

中小银行同业业务面临收缩，同业回归流动性管理本源

——流动性周报第 19 期

行业周报

◆核心观点:

1. 同业监管再度收紧，中小银行同业业务面临压缩，同业回归流动性管理本源

路透社报道“监管部门将严格执行政策性金融债等纳入同业投资监管，并对同业业务进行比例控制。”我们认为：一是加强对同业资产监管的政策导向主要为“防风险”，特别是城商行等中小银行面临较大流动性风险；二是同业资产监管应执行差异化监管原则，同业投资是压缩重点；三是未来中小银行同业业务将面临持续的压缩，同业业务定位从“利润中心”回归“资金中心”，但对实体经济融资影响相对有限。

2. 4个月内MLF已获6次超额续作，央行9月存在下调MLF利率10-20bp可能

5月以来，央行7次MLF投放均为小幅超额续作。9月MLF利率存在下调10-20bp的可能。一是通过MLF带动LPR引导贷款利率下行，需要MLF有一定降幅；二是9月美联储降息概率较大，为降低MLF利率提供了回旋余地；三是存单利率已明显低于MLF利率，有利于顺势下调MLF利率。

3. 流动性保持合理充裕，资金利率运行稳定，利率曲线进一步走平

本周银行体系流动性保持合理充裕，资金利率运行稳定。一是央行增量续作MLF，开展了1500亿MLF操作对冲1490亿到期。二是资金利率保持稳定，利率曲线进一步走平。

4. 存单发行规模维持高位，一年期存单价格持续回落

本周发行规模3816亿元，较上周下降579亿元，到期2521亿元，净发行1295亿元。自6月中旬以来，1年期存单价格持续回落，由3.30%高位回落至目前3.05%，降幅达25bp。

5. 央行针对LPR执行设置“358”目标，住房按揭贷款利率跟踪LPR方案落地

央行近日制定了LPR考核要求。一是设定了三个考核时点和“358”目标；二是将银行的贷款市场报价利率应用情况及贷款利率竞争行为纳入MPA。这主要是考虑到目前大部分银行资产负债定价系统改造尚未完成，新LPR执行后短期内难以100%全面铺开，需要设置过度期予以缓冲。

6. 住房按揭贷款利率跟踪LPR方案落地，地产融资“稳中从紧”

近期住房按揭贷款利率跟踪LPR方案落地，对此我们认为：一是按揭政策确认新发放按揭贷款需跟踪LPR作为基准利率，且加点数合同期内固定；二是重定价期规定使得浮动利率贷款定价未来存在下行可能；三是房地产融资调控“稳中从紧”，短期内按揭贷款利率难降；四是8月份按揭贷款投放预计较多；五是存量按揭信贷需要另有政策安排。

7. 风险提示：利率并轨对银行信贷投放的冲击，中美经贸摩擦进一步升级。

买入（维持）

分析师

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

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

第一期LPR报价如期下调，对实体经济、银行业和金融市场影响相对有限——流动性周报第18期

.....2019-08-26

央行“非对称结构性降息”红利落地，LPR报价利率形成机制正式推出，——流动性周报第17期

.....2019-08-19

优化信贷结构势在必行，政策考核机制有望进一步升级——流动性周报第16期

.....2019-08-12

目 录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 同业监管再度收紧，中小银行同业业务将面临压缩，同业回归流动性管理本源	3
1.2、 4 个月内 MLF 已获 6 次超额续作，央行 9 月存在下调 MLF 利率 10-20bp 可能.....	5
1.3、 银行体系流动性保持合理充裕，资金利率运行稳定，利率曲线进一步走平.....	5
1.4、 存单发行规模维持高位，一年期存单价格持续回落.....	6
2、 信贷运行情况	7
2.1、 央行针对 LPR 执行设置“358”目标，住房按揭贷款利率跟踪 LPR 方案落地.....	7
2.2、 住房按揭贷款利率跟踪 LPR 方案落地，地产融资“稳中从紧”	8
3、 风险提示.....	8

