

相关研究

《票息为王，关注政策——2023年中期债市展望》2023.7.2
《保险机构债券配置行为分析——机构行为系列研究之一（2023年版）》2023.2.10

银行自营债券配置行为分析
——机构行为系列研究之二（2023年版）

投资要点：

- **核心结论：**①银行自营债券投资总规模受到信贷投放和监管要求双重约束，投资结构是监管导向、综合收益、收益率比价等因素下的综合考量。②大行和中小行经营压力和配债行为表现分化。短期来看，配债分化程度有望缓和；长期来看，中小行在低利率环境下亟待进一步转型。
- **银行自营资产配置情况概述。**银行自营投资以配置盘为主，交易盘为辅，债券类资产为主要组成部分。分银行类型来看，大行和农商行的交易性金融资产占比最低，股份行和城商行最高。分券种来看，全国性商业银行配置地方债的比重明显更高，而农商行农合行更青睐于存单投资。
- **自营债券投资总规模影响因素。**债券投资总量受制于银行完成信贷投放后的剩余可用资金。此外，监管对于农商行的贷款投放占比设定了考核指标，从而间接对自营投资业务形成了上限要求。
- **自营债券投资结构影响因素。**监管层面，资本充足率、流动性指标等要求指引下，银行自营投资结构更偏好利率债。收益率层面，国债、国开债托管量同比增速与债券收益率均同向变动；地方政府债托管量与发行量更为相关；存单配置需求和收益率之间的相关性相对较弱。
- **银行自营配债的未来趋势展望。**2017年以来，大行和中小行在信贷投放、盈利能力等方面出现分化，反映在债券市场上，中小行配债力度明显强于大行。展望下半年，大行和中小行配债分化程度有望缓和。长期来看，低利率时代将对银行经营和投资构成挑战，中小银行需逐渐向差异化竞争和管理模式科学精细化转型。

分析师:孙丽萍

Tel:(021)23185648

Email:slp13219@haitong.com

证书:S0850522080001

联系人:藏多

Tel:(021)23185647

Email:zd14683@haitong.com

目 录

1. 银行自营资产配置情况概述.....	5
2. 银行自营资产配置影响因素.....	7
2.1 自营债券投资总规模: 受信贷投放和监管要求约束.....	7
2.2 自营债券投资结构: 监管导向、综收和收益率比价下的综合考量.....	8
2.2.1 监管层面.....	8
2.2.2 收益率层面.....	11
3. 银行自营配债的未来趋势展望.....	13
3.1 17年以来, 大行和中小行配债行为表现分化.....	13
3.2 未来趋势展望: 短期分化有望缓解、长期中小行压力仍存.....	14

图目录

图 1	债权投资占比最大（22 年底）	6
图 2	以摊余成本计量的金融资产占比最大（22 年底）	6
图 3	银行自营债券托管规模（分券种，截至 23 年 5 月，亿元）	6
图 4	银行自营主要配置利率债品种（截至 23 年 5 月）	6
图 5	全国性商业银行主要配置地方债，农商行主要配置政金债和存单（截至 21 年 2 月）	7
图 6	上市银行贷款收益率明显高于投资收益率（%）	7
图 7	银行贷款投放后的可用资金影响债券托管规模（%）	7
图 8	商业银行资本监管体系	8
图 9	上市银行 LCR（截至 22 年底，%）	10
图 10	上市银行 NSFR（截至 22 年底）	11
图 11	国债收益率与国债托管量同比同向变动（%）	11
图 12	国开债收益率与政金债托管量同比同向变动（%）	11
图 13	政金债相较于国债的利差和托管量占比均持续下降	12
图 14	中票收益率与信用债托管量变动关系不大（%）	12
图 15	地方政府债收益率与托管量呈反向关系（%）	12
图 16	地方政府债发行规模与托管量变动呈正向关系（亿元）	12
图 17	存单收益率与托管量变动相关性较弱（%）	12
图 18	存单相较于国债的利差和托管量占比情况	12
图 19	大行和中小行信贷投放分化（%）	13
图 20	农商行净息差快速收窄（%）	13
图 21	大行和中小行债券投资同比增速表现分化（%）	13
图 22	今年 1-5 月农商行日均净买入力度较强，6 月减弱（亿元）	13

表目录

表 1	金融资产会计分类要求.....	5
表 2	银行财报中的金融投资细分科目范围.....	5
表 3	《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》对于部分资产的风险权重规定	9
表 4	《商业银行流动性风险管理办法》对于流动性风险监管指标的规定	10
表 5	《流动性覆盖率计量标准》、《净稳定资金比例计量标准》对于部分资产的规定 (LCR 分子端、NSFR 分母端)	10

银行自营是债券市场最主要的参与力量。截至 23 年 5 月末，银行自营债券托管总规模为 74.2 万亿元，在市场整体中占比达 58%，其配债行为对市场走势具有重要影响。在《债券专题 20230209: 保险机构债券配置行为分析——机构行为系列研究之一(2023 年版)》中，我们对保险配债行为进行了梳理，在本篇报告中，我们将着眼于银行自营，对其配债偏好和影响因素、以及后续可能的走势进行分析。

1. 银行自营资产配置情况概述

在分析银行自营投资情况前，我们首先需厘清财报中相应科目的含义。依据会计准则¹要求，企业应当根据业务模式和合同现金流量特征将管理的金融资产划分为三类：1) 以摊余成本计量的金融资产 (AMC)，2) 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI)，3) 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL)。前两类主要是出于配置性目的，而第三类主要是出于交易性目的，且资产的公允价值变动对于银行当期业绩会产生直接影响。

在披露资产负债表时，以大行为代表的部分银行直接在“金融投资”科目下列示上述三类的资产规模，而大部分银行会将这三类金融资产再度划分为四项²：交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资。

