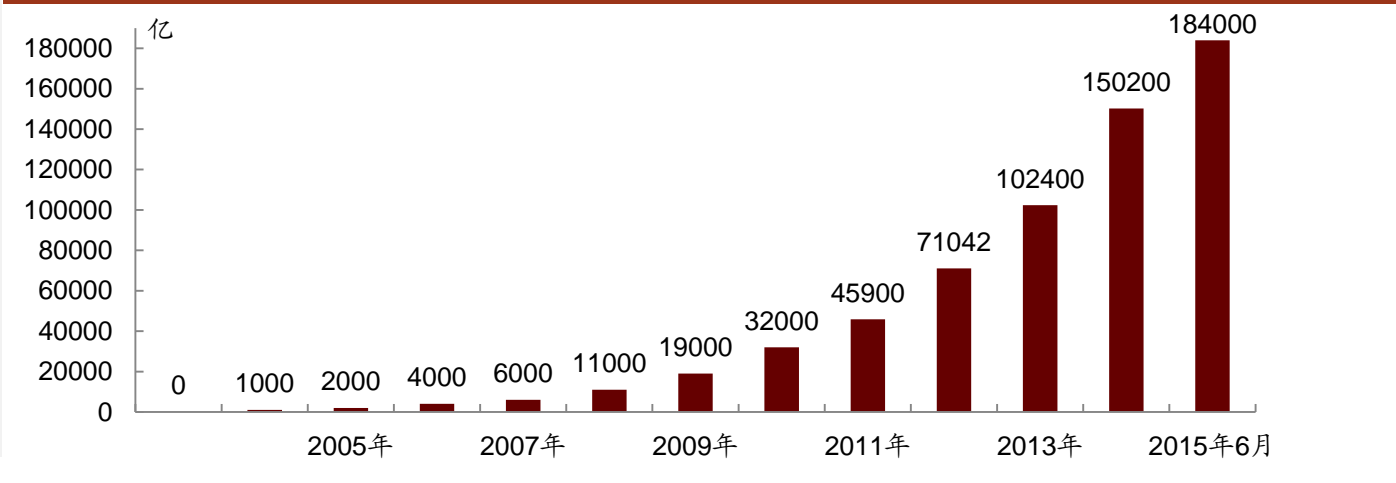
资料来源：CEIC, PBOC, Reuters, 中金公司研究

## 趋势二：负债端更市场化：利率市场化与金融脱媒，存款增速放缓



人民币理财产品发展的根本原因是利率市场化背景下，受政策限制的表内资金价格难以满足资金供给方的需求。商业银行通过理财产品投资将银行表内贷款表外化，可以使银行规避较多的政策限制。但同时导致存款向理财分流，负债端转向同业负债，成本相对上升。