1、货币政策操作及流动性运行

1.1、同业监管再度收紧，中小银行同业业务将面临压缩，同业回归流动性管理本源

根据路透社的报道“中国银行业监管部门严格执行政策性金融债等纳入同业投资监管，料间接推动银行放贷”；“将同业投资/银行总资产（或净资产）的比例，作为监管部门掌握商业银行同业业务规模”。对此我们认为：

1.此前对同业业务监管重点布局集中于负债端

自2017年监管层开启治理金融乱象以来，对同业业务的监管重点布局在负债端，表现为：

一是将同业存单纳入MPA考核。2017年8月11日，央行在发布的《2017年二季度货币政策执行报告》中指出，将于2018年第一季度，把资产规模5000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入MPA同业负债占比指标进行考核，并要求同业负债不超过总负债的1/3。受此影响，商业银行同业负债规模逐年压降，特别是对于城商行等中小银行而言，长期以来形成的“CD+同业理财”增厚收益的套利模式遭受较大冲击。

二是在流动性风险管理办法中约束同业负债扩张。2018年，银保监会在发布的《商业银行流动性风险管理办法》中新设的NSFR和LMR指标，在指标的计算规则上对同业负债赋予了较强的约束。以NSFR为例，在可用稳定资金中，6个月以内的同业负债折算系数为0，6个月-1年期和1年期以上同业负债折算系数分别为50%和100%。目前，银行同业负债中，除线下同业借款期限超过1年期外，其他负债期限普遍位于1年以内。这样一来，银行CD发行基本上以1年期为主，短期同业负债规模大幅压降。

2.本次加强对同业资产监管，同业政策趋严主要为“防风险”

包商银行被接管事件后，锦州银行又被AMC+AIC入股，高风险问题金融机构处置愈发频繁。央行金融稳定局局长王景武指出，当前发生风险的中小金融机构有几个共同特征：一是同业业务占比非常高，基本上占到30%以上；二是表外业务特别大，特别是表外理财；之后三项分别是承兑汇票占比大、关联交易十分突出、以及一些城商行异地分支机构设立过多。

在此之前，监管对于同业资产并未出台实质性监管要求，其中相对具有代表性的监管政策是明确单一同业客户或集团的大额风险暴露比例。根据《商业银行大额风险暴露管理办法》的要求，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%，但这一监管政策主要是为了约束商业银行特别是中小银行同业业务集中度，并未针对全部同业投资/资本净额设置相应的比例指标，没有针对不同类型银行进行分类管理。从目前情况看，大部分国有银行和股份制银行同业资产占比并不高，城商行同业投资占比相对较高，部分机构存放、拆出、买入返售、应收类投资等广义同业投资占比已超过40%，流动性风险管理面临较大压力。监管针对同业资产业务设定分类监管标准，将对部分城商行同业业务造成一定冲击。

当然，同业资产并非完全空转于银行体系之内，部分资金依然通过各种SPV渠道流入实体经济，但较长的融资链条一定程度上提升了实体经济融资成本。在部分同业压缩的过程中，部分较弱资质主体的融资可能受到影响，但总体可控。

3. 同业资产监管不应“一刀切”，政金债剔除有合理性

此次媒体报道监管有意将政策性金融债纳入同业投资范畴，并通过设置同业投资/银行总资产（或净资产）的比例，作为监管部门掌握商业银行同业业务规模。我们认为，有三点问题应该予以明确：

一是政策性金融债作为优质流动性资产，有助于夯实银行抵御流动性风险能力。在 1104 报表体系中，诸如 G21、G22、G25 报表中，银行均将政策性金融债视为债券投资，特别是在 LCR 计算规则中，政策性金融债作为优质流动性资产与国债具有同等效果，均按照 100% 系数计入 HQLA。如果将政策性金融债计入同业资产范畴，且监管层明确要求 1104 报表进行适当调整修订，政金债将按照合同到期日计入未来 30 天现金流入，且相关报表之间的强勾稽关系将会出现紊乱，这既不利于银行 LCR 等流动性指标达标，也不利于 1104 报表的填报工作。