表 1 金融资产会计分类要求

	要求
以摊余成本计量	同时符合以下条件：1) 管理的业务模式是以收取合同现金流量为目标；2) 合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益	同时符合以下条件：1) 管理的业务模式既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标；2) 合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。
以公允价值计量且其变动计入当期损益	除以上两项外的金融资产（为交易而持有、指定为此项、或因不符合以上两项要求而被归为此项）。 注：满足以下条件之一的，表明企业持有金融资产的目的是交易性的：1) 主要是为了近期出售或回购；2) 在初始确认时属于集中管理的可辨认金融工具组合的一部分，且有客观证据表明近期实际存在短期获利模式；3) 属于衍生工具。但符合财务担保合同定义的衍生工具以及被指定为有效套期工具的衍生工具除外。

资料来源：《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》，海通证券研究所

表 2 银行财报中的金融投资细分科目范围

	对应金融资产会计分类	主要包括的资产范围
交易性金融资产	以公允价值计量且其变动计入当期损益	以交易目的投资的债券、基金；无法通过业务模式测试或合同现金流测试的债券（如二级资本债等）、信托计划及资管计划、股权投资、基金投资、理财产品等（兜底性）
债权投资	以摊余成本计量	长期持有的债券投资；债权投资计划，资产管理计划，信托计划
其他债权投资	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益	债券投资、少部分的信托、资管计划
其他权益工具投资	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益	非交易性的权益工具投资

资料来源：财政部，海通证券研究所

银行自营投资以配置盘为主，交易盘为辅，债券类资产为主要组成部分。从 22 年上市银行年报数据来看，采用三分类法进行披露的 12 家银行里，大行的 AMC 占比最高（67%），股份行和城商行也均超过 50%；其余 40 家银行里，有 24 家银行的债权投资占比在 50% 以上，20 家银行的交易性金融资产占比在 20% 以下，反映银行自营投资的

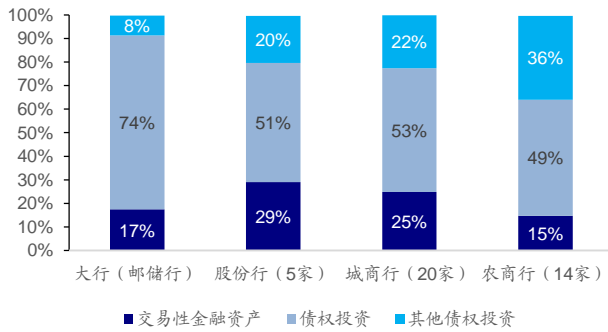
¹ 《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》，http://www.gov.cn/xinwen/2017-04/06/content_5183801.htm

² 《财政部关于修订印发 2018 年度金融企业财务报表格式的通知》，http://czt.gd.gov.cn/czfg/content/post_1053702.html

主要目的在于配置，而非交易。其他权益工具投资占比极低（大多不超过 0.2%）。

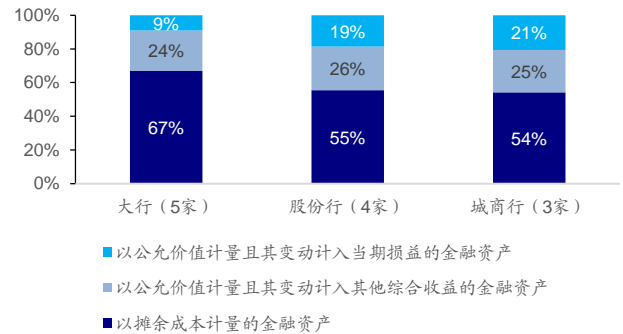
分银行类型来看，大行和农商行的交易性金融资产占比最低，股份行和城商行最高。邮储行和交行的交易性金融资产占比在 17%左右，其余四大行均低于 10%。农商行的交易性金融资产占比大部分位于 20%以下（除青农商行的 30%和广州农商行的 23%）。而城商行和股份行大多在 25%以上，泸州银行、南京银行则达到了 45%左右。

图1 债权投资占比最大（22年底）



资料来源：Wind，海通证券研究所；因“其他权益工具投资”占比极低，图中未列示；样本为未使用三分类法披露的 40 家银行

图2 以摊余成本计量的金融资产占比最大（22年底）

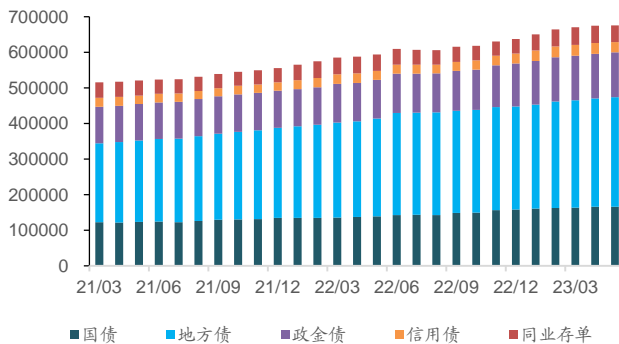


资料来源：Wind，海通证券研究所；样本为采用三分类法进行披露的 12 家银行

分券种来看，银行自营债券投资大多为利率债，其中地方债占比最高。从债市托管数据来看，截至 23 年 5 月，银行自营托管结构中有 81%为利率债品种（42%地方债+22%国债+17%政金债），信用债占比仅为 4%。

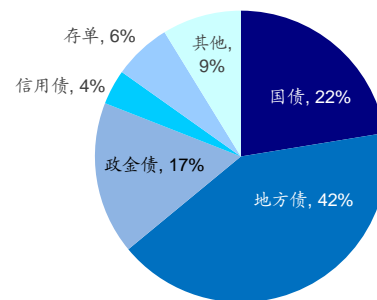
分银行类型来看，大行作为地方政府债的主要承销力量和国家发展规划的积极配合者，以投资地方政府债的形式有力支持了实体经济发展；信贷投放渠道相对不足、揽储成本更高的农商行则更青睐于存单投资以增厚收益。截至 21 年 2 月（最新的数据可得时点），全国性商业银行配置地方债的比重明显更高（48%），对存单仅配置 2%；城商行对利率债品种的配置比重相对均衡，对地方债配置了 28%，对存单配置了 7%；而农商行农合行的存单投资占比明显更高（27%），对地方债仅配置了 15%。

