

## “商业银行分析框架”构建

在当前信用研究的体系框架当中，商业银行成为了非常重要的一个部分，毕竟当前机构投资范围当中，金融债是非常重要的一个赛道。

此前，我们在《站在风口：城农商二永债》当中提出了新的赛道品种，本篇延展基本面分析，作为商业银行研究系列的开篇，详细介绍我国的银行体系、当前商业银行存量债券分布、商业银行分析框架及评价体系。

### ► 我国的银行体系如何？

目前，我国已形成了以中央银行、银行业监管机构、政策性银行、商业银行和其他金融机构为主体的银行体系。其中：

(1) 中国人民银行是中国的中央银行，中国人民银行在国务院领导下，制定和执行货币政策，防范和化解金融风险，维护金融稳定，提供金融服务。

(2) 国家金融监管总局是在银保监会基础上组建的，是银行业监管机构，负责对银行类金融机构进行监管；中国银行业协会是全国性银行业自律组织。

(3) 根据国家金融监管总局披露，截至2023年6月末，我国银行业金融机构一共包括22类机构，共有4561家，主要包括政策性银行、商业银行和其他非银金融机构。

无论是从机构数量还是资产占比，商业银行都在银行业金融机构中占有举足轻重的地位，这其中又以国有行、股份行、城商行及农商行为主体，也是我们重点研究的对象。

### ► 商业银行发了多少债？

商业银行作为发行主体发行的债券主要包括：同业存单、金融债、资产支持证券等品种。

首先，同业存单是商业银行作为发行主体发行的债券中存量第一大的品种。截至2023年12月28日，我国商业银行同业存单存量规模在14.9万亿元。

其次，截至2023年12月31日，商业银行发行的金融债存量规模9.37万亿元。其中：商业银行普通债存量规模3.33万亿元，较多集中在股份行和城商行中，当前剩余期限在2-3年居多；商业银行次级债存量规模6.04万亿元，其中国有行存量规模3.75万亿元，占全部次级债的6成以上。

### ► 商业银行信用资质怎么看？

我们重点聚焦城农商行，分别从其经营环境、资产质量、盈利能力、资本充足性、流动性、股东背景等六个方面构建城农商行的信用评价指标体系。

基于上述评价指标体系，并结合数据可得性及完整性情况，我们对其中的223家城农商行（包括97家城商行、126家农商行）进行量化排序。

整体来看，城农商行得分与其债券利差呈明显的负相关关系，两者之间的相关系数在69%-76%。这表明，上述评价模型和市场定价基本吻合，量化结果能够反映城农商行的市场认可度差异。

但细分来看：经营环境和资产质量两个维度得分与市场定价吻合度较高；流动性、股东背景两个维度与市场定价有一定吻合性但相比之下不高；而盈利能力及流动性两个维度对市场定价的解释力度较弱，基本不构成负相关关系。

► **风险提示：**数据口径不一致偏差；企业性质判定偏差；估值及利差计算偏差。



#### 分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

#### 分析师 刘雪

执业证书：S0100523090004

电话：18344896727

邮箱：liuxue@mszq.com

#### 相关研究

1.二永债周度跟踪 20240102：城农商短久期二永债热度上升-2024/01/02

2.可转债周报 20231231：2023年转债策略组合表现-2023/12/31

3.批文审核周度跟踪 20231231：本周交易所、协会批文“通过”规模均增加-2023/12/31

4.城投、产业、金融债利差跟踪周报 20231231：2024，重新出发-2023/12/31

5.品种利差跟踪周报 20231231：收益率下行，非金类信用利差涨跌互现-2023/12/31

# 目录

<b>1 我国的银行体系如何?</b> .....	<b>3</b>
<b>2 商业银行发了多少债券?</b> .....	<b>6</b>
2.1 商业银行发了多少同业存单? .....	6
2.2 商业银行发了多少金融债? .....	7
<b>3 商业银行信用资质怎么看?</b> .....	<b>10</b>
3.1 如何构建商业银行信用评价体系? .....	10
3.2 寻找吻合度和偏离度 .....	12
<b>4 小结</b> .....	<b>14</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>16</b>

在当前信用研究的体系框架当中，商业银行成为了非常重要的一个部分，毕竟当前机构投资范围当中，金融债是非常重要的一个赛道。

此前，我们在《站在风口：城农商二永债》当中提出了新的赛道品种，本篇延展基本面分析，作为商业银行研究系列的开篇，详细介绍我国的银行体系、当前商业银行存量债券分布、商业银行分析框架及评价体系。