二是存放、拆出、买入返售等短期同业资产是银行调节日间流动性的重要工具，也是中小银行、非银机构重要融资渠道。银行司库管理日间流动性的重要目标，是维持备付金处于合意水平，并通过各种流动性调节工具的使用，在确保流动性稳定基础上，按照收益孰高原则合理调配资源，实现资金使用效益的最大化。因此，存放、拆出和买入返售等同业资产一定程度上能够起到调节日间流动性的效果，而且也是中小银行、非银机构重要融资渠道，不应一刀切予以压降。

三是真正应该加强监管的同业资产应该是应收类资产。这部分资产中，相当一部分具有长久期、高收益、高风险、低流动性特点，且以城商行等中小银行持仓量较高，银行需要持续从市场融入短期资金支撑长久期资产配置，一旦出现流动性边际趋紧情况，将加剧流动性风险暴露。

4. 本次规范政策的影响

本次政策规范核心目的在于强化对中小银行资产负债安全运行的管控，并非完全为了促进信贷投放。我们认为：

(1) 中小银行同业业务将面临持续的压缩，高风险机构同业业务“缩表”，时间可能延续 1~2 年，传统同业和新型同业都会受到冲击，同业投资项目压力较大；

(2) 同业业务定位从“利润中心”回归“资金中心”，“CD+货基”套利交易消失，“同业负债+同业投资”套期交易收缩，同业业务占比下降；

(3) 实体经济融资所受冲击有限，有效需求不足仍是主要矛盾，但对信用结构性冲击恐难以避免，主要在于：一是压力主要集中在垒大户所出现的多头融资，部分大中型企业风险；二是信贷与非标结构不平衡带来的冲击，目前阶段主要在中小银行所服务的房企现金流压力。

(4) 未来将以金融“去杠杆”推动实体经济“去杠杆”，两者互相促进，下行清算期金融机构和弱资质实体企业都面临过剩产能出清，金融机构未来分层明显。

表 1：央行流动性投放（单位：亿）

	2019/8/19-2019/8/23 (上周)	2019/8/26-2019/8/30 (本周)	2019/9/2-2019/9/6 (下周)
逆回购投放	2700	-	-
逆回购回笼	3000	1500	-
MLF (TMLF) 投放	-	2700	1400
MLF (TMLF) 到期	-	1490	-

资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、4 个月内 MLF 已获 6 次超额续作，央行 9 月存在下调 MLF 利率 10-20bp 可能

8 月 26 日，央行开展 1500 亿 MLF 操作，中标利率 3.30%，当日有 200 亿元逆回购和 1490 亿元 MLF 到期，这也是新 LPR 实施过后首次开展 MLF 操作。

表 2：MLF 操作（单位：亿元）

时间	MLF 投放	MLF 到期
5 月 14 日	2000	1569
6 月 6 日	5000	4630
6 月 19 日	2400	2000
7 月 13 日		1885
7 月 15 日	2000	
7 月 23 日	4977	5020
8 月 15 日	4000	3820
8 月 24 日		3830
8 月 26 日	1500	1490

资料来源：Wind，光大证券研究所

事实上，今年 5 月以来，央行已开展 7 次 MLF 操作，这 7 次操作具有一个共同特点，即 MLF 投放均为小幅超额续作，超额续作规模不超过 500 亿。7 月 23 日尽管小幅缩量续作，但 4977 亿中 TMLF 规模为 2977 亿元，高于前两季度投放。这表明，央行有意通过适度加大中长期资金投放力度，进一步夯实银行负债端稳定性。

此次央行在开展 1500 亿 MLF 投放时，并未下调 MLF 利率，不过我们认为，9 月 MLF 利率存在下调 10-20bp 的可能。

一是通过 MLF 调整带动 LPR 引导贷款利率下行。在新 LPR 执行背景下，LPR 报价利率将按照 MLF 利率加点形成，而贷款实际利率将参考 LPR 进行定价。在此背景下，为进一步引导贷款利率下行，央行存在下调 MLF 利率的动力。

二是 9 月美联储降息概率较大。继美联储 7 月首次降息后，市场普遍预期随着美联储后续将进一步降息。根据联邦基金利率期货工具显示，9 月美联储降息概率已达 100%，届时 MLF 利率存在下调的空间。