图3 银行自营债券托管规模（分券种，截至 23 年 5 月，亿元）

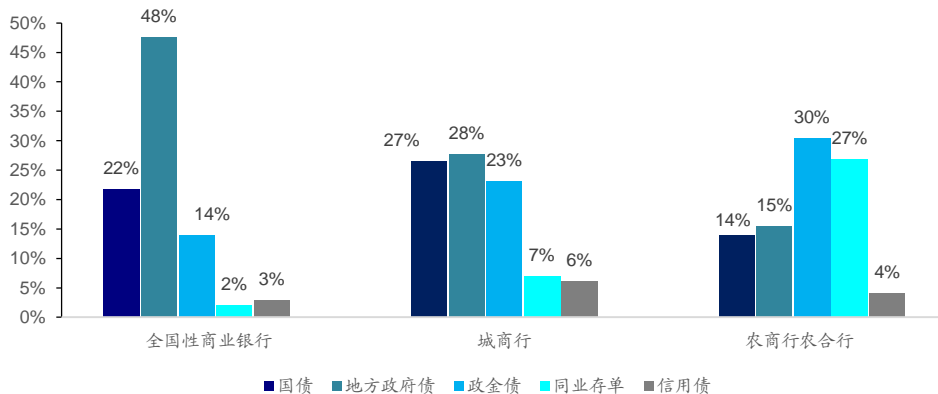


资料来源：Wind、中债登、上清所，海通证券研究所

图4 银行自营主要配置利率债品种（截至 23 年 5 月）



资料来源：Wind、中债登、上清所，海通证券研究所

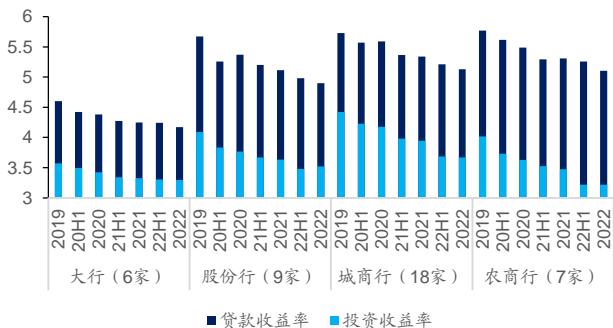
图5 全国性商业银行主要配置地方债，农商行主要配置政金债和存单（截至 21 年 2 月）


资料来源：Wind、中债登、上清所，海通证券研究所；21 年 2 月为最新数据可得时点

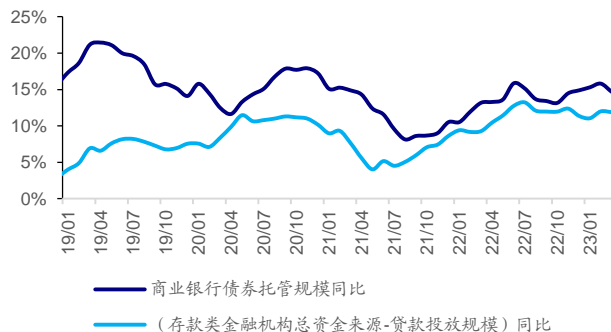
2. 银行自营资产配置影响因素

2.1 自营债券投资总规模：受信贷投放和监管要求约束

商业银行通常每年依据资本充足程度、收益率目标等因素确定大类资产配置年度计划，其中，贷款是银行生息资产结构中占比最大、收益率最高的投向，在资金运用分配中占据绝对优先地位，债券投资总量则受制于银行完成信贷投放后的剩余可用资金。我们用（存款类金融机构总资金来源-贷款投放规模）衡量剩余可用资金，可以看到其同比增速与银行债券托管规模同比增速方向基本一致。

图6 上市银行贷款收益率明显高于投资收益率（%）


资料来源：各银行 19-22 年年报、20-22 年半年报，海通证券研究所

图7 银行贷款投放后的可用资金影响债券托管规模（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

从监管角度而言，银行、尤其是农商行，若过度脱离贷款业务则会导致其偏离服务实体的定位。对此，2019 年监管对于农商行的贷款投放占比设定了考核指标要求（各项贷款期末余额/表内总资产期末余额不低于 50%，年度新增当地贷款/年底新增可贷资金不低于 70%）³，从而间接对自营投资业务形成了上限要求。从上市农商行年报数据来看，仅渝农商行 2022 年贷款余额占总资产比重低于 50%（为 47%），其余在 51%~71% 区间内。整体上市农商行的平均贷款余额占比从 18 年的 49% 上升至 22 年的 60%，与其他类型银行相比升幅最大、占比最多。

此外，在投资标的的范围方面，农商行“原则上机构不出县（区）、业务不跨县（区）⁴”，资金异地投放受到严格限制。

³ http://www.gov.cn/xinwen/2019-01/14/content_5357893.htm
⁴ https://www.gov.cn/xinwen/2019-01/14/content_5357893.htm