## 1 我国的银行体系如何？

首先，从银行体系入手来看：

银行是经营货币和信用业务的金融机构，通过发行信用货币、管理货币流通、调剂资金供求、办理货币存贷与结算，充当信用的中介人。

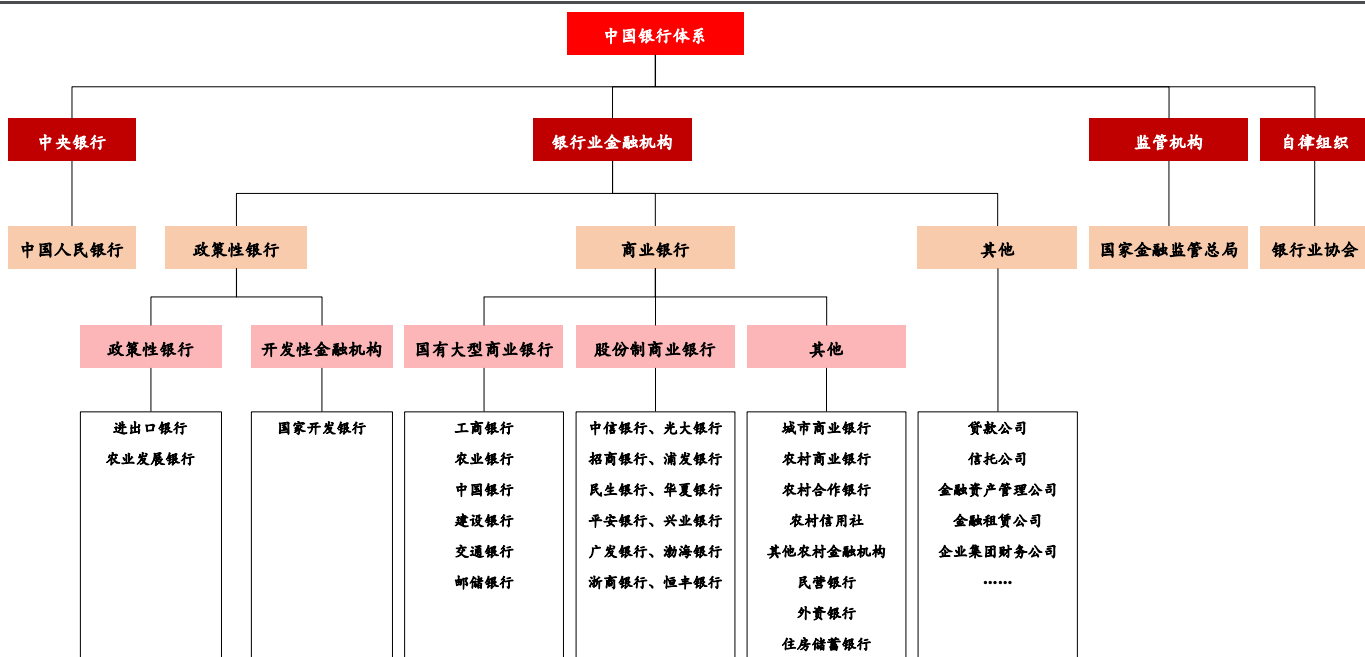
目前，我国已形成了以中央银行、银行业监管机构、政策性银行、商业银行和其他金融机构为主体的银行体系。其中：

(1) **中国人民银行**是中国的中央银行，中国人民银行在国务院领导下，制定和执行货币政策，防范和化解金融风险，维护金融稳定，提供金融服务。

(2) **国家金融监管总局**是在银保监会基础上组建的，是银行业监管机构，负责对银行类金融机构进行监管；**中国银行业协会**是全国性银行业自律组织。

(3) 根据国家金融监管总局披露，截至 2023 年 6 月末，我国**银行业金融机构**一共包括 22 类机构，共有 4561 家，主要包括**政策性银行、商业银行和其他非银金融机构**。

图1：我国银行体系构成



资料来源：国家金融监管总局、中国人民银行，民生证券研究院整理

### 进一步聚焦银行业金融机构来看：

截至 2022 年末，3 家政策性银行总资产合计 33 万亿元，约占整体银行业金融机构总资产的 9%；

**6 家国有大型商业银行**总资产合计 156 万亿元，约占全部银行业金融机构总资产的 41%；

**12 家股份制商业银行**总资产合计 66.46 万亿元，约占全部银行业金融机构总资产的 18%；

**125 家城市商业银行及包括农村商业银行在内的 3800 余家农村金融机构**总资产合计约 100 万亿元，占全部银行业金融机构总资产的 26%；

其他银行及非银金融机构总资产合计不到 25 万亿元，占全部银行业金融机构总资产的比重近 6%。

**表1：我国银行业金融机构分布情况（家、亿元）**

大类	机构类型	机构数量	总资产	资产占比	机构数量占比
政策性银行	开发性金融机构	1	182431	5%	0.07%
	政策性银行	2	150234	4%	
商业银行	国有大型商业银行	6	1562597	41%	3.14%
	股份制商业银行	12	664643	18%	
	城市商业银行	125	498853	13%	
	农村商业银行	1609	500104	13%	
	农村合作银行	23			
	村镇银行	1642			
	农村信用社	545			
	农村资金互助社	36			
	民营银行	19			
	外资法人银行	41	234995	6%	12.28%
住房储蓄银行	1				
贷款公司	4				
信托公司	67				
金融资产管理公司	5				
金融租赁公司	71				
企业集团财务公司	248				
汽车金融公司	25				
消费金融公司	31				
货币经纪公司	6				
其他金融机构	42				

资料来源：国家金融监督管理总局，wind，民生证券研究院

注：（1）机构数量根据《银行业金融机构法人名单》汇总所得，截至 2023 年 6 月 30 日；

（2）总资产来自国家金融监督管理总局定期披露的银行业总资产、总负债情况，截至 2022 年末；

（3）官方披露的银行业总资产将政策性银行及国家开发银行、民营银行、外资银行、非银行金融机构和金融资产投资公司汇总至其他类金融机构项中，此处结合政策性银行及国家开发银行 2022 年年报数据将其拆开单独列示。

可以看到,无论是从机构数量还是资产占比,商业银行都在银行业金融机构中占有举足轻重的地位,这其中又以国有行、股份行、城商行及农商行为主体,也是我们重点研究的对象。

## 2 商业银行发了多少债券？

商业银行作为发行主体发行的债券主要包括：同业存单、金融债、资产支持证券等品种。

我们重点关注同业存单、金融债两大品种。

### 2.1 商业银行发了多少同业存单？

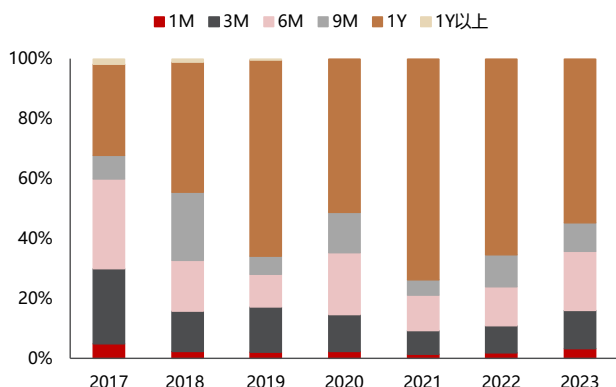
首先，同业存单是商业银行作为发行主体发行的债券中存量第一大的品种。

截至 2023 年 12 月 28 日，我国商业银行同业存单存量规模在 14.9 万亿元。

分期限看，1M、3M、6M、9M 同业存单分别占存量比重 3%、13%、20%、10%，近两年占比不断提升；1 年期同业存单占比 55%，较 2021 年 74% 的高点下降近 20 个百分点。

