

金融主管部门的 2020 年工作会议释放了哪些信号？

——流动性周报第 37 期

行业周报

- ◆ **深入解析 2020 年央行、银保监会工作会议以及《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》。**2020 年初，央行、银保监会相继召开了 2020 年工作会议，就未来货币政策和银行监管工作做了具体部署。同时，近期银保监会制定并印发了《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，我们认为：**一是货币政策重申“灵活适度”，总量“保持定力”与节奏结构“灵活调整”并行。**预计 2020 年定向性货币政策使用力度频度将高于 2019 年，可能会对中小金融机构提供更多的直接流动性支持，流动性再贷款、再贴现、SLF、定向降准等常规工具与金融稳定安排将并行；**二是 MPA 内涵不断丰富，“双支柱”框架日臻完善。**未来很多包括产业政策在内的定向性政策，均有可能通过 MPA 来实施，MPA 的内涵将更加丰富；**三是防范化解金融风险仍是今年金融工作重点，**即原则上金融监管分类施策，不搞“一刀切”和“齐步走”；对待问题金融机构压实三方责任，明确七种处置方式；对待高风险企业强调有序出清；大力压降高风险影子银行业务，一方面对这部分影子银行业务进行一致性、穿透式、全覆盖监管，清理整顿各类假创新、伪创新，另一方面防范流动性风险；**四是银行差异化分层发展“路线图”逐步浮现。**差异化监管原则在更广范围内应用落地，未来银行体系“强者恒强”的马太效应将更加明显，不同类型银行中有望出现标杆机构；**五是首次提出负债质量监管，**提升负债来源多样性、优化负债结构、降低负债成本成为首要之务。**六是 2020 年各类资本补充继续“提速”，**永续债仍是发力重点，但核心一级资本补充难度偏大。
- ◆ **资金面保持平稳，利率回升至合意水平。**一是降准资金本周落地，银行一般存款增长情况较好，司库储备和备付金水平仍处于较高水平，资金面总体稳定，央行已连续 13 个工作日未开展逆回购操作；二是隔夜资金“脱 1”逐步回归至合意水平，7 天和 14 天小幅上行
- ◆ **2020 年同业存需求依然有保证，但中小银行发行或将缩量。**本周部分机构仍在制定存单备案年度计划，加之近期流动性较为充裕，存单发行规模仅为 600 亿元，主要以 1 个月和 3 个月的短期为主。对于 2020 年发行，我们判断**整体发行需求依然有保证，但中小银行发行或将缩量。**2020 年，较高的负债成本和较大的资金补充难度将会推动中小银行同业业务收缩和降低杠杆水平，从而推动中小银行更加回归本源，专注主业。
- ◆ **风险提示：**美伊冲突升级引发地缘政治风险加剧，中小银行流动性风险承压。

买入（维持）

分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）
010-56513033
wangyf@ebscn.com

联系人

董文欣
010-56513030
dongwx@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

2020 年“早春”对信贷投放影响几何？——流动性周报第 36 期
.....2020-1-5
为什么今年隔夜利率频繁“破 1”？——流动性周报第 35 期
.....2020-1-30
近期流动性热点解析：1 月货币政策几多期待——流动性周报第 34 期
.....2019-12-22

目录

1、详细解析 2020 年央行、银保监会工作会议及《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》	3
1.1、 货币政策重申“灵活适度”，总量“保持定力”与节奏结构“灵活调整”并行	3
1.2、 MPA 内涵不断丰富，“双支柱”框架日臻完善	3
1.3、 防范化解金融风险仍是今年重点工作	4
1.4、 银行业差异化分层发展“路线图”逐步浮现	5
1.5、 首次提出“负债质量监管”，提升负债来源多样性、优化负债结构、降低负债成本成为首要之务	6
1.6、 2020 年各类资本补充“提速”，核心一级资本补充难度偏大	7
2、 市场流动性与存单发行	8
2.1、 资金面保持平稳，利率回升至合意水平	8
2.2、 2020 年同业存单需求依然有保证，但中小银行发行或将缩量	8
3、 风险提示	9

1、详细解析 2020 年央行、银保监会工作会议及《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》

2020 年初，央行、银保监会相继召开了 2020 年工作会议，就未来货币政策和银行监管工作做了具体部署。同时，近期银保监会制定并印发了《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)，我们对其中比较有新意的内容详细解读如下：