2.2 自营债券投资结构：监管导向、综收和收益率比价下的综合考量

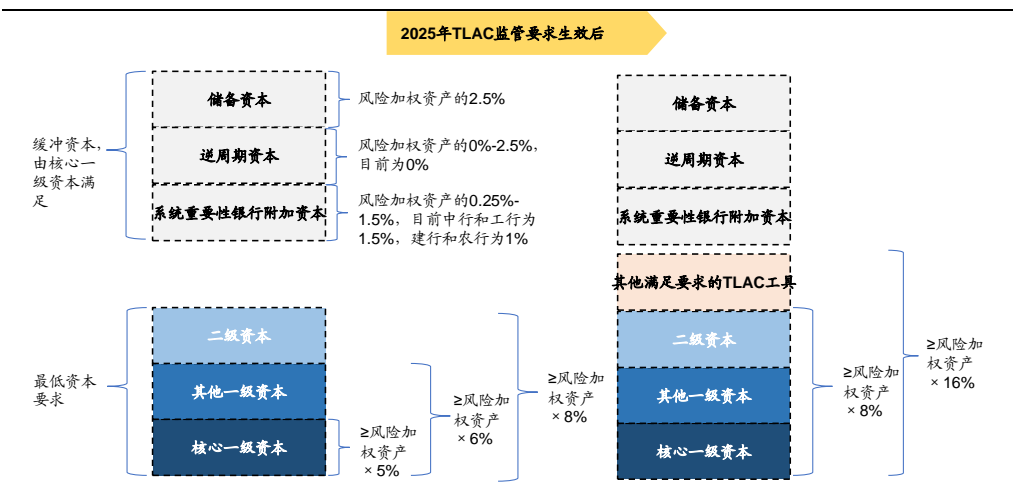
2.2.1 监管层面

监管层面，资本充足率、流动性指标等要求指引下，银行自营投资结构更偏好利率债。

1) 资本充足率

我国非系统重要性银行的核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率要求分别为 7.5%、8.5%和 10.5%（考虑缓冲资本要求），19 家国内系统重要性银行在此基础上再上浮 0.25%-1.5%的附加资本要求。若银行同时被认定为我国系统重要性银行和全球系统重要性银行（G-SIBs），附加资本要求采用二者孰高原则确定。因此综合来看，中行和工行适用 1.5%的附加资本要求；农行和建行适用于 1%的附加资本要求；交行和其他系统重要性银行分组适用 0.25%~0.75%不等的要求。

图8 商业银行资本监管体系



资料来源：《商业银行资本管理办法（试行）》、《系统重要性银行附加监管规定（试行）》、《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》、《关于建立逆周期资本缓冲机制的通知》、《2022 年我国系统重要性银行名单》、FSB、海通证券研究所整理

在计算银行的风险加权资产时，信用风险权重系数越大的资产，其资本占用成本越高，进而影响银行投资意愿。可以通过： $\text{资本占用成本率} = \text{资产风险权重系数} \times \text{银行 ROE} \times \text{资本充足率}$ ，对资本占用成本进行估算。

《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》⁵即将自 2024 年 1 月 1 日起施行，据其规定，资本占用成本（风险权重）由低到高的主要券种为国债和政策债（0%）、地方政府一般债（10%）、地方政府专项债和原始期限三个月以内的存单（A 级为 20%）、商业银行债和原始期限三个月以上存单（A 级为 40%）、信用债（75%~100%）、二级资本债（150%）、永续债（250%）。

与现行规定相比，新规主要有以下调整：①利好投资级信用债（风险权重由现行的 100%降至 75%），支持对优质企业和中小企业信贷投放；②利好地方政府一般债，风险权重调降 10 个百分点意味着可以释放出约 1.2 万亿元的风险加权资产；③原始期限三个月以上存单、二级资本债和 TLAC 债的资本占用成本增加；④资管产品透明度越高，资本占用成本越低。偏好投向清晰、可穿透到底层的资管产品，资本占用成本更低的利率债产品或更占优。

⁵ <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1096426&itemId=951&generalType=2>

表 3 《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》对于部分资产的风险权重规定

资产类别	细分品种	风险权重
	我国中央政府和中国人民银行	0%
视同我国主权的公共部门实体	地方政府一般债	10%
	地方政府专项债	20%
	除财政部和中国人民银行外，其他收入主要源于中央财政的公共部门	20%
	中央政府投资的金融资产管理公司为收购国有银行不良贷款而定向发行的债券	0%
	经原银保监会认定的我国一般公共部门实体	50%
	我国开发性金融机构和政策性银行（不含次级债权）	0%
其他商业银行风险暴露（不含次级债权）	A+级	30%（原始期限三个月（含）以内为 20%）
	A 级	40%（原始期限三个月（含）以内为 20%）
	B 级	75%（原始期限三个月（含）以内为 50%）
	C 级	150%
企业债权	一般公司	100%
	投资级公司	75%
	中小企业	85%
	小微企业	75%
次级债	次级债权和全球系统重要性银行发行的外部总损失吸收能力非资本债务工具（未扣除部分）	150%
	对金融机构的股权投资	250%

资料来源：原银保监会，海通证券研究所

2) 流动性风险监管

2018 年《商业银行流动性风险管理办法》⁶提出流动性覆盖率（LCR）、净稳定资金比例（NSFR）、流动性比例（LR）、流动性匹配率（LMR）和优质流动性资产充足率（HQLAAR）五个流动性风险监管指标，其中，资产规模不小于 2000 亿元人民币的银行需满足前四项指标要求，资产规模小于 2000 亿元人民币的银行需满足后三项指标要求。截至 22 年底，多数上市银行 NSFR 高于 110%，交行、中信、光大等 9 家银行 NSFR 在 105%~110%之间，兴业、浦发、贵阳银行 NSFR 高于监管要求空间不足 5pcts；LCR 则均在 110%以上（部分银行数据缺失）。

银行债券投资的券种选择对 LCR 和 NSFR 两个指标均产生影响。据监管规定，银行投资于风险权重为 0%的利率债品种（国债、政金债）可以完全用于补充 LCR 分子端⁷规模，同时会引起 NSFR 分母端⁸增加的幅度也是最小的（所需稳定资金系数为 5%）；其次为地方政府债和 AA-及以上的非金融公司债（按照市场价值的 85%计入 LCR 分子端，按照 15%的所需稳定资金系数计入 NSFR 分母端）；再次为 A+及以下的非金融公司债（按照市场价值的 50%计入 LCR 分子端，按照 50%的所需稳定资金系数计入 NSFR 分母端）。

