

银行

2023年06月21日

银行自营投资研究攻略：全景透视与逻辑详解

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

朱晓云（联系人）

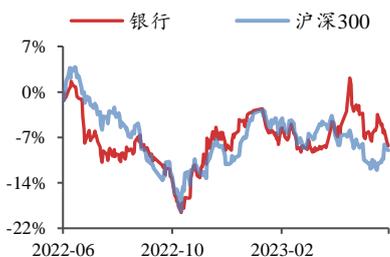
liuchengxiang@kysec.cn

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790123060024

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《“中特估”未完待续，绩优行修复可期——行业投资策略》-2023.6.16

《政策有望落地稳预期，银行估值修复可持续——行业点评报告》-2023.6.14

● 初识银行自营投资——科目划分与业绩贡献

银行自营投资可以理解为银行运用自有资金开展的投资业务，体现在资产负债表上，对应“金融资产投资”项目，根据持有目的不同可分为配置盘和交易盘。配置盘主要以获取票息收入为目的，交易盘通过把握二级市场行情变化获取波段收益，2022年上市银行配置盘占比约85%，自营投资以配置策略为主。体现在利润表上，配置盘投资主要影响利息收入，交易盘主要贡献投资净收益和公允价值变动净收益，交易盘中金融资产的市值波动会影响当期损益。

● 自营投资逻辑解析：多重约束下谋求高收益

约束一：投资范围与额度，自营投资主要投向固定收益类品种，投资额度受到大额风险暴露上限约束；**约束二：流动性管理**，基于优化流动性监管指标的诉求，银行自营会形成国债/政金债>地方政府债/AA-及以上非金融公司债>其他的偏好；**约束三：资本管理**，银行客观上需满足资本监管要求，在资本额度紧张时压缩信用债等高资本消耗业务，主观上亦倾向于提高资本使用效率，偏好利率债等资本占用少的投资品种。

谋求高收益：(1) 不轻易加杠杆，银行是债市主要资金融出方；(2) 信用下沉性价比不高，考虑资本占用、税收等因素后，信用债投资性价比并不高，部分城商行会投资一些当地城投债；(3) 灵活运用久期，但需考虑利率风险。

● 自营投资决策过程&各类银行自营投资结构分化

ALCO 统筹决策，金融市场部等前台部门落实投资，资产负债管理部等中后台部门监控管理。(1) 资产负债管理委员会 (ALCO)：定期做出下阶段投资总额度及重点投资品种规模安排。投资总额度影响因素：①可用资金规模：存款增长快时可用资金增多，一般投资额度会增加；②信贷与投资额度分配：银行优先投放贷款，信贷需求旺盛时投资额度减少，但也受信贷性价比影响，当贷款收益率下行较快时，投资综合收益率或不如买债。(2) 金市部在业绩考核下根据利率环境摆布投资盘子。(3) 资负部对金市部等部门投资行为进行监控与调节。

负债成本和考核压力不同导致各类型银行自营投资结构分化：负债成本最低的国有行政府债占比最高；城商行和股份行政府债占比最低，通过投资信用债、基金、非标等产品增厚收益；农商行信用债和非标投资面临严格监管约束，同业存单配置力度大。

● 投资建议

(1) 筛选自营投资能力强的银行：自营投资对业绩贡献度逐渐提升，投资能力分化或已成为银行业绩和股价分化关键因子。建议关注自营投资对业绩贡献大且投资能力较强的银行，受益标的成都银行、浙商银行、宁波银行和南京银行等。

(2) 固定收益品种：积极关注银行投资行为变化，如利率债投资需紧盯大行配债额度和地方债发行节奏，同业存单关注农商行配债边际变化等。

● 风险提示：宏观经济增速下行，资本新规等监管办法趋严执行等。

目 录

1、 银行自营投资值得条分缕析、深入研究.....	6
1.1、 银行自营投资对债券市场有举足轻重的影响.....	6
1.2、 自营投资对银行业绩愈发重要，但其影响难以简单评估与预测.....	8
1.3、 发现趋势，提出问题，选择切入点.....	9
2、 初识银行自营投资——科目划分与业绩贡献.....	10
2.1、 厘清金融投资三分类：FVTPL / FVOCI / AC.....	10
2.2、 理解自营投资的目的：交易盘&配置盘.....	12
2.3、 剖析自营投资对银行业绩的影响机制.....	15
3、 自营投资逻辑解析：多重约束下谋求高收益.....	17
3.1、 约束一：投资范围与额度.....	18
3.2、 约束二：流动性管理的要求.....	19
3.2.1、 自营投资承担一定调节全行流动性的职能.....	19
3.2.2、 优化流动性监管指标.....	20
3.2.3、 日间流动性管理：备付率影响银行短期配债行为.....	22
3.3、 约束三：资本管理——“资本新规”或将重塑银行投资行为.....	22
3.3.1、 银行客观上需满足资本监管要求.....	22
3.3.2、 银行主观上倾向于提高资本使用效率.....	24
3.3.3、 资本新规首次明确基金产品资本计量标准.....	25
3.4、 自营投资谋求高收益的方法：杠杆、下沉、久期、节税.....	28
3.4.1、 不轻易加杠杆，银行是债市主要资金融出方.....	29
3.4.2、 银行自营做信用下沉性价比不高，因此比较谨慎使用.....	30
3.4.3、 灵活运用久期，但需考虑利率风险.....	31
3.4.4、 合理节税是提高税后收益的重要手段.....	33
4、 自营投资决策过程揭秘.....	33
4.1、 参与自营投资的部门：资负、金市、同业专营等.....	33
4.2、 从决策到执行，多部门的博弈与协同.....	34
4.2.1、 决策机制：ALCO 安排总投资与重点品种额度.....	35
4.2.2、 投资执行：金市部在收入、利润、RAROC 等考核下摆布投资盘子.....	36
4.2.3、 监控与调节：资产负债管理部主导.....	40
5、 各类银行自营投资的差异.....	40
5.1、 自营投资结构：交易盘买基金，配置盘买利率债.....	40
5.2、 银行投资行为的分化：约束条件下选择的最优解不同.....	41
5.2.1、 国有行：投资风格稳健，超配地方债.....	41
5.2.2、 股份行&城商行：投资结构多元，基金投资占比高.....	43
5.2.3、 农商行：严格监管约束下博收益，超配同业存单.....	44
6、 投资建议.....	47
6.1、 筛选自营投资能力强、业绩贡献高的银行.....	47
6.2、 固定收益品种：关注银行投资行为边际变化.....	52
7、 风险提示.....	53
8、 附表：上市银行金融投资结构.....	54

图表目录

图 1: 国有行金融投资规模大 (万亿, 2022)	6
图 2: 银行为债市主要参与方 (中债托管口径, 2023-05)	6
图 3: 2022 年底银行投资行为变化, 推动债券市场“负反馈”	7
图 4: 2022.11 存款类金融机构持债规模上升 (亿元)	7
图 5: 2022.11 存款类金融机构增持利率债品种 (亿元)	7
图 6: 大型银行信贷投放维持强势	8
图 7: 中小型银行债券投资增速快	8
图 8: 多家上市银行 2022Q4 单季营收负增	8
图 9: 国有行 2023Q1 非息收入细项同比高增	9
图 10: 2023Q1 国有行公允价值变动损益贡献营收	9
图 11: 披露一季报后, 5 月初大行集体上涨	9
图 12: 银行自营投资利率债、基金占比提升, 非标、信用债占比下降	10
图 13: I9 新规下金融资产分类需通过现金流测试	11
图 14: I9 新规后银行自营更多投资标的分类至 FVTPL	11
图 15: 2019 年后商业银行持仓二级资本债占比下降	12
图 16: 上市银行金融投资以配置盘为主 (2022)	12
图 17: 各类型银行金融投资均以 AC 为主 (2022)	12
图 18: 利率上行期, 配置盘占比提升	13
图 19: 资本缓冲空间较小的银行会控制 FVOCI 占比 (2023Q1)	14
图 20: 2022 年上市银行基金投资占交易盘比例下降	16
图 21: 上交易盘占比高的银行公允价值变动净收益占营收比例高 (2022Q4)	16
图 22: 剔除 FVTPL 使用资金产生的“利息支出”后, 净息差变大	17
图 23: 上市银行 A 净息差披露值大于测算值	17
图 24: 银行自营投资逻辑详细图解: 多重约束下谋求高收益	18
图 25: 上市银行存款期限结构 (2022)	20
图 26: 上市银行贷款期限结构 (2022)	20
图 27: 合格优质流动性资产占“所需的稳定资金”比例低 (2022)	22
图 28: 商业银行面临资本充足率监管要求	23
图 29: 信用风险加权资产计算公式	23
图 30: 资本新规发布后银行金融债到期收益率上行	25
图 31: 资本新规发布后 3M 以上存单到期收益率上行	25
图 32: 银行自营持仓债基主要投向同业存单 (2022)	27
图 33: 银行自营持仓债基主要投向政金债 (2022)	27
图 34: 上市银行自营投资以债券投资为主 (2022)	28
图 35: 金融机构可通过正回购融入资金加杠杆	29
图 36: 质押式回购/买断式回购流程图	29
图 37: 商业银行债市杠杆率较低	29
图 38: 城商行债券市场杠杆率高于其他银行 (2021.02)	29
图 39: 银行自营委外定制基金产品平均杠杆率维持在 120% 以上	30
图 40: 上市银行投资信用债评级结构 (2022)	31
图 41: 工商银行债券投资剩余期限结构	32
图 42: 1Y 以上债券占比与国债收益率走势趋同	32
图 43: 自营投资面临利率风险的约束	32

图 44: A 股上市银行资产配置以贷款和金融投资为主.....	34
图 45: 多部门参与银行自营投资过程.....	34
图 46: 银行自营债券投资决策执行过程: 多部门的博弈与协同.....	35
图 47: 商业银行债券投资增速与存贷增速差走势一致.....	36
图 48: 社融增速与债市收益率同向变动 (%).....	36
图 49: 债贷比价效应是影响银行资产配置决策的重要因素.....	36
图 50: 国债与政金债之间存在比价效应.....	37
图 51: 同业存单和银行金融债之间存在比价效应.....	37
图 52: 银行内部资金转移体系 (FTP) 运行机制.....	38
图 53: 人民币存贷款 FTP 曲线.....	39
图 54: 市场基准收益率曲线.....	39
图 55: 上市银行各账户金融投资结构有明显差异.....	41
图 56: 商业银行超配利率债 (2023-05).....	41
图 57: 各类型银行计息负债成本率不同.....	41
图 58: 各类型银行金融投资结构分化.....	41
图 59: 国有行自营投资以政府债为主 (2022).....	42
图 60: 国股行债券投资以地方债为主 (2021-02).....	42
图 61: 上市银行 LCR 和 NSFR 情况: 国有行距监管要求距离近 (2022).....	42
图 62: 六大行持有政府债主要以配置为主 (2022).....	43
图 63: 全国性银行为地方债绝对配置主力 (2021-02).....	43
图 64: 商业银行为地方债主要承销商.....	43
图 65: 国有行地方债承销份额占比高.....	43
图 66: 股份行和城商行基金投资、非标占比高 (2022).....	44
图 67: 城商行债券配置结构多元 (2021-02).....	44
图 68: 货基底层资产同业存单占比高 (2022).....	44
图 69: 股份行和城商行为同业存单发行主力军.....	44
图 70: 农商行超配金融债 (2022).....	45
图 71: 农商行债券投资中同业存单占比高 (2021-02).....	45
图 72: 农商行储蓄存款占比高.....	46
图 73: 信用债评级结构 VS 同业存单评级结构 (06.20).....	46
图 74: 农商行为同业存单重要配置力量(2023-05).....	46
图 75: 金融资产占总资产比例提升.....	47
图 76: 金融投资估值变动对银行业绩影响扰动大.....	47
图 77: 城商行金融投资对业绩贡献度较高.....	47
图 78: 上市银行金融投资占比及业绩贡献度分化 (2022).....	48
图 79: 各类银行投资能力评估 (2022, 名义收益率): 城商行和股份行配置能力突出.....	49
图 80: 各类银行投资能力评估 (2022, 考虑资本和税收): 国有行配置能力凸显.....	49
图 81: 上市银行自营投资能力评估 (2022): 城商行综合投资能力较强.....	50
图 82: 上市银行自营投资能力评估 (2022, 考虑资本成本和税收后): 国有行投资综合能力突出.....	51
图 83: 银行投资地方债增速与地方债供给节奏一致.....	52
图 84: 大行贷款增速与利率债收益率走势趋同 (%).....	52
图 85: 农商行投资同业存单比例较高.....	53
图 86: 2023Q1 农商行存贷增速差高于上市银行.....	53

表 1: 考虑 ASF 浮亏后, 硅谷银行核心一级资本充足率下降.....	14
---------------------------------------	----

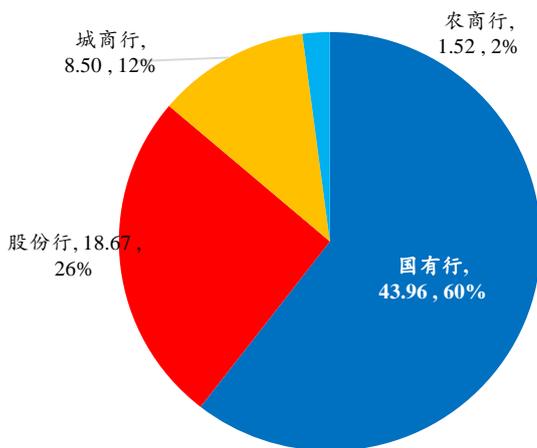
表 2: 金融投资减值计提对资产负债表影响不同	15
表 3: 配置盘主要影响利息收入, 交易盘影响投资净收益和公允价值变动净收益	15
表 4: 银行自营投资面临投资范围限制	19
表 5: 银行自营投资面临大额风险暴露上限监管要求	19
表 6: 商业银行面临流动性监管指标要求	20
表 7: LCR 和 NSFR 纳入央行 MPA 考核体系	20
表 8: LCR 分子——合格优质流动性资产构成	21
表 9: NSFR 分母——所需稳定资金系数 (仅展示金融投资部分)	21
表 10: 资本新规下银行自营投资风险权重变动	24
表 11: 公募基金债券投资具有明显的免税效应	26
表 12: 资本新规首次明确银行账簿资管产品的资本计量方法	26
表 13: 基金产品风险权重抬升幅度敏感性测算	27
表 14: 资本新规下, 银行持仓货基风险权重提升 (2022)	28
表 15: 资本新规下, 银行持仓债基风险权重提升 (2022)	28
表 16: 银行自营投资信用债面临监管约束	30
表 17: 各类债券投资净收益率对比: 信用债投资性价比一般	31
表 18: 银行自营债券投资税收政策	33
表 19: FTP 曲线分为两类	38
表 20: 利率债为货币政策工具合格抵押品	40
表 21: 农商行金融投资面临严格监管限制	45
表 22: 农商行投资低评级信用债需满足相应监管评级要求	46
表 23: 受益标的盈利预测	52
附表 1: 上市银行金融投资结构 (2022)	54
附表 2: 上市银行金融投资结构-交易盘 (2022)	55
附表 3: 上市银行金融投资结构-配置盘 (2022)	56

1、银行自营投资值得条分缕析、深入研究

1.1、银行自营投资对债券市场有举足轻重的影响

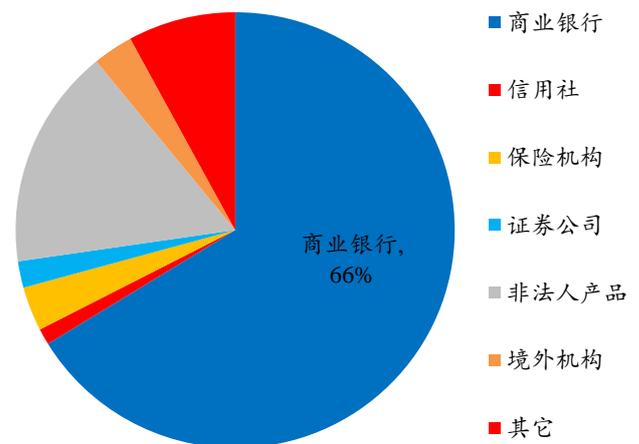
银行自营资金是债券市场的最重要参与方。根据 A 股上市银行披露数据，2022 年末其自营投资规模为 72.6 万亿，其中六大行自营投资规模达 44.0 万亿，若六大行自营资金全部流入债市，其资金体量约占整个债券市场的 31%。在实践中，银行自营资金以配置债券为主，是债券市场最重要的参与力量。2023 年 5 月末，中债登托管的债券中有 66% 为银行自营持有。

图1：国有行金融投资规模大（万亿，2022）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：银行为债市主要参与方（中债托管口径，2023-05）

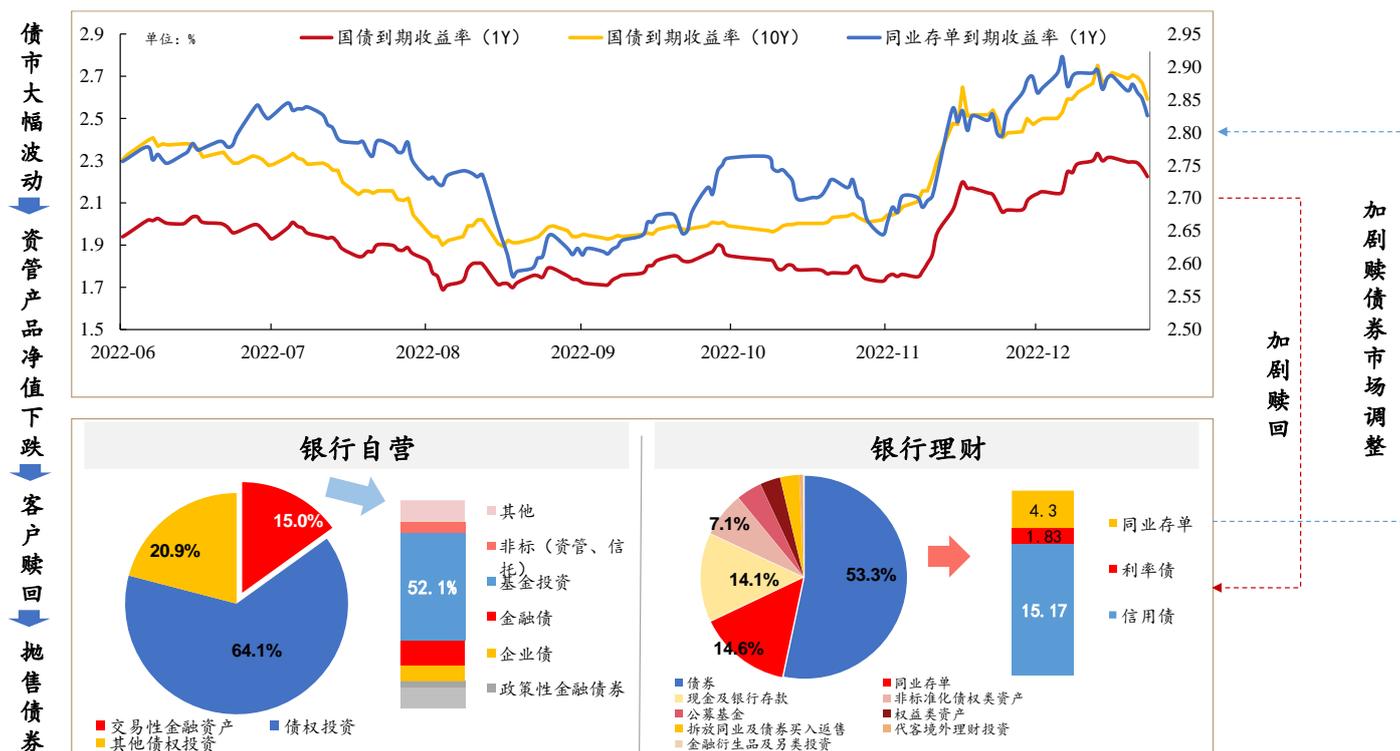


数据来源：Wind、开源证券研究所

显然，由于持有如此庞大的资金体量，商业银行投资行为的变化将直接且显著的影响到债券市场投资品种的定价，我们简单回顾近期的两则案例来说明。

(1) 2022 年底债券市场“负反馈”。2022 年 11 月中下旬在防疫政策优化和地产政策宽松的作用下，债券市场开始出现调整，10 年期国债和 1 年期同业存单到期收益率最多时单日分别上行 18BP、46BP，以银行为代表的持债主体行为变化逐渐形成“负反馈”。从银行自营的角度来说，交易盘中基金投资占比超 50%，临近年末为保住前三季度投资收益，在基金净值下跌时银行选择抛售基金，而基金产品的底层资产大部分是以债券为主的固收类品种，为满足银行的主动赎回诉求，同样在市场上选择抛售，加剧了市场下跌。最终形成债市调整-资管产品净值下跌-客户赎回（银行自营抛售基金）-基金/理财抛售债券-加剧下跌/赎回的“负反馈”链条。

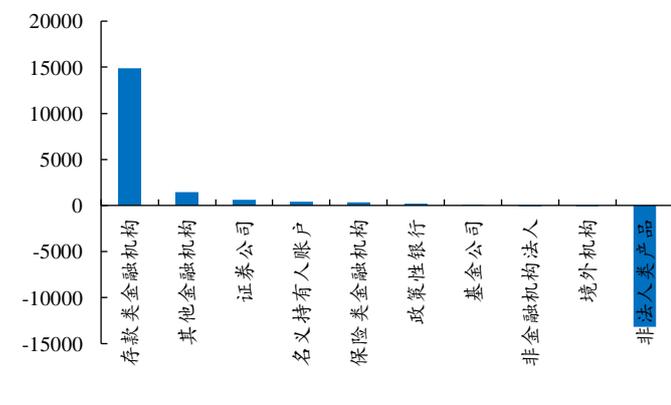
图3：2022年底银行投资行为变化，推动债券市场“负反馈”



资料来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

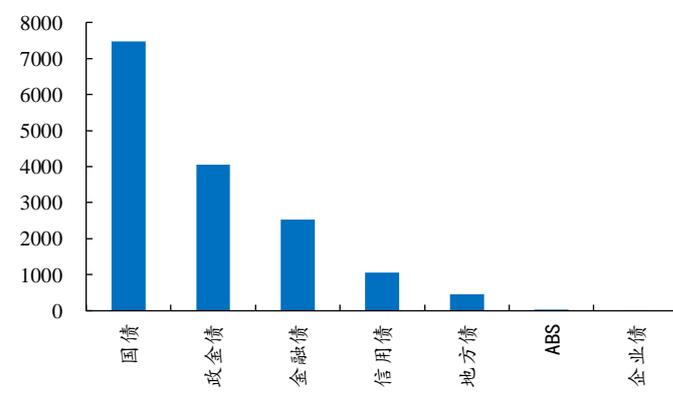
交易盘抛基金，配置盘买利率债。在本轮债券市场调整过程中，银行自营投资行为变化起到了重要作用。观察各类机构投资者的行为，可以发现银行配置盘在债市调整过程中成为债市的主要增持力量，一方面是源于理财产品赎回潮使得资金以存款形式流回银行表内，银行可配资金增多，另一方面则是源于银行在利率上行期倾向于提高配置盘占比，利率高位买入利率债赚取票息收入，11月银行配债资金规模环比增加，主要增持国债、政金债。因此，本轮债券市场负反馈过程中，负债端稳定的商业银行成为非法人产品抛售债券的主要承接力量。

图4：2022.11 存款类金融机构持债规模上升（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2022.11 存款类金融机构增持利率债品种（亿元）

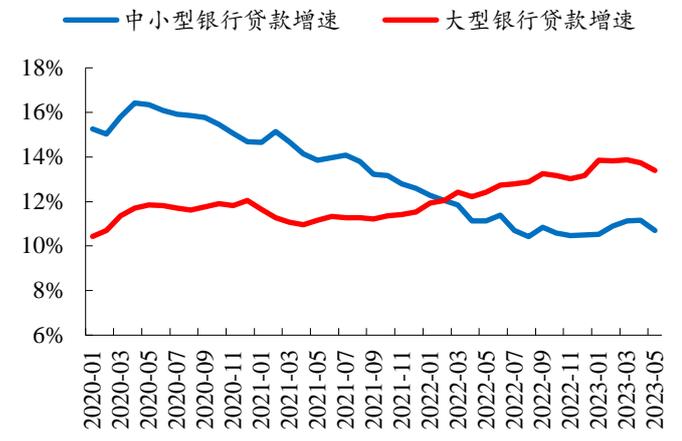


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)2023年初的“大行放贷与小行买债”。观察2023年以来银行资产配置行为，大型银行和中小型银行之间出现明显差异，其中大型银行贷款增速较高，而中小银行则加大债券投资力度，主要源于2023年以来大型银行在监管指导下抢抓信贷投放，但实体有效信贷需求不足，信贷供给远超需求，出现“超低价贷款”现象。在贷款

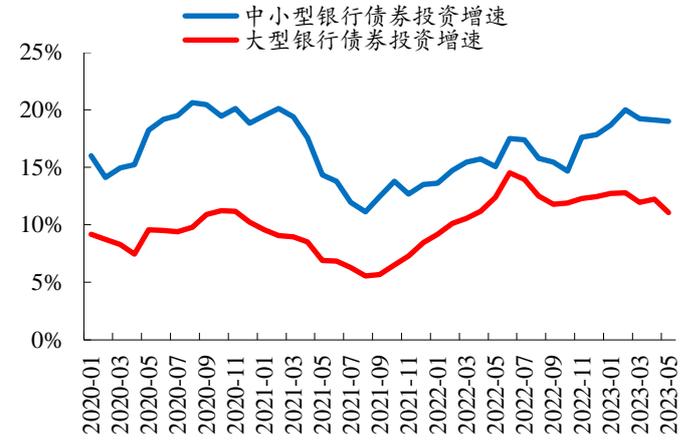
收益率较低背景下，中小银行新增信贷性价比低，同时存款规模依然维持较快增长，可配资金较多，面对较高的资金成本和业绩目标压力，中小行倾向于加大配债力度赚票息，或做委外投资。①加大配置层面，年初普遍预期债市不确定性较大，开年以来中小行尤其是农商行保持早配置早收益的思路。②此外，由于农商行金市投资考核收入压力加大，委外投资需求或也有所增加。

图6：大型银行信贷投放维持强势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：中小型银行债券投资增速快

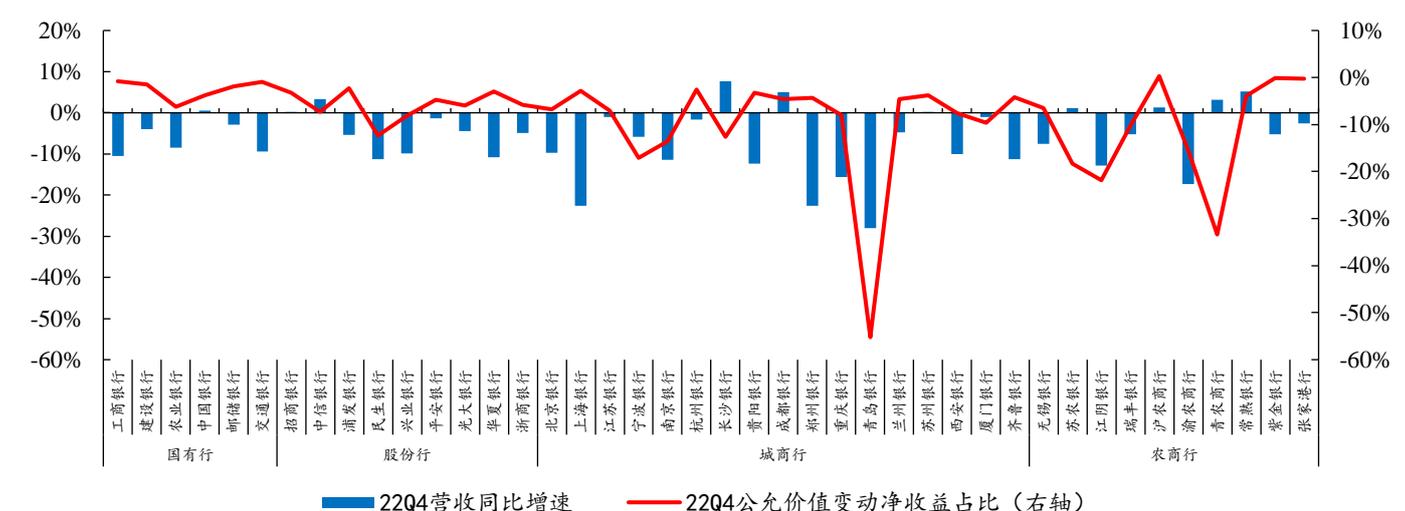


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、自营投资对银行业绩愈发重要，但其影响难以简单评估与预测