1.1、货币政策重申“灵活适度”，总量“保持定力”与节奏结构“灵活调整”并行

“灵活适度”是中央经济工作会议对于货币政策最新的定调，之后在四季度货币政策例会以及 2020 年工作会议上多次提出。在此之前，中央对货币政策的定调是“松紧适度”，与“灵活适度”的主要区别体现在**后者的相机抉择性更强，赋予了货币政策更为灵活的操作空间。**

在当前经济下行压力加大的形势下，要在 2020 年实现“两个目标”，货币政策面对各类矛盾更加注重“稳增长”，经济增长“小康底”仍在。但放松并非“大水漫灌”，局部时点可以加大放松力度，但另一些时点则要边际收敛，归根结底是要满足“促进货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应”的基本原则，货币政策总量将“保持定力”，“托而不举”。我们在《缓寻芳草 徐步前行——银行业 2020 年投资策略》中预判，2020 年人民币信贷增速将从目前的 12.4%左右回落至 11-11.6%，即信贷增量与去年持平或略多 1 万亿。

我们认为 2020 年货币政策整体灵活适度的情况下，节奏结构调整或有亮点，2020 年定向性货币政策使用力度频度将高于 2019 年。可能会对中小金融机构提供更多的直接流动性支持，方式包括再贷款、再贴现、SLF、定向降准等常规工具，也可能包括以维持流动性安全或金融稳定为目标的定向性政策。

1.2、MPA 内涵不断丰富，“双支柱”框架日臻完善

央行工作会议提出要“加快完善宏观审慎管理框架”，包括编制指引、压力测试、跨境资金流动性、D-SIBs、金融控股公司监督管理等。2016 年央行最初推出 MPA 框架时，推出了 7 大指标体系，包括资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、跨境融资风险以及信贷执行政策。随着形势的发展，后续对这 7 大指标体系进行了补充优化。**比较具有代表性且对商业银行业务发展具有较大影响的包括：**

一是将制造业和房地产信贷投放纳入信贷执行政策体系。自年中央行召开优化信贷结构座谈会后，三季度货币政策执行报告也提出探索将制造业和房地产贷款纳入 MPA 考核。央行 2020 工作会议要求“加快建立房地产金融长效管理机制”，银保监会 2020 工作会议提出对于房地产“严格执行授信集中度等监管规则，严防信贷资金违规流入房地产领域”。我们认为，房地产与制造业信贷两个行业“一控制、一鼓励”均会在 MPA 中予以体现，在存量增量信贷占比、信贷增速要求，会有明确的差异化要求。料 2020 年房地产融资调控将坚持“稳中从紧”，超过行业均值的银行信贷增量占比将向

存量均值目标压降，但会随着经济形势变化“节奏有变”，看点在于全面落实“因城施策”。

二是贷款定价或纳入MPA考核。我们多次强调，在新LPR形成机制下，央行需要从基准和点差两方面入手引导贷款利率下行。而未来央行将贷款定价纳入MPA考核，核心目的是从点差端加强对贷款定价的管控，进而达到快速“降成本”的目的。同时，由于定价行为在MPA中实施“一票否决”制，这将促使银行加大信贷结构调整和超FTP贷款定价审批管控，确保信贷加权综合利率满足MPA考核要求。

总之，MPA作为赋予央行的新职能，仍在不断完善与健全之中，未来很多包括产业政策在内的定向性政策，均有可能通过MPA来实施，MPA框架的内涵将更加丰富。

1.3、防范化解金融风险仍是今年重点工作

今年是防范系统性金融风险攻坚战的收官之年，2020年央行和银保监会工作会议、指导意见均提及防范化解金融风险，这也是今年金融工作的重点。央行、银保监会工作会议以及《指导意见》强调了以下内容：

一是“防风险”更加坚持客观审慎的监管原则，不搞“一刀切”和“齐步走”。银保监会工作会议强调了2020年工作坚持“六个必须”，其中提及“必须防止发生处置风险的风险，做到徐缓调理与外科手术相结合，实现稳中有进、标本兼治。必须加强主动沟通协调，形成合力，提高效率。必须区分情况分类施策，实行一地一策，一企一策，不搞‘一刀切’和‘齐步走’”。这表明，2020年将更加注重平衡好“稳增长”和“防风险”之间的关系，把握好处置风险的力度节奏，防止次生风险的形成，针对不同风险状况将坚持分类施策、精准拆弹、在线修复，做到问题导向、目标有限、逐步化解存量金融风险。