总体而言，出于提升流动性监管指标的目的而言，银行债券投资的优先次序依次为：国债和政金债、地方政府债和 AA-及以上的非金融公司债、A+及以下的非金融公司债、金融债和存单。

⁶ http://www.gov.cn/xinwen/2018-05/26/content_5293835.htm

⁷ LCR 分子端（合格优质流动性资产）反映在设定压力情景下，能够通过出售或抵（质）押方式，在无损失或极小损失的情况下快速变现的各类资产。

⁸ NSFR 分母端（所需的稳定资金）指各类资产项目的账面价值以及表外风险敞口与其对应的所需稳定资金系数的乘积之和，所需稳定资金系数用于估计该资产因为需要展期，或无法在 1 年以内以较小成本通过出售或用作担保融资交易的押品方式变现，而需要进行融资的金额。

表 4 《商业银行流动性风险管理办法》对于流动性风险监管指标的规定

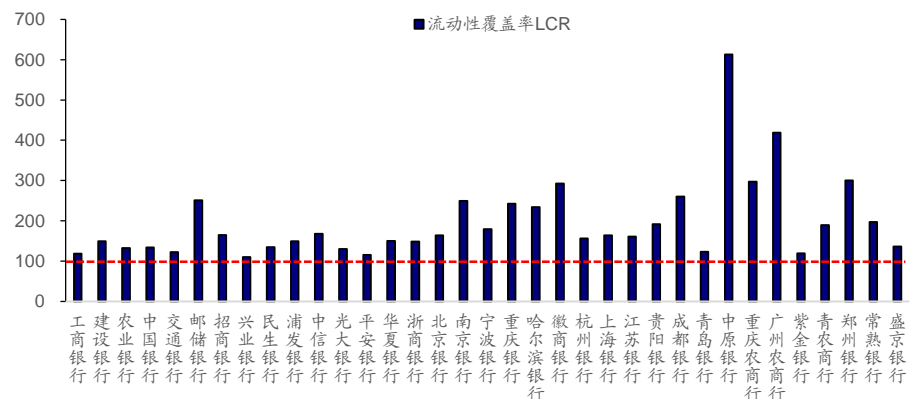
流动性风险监管指标	适用银行范围	指标设定目的	计算公式	最低监管标准
流动性覆盖率 LCR	资产规模不小于 2000 亿元人民币	确保商业银行具有充足的合格优质流动性资产，能够在规定的流动性压力情景下，通过变现这些资产满足未来至少 30 天的流动性需求。	合格优质流动性资产 ÷ 未来 30 天现金净流出量	100%
净稳定资金比例 NSFR	资产规模不小于 2000 亿元人民币	确保商业银行具有充足的稳定资金来源，以满足各类资产和表外风险敞口对稳定资金的需求。	可用的稳定资金 ÷ 所需的稳定资金	100%
流动性比例 LR	全部	-	流动性资产余额 ÷ 流动性负债余额	25%
流动性匹配率 LMR	全部	引导商业银行合理配置长期稳定负债、高流动性或短期资产，避免过度依赖短期资金支持长期业务发展，提高流动性风险抵御能力。	加权资金来源 ÷ 加权资金运用	100%
优质流动性资产充足率 HQLAAR	资产规模小于 2000 亿元人民币	确保商业银行保持充足的、无变现障碍的优质流动性资产，在压力情况下，银行可通过变现这些资产来满足未来 30 天内的流动性需求。	优质流动性资产 ÷ 短期现金净流出	100%

资料来源：原银保监会，海通证券研究所

表 5 《流动性覆盖率计量标准》、《净稳定资金比例计量标准》对于部分资产的规定（LCR 分子端、NSFR 分母端）

资产类别及计入 LCR 分子端的折扣系数	涵盖品种	涉及的主要债券类别	计入 NSFR 分母端的所需稳定资金系数
一级资产（按照当前市场价值计入合格优质流动性资产）	现金 存放于中央银行且在压力情景下可以提取的准备金 风险权重为 0% ，由主权实体、中央银行、国际清算银行...发行或担保的证券	国债、政金债	5%
2A（在当前市场价值基础上按 85% 的折扣系数计入合格优质流动性资产）	风险权重为 20% ，由主权实体、中央银行、公共部门实体...发行或担保的证券 长期信用评级至少为 AA- 的非金融公司债	地方政府债 高等级非金融公司债	15%
2B（在当前市场价值基础上按 50% 的折扣系数计入合格优质流动性资产）	长期信用评级为 BBB- 至 A+ 的非金融公司债	低等级非金融公司债	50%

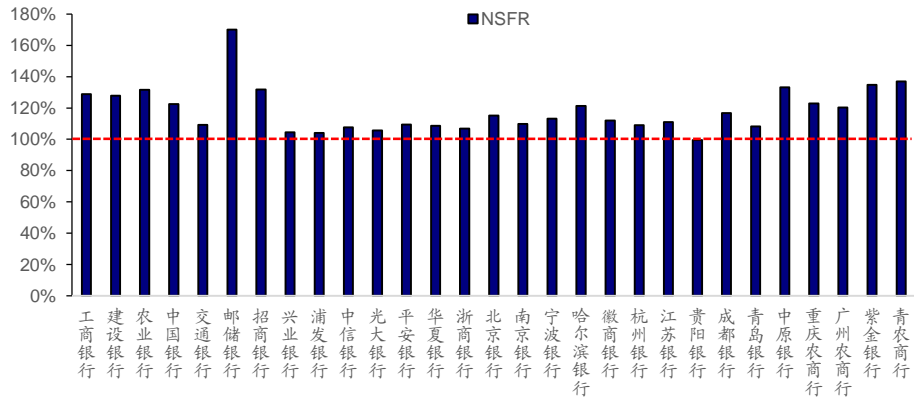
 资料来源：原银保监会⁹，海通证券研究所

图 9 上市银行 LCR（截至 22 年底，%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

⁹ <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/governmentDetail.html?doId=270854&itemId=861&generalType=1>