2022Q4 债券市场波动，对上市行营收造成较大冲击。受 2022 年底债券市场调整影响，银行交易盘持有的金融资产，其公允价值大幅波动，2022Q4 单季有 41 家上市银行公允价值变动净收益为负值，显著拖累营收增速，单季 32 家上市银行营收负增长，其中 13 家营收负增超 10%。

图8：多家上市银行 2022Q4 单季营收负增

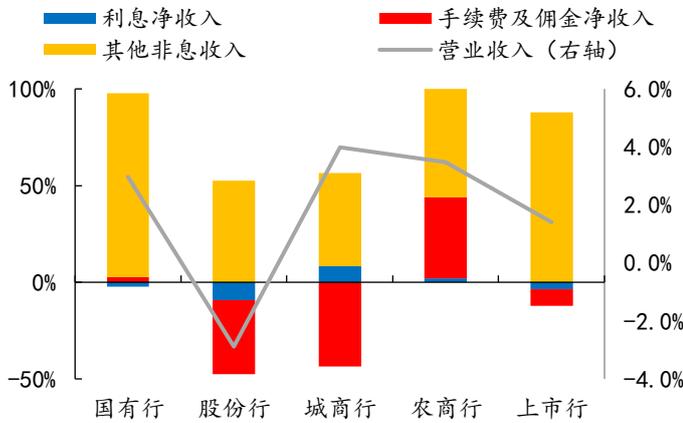


数据来源：Wind、开源证券研究所

2023Q1 大行业绩超预期，受益于非息收入贡献。在贷款重定价的压力下，市场普遍对银行一季报表现持悲观态度，但国有行业绩在非息收入支撑下表现超预期，4 月 29 日国有大行披露 2023Q1 财报后，在业绩催化下集体上涨。具体来看，2023Q1 国有行利息净收入普遍负向拖累营收，业绩主要由非息贡献，其中公允价值变动损

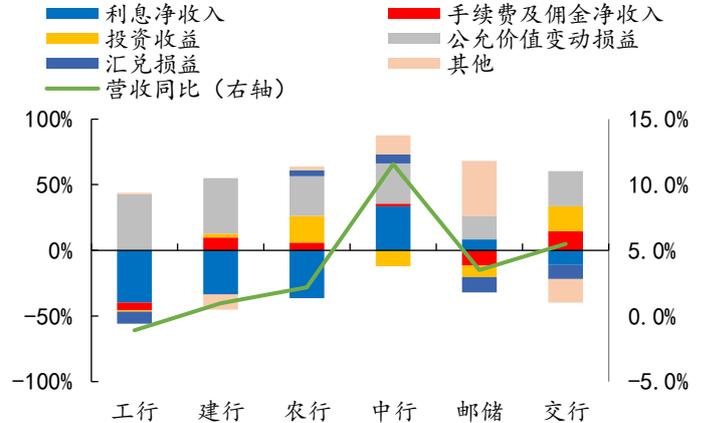
益贡献最大，工商银行、建设银行、农业银行和交通银行超 100%，而该部分收入主要为交易盘金融资产市值波动产生。因此，银行自营投资能力，尤其是管理金融资产市值波动的能力，已成为影响银行业绩的关键因子。

图9：国有行 2023Q1 非息收入细项同比高增



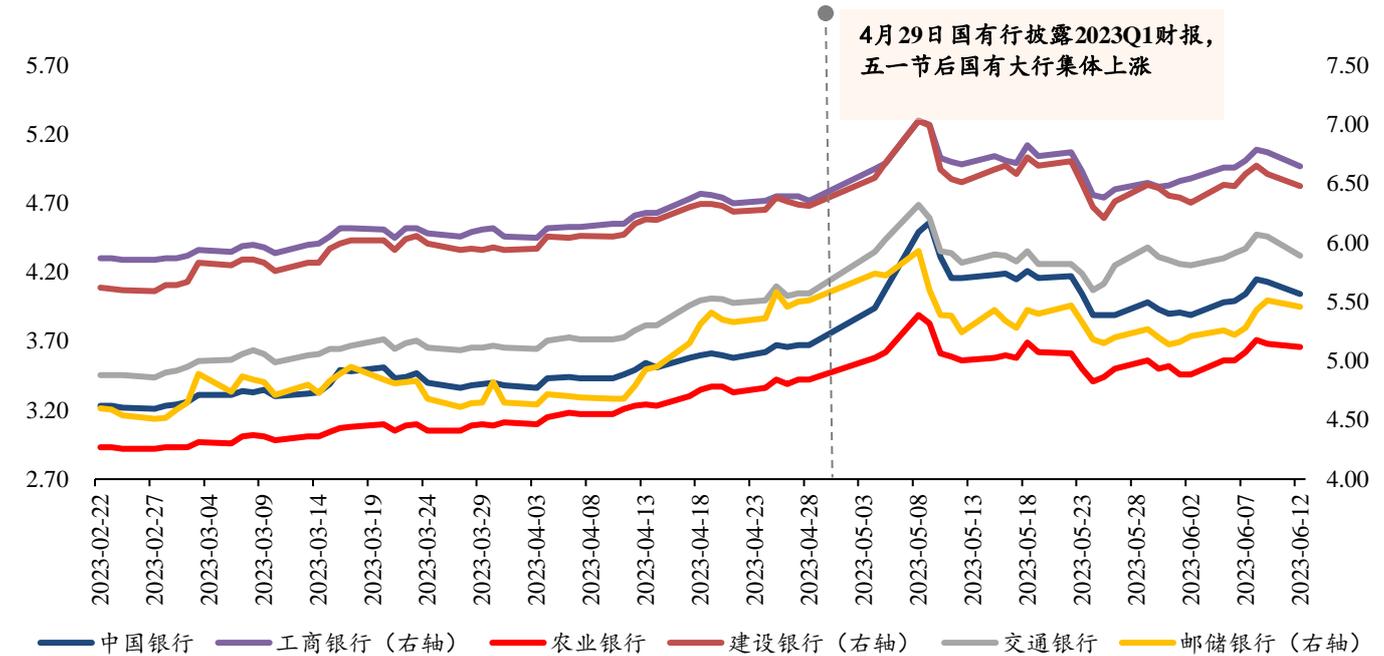
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023Q1 国有行公允价值变动损益贡献营收



数据来源：Wind、开源证券研究所

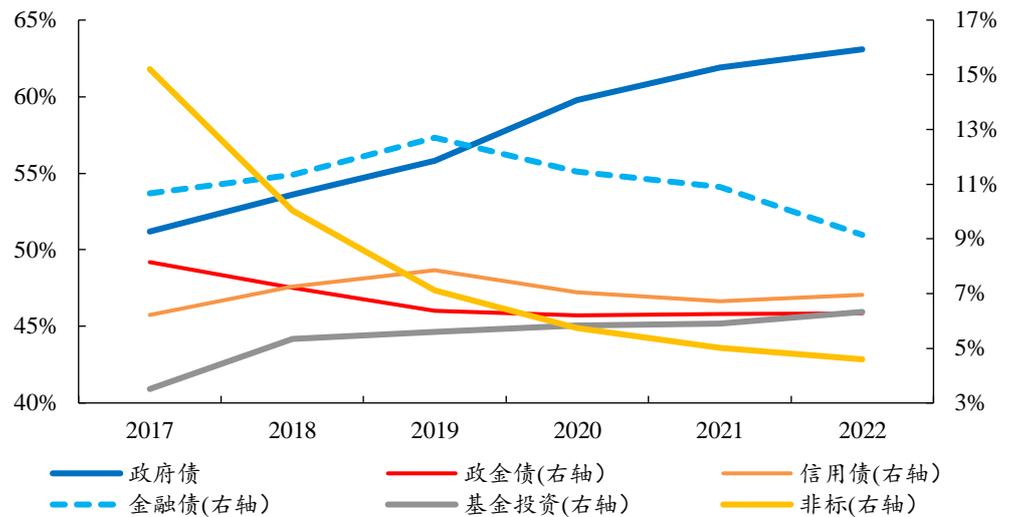
图11：披露一季报后，5月初大行集体上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、发现趋势，提出问题，选择切入点

2018年之后，我们发现银行的金融资产投资有一些新变化：投资利率债占比提高、更偏好短久期利率债；信用债占比下降、更偏好高等级信用债；不太愿意持有二级债、永续债；而基金投资，则是对摊余成本定开债基的需求明显提高。造成这些现象的背后原因是什么？对投资者来说，该如何分析研判下阶段银行的投资选择？

图12：银行自营投资利率债、基金占比提升，非标、信用债占比下降


数据来源：各银行财报、开源证券研究所

我们选择新会计准则的落地与应用，作为研究银行自营投资的切入点。作为我国间接融资金融体系的主体，银行受到方方面面的展业约束与监管规范。同时作为一个盈利主体，银行又会尽可能的趋利避害，选择最有利于自身发展的策略。因此我们研究银行经营行为的变化特征，大部分情况都可归纳总结为一个词“找平衡”，无论是找“风险与收益”的平衡还是“外部监管与内部经营”的平衡。对于银行的金融资产投资来说，近年来银行投资业务的趋势演变也是一种平衡状态下的选择，很难用单一因素完全解释，但这背后可能都有一个共同的影响因子：新会计准则的落地与应用。

想要研究透彻银行投资金融资产的逻辑，从会计科目划分等基础工作入手，慢慢建立全整个自营投资研究框架，是一条比较好的路径。现在我们就从这里出发，揭开银行自营投资的神秘面纱。

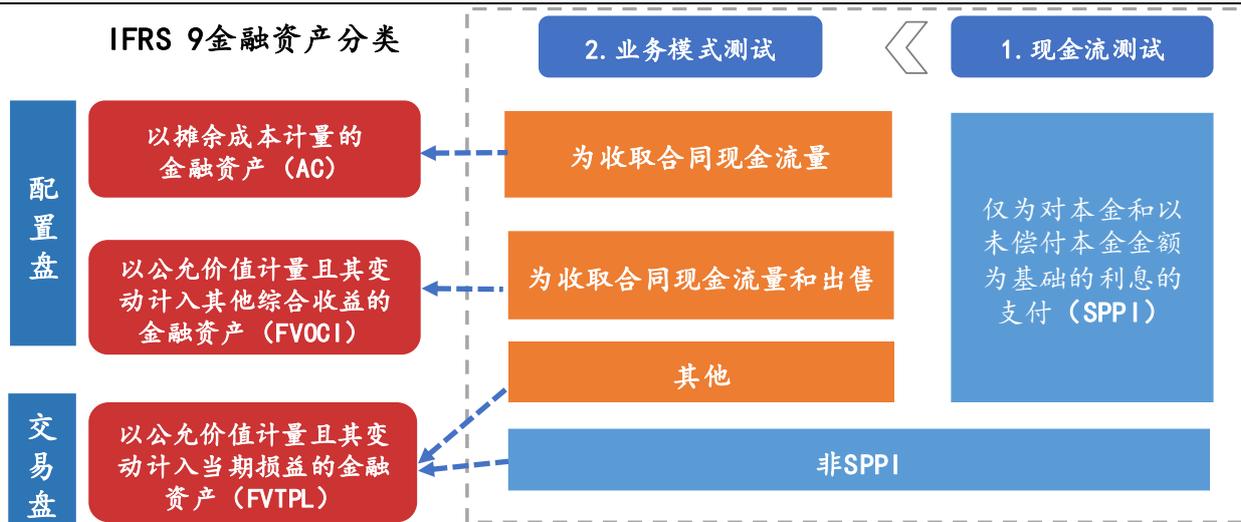
2、初识银行自营投资——科目划分与业绩贡献

2.1、厘清金融投资三分类：FVTPL / FVOCI / AC

什么是银行自营投资？ 银行自营投资（以下简称“自营投资”）可以简单理解为银行运用自有资金开展的投资业务，和其他投资机构有所不同的是，由于银行受到多重因素的约束，其投资业务偏好固收类资产，投向主要包括债券、基金、非标准化债权资产（非标）以及少量股权投资。

体现在资产负债表上，自营投资对应“金融资产投资”项目，具体分为 FVTPL、FVOCI、AC 三类。银行使用自有资金投资在资产负债表中体现为“金融资产投资”这一项，在 2018 年之后，国际会计准则委员会发布了 IFRS9 新规，根据最新会计准则对于金融资产的分类，基于 SPPI 测试结果和持有目的的不同，商业银行金融投资被重新划分为“以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产--FVTPL”、“以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产--FVOCI”、以及“以摊余成本计量的金融资产--AC”三类。

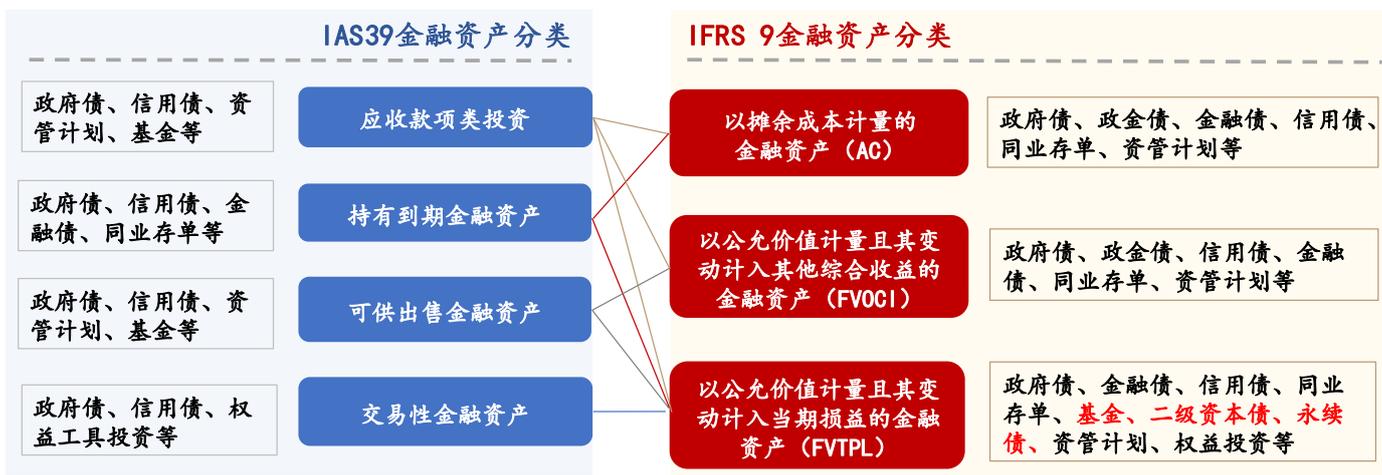
图13: I9 新规下金融资产分类需通过现金流测试



资料来源: 财政部、开源证券研究所

I9 新规下更多金融资产被分类至 FVTPL。在原会计准则 (IAS39) 下金融资产分类主观性较强, 商业银行可将大部分金融资产归类至可供出售金融资产科目, 其公允价值变化计入其他综合收益, 不影响当期损益。2019 年后所有上市银行均实施 IFRS 9 新会计准则, 在 I9 新规下, 商业银行必须以持有金融资产的“合同现金流量特征”和“业务模式”严格分类, 基金、二级资本债、券商资管计划等投资标的若不能通过合同现金流测试 (SPPI), 则需要从“可供出售金融资产”、“应收款项”分类至 FVTPL, 即适用 I9 新规更严格的分类标准后, 需分类至 FVTPL 的金融投资变多。

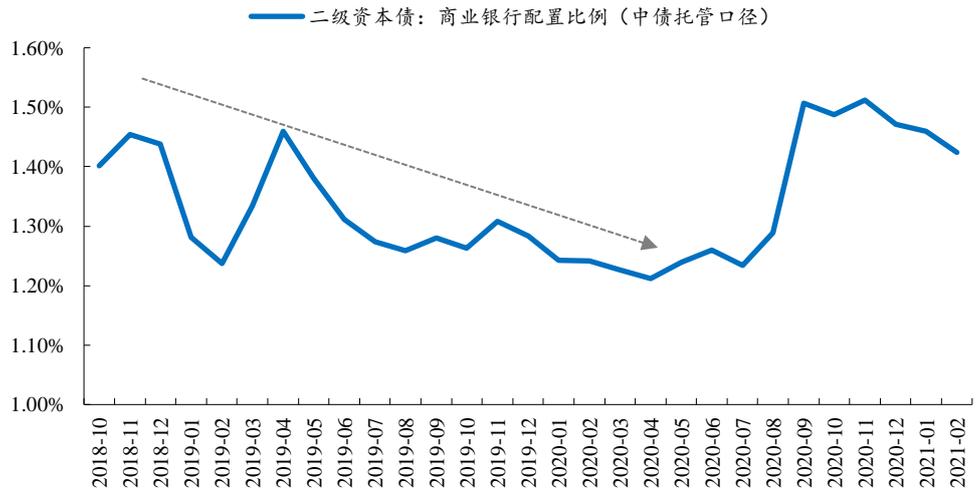
图14: I9 新规后银行自营更多投资标的分类至 FVTPL



资料来源: 财政部、开源证券研究所

重分类至 FVTPL 后金融资产市值变化直接影响当期损益, 会加剧银行业绩波动。在三类金融资产中, 虽然 FVOCI 和 FVTPL 均以公允价值计量, 但 FVOCI 公允价值变动计入其他综合收益, 不会影响当期损益, FVTPL 则计入“公允价值变动收益”, 若债市波动较大, 则会加剧银行业绩波动, 因此银行会倾向于少配二永债等不能通过 SPPI 测试的金融资产, 以避免业绩大幅波动。在 2019 年上市银行普遍开始适用 I9 新规后, 二级资本债中商业银行的配置占比即有明显的下降。

图15: 2019年后商业银行持仓二级资本债占比下降

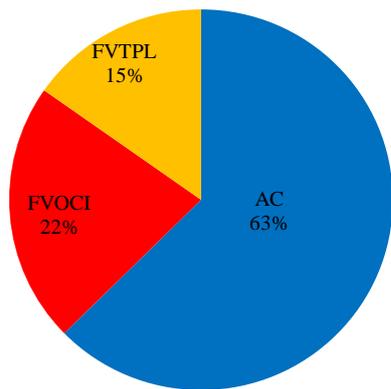


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、理解自营投资的目的: 交易盘&配置盘

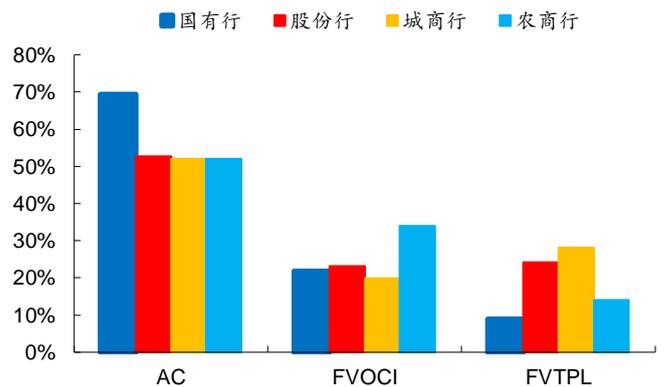
根据持有目的不同, 金融投资又可分为配置盘和交易盘, 配置盘占比约 85%。银行配置盘指不太考虑市场价格波动, 以获取本金和票息收入为目的金融投资, 对应 AC 和 FVOCI 中的金融资产。交易盘指 FVTPL 中的金融资产, 以交易为主要目的, 通过把握二级市场行情变化获取波段收益。银行自营投资风格稳健, 追求长期稳定的收益, 主动交易诉求和能力均偏弱, 以配置策略(主要是持有至到期)为主, 主动交易较少, 此外国股行资金规模体量大, 市场流动性也无法支撑其频繁换手交易。2022 年末上市银行配置盘 (AC+FVOCI) 占比约 85%。分银行类型来看, 国有行 AC 占比最高, 约 70%, 股份行和城商行机制灵活, 交易盘占比略高于大行和农商行, 占比分别为 24%和 28%。

图16: 上市银行金融投资以配置盘为主 (2022)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 各类型银行金融投资均以 AC 为主 (2022)

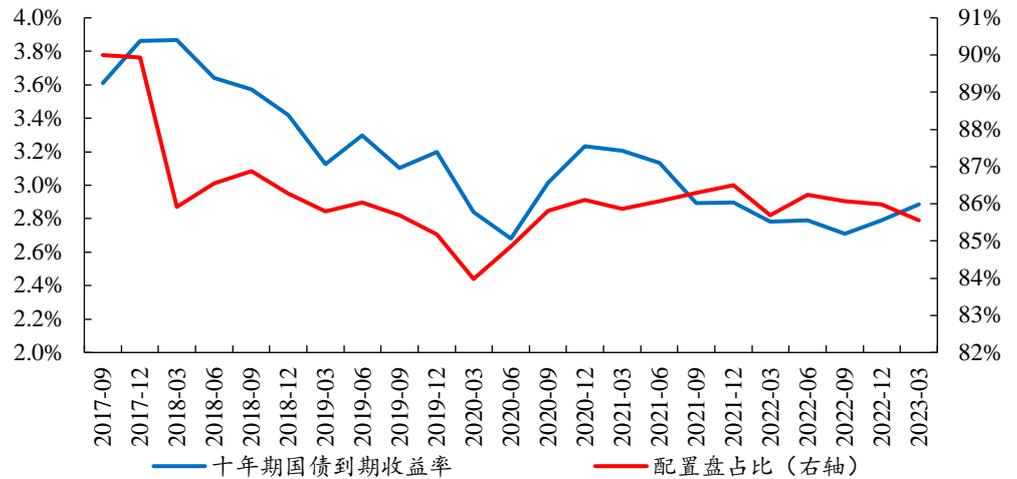


数据来源: Wind、开源证券研究所

在利率上行期, 银行通常会加强配置力量, 降低交易盘占比。从银行配置的角度来说, 只要债券投资获取行内资金的 FTP 价格小于债券到期收益率, 持有债券至到期就能获取稳定的票息收入, 市场利率的波动对其投资收益影响不大。从获取票息收入的角度来看, 配置盘需要尽量在利率高位买入债券, 在买入债券后更希望市场利率下行而不是上行, 因此银行配置盘更像是债市的空头。从银行配置盘占比和十年期国债收益率走势的一致性趋势可以看出, 在利率下行期, 银行偏向做交易,

配置盘占比下降，在利率上行时期，银行偏向做配置，配置盘占比提升。

图18：利率上行期，配置盘占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：商业银行金融投资配置盘数据为 AC+FVOCI，样本选取老 16 家银行数据

配置盘中 AC 和 FVOCI 有何区别？

(1) 主要是持有动机不同。若银行对金融资产持有至到期则计入 AC，若获取票息收入同时择机卖出赚取价差则计入 FVOCI。看起来计入 FVOCI 有一定主观性，那么自营投资不设置 FVOCI 账户可不可以呢？考虑银行只有 AC 和 FVTPL 两类账户的情形，银行配置盘的唯一选择就是将债券持有至到期，当债券市场利率上行时，银行的资金已被占用，无法灵活应对利率环境的变化，此时 FVOCI 账户就体现出其重要性，在利率下行期可选择持续持有至到期享受原有的高票息收入，也可以择机抛售兑现价差收益；反之，在利率上行期又可选择卖出持有的低票息债券，买入高票息债券。

(2) AC 和 FVOCI 对资本计量和减值计提的影响存在差异。

FVOCI 中金融资产市值波动影响核心一级资本，资本紧缺时银行会严控 FVOCI 账户投资比例。FVOCI 中金融资产以公允价值计量，持有期内公允价值变动计入其他综合收益，金融资产的浮盈和浮亏会影响到核心一级资本净额，当债券市值提升时，核心一级资本净额随之增加，反之核心一级资本净额减少。由于 FVOCI 对核心一级资本的影响，在银行核心一级资本充足率距监管底线要求缓冲空间较小时，会控制 FVOCI 占比以避免对资本形成不利影响。

图19：资本缓冲空间较小的银行会控制 FVOCI 占比（2023Q1）


数据来源：Wind、开源证券研究所

案例：硅谷银行风险事件中，金融投资浮亏使得资本充足率“虚高”。此前硅谷银行破产事件曾引起市场的高度关注，令人费解的是，硅谷银行 2022 年财报中披露的核心一级资本充足率高达 12.05%，高于监管底线 5 个百分点，看起来资本安全垫十足。但由于国内外会计准则的差异，美联储对美国商业银行会计准则施行差异化应用，硅谷银行作为第四类银行可以不将累计其他综合收益（AOCI）计入核心一级资本中，即 FVOCI 中的浮亏不会体现到核心一级资本充足率中，使得硅谷银行在美联储加息进程中 ASF 大量的浮亏未能充分体现，核心一级资本充足率虚高。在考虑 ASF 浮亏后，硅谷银行核心一级资本充足率降至 9.83%；若考虑 HTM 浮亏对资本影响，即入如若硅谷银行需要出售 HTM 债券以置换流动性，其核心一级资本充足率降为负值。

表1：考虑 ASF 浮亏后，硅谷银行核心一级资本充足率下降

数据口径	相关指标 (百万美元)	2022	2021	2020
财报披露值	核心一级资本净额	13697	12186	7141
	RWA	113628	100812	64681
	核心一级资本充足率	12.05%	12.09%	11.04%
	监管缓冲空间 (PCT)	5.05	5.09	4.04
ASF 未实现亏损		-2533	-149	668
扣减 ASF 未实现亏损	核心一级资本净额	11164	12037	7808
	核心一级资本充足率	9.83%	11.94%	12.07%
HTM 未实现亏损		-15158	-975	624
扣减 HTM 未实现亏损	核心一级资本净额	-3994	11062	8433
	核心一级资本充足率	-3.51%	10.97%	13.04%

资料来源：硅谷银行财报、开源证券研究所

FVOCI 计提减值不影响金融投资账面价值，但会影响到资本。 AC 和 FVOCI 账户中金融投资均需计提减值准备，影响当期损益。但对资产负债表的影响有所不同，AC 计提的减值准备需在账面余额中扣除，体现的是总资产的减少，而 FVOCI 计提的减值准备计入其他综合收益中，不会影响金融投资的账面价值，但由于计入其他综合收益会间接影响到核心一级资本。

表2：金融投资减值计提对资产负债表影响不同

金融资产分类	减值计提方法	对 IS 影响	对 BS 影响	
配置盘	AC	预期信用损失法	资产减值损失 (-)	债券投资账面价值 (-)
	FVCOI	预期信用损失法	资产减值损失 (-)	其他综合收益 (-) 不影响债券投资账面价值
交易盘	FVTPL	-	-	-

资料来源：财政部、开源证券研究所

2.3、剖析自营投资对银行业绩的影响机制

配置盘影响利息收入，交易盘影响投资收益和公允价值变动损益。 体现在利润表中，银行自营投资对利息收入、投资净收益、公允价值变动净收益均有影响。

(1) 持有期间获取的利息收入和分红：配置盘的金融资产（AC 和 FVOCI）计入利息收入，交易盘（FVTPL）计入“投资净收益”，由于利息收入相对稳定，不会使得当期的业绩大幅波动。