二是对待高风险金融机构强调压实三方责任，明确七种处置方式。高风险金融机构处置在2019年获得了突破性进展，2020年仍是“防风险”重点工作。央行和银保监会工作会议均强调，在处置问题金融机构上，要压实金融机构的主体责任、地方政府属地风险处置责任和维稳第一责任、金融监管部门监管责任和人民银行最后贷款人责任，坚决防范道德风险。

我们认为，当前阶段对待问题金融机构的仍是“自救”为主，通过改善公司治理和健全风控体系实现“止血”，通过夯实股东责任和引进战略投资者等手段实现“输血”，通过恢复可持续经营能力实现“造血”。对于问题金融机构股东而言，必须承担损失吸收责任，方能有效控制道德风险，可采取的手段包括股东缩股、折价增发等；地方政府对于本地金融稳定负有主体责任，问题机构处置坚持“谁家的孩子谁抱”、“有病先在地方治”的原则；在各方穷尽手段的基础上，人民银行在国务院批准下，再发挥最后贷款人职能。

与此同时，监管部门所强调的“制定实施恢复与处置计划”可能在未来建章立制，明确给出了“不良资产处置、直接注资重组、同业收购合并、设立处置基金、设立过桥银行、引进新投资者以及退出市场”7种问题机构处置方式。2019年以来，在对包商银行、恒丰银行、锦州银行等一批问题金融机构的处置过程中，已经采取了部分有代表性的举措。我们相信，未来对问题金融机构处置会多措并举，多种方式并用，化解问题金融机构风险。

三是对待高风险企业需要有序“出清”。银保监会《指导意见》指出“稳

妥化解集团客户信用风险，有序退出僵尸企业”，该意见遵循了2019年四季度中央经济工作会议提出的“有序推进僵尸企业处置”的原则，较2019年年中中央政治局会议提出“加快僵尸企业出清”态度明显缓和。也是监管当局对于目前风险形势客观判断的结果。目前，部分地方国企风险压力加大，有一定蔓延趋势，为防止一些区域陷入“经济—金融”收缩循环，更多采用“债委会”模式进行缓释风险，同步倒逼地方国企加快改革步伐。结合一段时期以来“债委会”运行缓释风险的形势，我们认为监管特别指出集团客户信用风险，预示着目前主要风险点和风险处理难点在于集团客户；而对僵尸企业的处置，政策态度也从积极主动切换为稳妥有序。

四是继续强调拆解“影子银行”，大力压降高风险影子银行业务。在影子银行化解方面，2017年启动“治乱象”至今，三年来已累计压降影子银行16万亿，风险得到有效控制。但需要注意的是，随着影子银行业务规模的萎缩，局部性社会信用收缩压力加大，部分弱资质信用主体融资渠道收窄，进而加剧了信用风险和流动性风险的暴露。此次银保监会工作会议强调，要“继续拆解影子银行，特别要大力压降高风险影子银行业务，防止死灰复燃”。我们认为，未来将主要针对高风险影子银行业务加强监管，对这部分影子银行业务进行一致性、穿透式、全覆盖监管，清理整顿各类假创新、伪创新。同时，也会坚持“一行一策”，根据各家银行实际情况，合理安排存量资管产品处置计划，针对具体问题出台相应监管意见，保证“资管新规”过渡期结束之前不发生流动性风险等次生灾害。未来，我们认为可能的出台新监管意见的领域包括：对于表外问题资产的处置；明股实债、产业基金、复杂资本工具、“债转股”基金、等股权类资产安排；超长期债权（含非标）资产处置规划等。

1.4、银行业差异化分层发展“路线图”逐步浮现

《指导意见》提出，“推动形成多层次、广覆盖、有差异的银行保险机构体系”。我们认为，随着金融供给侧结构性改革的深入推进，**未来形成差异化的经营特色应是银行业发展的大方向**。具体来看：