图10 上市银行 NSFR (截至 22 年底)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

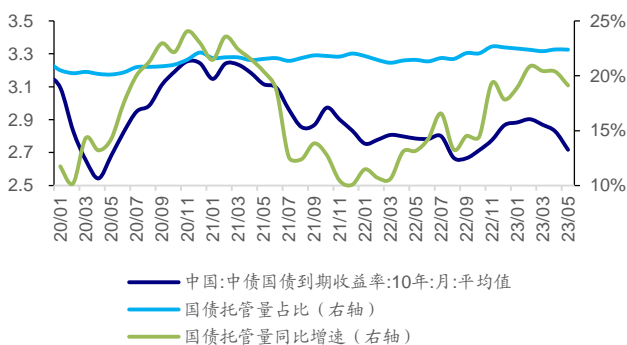
2.2.2 收益率层面

考虑税收成本和资本占用成本后, 我们可以估算各券种对银行而言的投资性价比。值得注意的是, 收益率层面的比较仅是银行资金运用决策的考虑维度之一。对银行而言, 满足监管要求、综合收益、维系客户关系进而拓展存款等业务、符合授信要求等仍是更为主要的考虑因素。因此, 实际的大类资产配置以及具体券种选择未必和收益排序一致。具体来看:

1) 国债和国开债。国债、国开债收益率提升时, 银行自营出于配置目的会进行增配, 二者托管量同比增速与债券收益率均同向变动。从比价效应来看, 19 年以来国开债收益率较国债之间的利差从 0.43pcts 下降至 23 年 5 月的 0.16pcts (不考虑税收成本)。相应的, 银行持有政金债的占比也较国债持续下降, 二者在 19 年初基本持平, 到 23 年 4 月政金债占比已低于国债占比 5.5pcts。

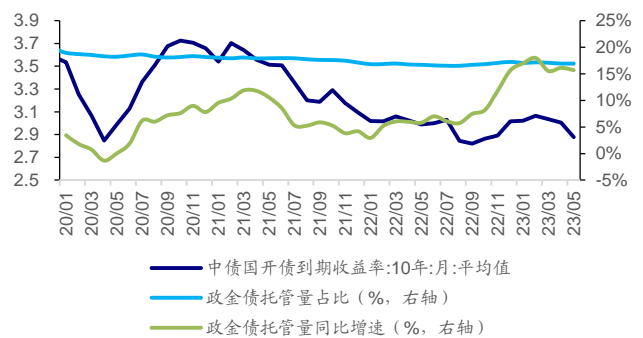
2) 信用债 (我们使用口径为: 企业债+中票+短融超短融)。信用债在银行总债券托管量中的占比仅为 4%~5%左右, 且配置信用债受到授信要求等诸多限制, 因此收益率的变动对于信用债持仓绝对水平不会有太大的影响。2019 年以来 3Y 期 AAA 级中票收益率与信用债托管量同比增速之间的相关系数仅为 0.2 (截至 23 年 5 月, 下同)。

图11 国债收益率与国债托管量同比同向变动 (%)

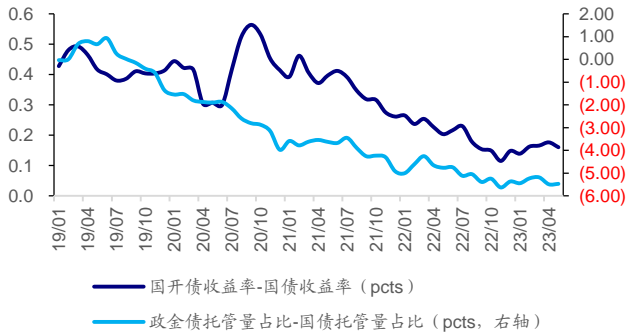


资料来源: Wind, 中债登、上清所, 海通证券研究所

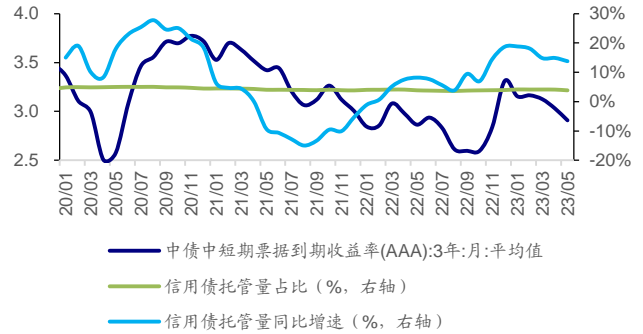
图12 国开债收益率与政金债托管量同比同向变动 (%)



资料来源: Wind, 中债登、上清所, 海通证券研究所

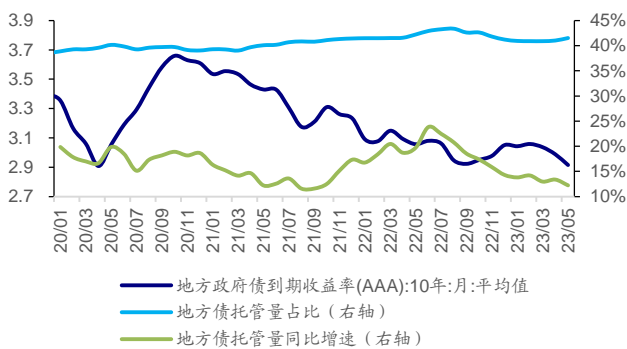
图13 政金债相较于国债的利差和托管量占比均持续下降


资料来源: Wind、中债登、上清所, 海通证券研究所

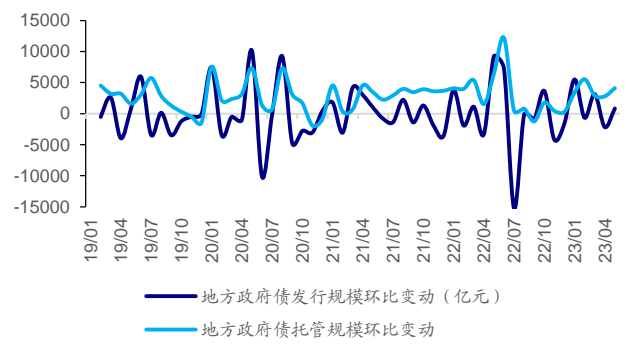
图14 中票收益率与信用债托管量变动关系不大 (%)