(2) 持有期间的市值波动：仅有 FVTPL 的公允价值变动计入当期损益，因此交易盘占比较高的银行，其业绩受债券市场波动影响更大。

(3) 交易价差：计入投资收益，其中 FVOCI 账户中的金融资产持有期内公允价值变动计入“其他综合收益”，处置时从“其他综合收益”转入“投资收益”科目。

表3：配置盘主要影响利息收入，交易盘影响投资净收益和公允价值变动净收益

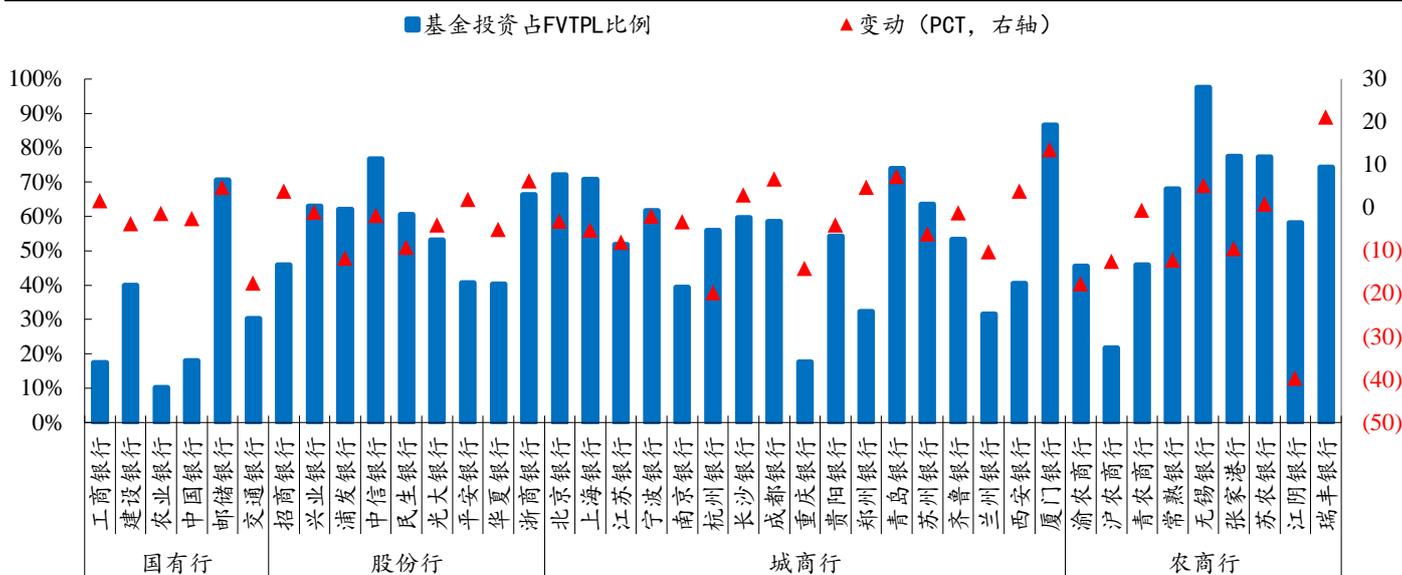
金融资产分类	利息收入	投资收益	公允价值变动净收益	
配置盘	AC	持有期间票息收入	买卖价差（特殊情况）	-
	FVCOI	持有期间票息收入	持有期间公允价值变动计入“其他综合收益”，处置时从“其他综合收益”转入“投资收益”科目	-
交易盘	FVTPL	-	持有期间的票息收入、分红收入；买卖价差	持有期间账面价值变动

资料来源：财政部、开源证券研究所

在债市调整过程中，自营投资对业绩的影响能一定程度解释银行的行为变化。

2022Q4 商业银行为保投资收益抛售交易盘基金。 2022 年以来银行业利息收入增长乏力，上半年部分银行投资收益对营收贡献度达到 20%。2022 年 11 月中下旬债券市场出现大幅调整，基金产品净值下跌严重，而银行交易盘基金投资占比高，为了保住前三季度累计的考核收益，交易盘快速抛售基金产品实现变现，2022 年末多数上市银行基金投资占交易盘比例较 2022H1 下降，如基金投资占比较高的兴业银行（-1.03pct）和宁波银行（-1.83pct）。

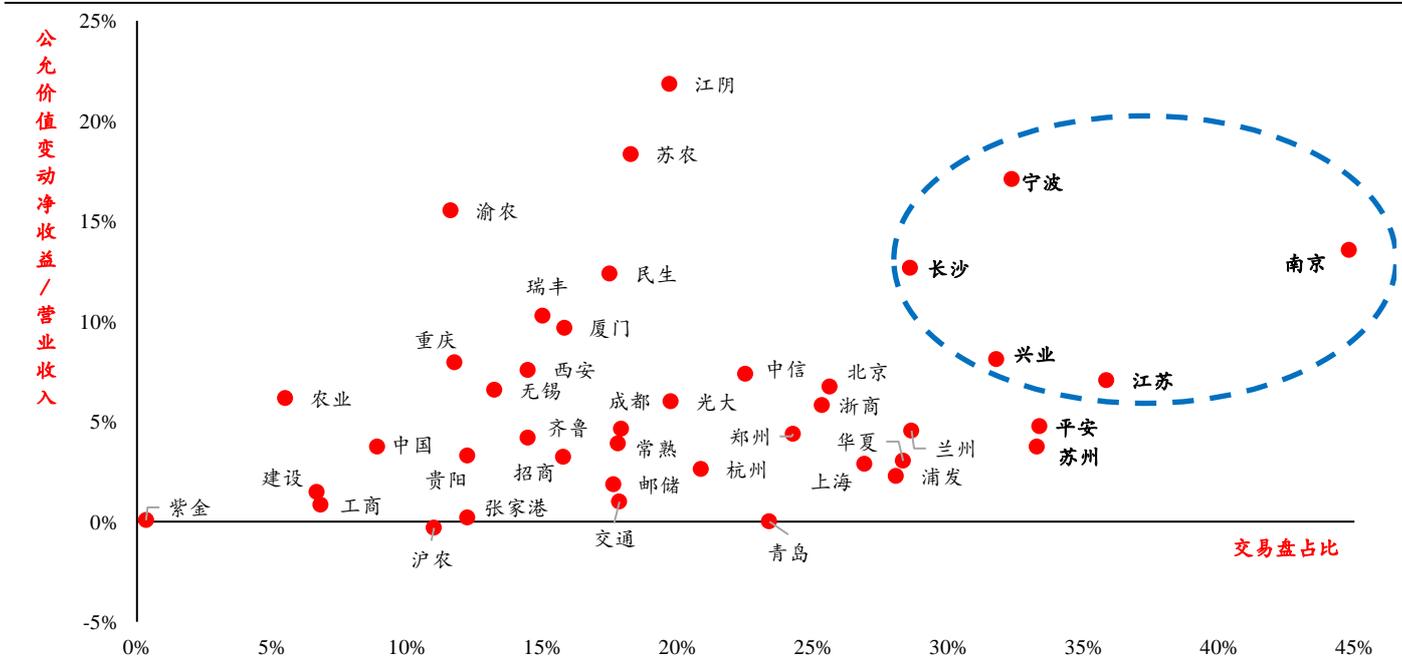
图20: 2022年上市银行基金投资占交易盘比例下降



数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

交易盘占比高、投资更灵活的一些银行受到冲击大。上市银行金融市场部虽然及时反应出售交易盘资产以保收益，但债券市场调整过快，不可避免地使交易盘金融资产的公允价值出现大幅波动，2022Q4除沪农商行外所有上市银行公允变动净收益均为负值，一些投资业务比较灵活的银行受到较大影响，如宁波银行和南京银行交易盘占比分别为32%和45%，2022Q4公允价值变动净收益/营收比例达-17.10%和-13.55%，对营收造成一定拖累。

图21: 上交易盘占比高的银行公允价值变动净收益占营收比例高 (2022Q4)



数据来源: Wind、开源证券研究所

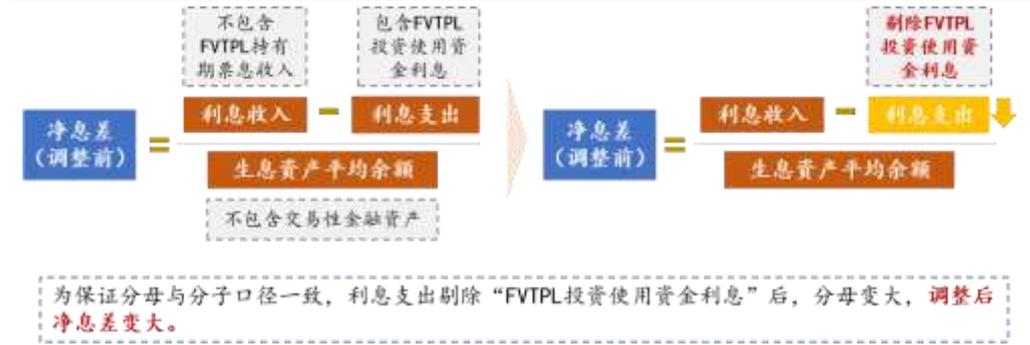
注: 公允价值变动净收益/营业收入为2022Q4单季数据, 取其相反数

FVTPL 票息收入计入投资净收益——提供一定息差调节空间。

交易性金融资产持有期间票息收入不计入利息收入, 剔除相应资金使用成本后,

还原口径净息差变大。2018年后，交易性金融资产持有期间产生的票息收入计入“投资收益”，会计准则的变化为银行调控息差提供了一定的空间，这里也要提醒投资者注意的是，各家银行披露的息差不一定是可比的，要观察其测算口径的异同。理论上讲，交易性金融资产的票息收入已不体现于利息收入中，那么利息支出中也需扣除这部分交易性金融资产使用的“资金成本”，对应到息差计算公式（(利息收入-利息支出）/生息资产平均余额）上面，即应还原为（利息收入-（利息支出-FVTPL使用资金成本））/生息资产平均余额，**可以看出，还原口径的净息差大于简单使用“利息净收入/生息资产平均余额”这一公式算出的息差。**

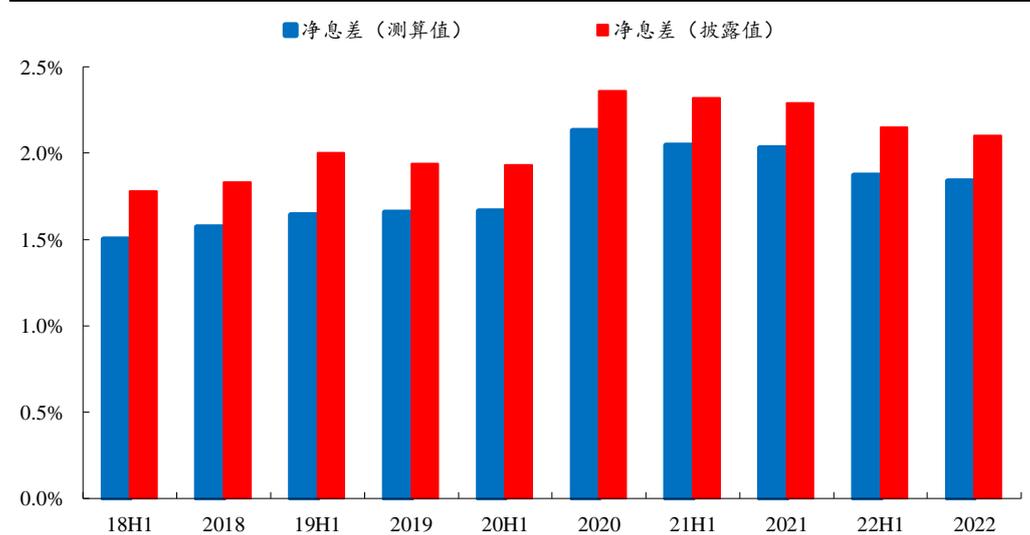
图22：剔除 FVTPL 使用资金产生的“利息支出”后，净息差变大



资料来源：开源证券研究所

以上市银行 A 为例，根据其财报披露，“交易性金融资产利息收入不再在利息收入中列示，相应调整其对应的付息负债及利息支出”，即其净息差采取了还原口径测算，其披露的净息差数据要大于使用“利息净收入/生息资产平均余额”公式测算得出的净息差水平。

图23：上市银行 A 净息差披露值大于测算值



数据来源：上市银行 A 财报、开源证券研究所

注：净息差（测算值）=利息净收入/生息资产平均余额，半年度数据*2 年化处理，上市银行生息资产平均余额中不包含交易性金融资产

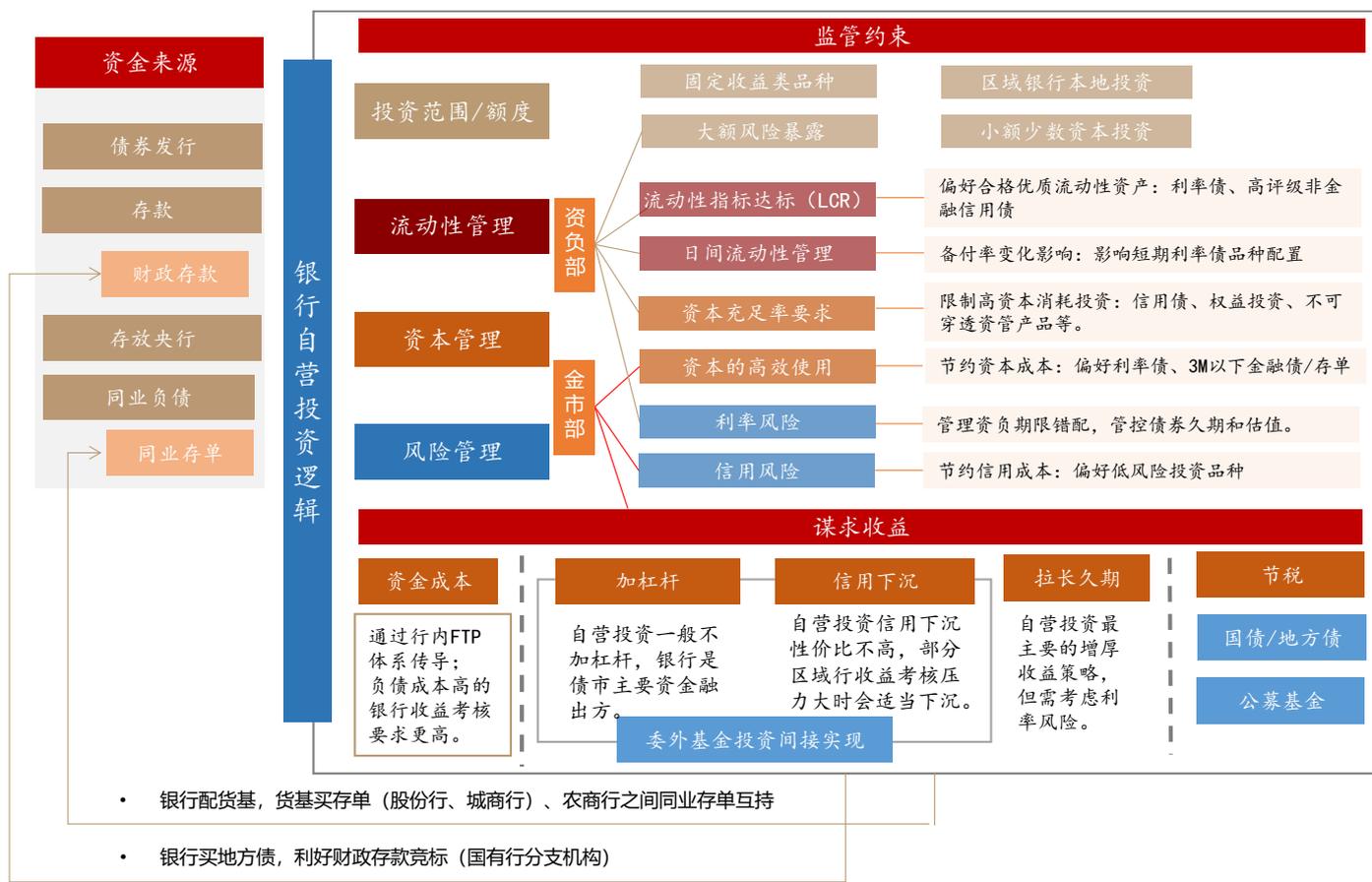
3、自营投资逻辑解析：多重约束下谋求高收益

银行自营投资是在监管等多方面约束下，谋求高收益的过程。首先，商业银行作为金融系统的核心，需要在强监管下展业，其投资资金的主要来源是存款为主的

负债，因此投资过程中面临投向、流动性指标、资本充足率等多方面严格的监管约束；其次，在满足监管要求的基础上，银行自营投资尽可能追求稳定的高收益，但不同类型银行其负债成本也会有差异，导致大型银行和中小型银行面临的投资业务考核压力是完全不同的。

“谋求高收益”翻译成银行内部语言即为“获得更好的考核成绩”。参与到银行自营投资过程中的主要有两个部门：资产负债部和金融市场部。（我们在后文“自营投资决策过程揭秘”部分会详细展开）。一般来说，资产负债部负责统筹监管约束条件的达标，为使得各项监管指标达标，会给金融市场部安排特定投资品种的投资额度；金融市场部则面临行内多种指标考核，通常收入、利润等盈利性指标是考核权重较大的项目，近年已有很多银行陆续加入 EVA、RAROC 等考核指标来衡量投资业务的资本使用效率。另外，“考核收入”的口径可能有所差异，比如有的银行考核税前、有的考核税后、有的考核 FTP 收入。金融市场部在资产配置盘子的预算框架内，根据市场环境的变化进行投资品种摆布以取得合意的投资收益，以求更好的完成考核任务，就是银行自营投资的基础逻辑。

图24：银行自营投资逻辑详细图解：多重约束下谋求高收益



资料来源：开源证券研究所

3.1、约束一：投资范围与额度

银行自营投资主要投向固定收益类品种，区域性银行面临本土投资要求。在投资范围上，根据《商业银行法》规定，商业银行不得向非银金融机构和企业投资，股权投资受限，商业银行使用自营资金多投资于固定收益类标的，如各类债券、同业存单、资管计划等。此外，伴随监管对区域性银行异地展业的严格限制，城农商

行金融投资业务也需在本区域内进行，例如在信用债的选择上，只能投资经营范围内企业发行的债券。

表4：银行自营投资面临投资范围限制

文件	时间	具体规定
《商业银行法》	2015年8月	商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和股票业务，不得投资于非自用不动产。 商业银行在中华人民共和国境内不得向非银行金融机构和企业投资。
《中华人民共和国商业银行法（修改建议稿）》	2020年10月	城市商业银行、农村商业银行、村镇银行等区域性商业银行应当在住所地范围内依法开展经营活动，未经批准，不得跨区域展业。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

此外，银行自营投资的额度亦受到大额风险暴露上限的约束。由于债券投资、资管产品投资等均计入客户风险暴露，根据《商业银行大额风险暴露管理办法》，商业银行对非同业单一客户/一组非同业关联客户/同业单一客户的风险暴露不得超过一级资本净额的15%/20%/25%，限制了银行对大型客户的债券投资，如果银行对某一家客户发放了很多贷款，则对这家客户的信用债/金融债的投资额度会形成一定限制，同时目前资管产品均需穿透计量，银行自营通过公募基金、资管计划等间接投资该客户的债券也不行。

表5：银行自营投资面临大额风险暴露上限监管要求

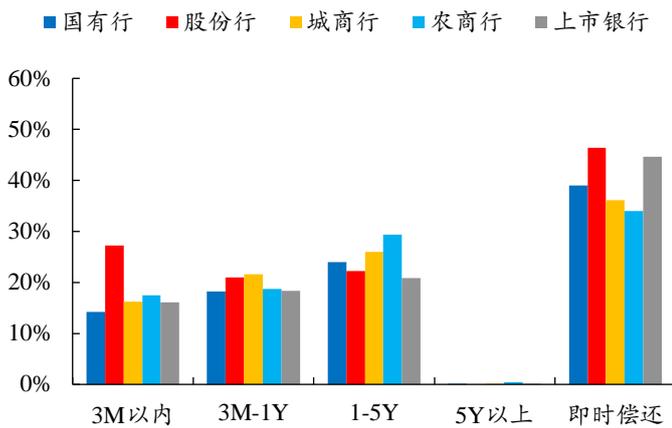
时间	监管文件	风险暴露	具体内容	影响
2018.04	《商业银行大额风险暴露管理办法》	（一）因各项贷款、投资债券、存放同业、拆放同业、买入返售资产等表内授信形成的一般风险暴露； （二）因投资资产管理产品或资产证券化产品形成的特定风险暴露； （三）因债券、股票及其衍生工具交易形成的交易账簿风险暴露； （四）因场外衍生工具、证券融资交易形成的对手信用风险暴露； （五）因担保、承诺等表外项目形成的潜在风险暴露； （六）其他风险暴露，指按照实质重于形式的原则，除上述风险暴露外，信用风险仍由商业银行承担的风险暴露。	商业银行对非同业单一客户的贷款余额不得超过资本净额的10%，对非同业单一客户的风险暴露不得超过一级资本净额的15%。 商业银行对一组非同业关联客户的风险暴露不得超过一级资本净额的20%。非同业关联客户包括非同业集团客户、经济依存客户。 商业银行对同业单一客户或集团客户的风险暴露不得超过一级资本净额的25%。 全球系统重要性银行对另一家全球系统重要性银行的风险暴露不得超过一级资本净额的15%。	对单一客户的风险暴露总额做出上限要求，影响银行投资企业债、金融债等

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

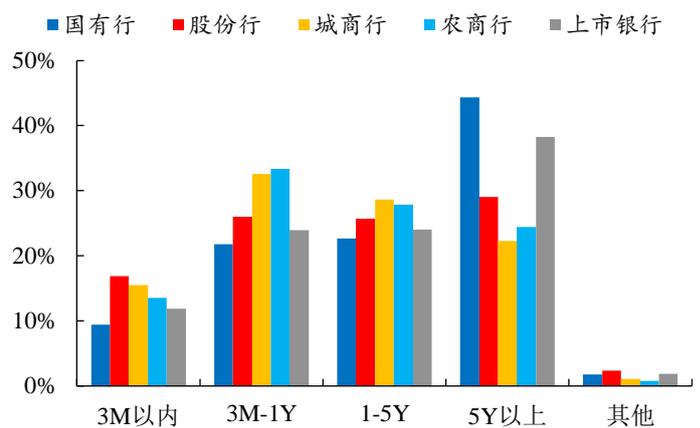
3.2、约束二：流动性管理的要求

3.2.1、自营投资承担一定调节全行流动性的职能

银行资产负债期限错配的经营特征，使其必须留有较为灵活的流动性调节手段。以2022年上市银行数据为例，银行资金来源主要是客户存款和同业融资，存款的期限较短，剩余期限在三个月以内的存款占比为60%；银行资产投向主要是贷款和金融投资，贷款的期限较长，剩余期限在五年以上的贷款占比为38%，存贷款之间存在明显的期限错配。为了平抑资产负债的流动性差异，满足经营过程中客户取款、资金流转等日常流动性需求，银行需要在资产端保有部分流动性较好的活跃品种，在资金紧张的时候能够及时变现，这也就是银行特别愿意持有短久期利率债的主要原因，有时银行还会通过投资货币基金等产品来调节流动性。

图25：上市银行存款期限结构（2022）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：上市银行贷款期限结构（2022）


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.2、优化流动性监管指标

商业银行面临 LCR、NSFR、LMR 等流动性指标的监管。为引导商业银行减少期限错配，更多持有优质流动性资产，提高应对流动性风险的能力，监管为商业银行构建了一套流动性监管指标体系。根据《商业银行流动性风险管理办法》，目前银行流动性监管指标包括流动性覆盖率（LCR）、净稳定资金比例（NSFR）、流动性匹配率（LMR）等，**其中流动性覆盖率（LCR）和净稳定资金比例（NSFR）同时纳入央行MPA考核**，为使得各项流动性监管指标达到监管要求，银行自营对投资品种的选择也会有一些偏好。

表6：商业银行面临流动性监管指标要求

流动性监管指标	计算公式	监管要求	适用商业银行
流动性覆盖率（LCR）	合格优质流动性资产 ÷ 未来 30 天现金净流出量	不低于 100%	资产规模不小于 2000 亿人民币的商业银行
净稳定资金比例（NSFR）	可用的稳定资金 ÷ 所需的稳定资金	不低于 100%	资产规模不小于 2000 亿人民币的商业银行
流动性比例（LR）	流动性资产余额 ÷ 流动性负债余额	不低于 25%	所有商业银行
流动性匹配率（LMR）	加权资金来源 ÷ 加权资金运用	不低于 100%	所有商业银行
优质流动性资产充足率（HQLAAR）	优质流动性资产 ÷ 短期现金净流出	不低于 100%	资产规模小于 2000 亿人民币的商业银行

资料来源：《商业银行流动性风险管理办法》、开源证券研究所

表7：LCR 和 NSFR 纳入央行 MPA 考核体系

考核内容	细分指标	对应分数
流动性情况	流动性覆盖率	40 分
	净稳定资金比例	40 分
	遵守准备金制度情况	20 分

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

从优化流动性指标角度来看，银行投资偏好为国债/政金债>地方政府债/AA-及以上非金融公司债>其他。根据流动性覆盖率（LCR）和净稳定资金比例（NSFR）的计算公式，合格优质流动性资产越多，所需的稳定资金越少，有利于两项指标的优化。其中国债、政金债、地方政府债、信用评级 BBB-以上信用债分别适用不同的折算率构成合格优质流动性资产，能在不同程度上优化 LCR 和 NSFR 指标。不属于

“合格优质流动性资产”的其他品种，在计算 NSFR 分母“所需稳定资金”时，按照剩余期限设定了不同的系数（1 年内 50%，1 年以上至少 85%），因而剩余期限较短的话，也能一定程度改善 NSFR。总体来看，为优化流动性监管指标，银行自营倾向于投向合格优质流动性资产范围内的标的。对于非合格优质流动性资产，银行自营倾向于投向剩余期限在 1 年以下的标的。

表8：LCR 分子——合格优质流动性资产构成

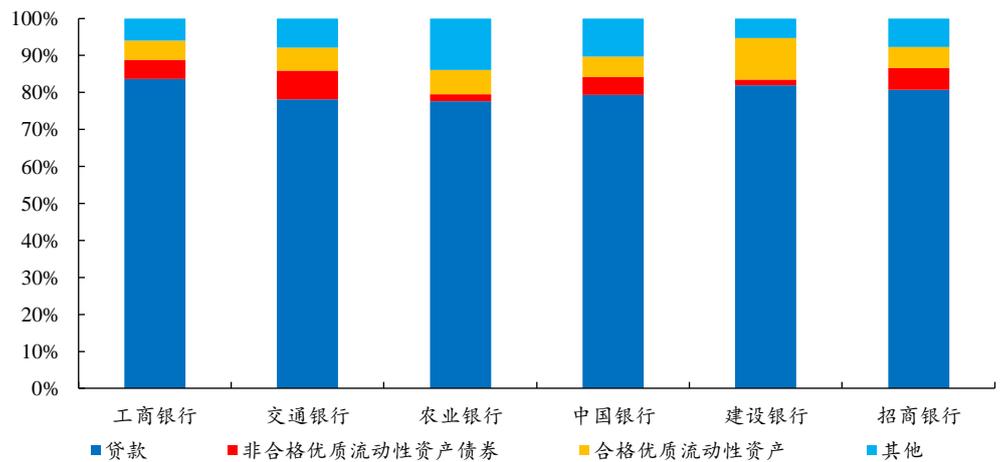
合格优质流动性资产		折算率
一级资产	现金； 超额准备金； 存款流失可释放的法定准备金；	100%
	风险权重为 0% 的主权实体、央行及部分国际组织发行或担保的证券(国债、政金债、资产管理公司债、财政部担保的地方政府债等)。	
二级资产	2A 级资产 (不超过 HQLA 的 40%)	85%
	信用评级 AA-及以上的非金融公司债； 风险权重为 20% 的主权实体、央行、公共部门实体及部分国际组织发行或担保的证券(地方政府债等)。	
	2B 级资产 (不超过 HQLA 的 15%)	50%
	信用评级 BBB-至 A+ 的非金融公司债。	

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

表9：NSFR 分母——所需稳定资金系数（仅展示金融投资部分）

金融资产分类	所需稳定资金系数
剩余期限小于 6 个月的对中央银行的债权；	0%
风险权重为 0% 的主权实体、央行及部分国际组织发行或担保的证券(国债、政金债、资产管理公司债、财政部担保的地方政府债等)。	5%
流动性覆盖率要求中规定的特定非 0% 风险权重的主权或中央银行债券。	
2A 资产：(1) 信用评级 AA-及以上的非金融公司债；(2) 风险权重为 20% 的主权实体、央行、公共部门实体及部分国际组织发行或担保的证券(地方政府债等)。	15%
2B 资产：信用评级 BBB-至 A+ 的非金融公司债。	50%
其他剩余期限小于 1 年的非合格优质流动性资产，包括向非金融机构客户、零售和小企业客户、主权、公共部门实体、多边和国家开发银行发放的贷款。(金融债，同业存单等)	50%
不符合合格优质流动性资产标准、剩余期限 1 年及以上的未违约的无变现障碍证券和在交易所交易的权益类证券；	85%
存在变现障碍 时间在 6 个月到 1 年之间的合格优质流动性资产；	50%
期限在 1 年及以上的全部资产；	100%