从银行经营来看，对于开发性、政策性银行，要明确细化业务边界，有效服务国家重大战略和薄弱环节；对于大型银行，意见定位为“做强”，提升综合金融服务水平；对于股份制银行，要坚持差异化市场定位，实现特色化经营；城市商业银行要建立审慎经营文化，合理确定经营半径，服务地方经济、小微企业和城乡居民；农村中小银行要坚持支农支小市场定位，增强县域服务功能。

未来，我们相信能够观测到：**一方面**大型银行在提升综合化服务能力的同时，也会成为各类“补短板”政策的践行者，优质银行因制度和治理获得的超额利润，将会在追求“经济效益和社会效益的统一中”反哺实体。**另一方面**是尾部中小银行重点在“防风险”，增资扩股、并购整合将明显增加，农信农合机构股份制改造为农商行提速，重点在省联社改革；中小银行不再单纯追求“做大”，将更加回归本源、专注主业、服务本地、扎根基层，不再盲目追求跨域经营，部分发展激进的中小银行将面临持续的同业“去杠杆”压力。

总体来看，监管对于银行业发展的大方向在于减少同质化竞争，形成“大而优、小而美”的竞争格局。我们预计未来银行体系分层将加剧，“强者恒强”的马太效应将更加明显，不同类型银行在各自赛道均有望出现标杆机构。

1.5、首次提出“负债质量监管”，提升负债来源多样性、优化负债结构、降低负债成本成为首要之务

此次 2020 年银保监会工作会议强调，“全面加强资产和负债质量监管，在现有五级分类基础上，细化分类规则，提高资产分类准确性。尽快制定负债质量监管办法，提高银行保险机构，特别是中小机构负债的稳定性和匹配性”。其中负债质量监管为首次提出。我们认为，负债质量监管体现为四个方面：

一是提升负债来源的多样性，优化负债结构。目前，商业银行负债来源主要包括一般存款、同业负债、央行资金以及债券发行等。对于大型商业银行而言，受益于信用评级较高、客户基础较好、营业网点分布广泛等因素，各类负债来源较为稳定，特别是中长期稳定负债基础较为扎实。但中小银行对同业负债、高息存款的依存度较高，不仅无意于降低实体经济融资成本，也会导致中小银行面临较高的流动性风险。因此，负债质量监管的首要之务在于提升负债来源的多样性，结构负债结构，特别是夯实中长期稳定负债基础。

二是降低银行负债成本。在新 LPR 形成机制下，银行负债成本的高低是引导信贷利率下行的关键变量。然而，目前银行特别是股份制银行和城商行对于主动负债依赖程度较高，负债成本刚性较强，货币政策价格信号难以实现有效传导，进而抑制了信贷利率下行。因此，加强负债质量监管的另一个重要方向，在于通过政策制度完善降低银行负债成本。事实上，近期监管部门已对结构性存款、带有靠档计息特点的智能存款以及现金管理类理财等高息表内外负债出台了相关政策予以规范和管控，我们预计后续将会出台对于一年期以上大额存单价格上浮比例、结构性存款均值收益、利率自律公约下定期存款定价上浮比例等领域的管控措施，从而实现对高息主动负债成本的全面约束。

三是引导降低中小银行资产负债期限错配。一直以来，中小银行负债端较为依赖银行间市场批发资金，资产端信贷、同业应收类资产以及长久期低评级信用债配置占比较高，导致资产负债期限错配水平较高。包商银行事件的背后，反映出部分中小银行流动性风险隐患较大，在面对外部冲击或自身经营问题时缺少自我结构调整的韧性，尤其是在面临重大负面舆情变化时，负债端同业资金链条瞬时断裂，由流动性风险所衍生的信用风险将交叉传染至其他业务关联机构，影响面“广”且“深”，又会对关联金融机构稳健经营形成冲击，复杂“链式反应”将冲击整个金融体系稳定。因此，对于中小银行负债质量的监管，重点在于引导降低资产负债期限错配，降低对短期批发性资金的依赖，缓解央行-大行-中小行流动传导链条的脆弱性。

四是完善中小银行流动性监管指标体系。目前，银保监会设置的指标主要针对资产规模 2000 亿以上的银行，导致中小银行资产负债期限管理缺乏有效约束，潜在流动性风险较大。预计后续监管部门将研究制定出台针对中小银行的监管指标体系，例如使用 NSFR 指标约束整体资产负债期限结构，引导夯实中长期稳定负债基础。同时也可能设置部分融资集中度指标，例如十大同业融入比例和十大存款客户比例等限额要求，用以实现负债端的稳定。

