

金融供给侧改革一

银行同业降杠杆,流动性宽松能否缓解信用分层? 增持(首次)

2019年07月07日

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

引言:“包商事件”已过去一月有余,央行持续呵护缓释了流动性风险,但信用分层解决了吗?中小金融机构融资条件能否恢复?金融供给侧改革破冰后,未来银行同业业务又何去何从?

投资要点

■ **不可低估 0.02% “破刚兑”! 包商个案导致信用分层对市场影响深远。**包商银行被托管实质性打破金融同业“刚兑预期”,市场风险偏好深刻改变。事件发酵后,虽然央行积极释放流动性呵护市场,但机构风控的全面升级造成信用断层,制约流动性传导,低评级机构(中小银行、非银等)融资难度及成本大幅提高。我们看到,6月至今 R007 单日峰值达到 15%~19%,但加权利率却持续走低,流动性呈现“早的早死、涝的涝死”局面。目前,央行已利用再贴现、SLF 扩充质押品等操作支援中小银行,并鼓励头部券商支持非银流动性。我们认为,目前流动性总量已相当宽裕(隔夜利率罕见跌破 1%,已逼近超额准备金利率 0.62%),“全面降准”难有空间,但信用分层短期仍难缓解,质押利率峰值居高难下,考虑宏观环境、资金面结构性压力及三季度合计 1.66 万亿 MLF 到期,“定向降准”可期。

■ **低评级同业存单发行依然艰难,三季度到期高峰中小银行仍有压力。**“包商事件”后,同业存单整体发行成功率从 80%~90% 区间降至 60%~80%,虽然近期回暖,且 AAA 级存单一直稳定,但 AA 及以下级存单至今发行成功率仍不足 40%(不过其占总计计划发行规模仅约 7%)。我们看到,事件后低评级存单二级市场信用利差走阔,且中小银行发行利率明显抬升,6 月城商行、农商行 3 个月期存单的平均发行利率较 5 月水平分别提高 16BP、10BP,近期回落但仍位于高位,而国有行及股份行成本稳定,甚至受益于流动性宽松及信用分层,成本显著走低。据我们测算,7、8、9 月存单将分别到期约 1.28、1.53、1.25 万亿,其中 AAA、AA+ 分别占比 79%、15%,AA 及以下级占比 6%(规模仅 2646 亿),总量压力可控,但考虑负债端流动性缺口传导至资产端的连锁反应,仍需关注中小银行流动性压力。

■ **金融供给侧改革破冰!“三三四”到“破刚兑”,银行同业再降杠杆。**近十年来,银行同业业务高速发展,我们以央行数据测算,同业负债(含存单)占银行总负债比例由 2010 年前 10% 一度升至 2015 年中 16% 以上,降杠杆后目前仍达 13.8%。仅看同业存单,规模 6 年激增 10 万亿! 占银行总负债比例稳定于 3.7%(剔除国有行后,我们估算约 6%~8%)。截至 6 月末存续的 9.98 万亿存单中,城商行、股份行分别发行 42%、38%,国有行仅 10%,而投资者结构中,基金产品等“非法人机构”持有 45%,农村金融机构持有 23%,存单已然是货币市场最重要投资工具。实际上,2017 年“三三四”检查后来自银行的同业负债已有所收缩,但存单持续增长,本次“破刚兑”后,我们判断短期存单规模也将压降,金融供给侧改革拉开序幕,未来银行分化更明显,预计大型及优质银行的负债端优势会越来越显著。

■ **投资建议:三季度看好银行股反弹。**二季度银行股估值调整主要受贸易战+“包商事件”影响,短期来看,前者市场预期已相当充分,后者总体风险缓释且对上市银行本身影响有限,同时考虑银行中报业绩仍然优异(一季度明显提速,二季度稳健),叠加“定向降准”预期,反弹可期;中长期银行基本面加速分化是必然,持续看好作为核心资产的优质银行股及低估值国有大行。个股重点推荐平安银行、招商银行、常熟银行、宁波银行。

■ **风险提示:** 1) 宏观经济下行,资产质量承压; 2) 信用压力持续,中小银行流动性风险升级; 3) 金融监管力度超预期。

行业走势



相关研究

内容目录

1. “包商个案”打破同业信仰，央行呵护流动性缓释风险	4
1.1. 别低估 0.02%“破刚兑”！监管案例教育对市场影响深远	4
1.2. 信用分层冲击中小金融机构，央行释放流动性呵护市场	5
1.3. 流动性宽裕锁死“全面降准”空间，“定向降准”仍可期	7
2. 中小银行低评级存单发行仍难，关注到期高峰流动性压力	9
2.1. 同业存单，中小银行加杠杆、赚利差、扩规模利器	9
2.2. 低评级存单发行仍然困难！到期高峰仍有流动性压力	10
2.3. 中小银行同业继续“降杠杆”，金融供给侧改革破冰！	11
3. 投资建议：优质银行基本面稳中受益，看好三季度反弹！	15
3.1. 银行股业绩依然稳健，核心资产引领三季度反弹	15
3.2. 个股推荐招商银行、平安银行、常熟银行、宁波银行	15
4. 风险提示	16

图表目录

图 1: 2008~2018 年包商银行及城商行不良率	4
图 2: 2009~2016 年包商银行贷款总额及客户集中度	4
图 3: 2019/04 至今银行间质押回购利率及信用利差	6
图 4: 2018/07 至今银行间质押回购利率峰值及加权值	6
图 5: 2019/04 至今货币市场利率	7
图 6: 头部券商的短期融资券余额及监管上限	7
图 7: 2018/07 至今 R001 与存款准备金利率	8
图 8: 2019 年 7 月起 MLF 到期规模 (亿元)	8
图 9: 2013 年以来同业存单月度发行规模及数量	9
图 10: 2013 年以来同业存单余额及负债端占比	9
图 11: 2016/01~2019/06 同业存单投资者结构 (亿元)	10
图 12: 2019 年 6 月 30 日存续同业存单发行人结构	10
图 13: 2019/05~2019/06 同业存单发行成功率 (分评级)	10
图 14: 2019/05~2019/06 同业存单发行成功率 (分银行)	10
图 15: 2019/05 至今 3 个月期限同业存单到期收益率	11
图 16: 2019 年至今 3 个月期限同业存单发行利率	11
图 17: 2019/06~2019/12 同业存单到期规模 (亿元)	11
图 18: 2019/06~2019/12 同业存单到期规模 (亿元)	11
图 19: 2006/01~2019/04 存款类金融机构同业负债规模及占比	12
图 20: 2011/03~2018/12 各类型银行同业负债占比	12
图 21: 2010/12~2019/03 各类型银行总负债增速	12
图 22: 2018 年上市银行广义同业负债结构	13
图 23: 2014/03~2019/03 各类型银行 ROAA	14
图 24: 2014/03~2019/03 商业银行拨备覆盖率明显分化	14
表 1: 央行、银保监会就“包商银行事件”的表态回顾	5
表 2: 近期市场流动性及央行公开市场操作 (按周度数据合计汇总)	6
表 3: “三三四十”专项检查中与同业资产负债相关的监管要求	13
表 4: 上市银行 P/B 估值表 (股价对应 2019 年 7 月 5 日收盘价)	16

1. “包商个案”打破同业信仰，央行呵护流动性缓释风险

“包商事件”已过去一月有余，金融同业“破刚兑”深刻改变市场风险偏好，虽然央行持续呵护流动性缓释了总量风险，但信用分层令中小金融机构融资难度大幅提升，短期难以解决。三季度考虑宏观环境及资金面结构性压力，“定向降准”可期。

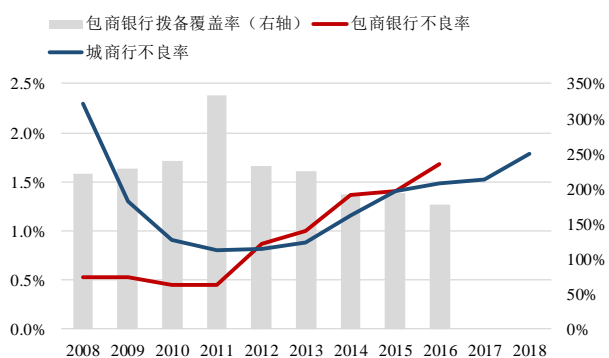
1.1. 别低估 0.02% “破刚兑”！监管案例教育对市场影响深远

“明天系个案”引发连锁反应！监管处置方案打破金融同业“刚兑信仰”。包商银行被接管的核心是大股东“明天系”违规经营（央行披露明天集团合计持股高达 89%，且违规占用大量资金并形成逾期，长期难以归还），我们从财务指标上也看到其同业负债占比过高（2018 年 9 月末含同业存单的同业负债合计 2211 亿，占比高达 44%）、贷款集中度过高、不良率及拨备覆盖率持续承压、资本充足率逼近监管红线，且预计底层资产不清、真实资产质量堪忧（2017 年至今未披露年报）。实际上，近两年“明天系”金融资产陆续被处置，因此包商银行被托管确实是“个案”，并非行业监管趋势，但银保监会的处置方案却实质性打破了市场对同业负债的“刚兑信仰”，投资者预期及风险偏好深刻变化，一度引起资金面紧张（货币市场利率飙升）及信用风险。

银保监会初始处置方案：

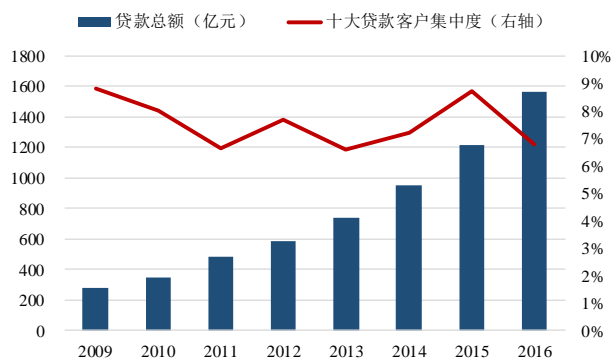
- 个人储蓄存款：本息全额保障，个人存取自由，没有任何变化。
- 个人理财业务：不受影响，原有合同继续执行，无需重签。
- 银行卡：照常使用，具有银联标识的银行卡可继续在各家银行通存通兑，网上银行业务照常运营，不受影响。
- 对公存款和同业负债：5000 万元及以下的本息全额保障；**5000 万元以上的由接管组和债权人平等协商，依法保障。**
- 接管后新增存款和其他负债：全额保障，各项业务照常办理，不受任何影响。

图 1：2008~2018 年包商银行及城商行不良率



数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

图 2：2009~2016 年包商银行贷款总额及客户集中度



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

真要打破刚兑吗？债务基本全额兑付，但央行“真实案例教育”影响深远。最后一次央行表态中，我们看到包商银行 5000 万元以上大额对公债权人的全额保障比例达到 99.98%，即实质上基本全额兑付，超出市场预期。这样操作合理吗？部分市场人士认为看上去市场震动小、影响小，实则是“捂盖子”，对公共资金的使用也将是“无底洞”。对此我们认为，不能低估这 0.02%的“破刚兑”！作为银行“破刚兑”初次探索，对银行经营及投资者预期的影响深远。同时，该方案兼顾了“促改革”和“防风险”，正如央行所言“在守住风险底线的前提下，依法依规打破刚性兑付，虽然带来一点小的阵痛，但有利于加强市场教育”。未来，我们判断同业负债投资者会更审慎（机构风控升级，低评级存单目前仍发行艰难，融资成本攀升），银行会更注重资产负债管理（中小银行“降杠杆”），市场也不再默认政府对银行“隐性兜底”。

表 1：央行、银保监会就“包商银行事件”的表态回顾

时间	表态内容
5 月 24 日	央行及银保监会首次答记者问，指出个人储蓄存款本息全额保障、个人理财业务不受影响、银行卡及网银业务照常运营，但未提及同业负债及对公存款
5 月 26 日	央行及银保监会二次答记者问，指出：1) 5000 万元（含）以下对公存款和同业负债本息全额保障；2) 5000 万元以上对公存款和同业负债，平等协商，依法保障（ 市场由此认为打破同业刚兑 ）；3) 接管后新增的个人储蓄存款、对公存款和同业负债本息全额保障；4) 设立的村镇银行继续独立经营
6 月 2 日	央行答《金融时报》记者问，指出：1) 明天集团合计持股包商银行 89% 股权，且违规占用大量资金，形成逾期，长期难以归还；2) 包商银行被接管完全是个案，目前没有接管其他机构的预期；3) 5000 万元以上同一大额债权人本息，按债权净额先期保障，预计平均保障比例约 90%
6 月 9 日	银保监会答《金融时报》记者问，明确：1) 包商银行目前流动性充裕，自身同业业务已恢复正常；2) 恒丰银行重组有序推进，流动性充足、经营状况稳定；3) 中小银行运行平稳，流动性较为充足，总体风险完全可控，大型银行和股份行将继续与中小银行正常开展同业业务，维护金融市场稳定
6 月 9 日	金融委表示，央行将保持流动性合理充裕，并对中小银行提供定向流动性支持
6 月 11 日	央行首次以民营企业债券融资支持工具支持银行发行同业存单，为锦州银行增信兜底
6 月 16 日	包商银行接管组负责人答《金融时报》记者问，表示 5000 万元以上的大额对公债权人获得全额保障的比例达到 99.98% ，少数未获全额保障的大额对公和同业债权人，其先期保障程度也平均达到 90% 左右，总体保障程度远超市场预期

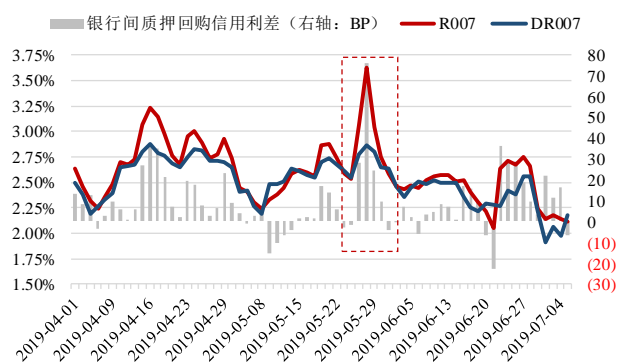
数据来源：央行官网，银保监会官网，东吴证券研究所汇总

1.2. 信用分层冲击中小金融机构，央行释放流动性呵护市场

流动性充裕为何资金仍紧？信用分层导致低评级机构融资难度大幅提高！“包商事件”初期造成资金面紧张，我们观察到 5 月 28 日 R007 飙升至 3.63% 高点，与 DR007 的信用利差也高达 76BP。随着央行多次积极表态+释放流动性，市场情绪缓和，6 月以来质押回购利率回落至正常范围，流动性整体充裕。但“同业破刚兑”后，市场风险偏好深刻变化，风控升级造成信用断层，制约流动性传导：1) 低评级存单发行难度及成本提高；2) 同业存款等其他金融市场负债方式也受到影响；3) 处于流动性传导链下游

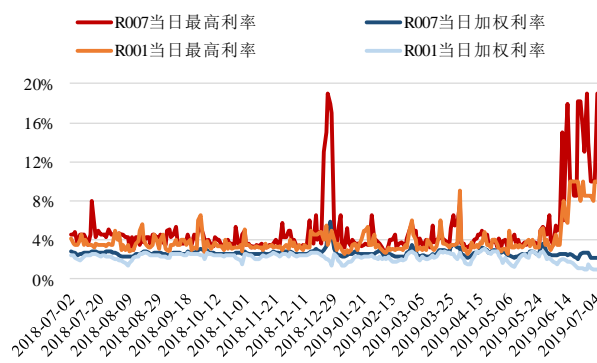
的非银机构（券商资管、基金等）质押融资难度大幅提高。总体而言，6月以来流动性“早的早死，涝的涝死”，叠加年中本身资金紧张，低评级中小金融机构流动性承压，我们看到6月以来R007单日最高值一度达到15%~19%，R001也达到10%（预计由非银机构融入），反观加权利率持续走低，充分体现流动性传导遇到信用断层问题。

图 3：2019/04 至今银行间质押回购利率及信用利差



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

图 4：2018/07 至今银行间质押回购利率峰值及加权值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

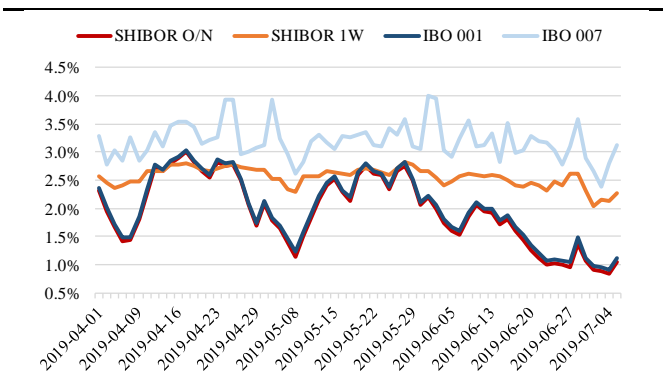
央行支援中小银行！定向MLF、再贴现、SLF 扩充质押品等操作成效显著。考虑年中资金面紧张及“包商事件”影响，央行6月加大逆回购力度（目前仍有2200亿未到期），但信用分层导致中小银行难以顺畅获取流动性。对此，央行6月14日决定增加再贴现额度2000亿、SLF额度1000亿，并明确中小银行可使用合格债券、同业存单、票据等作为质押品，6月19日央行在续做2000亿到期MLF基础上对中小银行定向操作400亿增量。我们认为，这批流动性操作成效显著：1）相比央行发起的MLF，SLF由中小银行主动发起，且央行各分支机构可直接交易；2）扩充SLF质押品意义重大，此前中小银行SLF规模较小的核心制约因素是合格质押品不足，本次纳入同业存单、票据等中小银行大量持有的标的后，大幅提高融资便利性。

表 2：近期市场流动性及央行公开市场操作（按周度数据合计汇总）

时间	MLF 操作	MLF 到期	逆回购操作	逆回购到期	合计净投放
2019-5-17	2000 亿元	1560 亿元		500 亿元	-60 亿元
2019-5-24			1000 亿元		+1000 亿元
2019-5-31			5300 亿元	1000 亿元	+4300 亿元
2019-6-7	5000 亿元	4630 亿元	2100 亿元	5300 亿元	-2830 亿元
2019-6-14			2750 亿元	2100 亿元	+650 亿元
2019-6-21	2400 亿元	2000 亿元	3400 亿元	550 亿元	+3250 亿元
2019-6-28					
2019-7-5				3400 亿元	-3400 亿元
2019-7-12		1885 亿元		2200 亿元	
2019-7-19					
2019-7-26		5020 亿元			

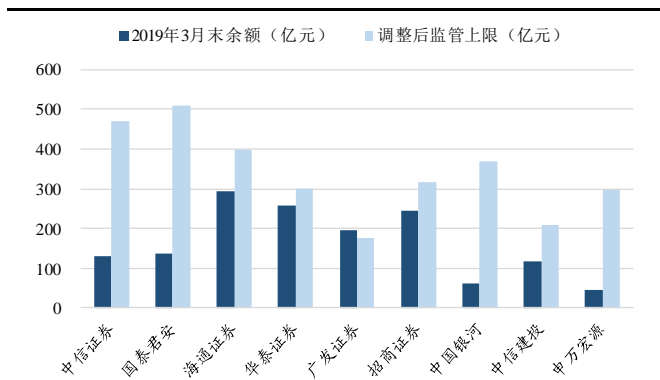
数据来源：央行官网，Wind，东吴证券研究所汇总测算

图 5：2019/04 至今货币市场利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：头部券商的短期融资券余额及监管上限



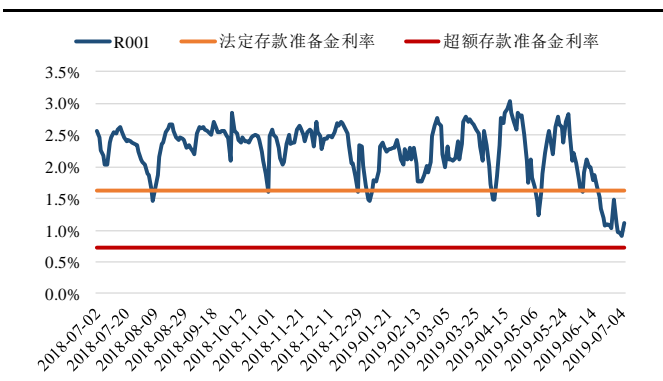
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

监管松绑融资渠道鼓励头部券商传导流动性，但“非银资金荒”可能仍将持续。中小银行收紧资金融出风控条件后（例如，AA 级信用债不再接受质押，甚至直接暂停向非银机构的资金融出），券商资管、货币及债券基金、私募基金等信用评级较弱、体量有限的非银机构几乎难以质押融资（尤其是没有主体支撑的产品户，比自营账户更艰难），我们看到近期部分“债券结构化发行”产品已出现风险暴露。对此，监管部门通过金融债、短期融资券等融资渠道鼓励龙头券商为非银领域提供流动性支持：1）6 月 25 日，中信、国泰君安、华泰等 7 家龙头券商获批发行金融债（此前券商从未在银行间市场发行过金融债）；2）央行陆续调高头部券商在银行间市场发行短期融资券的待偿还余额上限。但截至目前，我们看到质押回购利率的峰值仍处于高位（7 月 4 日 R007 最高达 19%，R001 最高仍位于 10%），考虑非银机构与银行在评级及体量上的差距，我们预计中短期内信用分层难以解决，“非银资金荒”仍将持续。

1.3. 流动性宽裕锁死“全面降准”空间，“定向降准”仍可期

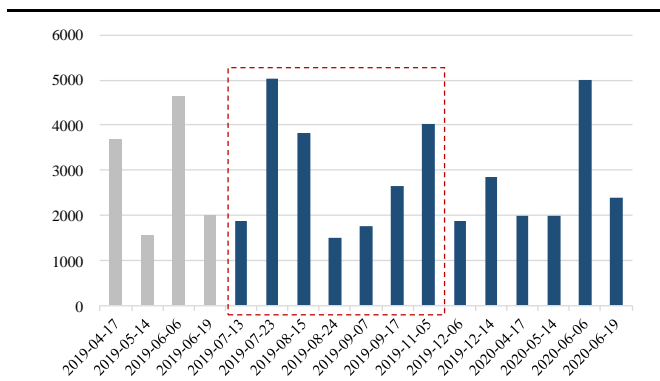
隔夜利率罕见跌破 1% 说明流动性宽裕+信用分层严重！“全面降准”难有空间。央行近期持续释放流动性呵护市场，以应对“包商冲击”，但短期仍难以解决信用分层的结构性矛盾。因此，我们看到资金堆积在银行间市场，6 月 27 日 DR001 率先跌破 1%，7 月 2~4 日 R001 均跌破 1%，但单日利率最高值仍然居高不下，同时 R001 目前已逼近央行超额存款准备金利率的 0.62%（货币市场利率下限）。如此以来，进一步压低资金利率已经毫无意义，我们判断未来一段时期，短端利率将有所回升（考虑央行近期已停止逆回购陆续回笼资金，同时 7 月资金面相对紧张），但“全面降准”概率很低，总量流动性风险得到缓释，但信用分层的结构性资金压力短期仍将存在。

图 7：2018/07 至今 R001 与存款准备金利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：2019 年 7 月起 MLF 到期规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

综合海外及国内宏观环境，我们判断三季度仍然存在“定向降准”预期。2019 年央行已执行一次“全面降准”、一次县域农商行“分三步降准”，前者为置换一季度到期 MLF，降低银行资金成本，后者为支持小微、民营企业信贷。结合东吴证券宏观&固定收益观点，我们判断央行三季度仍有可能再次“定向降准”或“降准置换”，结合 TMLF 操作，主要依据包括：

- 海外市场受中美贸易摩擦升级等因素影响，开启降息周期，美国、欧洲、日本及澳大利亚等主要经济体均偏向于宽松货币政策，美联储降息预期强烈。
- 国内宏观经济疲弱、内需低迷，工业生产超预期下行，5 月工业增加值增速 5%，明显低于预期，同时贸易战对出口影响逐步显现，三季度经济下行压力较大。
- 三季度 MLF 到期高峰，7、8、9 月将分别到期 6905、5320、4415 亿，叠加同业市场存单大量到期，中小银行流动性有压力，资金面结构性紧张。

尽管宏观经济及资金面结构性承压，但我们预计央行仍将维持稳健的货币政策导向（二季度货币政策报告再次明确这一点），以财政政策为主要发力点，同时考虑货币市场利率的持续走低，我们判断“定向降准”或“降准置换”概率更高，更有效帮助中小银行缓释流动性压力。

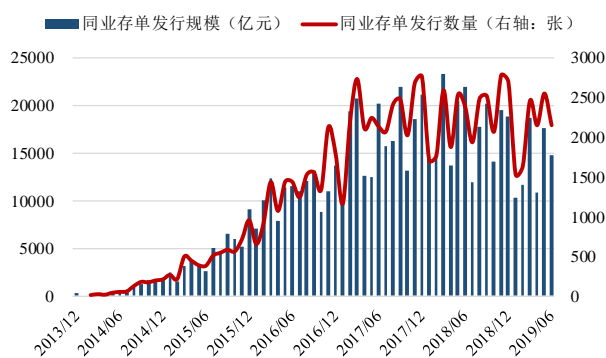
2. 中小银行低评级存单发行仍难，关注到期高峰流动性压力

近十年来，银行同业高速发展，占总负债比例达到 13%~16%，其中同业存单规模更是 6 年激增 10 万亿。2017 年“三三四”检查后，同业负债已有所压降，本次“破刚兑”后，我们预计存单也将收缩，金融供给侧改革破冰，银行同业继续“降杠杆”。

2.1. 同业存单，中小银行加杠杆、赚利差、扩规模利器

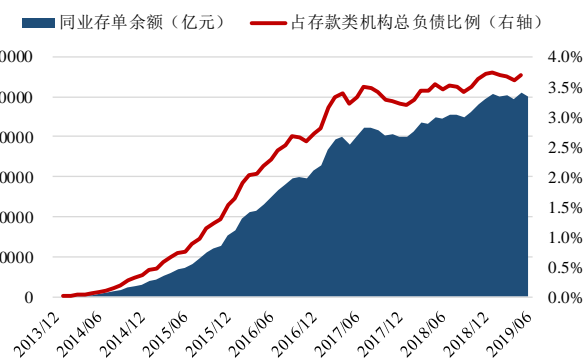
规模 6 年激增 10 万亿！同业存单成为中小银行主动“加杠杆”利器。同业存单于 2013 年推出，期限通常为 1 个月/3 个月/6 个月/9 个月/1 年，2014~16 年高速增长，2017 年至今保持稳步增长。截至 2019 年 6 月末，同业存单总规模达到 9.98 万亿，2018 年以来，每月平均新发行规模 1.64 万亿，每月平均净新增规模（剔除到期）1097 亿，但 6 月净减少 2169 亿（2018 年以来单月净减少最高值），可见“包商事件”对存单发行的冲击。对于商业银行而言，同业存单发行便利、利率市场化（盯住 SHIBOR），尤其吸储能力较弱的中小银行借助同业存单“加杠杆、扩规模”，提升主动负债能力，目前同业存单占存款类金融机构总负债的比例稳定于 3.7%（剔除国有大行后更高，我们估算占比约 6%~8%），已成为商业银行稳定的负债来源。

图 9：2013 年以来同业存单月度发行规模及数量



数据来源：上海清算所，东吴证券研究所

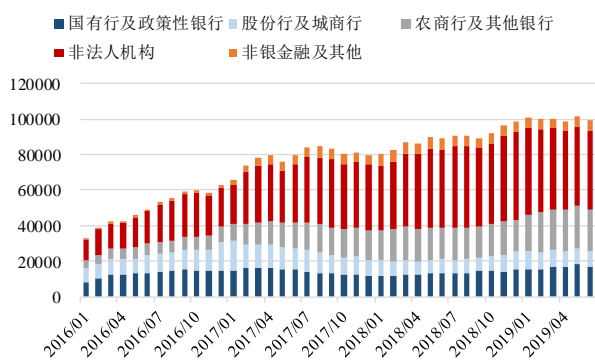
图 10：2013 年以来同业存单余额及负债端占比



数据来源：上海清算所，央行，东吴证券研究所测算

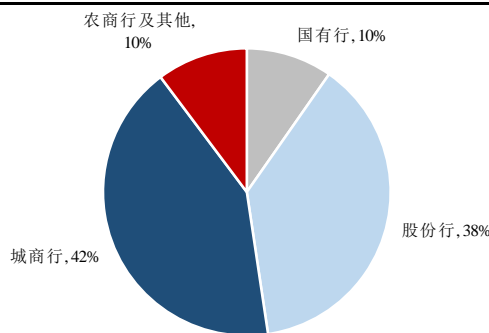
同业存单成为货币市场最重要投资工具，股份行+城商行发行体量近八成。发行人角度，截至 2019 年 6 月末，我们测算市场存续的同业存单中，城商行、股份行分别占比 42%、38%，国有行占比仅 10%，对同业负债依赖度较低；投资者角度，截至 2019 年 6 月末，以货币基金、券商资管产品为主的“非法人机构”持有同业存单 4.49 万亿（规模占比 45%），农商行及农村金融机构合计持有 23%（2017 年以来投资存单力度持续加大），国有行、股份行、城商行分别持有 8.3%、3.3%、5.5%。为何同业存单成为货币市场最重要的投资工具？我们认为：1）流动性好，信用风险低；2）可套利，例如国有行通过央行流动性或自营资金投资中小银行存单，或中小银行发存单，资产端通过资质下沉、期限错配赚利差；3）可调节监管或经营指标，例如发行存单并购买货币基金有避税效应，再例如此前发行存单能规避 MPA 考核对同业负债比例的制约（2018 年央行将存单纳入同业负债统计考核口径）。

图 11: 2016/01~2019/06 同业存单投资者结构 (亿元)



数据来源: 上海清算所, 东吴证券研究所汇总测算

图 12: 2019 年 6 月 30 日存续同业存单发行人结构

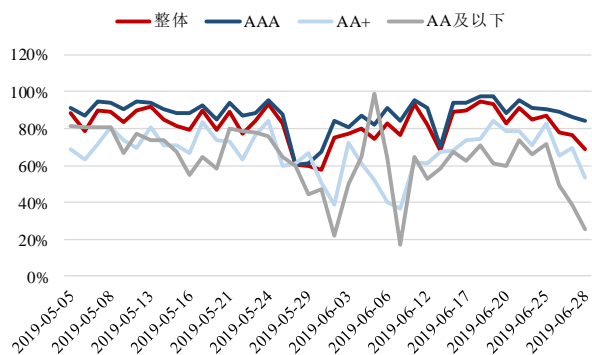


数据来源: Wind, 东吴证券研究所汇总测算

2.2. 低评级存单发行仍然困难! 到期高峰仍有流动性压力

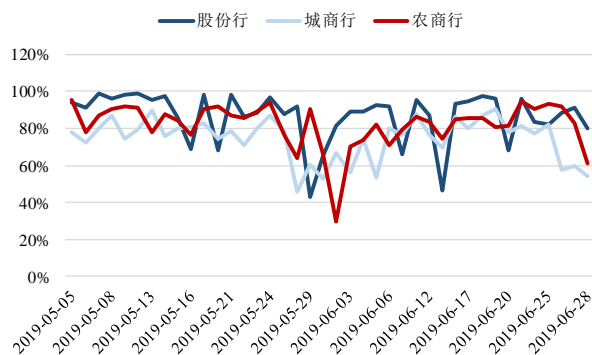
“包商冲击”打破同业刚兑预期，信用收紧导致低评级机构存单发行困难。1) 追踪同业存单实际发行情况，整体发行成功率从事件前 80%~90% 的运行区间降至 60%~80% (近期回暖)，其中 AAA 级存单稳定，但 AA+ 及以下级存单一度大幅走低，且 AA 及以下级存单至今发行成功率仍不足 40%，不过其占比较低 (5 月以来占总计划发行规模约 7%)。2) 二级市场 AA 及以下级存单到期收益率一度显著走高，抛售压力明显，信用利差走阔，这也会影响一级市场发行成功率及融资成本。3) 发行成本角度，“包商事件”后中小银行发行利率抬升明显，信用利差走阔，我们看到 6 月城商行、农商行 3 个月期存单的平均发行利率较 5 月水平分别提高 16BP、10BP，近期才回落但仍位于高位，而国有行及股份行成本稳定，且近期受益于流动性宽松及信用分层，发行成本反而大幅走低。综合来看，我们认为仍需要持续关注低评级中小银行的流动性缺口、融资成本提升、二级市场抛售及三季度存单到期压力等潜在隐患。

图 13: 2019/05~2019/06 同业存单发行成功率 (分评级)



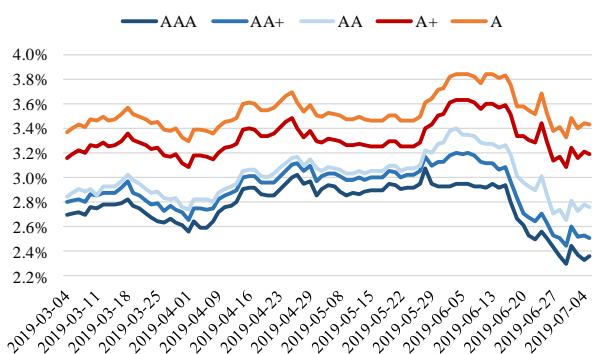
数据来源: Wind, 东吴证券研究所汇总测算

图 14: 2019/05~2019/06 同业存单发行成功率 (分银行)



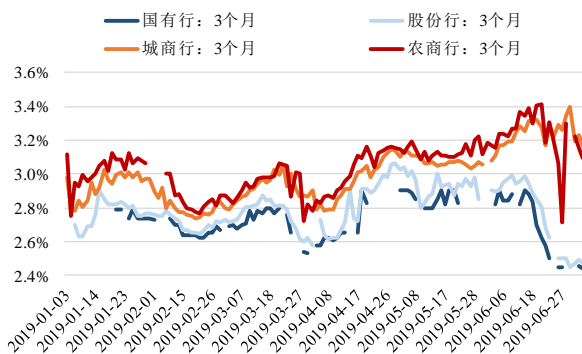
数据来源: Wind, 东吴证券研究所汇总测算

图 15: 2019/05 至今 3 个月期限同业存单到期收益率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

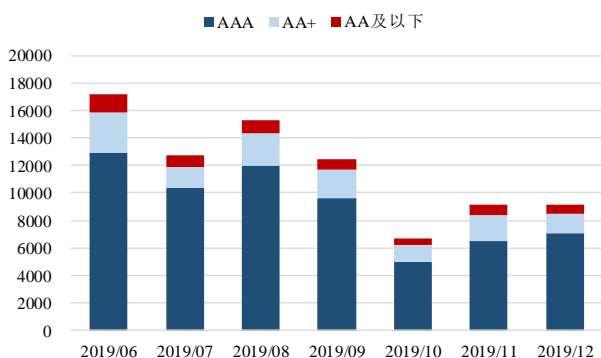
图 16: 2019 年至今 3 个月期限同业存单发行利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

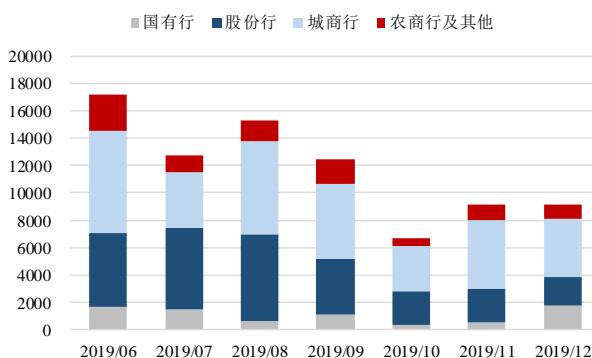
三季度 4.1 万亿同业存单集中到期，关注中小银行流动性压力及连锁反应！ 流动性角度，如果低评级中小银行的新发行存单难度或成本持续承压，三季度大量存单到期带来的流动性缺口如何填补？据我们测算，7、8、9 月将分别到期约 1.28、1.53、1.25 万亿，其中 AAA、AA+ 分别占比 79%、15%，AA 及以下级占比 6%。从静态总量角度，AA 及以下到期存单占比并不高，规模也仅 2646 亿，但考虑负债端压力传导至资产端的连锁反应，例如中小银行同业负债收缩造成资产端抛售高流动性资产冲击二级市场（债券、同业存单等），再例如进一步影响其他风险较高主体的负债能力（尤其是年报推迟公布、不良率或同业负债比例较高的银行等），加深信用分层，形成连锁反应，则影响会超预期。因此，我们认为仍然需要关注中小银行三季度流动性压力，且央行有必要持续提供流动性支持缓释结构性风险，这也是我们预判“定向降准”的主要逻辑。

图 17: 2019/06~2019/12 同业存单到期规模 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所汇总测算

图 18: 2019/06~2019/12 同业存单到期规模 (亿元)



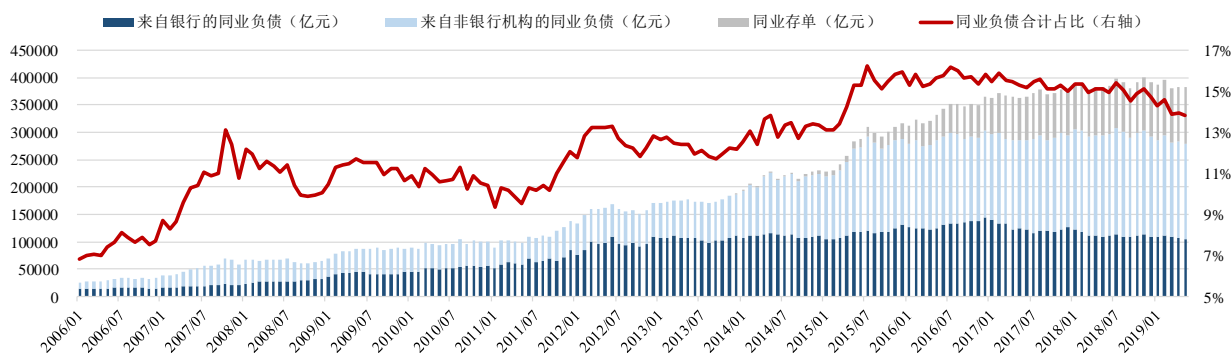
数据来源: Wind, 东吴证券研究所汇总测算

2.3. 中小银行同业继续“降杠杆”，金融供给侧改革破冰！

股份行、城商行主动吸储能力有限，依赖同业负债驱动资产规模高速扩张。近十年来，商业银行同业负债高速发展，根据央行披露的存款类金融机构（银行+信用社等农

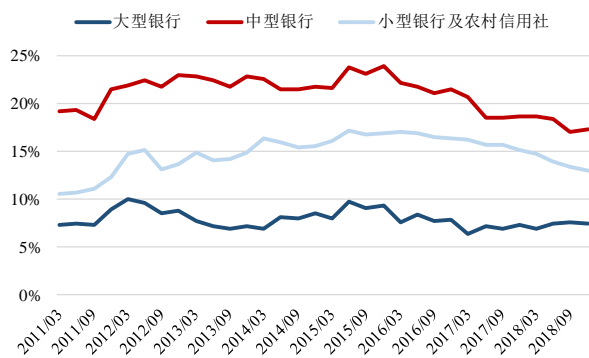
村金融机构+财务公司) 负债结构, 同业负债占比 (包括来自于银行及非银机构负债, 再加上上海清算所披露的计入债券类负债的同业存单!) 由 2010 年前 10% 一度升至 2015 年中 16% 以上, 金融降杠杆后目前仍达到 13.8%。结构角度, 同业负债中来自于银行的比重 2017 年以来逐步压降, 但同业存单持续增长有所填补, 而来自于非银机构的负债比例稳定, 规模持续增长。分类来看, 大型银行对同业负债依赖度较低 (不含同业存单的同业负债比例长期稳定于 10% 以内), 而中小银行至今仍然较为依赖同业负债, 2015 年中型银行、小型银行及信用社同业负债 (不含同业存单) 比例分别高达 24%、17%, 近年来走低可能因为部分被同业存单置换, 同时我们看到 2011 年后股份行、城商行及农村金融机构的负债增速与国有大行背离, 预计同业负债是保持高增长的主要驱动力。

图 19: 2006/01~2019/04 存款类金融机构同业负债规模及占比



数据来源: Wind, 央行官网, 上海清算所, 东吴证券研究所汇总测算

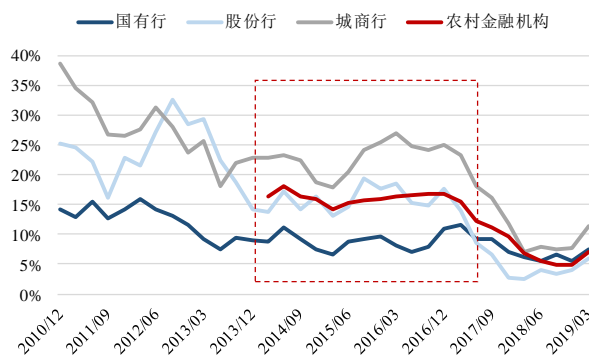
图 20: 2011/03~2018/12 各类型银行同业负债占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所汇总测算

备注: 受限于数据披露口径, 同业负债中不含同业存单

图 21: 2010/12~2019/03 各类型银行总负债增速

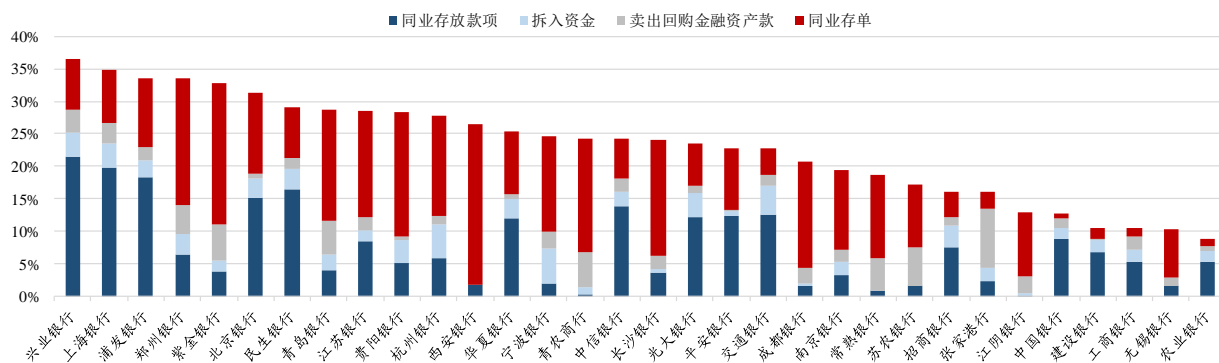


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

以兴业银行为代表的一些股份行及城商行依托同业负债实现跨越式发展。广义同业负债具体包括同业和其他金融机构存放款项、拆入资金、卖出回购金融资产款及计入债券科目的同业存单。网点数量多、吸储能力强的国有大行同业负债占比通常较低, 但对于存款竞争环境日趋激烈, 又追求规模高速增长的中小银行 (股份行、城商行等) 而言, 同业负债构成重要负债来源, 驱动资产规模弯道扩张。以上市银行为例, 可以看到同业负债占比前十的均为股份行和城商行, 其中兴业银行同业负债占比高达 37%, 主要是同

业存放款项占比 22%，而国有四大行位居末五位，同业负债比例仅 9%~13%。

图 22：2018 年上市银行广义同业负债结构



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所汇总测算

2017 年“三三四十”检查后降杠杆、去嵌套、防套利，同业负债收缩。2017 年 4 月，银监会启动银行业“三套利、三违反、四不当、十大乱象”专项治理工作，核心是规范信贷、同业及理财业务，限制“资金空转”，推动“脱虚向实”，进而降低实体经济融资成本。“三三四十”专项检查力度空前，有效压降了同业负债规模，从央行披露的存款类金融机构负债结构来看，来自于银行同业负债从 2016 年末 14.5 万亿峰值，一路降至 2019 年 5 月末 10.3 万亿，虽然期间同业存单从 6.3 万亿升至 10.2 万亿，但广义同业负债整体占比降至 13.8%（2015 年 7 月峰值高达 16.3%），同时各类银行资产负债增速全面降档。此外，2018 年起 MPA 考核要求 5000 亿规模以上银行同业负债不得超过总负债 1/3（并将同业存单纳入同业负债统计），也抑制了同业负债快速扩张。

表 3：“三三四十”专项检查中与同业资产负债相关的监管要求

监管文件	主要治理内容
《银行业金融机构“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作要点》[2017]46 号	<p>同业融入资金余额占比负债总额超过三分之一。</p> <p>同业业务未按照“穿透性”和“实质重于形式”原则足额计提资本。</p> <p>通过同业机构或同业业务倒存，将同业存款变为一般性存款。</p> <p>违规办理同业代理转贴现业务，隐匿信贷资产规模。</p> <p>通过同业和理财业务或拆分为小额贷款等方式，向房地产和“两高一剩”等行业领域提供融资。</p> <p>利用同业理财购买本行同业存单。</p> <p>通过同业存放、卖出回购等方式吸收同业资金，对接投资理财产品、资管计划等，放大杠杆、赚取利差。</p> <p>通过同业投资等渠道充当他行资金管理“通道”，赚取费用，而不承担风险兜底责任的现象。</p> <p>通过同业绕道，虚增资产负债规模、少计资本、掩盖风险等。</p> <p>大量发行同业存单，甚至通过自发自购、同业存单互换等方式来进行同业理财投资、委外投资、债市投资，导致期限错配，加剧流动性风险隐患；延长资金链条，使得资金空转套利，脱实向虚。</p>
《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》	<p>违规与名单外金融机构、非持牌金融机构开展业务。</p> <p>同业投资和理财投资非标资产是否严格比照自营贷款管理，对底层基础资产的投</p>

银监会》[2017]45号

前调查是否尽职，投后管理是否到位，资金是否违规投向房地产以及国家法律、政策规定的限制性行业和领域。

同业投资和理财投资业务是否接受和提供第三方担保及“兜底”承诺，违规签订“抽屉协议”、“阴阳合同”等。

是否通过发放自营贷款承接存在偿还风险的同业投资和理财投资业务；本行信贷资金是否违规为理财产品提供融资和担保；是否违规通过本行理财资金直接或间接对接本行信贷资产收益权；理财资金是否违规用于本行自营业务。

同业借款业务期限是否超过三年，其他同业融资业务期限是否超过一年，业务到期后是否展期。

《银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理检查要点》[2017]53号

单家商业银行对单一金融机构法人的不含结算性同业存款的同业融出资金，扣除风险权重为零的资产后的净额，是否超过银行一级资本的50%。

若将商业银行所持有的同业存单计入同业融出资金余额，是否超过银行一级资本的50%。

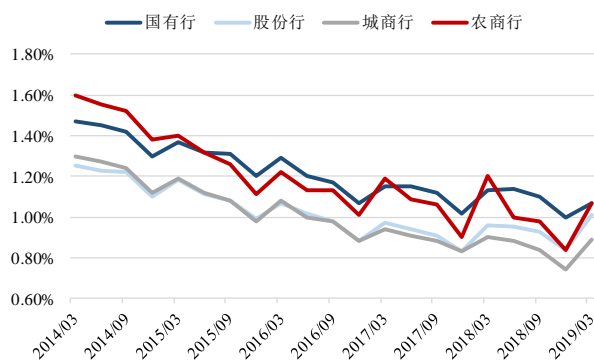
商业银行同业融入资金余额是否超过负债总额的三分之一。

若将商业银行发行的同业存单计入同业融入资金余额，是否超过银行负债总额的三分之一。

数据来源：银保监会官网，东吴证券研究所汇总

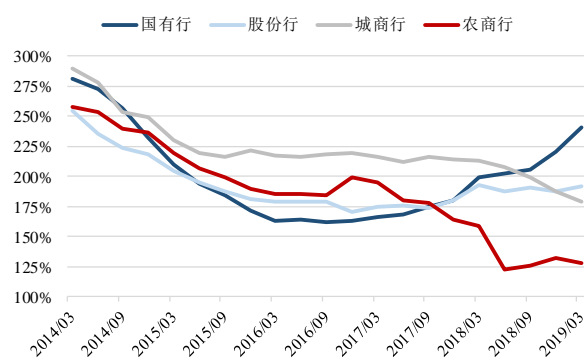
“破刚兑”后存单预计收缩，金融供给侧改革推动中小银行继续降杠杆。我们认为合理的同业负债能有效管理流动性、获取金融市场利差，但过度“加杠杆”或期限错配，及“刚兑预期”下的非市场化定价等模式隐含高风险。此次打破“刚兑信仰”后，我们判断短期存单规模收缩，同业功能回归流动性管理，金融供给侧改革拉开序幕，银行分化更明显。未来中小银行压力源于：1) 市场风险偏好深刻变化，低评级银行同业负债成本高企，而利率市场化背景下存款竞争激烈，制约负债端扩张；2) 公司治理不完善，尤其部分民营控股银行资产质量隐患在经济下行周期加速暴露（信贷、信用债等），部分股权结构复杂的银行与股东关联交易隐含高风险（以包商银行为例）；3) 金融严监管常态化，MPA考核、不良认定趋严等监管条件制约中小银行扩张。总体来看，预计大型及优质银行的负债端优势越来越显著，中小银行同业继续稳步“降杠杆”，资产端重心回归信贷，同时“降杠杆”过程中央行持续呵护流动性，以缓释系统性风险。

图 23：2014/03~2019/03 各类型银行 ROAA



数据来源：Wind，银保监会，东吴证券研究所

图 24：2014/03~2019/03 商业银行拨备覆盖率明显分化



数据来源：Wind，银保监会，东吴证券研究所

3. 投资建议：优质银行基本面稳中受益，看好三季度反弹！

3.1. 银行股业绩依然稳健，核心资产引领三季度反弹

二季度银行股估值调整主要受两大因素扰动：1) 贸易战升级造成宏观经济下行压力，投资者预期悲观，且5月经济数据不及预期，压制银行股估值；2) “包商冲击”令投资者担忧中小银行流动性压力。我们认为：

- 短期而言，目前贸易战及经济增长压力的悲观预期已充分体现，而“包商冲击”在央行近期呵护流动性后风险缓释，且其对同业负债占比较低的上市银行本身影响有限（且优质中大型银行反而受益货币市场利率走低带来的负债成本改善）。临近中报披露期，我们判断上市银行业绩仍然优异（一季度增速已明显提升，二季度有望保持稳健），银行股三季度反弹可期，重点推荐业绩增长预期优异、零售转型持续突破的**平安银行**；盈利增速及资产质量领先行业的农商行龙头**常熟银行**。
- 中长期而言，银行基本面加速分化是必然趋势，在金融严监管持续、负债端存款竞争加剧、资产端回归信贷本源的背景下，优质银行在负债成本、存款吸收、资产质量管控、资产负债管理等领域的竞争优势将持续拉开，进而带动盈利及估值差距拉开。据此，长期看好作为中国核心资产的优质银行股**招商银行**、**宁波银行**，同时关注低估值国有行中基本面更优异的**工商银行**、**建设银行**。

3.2. 个股推荐招商银行、平安银行、常熟银行、宁波银行

招商银行&宁波银行：作为银行板块及核心资产，招商银行、宁波银行目前估值分别高达1.60、1.66x2019PB，2019年预计仍将维持领先同业的ROE和盈利增速，资产质量优异，持续重点推荐，建议长期持有，但短期预计估值进一步提升空间有限。

平安银行：零售转型标杆，2019年迎来基本面拐点，一季度收入、盈利增速分别达到15.9%、12.9%，年化ROAE回升至12.15%，下半年基本面有望独立于行业继续回升。零售业务方面，充分运用集团客户资源，3月末零售客户AUM达到1.66万亿，较年初增长17.4%；零售客户数8701万户，较年初增长3.7%；私行财富客户66.45万户，较年初增长12.3%，预计下半年个人贷款及信用卡业务规模将加速增长。目前估值为0.98x2019PB，估值仍有显著提升空间，且可转债转股价形成支撑，重点推荐！

常熟银行：高成长型农商行龙头，以“信贷工厂”模式为特色的“小微”标杆，一季度业绩增速达到21%，同时保持资产质量优异（3月末不良率仅0.96%，拨备覆盖率高达459%），未来小微业务+村镇银行扩张将推动数年持续高增长，市值成长空间显著。目前估值约1.37x2019PB，考虑稀缺性及成长性，长期看好。

表 4：上市银行 P/B 估值表（股价对应 2019 年 7 月 5 日收盘价）

单位：亿元	总市值	2017	2018	2019E	总市值	2017	2018	2019E	
工商银行	20208	0.99	0.90	0.83	南京银行	730	1.27	1.07	0.94
建设银行	18851	1.11	0.99	0.90	宁波银行	1277	2.54	1.98	1.66
农业银行	12774	0.95	0.80	0.71	杭州银行	420	1.00	0.89	0.80
中国银行	11040	0.79	0.73	0.67	长沙银行	322	1.38	1.04	0.80
交通银行	4589	0.75	0.72	0.67	贵阳银行	289	1.17	0.97	0.81
招商银行	9198	2.06	1.82	1.60	成都银行	322	1.29	1.03	0.91
中信银行	2961	0.81	0.74	0.68	郑州银行	303	1.24	1.05	0.94
浦发银行	3396	0.86	0.77	0.69	青岛银行	294	1.65	1.53	1.43
民生银行	2666	0.72	0.65	0.59	西安银行	364	2.06	1.82	1.61
兴业银行	3795	0.97	0.86	0.76	青农商行	409	2.39	1.99	1.65
光大银行	2026	0.75	0.71	0.66	紫金银行	273	2.74	2.22	1.77
平安银行	2390	1.18	1.09	0.98	常熟银行	216	2.06	1.77	1.37
华夏银行	1200	0.81	0.61	0.55	无锡银行	106	1.14	1.03	0.95
北京银行	1266	0.81	0.73	0.68	江阴银行	103	1.12	1.02	0.92
上海银行	1274	1.00	0.90	0.78	苏农银行	103	1.23	1.13	1.03
江苏银行	846	0.93	0.82	0.72	张家港行	103	1.24	1.09	0.95
国有行		0.92	0.83	0.76	城商行		1.36	1.15	1.01
股份行		1.02	0.90	0.81	农商行		1.70	1.46	1.25

数据来源：Wind 一致预期，东吴证券研究所

4. 风险提示

- 1) 宏观经济下行，资产质量承压：中美贸易战升级对宏观经济的冲击预计将逐步显化，三季度经济下行压力加大，对商业银行资产质量造成不利影响；
- 2) 信用压力持续，中小银行流动性风险升级：“包商事件”打破银行同业刚兑，市场风险偏好产生深刻变化，信用分层后中小银行及低评级金融机构同业负债难度及成本提升，产生潜在的流动性压力；
- 3) 金融监管力度超预期：金融严监管常态化，此前 23 号文及不良资产认定标准趋严等监管动作对商业银行经营及财务指标影响显著，若未来监管力度加码，短期可能对银行业绩产生不利影响，尤其制约中小银行发展。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