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

图27：合格优质流动性资产占“所需的稳定资金”比例低（2022）


数据来源：各银行财报、开源证券研究所

3.2.3、日间流动性管理：备付率影响银行短期配债行为

备付率比较高时，银行可利用富余资金配置短期利率债。银行的日间流动性监测管理是流动性管理框架当中的重要一环。银行资金的融入融出行为一般采取头寸报备制，每天由经营机构报备进出款头寸到总行资负部，资负部根据头寸匡算出净融资缺口，然后向金融市场部、金融同业部下达指令拆借相应资金。在这个过程中，如果资金头寸平的比较顺利，当日还有部分冗余备付金（在中央银行存款+库存现金—法定准备金），那么为了避免资金闲置（存在央行只有0.35%的利息），银行多余的资金往往由资产负债部灵活配置，在债券市场买入短期利率债品种。因此，备付率的变化对银行超短期配债行为形成一定影响，当备付率上行时反映银行间体系流动性相对充裕，通常对应债市的短期利好。

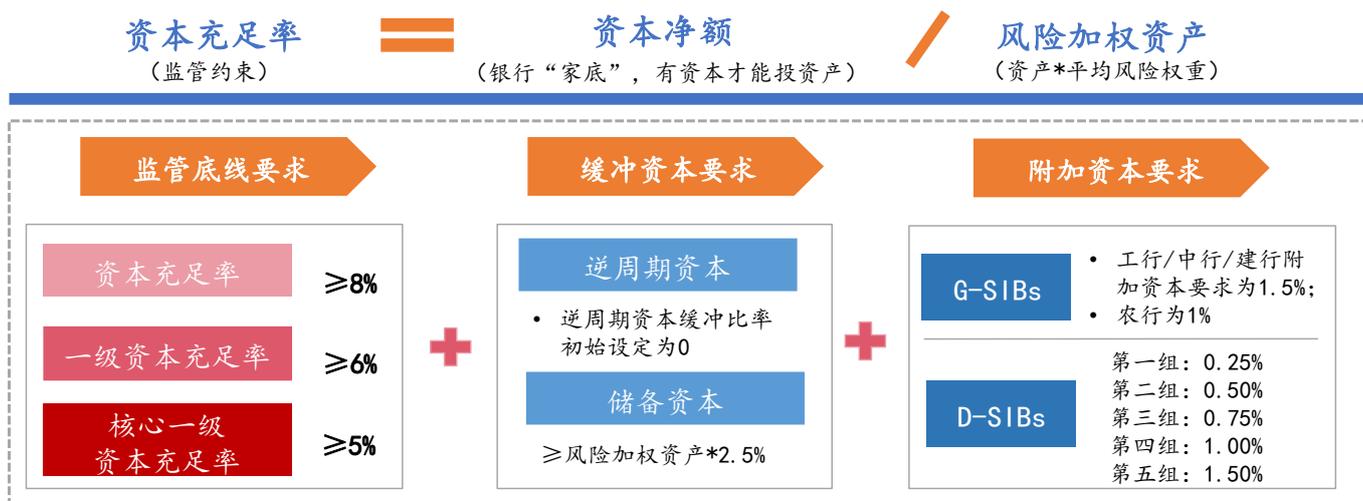
3.3、约束三：资本管理——“资本新规”或将重塑银行投资行为

3.3.1、银行客观上需满足资本监管要求

对银行来说，什么是资本？一般而言，银行涉及的资本概念有三种：账面资本、监管资本、经济资本。我们这里讨论的资本则是监管资本的概念，是监管当局规定的银行为抵御风险，保障持续稳健经营必须持有的最低资本。在资本充足率监管底线要求框架下，商业银行必须保有一定的资本，才能实现资产规模的扩张。

商业银行面临资本充足率监管要求。我国2013年起实施的《商业银行资本管理办法（试行）》，将银行资本构成划分为核心一级资本、其他一级资本、二级资本三类。目前，监管对商业银行各级资本充足率均设有底线要求，不同银行根据G-SIBs和D-SIBs分类情况不同适用相应附加资本要求。

图28: 商业银行面临资本充足率监管要求



D-SIBs分组	银行名称	监管要求 (CET-1 Ratio)
第四组	工商银行、中国银行、建设银行	9.00%
	农业银行	8.50%
第三组	交通银行、招商银行、兴业银行	8.25%
第二组	中信银行、邮储银行、浦发银行	8.00%
第一组	民生银行、光大银行、平安银行、华夏银行、宁波银行、江苏银行、上海银行、北京银行	7.75%
未入选	其他未入选银行	7.50%

资料来源: 国家金融监督管理总局、开源证券研究所

自营投资主要影响资本充足率的分母——风险加权资产 (RWA)。从资本充足率的计算公式资本净额/风险加权资产来看，分子“资本净额”主要通过银行利润留存和发行资本工具进行补充，分母风险加权资产 (RWA) = 信用风险加权资产 + 市场风险加权资产 + 操作风险加权资产，其中信用风险加权资产占比最高，占比达到 RWA 的 90% 以上。目前多数银行通过权重法计量信用风险加权资产，即表内外各项资产账面价值*对应风险权重加总得出，各项资产业务风险权重有所不同，与业务风险相挂钩。如银行自营投资国债，基本不会面临违约风险，其风险权重为 0%，而投资信用债风险权重则是 100%。使用相同规模的资金，投资风险权重大的品种则会提高 RWA，拉低资本充足率水平。

图29: 信用风险加权资产计算公式



资料来源: 《商业银行资本管理办法 (征求意见稿)》、开源证券研究所

资本监管如何对银行自营投资产生影响？

(1) 为了达标监管的要求，在资本额度紧张的时，资产负债部则会指导压降高资本消耗的投资业务、严控新增业务，如信用债投资、被动形成的股权投资、不可穿透计量的基金投资等；

(2) 即使不考虑监管影响，银行也会尽量提高资本使用效率，因此其他条件均相同的情况下，银行自营偏好资本节约的投资品种。

3.3.2、银行主观上倾向于提高资本使用效率

资本成本影响投资业务的收益考核，推动其提高资本使用效率。一般来说，银行会将稀缺的资本优先用于信贷业务，因此自营投资过程尽量会节约资本的使用，偏好资本占用少的投资标的，在金融市场部的考核中，也会嵌入“资本成本”的考核，推动金融市场部提高资本使用效率。

如何理解“资本成本”？本质上是一种机会成本。在监管的约束框架下，银行各项资产业务的开展均面临资本的占用，本质上是资产业务保留一定的资本以抵御风险。因此如果银行自营投资了信用债，则占用的这一部分资本就不能用作他途，即丧失了投放贷款或投资其他品种所能获得的收益，这就构成了银行投资这笔信用债所占资本金的成本。

如何衡量“资本成本”？通常资本成本的计算公式可简化为 $\text{风险权重} \times \text{资本转换系数} (10.5\%) \times \text{资本成本率}$ ，用来衡量 1 单位资产业务所承担的机会成本。资本转换系数对应资本充足率的底线要求 10.5%，资本成本率为各银行要求的最低资本回报率，可以理解为某项业务占用资本所需付出的价格，一般结合全行权益融资成本与债务成本综合设定，粗略的话可以使用全行加权的净资产收益率（ROE）来衡量。

“资本成本”考虑下，银行自营偏好资本占用少的投资品种。从资本管理办法来看，利率债品种风险权重较低，金融债/同业存单次之，信用债风险权重最高，基金产品则需穿透计量，其风险权重取决于其底层资产的情况。此外，伴随《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》将于 2024 年在国内落地，银行对资本占用边际下降的品种配置意愿会有所上行，如地方政府一般债券（20%→10%），投资级企业发行的信用债（100%→75%）；而资本占用边际有所提升的投资标的配置意愿会有所减弱，如 3M 以上银行普通金融债（多由 25%→40%）、二级资本债（100%→150%）。

表10：资本新规下银行自营投资风险权重变动

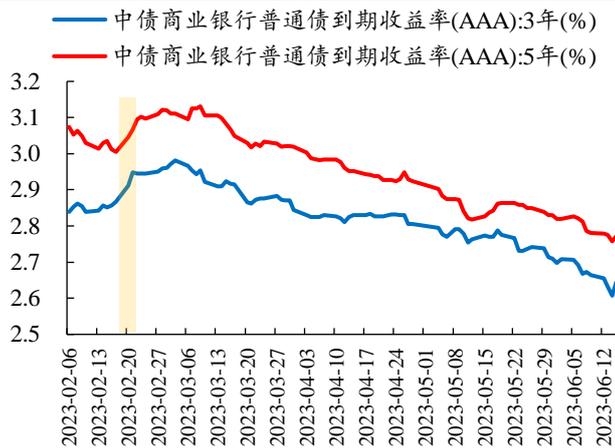
金融投资		《现行资本办法》	《新巴 III》	《新资本办法》	备注
利率债	国债	0%	0%	0%	
				0%	我国中央政府投资的金融资产管理公司为收购国有银行不良贷款而定向发行的债券
				10%	省级（直辖市、自治区）及计划单列市人民政府发行的一般债券
	地方债	20%	0%	20%	省级（直辖市、自治区）及计划单列市人民政府发行的专项债券
				20%	除财政部和央行外，其他收入主要源于中央财政的公共部门实体发行的债券
				50%	经银保监会认定的我国一般公共部门实体发行的债券（暂无）
	铁道债	20%	20%	20%	

政策性金融债	0%	0%	0%	
银行普通金融债/同业存单	3M 以下 20%/ 3M 以上 25%	3M 以下 20%-150%/ 3M 以上 40%-150%	3M 以下 20%-150%/ 3M 以上 40%-150%	大部分执行 20%/40%，极少满足条件银行发行的金融债可执行 30%（核心一级资本充足率>14%，杠杆率>5%）
金融债				
二级资本债/TLAC 债务工具/非银次 级债	100%	150%	150%	
永续债	250%	250%/400%	250%	银行自营大多将投资永续债计入权益
非银普通金融债	100%	投资级 65% 非投资级 100%	投资级 75% 非投资级 100%	投资级公司是指即使在不利的经济周期和商业环境下，仍具备充足偿债能力的公司。 应同时满足 1) 最近三年无债务违约或者迟延履行本息的事实，商业银行对其债权风险分类均为正常；2) 在认可的证券交易所或中国银行间市场登记有在存续期内的股票或债券（不含资产证券化产品）；3) 最近三个会计年度利润总额（合并口径）、归属母公司所有者净利润（合并口径）均大于 3000 万元等条件。
信用债		投资级 65% 非投资级 100%	投资级 75% 非投资级 100%	
企业信用债	100%	非投资级 100%	非投资级 100%	
资管产品	基金投资/理财产品等	实质重于形式	LTV 法/MBA 法 /FBA 法 1250%	穿透法/授权基础 法/不可穿透 1250%

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

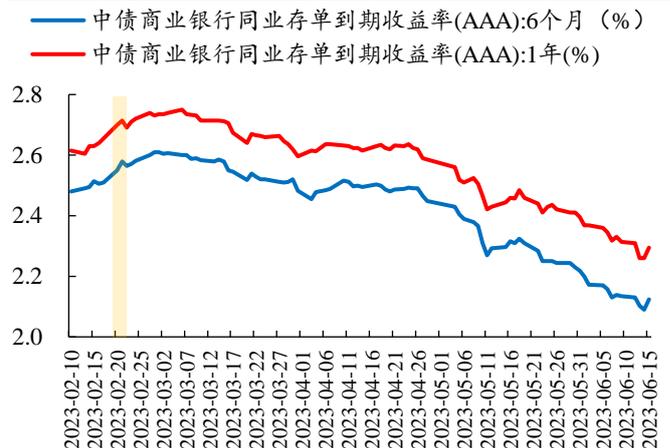
资本新规发布后，债市反应明显。2023 年 2 月 18 日，银保监会（原）正式发布《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，由于资本新规落地后 3M 以上银行普通金融债和同业存单风险权重提升，银行自营配置意愿或将减弱，此外资本新规也间接影响到资管产品，由于银行自营交易盘以基金投资为主，基金产品为了迎合银行自营投资偏好也会倾向配置资本节约型标的，因此，反映到债市上，2 月 20 日，3M 以上银行普通金融债和同业存单的到期收益率明显上行。

图30：资本新规发布后银行金融债到期收益率上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：资本新规发布后 3M 以上存单到期收益率上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.3、资本新规首次明确基金产品资本计量标准

银行自营出于节税考虑，交易盘配置了较多的基金。2022 年末上市银行约持有 5.25 万亿基金，占交易盘比例为 47%，银行自营持有基金产品最重要的动力是免税。一方面，公募基金投资债券可免征所得税与增值税，与银行自营直接投资债券相比，持有债基间接投资政金债和信用债的税收节约效应明显。另一方面，银行持有基金产生的分红收入也可免征所得税与增值税。

表11：公募基金债券投资具有明显的免税效应

债券投资	利息收入		资本利得	
	所得税	增值税	所得税	增值税
国债	免	免	免	免
地方政府债	免	免	免	免
政策性金融债	免	免	免	免
铁道债	免	3%	免	免
商业银行债券	免	免	免	免
企业信用债	免	3%	免	免

资料来源：财政部、国家税务总局、开源证券研究所

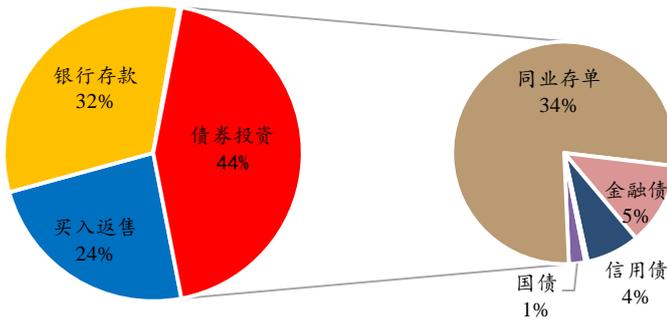
资本新规首次明确基金产品的资本计量标准。资本新规对划至银行账簿的资管产品（包含基金产品在内）提出三种计量方法，分别是穿透法、授权基础法和 1250% 风险权重。**(1) 如能获取底层资产详细情况，采用穿透法计量，**目前国内实践已根据监管指导对基金投资尽量穿透计量。**(2) 授权基础法下，**需假设基金投资在投资范围内，按照底层资产风险权重从高到底的顺序，依次投资至对应资产的最高投资额度，此外，如果同类风险暴露拥有多个风险权重时，应采用最高的风险权重。**(3) 如前述两种方法均无法适用，则采用 1250% 风险权重，**该类基金产品银行将审慎介入。此外，资本新规通过资本计量的杠杆调整约束银行委外加杠杆，杠杆率越高的基金产品将占用更多的资本。

表12：资本新规首次明确银行账簿资管产品的资本计量方法

资本计量方法	使用要求	计量过程
穿透计量法	(1) 资产管理产品管理人应向商业银行提供足够、充分的基础资产信息，用于计算基础资产的风险权重。 (2) 商业银行所获取的基础资产信息能够被独立第三方确认。“独立第三方”是指应独立于资产管理产品管理人的其他机构，如托管人、会计师事务所。	商业银行应视同直接持有资产管理产品基础资产，采用与本行直接持有基础资产一致的方式，计量资产管理产品的风险加权资产。
授权基础法	1. 不满足采用穿透法计量资产管理产品风险加权资产的实施条件。 2. 可以利用资产管理产品募集说明书、定期报告、资产管理产品披露的其他信息或管理此类资产管理产品的国家法律法规，计量资产管理产品的风险加权资产。	商业银行假设资产管理产品的投资组合在授权投资范围内，按照风险权重由高到低的顺序， 依次投资对应的资产至最高投资额度 ，以此进行风险加权资产计量。如果同类风险暴露拥有多个风险权重时，商业银行应采用最高的风险权重。
1250% 风险权重	以上两种方法均不能适用； 商业银行直接投资的资产管理产品嵌套其他资产管理产品， 嵌套的第三层及以上层级，仅可采用 1250% 的风险权重计量。	风险权重为 1250%
杠杆调整	商业银行采用穿透法或授权基础法计算资产管理产品的风险加权资产的，应对资产管理产品的平均风险权重进行杠杆调整，但调整后的平均风险权重上限不高于 1250%。（杠杆越高，风险权重越高）	

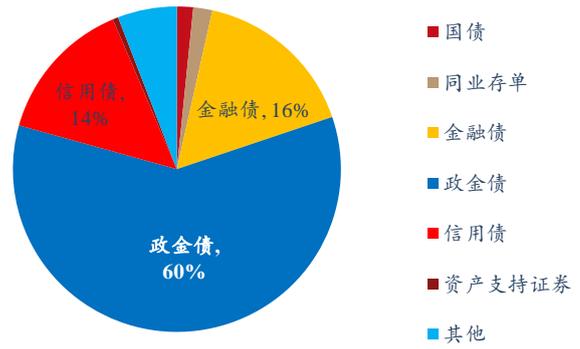
资料来源：《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》、开源证券研究所

资本新规落地执行后，预期基金产品资本占用将有所提高。(1) 不可穿透计量的基金产品风险权重由 100% 提升至 1250%；(2) 从货基底层资产来看，同业存单占比（34%）高，穿透计量后 3M 以上同业存单风险权重抬升或将提高货基资本占用；(3) 从债基底层资产来看，银行自营持有债基底层资产多为政金债和信用债，基础资产风险权重变化没有太大影响，但债基普遍具有较高的杠杆率，尤其是摊余成本法定开债基杠杆率上限（200%）更高，杠杆调整后债基整体加权风险权重提升。

图32：银行自营持仓债基主要投向同业存单（2022）


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：银行自营持仓基金数据为关联口径

图33：银行自营持仓债基主要投向政金债（2022）


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：银行自营持仓基金数据为关联口径

——当风险权重抬升幅度为多少时，投资基金的免税效应被抵消？

测算过程及假设：

(1) 资本成本=风险加权资产*资本充足率（10.5%）*资本成本率；

(2) 风险权重抬升导致资本成本增加，若抬升幅度造成的资本成本增加与形成税收节约规模一致，则风险权重的提升抵消了免税效应。

当基金产品收益率越高、银行内部资本成本率越低时，使得免税效应被抵消的风险权重抬升幅度临界值越高，当基金收益率为 3%，银行资本成本率为 8%时，根据我们测算，基金产品整体风险权重需抬升 111 个百分点，免税效应才会被抵消。

表13：基金产品风险权重抬升幅度敏感性测算

		资本成本率				
		7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%
基金产品 收益率	-	84%	79%	74%	69%	66%
	2.00%	105%	98%	92%	87%	82%
	3.00%	127%	118%	111%	104%	98%
	3.50%	148%	138%	129%	122%	115%
	4.00%	169%	157%	148%	139%	131%

数据来源：Wind、开源证券研究所

基金免税效应仍具有较大的安全边际。根据 2022 年末关联口径银行基金持仓情况，银行自营基金投资主要为货基和债基，进一步拆解其底层资产情况测算基金产品的整体加权风险权重，在资本新规落地执行后，货基风险权重或将提升 18 个百分点，债基提升 75 个百分点。根据上文测算，在基金产品收益率为 2.5%时，免税效应的抵消至少需要风险权重提升 82 个百分点以上，其免税效应仍有较大的安全边际。

基金产品加权风险权重测算假设如下：

(1) 数据来源：2022 年关联口径下银行自营持仓基金底层资产结构数据；

(2) 设全部基金产品均分类至银行账簿，采用权重法计量信用风险，实践中部分基金投资被分类至交易账簿，需计量的是市场风险；

(3) 其他资产假设全部不可穿透，资本新规下风险权重为 1250%，实际运行过程中商业银行可通过获取基金公司定期披露的报告掌握底层资产信息，完全无法穿透的“其他资产”可能很少。

表14：资本新规下，银行持仓货基风险权重提升（2022）

	占比	买入返售	银行存款	国债	同业存单	金融债	信用债	其他	杠杆率
现行办法	风险权重	10%	25%	0%	25%	25%	100%	100%	105.87%
	基金加权风险权重	24%							
新办法	风险权重	10%	40%	0%	40%	40%	100%	1250%	
	基金加权风险权重	42%							
风险权重变动 (PCT)		18							

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：银行关联口径持仓数据，基金杠杆率为所有持仓货基算数平均值

表15：资本新规下，银行持仓债基风险权重提升（2022）

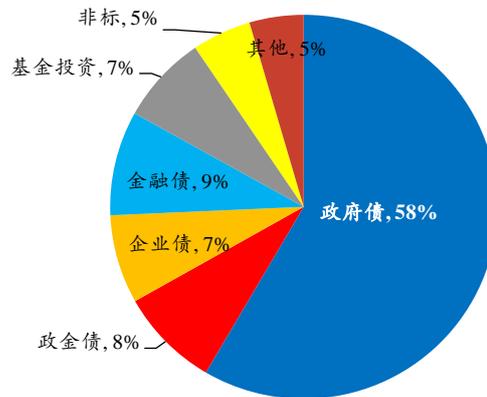
	占比	买入返售	银行存款	国债	同业存单	金融债	政金债	信用债	其他	杠杆率
现行办法	风险权重	10%	25%	0%	25%	25%	0%	100%	100%	123.05%
	基金加权风险权重	20%								
新办法	风险权重	10%	40%	0%	40%	40%	0%	100%	1250%	
	基金加权风险权重	95%								
风险权重变动 (PCT)		75								

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：银行关联口径持仓数据，基金杠杆率为所有持仓债基算数平均值，以上测算基于严格假设静态测算，仅供用作趋势参考。

3.4、自营投资谋求高收益的方法：杠杆、下沉、久期、节税

银行自营投资以债券投资为主。由于银行自营投资过程中面临投资范围、流动性、监管资本等诸多约束，叠加自身主动交易的意愿和能力不足，银行自营投资以债券投资为主，2022年末上市银行金融投资中债券占比为 83%，因此我们主要讨论银行在债券投资过程中增厚收益的策略。

图34：上市银行自营投资以债券投资为主（2022）


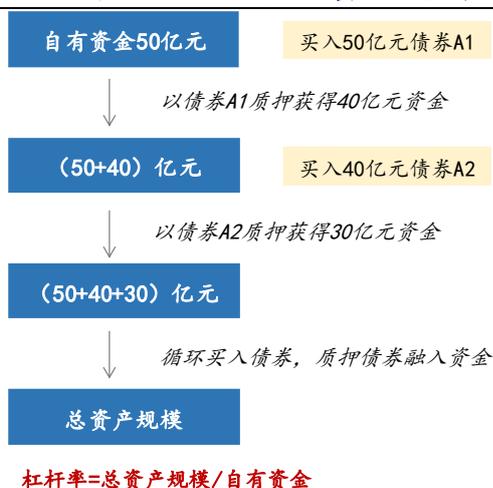
数据来源：Wind、开源证券研究所

债券投资“三板斧”为拉长久期、加杠杆和信用下沉，从银行的角度来看，由于自营投资的资金主要来源于客户存款等负债，风险（流动性风险、利率风险、违约风险）承受能力低，因此自营投资增厚收益的手段是比较受限的，整体来看，银行自营不轻易加杠杆和信用下沉，债券投资以配置策略为主，通过久期管理提高收益。

3.4.1、不轻易加杠杆，银行是债市主要资金融出方

金融机构可通过正回购融入资金加杠杆放大债券收益。金融机构在债券市场进行交易时，可用自有资金买入债券，然后将债券质押给其他金融机构融入资金，用融入资金再购买债券，只要融资成本低于债券收益率，加杠杆就可以起到放大收益的作用。

图35：金融机构可通过正回购融入资金加杠杆



资料来源：开源证券研究所

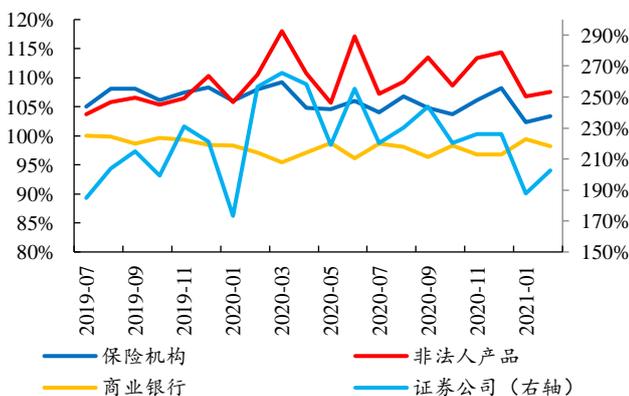
图36：质押式回购/买断式回购流程图



资料来源：开源证券研究所

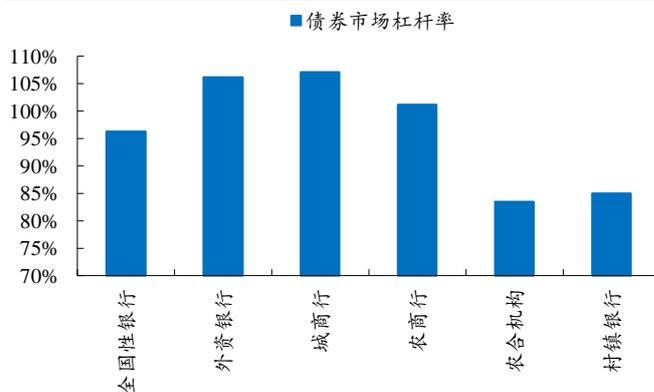
银行杠杆率低于100%，是债市资金融出方。商业银行本身就具有比较高的经营杠杆，自营投资过程中对杠杆的运用比较审慎，一般不会再通过杠杆操作来放大投资组合的收益。商业银行债市杠杆率维持在100%以下，而包括公募基金在内的非法人产品杠杆率在110%上下徘徊。分银行类型来看，城商行杠杆率高于100%，主要源于城商行负债成本高，金市收益考核压力大，交易过程中会适当加杠杆提高投资收益率。

图37：商业银行债市杠杆率较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

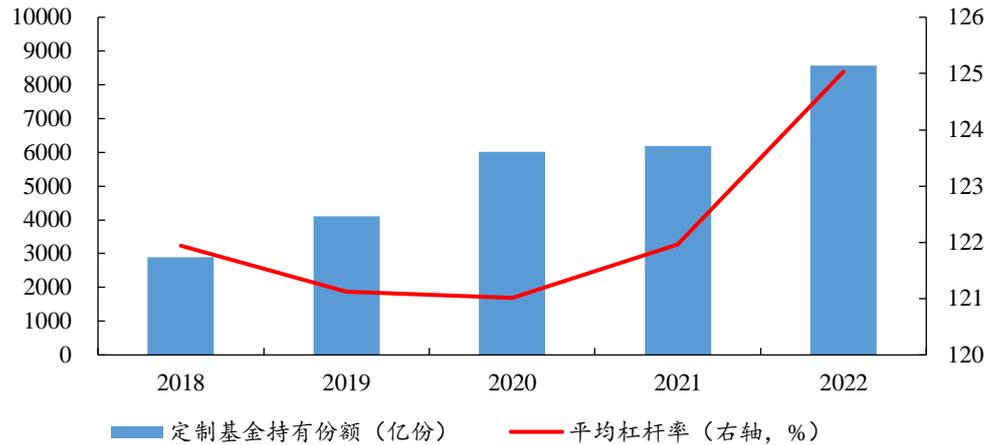
图38：城商行债券市场杠杆率高于其他银行 (2021.02)



数据来源：Wind、开源证券研究所

银行自营虽然自身不轻易加杠杆，但可通过基金/委外产品加杠杆。银行自营投资不直接加杠杆，但可以通过委外基金、券商资管等非银机构间接实现加杠杆。近年来，银行自营定制基金投资规模持续提升，且持仓定制基金产品平均杠杆率近5年均维持在120%以上，2022年达125%。2023年2月资本新规征求意见稿发布，银行在计算资管产品加权平均风险权重时需进行杠杆调整，调整后杠杆率越高的资管产品风险权重越高，资本占用越多，因此，在资本新规落地后，银行委外加杠杆的行为将受到约束。

图39：银行自营委外定制基金产品平均杠杆率维持在120%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：如果基金满足允许单一投资者持有份额比例大于等于50%，以封闭运作或定期开放运作的发起式基金形式存在且不向个人投资者发售，则判定为定制基金。同时筛选银行持有比例在90%以上的持仓产品。

3.4.2、银行自营做信用下沉性价比不高，因此比较谨慎使用

一方面，银行自营投资信用债面临诸多监管约束。**1) 资金来源受限：**储蓄存款不能用于信用债投资；**2) 审批标准高：**银行投资信用债面临与贷款相同的审批标准，信用债投资门槛高；**3) 投资额度受管控：**除了大额风险暴露监管要求会对信用债投资额度形成限制外，银行作为主承销商的信用债投资额度亦有监管上限要求，配置盘投资该债券的比例不得超过发行量20%。