资料来源: Wind、中债登、上清所, 海通证券研究所

3) 地方政府债。 商业银行积极配合地方债发行并进行部分认购, 有助于维系其与当地政府之间的关系, 也是支持财政政策的方式之一。因此, 银行的地方政府债托管量与发行量之间呈现出明显的正相关关系, 与收益率的关系反而较弱。2019年以来, 地方政府债月度发行增量和托管增量之间的相关系数为 0.55, 和收益率之间的相关系数反而为-0.15。

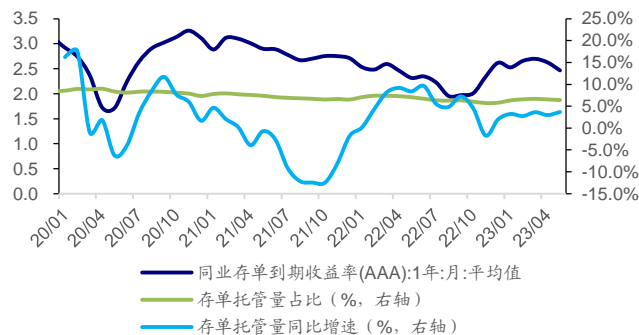
图15 地方政府债收益率与托管量呈反向关系 (%)


资料来源: Wind、中债登、上清所, 海通证券研究所

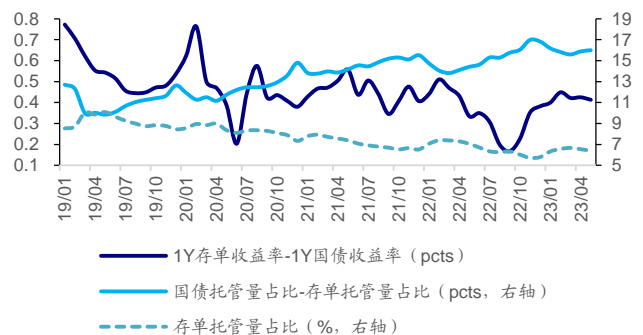
图16 地方政府债发行规模与托管量变动呈正向关系 (亿元)


资料来源: Wind、中债登、上清所, 海通证券研究所

4) 同业存单。 同业存单期限较短, 是银行进行短期流动性管理的重要工具, 其配置需求受到银行闲置资金、负债端成本和稳定性等因素影响, 和收益率之间的相关性相对较弱, 19年以来存单托管量同比增速和收益率之间的相关系数仅为 0.03, 在总托管量中的占比稳定在 6%~9%之间。从存单相较于国债的利差情况来看, 19年以来 1Y 期存单利差趋降, 存单托管量占比从 8.5%下降到了 23年5月的 6.4%, (存单托管量占比-国债托管量占比)与存单利差之间的相关系数为 0.52。

图17 存单收益率与托管量变动相关性较弱 (%)


资料来源: Wind、中债登、上清所, 海通证券研究所

图18 存单相较于国债的利差和托管量占比情况


资料来源: Wind、中债登、上清所, 海通证券研究所

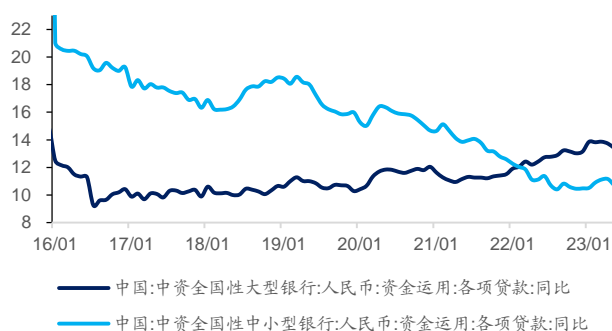
3. 银行自营配债的未来趋势展望

3.1 17年以来，大行和中小行配债行为表现分化

2017年以来，大行和中小行在信贷投放、盈利能力等方面出现分化，中小行信贷投放不足且净息差承压。2017年以来，防风险去杠杆的宏观背景之下，信用风险事件频发，企业信用分层加剧；与此同时，银行同业监管加强，过往中小行依赖同业业务实现扩表的方式不再可行，大行和中小行表现出明显的分化特征。与中小行相比，大行在揽储成本、负债端稳定性、业务覆盖面等方面具有绝对优势，其业务下沉对于中小行形成挤占。

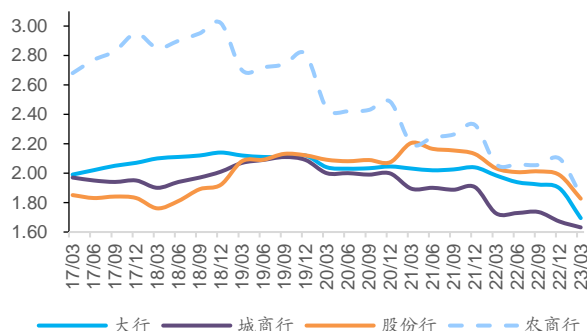
1) 从资金运用方向来看，大行贷款投放同比增速从16年初的12.5%上行至23年5月的13.4%，同期中小行贷款投放同比增速从21.06%下降到10.7%。2) 从净息差来看，城农商行的存款定期化程度更高（22年底的个人定期存款/个人存款余额占比近80%，大行和股份行均不足70%），且高息揽储现象更为普遍，负债成本面临刚性；与此同时，投资管理水平、贷款定价能力薄弱等因素限制了其资产端收益。截至23Q1农商行净息差虽仍为最高（1.85%），但从17年以来的变动趋势来看，农商行、城商行净息差较17Q1分别下降了0.83pcts、0.34pcts，而大行、股份行仅分别下降了0.3pcts、0.02pcts。