1.6、2020 年各类资本补充“提速”，核心一级资本补充难度偏大

近年来，银行一方面积极响应国家政策，坚持回归本源，资本消耗不断增加，另一方面，经济下行周期下，受不良侵蚀、利润增速放缓影响，资本内生补充能力持续减弱，资本充足率普遍承压。

目前，我国四大行作为 G-SIBs 成员，需要满足 TLAC 监管框架最低总损失吸收能力要求。根据我们的测算，在 TLAC 压力下，未来 5 年四大行若保持 5% 的年均净利润增速，维持 RWA 保持 8% 左右增速，需年均补充约 1000 亿左右 TLAC 工具。另一方面，我国央行已经发布了《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》，预计纳入 D-SIBs 的银行将面临更高的资本充足率标准，部分股份制银行将受到影响，可能触发核心一级资本补充需要。

2019 年，有 7 家银行实现 IPO，1 家股份行完成定增，3 家上市银行实现转股，永续债发行近 5700 亿，二级资本债发行近 6000 亿，其中永续债的发行是全年的亮点。央行工作会议提出“继续推动银行通过发行永续债等途径多渠道补充资本”，我们预计 2020 年仍是各类资本工具发行的“大年”。

核心一级资本补充难度偏大。在经济下行周期下，多数银行仅能通过利润留存增加内生补充（增发面临监管审批、价格等多方面约束；部分银行发行可转债，但可转债能否顺利实现转股受股价影响较大），在回归信贷业务、资管业务回表、“债转股”、逾期贷款认定趋严、《金融资产分类管理办法》等因素影响下，银行未来资本消耗需求将进一步加大，对部分银行而言既有利润转增资本难以支撑业务发展。另一方面，以 LPR 为主的利率市场化改革将不断压降银行盈利水平，ROE 趋于下行，在负债端成本尚无显著改善情况下，最终将影响银行利润增长及内生性资本补充。

表 1：2020 年央行、银保监会工作会议及《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》主要内容

2020 年央行工作会议	《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》	2020 年全国银行业保险业监督管理工作会议
<ul style="list-style-type: none"> ★保持稳健的货币政策灵活适度。 ★坚决打赢防范化解重大金融风险攻坚战。 ★以缓解小微企业融资难融资贵问题为重点，加大金融支持供给侧结构性改革力度。 ★加快完善宏观审慎管理框架。 ★继续深化金融改革开放。 ★加强金融科技研发和应用。 ★全面提高金融服务与金融管理水平。 	<ul style="list-style-type: none"> ★推动形成多层次、广覆盖、有差异的银行保险机构体系。优化大中型银行功能定位，增强地方中小银行金融服务能力，强化保险机构风险保障功能，积极推动外资银行保险机构发展，培育非银行金融机构特色优势，发挥银行保险机构在优化融资结构中的重要作用 ★完善服务实体经济和人民群众生活需要的金融产品体系。积极开发支持战略性新兴产业、先进制造业和科技创新的金融产品，加大民营企业和小微企业金融产品创新，优化“三农”金融产品供给，大力发展绿色金融，丰富社会民生领域金融产品供给，增强金融产品创新的科技支撑 ★精准有效防范化解银行保险体系各类风险。积极稳妥推进问题金融机构处置，有序化解影子银行风险，加强重点领域风险防控，大力整治违法违规金融活动，增强抵御风险能力 	<ul style="list-style-type: none"> ★稳妥处置高风险机构，压实各方责任，全力做好协调、配合和政策指导。 ★继续拆解影子银行，特别要大力压降高风险影子银行业务，防止死灰复燃。 ★坚决落实“房住不炒”要求，严格执行授信集中度等监管规则，严防信贷资金违规流入房地产领域。 ★对违法违规搭建的金融集团，要在稳定大局的前提下，严肃查处违法违规行为，全力做好资产清理，追赃挽损，改革重组。 ★深入推进网络借贷专项整治，加大互联网保险规范力度。 ★继续努力配合地方政府深化国有企业改革重组，加快经济结构调整，化解隐性债务风险。 ★有效防范化解外部冲击风险，做好银行保险机构压力测试，完善应对预案，稳定市场预期。 ★抓紧出台商业银行小微企业金融服务监管评价办法，普惠型小微企业贷款综合融资成本要再降 0.5 个百分点，贷款增速要高于各项贷款平均增速，5 家大型银行普惠型小微企业贷款增速高于 20%。 ★强化对民营企业特别是民营制造业企业金融服务，突出支持先进制造业和产业集群，重点纾解有市场前景企业的流动性困难。 ★引导银行理财和信托业稳妥转型，建立完善养老保障第三支柱，在优化金融产品结构和机构体系的同时，为资本市场长期持续健康