对应到不同银行类型上，国有行、股份行、城商行是同业存单的主要发行主体，存量均在 4.5 万亿元左右，三者所发行的同业存单合计占到存量规模的 90% 以上。

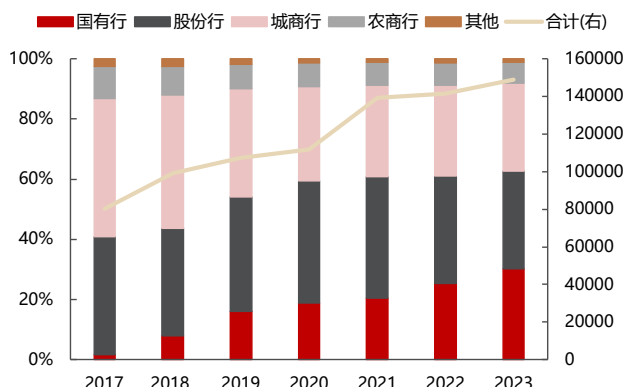
图2：历年末同业存单存量规模分布（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：2023 年截至 2023-12-28。

图3：历年末同业存单存量规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：2023 年截至 2023-12-28。

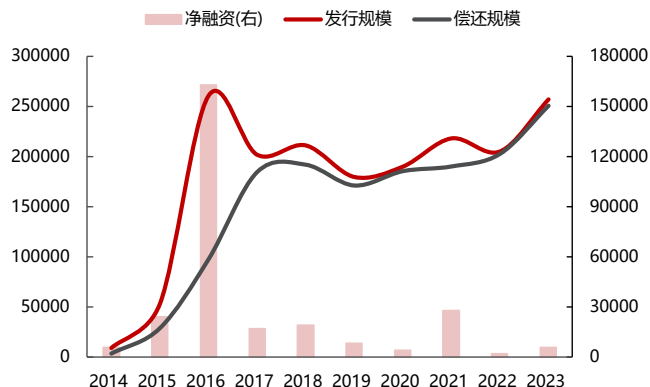
#### 回顾我国商业银行同业存单发展历程：

2013 年 12 月，我国首批同业存单发行，同业存单市场开始起步。

2014-2016 年间，同业存单市场迅速发展，年发行规模由 2014 年的 8986 亿元增长至 2016 年的 26.04 万亿元，净融资由 5665 亿元增长至 16.30 万亿元。但在规模扩张的同时，亦产生了一些套利乱象。

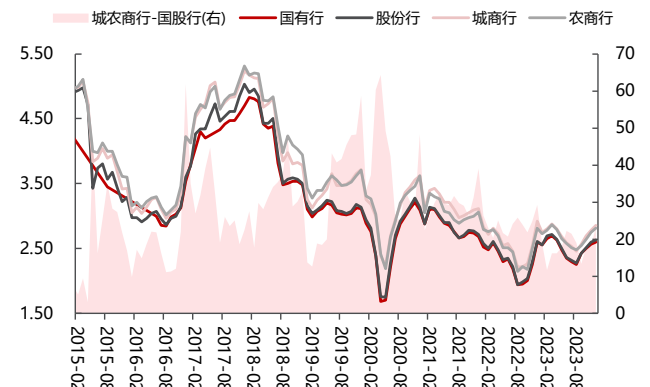
2017 年，监管部门相继出台一系列政策治理同业存单套利现象。此后，同业存单市场发行及净融资增速有所放缓，年度发行中枢基本在 20 万亿元左右，整体相对平稳。

图4：历史同业存单年度发行及净融资规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：1Y 期同业存单发行利率比较（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：取月度发行利率均值。

在同业存单市场整体平稳发展的同时，内部结构有着较为明显的变化：

一方面是发行期限有所缩短。尤其是2022-2023年，1年期同业存单净融资连续两年净融出，1M、3M、6M 同业存单净融资持续为正的同时还维持一定的正增长。

另一方面是国有行占比的提升。2017年以来，国有行同业存单净融资规模稳定增加，股份行、城商行和农商行期间均有不同程度的下滑，尤其是股份行，2022-2023年连续两年较大规模净融出。

此外，国股行、城农商行同业存单息差渐趋稳定。以1年期同业存单为例，2017年以来，国有行与股份行、城商行与农商行同业存单发行利率渐趋一致。同时，国股行与城农商行同业存单息差也由此前40-60bp的不稳定高点逐渐收窄至15-25bp左右。

图6：历年商业银行同业存单净融资情况（亿元）

	发行规模					净融资规模					发行规模				净融资规模			
	1M	3M	6M	9M	1Y	1M	3M	6M	9M	1Y	国有行	股份行	城商行	农商行	国有行	股份行	城商行	农商行
2014	456	3963	3016	715	836	36	1597	2496	700	836	581	5320	2538	492	130	3270	1883	379
2015	9447	15190	15417	3474	9368	1999	3441	8910	1302	8541	606	29363	17853	4755	-105	12675	9491	2083
2016	44842	72233	65585	16722	59619	23014	38312	37838	12124	50256	2837	123575	96939	34787	1973	75053	62980	21622
2017	42718	81830	42623	9435	24384	1275	12624	7421	664	-5430	3678	83903	87974	24180	632	2081	12396	1927
2018	24838	78968	36546	27663	42971	-1571	-6872	-6986	16050	18607	17131	83366	87484	21521	6393	3979	7242	1114
2019	25929	51899	20485	11066	70093	-19	2759	-5055	-15918	27153	23139	61327	73348	19980	9385	5410	-5757	-783
2020	24454	51704	35490	20903	57216	287	-2296	11158	8516	-12935	29949	70236	68731	19150	3818	4597	-3968	-88
2021	19604	50594	29834	15029	102913	-708	-2831	-6396	-8062	45754	35880	81269	76369	21519	7611	10916	6784	1829
2022	22556	37788	33547	18409	92614	838	1944	1661	7987	-10296	37505	67848	76008	18881	7213	-5647	185	-182
2023	32685	66377	47824	28582	81391	1739	6189	10168	-831	-11276	68014	79857	83596	21826	9243	-2598	-261	-260