图19 大行和中小行信贷投放分化（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

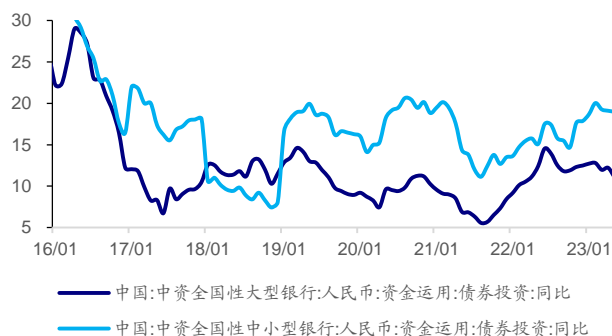
图20 农商行净息差快速收窄（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

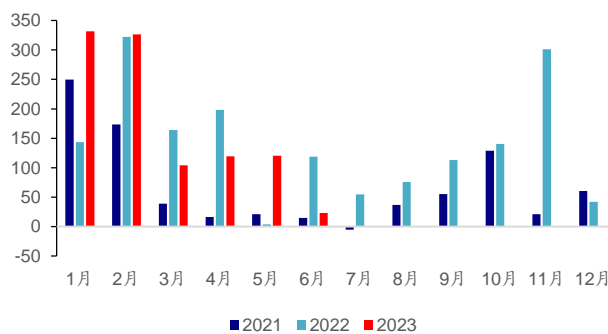
反映在债券市场上，中小行配债力度明显强于大行，构成今年上半年债市重要支撑力量。在信贷投放不足且面临利润压力的情况下，中小行被迫多配债券，19年以来中小行债券投资同比增速持续高于大行。今年以来，大行“抢信贷”行情下这一现象尤为明显。1) 大行债券投资同比增速由1月的12.7%下行至5月的11.1%，同期中小行则持续在18%以上的高位。2) 从今年一季度财报数据来看，上市农商行贷款余额占比从22年底的60%下降至58%，相应的，金融投资占比从30%上升至32%。3) 从现券数据来看，1-5月农商行净买入力度明显高于往年同期水平。

图21 大行和中小行债券投资同比增速表现分化（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图22 今年1-5月农商行日均净买入力度较强，6月减弱（亿元）



资料来源：CFETS；截至6月30日，海通证券研究所

3.2 未来趋势展望：短期分化有望缓解、长期中小行压力仍存

展望下半年，大行和中小行配债分化程度有望缓和。首先，大行信贷节奏或将放缓、配债空间或将提升。从历史规律来看，上半年的信贷投放量一般超过下半年，20-22 年上半年的新增人民币贷款在全年占比为 62%~64%左右，因此下半年大行的信贷投放力度应有所放缓，对应配债空间提升。其次，农商行的配债空间也存在限制，商业银行通常会设定全年的大类资产配置计划，上半年中小行配债强劲或反映在制定计划时已对债券投资有较高意愿。但配债空间仍存在上限，如前文所述，农商行的贷款投放占比不应低于总资产的 50%。实际上，6 月农商行现券净买入规模已大幅减少至 23 亿元。

长期来看，低利率时代将对银行经营和投资构成挑战。在经济增长放缓叠加资本回报率趋于回落共同影响下，未来长期来看十年期国债利率中枢或趋降。低利率环境对银行的长期经营发展构成挑战：1) 对存贷款业务而言，尽管存贷款利率均趋于下降，但存款端利率向下调整的粘性相对更大。此外，存款利率的调降或将带动“存款搬家”和存款活期化趋势，负债结构的变化将进一步使得负债成本的下降面临阻力。2) 对资产投资而言，利率下行时期，部分短端投资到期将面临再投资风险；此外，保收益目标下银行或将倾向于通过加杠杆、拉久期、信用下沉等方式增厚收益，从而加大资产价格波动率。

中小银行生存面临更大挑战，正逐渐向差异化竞争和管理模式科学精细化转型。在低息差趋势下，中小银行经营压力加大。中国人民银行《中国金融稳定报告（2022）》显示，城商行有 13% 的机构为高风险机构，农合机构和村镇银行的高风险数量分别达到 217 家和 118 家，占全部高风险机构的 92%。部分中小银行已通过合并重组的方式化解风险。展望未来，在“机构不出县（区）、业务不跨县（区）”的要求之下，农商行积极服务“长尾客户”，寻求差异化竞争模式或为大势所趋。

信息披露

分析师声明

孙丽萍 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23185717 luying@haitong.com

邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com

荀玉根 副所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@haitong.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com

孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
袁浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
余林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
卓伊萱 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭宏实(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tj13580@haitong.com
联系人
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

姜珊珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@haitong.com
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
联系人
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
潘莹莹(021)23185635 pyl10297@haitong.com
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李妹醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
孟陆(010)56760096 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 ppt13606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com
联系人
石佳艺 sjy15440@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
联系人
余玫翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com
胡鸿程 hhc15605@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbk14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈先龙(021)23219406 cxl15082@haitong.com
陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
联系人
张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com
陈昭颖 czy15598@haitong.com

电子行业 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 联系人 酆奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 xbjq6583@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com 罗 青 lq15535@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 夏思寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 于一铭 yym15547@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 毛冠锦 mgj15551@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxx12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@haitong.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com 苗 欣 mx15565@haitong.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com 李雨泉 lyq15646@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wyj13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦9楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com