### 理财规模快速增长：利率市场化的产物，也是利率市场化的重要推手

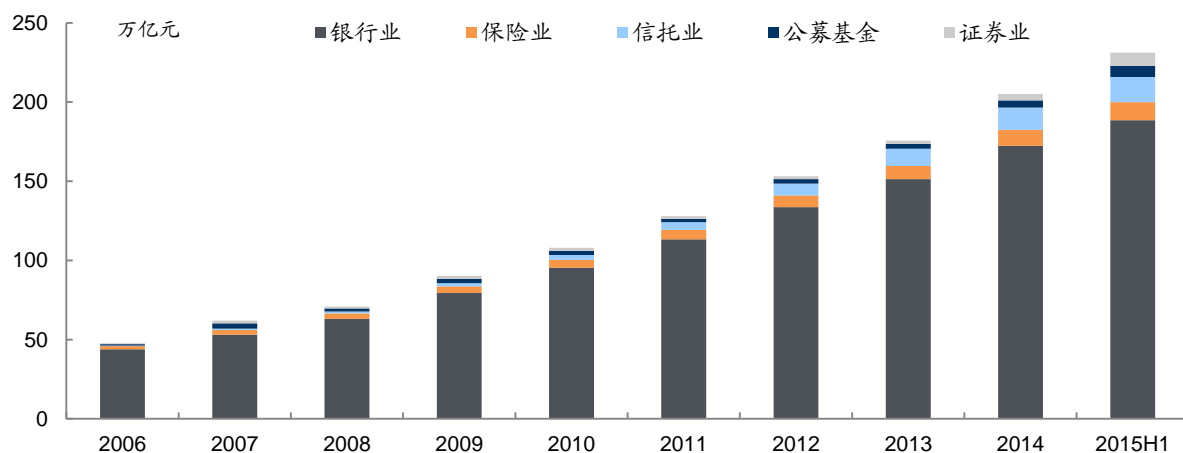


## 趋势二：负债端更市场化：存款考核变为AUM（资产管理规模）考核

总资产 (亿元)	银行业	保险业	信托业	公募基金	证券业	资产管理行业 汇总
2006	439,500	19,704	3,606	8,555	6,406	477,771
2007	531,160	29,004	9,358	32,766	17,313	619,601
2008	631,515	33,418	12,400	19,381	12,285	708,999
2009	795,146	40,635	20,557	26,761	20,274	903,373
2010	953,053	50,482	30,405	25,207	20,113	1,079,260
2011	1,132,873	60,138	48,114	21,880	17,023	1,280,028
2012	1,336,224	73,546	74,706	28,662	18,649	1,531,786
2013	1,513,500	82,887	109,071	30,021	20,800	1,756,279
2014	1,723,355	101,591	139,799	45,354	40,900	2,050,999
2015H1	1,884,776	114,297	158,658	71,140	82,700	2,311,572

□ 在大资管时代，银行也资管管理领域寻求更大发展空间。随着银行理财规模越来越大，银行不仅将理财业务和传统的金融市场业务独立出来，也计划将理财业务单独成立子公司。未来银行表内业务也可能慢慢向资管思维过渡。在存款对银行业务重要性下行的情况下，银行可能转向考核资产管理规模。即银行可以通过多元化的负债工具扩充资产负债表，并进行相应的资产业务调整。

### 主要金融行业总资产概况



## 趋势二：负债端更市场化：美国银行负债端以主动负债工具为主

花旗银行：百万美元						工商银行：百万人民币				
负债	2000	2005	2009	2012	2014	2009占比 %	2014占比 %	2014工行 占比 %	2014工行 占比 %	备注
<b>总计存款额</b>	<b>300,586</b>	<b>591,828</b>	<b>835,903</b>	<b>930,560</b>	<b>899,332</b>	<b>49.12%</b>	<b>55.16%</b>	<b>15,556,601</b>	<b>81.56%</b>	
<b>短期借款与回购</b>	<b>269,182</b>	<b>540,599</b>	<b>404,574</b>	<b>426,725</b>	<b>385,967</b>	<b>23.78%</b>	<b>23.67%</b>	<b>1,920,827</b>	<b>10.07%</b>	同业负债+向央行借款
按回购协议售出证券	--	--	125,561	182,330	147,204	7.38%	9.03%	380,957	2.00%	卖出回购金融资产款
交易账户负债	--	--	73,406	63,798	70,944	4.31%	4.35%	--	--	
长期债务的流动部分	--	--	47,162	42,651	31,070	2.77%	1.91%	--	--	
短期借款	--	--	97,599	80,933	84,569	5.74%	5.19%	1,539,870	8.07%	同业存放+向央行借款
应付经纪人与券商	--	--	60,846	57,013	52,180	3.58%	3.20%	--	--	
<b>长期债务</b>	<b>87,494</b>	<b>178,324</b>	<b>316,857</b>	<b>196,812</b>	<b>192,010</b>	<b>18.62%</b>	<b>11.78%</b>	<b>279,590</b>	<b>1.47%</b>	应付债券
递延税项负债	--	--	6,539	3,178	3,476	0.38%	0.21%	451.00	0.00%	
衍生品与套期	--	--	74,554	54,661	69,868	4.38%	4.29%	24,191	0.13%	
其他负债	173,822	70,749	61,030	60,093	77,157	3.59%	4.73%	1,290,989	6.77%	
<b>总负债</b>	<b>831,084</b>	<b>1,381,500</b>	<b>1,701,673</b>	<b>1,673,663</b>	<b>1,630,485</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>19,072,649</b>	<b>100.00%</b>	

- 对比中美大型商业银行负债端结构，存款在花旗银行、工商银行的占比分别为55%、82%，考虑大行获得存款更为容易，存款在我国商业银行的平均占比约在70%-80%。
- 此外，主动负债在花旗的占比明显较高，其中，短期借款与回购在花旗的占比为23.7%，长期债务占比为11.8%；且2000年时，短期借款与回购在花旗负债端的占比高达32%。
- 现阶段，我国商业银行负债端中同业负债与应付债券的占比有上升的趋势但绝对水平仍较低，未来有望提升。