<p>★建立健全中国特色现代金融企业制度。全面加强党的领导，严格规范股权管理，加强“三会一层”建设，优化激励约束机制，强化金融消费者合法权益保护</p> <p>★实现更高水平的对外开放。深化银行业和保险业对外开放，引进先进国际专业机构，支持银行保险机构“走出去”</p> <p>★加强金融监管和廉洁金融建设。</p>	<p>发展打牢基础。</p> <p>★进一步扩大对外开放，加快已出台政策落地见效。</p> <p>★全面加强资产和负债质量监管，在现有五级分类基础上，细化分类规则，提高资产分类准确性。尽快制定负债质量监管办法，提高银行保险机构，特别是中小机构负债的稳定性和匹配性。</p> <p>★探索完善银行保险机构恢复与处置机制，会同相关部门抓紧研究确定国内系统重要性金融机构名单。区分系统重要性与非系统重要性机构，实施差异化监管。</p> <p>★健全商业车险费率市场化形成机制，推进再保险市场建设，扩大巨灾保险试点范围。</p>
--	--

资料来源：人民银行官网，银保监会官网，光大证券研究所

2、市场流动性与存单发行

2.1、资金面保持平稳，利率回升至合意水平

本周流动性较为充裕，资金利率回归合意水平。

一是降准资金本周落地，央行继续暂停公开市场操作。1月6日，央行正式下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金8000多亿元。本周仅降准当日有500亿逆回购到期，在开门红引导下，银行一般存款增长情况较好，司库储备和备付金水平仍处于较高水平，资金面总体稳定。央行并未进行公开市场操作，且已连续13个工作日未开展逆回购操作。

二是隔夜资金“脱1”逐步回归至合意水平，7天和14天小幅上行。跨年年后，资金利率明显回落，隔夜利率一度破“1”。尽管本周流动性仍然充裕，但伴随1月份缴税临近、地方债批量前置发行、春节取现以及信贷投放需求的加大，各期限资金利率均有上行，其中隔夜利率上行幅度较大。具体而言：本周Shibor隔夜、7天和14天较上周分别上行61bp、14bp和10bp至1.77%、2.49%和2.29%；DR隔夜、7天和14天价格较上周分别上行62bp、36bp和42bp至1.77%、2.38%和2.43%。

2.2、2020年同业存单需求依然有保证，但中小银行发行或将缩量

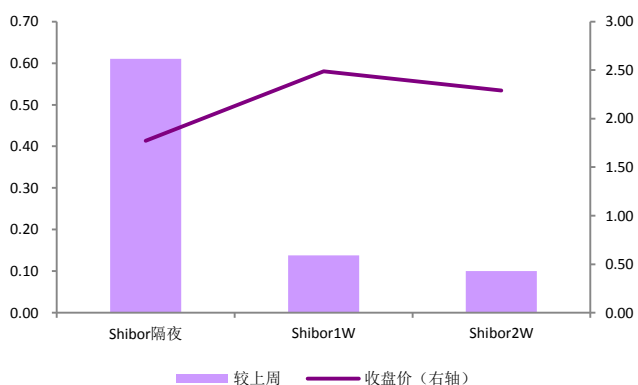
本周部分机构仍在制定存单备案年度计划，加之近期流动性较为充裕，存单发行规模较少，本周发行规模仅为600亿元，结构上主要以1个月和3个月的短期为主。价格方面，各期限存单价格总体下行，1M、3M、6M、9M和1Y价格分别较上周下行10bp、5bp、0bp、18bp和1bp至2.40%、2.55%、3.17%、2.80%和2.89%。

对于2020年同业存单发行，我们初步判断**总体需求依然有保证**。在货币政策灵活适度下，流动性总体较为宽裕，存单价格与同期限结构性存款和大量存单仍有一定利差。随着新LPR机制的实施，银行NIM存在下行压力，在负债结构调整上，存在通过存单发行替换MLF和结构性存款等高成本资金的诉求。