表16：银行自营投资信用债面临监管约束

时间	监管文件	具体内容
2011	《企业债券管理条例》(2011修订版)	办理储蓄业务的机构不得将所吸收的储蓄存款用于购买企业债券。
2012	《中国银监会关于加强商业银行债券承销业务风险管理的通知》	当银行作为主承销商时，投资部门投资于(计入会计分类为可供出售债券、持有至到期债券或应收款项类债券)本行所主承销债券的金额，在债券存续期内，不应超过当只债券发行量的20%。 通知适用于除人民币国债(含财政部代为还本付息的地方债)、央票及政策性金融债以外的其他各类债券的承销业务。

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

另一方面，考虑资本占用、税收等因素后，信用债投资性价比并不高。考虑综合收益率下，尽管信用债到期收益率高于利率债，但由于信用债不具备资本节约和免税优势，其综合净收益率低于利率债，投资信用债对于银行自营来说吸引力不足。

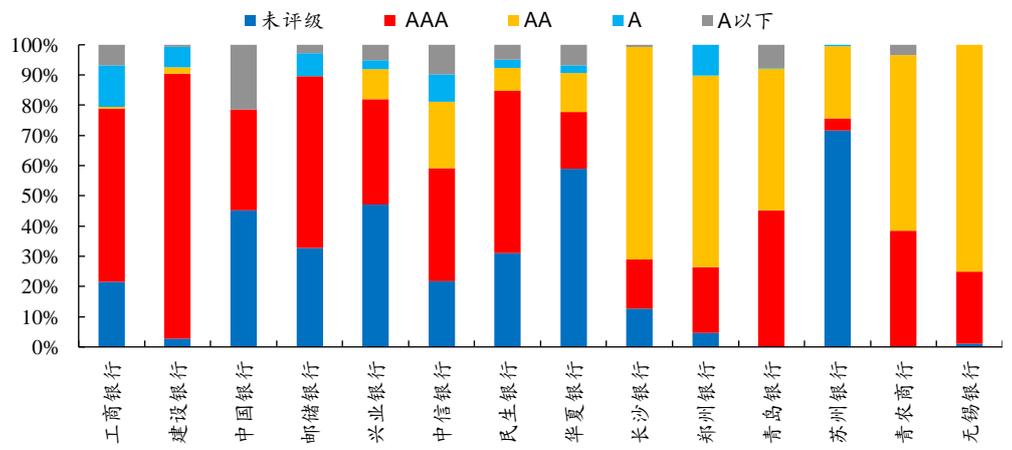
表17：各类债券投资净收益率对比：信用债投资性价比一般

投资品种	名义收益率	信用风险权重		资本转换系数	资本成本率	所得税率	增值税率	综合净收益率	
		现行资本办法	新资本办法					现行资本办法	新资本办法
国债（5Y）	2.63%	0%	0%	10.50%	8%	0%	0%	2.63%	2.63%
国开债（5Y）	2.79%	0%	0%	10.50%	8%	25%	0%	2.09%	2.09%
地方债（5Y）	2.67%	20%	10%	10.50%	8%	0%	0%	2.50%	2.59%
企业债（AAA, 5Y）	3.29%	100%	75%	10.50%	8%	25%	6%	1.72%	1.87%
二级资本（AAA-,5Y）	3.52%	100%	150%	10.50%	8%	25%	6%	1.89%	1.59%
普通金融债（AAA,5Y）	2.98%	25%	40%	10.50%	8%	25%	0%	2.08%	1.98%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：名义收益率数据采用2023年以来（截至2023年6月20日）各类债券到期收益率均值，综合净收益率=（名义收益率-资本成本率）*（1-增值税率）*（1-所得税率）

部分区域性银行出于客户关系维护及做高收益率的考虑，适当进行信用下沉。城商行与当地政府合作关系紧密，会配置一些当地城投平台发行的债券。从上市银行持仓信用债的评级来看，国股行信用债投资以AAA为主，基本不做信用下沉，城商行在收益考核压力下，适当进行信用下沉抬升投资收益率，其投资信用债评级以AA为主，此外，AA-以上债券还可起到优化流动性指标的作用。

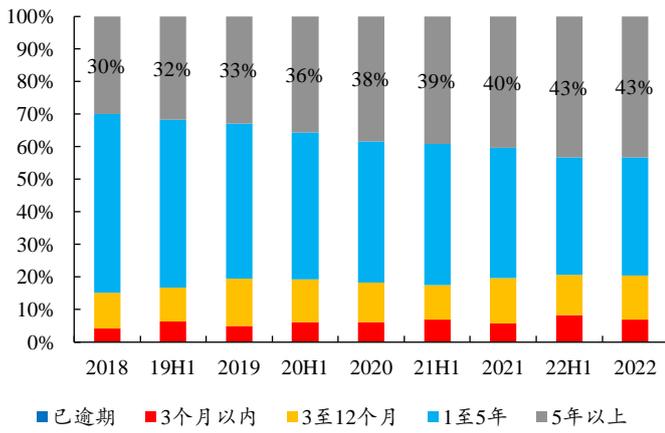
图40：上市银行投资信用债评级结构（2022）


数据来源：各银行财报、开源证券研究所

3.4.3、灵活运用久期，但需考虑利率风险

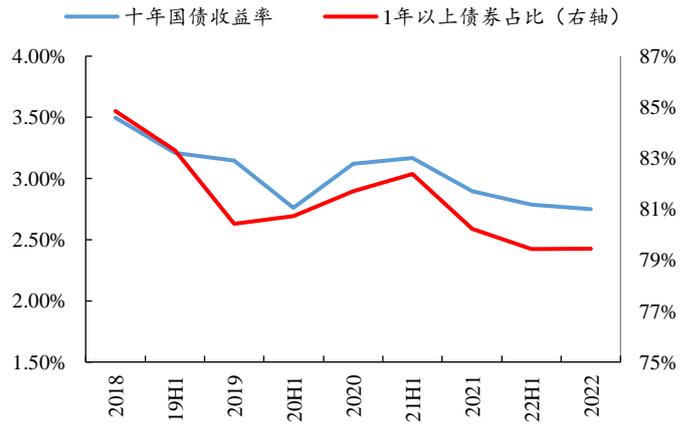
银行自营在利率高位拉长久期，利率低位降低久期。由于商业银行在债券投资过程中，不轻易加杠杆和信用下沉，因此久期管理成为银行自营为数不多可以灵活运用的增厚收益的手段。从工商银行债券投资期限结构变化来看，由于银行自营以配置为主的特征，其倾向于在收益率高位拉长久期增厚收益，在利率低位降低久期。

图41：工商银行债券投资剩余期限结构



数据来源：工商银行财报、开源证券研究所

图42：1Y以上债券占比与国债收益率走势趋同



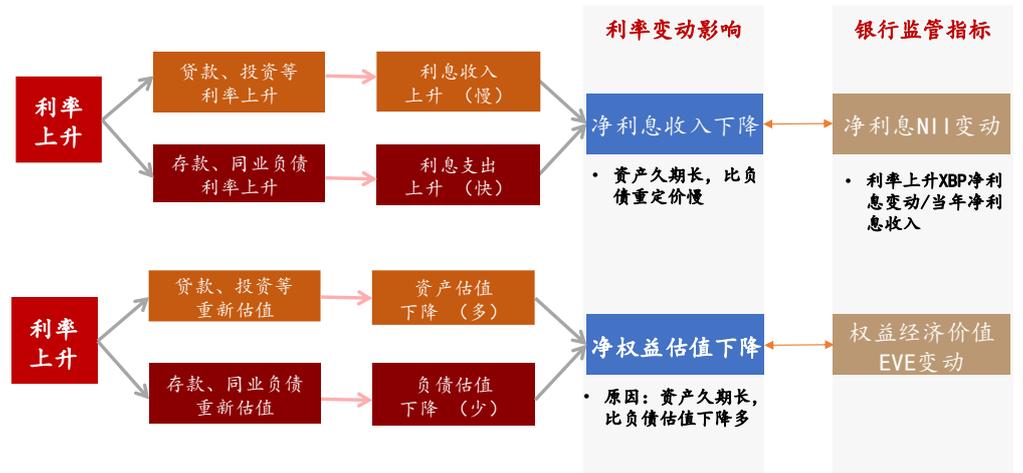
数据来源：Wind、工商银行财报、开源证券研究所

自营投资久期管理需考虑利率风险，将债券久期控制在合理区间。

由于商业银行靠资产负债期限错配盈利，天然蕴含着利率风险。根据《商业银行银行账簿利率风险管理指引（修订）》，银行账簿利率风险指利率水平、期限结构等不利变动导致银行账簿经济价值和整体收益遭受损失的风险，主要包括缺口风险、基准风险和期权性风险。具体来看，商业银行面临的利率风险主要有：

(1) **缺口风险：资产负债久期不匹配。**由于商业银行资产端久期长，负债端久期短，当利率上升时，资产端重定价周期长，负债端重定价快，会使得负债成本提升，但资产端收益不变，银行利息净收入下降。

图43：自营投资面临利率风险的约束



资料来源：开源证券研究所

(2) **基差风险：定价基准利率调整非同步。**由于我国债券市场、货币市场、存贷款市场等不同市场间的利率变化仍然存在割裂的现象，其中存贷款市场的基差风险最为突出。例如2022年以来LPR快速下行，但存款利率调整滞后，“非对称调息”使得基差风险明显增加。2023Q1商业银行由于LPR大幅下调而重定价，但存款利率保持相对刚性时，净息差大幅下降。

(3) **期权风险——利率变动时客户的潜在选择。**当利率变化时，客户行使隐含在银行资产负债表内业务中的期权可能给银行造成损失，一般体现为客户提前归还

贷款本息和提前支取存款。如 2022 年以来 LPR-5Y 大幅下降，催化了客户提前偿还房贷行为，使得银行利息净收入下降。

在商业银行管理利率风险的实践中，主要是监控净利息 NII 变动和权益经济价值 EVE 变动。在实践过程中，资产负债部需定期对行内净利息 NII 变动和权益经济价值 EVE 变动进行测算，以确保银行利率风险处于合理区间内。具体到自营投资来看，商业银行会对单个券种进行不同利率变动情景下的价格变动限额测算，以及对投资组合的重定价期限进行管控。在 NII 变动和 EVE 变动较大的时期，商业银行需管控自营投资资产久期，严格控制中长期尤其是超长期债券投资。

当然，管理投资组合的利率风险，除了做好限额管理之外，还要前瞻性的研判利率走势，动态监测 DV01 暴露，对于个券发生较大浮盈浮亏的时候，要及时剖析，查明原因。

3.4.4、合理节税是提高税后收益的重要手段

在考核税后收益的情况下，政府债投资性价比进一步提升。根据目前的税收政策，银行自营投资政府债（国债、地方债）获取的利息收入可免征所得税与增值税，具有明显的税收节约效应，金融债利息收入可免征增值税，企业债则不享受税收优惠。因此，当金融市场部面临的考核是税后收益考核时，政府债的配置性价比将进一步提升。

表18：银行自营债券投资税收政策

债券类型	利息收入		资本利得	
	所得税	增值税	所得税	增值税
国债	0%	0%	25%	6%
地方政府债	0%	0%	25%	6%
政策性金融债	25%	0%	25%	6%
铁道债	12.5%	6%	25%	6%
金融债（不含政金债）	25%	0%	25%	6%
同业存单	25%	0%	25%	6%
企业信用债	25%	6%	25%	6%
非标投资	25%	6%	25%	6%

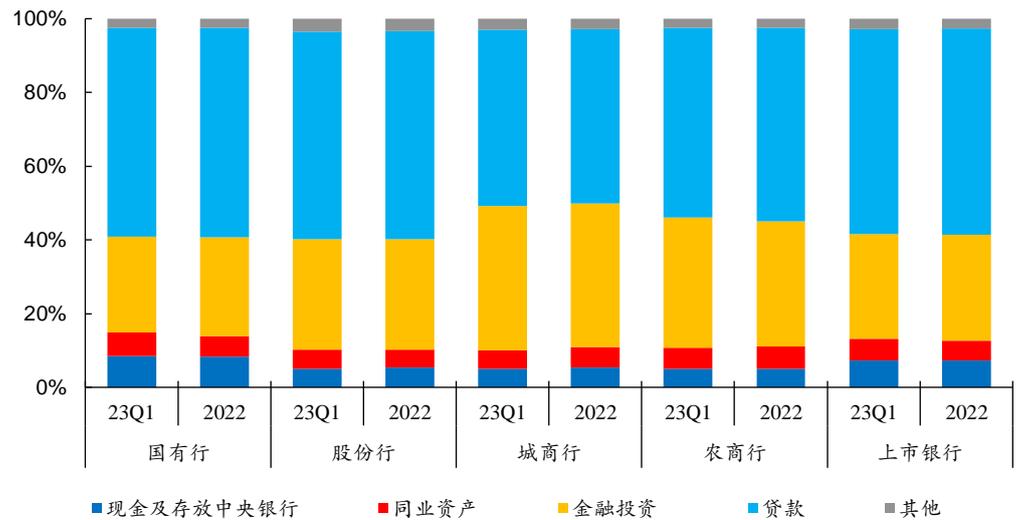
数据来源：财政部、国家税务总局、开源证券研究所

4、自营投资决策过程揭秘

4.1、参与自营投资的部门：资负、金市、同业专营等

金融市场部是自营投资主体，其他参与部门有资产负债部、同业专营部以及分支机构等。首先金融市场部是自营投资的主要力量，但投资总额度的分配，涉及到信贷、投资、同业等大类资产的摆布，这就需要全行层面统筹规划。资产负债部（司库）也可以开展一部分债券投资，但资负部的投资更体现“管理”目的而非“盈利”诉求，因此其持有的债券大部分是流动性较好、资本占用较少的品种。有时两个部门还会开展一些合作，比如在寻求资本债发行时，资负部会和其他银行沟通一些互持计划，金市部会参考这些安排代理完成对他行资本债的投资。

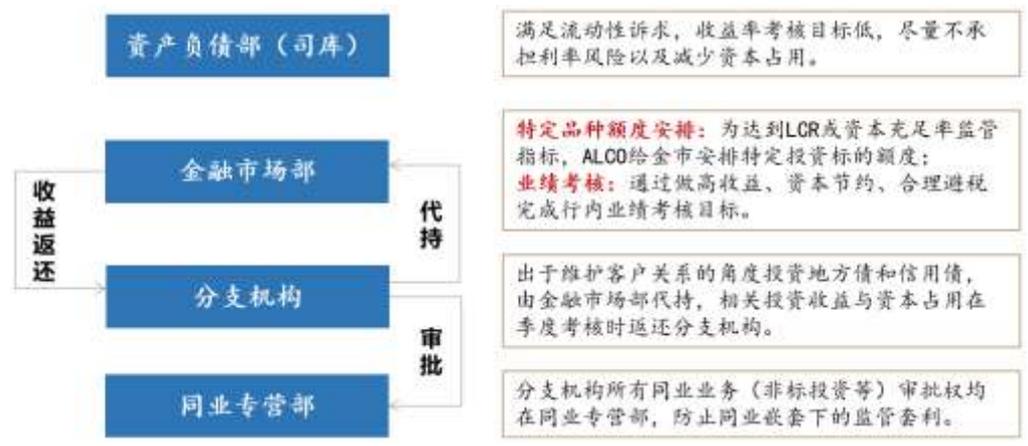
图44: A股上市银行资产配置以贷款和金融投资为主



数据来源: Wind、开源证券研究所

另外, 银行自营涉及到地方债、信用债、同业存单、券商资管计划等投资标的, 地方分支机构亦有参与意愿, 例如分支机构为竞标到更多财政存款, 有买地方债的诉求; 为维护客户关系, 有买信用债的诉求; 为维持同业合作, 有投资非标的需求。需要注意的是, 涉及到同业存单、非标等同业投资行为, 分支机构自身没有审批权限, 这就又牵扯到另一个部门——同业专营部, 所有同业业务均需经过同业专营部审批。但分支机构没有投资的交易台, 其投资诉求均需经过总行代投, 在季末收益考核时, 总行可以将代投产生的投资收益返还给分支机构。

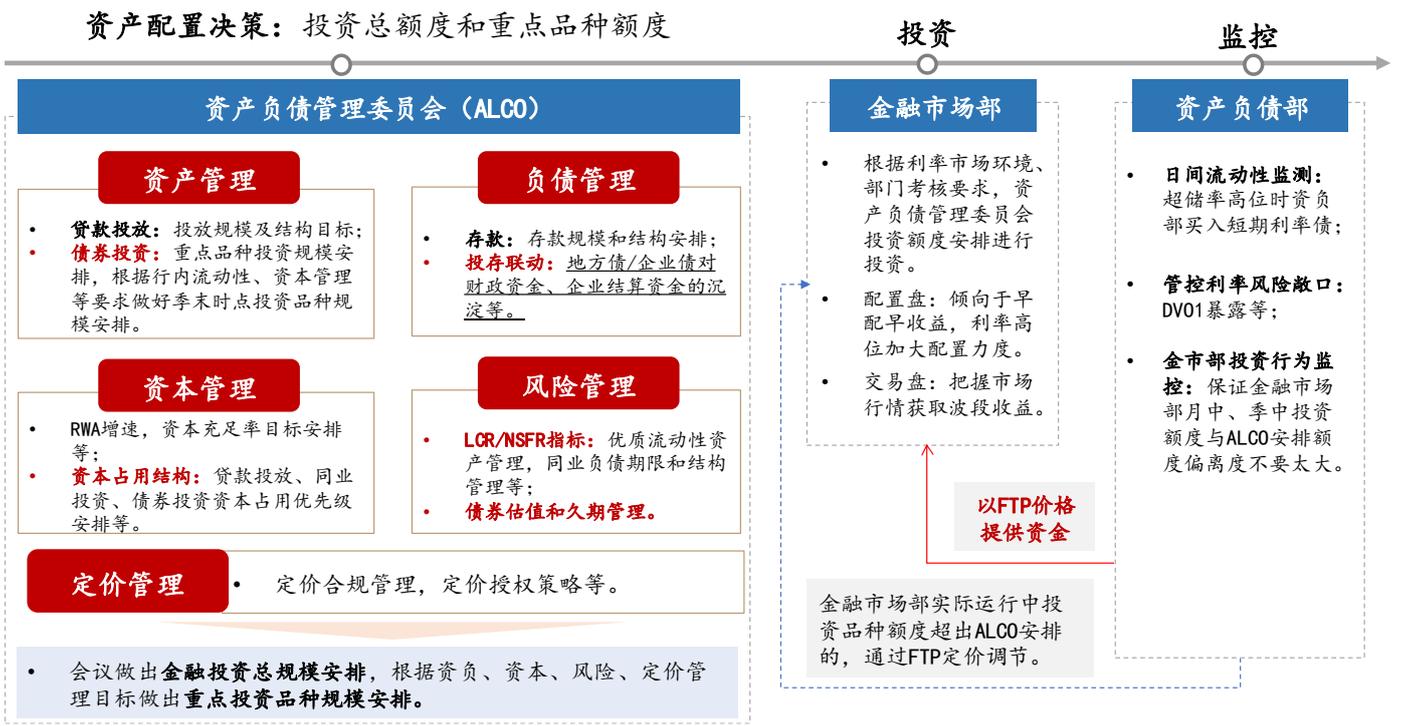
图45: 多部门参与银行自营投资过程



资料来源: 开源证券研究所

4.2、从决策到执行, 多部门的博弈与协同

自营投资决策过程: ALCO 统筹大方向决策, 金融市场部等前台部门落实投资, 资产负债管理部等中后台部门监控。

图46：银行自营债券投资决策执行过程：多部门的博弈与协同


资料来源：开源证券研究所

4.2.1、决策机制：ALCO 安排总投资与重点品种额度

对于大行、股份行和综合能力较强的区域性银行，行内会建立由高管和各业务部门领导等相关人员组成的资产负债管理委员会（ALCO），定期召开会议决定银行下阶段资产配置的重点方向。ALCO 根据当下经济形势、监管要求、政策预期等，考虑行内规模增长要求、资本占用安排、LCR/NSFR 等流动性监管指标达标压力等诸多因素，对银行下季度的资产负债配置做出安排，统筹全行各类资产负债品种的规模、结构、期限等具体事项，其中也包括了对于自营投资业务的总额度分配以及重点投资品种的规模安排。在季度出做出投资额度的规划后，银行按此额度进行投资，流动性的阶段性变化（如春节前后银行间流动性出现前紧后松等）对银行投资额度的扰动不大。

对于其他规模较小，综合能力偏弱的农商行和农合机构来说，行内可能没有建立相对规范的资产负债配置流程，资产配置和投资额度的分配较为粗放和主观，一般是银行高层直接基于上一年的盈利水平直接给各业务部门分配盈利目标、投资或信贷额度、RWA 限额等。

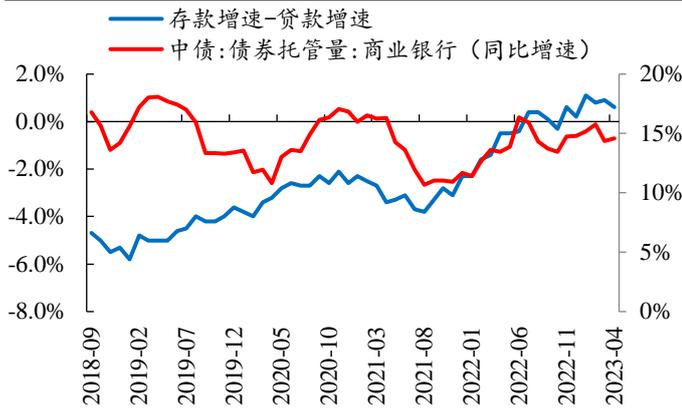
——投资额度如何决定？

(1) **银行可用资金规模：**存款增长快，市场流动性充裕时，银行可用资金规模增多。银行资产投放的资金主要来源于以存款为主的负债，当存款增速较快时，商业银行可用资金规模增加，此时无论是信贷投放和债券投资的增速均会维持不错的增速。此外，银行可用资金规模亦受到市场流动性扰动，当市场流动性较为充裕时，表明银行从市场拆借资金较为便利，商业银行可用资金规模增多。

(2) **信贷与投资额度分配：**优先投放信贷，投资额度被动属性明显。信贷资产是商业银行进行资产配置时的优先资产，一方面是贷款收益率比较高，且具有很强的

的存款派生作用，授信也有助于维持客户关系，相对来说产生的收益是更加长期和稳定的；另一方面监管对于商业银行信贷投放规模也有指导，农商行新增可贷资金需 70% 以上用于投放贷款等。因此金融投资具有一定的“被动配置”特征。在宏观经济向好，企业信贷需求旺盛时，银行往往投放更多信贷，配债资金减少，债市走熊；而当信贷需求乏力时，自营投资规模则会出现阶段性高增，相应配债资金增多，债市走牛。因此，社融增速与国债收益率呈现一致变动，社融走强，信贷投放多，挤压银行配债资金，债券市场走熊，收益率上行。

图47：商业银行债券投资增速与存贷增速差走势一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

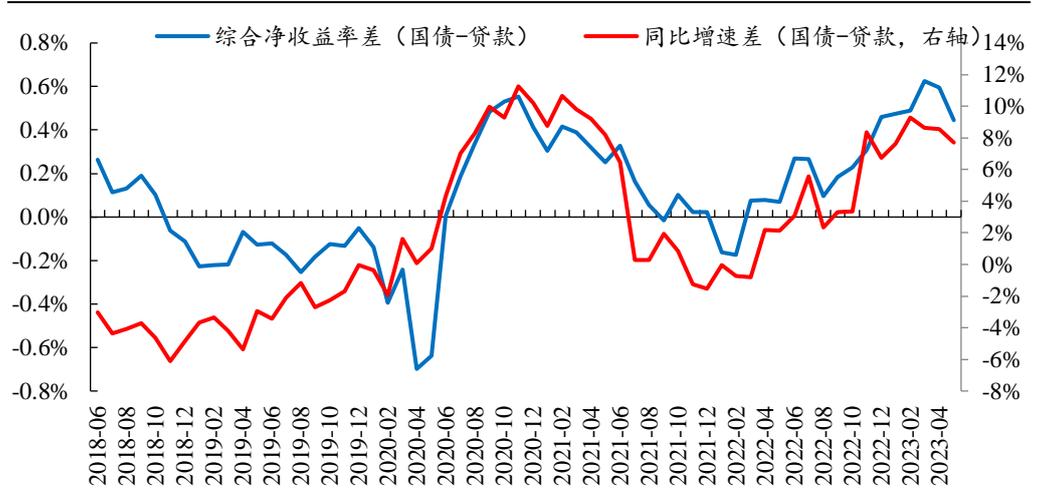
图48：社融增速与债市收益率同向变动（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

债贷性价比也会影响银行资产配置行为。虽然一般来说贷款是银行优先投放的资产，但当贷款收益率下行较快时，投贷带来的综合收益率或不如买债。一个粗略的债贷比价公式为：**综合净收益率=名义收益率-资本成本-信用成本-税收+存款派生收益**，其中资本成本=风险权重*资本转换系数（10.5%）*资本成本率，信用成本用贷款不良率表示，存款派生收益率=净息差*（1-所得税率）。用该公式来对比一般贷款和 5Y 国债的综合净收益率，其中国债没有信用成本，亦没有存款派生收益。从测算结果来看，债贷比价效应明显，当国债与贷款综合净收益率差值抬升时，即国债配置性价比较高时，银行持仓国债增速与投放贷款增速之差也随之抬升。

图49：债贷比价效应是影响银行资产配置决策的重要因素



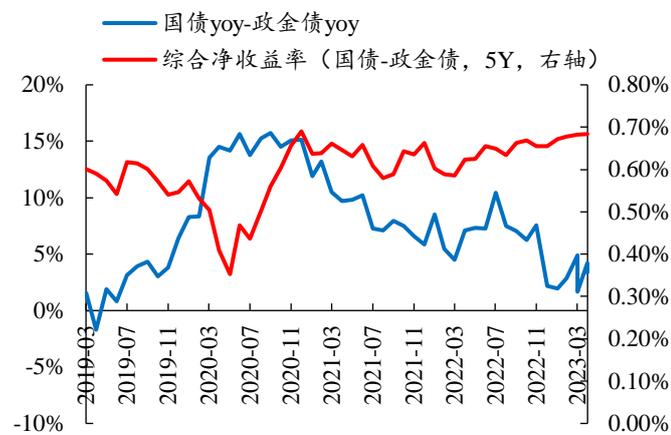
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2.2、投资执行：金市部在收入、利润、RAROC 等考核下摆布投资盘子

金融市场部投资：在 ALCO 做好下季度资产负债安排后，金融市场部在收入、RAROC 考核要求下根据资负部额度安排以及利率市场环境具体做出金融投资盘子的摆布。配置盘的摆布与信贷投放逻辑相通，秉持早配早收益的原则，如果对下阶段利率走势较为悲观或不太明朗的情况下，银行会倾向于在年初把配置的额度用足。交易盘的摆布更加灵活，根据市场环境的判断择机买卖获取博取价差收入。

各类债券之间亦存在一定比价效应。金融市场部各类投资品种的综合净收益=名义资产收益率-资金使用成本-资本占用成本-信用风险成本-税收成本率。金市部根据市场环境也会在各类债券之间比价抉择，根据商业银行持债数据和各债券综合净收益率来看，利率品种中国债和政金债存在一定的比价效应，当国债与政金债综合净收益率差值提升时，商业银行配置国债增速高于政金债。

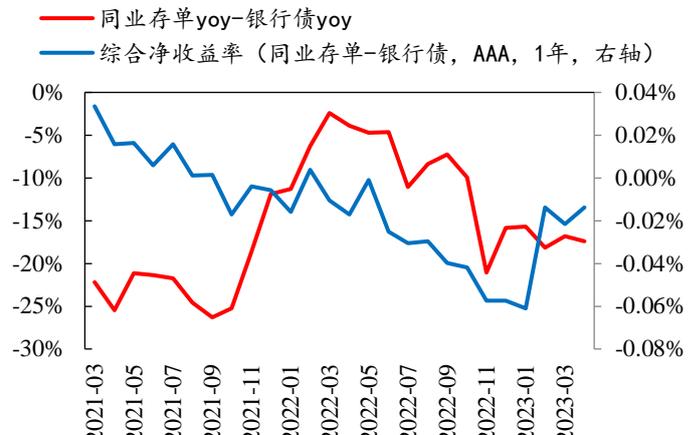
图50：国债与政金债之间存在比价效应



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：综合净收益率=（名义收益率-资本成本率）*（1-所得税率）*（1-增值税率）