资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.2 商业银行发了多少金融债？

截至2023年12月31日，商业银行发行的金融债存量规模9.37万亿元。

### 进一步细分来看：

(1) 商业银行普通债存量规模 3.33 万亿元，较多集中在股份行和城商行中，当前剩余期限在 2-3 年居多；

(2) 商业银行次级债存量规模 6.04 万亿元，其中国有行存量规模 3.75 万亿元，占全部次级债的 6 成以上，当前剩余期限分布较为均匀。

图7：商业银行金融债存量分布（亿元）

分类	存量规模	存量规模分布：按银行类型					存量规模分布：按剩余期限					
		国有行	股份行	城商行	农商行	其他	1Y内	1-2Y	2-3Y	3-4Y	4-5Y	5Y以上
普通债	33308	6480	14720	10014	1559	535	7803	12077	13191	210	27	0
次级债	60382	37495	12485	8156	2057	189	11144	12219	11762	10621	8085	6552
二级资本债	36811	24680	6125	4266	1609	131	5448	5735	5907	7807	5363	6552
永续债	23571	12815	6360	3890	448	58	5696	6484	5855	2814	2722	0
合计	93690	43975	27205	18170	3616	724	18947	24296	24953	10831	8112	6552

资料来源：wind，民生证券研究院

注：截至 2023-12-31。

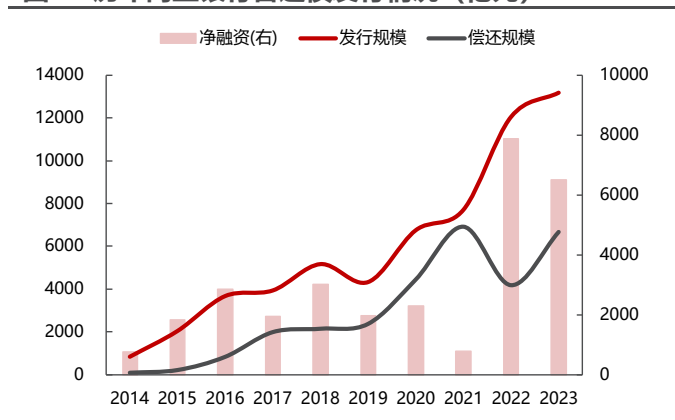
从历史发行情况看：

#### 首先是商业银行普通债。

在加大银行对实体经济信贷投放支持的政策导向下，包括商业银行小微债、绿债、三农债等在内的用于发放贷款、充实资金来源、优化负债结构的商业银行普通债近两年净新增规模均维持在 6000 亿元以上，较此前明显大幅增加。

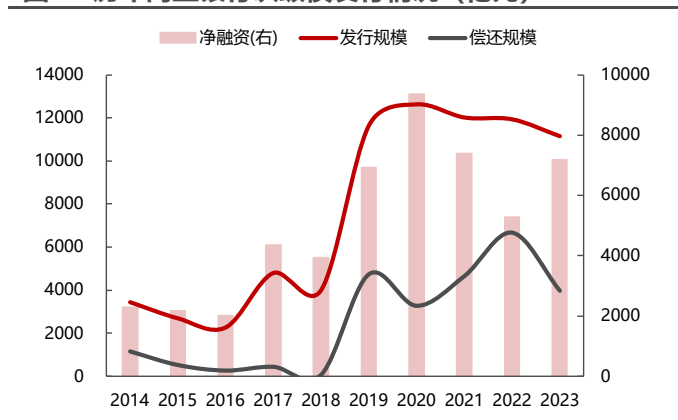
细分银行类型来看，国股行贡献了商业银行普通债的主要增量，尤其是股份行，近两年年度净融资均在 4000 亿元左右；城商行新增规模波动较大，近两年也有转正；农商行 2016-2022 年间净融资均为负，2023 年开始小幅转正。

图8：历年商业银行普通债发行情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：历年商业银行次级债发行情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

#### 其次是商业银行次级债。



2019 年以来，商业银行次级债年新增规模基本在 5000 亿元以上，近 2-3 年发行略有降温。

细分银行类型来看，自 2019 年以来，国有行次级债新增规模一直保持高位；股份行自 2021 年起净融资持续下降，2023 年净融资转负；城农商行则连续 5-6 年净融资为负。

资本新规之下，部分商业银行，尤其是中小银行，仍面临较大的资本补充压力，预计未来商业银行二永债供给仍强。

图10：历年商业银行金融债发行及净融资情况（亿元）

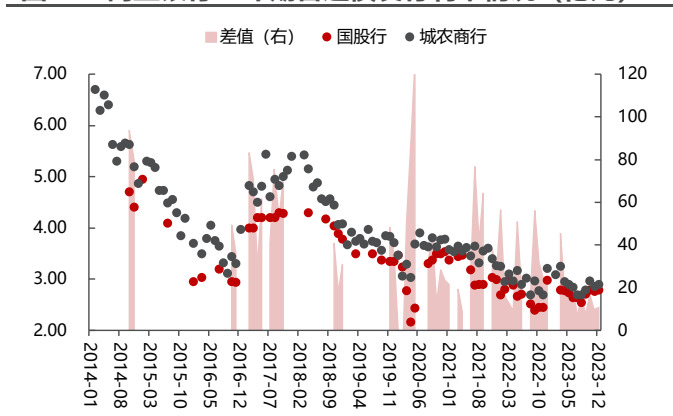
年份	商业银行普通债：发行规模				商业银行普通债：净融资规模				商业银行次级债：发行规模				商业银行次级债：净融资规模			
	国有行	股份行	城商行	农商行	国有行	股份行	城商行	农商行	国有行	股份行	城商行	农商行	国有行	股份行	城商行	农商行
2014	0	245	505	74	0	245	445	52	1280	1506	419	244	1280	1491	-340	-139
2015	300	600	1005	104	300	529	982	39	490	890	1144	155	490	890	909	15
2016	300	2000	1225	65	300	1908	561	-6	300	700	778	496	297	656	590	463
2017	200	2570	926	76	180	2468	-462	-2	2380	1000	1026	398	2380	960	880	142
2018	100	2580	2052	193	90	2290	622	-162	2030	1250	478	239	2030	1250	406	239
2019	1100	1250	1583	222	985	1180	123	-450	6600	3550	1272	194	6600	3085	-1524	-1048
2020	1600	3360	1295	390	975	2209	-365	-294	6400	4185	1702	285	6250	3867	-461	-294
2021	1300	4120	1945	256	833	3196	-1620	-1423	6815	2600	2039	537	6663	1939	-312	-670
2022	2400	5265	3737	440	2255	4256	1713	-331	8600	1100	1765	449	8473	90	-2582	-113
2023	2780	5115	4042	792	2373	3950	485	347	8200	750	1113	352	7531	-810	-512	344