三是存单利率已明显低于 MLF 利率。随着央行加大中长期资金投放力度，市场对未来流动性预期较为乐观，利率曲线显著走平。目前，一年期国股存单价格已降至 3.05% 水平，低于同期限 MLF 利率 25bp，低于 TMLF 利率 10bp。考虑到 MLF 还需质押优质债券，银行对续作 MLF 的动力较前期已有所下降，需要 MLF 利率随行就市进行下调。

1.3、银行体系流动性保持合理充裕，资金利率运行稳定，利率曲线进一步走平

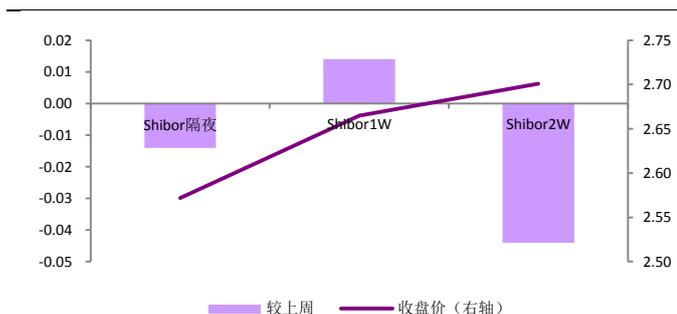
本周银行体系流动性保持合理充裕，资金利率运行稳定。

一是央行增量续作 MLF。本周央行已连续 14 个交易日暂停公开市场操作，逆回购到期 2700 亿元。同时，央行开展了 1500 亿 MLF 操作对冲 1490 亿到期。

二是资金利率保持稳定，利率曲线进一步走平。Shibor1D、7D、14D 较上周分别下行 1bp、-1bp 和 4bp 至 2.57%、2.67% 和 2.70%。隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别下行 1bp、-3bp 和 5bp 至 2.57%、2.67% 和 2.70%，利率曲线进一步走平。

图 1: Shibor 价格运行

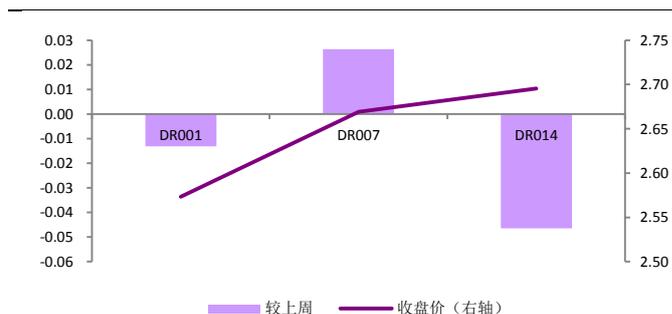
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: D-repo 价格运行

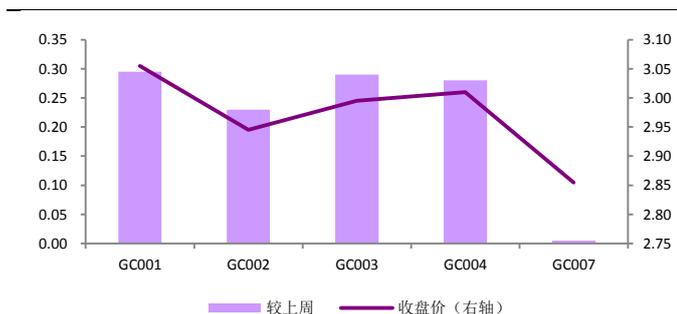
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: GC 价格运行

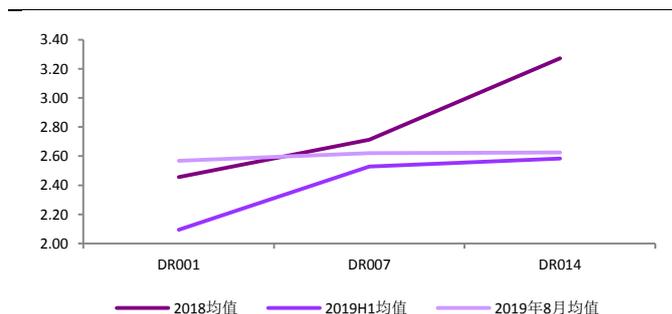
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 近两年来资金利率曲线变化