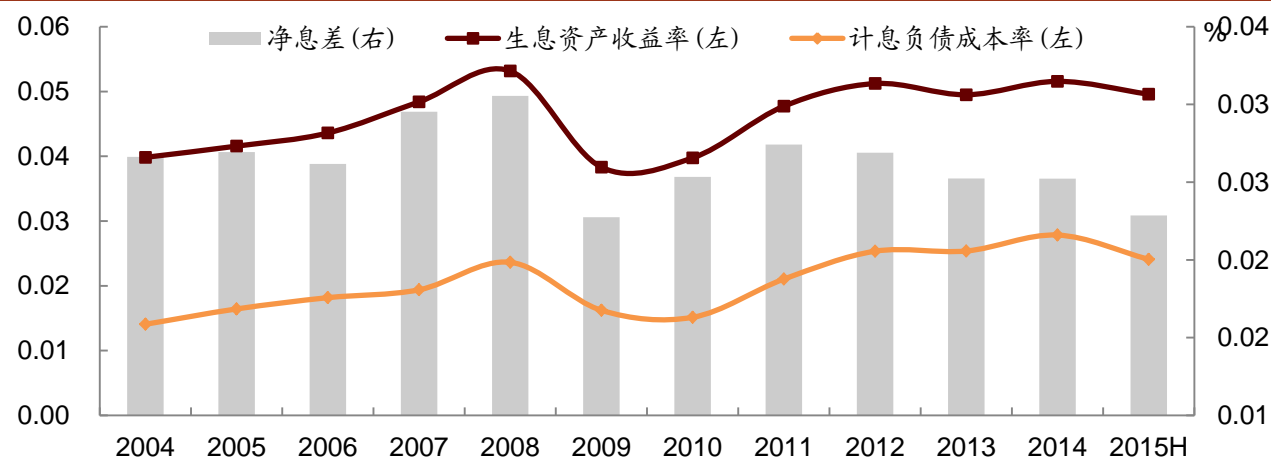
## 趋势三：息差缩小成为趋势：躺着赚钱转变为站着赚钱

	生息资产收益率				计息负债成本率				净息差				净利差			
	2012	2013	2014	2015H	2012	2013	2014	2015H	2012	2013	2014	2015H	2012	2013	2014	2015H
工行	4.59%	4.45%	4.58%	4.38%	2.10%	2.05%	2.12%	2.04%	2.66%	2.57%	2.66%	2.34%	2.49%	2.40%	2.46%	2.34%
建行	4.70%	4.54%	4.72%	4.56%	2.12%	1.98%	2.11%	2.08%	2.75%	2.74%	2.80%	2.67%	2.58%	2.56%	2.61%	2.48%
中行	4.23%	4.11%	4.22%	4.12%	2.21%	1.98%	2.10%	2.09%	2.15%	2.24%	2.25%	2.18%	2.02%	2.13%	2.12%	2.03%
农行	4.66%	4.56%	4.76%	4.62%	1.99%	1.91%	2.00%	2.01%	2.81%	2.79%	2.92%	2.61%	2.67%	2.65%	2.76%	2.61%
四大行总计	4.55%	4.42%	4.57%	4.42%	2.11%	1.98%	2.08%	2.06%	2.59%	2.59%	2.66%	2.45%	2.44%	2.44%	2.49%	2.37%
上市银行总计： 算术平均	5.12%	4.95%	5.16%	4.96%	2.53%	2.54%	2.78%	2.41%	2.69%	2.52%	2.52%	2.29%	2.52%	2.35%	2.35%	2.14%