但中小银行NCD发行或将缩量，驱动同业业务继续“去杠杆”。传统上，同业存单市场是中小银行获得资金来源的重要渠道，包商银行事件之前，市场对机构刚性兑付预期较强，交易对手的信用风险仅会影响存单定价的溢价水平，但对资金可得性影响相对有限，信用利差也相对较低。包商银行事

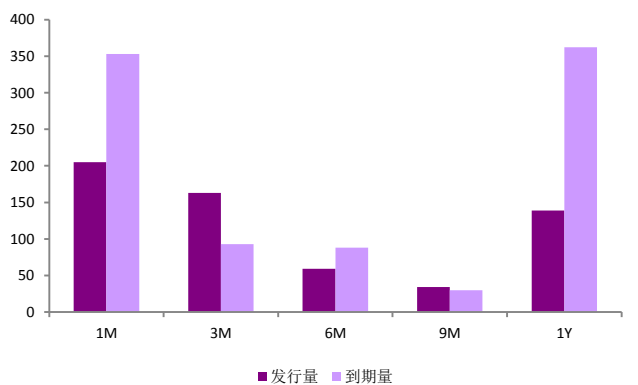
件后，“刚兑”预期被打破，中小银行同业存单发行受到大幅冲击，在银行间市场同业存单发行往往陷入“有价无市”局面，发行成功率一度跌至30%左右，与国股存单收益率分化明显加大。尽管在央行实施各类流动性救助举措之后，存单市场交易有所恢复，但流动性分层已然形成。近期，现金管理产品征求意见稿要求现金管理产品投资于主体信用评级低于AA+的商业银行的银行存款与同业存单应当经本机构董事会审议批准，此举将在一定程度上增加现金管理类产品配置中小银行同业存单的难度，考虑到银行理财是这些资产的主要资金来源，中小银行的负债压力可能进一步增加。2020年，中小银行存单发行缩量，较高的负债成本和较大的资金补充难度将会推动中小银行同业业务收缩和降低杠杆水平，从而推动中小银行更加回归本源，专注主业。

图 1: Shibor 运行情况 单位: %



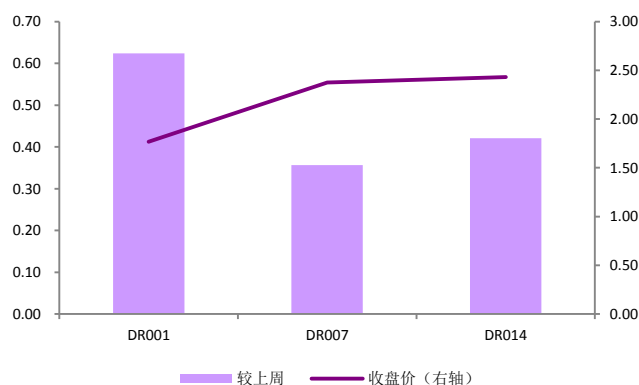
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据截至 2020 年 1 月 10 日

图 3: 各期限存单发行情况 单位: 亿元



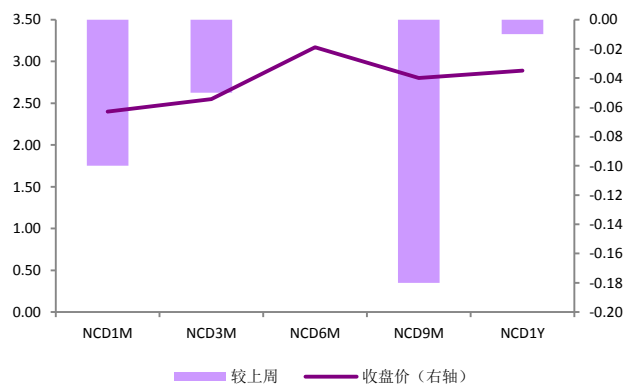
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据截至 2020 年 1 月 10 日

图 2: DR 运行情况 单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据截至 2020 年 1 月 10 日

图 4: 各期限存单价格 单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据截至 2020 年 1 月 10 日

3、风险提示

美伊冲突升级引发地缘政治风险加剧，中小银行流动性风险承压。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