资料来源：wind，民生证券研究院

此外，对比不同银行发行利率来看：

国股行和城农商行普通债发行利率水平逐渐接近，2023 年下半年以来的息差基本落在 20bp 以内；但国股行和城农商行次级债发行利率水平则逐渐拉开，2023 年下半年以来，两者息差基本在 150bp 以上。

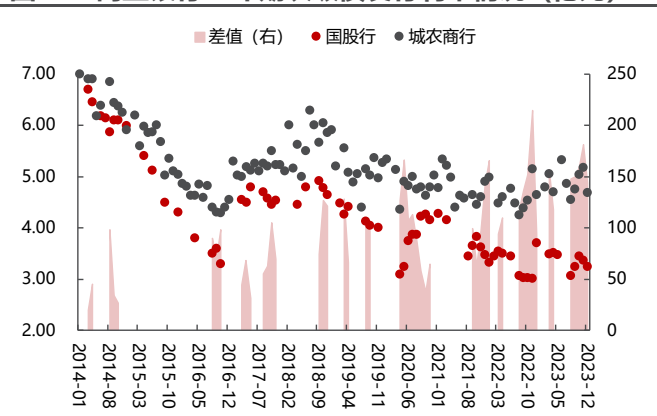
图11：商业银行 3 年期普通债发行利率情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：取月度发行利率均值；差值=城农商行-国股行。

图12：商业银行 5 年期次级债发行利率情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：取月度发行利率均值；差值=城农商行-国股行；统计不包括永续债。

### 3 商业银行信用资质怎么看？

我们首先构建商业银行信用评价指标体系；基于该体系，对城农商行进行量化分析，并结合市场估值及定价寻找吻合度和偏离度。

#### 3.1 如何构建商业银行信用评价体系？

我们重点聚焦城农商行，分别从其经营环境、资产质量、盈利能力、资本充足性、流动性、股东背景等六个方面构建城农商行的信用评价指标体系。

考虑到全面性，我们对主要指标 2022 年的静态数据进行分析及评价；对部分指标结合前后年份变动辅之以动态视角观察。

相关指标选取及说明详见下表：

**表2：城农商行信用评价指标体系**

评价维度	主要指标	指标说明	数据选取
经营环境	GDP	主要展业区域 GDP	2022 年数据
	GDP 增速	主要展业区域 GDP 增速	取近 2 年均值(2021-2022)
	人民收入	主要展业区域城镇居民人均可支配收入	2022 年数据
	收入增速	主要展业区域城镇居民人均可支配收入增速	取近 2 年均值(2021-2022)
资产质量	总资产	总资产规模	2022 年数据
	资产增速	总资产增速	取近 2 年均值(2021-2022)
	不良贷款率	(次级类贷款+可疑类贷款+损失类贷款)/贷款总额 较前值变动	2022 年数据 取近 2 年均值(2021-2022)
	拨备覆盖率	(一般准备+专项准备+特种准备)/(次级类贷款+可疑类贷款+损失类贷款) 较前值变动	2022 年数据 取近 2 年均值(2021-2022)
盈利能力	净资产收益率	净利润/平均净资产	2022 年数据
	净息差	净利息收入/平均生息资产	2022 年数据
	利润增速	净利润增速	取近 2 年均值(2021-2022)
资本充足性	资本充足率	(核心资本+附属资本-扣减额)/(加权风险资产+12.5*市场风险资本)	2022 年数据
	核心一级资本充足率	核心一级资本净额/(加权风险资产+12.5*市场风险资本)	2022 年数据
流动性	流动性比率	流动性资产余额/流动性负债	2022 年数据
	存贷比	各项贷款余额/各项存款余额	2022 年数据
股东背景及其他	第一大股东性质	国资、民营、外资、其他	最新
	国资持股占比	前 10 大股东中国资占比	最新
	其他	是否是上市公司、银行间市场一级交易商	最新

资料来源：民生证券研究院整理

注：股东背景及其他均采用截至 2023-12-31 数据。

截至 2023 年末，有存量债券（包括同业存单，金融债）的城农商行共有 320 余家。基于上述评价指标体系，并结合数据可得性及完整性情况，我们对其中的 223 家城农商行（包括 97 家城商行、126 家农商行）进行量化分析。