□ 总体来看，降息背景叠加存款上限的打开，未来银行净息差理论上将有所收窄，但关键还在于银行的经营。

□ 从美国利率市场化的经验来看，利率市场化后，银行的存贷利差明显收窄，但由于风险偏好的提升以及经营的精细化管理，总体净利差反而是扩大的。

### 2014年降息周期以来，净息差有所收窄，未来或将进一步收窄



## 趋势三：息差缩小成为趋势：存贷差收窄，净息差或收窄

出台时间	1Y贷款基准利率	1Y存款基准利率	降低社会融资成本下，不断降低存贷款利率，并逐步放开存款利率上浮空间
7/6/2012	6.00	3.00	
11/21/2014	5.60	2.75	中国人民银行决定，自2014年11月22日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍；其他各档次贷款和存款基准利率相应调整，并对基准利率期限档次作适当简并。
2/28/2015	5.35	2.50	中国人民银行决定，自2015年3月1日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。
5/10/2015	5.10	2.25	中国人民银行决定自2015年5月11日起金融机构人民币一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%，同时，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍。
6/28/2015	4.85	2.00	中国人民银行决定，自2015年6月28日起有针对性地对三农贷款占比达到要求的金融机构实施定向降准，以进一步支持实体经济发展，促进结构调整。同时下调金融机构人民币贷款和存款基准利率0.25个百分点。
8/25/2015	4.60	1.75	自2015年8月26日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低企业融资成本。金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.75%。放开一年以上（不含一年期）定期存款的利率浮动上限。 自2015年9月6日起，下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，以保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。
10/23/2015	4.35	1.50	中国人民银行决定，自2015年10月24日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低社会融资成本。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.5%；其他各档次贷款及存款基准利率、人民银行对金融机构贷款利率相应调整；个人住房公积金贷款利率保持不变。同时，对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限，并抓紧完善利率的市场化形成和调控机制，加强央行对利率体系的调控和监督指导，提高货币政策传导效率。 自同日起，下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，以保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。同时，为加大金融支持“三农”和小微企业的正向激励，对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率0.5个百分点。

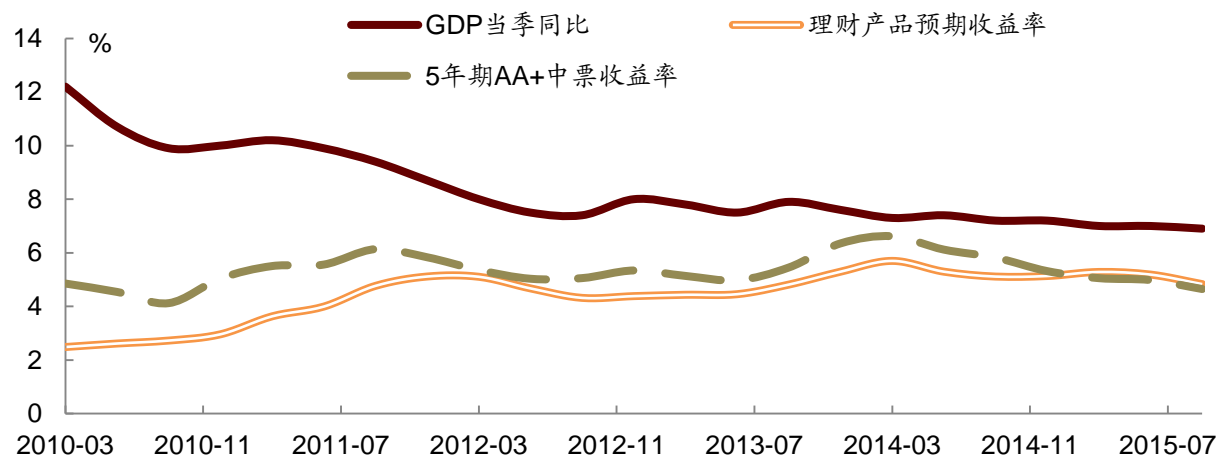
- 2014年至2015年10月末，中国人民银行六次降息+六次降准。期间，金融机构一年期贷款基准利率下调165bp，从6%降至4.35%；一年期存款基准利率下调150bp，从3%降至1.50%；同时，不再设置存款利率浮动上限。
- 由于2015年5次降息，而贷款的重定价年初进行，预计2016年商业银行的贷款定价水平将全面下行。



## 趋势三： 息差缩小成为趋势： 债券期限利差和信用利差缩小

- 随着经济潜在增速放缓，实体经济承受不了太高的利率，政府引导融资利率下降。而利率市场化仍在延续而且速度加快，使得理财利率的下降较为缓慢。
- 经济下行压制利率和利率市场化托底利率两股力量不相伯仲，两股力量仍将中长端利率控制在一个区间内，而且这个区间逐步缩小。因此利率的新常态是各种利率趋于收敛，包括信用利差和期限利差压缩。银行通过短期货币市场融资去投资债券的息差也必然缩小。
- 如果以7年期AA评级城投债和1年期政策性银行债的利差来反映期限和信用利差，可以看到两者的利差降至历史较低水平。