图51：同业存单和银行金融债之间存在比价效应



数据来源：Wind、开源证券研究所

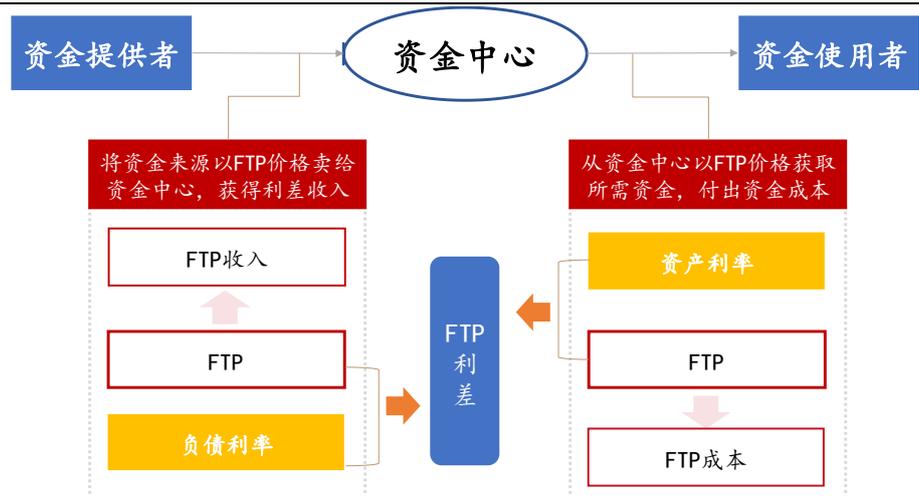
注：综合净收益率=（名义收益率-资本成本率）*（1-所得税率）*（1-增值税率）

资金成本是影响金市部收益考核的关键变量。由于银行自营投资使用的资金多来源于负债，需要支付一定的利息，因此自营投资也需考核资金成本。但银行负债来源多样，有存款、同业负债等，即使是存款，不同客户、不同期限的存款的成本率也是不同的，银行自营投资所使用的资金又对应哪一笔负债呢，**资金成本如何有效计量呢？这其中是银行内部资金转移体系在发挥作用。**

——FTP：银行资产负债配置“无形的手”

FTP即内部资金转移体系，是商业银行内部司库与业务经营单位按照一定规则全额有偿地转移资金，达到核算业务资金成本或收益的目的，FTP价格是由司库提供给业务经营单位的转移资金价格。商业银行运营FTP实现内部各类资产负债业务的记账与管理，以存贷业务为例，支行人员拉来存款必须通过贷款的投放或者债券投资实现收益，那如何对存款业务进行考核？商业银行内部需要有一个虚拟的计价中心，即司库，对全行资产和负债业务进行统一的核算和计价。**资金提供者以一定的负债成本获取资金，然后以FTP价格卖给司库，（FTP价格-负债成本率）即资金提供者（例如存款、同业负债）获取的净收益率；资金使用者以一定的FTP价格从行内获取资金，然后通过资产投放以一定的资产收益率获取利息收入，（资产收益率-FTP价格）即资金使用者的净收益率。**

图52：银行内部资金转移体系（FTP）运行机制



资料来源：开源证券研究所

FTP 将利率风险和流动性风险从业务部门剥离至司库。一方面，通过 FTP 体系的运用，使得存款业务人员拉来一笔存款时，不需要考虑是否有相应的贷款业务或债券投资业务去做，而贷款业务人员想投放贷款或金融市场部想进行债券投资时，也无需考虑是否有相应期限的资金来匹配，资产负债管理统一交由司库进行，即司库承担管理全行流动性风险的职责。另一方面，通过 FTP 定价原理，对每笔业务可以进行有效的利差锁定，各业务单位的业务只要生命周期按照合同进行，其产生的 FTP 利润是确定的，不会受到利率变化的影响。例如存款业务部门拉到存款后卖给司库，就能获得一个固定收益，利率风险全部集中与司库统一管理。此外，FTP 还可以承担资产负债配置指挥棒的作用，通过对不同业务赋予不同的 FTP 定价，可实现资源有效分配，例如在商业银行鼓励做零售信贷时，可以对零售贷款的 FTP 成本定的低一些，那么贷款业务人员投放零售信贷获取的贷款利差（贷款收益率-FTP 成本）越高，去做零售信贷的动力就越强。

目前我国商业银行 FTP 基准收益率曲线主要分为存贷款收益率曲线和市场收益率曲线。存贷 FTP 曲线主要运用于存贷业务，市场收益率曲线运用于银行金融投资、同业业务和票据业务等，即银行自营投资的 FTP 定价适用的是市场收益率曲线。以债券投资为例，FTP 定价为市场收益率曲线+FTP 调整项，一般将同业存单利率、同业拆借利率、债券收益率等作为 FTP 定价曲线的市场收益率参考。

表19：FTP 曲线分为两类

FTP 曲线类型	具体定价曲线	使用产品
人民币存贷收益率曲线	人民币存贷款 FTP 曲线	人民币自营存款、一般性贷款
市场收益率曲线	人民币市场收益率曲线	人民币投融资业务、同业业务、国内信用证议付业务、票据业务
	外币市场收益率曲线	所有境外外币业务、在岸外币贷款业务等

资料来源：开源证券研究所

FTP 调整项主要受几方面的影响：

- (1) 市场资金面：受宏观经济、货币政策、监管调控等因素影响。
- (2) 银行信用资质：信用资质越高的银行融资成本相对越低，则 FTP 价格在市场收益率曲线上加点更少。

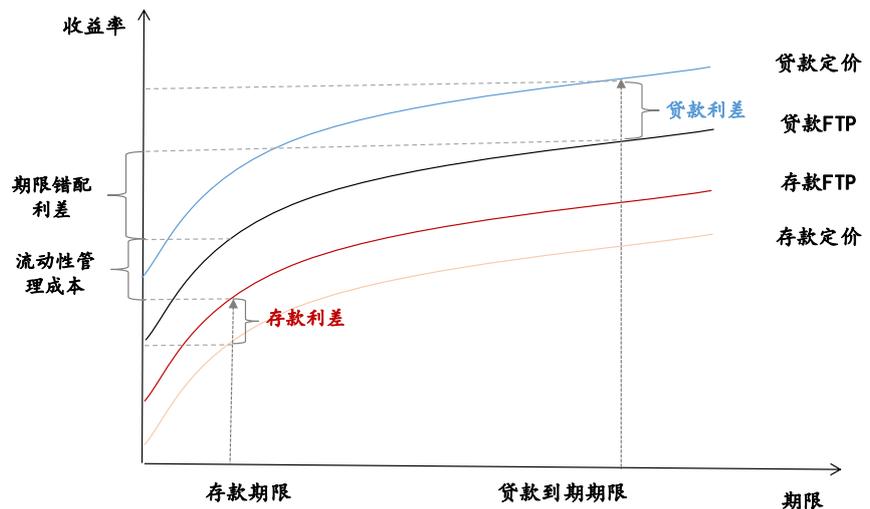
(3) 存款准备金调整项：由于存放于央行的存款准备金收益率较低，无法覆盖资金成本，出现收益成本倒挂时，司库会综合考虑这部分损失由哪些部门承担。

(4) 流动性调整项：一般体现在需要重定价的贷款产品中，例如一笔五年期，每年重定价的贷款，为了规避利率风险，按照一年期市场的利率来定价，相当于用一年期的资金去匹配做了五年期的资产投放，存在资产负债期限错配的流动性风险，一年后商业银行融资时，资金的供需是不确定的，因此要将这部分流动性风险考虑在FTP价格内。

(5) 利率风险调整项：当商业银行判断未来利率会上升时，对当下节点发放的固定利率贷款或持有至到期的债券投资，会在正常的融资成本上加一点，规避未来利率变化对行内损益的影响。

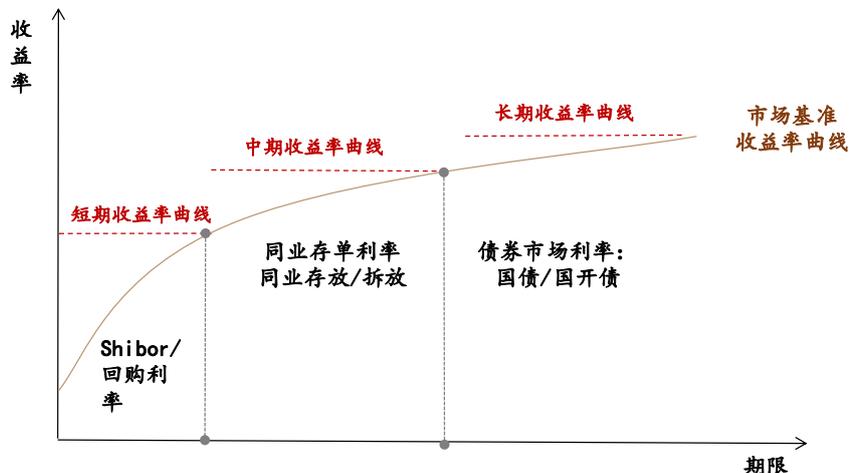
(6) 业务策略调整项：利用FTP定价可以引导商业银行资源配置，因此银行也可以通过FTP加减点来引导银行长期业务导向，在疫情期间为响应国家政策支持普惠小微，商业银行内部普惠小微贷款FTP价格相应下调。

图53：人民币存贷款FTP曲线



资料来源：开源证券研究所

图54：市场基准收益率曲线



资料来源：开源证券研究所

当 FTP 定价曲线确定了之后，确定投资品种的 FTP 价格。FTP 体系的运用对于商业银行自营投资的影响主要在于：(1) 资金获取成本高的银行，其自营投资面临更高的收益率考核标准，国股行在揽储、发债层面均有成本优势，而区域性银行资金成本相对较高，在收益率考核下城农商行自营投资中信用债、同业存单占比较高。(2) 对于商业银行投资不同期限的标的来说，期限越长对应资金成本越高，FTP 成本越高。

4.2.3、监控与调节：资产负债管理部主导

资产负债部对金融市场部等部门投资行为进行监管与调节。例如信用债季中超过额度安排时，资产负债部门会对金融市场部进行指导。此外，FTP 定价对金融市场收益考核形成较大影响，超出 ALCO 安排的投资额度部分也会通过 FTP 定价的加点来调节。

5、各类银行自营投资的差异

5.1、自营投资结构：交易盘买基金，配置盘买利率债

银行自营投资超配利率债品种，2022 年政府债占比达 58%。在商业银行利用自营资金进行投资时，对于安全性的要求非常高，同时兼顾流动性、资本充足率的达标安排，收益率的优先级相对靠后。因此，风险低、流动性佳、质押便利，同时具有资本节约和免税优势的利率品种是成为商业银行的最佳配置选择。(1) 风险低：利率债品种无违约风险；(2) 流动性佳：一方面，持有利率债品种可起到很好地优化 LCR 的作用，另一方面，在银行日间流动性紧缺时，利率债品种二级市场流动性好，比较容易置换流动性；(3) 资本节约：利率债品种风险权重低，其中国债 (0%) / 政金债 (0%) / 地方债 (20%)，具有明显的资本节约优势；(4) 税收节约：国债和地方债利息收入免征所得税与增值税；(5) 质押便利：商业银行持有利率债品种可作为流动性备手，无论是向央行申请 SLF 和 MLF，利率债都是合格的质押物；此外，在银行间市场的回购交易中，以利率债作为质押更容易融入资金，且利率债作为信用风险缓释工具，可降低回购业务的资本占用。从 2022 年上市银行金融投资结构来看，政府债占比达 58.4%。从全部商业银行配债结构来看，地方政府债占比最高达到 39% 左右，国债和政金债占比分别为 22% 和 18%，利率债品种超配明显。

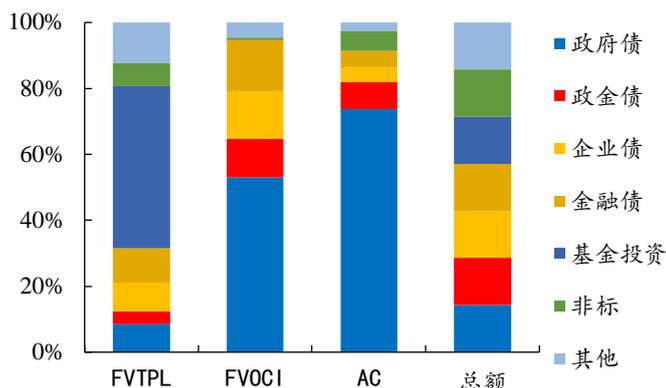
表20：利率债为货币政策工具合格抵押品

	对象	期限	合格抵押品
常备借贷便利 (SLF)	主要为政策性银行和全国性商业银行	1-3 个月	合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等。
中期借贷便利 (MLF)	符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行	3-12 个月	国债、央行票据、政策性金融债、中央政府代发的地方政府债、同业存单、主体信用评级和债券信用评级均为 AAA 级的企业债券和中期票据主体信用评级为 AAA 级、债项评级为 A-1 级的短期融资券和超短期融资券。不低于 AA 级的小微、绿色和“三农”金融债券；AA+、AA 级公司信用类债券，包括企业债、中期票据、短期融资券；优质的小微企业贷款和绿色贷款。

资料来源：开源证券研究所

交易盘以基金投资为主，配置盘以利率债为主。2022 年末，上市银行配置盘中利率债占比高，其中 AC 约 77% 是利率债，政府债占比 67% 左右；FVOCI 中依然是利率债占比最高，与 AC 相比，信用债和金融债占比提升；交易盘 (FVTPL) 中主要是基金投资 (34%) 和金融债 (18%)，判断金融债中二永债居多，源于银行自营投资的二永债因不能通过 SPPI 需全部分类至 FVTPL。

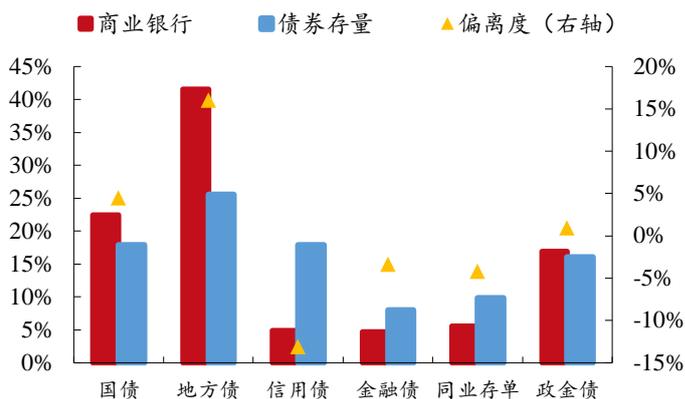
图55：上市银行各账户金融投资结构有明显差异



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

注：2022 年数据

图56：商业银行超配利率债（2023-05）



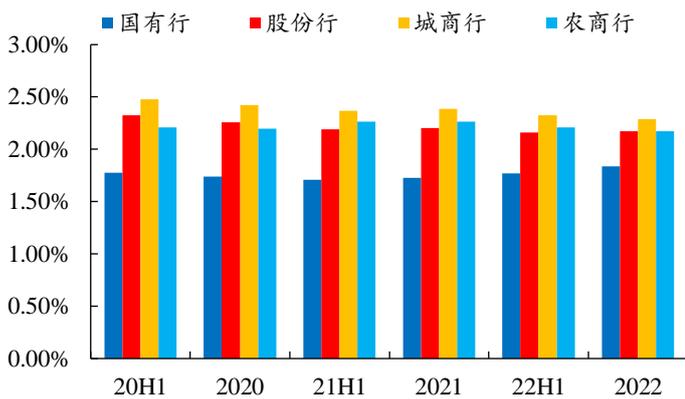
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上清所和中债登统计数据合计

5.2、银行投资行为的分化：约束条件下选择的最优解不同

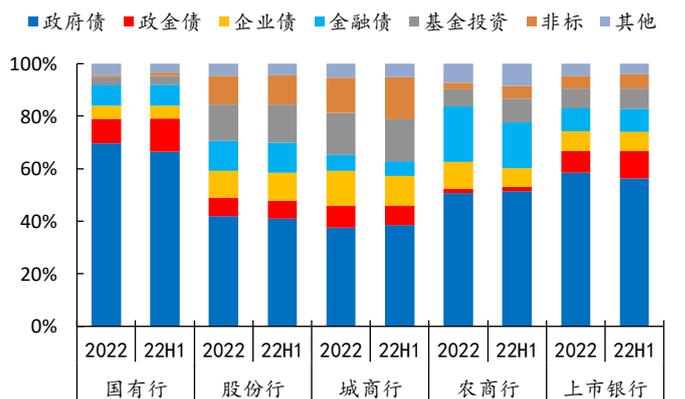
负债成本差异推动各类型银行金融投资结构的分化。由于各类型银行面临的监管约束不同，同时其负债稳定性和成本亦有较大差异，因此各类型银行自营投资行为亦出现明显分化。其中最重要的是各类型银行计息负债成本率有较大差异，负债是自营投资主要的资金来源，其资金成本会通过行内 FTP 传导至金融市场部，负债成本越高的银行，金融市场部面临的收益考核压力更大。从各类型银行金融投资结构可以看出，负债成本最低的国有行政府债占比最高，而负债成本较高的城商行和股份行政府债占比最低，通过投资信用债、基金、非标等产品增厚收益。资金成本是影响银行金融投资结构的重要因素之一，但也有其他因素影响不同银行之前投资行为的分化。

图57：各类型银行计息负债成本率不同



数据来源：Wind、开源证券研究所

图58：各类型银行金融投资结构分化



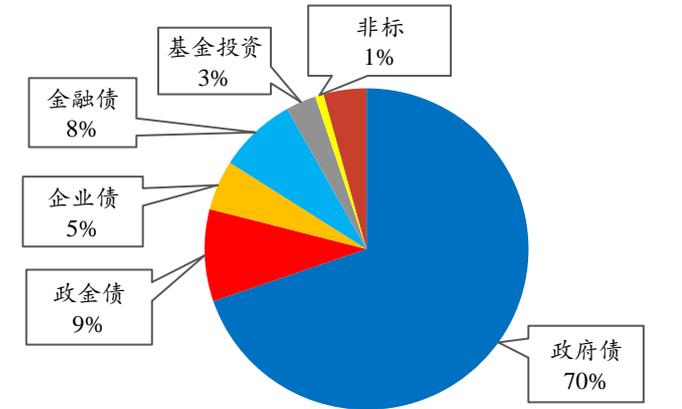
数据来源：各银行财报、开源证券研究所

5.2.1、国有行：投资风格稳健，超配地方债

国有行负债成本低，明显超配地方债。国有行揽储能力强，存款占比高，负债成本低且稳定性强，因此国有行自营投资对收益考核要求不高，金融市场部收益压力小，投资风格保守，较少进行主动交易，追求长期稳定收益，投资以配置盘为主，政府债占比高达 70%。此外，从 LCR 达标情况来看，上市银行 LCR 均已满足监管要求，城农商行 LCR 普遍超监管要求 50 个百分点以上，对比来看，国有行距监管

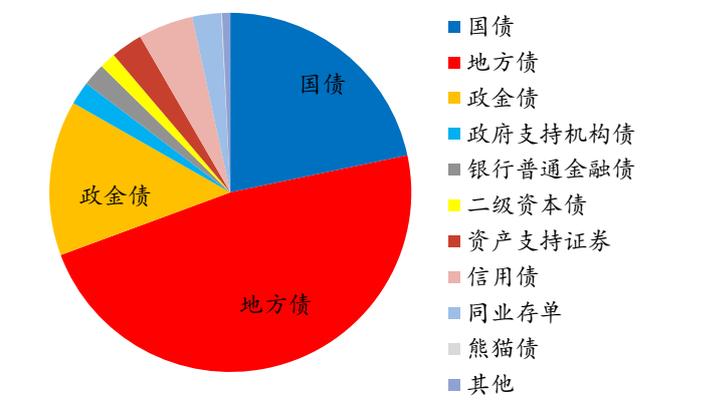
要求的缓冲空间不如区域性银行，LCR 指标尚有一定的优化空间，也促使其加大利率债品种投资力度。由于国有行持债结构情况未有详细数据披露，根据国股行持债结构来看，国股行明显超配地方债，地方债占债券投资比例达 48%。

图59：国有行自营投资以政府债为主（2022）



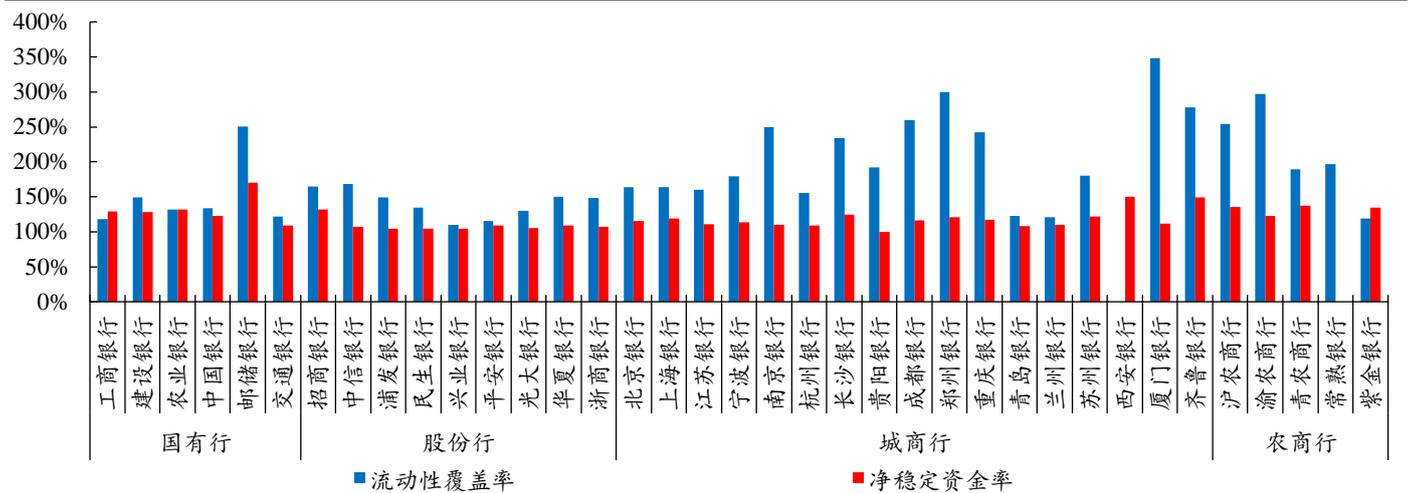
数据来源：各银行财报、开源证券研究所

图60：国股行债券投资以地方债为主（2021-02）



数据来源：Wind、开源证券研究所

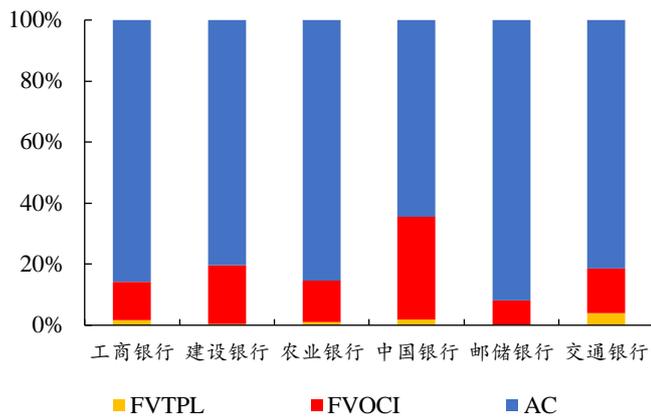
图61：上市银行 LCR 和 NSFR 情况：国有行距监管要求距离近（2022）



数据来源：Wind、开源证券研究所

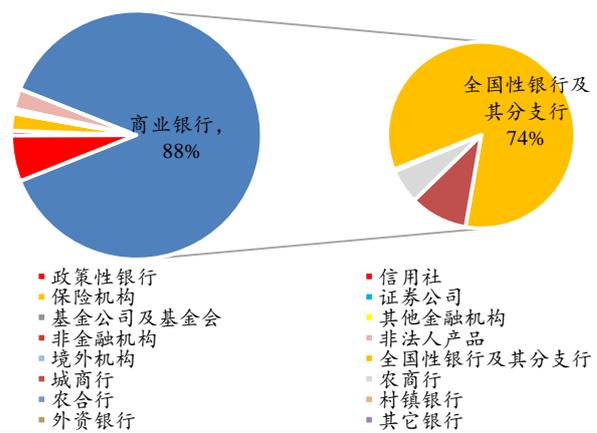
投资地方债主要为沉淀财政存款，以一级市场参与为主。国有大行偏好地方债，竞标财政存款沉淀是一个重要原因。在商业银行竞标财政存款时，买了多少地方债是一个重要考量因素，国有大行各地分支机构通过投资地方债维护与当地政府的合作关系，开拓规模大、稳定性强、成本低的财政存款。因此，商业银行主要于一二级市场参与地方债投资，买入后在 AC 账户中持有至到期获取票息收入，较少参与二级市场的交易。除中国银行外，2022 年其他国有行政府债 AC 账户占比均在 80% 以上。

图62：六大行持有政府债主要以配置为主（2022）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

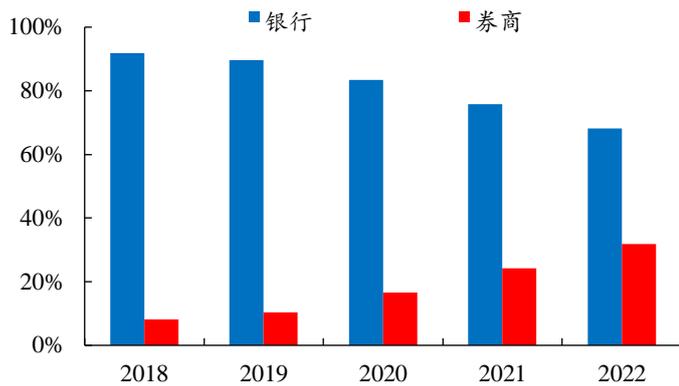
图63：全国性银行为地方债绝对配置主力（2021-02）



数据来源：Wind、开源证券研究所

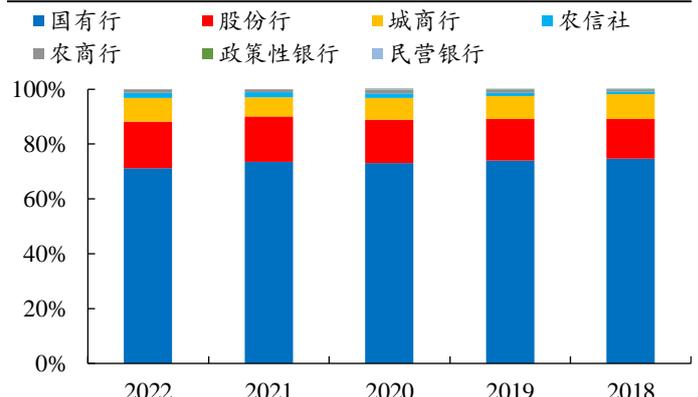
此外，国有行为地方债主要承销商，或有被动持有压力。商业银行投资地方债或有一二级市场联动因素，从地方债承销情况来看，商业银行为主要承销商，近年来承销比例有所下降，但仍维持在 65% 以上。分银行类型来看，国有行为承销主力，2022 年国有行占有所有银行承销份额的 71.18%。