观察这 223 家城农商行相关指标数据特征，并结合监管要求，我们对不同指标划分不同区间，并对不同区间赋值 1-10。具体赋值方式及对应区间分布详见下表：

图13：城农商行信用量化评价说明

评价维度	主要指标	权重	赋值										赋值方式
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
经营环境 15%	GDP	5.0%	500	1000	2000	3000	4000	5000	7500	10000	20000	20000以上	正向赋值
	GDP增速	3.0%	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	10以上	正向赋值
	人民收入	5.0%	10000	20000	30000	40000	50000	60000	70000	80000	90000	90000以上	正向赋值
	收入增速	2.0%	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	10以上	正向赋值
资产质量 30%	总资产	15.0%	300	500	1000	2000	3000	4000	5000	7500	10000	10000以上	正向赋值
	资产增速	5.0%	0	5	10	15	20	25	30	35	40	40以上	正向赋值
	不良贷款率	3.0%	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.0	0.5	0.00	负向赋值
		2.0%	1.0	1.0	0.8	0.5	0.3	-0.3	-0.5	-0.8	-1.0	-1.0以下	负向赋值
	拨备覆盖率	3.0%	100	200	300	400	500	600	700	800	900	900以上	正向赋值
	2.0%	-100	-100	-75	-50	-25	25	50	75	100	100以上	正向赋值	
盈利能力 10%	净资产收益率	3.0%	0	2	4	6	8	10	12	14	16	16以上	正向赋值
	净息差	5.0%	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4以上	正向赋值
	利润增速	2.0%	0	10	20	30	40	50	60	70	80	80以上	正向赋值
资本充足性 15%	资本充足率	5.0%	/	/	10	11	12	13	14	16	16以上	/	正向赋值
	核心一级资本充足率	10.0%	/	/	8	9	10	11	12	14	14以上	/	正向赋值
流动性 10%	流动性比率	5.0%	30	40	50	60	70	80	90	100	120	120以上	正向赋值
	存贷比	5.0%	/	/	50	55	60	65	70	75	75以上	/	正向赋值
股东背景及其他 20%	第一大股东性质	5.0%	民营	其他	外资	/	国资	/	/	/	/	/	给定赋值
	国资持股占比	10.0%	0	10	20	30	40	50	60	70	80	80以上	正向赋值
	是否上市	2.0%	/	/	/	/	是	/	/	/	/	/	给定赋值
	是否一级交易商	3.0%	/	/	/	/	是	/	/	/	/	/	给定赋值

资料来源：wind，民生证券研究院

注：正向赋值的指标相关数值为该档位上限，负向赋值的指标相关数值为该档位下限，给定赋值的相关指标满足条件赋值对应分数。

图14：得分前 20 城农商行情况

发行人	银行类型	省份	地市	区县	总分	经营环境	资产质量	盈利能力	资本充足性	流动性	股东背景及其他
上海农村商业银行股份有限公司	农商行	上海	-	-	73.80	11.5	23.6	5.2	12.0	6.5	15.0
江苏银行股份有限公司	城商行	江苏	南京	-	71.80	10.9	23.7	6.2	7.5	8.5	15.0
南京银行股份有限公司	城商行	江苏	南京	-	71.20	10.9	23.8	6.0	9.0	8.5	13.0
北京农村商业银行股份有限公司	农商行	北京	-	-	70.00	11.7	21.8	4.5	12.0	6.0	14.0
宁波银行股份有限公司	城商行	浙江	宁波	-	69.10	11.2	24.9	6.5	9.0	7.5	10.0
成都银行股份有限公司	城商行	四川	成都	-	68.90	10.7	23.9	6.8	7.5	8.0	12.0
四川银行股份有限公司	城商行	四川	成都	-	68.40	10.7	16.7	5.5	13.5	9.5	12.5
杭州银行股份有限公司	城商行	浙江	杭州	-	68.00	10.7	24.6	5.7	7.0	7.0	13.0
成都农村商业银行股份有限公司	农商行	四川	成都	-	67.80	10.7	20.4	5.7	9.5	7.5	14.0
上海银行股份有限公司	城商行	上海	-	-	67.70	11.5	22.2	5.0	8.5	7.5	13.0
重庆农村商业银行股份有限公司	农商行	重庆	-	-	67.60	10.2	22.5	4.9	12.0	8.0	10.0
厦门国际银行股份有限公司	城商行	福建	厦门	-	67.30	11.2	21.7	3.9	7.5	9.0	14.0
长沙银行股份有限公司	城商行	湖南	长沙	-	66.90	10.7	21.5	5.7	8.5	6.5	14.0
贵州银行股份有限公司	城商行	贵州	贵阳	-	66.30	8.1	19.5	5.2	10.5	9.5	13.5
广州银行股份有限公司	城商行	广东	广州	-	66.10	11.4	19.7	4.5	8.5	8.0	14.0
北京银行股份有限公司	城商行	北京	-	-	65.10	11.7	22.2	4.7	9.0	7.5	10.0
苏州银行股份有限公司	城商行	江苏	苏州	-	65.10	11.5	22.2	5.4	8.0	7.5	10.5
珠海华润银行股份有限公司	城商行	广东	珠海	-	63.60	8.9	16.6	4.6	12.5	8.5	12.5
广州农村商业银行股份有限公司	农商行	广东	广州	-	63.40	11.4	21.3	3.7	8.0	9.0	10.0
贵阳银行股份有限公司	城商行	贵州	贵阳	-	63.30	8.1	18.7	5.5	10.0	7.0	14.0

资料来源：wind，民生证券研究院

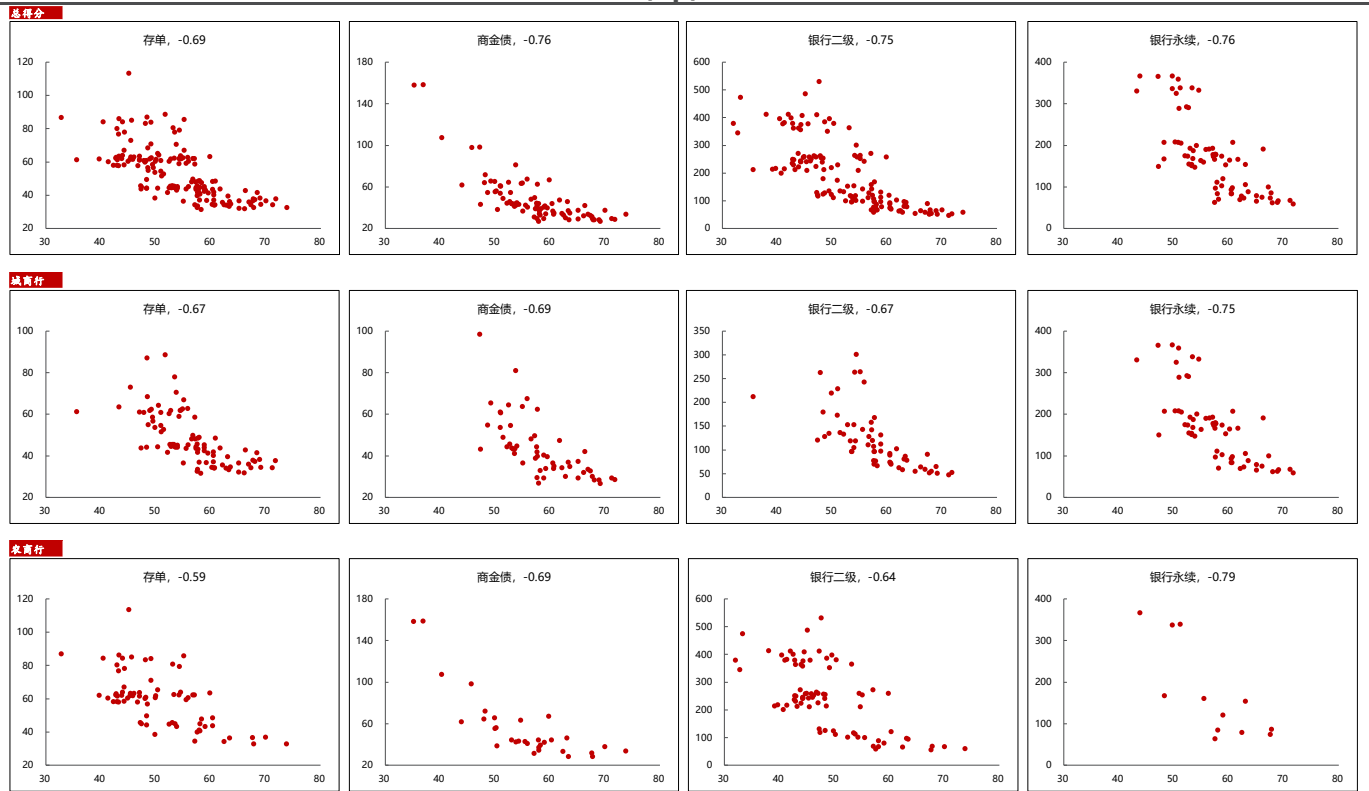
### 3.2 寻找吻合度和偏离度

市场定价一般公允,故我们取 2023 年 12 月 29 日各家城农商包括同业存单、商金债、二级资本债、永续债等在内的不同债券品种利差作为市场定价的反映,并于主体得分作比较,结合市场估值和定价,进一步寻找吻合度和偏离度。

整体来看,城农商行得分与其债券利差呈明显的负相关关系,两者之间的相关系数在 69%-76%,其中城商行中两者的相关系数在 67%-75%,农商行中两者的相关系数在 59%-79%。

这表明,上述评价模型和市场定价基本吻合,量化结果能够反映城农商行的市场认可度差异。

图15: 城农商行总得分与市场定价的吻合度与偏离度 (bp)



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 横轴为得分, 纵轴为对应债券品种信用利差 (截至 2022-12-29)。

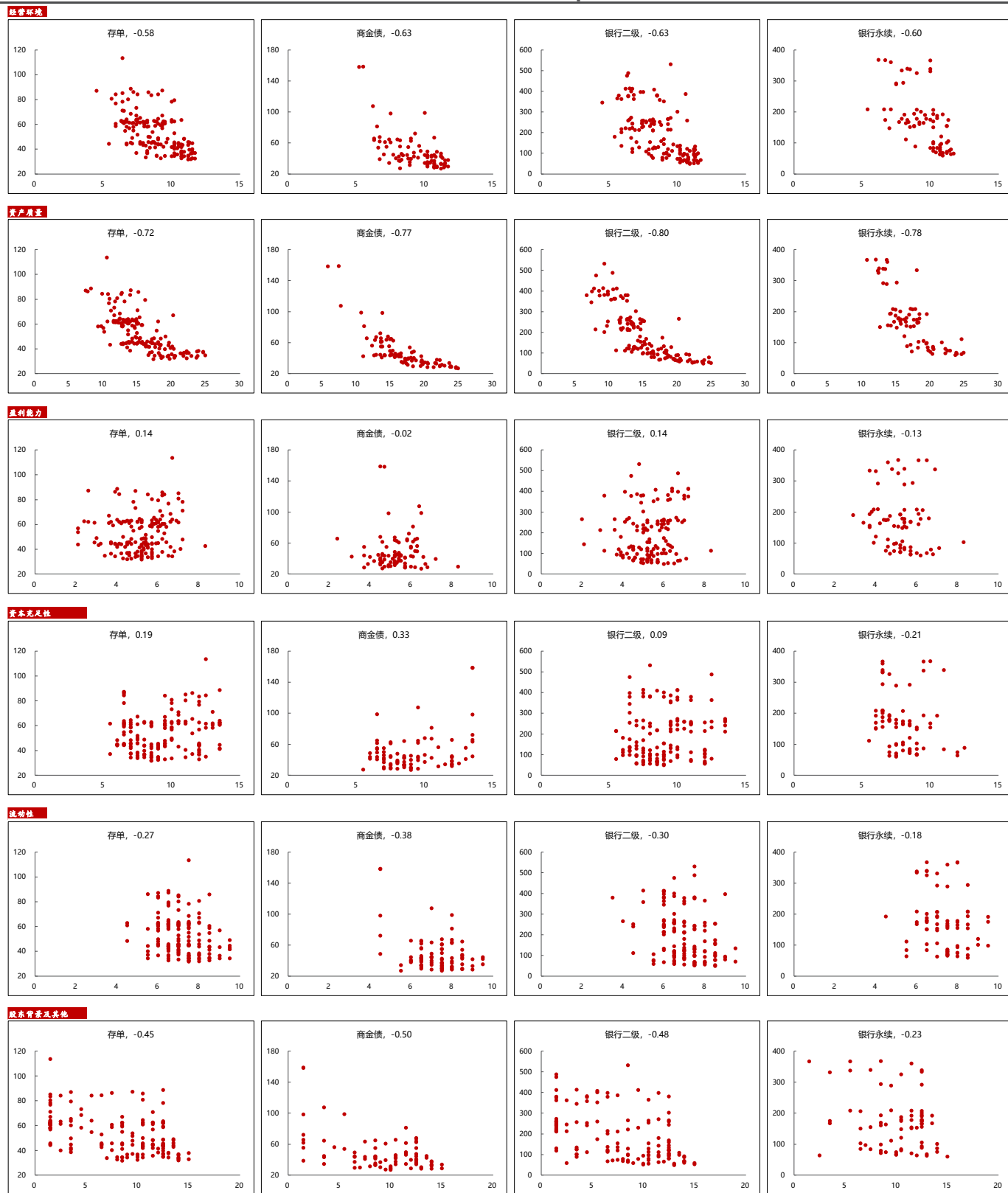
我们进一步观察经营环境、资产质量、盈利能力、资本充足性、流动性、股东背景六个维度下的吻合度和偏离度。可以看到:

(1) 经营环境和资产质量两个维度得分与市场定价吻合度较高, 两者的相关系数分别在 58%-63%、72%-80%;

(2) 流动性、股东背景两个维度与市场定价有一定吻合性但相比之下不高, 对应两者的相关系数在 18%-38%、23%-50%;

(3) 而盈利能力及流动性两个维度对市场定价的解释力度较弱，基本不构成负相关关系。

图16：城农商行各评价维度得分与市场定价的吻合度与偏离度 (bp)



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 小结

在当前信用研究的体系框架当中，商业银行成为了非常重要的一个部分，毕竟当前机构投资范围当中，金融债是非常重要的一个赛道。

此前，我们在《站在风口：城农商二永债》当中提出了新的赛道品种，本篇延展基本面分析，作为商业银行研究系列的开篇，详细介绍我国的银行体系、当前商业银行存量债券分布、商业银行分析框架及评价体系。

### 一、我国的银行体系如何？

**目前，我国已形成了以中央银行、银行业监管机构、政策性银行、商业银行和其他金融机构为主体的银行体系。其中：**

(1) 中国人民银行是中国的中央银行，中国人民银行在国务院领导下，制定和执行货币政策，防范和化解金融风险，维护金融稳定，提供金融服务。

(2) 国家金融监管总局是在银保监会基础上组建的，是银行业监管机构，负责对银行类金融机构进行监管；中国银行业协会是全国性银行业自律组织。

(3) 根据国家金融监管总局披露，截至 2023 年 6 月末，我国银行业金融机构一共包括 22 类机构，共有 4561 家，主要包括政策性银行、商业银行和其他非银金融机构。

无论是从机构数量还是资产占比，商业银行都在银行业金融机构中占有举足轻重的地位，这其中又以国有行、股份行、城商行及农商行为主体，也是我们重点研究的对象。

### 二、商业银行发了多少债？

**商业银行作为发行主体发行的债券主要包括：同业存单、金融债、资产支持证券等品种。**

首先，同业存单是商业银行作为发行主体发行的债券中存量第一大的品种。截至 2023 年 12 月 28 日，我国商业银行同业存单存量规模在 14.9 万亿元。

其次，截至 2023 年 12 月 31 日，商业银行发行的金融债存量规模 9.37 万亿元。其中：

(1) 商业银行普通债存量规模 3.33 万亿元，较多集中在股份行和城商行中，当前剩余期限在 2-3 年居多；

(2) 商业银行次级债存量规模 6.04 万亿元，其中国有行存量规模 3.75 万亿元，占全部次级债的 6 成以上，当前剩余期限分布较为均匀。

### 三、商业银行信用资质怎么看？

**我们重点聚焦城农商行，分别从其经营环境、资产质量、盈利能力、资本充足**

性、流动性、股东背景等六个方面构建城农商行的信用评价指标体系。

基于上述评价指标体系，并结合数据可得性及完整性情况，我们对其中的 223 家城农商行（包括 97 家城商行、126 家农商行）进行量化排序。

**整体来看，城农商行得分与其债券利差呈明显的负相关关系，两者之间的相关系数在 69%-76%。这表明，上述评价模型和市场定价基本吻合，量化结果能够反映城农商行的市场认可度差异。**

但细分来看：经营环境和资产质量两个维度得分与市场定价吻合度较高；流动性、股东背景两个维度与市场定价有一定吻合性但相比之下不高；而盈利能力及流动性两个维度对市场定价的解释力度较弱，基本不构成负相关关系。

## 5 风险提示

**1、数据口径不一致偏差。**文中城农商行信用评价指标体系中涉及到的部分指标或存在部分数据缺失，对于缺失数据采用相近年份数据做近似替代，或存在口径不一致导致的偏差。

**2、企业性质判定偏差。**对城农商行股东背景判定时综合其主要持股方及实际控制人的属性进行判断，或存在一定的主观性。

**3、估值及利差计算偏误。**对应利差计算选取对应银行在所计算节点所有存量债券，对含权券按行权计，或在计算过程中产生部分偏误。



## 插图目录

图 1: 我国银行体系构成.....	3
图 2: 历年末同业存单存量规模分布 (亿元) .....	6
图 3: 历年末同业存单存量规模 (亿元) .....	6
图 4: 历史同业存单年度发行及净融资规模 (亿元) .....	7
图 5: 1Y 期同业存单发行利率比较 (%) .....	7
图 6: 历年商业银行同业存单净融资情况 (亿元) .....	7
图 7: 商业银行金融债存量分布 (亿元) .....	8
图 8: 历年商业银行普通债发行情况 (亿元) .....	8
图 9: 历年商业银行次级债发行情况 (亿元) .....	8
图 10: 历年商业银行金融债发行及净融资情况 (亿元) .....	9
图 11: 商业银行 3 年期普通债发行利率情况 (亿元) .....	9
图 12: 商业银行 5 年期次级债发行利率情况 (亿元) .....	9
图 13: 城农商行信用量化评价说明 .....	11
图 14: 得分前 20 城农商行情况.....	11
图 15: 城农商行总得分与市场定价的吻合度与偏离度 (bp) .....	12
图 16: 城农商行各评价维度得分与市场定价的吻合度与偏离度 (bp) .....	13

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026