GDP放缓以及利率市场化两股力量将中长期利率限制在一个区间内



7年期AA城投和1年期政策性银行债利差

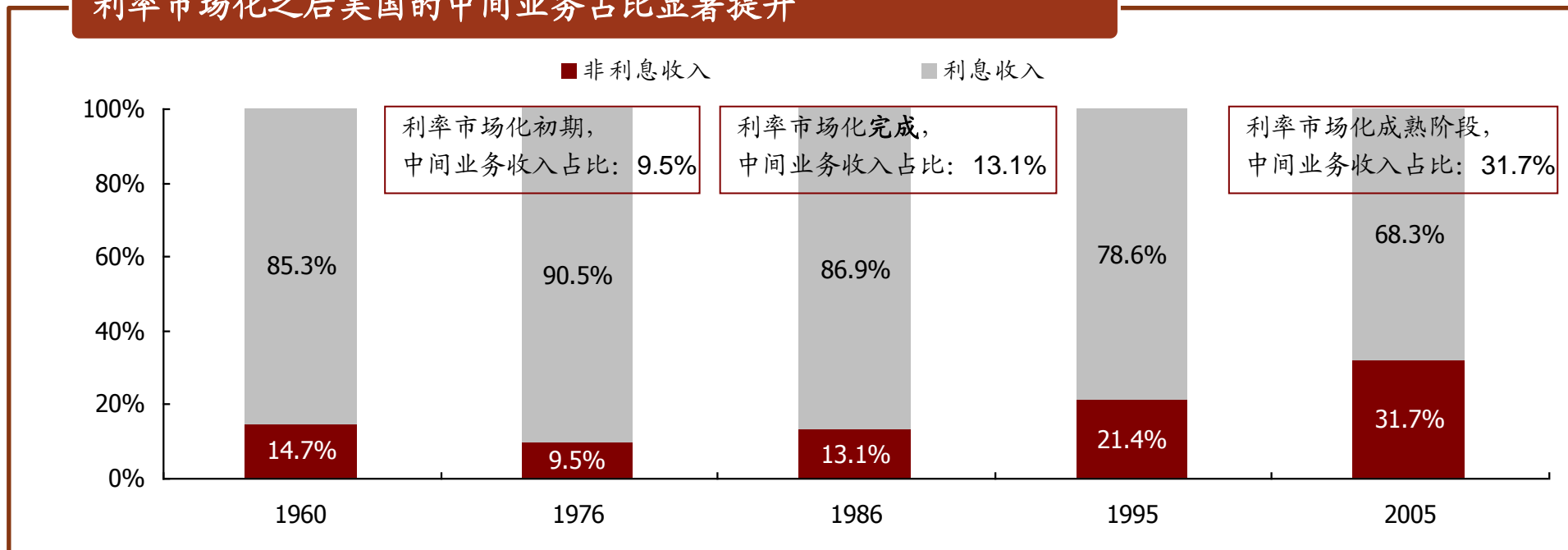


资料来源：万得资讯，CEIC，中金公司研究

## 趋势四：传统的存贷款息差业务可能逐步向投行、资管业务拓展

- 从美国利率市场化对不同类​​型​​银行的影响来看，表现为中间业务收入占比的明显上升：
  - 大银行收入增长更好，但被费用和信用成本的上升所抵消。大型银行资产结构调整最为显著，信用风险的下沉与管理更为精细背景下，大型银行生息资产收益率有所抬升，并超过负债成本的上升，从而带来净息差的改善；
  - 中型银行市场份额显著上升，负债结构改善，但存款结构恶化，资金成本相对上升。
- 预计未来我国的商业银行在利率市场化以及存贷差收窄背景下，也将进行业务改革，投行和资产管理等中间业务收入比重可能提升，债券投资在表内资产业务中的重要性也会提高。

利率市场化之后美国的中间业务占比显著提升



## 趋势四： 债券投资部门或转型至事业部或承包制

- 类似于理财业务部门的独立，未来银行债券自营部门可能也会趋于独立，成为事业部制或者承包制。
- 有了多元化的负债工具，银行债券自营部门完全可以自负盈亏，自己安排负债，需要的只是银行的运营牌照。
- 未来主动负债工具将更多元化，包括但不仅限于：同业负债、同业存单、中小企业金融债、次级债、金融债等，期限由短及长；泛资管时代银行主动向资产管理变革。
- 一旦银行的债券自营部门越做越大，所谓区域性银行和全国性银行的界限将越来越模糊，本质上区域性银行所投资的债券资产也可以是全国性的，负债也可以是全国性的，会脱离以往放贷和吸存只能限于本地客户的限制。

### ■ 中短期资金来源

同业存单/  
大额存单

同业负债

### ■ 短期资金来源

金融债

次级债

优先股

### ■ 中长期资金来源

- 从美国经验来看，这一占比较高

■ 可按条件纳入资本金

■ 兼具股权与债权特点

■ 长期资金来源

■ 长期稳定资金来源

# 法律声明

## ■ 一般声明

- 本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
- 本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金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。
- 中金公司的销售人员、交易人员以及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。中金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。中金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。
- 本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。
- 本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。
- 本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19（5）条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。
- 本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。
- 特别声明
- 在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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一参考依据。
- 与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问[http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的相关个股报告。
- 本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。