图64：商业银行为地方债主要承销商



数据来源：Wind、开源证券研究所

图65：国有行地方债承销份额占比高

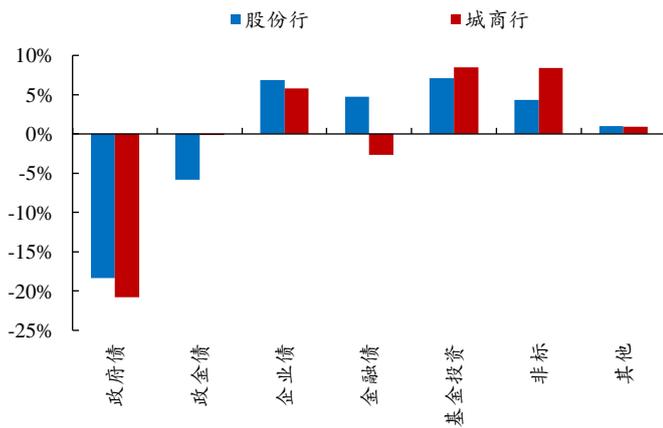


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2.2、股份行&城商行：投资结构多元，基金投资占比高

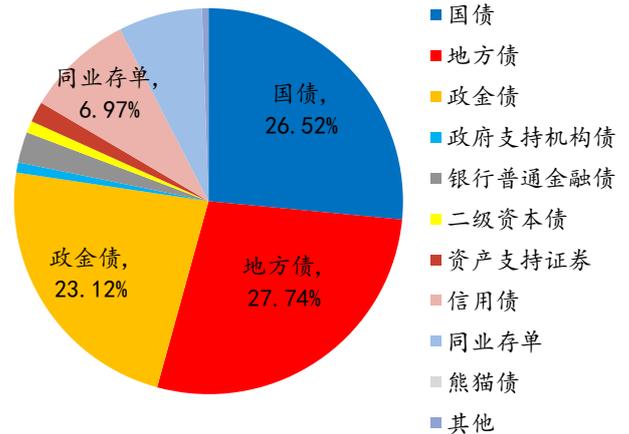
股份行和城商行投资风格相似，超配信用债、基金和非标。股份行和城商行金融投资风格相近，投资策略较为多元灵活，主动交易活跃，交易盘占比高于大行和农商行。一方面股份行和城商行负债结构和负债成本具有一定的共性，二者同业负债占比和负债成本均高于大行和农商行，负债端稳定性略低，且较高的资金成本使得金融市场部面临较高的考核压力；另一方面股份行和城商行规模没有达到大行的影响力，投资行为不至于束手束脚，同时又不像农商行面临那么严格的监管约束，且机制体制灵活，同业合作活跃，其投资策略较为灵活，投资结构多元均衡。从金融投资结构来看，城商行和股份行政府债占比低，超配信用债、基金和非标以寻求更高的投资收益率。

图66：股份行和城商行基金投资、非标占比高（2022）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

图67：城商行债券配置结构多元（2021-02）

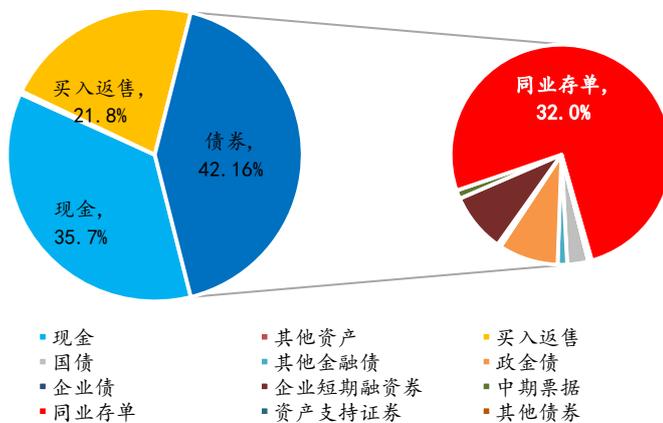


数据来源：Wind、开源证券研究所

投资偏离度=股份行/城商行投资占比-上市银行投资占比

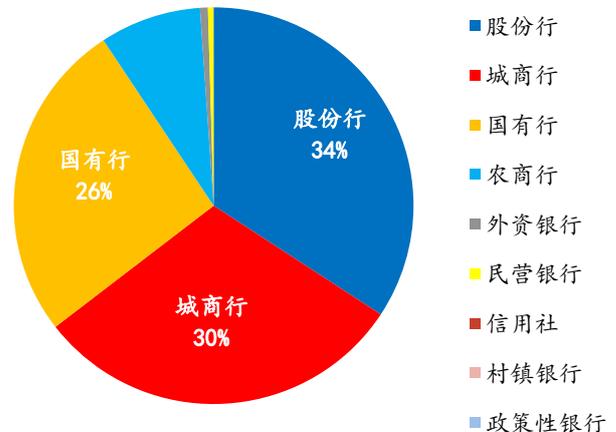
通过基金投资实现同业存单的顺利发行。一方面，股份行和城商行负债端依赖同业融资，同业存单发行量大，截至6月20日，股份行和城商行存量同业存单规模分别为4.80万亿和4.25万亿，合计占同业存单的64%，是同业存单的主要发行方。而货币基金的底层资产主要配置方向即同业存单，股份行和城商行通过基金投资可实现与基金公司的友好合作，银行自购买基金，基金配银行存单。

图68：货基底层资产同业存单占比高（2022）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图69：股份行和城商行为同业存单发行主力军

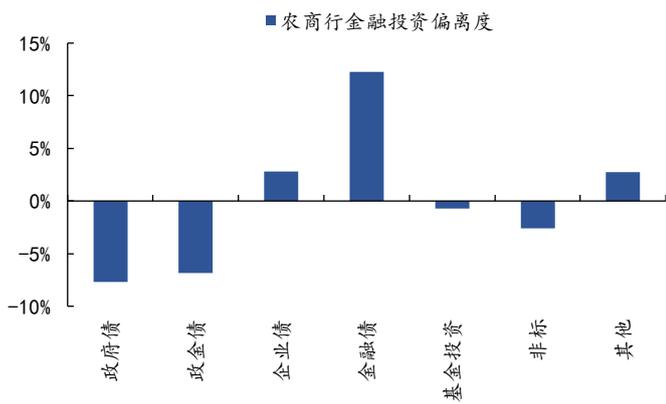


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据统计截至2023年6月19日

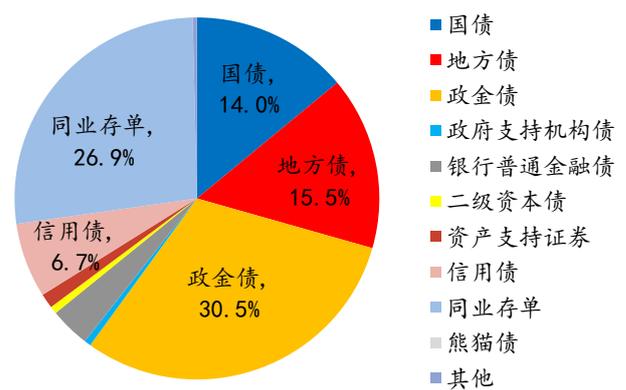
5.2.3、农商行：严格监管约束下博收益，超配同业存单

农商行自营投资在严格监管约束下，超配同业存单。从金融投资结构来看，农商行明显超配同业存单。虽然农商行负债中存款居多，但农商行揽储成本较高，使得负债端成本较高，金融市场部进行投资时使用的资金成本高，对应需要满足较高的收益要求，因此农商行自营投资需寻求品种下沉以博取更高收益，高收益品种可选的标的有非标（信托计划、券商资管计划）、信用债、同业存单等，但在实际运行过程中，农商行信用债和非标投资面临较严的监管要求，从而同业存单成为农商行青睐的投资品种。

图70：农商行超配金融债（2022）


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：投资偏离度=农商行投资占比-上市银行投资占比，金融债统计口径含同业存单

图71：农商行债券投资中同业存单占比高（2021-02）


数据来源：Wind、开源证券研究所

农商行非标投资：投资门槛要求高，投资规模受限。根据《关于加强农村中小金融机构非标准化债权资产投资业务监管有关事项的通知》，农商行以自有或同业资金投资非标资产的，原则上应满足监管评级在二级(含)以上且资产规模在200亿(含)以上，业务规模不得超过本行同业负债30%。农商行负债以存款为主，同业负债占比低，投资规模受到限制。

表21：农商行金融投资面临严格监管限制

投资标的	时间	监管文件	具体内容	影响
非标	2014.04	《关于加强农村中小金融机构非标准化债权资产投资业务监管有关事项的通知》	以自有或同业资金投资非标资产的，原则上应满足监管评级在二级(含)以上且资产规模在200亿(含)以上， 业务规模不得超过本行同业负债30% 。	限制农商行投资非标
金融投资	2019.01	《关于推进农村商业银行坚守定位 强化治理 提升金融服务能力的意见》	(1) 各项贷款/总资产比例不低于50% (2) 小微和三农贷款/各项贷款占比逐年上升直至80% (3) 新增可贷资金至少70%用于当地新增贷款比例	间接限制农商行金融投资占比
二级资本债	2019.08	华东银保监局监管要求	未经属地监管部门同意， 不得新增自营和理财资金投资省外银行二级资本债 。已经通过自营资金投资省外银行二级资本债的要按照不低于2.5%的比例计提拨备。	限制当地农商行二级资本债投资等
信用债	2019.08	华东银保监局监管要求	自营资金投资非金融企业债券占债券投资比例超过30%的农商行，以及非保本理财资金投资非金融企业债券占债券投资比例超过60%的农商行，应严格控制并有序压降上述比例； 不得新增自营和理财资金投资AA+以下和无评级的企业债券、公司债券、企业债务融资工具、资产支持证券 。	对农商行投资低评级信用债做出限制

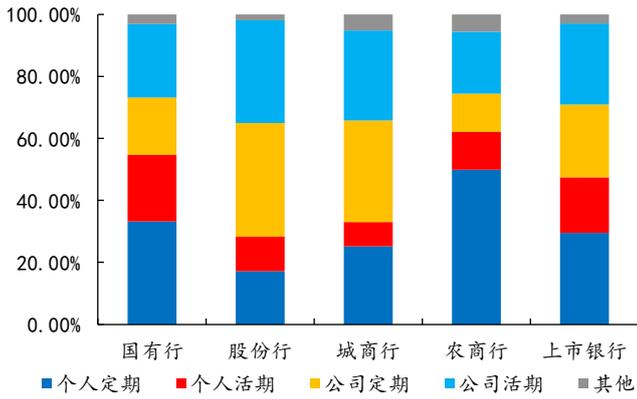
资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

农商行信用债投资：可用资金有限，投资低评级信用债面临监管评级要求。

(1) **可用资金限制：**监管明确规定银行储蓄存款不得用于企业债投资，而农商行凭借得天独厚的网点下沉优势，储蓄存款是其主要负债来源，2022上市农商行储蓄存款占比达62%，为所有类型银行最高，在监管对储蓄存款用途的强监管下，农商行可用于企业债投资的资金是比较有限的。

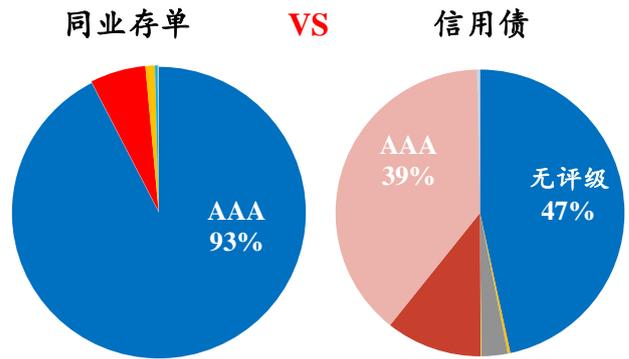
(2) **农商行投资低评级信用债面临严格监管约束。**根据《关于加强农村合作金融机构资金业务监管的通知》，监管评级在二级及以上的农商行才能投资AA级以下债券，部分区域银保监局对非金融企业债投资上限亦做出明确约束。此外农商行和当地政府关系不如城商行紧密，难以接触到优质城投债资源，信用债投资渠道受限。

图72：农商行储蓄存款占比高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图73：信用债评级结构 VS 同业存单评级结构 (06.20)



数据来源：Wind、开源证券研究所

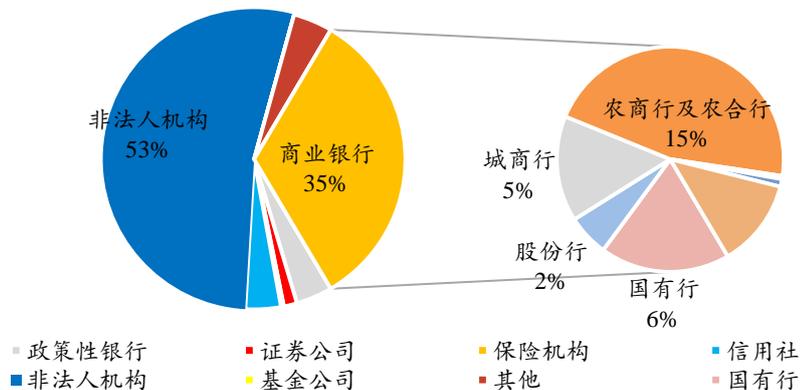
表22：农商行投资低评级信用债需满足相应监管评级要求

法人机构监管评级	银行内部制度建设要求	投资业务
三级(含)以上	(一)、业务制度健全, 内部控制严密, 部门岗位设置合理, 人员配备齐全, 如有交易资格要求, 须预先取得市场成员资格 (二)、除符合(一)款条件外, 具有专门的资金业务岗位(部门)且业务人员具有两年(含)以上资金业务工作经验等条件	同业存款、同业拆借、同业借款、 风险权重为零以及AAA级债券投资 、以债券为标的的资产回购(返售)、保本和保证收益型理财投资等业务
二级(含)以上	(三)、除符合(一)(二)款条件外, 建立专门的资金业务部门和信息管理系统, 具备完善有效的内部风险评级体系等条件	开办 AA+级债券投资 、以票据为标的的资产回购(返售)、非保本浮动收益型理财投资等业务
		开办 AA级(含)以下债券投资 、 信托产品投资 、 券商(基金公司、保险公司)发行的资产管理类产品投资 等业务

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

监管约束下做高收益率+一级市场同业互持，农商行成同业存单重要配置力量。在投资低评级信用债面临严格监管约束及农商行自身信用下沉能力不足的双重因素下，评级高、流动性好、又能实现一定收益率要求的同业存单成为农商行自营投资的较优选择。此外，农商行持有同业存单亦有一级市场互持因素，由于农商行主体信用资质偏低，其发行的同业存单对市场化投资主体吸引力不足，在信贷投放旺季需发行同业存单补充负债时，农商行之间往往通过同业存单互持来缓解负债压力。多重因素下，农商行成为同业存单除了广义基金外的第二大配置力量，2023年5月，农商行持有15%的同业存单。

图74：农商行为同业存单重要配置力量(2023-05)



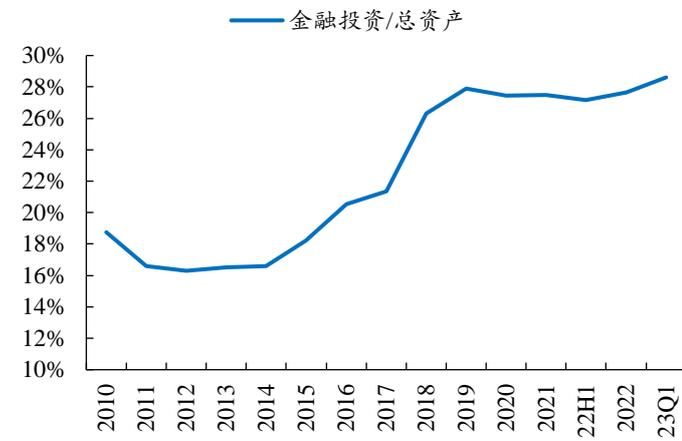
数据来源：Wind、开源证券研究所

6、投资建议

6.1、筛选自营投资能力强、业绩贡献高的银行

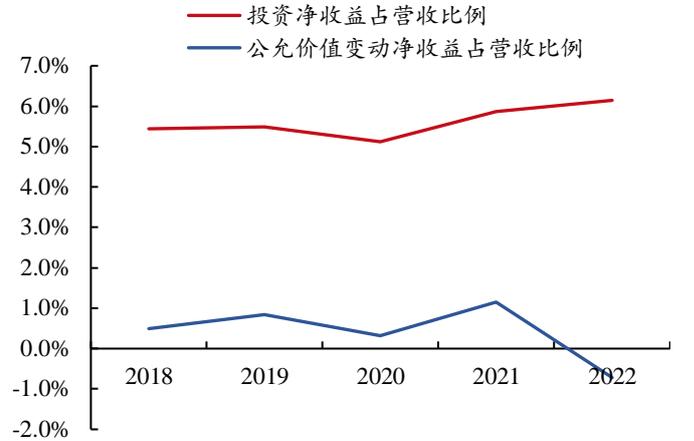
金融投资对银行业绩贡献度逐渐提升。伴随金融资产占总资产比例提升，及 I9 新规后更多金融资产需分类至 FVTPL，投资净收益及公允价值变动净收益对业绩的影响作用逐渐变大。2022 年上市银行投资净收益占营收比例达 6.14%，较 2018 年提升 0.69pct，同时债市波动对银行业绩也逐渐产生较大扰动，2022 年上市银行交易盘中金融资产估值在债市负反馈影响下大幅调整，使得 2022 年公允价值变动净收益拖累营收 0.72 个百分点。分银行类型来看，城商行金融投资对业绩贡献力度最大，投资利息收入占比和投资总收益占营收比例均高于其他类型银行。

图75：金融资产占总资产比例提升



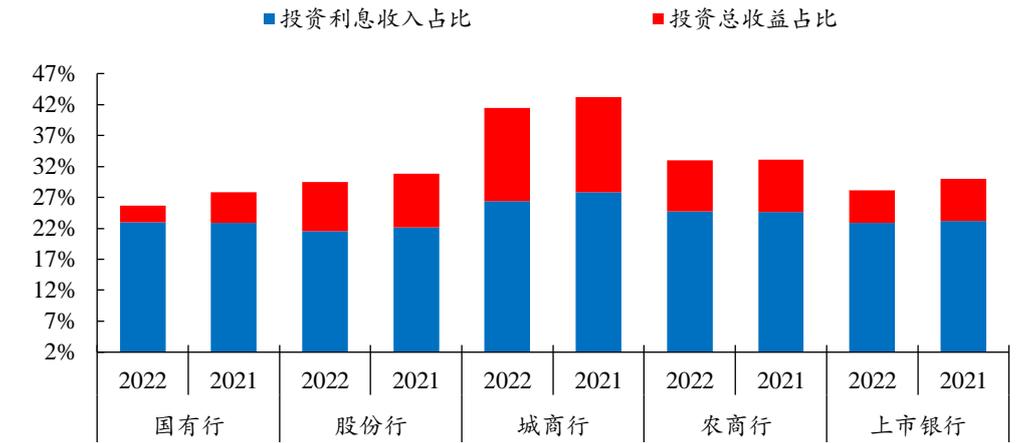
数据来源：Wind、开源证券研究所

图76：金融投资估值变动对银行业绩影响扰动大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图77：城商行金融投资对业绩贡献度较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：投资利息收入占比=金融投资利息收入/利息收入，投资总收益占比=(投资净收益+公允价值变动净收益-对联营企业和合营企业的投资收益)/营业收入

具体到上市银行来看：(1) 金融投资利息收入/利息收入>30%的上市银行：杭州银行 (36.9%)、民生银行 (35.5%)、渝农商行 (34.3%)、重庆银行 (33.5%)、宁波银行 (30.0%)；

(2) 投资净收益/营业收入>15%的上市银行：南京银行（24.6%）、青岛银行（20.5%）、宁波银行（19.5%）、兰州银行（19.3%）、苏农银行（17.0%）、青农商行（15.5%），其中宁波银行金融投资对利息收入和投资净收益的贡献力度均处于同业前列。

图78：上市银行金融投资占比及业绩贡献度分化（2022）

银行名称	金融投资占比	AC占比	FVOCI占比	FVTPL占比	投资利息收入/利息收入	投资净收益/营业收入	规模趋势图 (2018-2022)	公允价值变动净收益/营收	规模趋势图 (2018-2022)
工商银行	27%	73%	21%	7%	23%	4%		-1.3%	
建设银行	25%	70%	23%	7%	22%	2%		-1.5%	
农业银行	28%	77%	18%	5%	25%	2%		0.8%	
中国银行	22%	53%	38%	9%	19%	4%		-1.7%	
邮储银行	35%	74%	8%	18%	27%	7%		1.0%	
交通银行	30%	62%	20%	18%	23%	6%		-0.9%	
招商银行	27%	56%	28%	16%	19%	6%		-0.8%	
中信银行	29%	45%	32%	22%	19%	9%		0.5%	
浦发银行	29%	47%	25%	28%	21%	11%		-2.0%	
民生银行	31%	61%	21%	17%	35%	10%		-5.7%	
兴业银行	34%	51%	17%	32%	23%	14%		-0.3%	
平安银行	25%	54%	13%	33%	11%	7%		0.7%	
光大银行	32%	58%	22%	20%	22%	8%		-1.1%	
华夏银行	33%	53%	19%	28%	24%	7%		2.3%	
浙商银行	29%	49%	26%	25%	22%	14%		-3.7%	
北京银行	33%	60%	15%	26%	26%	13%		-1.4%	
上海银行	40%	65%	8%	27%	29%	14%		-0.3%	
江苏银行	35%	49%	15%	36%	22%	15%		0.2%	
宁波银行	47%	30%	37%	32%	30%	20%		2.7%	
南京银行	44%	38%	17%	45%	19%	25%		6.0%	
杭州银行	46%	59%	20%	21%	37%	14%		1.6%	
长沙银行	42%	61%	10%	29%	29%	15%		-0.2%	
贵阳银行	44%	61%	26%	12%	18%	8%		0.0%	
成都银行	33%	67%	15%	18%	29%	13%		-0.8%	
郑州银行	31%	66%	9%	24%	24%	8%		-1.8%	
重庆银行	36%	58%	30%	12%	34%	14%		-4.1%	
青岛银行	38%	29%	48%	23%	26%	20%		-11.4%	
兰州银行	30%	48%	24%	29%	18%	19%		-2.9%	
苏州银行	35%	49%	17%	33%	25%	12%		1.7%	
西安银行	44%	68%	18%	14%	30%	11%		-1.8%	
厦门银行	27%	45%	39%	16%	21%	10%		-4.1%	
齐鲁银行	40%	54%	32%	14%	30%	9%		0.6%	
无锡银行	31%	65%	21%	13%	23%	14%		-0.1%	
苏农银行	30%	22%	60%	18%	20%	17%		-1.2%	
江阴银行	33%	50%	30%	20%	20%	10%		-0.3%	
瑞丰银行	26%	37%	48%	15%	17%	12%		-0.7%	
沪农商行	31%	36%	54%	11%	21%	6%		2.1%	
渝农商行	42%	70%	18%	12%	34%	6%		-2.3%	
青农商行	35%	54%	16%	30%	22%	15%		-1.5%	
常熟银行	25%	58%	24%	18%	14%	11%		-1.5%	
紫金银行	19%	10%	90%	0%	14%	7%		0.6%	
张家港行	32%	35%	53%	12%	20%	14%		0.0%	

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

——上市银行自营投资能力评估对比

我们对上市银行自营投资能力进行评估，在（1）仅考虑名义资产收益率，（2）同时考虑资本成本和税收优惠后的两种情形下，对上市银行自营投资能力进行对比评估。主要假设条件和测算过程如下：

（1）配置盘投资收益率：由于自营配置盘主要以获取票息收入为主，其收入主要计入利息收入，配置盘投资收益率采用 2022 年上市银行财报中披露的金融投资平均收益率数据。

（2）交易盘投资收益率：银行自营交易盘以获取买卖价差为主，收入主要计入投资净收益，同时交易盘金融资产市值波动计入公允价值变动净收益科目，采用（投资净收益+公允价值变动净收益-对联营企业和合营企业的投资收益）/交易性金融资产余额（FVTPL）期初期末均值来表示交易盘投资收益率。

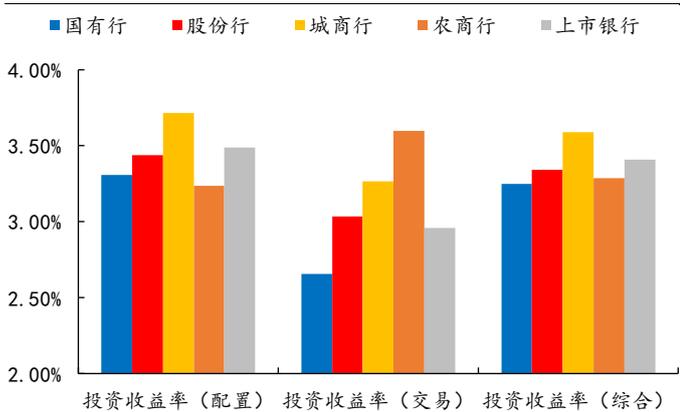
（3）综合投资收益率：综合考虑配置盘和交易盘的情况下，综合投资收益率=配置盘投资收益率*（1-FVTPL 占比）+交易盘投资收益率*（FVTPL 占比）。

（4）考虑资本成本和税收成本的投资净收益率：根据 2022 年上市银行金融投资结构分别算出金融投资配置盘和交易盘的加权平均风险权重和加权平均税收成本率，其中考虑政府债和基金投资的免税优势，根据 $\text{投资净收益率} = \text{名义资产收益率} \times (1 - \text{税收成本率}) - \text{资本成本}$ （ $\text{加权平均风险权重} \times \text{资本成本率} (7\%) \times \text{资本转换系数} (10.5\%)$ ），分别算出配置盘和交易盘的税后投资净收益率，综合投资收益率测算方法与仅考虑名义收益率的方法相同。

仅考虑名义资产收益率的情况下，城商行和股份行配置能力突出，城商行和农商行交易能力突出，其中农商行交易盘投资收益率偏高主要源于其交易盘以委外投资为主，基金投资占比高。从综合投资能力来看，城商行>股份行>农商行>国有行。

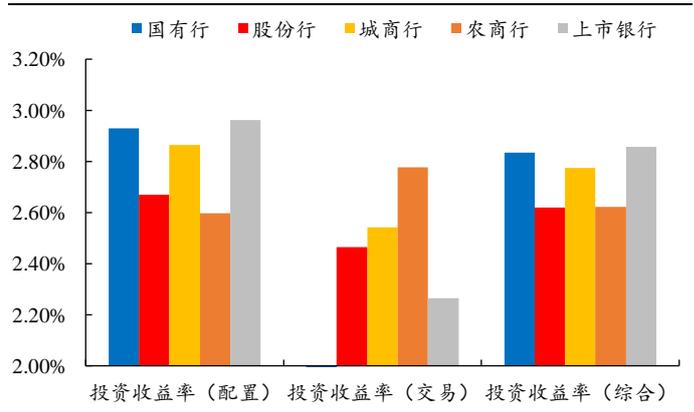
在考虑资本成本和税收节约后，国有行配置能力凸显，城商行仅次于国有行，主要源于国有行利率债占比高，资本节约和免税优势较强；城商行和农商行交易投资收益率较高。从综合投资能力来看，国有行>城商行>股份行~农商行。

图79：各类银行投资能力评估（2022，名义收益率）：城商行和股份行配置能力突出



数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

图80：各类银行投资能力评估（2022，考虑资本和税收）：国有行配置能力凸显



数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

从个股来看，按 2022 年投资利息收入/利息收入>20%，投资净收益/营业收入 >10% 进行筛选：

（1）仅考虑名义收益率的情况下，综合投资收益率>3.50%的上市银行有：成都银行（4.37%）、南京银行（3.78%）、浙商银行（3.75%）、杭州银行（3.58%）、长

沙银行 (3.55%)、北京银行 (3.54%)、江苏银行 (3.53%)、宁波银行 (3.50%)。

(2) 在考虑资本节约和税收优惠后, 综合投资收益率>2.75%的上市银行有: **成都银行 (3.38%)**、**张家港行 (2.98%)**、**无锡银行 (2.95%)**、**宁波银行 (2.88%)**、**青农商行 (2.83%)**、**南京银行 (2.80%)**、**浙商银行 (2.80%)**。