单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

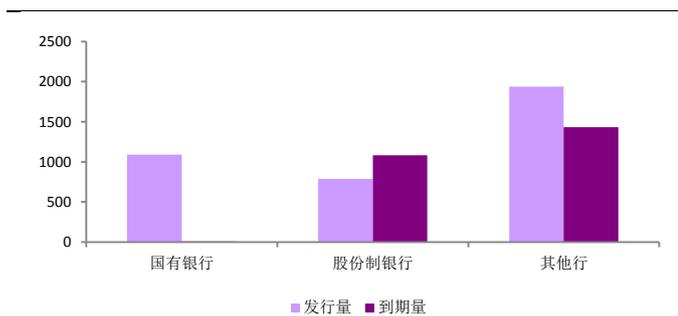
1.4、存单发行规模维持高位，一年期存单价格持续回落

本周发行规模 3816 亿元，较上周下降 579 亿元，到期 2521 亿元，净发行 1295 亿元。

本周国股存单 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期价格分别为 2.65%、2.80%、2.80%、2.93% 和 3.05%，较上周分别上行 0bp、1bp、-11bp、1bp、-2bp；城商行存单 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期价格分别为 2.85%、3.39%、3.61%、3.56% 和 3.69%，较上周分别上行 6bp、3bp、10bp、-2bp、7bp。值得注意的是，自 6 月中旬以来，1 年期存单价格持续回落，由 3.30% 高位回落至目前 3.05%，降幅达 25bp。

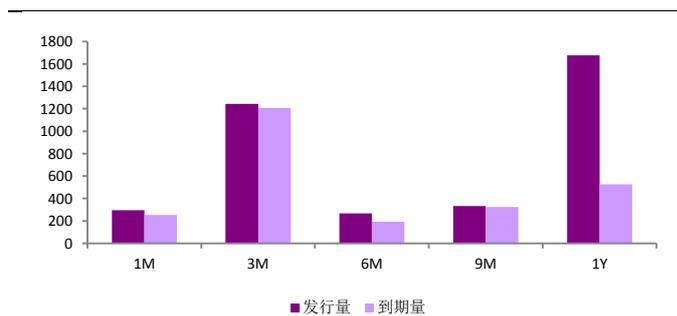
本周 1 年期存单发行 1677 亿元，占全部存单发行规模 44%，净发行 1151 亿元。3 个月期存单发行 1243 亿元，占比 33%，净发行 36 亿元。其他期限存单发行量相对较低。

图 5: 存单发行与到期情况 (按银行类型) 单位: 亿元



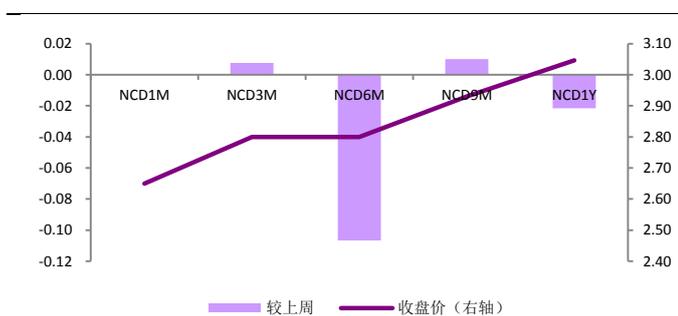
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 6: 存单发行与到期情况 (按发行期限) 单位: 亿元



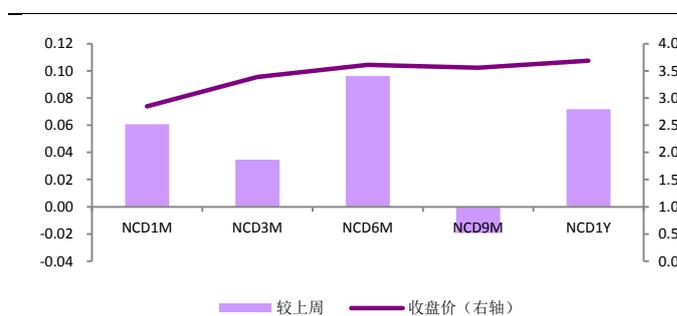
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 7: 国股存单价格运行情况 单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 8: 城商行存单价格运行情况 单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、信贷运行情况

2.1、央行针对 LPR 执行设置“358”目标，住房按揭贷款利率跟踪 LPR 方案落地

在央行明确新 LPR 执行方案后，为了督促各银行运用 LPR 定价，央行近日制定了相应的考核要求。具体来说：

一是设定了三个考核时点和“358”目标。截至今年 9 月末，全国性银行业金融机构新发放贷款中，应用 LPR 做为定价基准的比例不少于 30%；截至 12 月末，上述占比要不少于 50%；截至明年 3 月末，上述占比不少于 80%。

二是将银行的贷款市场报价利率应用情况及贷款利率竞争行为纳入 MPA。央行要求所有银行业金融机构不得协同设定贷款利率隐性下限，否则在 MPA 考核中实行“一票否决”。

此次央行推出“358”考核目标，主要是考虑到目前大部分银行资产负债定价系统改造尚未完成，特别是对于零售贷款参考 LPR 定价的系统建设相对落后，浮息贷款制式合同文本仍在修订，导致新 LPR 执行后银行短期内难以 100% 全面铺开，需要设置过度期予以缓冲。考虑到央行已明确新发放的住房按揭贷款利率要待 10 月 8 日起才需以 LPR 作为定价基准，在 9 月末前“358”目标主要针对公司类贷款进行考核，这有助于降低 LPR 执行带来的冲击。

2.2、住房按揭贷款利率跟踪 LPR 方案落地,地产融资“稳中从紧”

8月25日,人民银行发布公告要求自2019年10月8日起,新发放商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基准加点形成。首套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率,二套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加60个基点。对此我们认为:

一是按揭政策确认新发放按揭贷款需跟踪 LPR 作为基准利率,且加减点数合同期内固定。政策确认新发放按揭贷款定价跟踪 LPR,且加点值一旦确认,在合同期内不再改变,但有两点需要关注:其一,原按揭贷款上下浮动是百分比变化,现在是绝对点数,当基准利率变化时影响略有不同;其二,政策埋下了未来 LPR 重定价时执行利率下降或上浮的可能。

二是重定价期规定使得浮动利率贷款定价未来存在下行可能。政策要求重定价安排最短为1年,最长为合同期。为此,银行可以在利率下行期,设计阶段性固定利率产品来锁定收益,这在某种程度上也更好的执行了当前房地产调控政策。对于重定价期为1年的按揭产品,在一个重定价周期内,若 LPR 价格下行,在新的重定价日按揭贷款利率将相应下降。

三是房地产融资调控“稳中从紧”,短期内按揭贷款利率难降。当前决策层对于房地产调控融资政策定调“稳中从紧”,虽然央行规定了首套/二套最低利率水平,但我们估计,现阶段发放的按揭贷款绝对利率很难下降,LPR 加点数更多是通过目前不同区域的实际价格进行的倒算。

四是8月份按揭贷款投放预计较多。由于涉及合同、系统和员工培训,央行设定了执行 LPR 的过渡期,在10月8日后新发放按揭贷款需跟踪 LPR。在过渡期内,不排除银行对于处于排队期的按揭申请加速审批、放款。这在信贷有效需求不足的情况下,按揭贷款投放有稳定器作用,但由于 MPA 考核约束,预计按揭会稳定增长。我们对8月份按揭贷款增量不悲观,增量占比乐观。

五是存量按揭信贷仍需另有处置政策。对于存量按揭贷款,若未来贷款基准利率不再调整,并行一段时期退出,则存量按揭成为变相固定利率并加大利率风险暴露。对于借款人来说,如果新发生贷款定价未来明显走低,与老贷款定价价差拉大,也会激发早偿或群体性的切换要求。

3、风险提示

利率并轨对银行信贷投放的冲击,中美经贸摩擦进一步升级。

行业及公司评级体系

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

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

特别声明

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

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

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

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

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

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

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

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

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