综合考虑, 我们建议重点关注自营投资对业绩贡献度大且自营投资能力较强的银行, **受益标的有成都银行、浙商银行、宁波银行和南京银行等。**

图81: 上市银行自营投资能力评估 (2022): 城商行综合投资能力较强

银行名称	配置盘投资能力			交易盘投资能力			综合投资能力	
	投资利息收入 (亿元)	投资利息收入占比	投资收益率 (配置)	投资净收益 (亿元)	投资净收益占比	投资收益率 (交易)	FVTPL占比	投资收益率 (综合)
工商银行	2987	23.3%	3.32%	242	2.64%	3.62%	6.79%	3.34%
建设银行	2562	21.9%	3.39%	18	0.22%	0.32%	6.65%	3.19%
农业银行	2776	25.0%	3.36%	226	3.12%	4.61%	5.48%	3.43%
中国银行	1660	18.8%	2.95%	129	2.09%	2.28%	8.87%	2.89%
邮储银行	1284	27.1%	3.43%	262	7.81%	3.20%	17.61%	3.39%
交通银行	973	23.3%	3.39%	125	4.59%	1.86%	17.83%	3.12%
招商银行	658	18.6%	3.24%	153	4.45%	3.87%	15.76%	3.34%
中信银行	588	18.8%	3.21%	201	9.49%	3.77%	22.48%	3.34%
浦发银行	620	20.7%	3.54%	158	8.37%	2.53%	28.05%	3.26%
民生银行	933	35.5%	3.17%	68	4.79%	1.98%	17.48%	2.96%
兴业银行	763	23.2%	3.66%	294	13.22%	3.07%	31.77%	3.47%
平安银行	244	10.7%	2.83%	145	8.05%	3.43%	33.36%	3.03%
光大银行	534	22.1%	3.48%	98	6.46%	2.49%	19.72%	3.28%
华夏银行	360	23.8%	3.93%	84	8.96%	2.76%	28.32%	3.60%
浙商银行	221	21.6%	3.89%	62	10.14%	3.34%	25.32%	3.73%
北京银行	288	25.7%	3.70%	74	11.15%	3.08%	25.60%	3.54%
上海银行	269	29.1%	3.30%	73	13.73%	2.67%	26.88%	3.13%
江苏银行	252	21.8%	3.66%	106	15.09%	3.30%	35.84%	3.53%
宁波银行	236	30.0%	3.46%	128	22.19%	3.58%	32.34%	3.50%
南京银行	133	19.3%	3.82%	129	28.97%	3.72%	44.81%	3.78%
杭州银行	203	36.9%	3.69%	49	14.88%	3.18%	20.85%	3.58%
长沙银行	105	29.3%	3.68%	34	14.75%	3.23%	28.59%	3.55%
贵阳银行	53	18.4%	3.45%	13	8.08%	3.71%	12.22%	3.48%
成都银行	99	28.9%	4.37%	23	11.30%	4.38%	17.89%	4.37%
郑州银行	60	24.1%	4.10%	10	6.42%	2.27%	24.25%	3.66%
重庆银行	92	33.5%	4.58%	10	7.11%	3.58%	11.73%	4.46%
青岛银行	52	26.3%	3.64%	11	9.10%	2.05%	23.38%	3.27%
兰州银行	33	17.6%	3.91%	12	16.62%	3.50%	28.63%	3.79%
苏州银行	48	25.3%	3.77%	15	13.01%	2.83%	33.28%	3.46%
西安银行	41	29.8%	3.65%	6	9.43%	2.71%	14.46%	3.51%
厦门银行	25	20.6%	3.06%	4	6.38%	2.33%	15.80%	2.95%
齐鲁银行	54	30.0%	3.34%	9	8.30%	3.55%	14.44%	3.37%
无锡银行	18	23.4%	3.18%	5	10.06%	3.15%	13.21%	3.44%
苏农银行	12	19.5%	3.10%	6	15.81%	7.71%	18.25%	3.94%
江阴银行	13	20.0%	3.04%	3	8.52%	3.29%	19.68%	3.09%
瑞丰银行	11	16.7%	2.90%	4	11.29%	6.98%	15.00%	3.51%
沪农商行	92	21.3%	3.35%	21	8.14%	3.57%	10.98%	3.37%
渝农商行	176	34.3%	3.62%	12	4.02%	2.02%	11.60%	3.43%
青农商行	36	22.0%	3.55%	14	13.94%	2.95%	30.23%	3.37%
常熟银行	19	14.1%	3.57%	8	8.59%	5.52%	17.78%	3.92%
张家港行	16	20.2%	2.81%	6	12.09%	8.31%	12.23%	3.48%
国有行	12242	23.0%	3.31%	1003	2.72%	2.66%	9.00%	3.25%
股份行	4920	21.6%	3.44%	1263	7.91%	3.04%	24.23%	3.34%
城商行	2045	26.3%	3.72%	706	15.11%	3.27%	28.08%	3.59%
农商行	393	24.7%	3.24%	78	8.28%	3.60%	14.39%	3.29%
上市银行	19600	22.9%	3.49%	3050	5.21%	2.94%	15.26%	3.41%

数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

图82：上市银行自营投资能力评估（2022，考虑资本成本和税收后）：国有行投资综合能力突出

银行名称	配置盘投资能力			交易盘投资能力			投资收益率（综合）
	加权平均风险权重	加权平均税收成本率	投资收益率（配置）	加权平均风险权重	加权平均税收成本率	投资收益率（交易）	
工商银行	18%	18%	2.58%	42%	20%	2.58%	2.58%
建设银行	15%	15%	2.78%	55%	17%	-0.14%	2.59%
农业银行	15%	15%	2.75%	44%	23%	3.22%	2.78%
中国银行	19%	19%	2.26%	43%	21%	1.49%	2.20%
邮储银行	21%	21%	2.54%	36%	9%	2.65%	2.56%
交通银行	19%	19%	2.62%	53%	17%	1.15%	2.36%
招商银行	16%	16%	2.59%	27%	10%	3.29%	2.70%
中信银行	31%	31%	1.98%	25%	2%	3.50%	2.32%
浦发银行	39%	39%	1.86%	41%	9%	1.99%	1.90%
民生银行	31%	31%	1.96%	45%	12%	1.40%	1.86%
兴业银行	52%	52%	1.40%	37%	8%	2.56%	1.76%
平安银行	33%	33%	1.67%	21%	13%	2.84%	2.06%
光大银行	39%	39%	1.85%	41%	14%	1.85%	1.85%
华夏银行	41%	41%	2.00%	65%	18%	1.79%	1.94%
浙商银行	49%	49%	1.63%	41%	10%	2.72%	1.91%
北京银行	40%	40%	1.91%	24%	7%	2.70%	2.11%
上海银行	41%	41%	1.63%	34%	9%	2.19%	1.78%
江苏银行	38%	38%	2.00%	41%	15%	2.52%	2.18%
宁波银行	35%	35%	1.99%	43%	12%	2.85%	2.27%
南京银行	40%	40%	2.01%	58%	18%	2.61%	2.28%
杭州银行	37%	37%	2.07%	46%	13%	2.45%	2.15%
长沙银行	40%	40%	1.91%	44%	10%	2.57%	2.10%
贵阳银行	51%	51%	1.33%	28%	13%	3.02%	1.54%
成都银行	42%	42%	2.22%	49%	13%	3.46%	2.44%
郑州银行	45%	45%	1.94%	44%	13%	1.64%	1.87%
重庆银行	56%	56%	1.59%	64%	23%	2.29%	1.67%
青岛银行	38%	38%	1.99%	37%	8%	1.62%	1.90%
兰州银行	29%	29%	2.55%	69%	20%	2.31%	2.48%
苏州银行	49%	49%	1.55%	45%	11%	2.18%	1.76%
西安银行	41%	41%	1.86%	55%	17%	1.85%	1.86%
厦门银行	25%	25%	2.12%	24%	4%	2.08%	2.11%
齐鲁银行	28%	28%	2.20%	56%	14%	2.63%	2.27%
无锡银行	29%	29%	2.04%	20%	0%	4.99%	2.43%
苏农银行	20%	20%	2.34%	18%	0%	7.58%	3.30%
江阴银行	12%	12%	2.60%	16%	0%	3.17%	2.71%
瑞丰银行	15%	15%	2.35%	39%	8%	6.16%	2.92%
沪农商行	33%	33%	2.01%	66%	24%	2.23%	2.04%
渝农商行	30%	30%	2.31%	51%	16%	1.32%	2.20%
青农商行	19%	19%	2.73%	47%	13%	2.22%	2.58%
常熟银行	40%	40%	1.83%	29%	4%	5.07%	2.41%
张家港行	36%	36%	1.54%	24%	2%	7.98%	2.33%
国有行	17%	17%	2.61%	45%	17%	1.87%	2.55%
股份行	35%	35%	1.97%	37%	10%	2.46%	2.09%
城商行	40%	40%	1.95%	43%	13%	2.54%	2.12%
农商行	29%	29%	2.08%	46%	13%	2.78%	2.18%
上市银行	24%	24%	2.48%	41%	13%	2.26%	2.45%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

表23: 受益标的盈利预测

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (摊薄/元)				PE (倍)				评级
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
601916.SH	浙商银行	564.37	2.74	0.64	0.69	0.78	0.88	4.59	3.94	3.51	3.11	未评级
601838.SH	成都银行	459.50	12.30	2.69	3.18	3.76	4.39	5.61	3.86	3.27	2.80	未评级
002142.SZ	宁波银行	1,698.44	25.72	3.49	4.09	4.89	5.85	9.29	6.28	5.26	4.40	未评级
601009.SH	南京银行	887.49	8.58	1.78	2.00	2.28	2.63	5.85	4.29	3.77	3.26	未评级

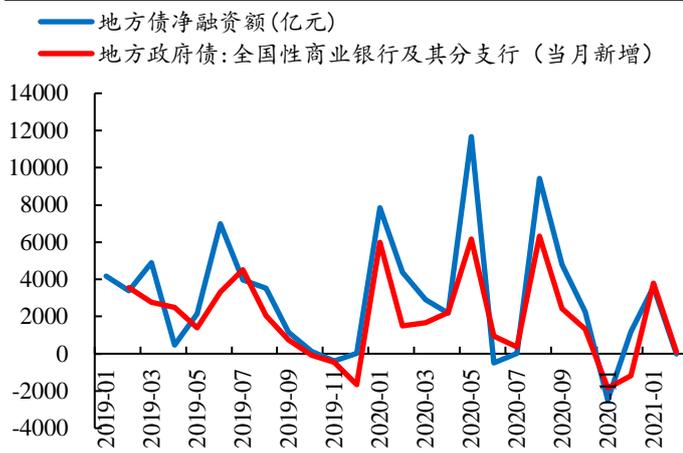
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 1、未评级标的均采用 Wind 一致预期; 2、上述盈利预测及估值数据均以 2023 年 6 月 20 日为基础。

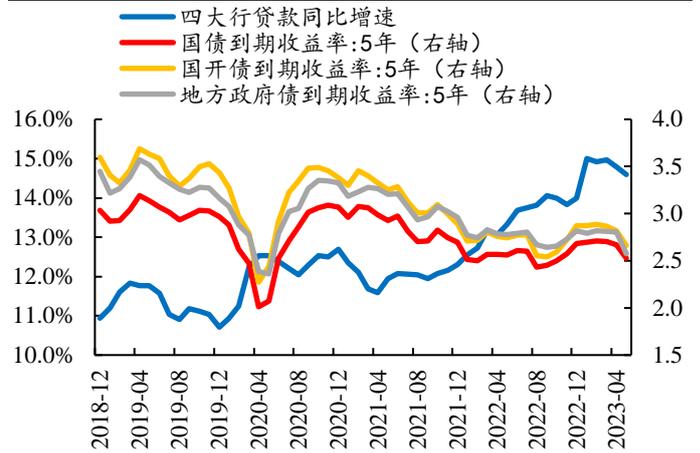
6.2、固定收益品种: 关注银行投资行为边际变化

银行自营资金体量大, 其投资行为变化对债券市场影响重大, 因此固收投资者应深刻理解和密切跟踪银行自营投资行为。一方面需密切跟踪银行配置资金规模变化, 另一方面, 不同类型银行投资偏好有所差异, 特定品种需重点关注某类银行配债行为变化, 如利率债投资者重点关注大行行为, 同业存单投资者紧盯农商行, 基金公司应关注股份行和城商行投资诉求。

利率债品种: 大行投资节奏趋缓时受益, 关注地方债发行节奏。国有大行投资风险稳健, 以利率品种为主, 因此当大行信贷增速放缓时, 利率债品种较为受益。此外, 国有行明显超配地方债, 观察全国性银行及其分支机构每月新增地方债投资, 与地方债净融资规模变动趋势几乎完全一致, 大行持仓地方债受其发行规模扰动大, 因此, 可密切关注地方债发行及到期情况, 当地方债集中到期时, 或释放大行投资额度, 对其他利率债品种形成利好。

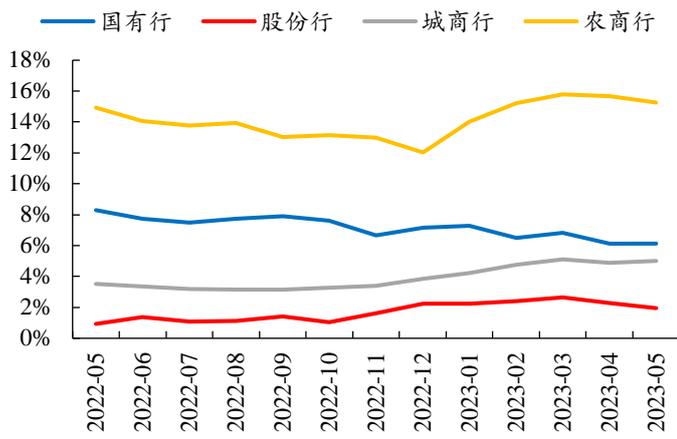
图83: 银行投资地方债增速与地方债供给节奏一致


数据来源: Wind、开源证券研究所

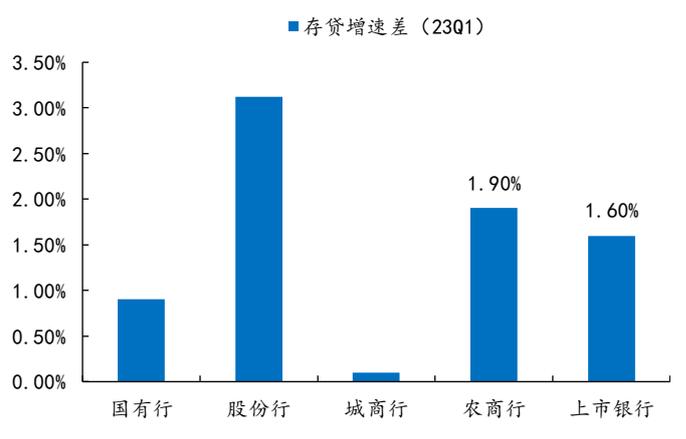
图84: 大行贷款增速与利率债收益率走势趋同 (%)


数据来源: Wind、开源证券研究所

同业存单: 2023 年以来农商行可配资金增多, 持续增配同业存单。从 2023Q1 上市银行存贷增速差来看, 农商行 (1.90%) 明显高于上市银行整体 (1.60%), 在农商行可配资金增多的情况下, 金融市场部为完成行内考核收益, 持续增配同业存单, 农商行持仓同业存单比例持续提升。

图85：农商行投资同业存单比例较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图86：2023Q1 农商行存贷增速差高于上市银行


数据来源：Wind、开源证券研究所

基金投资：关注股份行和城商行投资诉求，密切跟踪资本新规落地影响。股份行和城商行是基金投资最活跃的主体，基金公司应重点关注这两类银行的投资诉求。对于基金投资来说，2023年最大的变量是资本新规的出台，首次明确了资管产品的资本计量规则，目前对于规则细节各方都在研究敲定过程中，基金公司应密切关注资本新规落地执行情况，及时调整基金产品策略。

7、风险提示

宏观经济增速下行；资本新规等监管办法趋严执行；债券市场大幅波动等。

8、附表：上市银行金融投资结构

附表 1：上市银行金融投资结构（2022）

银行名称	政府债	政金债	企业债	金融债	基金投资	非标	其他
工商银行	71.2%	7.2%	7.0%	10.4%	1.2%	0.9%	2.0%
建设银行	76.1%	9.2%	4.8%	3.8%	2.7%	0.7%	2.8%
农业银行	85.1%	0.3%	2.7%	8.3%	0.6%	0.1%	3.0%
中国银行	67.9%	9.6%	6.0%	9.7%	1.6%	0.3%	4.9%
邮储银行	31.0%	35.5%	4.3%	3.6%	12.4%	2.3%	10.8%
交通银行	66.7%	2.9%	5.3%	10.6%	5.4%	1.8%	7.3%
国有行	69.7%	9.3%	5.0%	7.8%	3.0%	0.8%	4.3%
招商银行	58.0%	17.8%	3.8%	8.4%	7.2%	4.6%	0.2%
兴业银行	35.8%	1.1%	14.5%	5.1%	20.0%	20.1%	3.4%
浦发银行	34.0%	12.0%	6.0%	4.9%	17.4%	19.3%	6.4%
中信银行	46.2%	3.5%	5.6%	15.0%	17.3%	11.4%	1.1%
民生银行	50.8%	4.8%	18.2%	9.9%	10.6%	2.9%	2.8%
光大银行	31.5%	0.0%	17.3%	32.1%	10.5%	0.0%	8.5%
平安银行	50.0%	7.6%	5.8%	10.5%	13.6%	7.7%	4.9%
华夏银行	27.7%	13.3%	12.6%	6.3%	11.4%	20.2%	8.3%
浙商银行	31.8%	0.0%	9.8%	14.9%	16.8%	11.2%	15.5%
股份行	40.1%	2.6%	14.4%	13.6%	14.6%	9.3%	5.5%
北京银行	34.3%	11.7%	8.0%	8.5%	18.5%	20.6%	-1.6%
上海银行	36.6%	7.5%	18.1%	6.8%	19.0%	4.5%	7.6%
江苏银行	37.3%	9.6%	13.4%	3.9%	18.6%	8.4%	8.7%
宁波银行	48.7%	2.5%	9.5%	0.4%	20.0%	12.3%	6.7%
南京银行	29.4%	0.0%	13.7%	15.4%	17.6%	18.0%	5.8%
杭州银行	28.4%	24.5%	18.3%	2.8%	11.6%	9.9%	4.3%
长沙银行	41.8%	5.9%	11.5%	2.2%	17.0%	11.8%	9.7%
成都银行	40.1%	11.2%	15.2%	1.3%	10.5%	9.8%	12.0%
重庆银行	41.3%	1.5%	27.9%	3.4%	2.1%	18.8%	5.2%
贵阳银行	41.1%	8.5%	5.6%	1.8%	6.6%	34.1%	2.2%
郑州银行	31.1%	19.0%	2.5%	3.0%	7.8%	32.5%	4.0%
青岛银行	31.5%	8.9%	17.4%	15.4%	17.3%	6.7%	2.9%
苏州银行	26.6%	8.8%	10.9%	3.4%	21.2%	20.7%	8.5%
齐鲁银行	55.6%	4.8%	8.8%	9.3%	7.7%	13.4%	0.4%
西安银行	49.7%	0.5%	25.0%	8.8%	6.5%	8.7%	0.8%
兰州银行	31.9%	0.0%	9.3%	32.1%	8.2%	8.1%	10.6%
厦门银行	65.6%	4.7%	12.8%	0.8%	13.7%	0.6%	1.8%
城商行	37.7%	8.2%	13.3%	6.2%	15.9%	13.3%	5.4%
渝农商行	57.1%	0.0%	8.9%	15.9%	5.3%	2.2%	10.6%
沪农商行	29.7%	0.0%	16.8%	46.6%	2.4%	0.2%	4.3%
青农商行	53.7%	6.5%	4.8%	8.6%	13.9%	10.4%	2.1%
常熟银行	53.3%	3.6%	14.6%	0.3%	12.1%	3.0%	13.0%
紫金银行	44.8%	4.5%	8.5%	31.3%	0.0%	0.2%	10.7%

无锡银行	58.2%	2.4%	12.4%	9.2%	12.9%	0.0%	5.0%
张家港行	63.1%	0.0%	11.6%	1.6%	9.5%	3.2%	11.0%
苏农银行	51.9%	13.5%	0.0%	12.0%	14.1%	1.8%	6.7%
江阴银行	87.0%	0.1%	0.0%	0.0%	11.4%	0.0%	1.4%
瑞丰银行	78.3%	0.0%	2.6%	2.5%	11.2%	3.6%	1.8%
农商行	50.8%	1.5%	10.3%	21.1%	6.7%	2.3%	7.3%
上市银行	58.4%	8.4%	7.5%	8.8%	7.4%	4.9%	4.5%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

附表 2：上市银行金融投资结构-交易盘（2022）

银行名称	政府债	政金债	企业债	金融债	基金投资	非标	其他
工商银行	17.2%	3.9%	15.4%	32.3%	17.4%	0.0%	13.7%
建设银行	4.2%	4.2%	9.6%	6.9%	39.9%	10.4%	24.9%
农业银行	15.5%	5.3%	5.5%	37.5%	10.2%	0.0%	26.0%
中国银行	13.9%	4.7%	9.6%	34.2%	17.9%	0.0%	19.6%
邮储银行	0.4%	5.7%	2.5%	0.6%	71.4%	6.3%	13.2%
交通银行	14.6%	2.5%	9.8%	9.0%	30.3%	0.0%	33.9%
国有行	10.5%	4.4%	8.6%	18.5%	33.9%	2.9%	21.3%
招商银行	21.0%	6.2%	10.3%	13.3%	47.4%	0.0%	1.9%
兴业银行	11.5%	1.4%	9.6%	1.5%	63.1%	9.6%	3.3%
浦发银行	7.7%	0.7%	5.4%	1.2%	62.7%	14.0%	8.2%
中信银行	14.5%	0.0%	0.0%	0.0%	77.5%	0.3%	7.8%
民生银行	0.5%	0.8%	21.0%	6.6%	60.5%	3.6%	6.9%
光大银行	2.4%	0.0%	4.9%	19.8%	53.0%	0.0%	19.8%
平安银行	17.5%	17.9%	5.1%	16.8%	41.3%	0.7%	0.8%
华夏银行	0.9%	1.1%	14.5%	0.5%	41.1%	36.2%	5.8%
浙商银行	2.5%	0.0%	6.4%	5.0%	66.7%	1.5%	17.8%
股份行	9.7%	2.9%	8.2%	6.1%	58.4%	7.7%	6.9%
北京银行	6.1%	4.0%	5.0%	11.0%	72.3%	0.0%	1.5%
上海银行	0.5%	1.8%	8.0%	9.9%	71.0%	1.8%	7.1%
江苏银行	1.0%	15.2%	11.9%	2.1%	51.9%	2.9%	15.1%
宁波银行	0.2%	7.2%	17.7%	0.9%	61.8%	12.0%	0.2%
南京银行	1.3%	0.0%	17.8%	12.4%	39.5%	20.2%	8.7%
杭州银行	3.7%	4.1%	3.1%	2.7%	55.9%	18.9%	11.6%
长沙银行	6.6%	1.2%	0.7%	1.3%	59.7%	16.1%	14.5%
成都银行	0.1%	0.0%	2.4%	6.0%	58.5%	0.0%	33.0%
重庆银行	8.9%	1.0%	1.8%	16.6%	17.6%	52.3%	1.7%
贵阳银行	2.9%	22.2%	5.7%	4.9%	54.8%	8.7%	0.8%
郑州银行	24.3%	5.7%	0.5%	3.2%	32.3%	27.0%	7.0%
青岛银行	0.1%	0.0%	2.2%	5.7%	74.0%	18.2%	0.0%
苏州银行	0.0%	0.1%	0.0%	5.5%	63.6%	23.9%	6.9%

齐鲁银行	0.3%	0.4%	0.4%	0.7%	53.4%	39.9%	4.9%
西安银行	0.4%	0.0%	5.3%	11.2%	45.0%	35.6%	2.6%
兰州银行	8.5%	0.0%	0.0%	0.0%	28.6%	28.2%	34.7%
厦门银行	1.4%	2.3%	5.6%	3.6%	87.1%	0.0%	0.0%
城商行	2.5%	5.0%	9.8%	6.3%	56.8%	11.5%	8.2%
渝农商行	3.5%	0.0%	1.1%	12.0%	45.9%	12.6%	24.8%
沪农商行	1.2%	0.0%	46.7%	20.9%	21.8%	0.6%	8.8%
青农商行	11.8%	0.1%	0.9%	7.3%	45.9%	34.1%	0.0%
常熟银行	13.7%	1.1%	0.0%	0.0%	72.3%	0.0%	12.9%
紫金银行	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	52.9%	47.1%
无锡银行	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	97.6%	0.0%	0.7%
张家港行	12.8%	0.0%	0.0%	0.0%	81.2%	4.0%	2.1%
苏农银行	17.4%	0.0%	0.0%	0.0%	82.6%	0.0%	0.0%
江阴银行	39.7%	0.0%	0.2%	0.0%	60.0%	0.0%	0.1%
瑞丰银行	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	75.5%	24.2%	0.0%
农商行	8.0%	0.1%	10.4%	9.8%	48.8%	12.4%	10.5%
上市银行	8.4%	3.8%	8.7%	10.6%	49.1%	6.9%	12.4%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

附表 3：上市银行金融投资结构-配置盘（2022）

银行名称	政府债	政金债	企业债	金融债	非标	其他
工商银行	75.2%	7.5%	6.4%	8.8%	1.0%	1.2%
建设银行	81.2%	9.5%	4.4%	3.6%	0.0%	1.2%
农业银行	89.1%	0.0%	2.5%	6.6%	0.1%	1.6%
中国银行	73.1%	10.1%	5.7%	7.3%	0.3%	3.5%
邮储银行	37.5%	41.8%	4.7%	4.2%	1.4%	10.3%
交通银行	78.0%	3.0%	4.3%	11.0%	2.2%	1.5%
国有行	75.6%	9.7%	4.7%	6.8%	0.6%	2.6%
招商银行	64.6%	19.9%	2.6%	7.5%	5.4%	-0.1%
兴业银行	47.1%	1.0%	16.7%	6.8%	25.0%	3.4%
浦发银行	44.1%	16.3%	6.3%	6.3%	21.3%	5.7%
中信银行	55.3%	4.6%	7.2%	19.2%	14.6%	-0.9%
民生银行	61.5%	5.6%	17.6%	10.6%	2.7%	2.0%
光大银行	38.7%	0.0%	20.4%	35.2%	0.0%	5.7%
平安银行	65.9%	2.5%	6.1%	7.4%	11.2%	6.8%
华夏银行	38.1%	18.0%	11.9%	8.6%	14.1%	9.3%
浙商银行	41.6%	0.0%	10.9%	18.3%	14.4%	14.7%
股份行	52.0%	8.3%	11.0%	12.9%	12.0%	3.7%
北京银行	44.0%	14.4%	9.1%	7.6%	27.6%	-2.7%
上海银行	49.8%	9.6%	21.7%	5.6%	5.4%	7.8%
江苏银行	57.6%	6.6%	14.2%	4.9%	11.5%	5.2%
宁波银行	71.8%	0.2%	5.5%	0.1%	12.4%	9.9%

南京银行	52.0%	0.0%	10.4%	17.8%	16.3%	3.5%
杭州银行	34.9%	29.9%	22.4%	2.9%	7.5%	2.4%
长沙银行	55.9%	7.8%	15.8%	2.6%	10.2%	7.7%
成都银行	48.8%	13.7%	18.0%	0.2%	11.9%	7.4%
重庆银行	45.5%	1.6%	31.3%	1.6%	14.3%	5.6%
贵阳银行	46.4%	6.6%	5.6%	1.4%	37.6%	2.4%
郑州银行	33.2%	23.2%	3.1%	3.0%	34.3%	3.1%
青岛银行	41.1%	11.6%	22.0%	18.3%	3.3%	3.7%
苏州银行	39.9%	13.1%	16.3%	2.4%	19.0%	9.3%
齐鲁银行	64.9%	5.6%	10.2%	10.8%	8.9%	-0.4%
西安银行	58.0%	0.6%	28.3%	8.4%	4.1%	0.5%
兰州银行	41.2%	0.0%	13.0%	44.9%	0.0%	0.9%
厦门银行	77.6%	5.1%	14.2%	0.3%	0.7%	2.1%
城商行	51.4%	9.5%	14.6%	6.1%	14.0%	4.4%
渝农商行	64.1%	0.0%	9.9%	16.4%	0.8%	8.8%
沪农商行	33.2%	0.0%	13.1%	49.8%	0.1%	3.8%
青农商行	71.9%	9.3%	6.4%	9.2%	0.2%	3.0%
常熟银行	61.3%	4.1%	17.6%	0.4%	3.6%	13.0%
紫金银行	44.9%	4.5%	8.6%	31.4%	0.0%	10.6%
无锡银行	66.8%	2.8%	14.3%	10.6%	0.0%	5.6%
张家港行	69.7%	0.0%	13.2%	1.9%	3.1%	12.1%
苏农银行	59.0%	16.2%	0.0%	14.5%	2.2%	8.1%
江阴银行	98.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%
瑞丰银行	91.9%	0.0%	3.1%	3.0%	0.0%	2.1%
农商行	57.6%	1.8%	10.3%	22.9%	0.7%	6.7%
上市银行	67.4%	9.2%	7.2%	8.5%	4.6%	3.1%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn