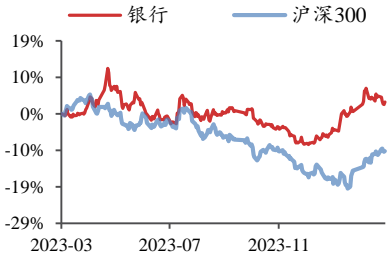


银行

2024年03月17日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《降息幅度超预期，助力信贷结构优化—5Y-LPR 降息 25BP 点评》-2024.2.20

《把握信贷供需新特点，关注优质区域行—2月银行业投资策略》-2024.2.18

《多重约束下的理财增长：缩久期、稳收益、拓渠道—2023年银行理财回顾》-2024.2.8

深度解析：FTP 与银行资产配置决策

——行业深度报告

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

朱晓云（联系人）

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号：S0790123060024

● FTP：一种风险管理工具，也是资源分配、考核、产品定价的重要参考

FTP（资金转移定价）是一种银行内部定价机制，全行的资金集散中心（司库）与经营单位会按照一定规则有偿转移资金，达到核算资金成本和收益的目的。FTP 的应用将利率风险和流动性风险剥离至总行，也成为资源分配、考核、产品定价的重要参考，如 EVA 和 RAROC 考核就需要基于 FTP 核算创利。

● 从资金成本看银行资产端分化：风险偏好、期限结构、配债策略各有不同

(1) 资金成本越低的银行，贷款风险偏好越低。(2) 资金来源越稳定的银行，越有能力承受较大程度的存贷期限错配。(3) 资金成本较高的银行，配债策略更主动，交易盘占比高，配置较多的信用债和非标来增厚收益，通过基金实现间接加杠杆、信用下沉和避税。

● FTP 视角评估债-贷比价：债券利率潜在下行空间有限

复盘 2017 年以来债贷综合净收益利率差和银行债贷增速表现发现：

(1) 债贷比价效应明显：当国债与贷款的综合净收益利率差走阔时，银行配置国债与贷款的增速差提升，反之则下降。(2) 债贷比价存在上下限：当债贷综合净收益利率差达到高点时，伴随银行配债力度不断加强，债市利率会下降；反之，银行配债需求减弱，债市利率回升。2017 年以来，国债和贷款的综合净收益利率差在-19BP~84BP 运行。(3) 债贷综合净收益利率差区间在收敛：伴随盈利压力变大以及精细化管理能力的提升，银行对债贷性价比的反应更灵敏，银行配置行为变化更迅速，从而债贷比价区间趋于收敛。

(4) 若贷款收益率保持不变，根据国债和贷款的综合净收益利率差底线粗略测算，当前 10 年期国债收益率还有约 15BP~22BP 下降空间。

(5) 假设以司库资金支持业务：贷款类业务资金成本以 LPR 为基准，投资类业务资金成本以国债（5Y）到期收益率为基准，分别计算各类资产业务的 EVA 贡献。测算得出每多做 1000 亿业务带来的 EVA 贡献，维持当前贷款利率不变的情况下，使得放贷和买债 EVA 贡献一致时的国债（10Y）收益率为 2.35%。

● 2024 年 FTP 对银行配债影响

因债券收益率曲线快速平坦化，而 FTP 下调幅度可能跟不上外部定价，所以部分银行可能主动增加交易性质的债券投资，降低纯配置比例。后续我们判断：

(1) LPR 非对称下调使得债贷静态比价的天平向债券倾斜，但动态看不一定，一方面是外部定价调整并不同步，另一方面银行决策隐含大量预期管理。(2) 存款降成本能打开 FTP 曲线下移空间，但对投资业务影响可能偏慢。(3) 优质资产荒背景下，对新增资产的收益率和流转要求可能加强。(4) 盈利压力决定下阶段农商行的配债态度。(5) 银行投资基金影响：债券利率快速下行或能对冲部分资本新规赎回压力。

FTP 视角评估新利率环境下的银行经营：中小银行需聚焦在某一领域，将使资金的来源与应用在客户端变得更加高频；大中型银行需更加注重客群定价能力及资金使用效率。受益标的如常熟银行、瑞丰银行、中信银行等。

● **风险提示：**宏观经济增速不及预期；债市利率大幅波动等。

目录

1、出发点：反映银行资产负债管理的效果——拆解净息差.....	4
2、FTP的核心要义：利率与流动性风险管理工具.....	5
2.1、定义.....	5
2.2、演变历程：伴随资金业务发展，从差额到全额.....	8
2.3、功能多样化：FTP逐渐成为资源分配、考核、产品定价的重要参考.....	9
3、FTP的设定与使用：存贷与资金业务的双面观察.....	10
3.1、应用范围.....	10
3.2、FTP的设定方法：基础曲线+调整项.....	11
3.2.1、指定利率法：针对无法确定期限的业务.....	11
3.2.2、期限匹配法：适用于本金一次支付，利率固定或定期调整的业务.....	11
3.2.3、现金流定价法：针对本金分批次偿还的业务.....	12
4、FTP考核下的银行资产配置决策机制.....	12
4.1、基于总体资产负债安排框架，最终决策权在ALCO.....	12
4.2、调整资产久期：净息差压力下的结构引导.....	13
4.3、调节流动性.....	14
4.4、确保达标监管：可以通过FTP传导一定监管指标压力.....	14
5、从资金成本看银行资产端分化.....	16
5.1、信用风险偏好.....	16
5.2、贷款期限结构.....	17
5.3、债券配置：机构、品种、持有目的、持债意愿的差异.....	18
5.4、同业业务：影响资金融出规模和风险偏好.....	20
5.5、日间备付管理：资金成本贵的银行，不会闲置太多资金.....	21
6、FTP视角，评估债贷比价的平衡点.....	22
7、2024年，FTP将如何影响银行配债.....	28
7.1、背景：利率曲线变平坦可能影响银行持有债券目的.....	28
7.2、五个趋势研判.....	31
8、2024年，FTP如何影响资金业务.....	34
8.1、理解“大司库”和“小司库”.....	34
8.2、资产负债—金市“两部门框架”下，资金业务价格传导领先存贷.....	34
8.3、FTP更多影响银行资金融入/融出的意愿.....	35
8.4、同业存单发行FTP：直接用点差锁定收益.....	36
9、FTP视角评估新利率环境下的银行经营.....	36
10、写在后面：思考与呼吁.....	37
11、风险提示.....	37

图表目录

图 1：若生息资产增长快于计息负债，即使净利差下降，净息差仍有可能逆势上升.....	4
图 2：净息差可以反映银行资金管理的综合效果.....	5
图 3：银行FTP体系运行流程.....	6
图 4：银行存贷利差拆解.....	6
图 5：部分国有行东北地区存贷比例高于其他地区（2023H1）.....	7
图 6：部分商业银行会将司库损益进行再分配.....	8
图 7：商业银行金融投资业务对营收贡献度提升.....	8
图 8：2011-2012年除农商行外，其他银行同业资产占比显著上升.....	9
图 9：EVA和RARPOC指标拆解.....	10
图 10：上市银行RAROC均值为12.38%（2023H1）.....	10
图 11：管理会计口径调整后的银行资产负债表示意.....	11
图 12：银行资产负债结构安排流程.....	13
图 13：2023年国有行和城商行净息差降至1.70%以下（%）.....	13
图 14：存贷FTP曲线压平后，鼓励长期贷款投放，压降长期存款.....	14
图 15：存贷增速差走阔阶段，同业存单发行利差通常收窄.....	14

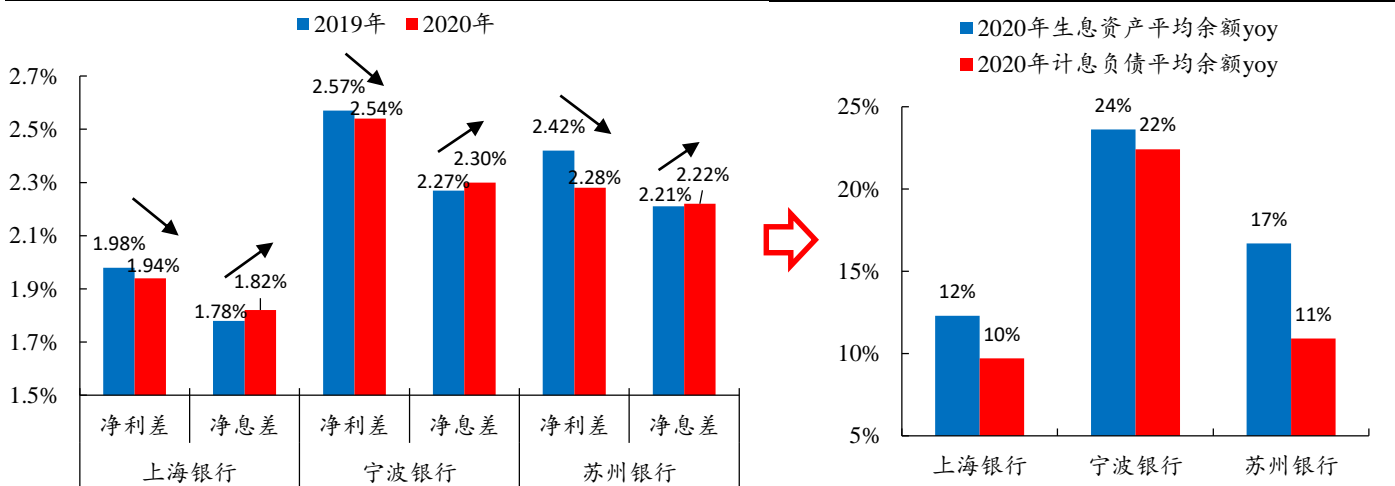
图 16: 国有行和股份行流动性覆盖率距监管要求较近 (%)	16
图 17: 资金成本越低的银行风险偏好或越低 (气泡大小指 2022 年末四大政信类贷款占比大小)	17
图 18: 存款越稳定、成本越低, 越有能力承受较大的期限错配 (注: 气泡大小指存贷款期限错配比的大小)	17
图 19: 国有行和农商行配置盘占比高 (2023H1)	18
图 20: 上市银行金融投资结构分化 (2023H1)	18
图 21: 交易盘占比与利率走势基本呈现反向变动	19
图 22: 上市银行 FVTPL 账户投资并非全部以交易目的持有 (2023H1)	19
图 23: 以交易目的持有的投资主要为利率债、金融债和基金投资 (2023H1)	19
图 24: 银行负债成本下降时, 配债增速抬升	20
图 25: 股份行负债成本下降, 金融投资占比抬升	20
图 26: 城商行负债成本下降, 金融投资占比抬升	20
图 27: 上市银行 (存款+发债) - (贷款+配债) 缺口存在显著差异	21
图 28: 同业负债成本率较低的银行, 同业资产交易对手中银行占比高 (2023H1)	21
图 29: 资金成本越高的银行, 越倾向于降低闲置资金占比	22
图 30: 债贷比价效应是影响银行资产配置决策的重要因素	23
图 31: 上市银行投债资金来源分布结构 (2023H1)	24
图 32: 国债与政金债之间的比价效应或反映税收差异	24
图 33: 同业存单和高金债之间的比价效应或反应流动性差异	25
图 34: 商业银行债贷比价效应明显, 2017 年至今综合净收益率差处于[-19BP, 84BP]区间	25
图 35: 若贷款收益率保持不变, 按债贷比价测算, 十年期国债收益率还有约 15BP~22BP 下降空间 (%)	26
图 36: 10 年期国债到期收益率或已触底 (%)	28
图 37: 2024 年初以来大行及政策行、农金机构现券净买入力度较大 (亿元, 按券种)	28
图 38: 2024 年初以来股份行、城商行现券卖出力度较大 (亿元, 按期限)	29
图 39: 2024 年以来农商行维持较强配债力度 (亿元)	30
图 40: 农商行持仓同业存单比例提升	30
图 41: 2 月以来农商行逐渐增配长久期利率债	31
图 42: 静态看 5Y-LPR 下调后债贷比价天平进一步向债券倾斜	31
图 43: 2023 年上半年, 上市银行负债成本率平均为 2.26% (%)	32
图 44: 10 年国债收益率和银行负债成本率利差降至历史低位	32
图 45: 货基规模收缩, 被动指数型债基规模高增 (亿份)	33
图 46: 2024 年以来, 货基 FTP 利差走阔 (%)	33
图 47: 银行内部决策涉及资金的来源和资金的运用两方面	34
图 48: 资金成本降低, 但银行负债成本刚性	35
图 49: 2024 年初中小银行存款增长较弱, 存贷增速差较低	35
图 50: 股份行近年来发力战略客户的经营	37
表 1: 各类资产业务的 FTP 基准收益率曲线构建方式不同	11
表 2: FTP 基础价格定价方法	12
表 3: FTP 调节项包含利率风险、流动性风险和税收调整项等	12
表 4: 投资不同债券对 LCR 影响不同 (亿元)	15
表 5: 投资地方债使得 LCR 下降, 可通过逆期限错配来调整 (亿元)	15
表 6: 投资同业存单使得 LCR 下降, 可通过逆期限错配来调整 (亿元)	15
表 7: 流动性调节成本测算	16
表 8: 商业银行大类资产配置比价表	22
表 9: 以 3M 同业存单到期收益率作为资金成本, 贷款比价效应较强	27
表 10: 对各类资产业务设置差异化 FTP 后, 利率债比价效应提升	27
表 11: 同业存单定价模型示意表	36
表 12: 受益标的估值表	36

1、出发点：反映银行资产负债管理的效果——拆解净息差

商业银行资产负债管理的核心逻辑在于资金的获取与分配，如果用一个指标来衡量银行资产负债管理的效果，我们觉得净息差可能比较好。除了信用风险以外，基本所有的“总量&结构、价格、期限”等要素的调整都能在净息差上有所体现。比如，

总量&结构：当银行外部定价水平即净利差保持不变时，若生息资产增速领先于计息负债增速，则净息差倾向于提高。

图1：若生息资产增长快于计息负债，即使净利差下降，净息差仍有可能逆势上升



数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

价：若银行资本充足率承压，需要压降高风险权重资产，比如把信贷额度拿去配置国债，则绝对定价水平有影响，净息差收窄。

期：当银行加大中长期贷款投放力度时，相当于拉大资产负债的期限错配程度，净息差提高；反之，若流动性承压减轻期限错配时，利差变薄、息差受损。

当然，净息差绝对值的大小与银行风险偏好有关，并不能拿来简单横向比较。但是其是否长期稳定可持续提高，能在一定程度上反映银行资金运用的水平。我们可以把影响净息差的主要因素拆分出来：

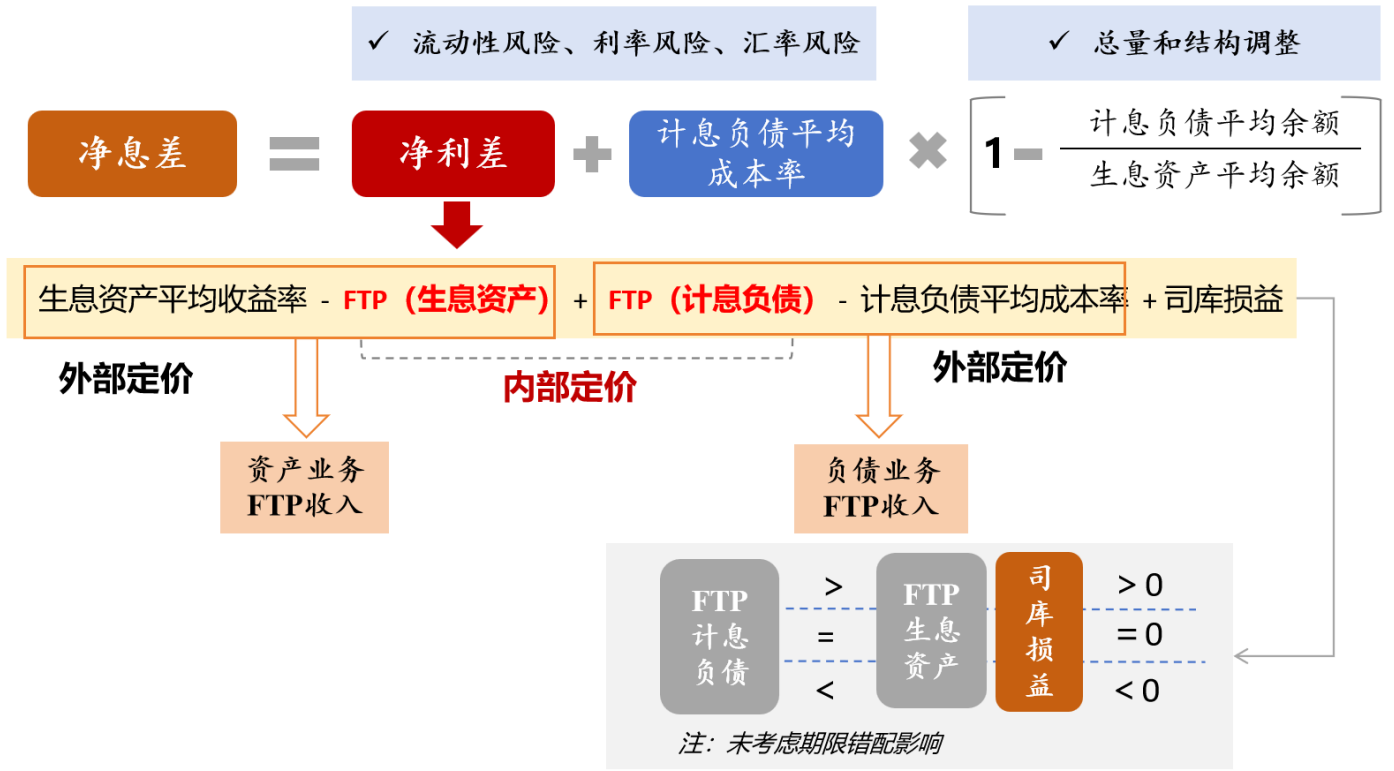
净息差

$$\begin{aligned}
 \text{净息差} &= \frac{\text{净利息收入}}{\text{生息资产平均余额}} = \frac{\text{利息收入} - \text{利息支出}}{\text{生息资产平均余额}} = \frac{\text{利息收入}}{\text{生息资产平均余额}} - \frac{\text{利息支出}}{\text{生息资产平均余额}} \\
 &= \frac{\text{利息收入}}{\text{生息资产平均余额}} - \frac{\text{利息支出}}{\text{计息负债平均余额}} \times \frac{\text{计息负债平均余额}}{\text{生息资产平均余额}} \\
 &= \text{生息资产平均收益率} - \text{计息负债平均成本率} \times \frac{\text{计息负债平均余额}}{\text{生息资产平均余额}} \\
 &= \text{净利差} + \text{计息负债平均成本率} \times \left(1 - \frac{\text{计息负债平均余额}}{\text{生息资产平均余额}}\right)
 \end{aligned}$$

按照以上公式推导，我们发现净利差是净息差的重要构成部分，其可进一步拆解为外部定价和内部定价（FTP）。外部定价即为各类资产和负债的对外报价，内部定价指各类资产和负债的内部资金转移价格，在实操过程中内部定价可能对资产负债

构的调整起到更直接的作用。

图2：净息差可以反映银行资金管理的综合效果



资料来源：开源证券研究所

银行内部定价的研究对债市利率走势的判断具有指导意义。银行自营资金作为利率债市场的最大买盘，其投资行为对债券市场会产生重要影响。因此，市场化投资机构也需重点关注银行配置各类债券的均衡价格水平，其中 FTP 体系发挥着重要作用。从内部定价的角度来说，FTP 是商业银行资产业务定价的边际下限，当资产收益率低于 FTP 价格的时候，业务人员做该笔资产业务会产生亏损，理论上讲，银行就不会再做该类资产。

基于这个思路，本篇研究核心解决两个问题：

(1) 债券利率还有多少下行空间？2024 年以来长债收益率快速下行，10 年期国债到期收益率跌至 2.5% 以下，国债期限利差持续收窄，长债利率的拐点何时到来？我们认为可以从银行 FTP 考核的角度思考，当长债收益率下行到什么位置的时候，银行不会再买。

(2) 银行债贷配置的价格平衡点在哪？大多数时候，银行资产配置存在明显的债贷比价效应，综合净收益率 = 名义收益率 - 资金成本 - 资本成本 - 税收成本 - 信用成本 + 存款派生收益，其中资金成本即为贷款和债券的 FTP 价格。因此，FTP 定价体系是寻找债贷比价平衡点的研究基础。

2、FTP 的核心要义：利率与流动性风险管理工具

2.1、定义

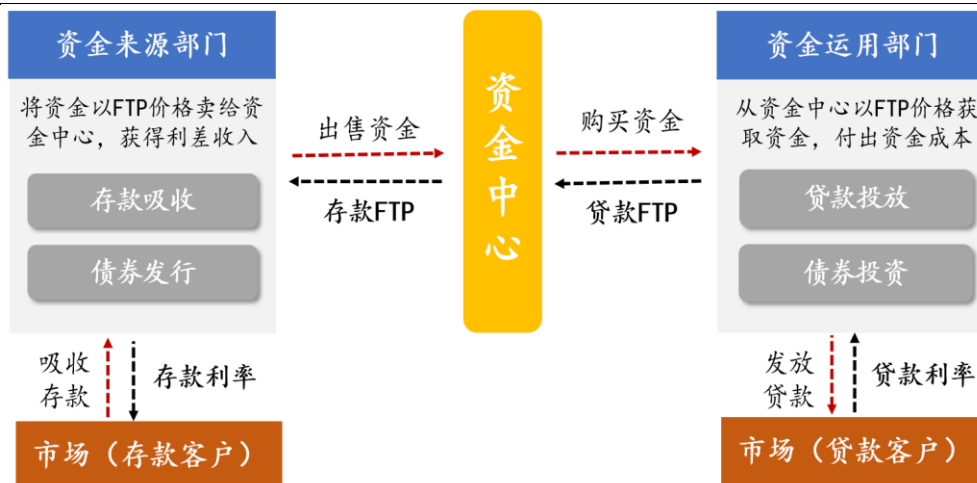
FTP (Funds Transfer Pricing) 译为资金转移定价，有区别于存贷款利率等对外报价，它是一种银行内部定价机制。在银行经营中，全行的资金集散中心 (司库)

与经营单位会按照一定规则有偿转移资金，从而达到核算资金成本和收益的目的。

这个机制可以简单理解为：资金获取部门（吸收存款），按照一定价格（存款 FTP）将资金转移给司库，再由司库按一定价格（贷款 FTP）转移给资金使用部门（发放贷款），司库是全行所有资金进出的计价中心。

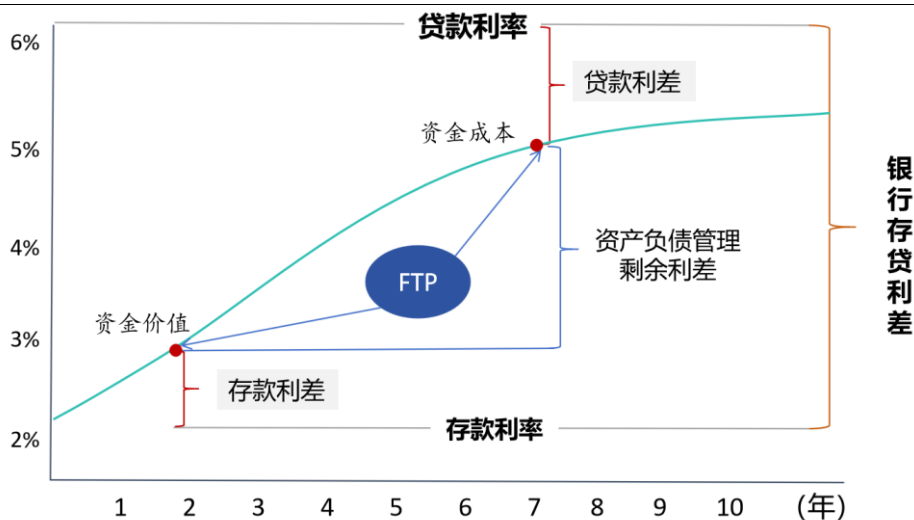
所以，银行的产品定价其实可以拆成两部分，内部定价（FTP）是资金上游向下游转移的价格，外部定价是银行向客户出售或购买资金的价格。需要注意的是 FTP 是核算价格，更多是会计记账的概念，并没有实际发生资金交易。

图3：银行 FTP 体系运行流程



资料来源：开源证券研究所

图4：银行存贷利差拆解



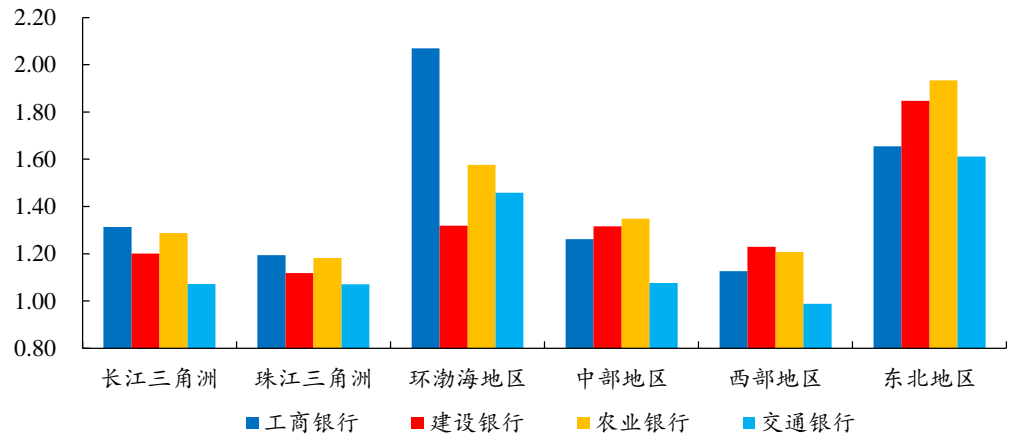
资料来源：开源证券研究所

那么，为什么会产生 FTP 呢？本质上源于银行的盈利模式。银行的主要盈利模式是经营资金的期限错配来获取利息收入，但如果仅考虑外部定价这部分，这种模式运行下来会面临各种各样的问题。

(1) 机构间资金进出不协调：商业银行分支机构众多，虽然都是运营资金获取利息收入，但各地区确实也有资金进出不协调的情况。比如东北地区存款多，贷款需求偏弱，有可能吸收的资金用不出去，反而在信贷需求旺盛的地区资金来源又

不够。如果全行没有一个统一的资金协调机制的话，分支机构容易出现各自为战、分头去找资金来源或投向的情况，极端情况会使一些机构出现流动性危机。

图5：部分国有行东北地区存贷比例高于其他地区（2023H1）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所（存贷比=存款余额/贷款余额）

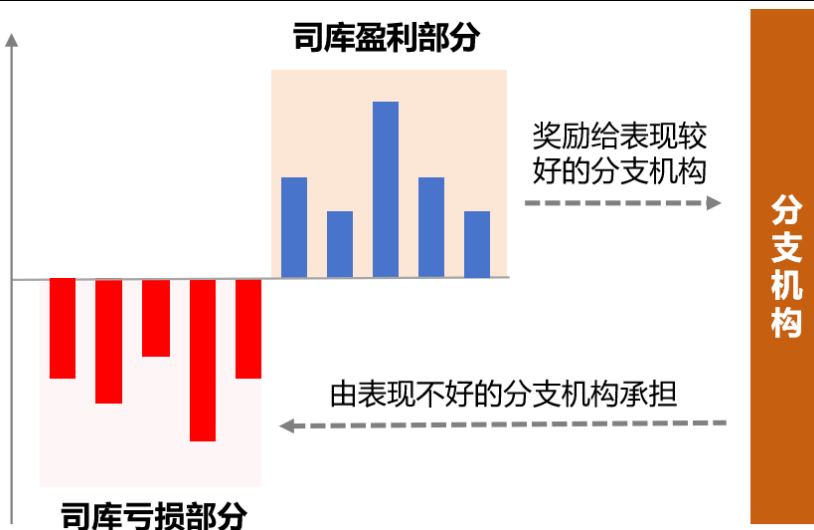
(2) 利润来源不好识别，客户经理做业务还要担心利差会不会变。大部分情况下，银行的资金来源和去向不是一一对应的，没有规定吸收的一笔存款只能去放贷，银行资产业务，比如发放贷款、投资债券、拆放同业这些资金用途他们的收益率不同，占用的银行资金成本是多少需要明确，才能对这些业务的真实收益进行衡量。另外，从客户经理视角，对接好信贷需求后还要去找资金来源，还要担心资金成本后面变了怎么办，难度确实是太大了。

(3) 分支机构风险管理能力不足，利率市场化后流动性和利率风险管理难度明显提高。一般来说，分支机构很难配置庞大且专业的风险管理团队，但却天然具备放大资金期限错配获取盈利的冲动。尤其在利率市场化的背景下，银行做好资产负债管理的必要性愈发显现，客观上需要更加科学的风险管理工具。

FTP 的本意是剥离利率风险和流动性风险到总行统一管理，利率对冲等操作在总行而不在经营机构。商业银行通过 FTP 机制集中管理资金定价，内外部利差已经锁定不会随市场利率的变化而变化，由此利率风险交给更专业的司库来承担，分支机构可以把重心放在客户对接和信用风险管控上。而在资金头寸上，因为每一笔资金来源都由总行收购，每一笔用途也都由总行计价转移，总行可以对全部的资金头寸做到更好把握来平衡。

当然，分行可能并不认同风险剥离的做法，认为由自己承担更好，更能体现出自己的风险定价能力。总行会适当考虑，同时为形成一定激励或约束，司库盈余或亏损有时会选择返还。

图6：部分商业银行会将司库损益进行再分配



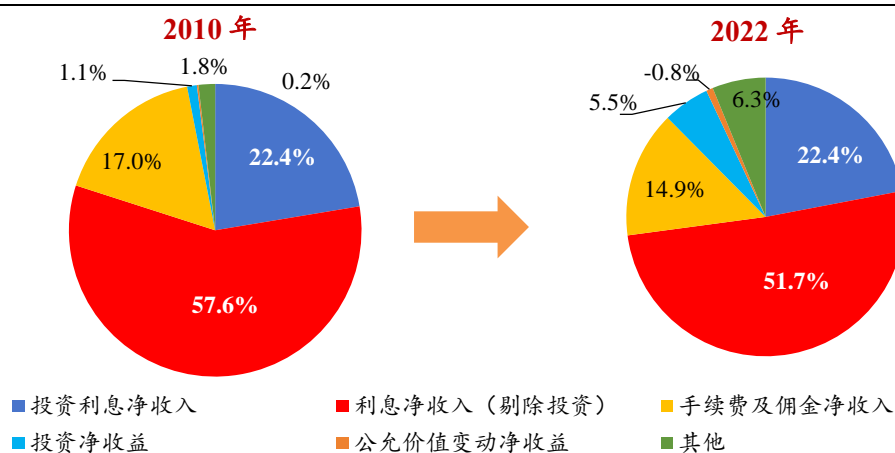
资料来源：开源证券研究所

2.2、演变历程：伴随资金业务发展，从差额到全额

回顾我国银行的资产负债表，从 2010 年起变得复杂，金融市场以及同业业务快速发展，逐渐成为银行的利润中心，而流动性管理的职能逐渐弱化，金融投资业务对银行营收贡献由 2010 年的 23.6% 提高至 2022 年的 27.1%，其中投资净收益占营收比例提升 4.4 个百分点。正是基于这样的背景 FTP 应运而生开始广泛应用到银行经营管理中。

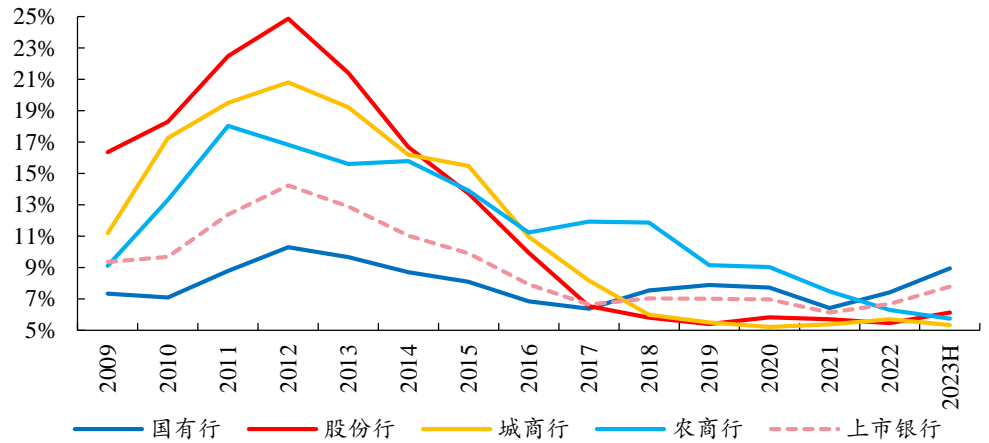
注：金融投资对银行营收贡献=投资利息净收入+投资净收益+公允价值变动净收益

图7：商业银行金融投资业务对营收贡献度提升



数据来源：Wind、开源证券研究所（统计样本为老 16 家上市银行）

2010 年前资金业务主要用来调节流动性，此后为节省资本或绕道监管快速上量。由于同业资产风险权重仅为 20%-25%，远低于一般企业贷款（100%），为节约资本，银行将信贷资产包装为同业资产，“三方买入返售”为代表的模式逐渐兴起。再加上 2012 年证券公司资产管理业务新规等相关政策的出台，为银行的非标投资提供了一定的通道，2011-2012 年上市银行的同业资产占比大幅上升。

图8：2011-2012年除农商行外，其他银行同业资产占比显著上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

银行的资金管理模式开始由差额切换到全额。银行既能放贷又能做金融投资还能在同业市场上拆放资金，随着资产端业务变得多样，分支机构层面的流动性余缺调剂和风险管理变得更加困难，这就是银行资金管理模式由差额向全额转变的背景。

在较早的时候，国内商业银行采用差额资金管理模式，即分支行有自己的资金池，吸收存款和发放贷款之间产生的资金头寸由支行自行平衡。当产生资金缺口时，可以通过当地的同业市场拆入资金，若产生盈余，则可以向同业拆出资金。此外，分支行也可以和总行资金部门进行资金交易。在差额资金管理模式下，（1）承担利率风险的是各分支机构，但分支机构利率风险管理能力较弱，利率风险较高；（2）资金管理较为分散，可能会出现 A 分行出钱、B 分行收钱的情况；（3）各项业务的贡献难以有效识别，例如存款业务的收益无法有效衡量。全额资金模式下每笔资金业务均按照 FTP 价格转移至总行，可有效识别各项资产及负债业务的贡献，同时将利率风险从分支机构剥离至总行。

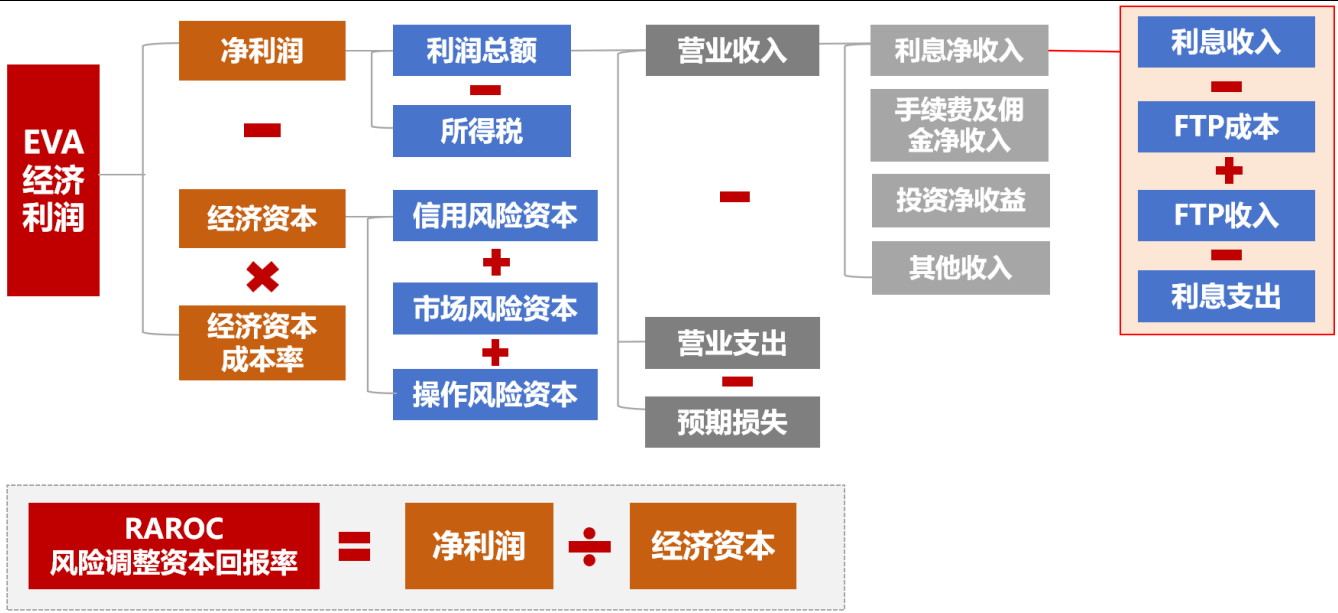
2.3、功能多样化：FTP 逐渐成为资源分配、考核、产品定价的重要参考

资源分配需要合适且公允的参照。银行在分配资源时，额度到底分给哪个条线，可谓是患寡也患不均。业务部门主导的话，不太考虑监管指标，朝着业绩 KPI 最大的方向去做，这时候资负部就成了救火员，哪里指标不够补哪里。但如果由资负部分配的话，好像又缺乏市场敏感度，不太灵活。所以，资源如何分配需要一个公允的标准。我们可以按照产品/条线的综合贡献去分配，但衡量各类资产或负债的综合贡献，也要有一个合适的成本线来参考。

应用 EVA 和 RAROC 指标的考核更加精细化，需基于 FTP 核算创利。目前越来越多的银行管理逐渐精细化，开始尝试从机构/条线/产品等多维度，衡量综合贡献，主要考核指标有经济增加值（EVA）、风险调整后的资本回报率（RAROC）等，这些指标均需基于 FTP 进行计算。

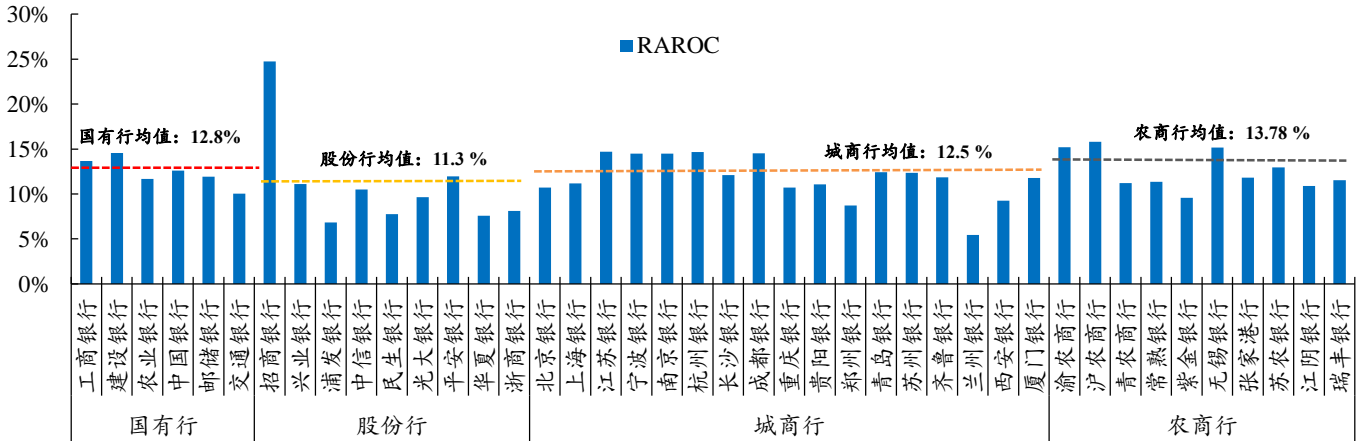
FTP 价格亦会作为产品外部定价的参考。以贷款为例，成本加成法下贷款利率 = 资金成本 + 管理费用 + 信用成本 + 目标溢价，其中资金成本即是贷款的 FTP 价格，一般来说，贷款利率需高于 FTP，否则客户经理将面临亏损。

图9: EVA 和 RAROC 指标拆解



资料来源: 开源证券研究所

图10: 上市银行 RAROC 均值为 12.38% (2023H1)



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、FTP 的设置与使用: 存贷与资金业务的双面观察

3.1、应用范围

FTP 定价理论上应包含所有的生息资产和计息负债, 有的银行也会把非生息资产纳入其中, 比如固定资产 FTP 可能会挂钩中长期贷款 FTP。我们觉得管理会计角度其实可以覆盖更广义的资产负债, 对全部的资金来源和使用方施行计价转移。

图11：管理会计口径调整后的银行资产负债表示意

资金运用		资金来源	
生息资产	非生息资产	计息负债	无息负债
贷款	固定资产	存款	应付款项
债券投资	应收账款	发行债券	资产减值准备
同业资产	抵债股权	同业负债	所有者权益
存放央行	央行融资
.....		
其他		其他	

资料来源：开源证券研究所

3.2、FTP 的设定方法：基础曲线+调整项

FTP 基准曲线：由于利率长期“双轨制”的运行，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，目前大部分银行将 Shibor、国债、政金债、商业银行债的收益率曲线相结合，拟合成市场收益率基准曲线，作为 FTP 定价参考。

表1：各类资产业务的 FTP 基准收益率曲线构建方式不同

收益率曲线	构建方法	调整频率
人民币存款收益率曲线	✓ 基准存款和贷款价格取中间数然后加减 XXBP 测算，另外参考其他银行的价格	LPR 调整时才会进行调整
人民币贷款收益率曲线		
人民币市场收益率曲线	✓ 一年以下一般使用 Shibor，一年以上使用利率债的期限和价格	每日调整
活期存款收益率曲线	✓ 指定利率	一般不调整
已减值和逾期贷款收益率曲线	✓ 5 年期贷款价格	随贷款收益率调整

资料来源：开源证券研究所

FTP 定价曲线应能反映银行实际边际筹资成本，在使用收益率曲线确定 FTP 时，针对不同的产品特性，还会区分几种计价方法。

3.2.1、指定利率法：针对无法确定期限的业务

指定利率法直接指定某个收益率作为基础 FTP 价格，通常适用于无确定期限的业务，例如随时可能卖出的交易类债券，指定利率法针对这类业务直接指定一个利率如 Shibor 作为 FTP 基础价格，跟随市场利率变化。

3.2.2、期限匹配法：适用于本金一次支付，利率固定或定期调整的业务

期限匹配定价法在实操中通常适用于具有确定期限、本金一次支付、利率固定或定期调整的业务。分为原始期限匹配法和重定价期限匹配法两种。

(1) 原始期限匹配法：按照其期限制定与其匹配的 FTP 基础价格，且在到期之前 FTP 保持不变，主要针对固定利率的资产业务，如定期存款、银行贴现票据、持有至到期债券等。

(2) 重定价期限匹配法：按照资金重定价的期限获取收益率曲线上对应利率，将该利率作为 FTP 价格，且在重定价期限内保持不变，主要适用于浮动利率业务，如以 LPR+加点方式签订贷款合同的企业贷款。

3.2.3、现金流定价法：针对本金分批次偿还的业务

现金流定价法先针对每一期偿还的本金金额按照原始期限匹配法（重定价期限匹配法）制定 FTP，以每期清偿的本金金额与其期限的乘积作为权重进行加权平均得出基础 FTP。现金流法主要适用于本金按固定周期、确定金额分期支付的资产业务，如按揭贷款等。

$$\text{基础FTP} = \frac{\sum_1^N P_i M_i R_i}{\sum_1^N P_i M_i}$$

其中， P_i 代表第 i 期偿还的本金， M_i 表示第 i 期的期限， R_i 表示 FTP 定价曲线上相应期限对应的收益率。

表2：FTP 基础价格定价方法

定价方法	适用业务	定价基准	具体产品
直接期限法	原始期限匹配法	固定利率期限确定的业务	产品期限
	重定价期限匹配法	浮动利率期限确定的业务	重定价周期
指定利率法	利率浮动的无到期产品	指定利率	定期存款、固定利率贷款、票据贴现等 浮动利率贷款
现金流法	分期偿还的固定利率或浮动利率产品	利用权重对收益率进行加权平均	债券交易、临时存款、逾期款项、固定资产等 等额本息、等额本金的个人住房贷款等

资料来源：财政部、开源证券研究所

FTP 价格为基准收益率曲线+FTP 调整项，在定好 FTP 基础价格之后，还会考虑一些调整项的影响，主要调节项有：（1）市场资金面；（2）存款准备金；（3）利率风险；（4）流动性风险；（5）税收；（6）业务策略调整项等。

表3：FTP 调节项包含利率风险、流动性风险和税收调整项等

FTP 调节项	具体影响
市场资金面	受宏观经济、货币政策、监管调控等因素影响。
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。
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。
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。
税收调整项	对于免税资产，如基金投资可设置一定的税后减点。
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。

资料来源：开源证券研究所

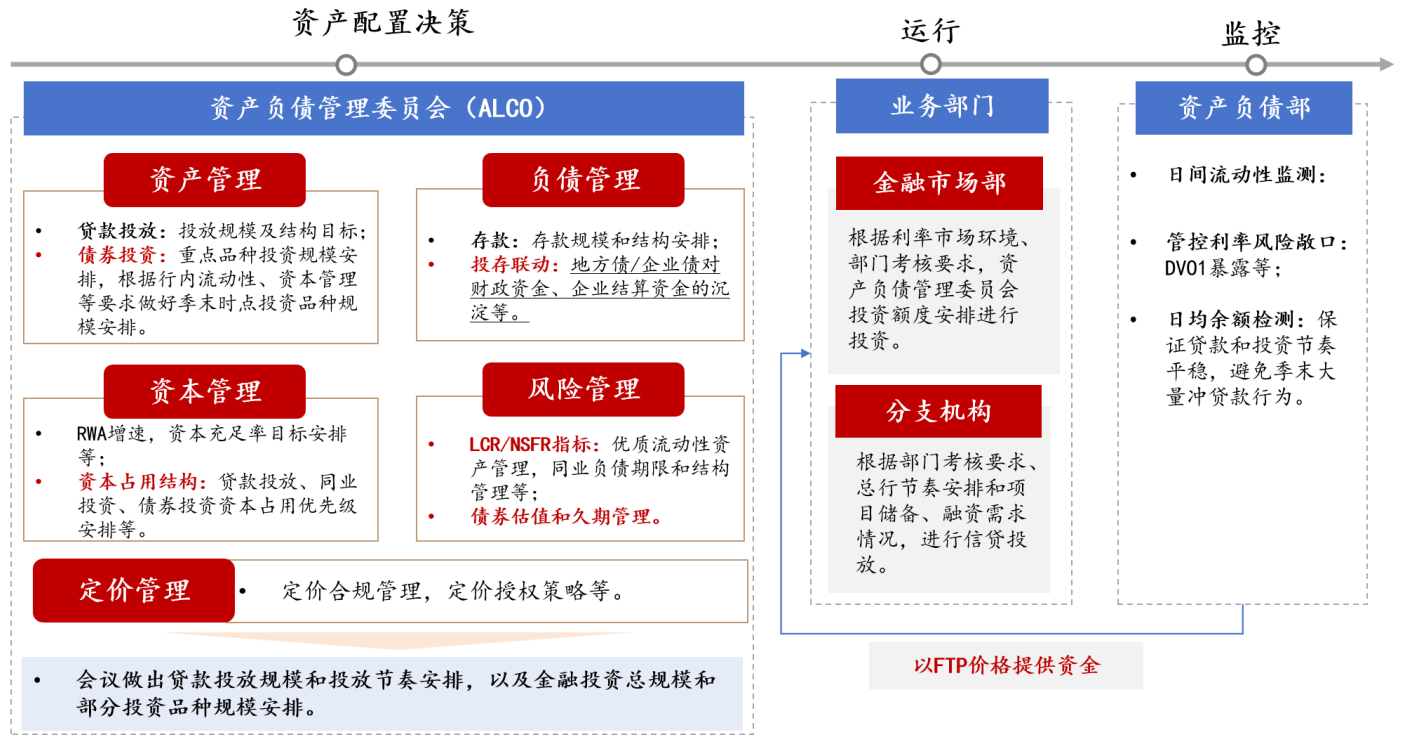
4、FTP 考核下的银行资产配置决策机制

4.1、基于总体资产负债安排框架，最终决策权在 ALCO

FTP 调整的决策权在银行的资产负债管理委员会（ALCO），除了剥离经营机构

的利率&流动性风险之外，FTP 决策主要完成几项任务：调整期限错配 / 调节流动性 / 引导战略业务 / 确保达标监管。

图12：银行资产负债结构安排流程

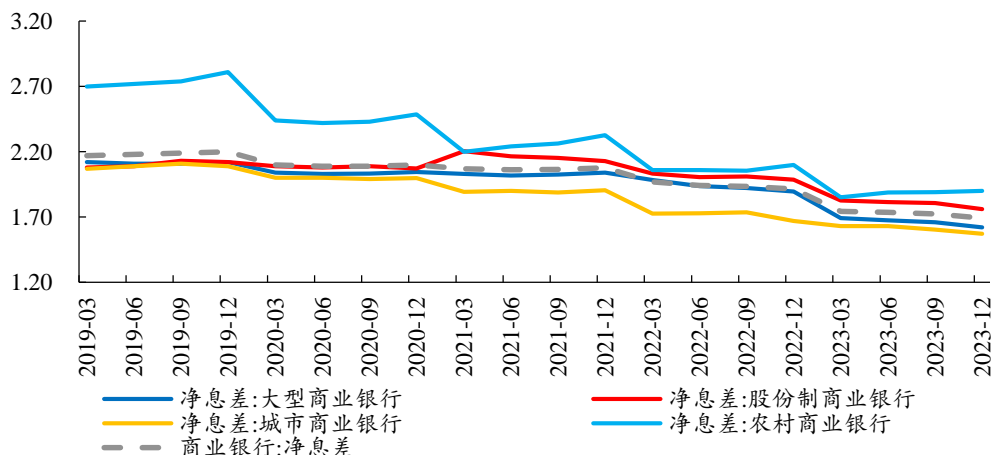


资料来源：开源证券研究所

4.2、调整资产久期：净息差压力下的结构引导

当前行业仍然面临较大的息差压力。2023 年商业银行整体净息差为 1.69%，同比下降 22BP，其中城商行同比降幅 10BP，其余三类银行降幅均在 20BP 以上。(1) 资产端，贷款收益率仍有待企稳，截至 2023 年末，金融机构 2023 年 12 月新发的贷款加权平均利率为 3.83%，较 2023 年 9 月回落 31BP；(2) 负债端，存款成本相对刚性，银行主动负债成本或明显上升。展望 2024 年，若综合考虑了 2023 年 9 月存量房贷利率下调、2024 年初 LPR 重定价、参与城投化债、5Y-LPR 降息、存款挂牌利率下降等因素，我们预计 2024 年行业 NIM 有 7BP 左右的收窄幅度。

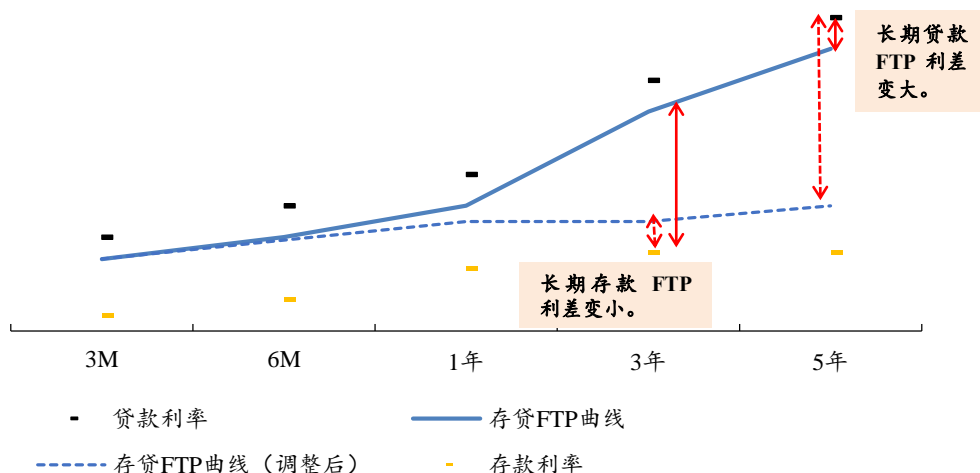
图13：2023 年国有行和城商行净息差降至 1.70% 以下 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

存贷 FTP 曲线期限利差收窄，鼓励贷长存短。在息差压力较大阶段，银行可通过 FTP 来引导资产负债期限结构的调整，压降存贷 FTP 曲线的期限利差，拉动中长期贷款投放，同时可引导长期存款占比下降，合理管控长期限高成本存款。

图14：存贷 FTP 曲线压平后，鼓励长期贷款投放，压降长期存款

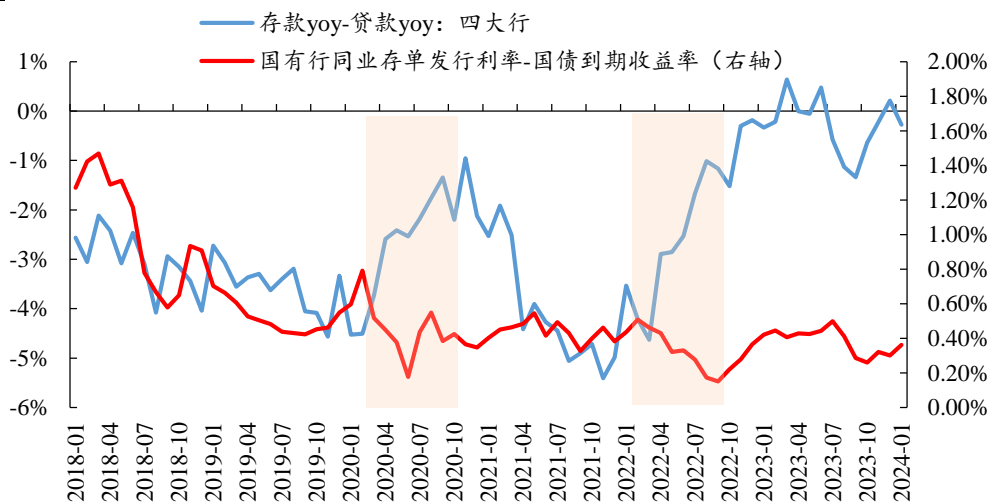


数据来源：开源证券研究所

4.3、调节流动性

当司库流动性过剩时，会压低负债业务FTP。反之当司库流动性紧张，会调高负债FTP尤其是主动负债FTP来补充。

图15：存贷增速差走阔阶段，同业存单发行利差通常收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.4、确保达标监管：可以通过FTP传导一定监管指标压力

《商业银行流动性风险管理办法（试行）》规定，“商业银行应当在内部定价以及考核激励等相关制度中充分考虑流动性风险因素，...，应当纳入流动性风险成本，防止因过度追求业务扩张和短期利润而放松流动性风险管理。”

投资不同债券对流动性指标影响不同。以流动性覆盖率（合格优质流动性资产（HQLA）/未来30天现金净流出量）为例，投资国债LCR不变，但投资同业存单、

金融债等非 HQLA 资产会对 LCR 指标起到负面影响。具体来看，假设某商业银行 LCR 为 100%，HQLA 规模和未来 30 天现金净流出量均为 4000 亿元。

- (1) **当投资 100 亿国债时：**分子端 HQLA 保持不变，由现金转换为国债，分母不变，LCR 不变。
- (2) **当投资 100 亿地方债时，**分子端 HQLA 减少 15 亿（现金转换为地方债，地方债为二级资产，折算率为 85%），分母不变，**LCR 下降 0.38pct。**
- (3) **当投资 100 亿同业存单时，**分子端 HQLA 减少 100 亿，分母不变，**LCR 下降 2.5pct。**

表4：投资不同债券对 LCR 影响不同（亿元）

LCR 分子和分母		投资地方债	投资同业存单
分子：HQLA	4000	3985	3900
分母：未来 30 天现金净流出量	4000	4000	4000
LCR	100.00%	99.63%	97.50%
LCR 下降幅度 (PCT)	-	-0.38	-2.50

资料来源：开源证券研究所（注：投资债券期限均为 1M 以上）

可通过 FTP 加点项来调整债券投资对流动性指标的影响。可采取逆期限错配操作来维持 LCR 不变。

(1) **投资国债时：**LCR 不变，无需采取额外操作。

(2) **投资地方债：**HQLA 下降 15 亿，可通过逆期限错配来调整 LCR。例如发行 15 亿元 3M 同业存单，发行利率为 2.28%，同时拆出 1M 以内的资金，拆出利率为 2.18%。操作后 LCR 不变，但逆期限错配产生额外利息支出： $15 * (2.28\% - 2.18\%) = 0.02$ 亿元。**投资 1 单位地方债的流动性调节成本为 1.52BP**，可通过 FTP 加点 1.52 BP 的方式来传导。

表5：投资地方债使得 LCR 下降，可通过逆期限错配来调整（亿元）

LCR 分子和分母	投资地方债	发行 3M 同业存单	同业拆出（1M 以内）
分子：HQLA	3985	4000	3985
分母：未来 30 天现金净流出量	4000	4000	3985
LCR	99.63%	100.00%	100.00%

数据来源：开源证券研究所

(3) **投资同业存单：**HQLA 下降 100 亿，可发行 100 亿 3M 同业存单，同时拆出 1M 以内的资金来调节，操作后 LCR 不变，但逆期限错配产生额外利息支出： $100 * (2.28\% - 2.18\%) = 0.10$ 亿元。**投资 1 单位地方债的流动性调节成本为 10.14BP**，可通过 FTP 加点 10.14BP 的方式来传导。

表6：投资同业存单使得 LCR 下降，可通过逆期限错配来调整（亿元）

LCR 分子和分母	投资同业存单	发行 3M 同业存单	同业拆出（1M 以内）
分子：HQLA	3900	4000	3900
分母：未来 30 天现金净流出量	4000	4000	3900
LCR	97.50%	100.00%	100.00%

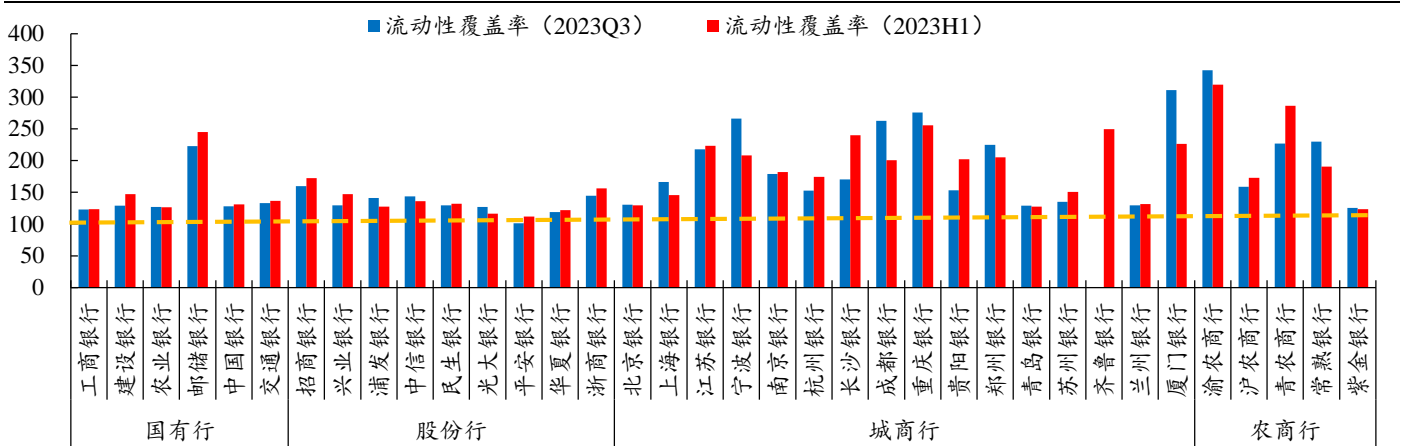
数据来源：开源证券研究所

表7：流动性调节成本测算

	所需逆期限错配规模 (亿元)	同业存单发行利率 (3M)	同业拆出利率 (14D)	调节利息支出 (亿元)	单位调节成本 (BP)
投资地方债	15	2.28%	2.18%	0.02	1.52
投资同业存单	100	2.28%	2.18%	0.10	10.14

数据来源：开源证券研究所

尤其是 LCR 监管压力大的银行，我们认为会更充分反映这一因素。2023 年 9 月末，42 家 A 股上市银行中有 12 家低于 130%，以股份行为主。

图16：国有行和股份行流动性覆盖率距监管要求较近 (%)


数据来源：Wind、开源证券研究所

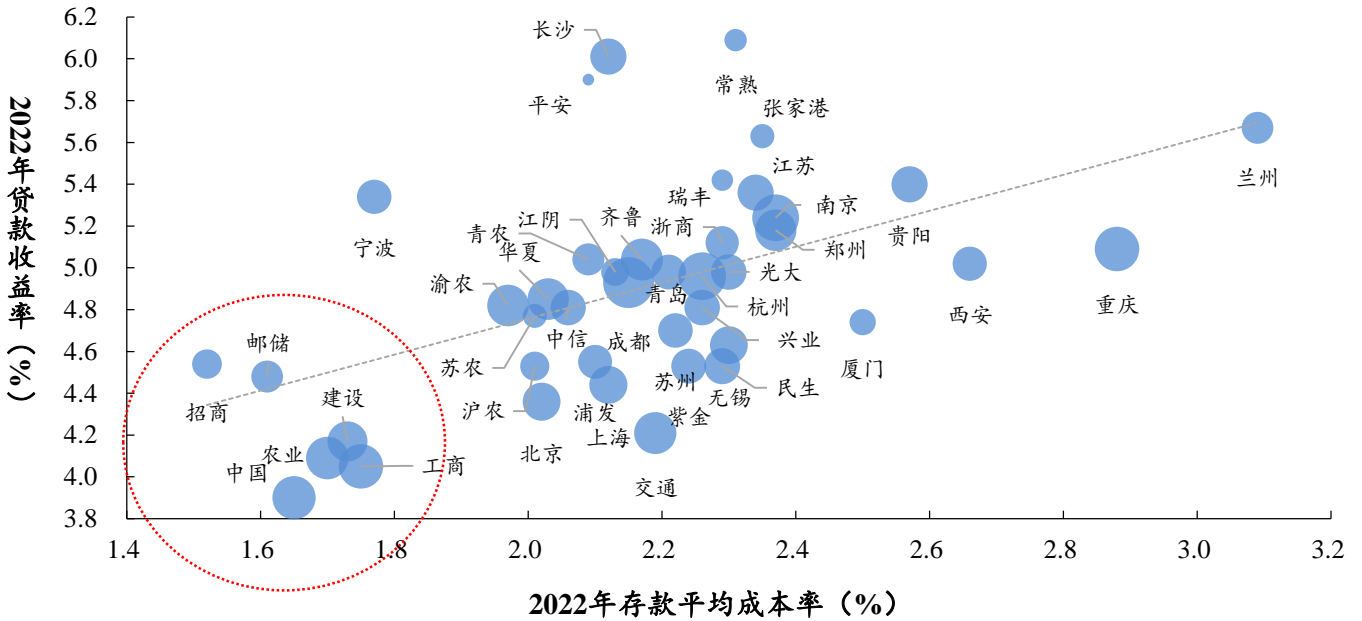
5、从资金成本看银行资产端分化

FTP 既然是内部的资金成本，理论上应充分反映外部价格压力，我们观察到银行因为负债成本的不同，在资产端风险偏好、期限结构、债券配置策略、同业融出意愿、冗余资金管理等方面都由非常明显的差异化特征。

5.1、信用风险偏好

资金成本越低的银行，贷款风险偏好越低。资金成本低的银行，业务人员做低风险、标准化的、大额的贷款业务便可收获可观的价差收益，因此做风险下沉的动机不强，因此该类银行通常会以“资金成本低→风险偏好低→大客户为主的贷款利率较低→大客户话语权较大且资产优质→利率进一步降低”的模式运行，若以“政信类贷款占比”作为衡量大客户占比的指标，我们发现这类银行通常国有行的大客户占比高。反之，较高的资金成本促使银行寻找更下沉的客户，这类银行的典型是农商行，其小客户居多，贷款收益率整体较高。

图17: 资金成本越低的银行风险偏好或越低 (气泡大小指 2022 年末四大政信类贷款占比大小)

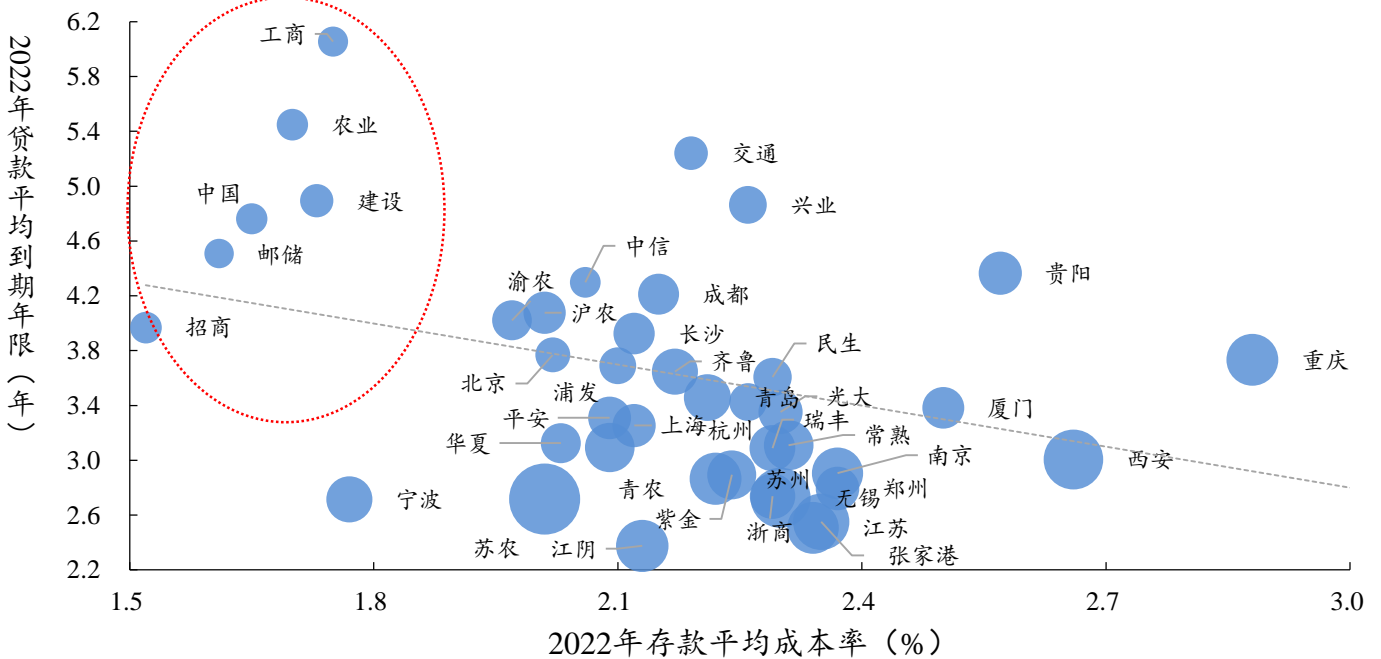


数据来源: 各银行财报、开源证券研究所 (注: 气泡越大, 指包括交通、水利、电力、租赁的四大政信类贷款占比越大)

5.2、贷款期限结构

资金来源越稳定、成本越低的银行, 越有能力承受较大程度的存贷期限错配。存款成本率已处于较低水平的银行, 一般来说存款期限较短, 短期存款的成本率低于长期存款。所以存贷期限错配比一般来说更小, 意味着存款期限远低于贷款期限。这是因为银行有能力用短期低成本存款去投放长期贷款, 存款稳定性较强, 这类银行以国有行为主。反之, 城农商行普遍存贷期限错配程度较小。

图18: 存款越稳定、成本越低, 越有能力承受较大的期限错配 (注: 气泡大小指存贷款期限错配比的大小)

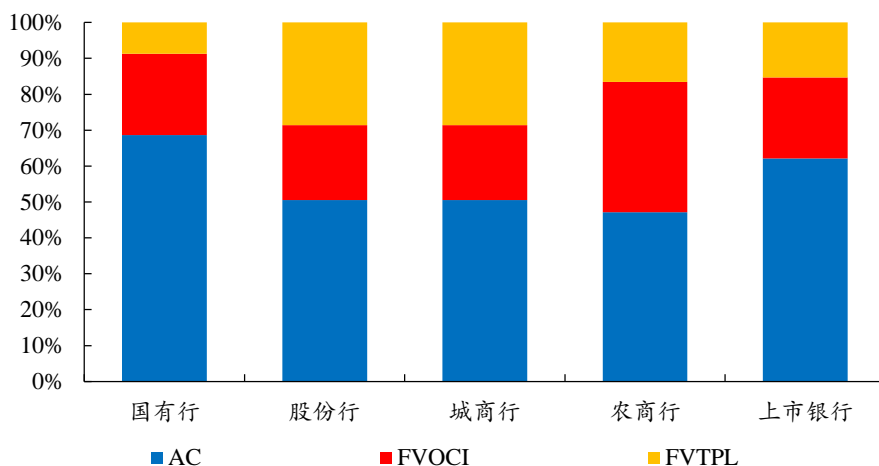


数据来源: 各银行财报、开源证券研究所 (注: 气泡越大, 代表存贷期限错配比越小, 即存贷期限错配程度越大; 存贷款错配比=存款平均到期年限÷贷款平均到期年限)

5.3、债券配置：机构、品种、持有目的、持债意愿的差异

(1) 机构间分化：大行配置为主，城农商行寻求提高收益渠道。银行类型来看，国有行负债成本最低，配置盘占比最高；股份行和城商行负债成本最高，投资交易活跃，交易盘占比较高。

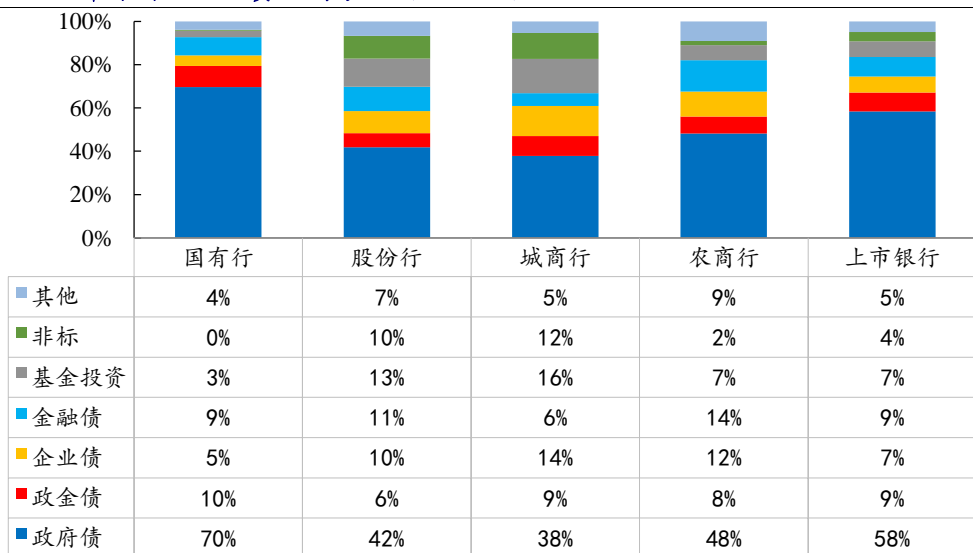
图19：国有行和农商行配置盘占比高（2023H1）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

(2) 品种上的分化：资金成本高导致股份行和城商行金融投资需配置较多信用债、非标来增厚收益，通过基金实现间接加杠杆、信用下沉和避税。农商行同样因为区域展业范围和资金成本的问题，会配置较多同业存单和委外基金。此外，银行很少参与信用债、二永债的交易，除了资本占用、FVTPL 的账户管理负担之外，FTP 比较贵可能也是一大原因。

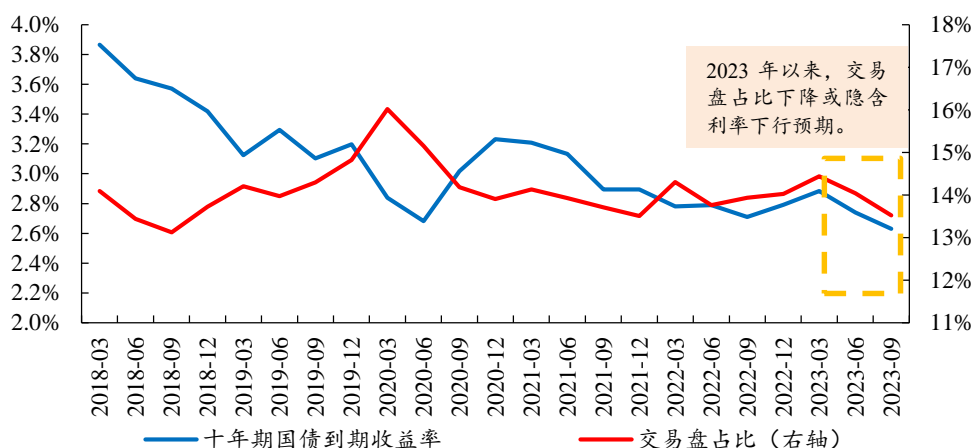
图20：上市银行金融投资结构分化（2023H1）



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

(3) 影响持有目的。当利率向上，银行提高配置盘规模，向下主动做交易。因为交易盘 FTP 可能是短期资金价格，比如 DR007 或者参考平均持有期的国开债收益率，做交易能获得更多投资收益。从历史数据来看，银行自营交易盘占比和利率走势呈现出相反的走势，2023 年以来，利率持续下行，但交易盘占比也在下降，其中或隐含了利率预期的因素，市场普遍预期债牛将延续，加大配置力度。

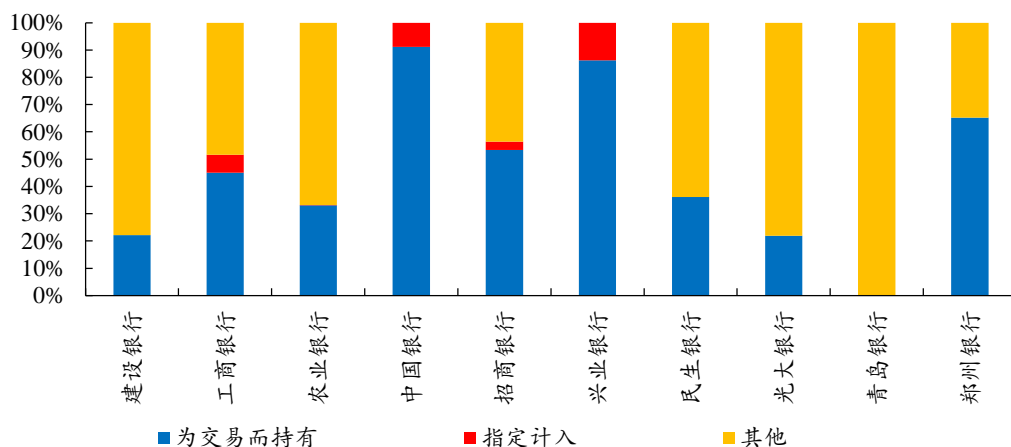
图21: 交易盘占比与利率走势基本呈现反向变动



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 老 16 家上市银行统计口径)

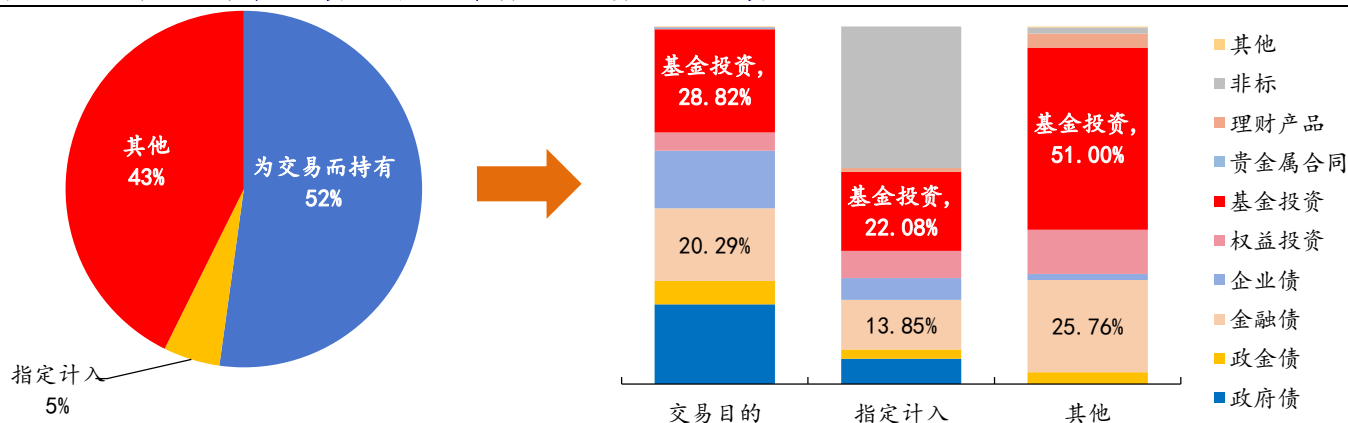
此外, 交易盘中金融资产并非全部是持有做交易目的。因 I9 新规对金融资产分类设定更严格的标准, 部分资产如基金产品、二永债等不能通过现金流测试, 只能被分类至 FVTPL。即使银行投资二永债是作为配置持有, 也要分类至 FVTPL。根据披露数据的银行情况, 交易盘中约 48% 的金融资产并非以交易目的持有。

图22: 上市银行 FVTPL 账户投资并非全部以交易目的持有 (2023H1)



数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

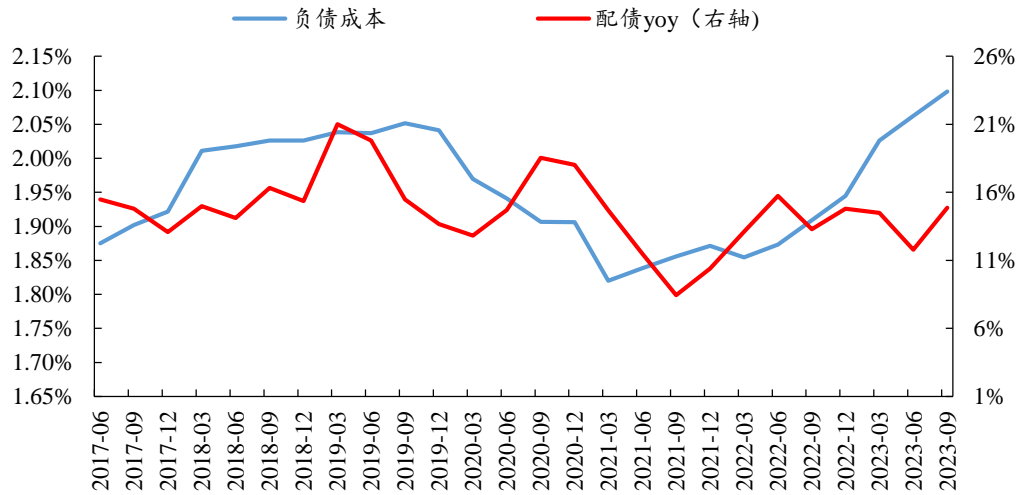
图23: 以交易目的持有的投资主要为利率债、金融债和基金投资 (2023H1)



数据来源: 各银行财报、开源证券研究所 (注: 统计样本与图 22 相同)

(4) 影响持债意愿。 负债成本提高会抬升 FTP，我们发现负债成本和银行配债增速之间存在一定负相关关系。但实际上对不同银行的影响不一，利率敏感性或者利率传导效率在各银行之间的不同，将导致银行在降息环境中资产配置上的反馈效果不一样。

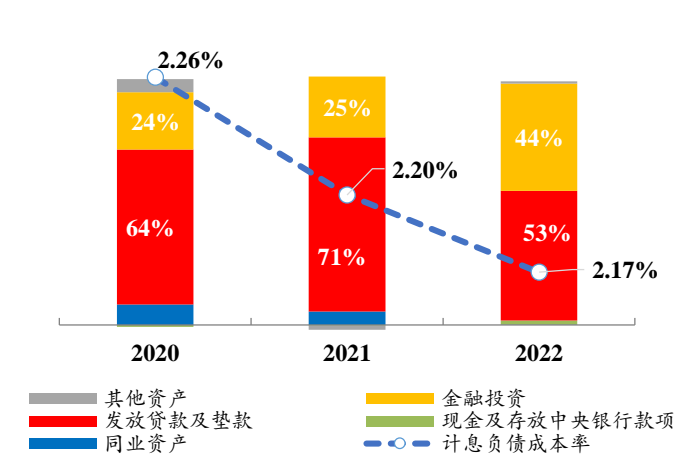
图24：银行负债成本下降时，配债增速抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

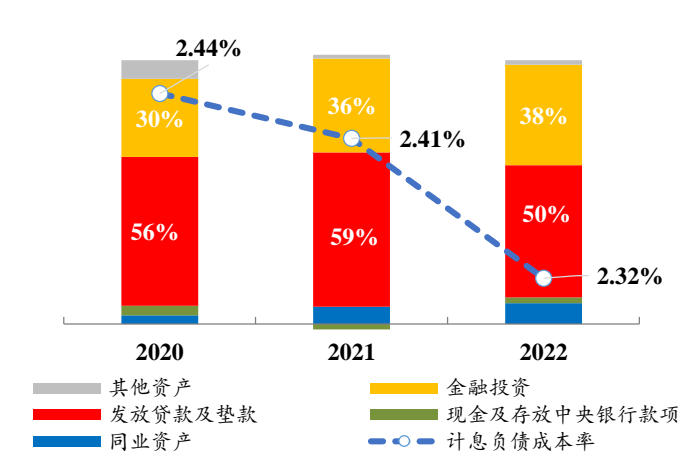
当银行负债成本开始显著下降，内部定价更市场化的银行，资产端的调整会更快速。股份行和城商行机制更为市场化，2020-2022年上市股份行和城商行计息负债成本率持续压降，资产增量中金融投资占比显著提高。资产端非标多、下沉客户多，或客户享有议价权的银行，FTP引导力弱。部分农商行可能极不敏感，因为有的客户过于重要，定价权不在银行，或者没有FTP直接由领导来定价格。根据张吉光《FTP定价效应_商业银行利率传导的实证研究》等的调研，18家上市银行中，有7家采用了市场化方式构建FTP，即在FTP曲线构建中引入市场利率。

图25：股份行负债成本下降，金融投资占比抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：城商行负债成本下降，金融投资占比抬升



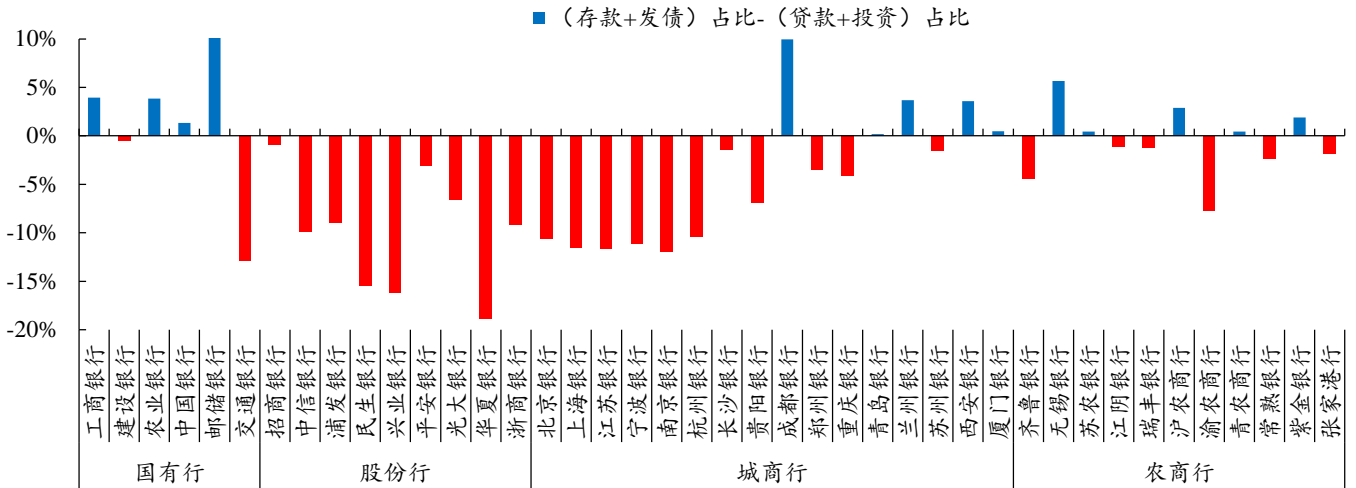
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.4、同业业务：影响资金融出规模和风险偏好

全额资金管理也并非完美，也存在其缺点。这种模式虽然把资金全部集中在司库统一核算，在剥离风险的同时，超额收益也随之剥离。业务部门或许认为：如果资金不强制卖给总行，可能会赚更多，不强制接受总行的资金，自己可以找到更便宜的钱。资金业务比较典型，比如金融市场部/金融同业部，这些部门比较市场化，

也有专业的投融资团队。所以部分银行的同业业务可能是构建专营的资金池，若同业部能在市场上筹集到比较便宜的钱，可以不要司库的。部分专营业务与司库 FTP 定价存在差异，易造成资产内部询价、定价不能反映真实资金成本、过度让利客户等行为，这些问题涉及银行内部更精细化的管理，我们在此不做过多讨论。以上分析我们想说明的是：**从定价层面影响同业资金融入/融出的可能更多在于同业 FTP，而不是司库 FTP。**

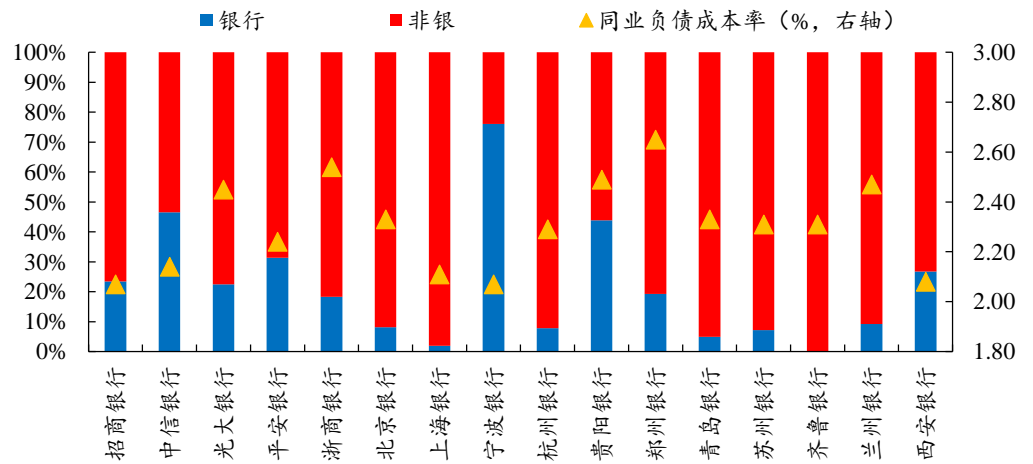
图27：上市银行（存款+发债）-（贷款+配债） 缺口存在显著差异



数据来源：Wind、开源证券研究所

所以同业负债占比高的银行，同业资产一般也比较多；同业负债成本高的银行，其拆放非银更多。根据 2023H1 数据，同业负债成本率较低的银行如招商银行、宁波银行，同业拆出和买入返售交易对手中银行占比高于同业。

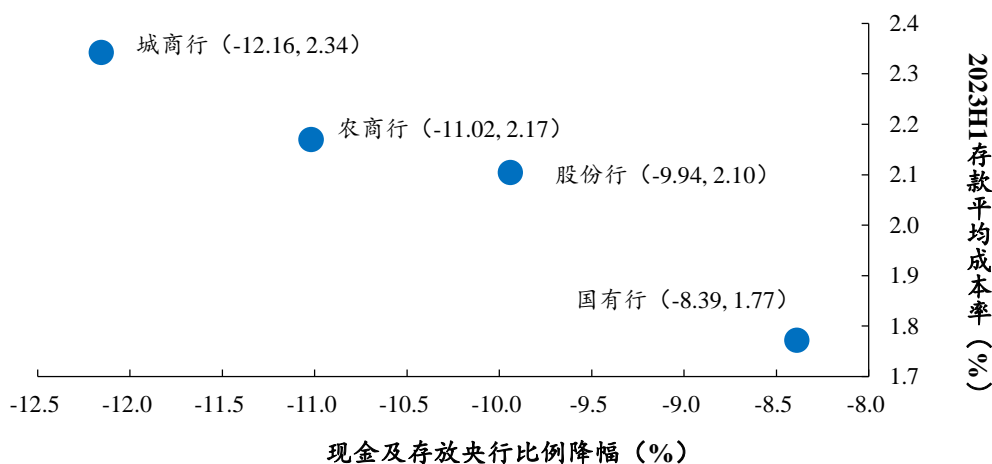
图28：同业负债成本率较低的银行，同业资产交易对手中银行占比高（2023H1）



数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

5.5、日间备付管理：资金成本贵的银行，不会闲置太多资金

资金成本越高的银行，越倾向于降低闲置资金的比例。资金成本较高的的银行，为了加大资产端的利用程度，通常更有动机去降低闲置资金的比例，比如通过现金及存放央行占生息资产的比例来实现。我们比较了四类上市银行 2014 年末至 2023 年 6 月末的该项占比的降幅，发现存款利率较高的城农商行降幅较大，而存款成本最低的国有行降幅最小，意味着资金成本会影响银行日间备付管理。

图29：资金成本越高的银行，越倾向于降低闲置资金占比


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：横轴指 2014 年末至 2023 年 6 月末现金及存款央行款项占生息资产比例的降幅）

6、FTP 视角，评估债贷比价的平衡点

从银行资产比价的静态测算来看，在债市利率持续走低的背景下，利率债投资性价比依然较高。我们认为静态比价有一定的局限性，本文从两个角度出发，基于债贷比价的角来推测债券利率下限。

- (1) 通过复盘历史债-贷综合净收益率利差区间，倒推债券利率潜在下行空间；
- (2) 对资产业务设置差异化 FTP，从 EVA 边际贡献的角度测算债券利率下限。

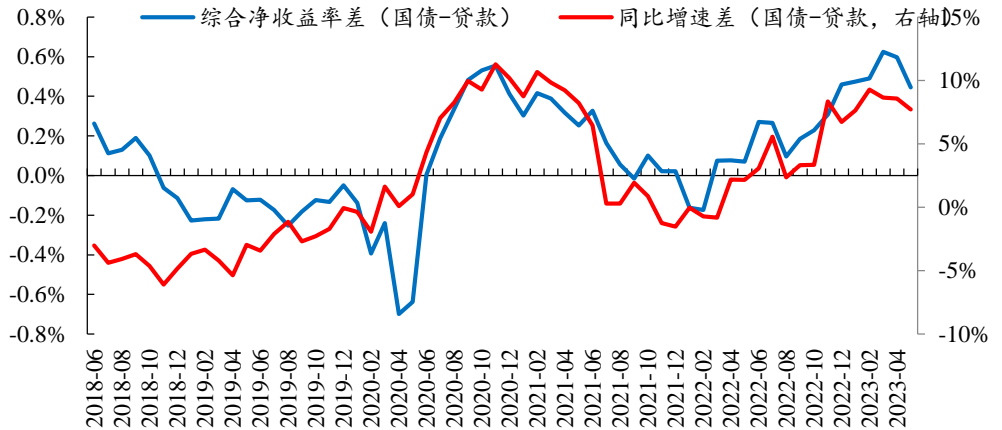
表8：商业银行大类资产配置比价表

资产类别	名义收益率	税收成本	增值税	所得税	资本成本-旧办法	资本成本-新办法	风险权重0	风险权重1	存款派生收益	信用成本	综合收益率0	综合收益率1	变动BP
企业贷款	3.75%	0.68%	6%	25%	0.79%	0.59%	100%	75%	0.65%	1.38%	1.56%	1.75%	20
票据贴现	1.47%	0.00%	6%	25%	0.79%	0.79%	100%	100%	0.00%	0.00%	0.68%	0.68%	0
消费贷	3.41%	0.57%	6%	25%	0.59%	0.59%	75%	75%	0.13%	1.37%	1.01%	1.01%	0
按揭贷款	3.97%	0.74%	6%	25%	0.39%	0.24%	50%	30%	0.39%	0.55%	2.68%	2.99%	31
同业拆出 6M	2.83%	0.39%	6%	25%	0.20%	0.32%	25%	40%	0.00%	0.00%	2.24%	2.13%	-12
买入返售 6M	2.69%	0.35%	6%	25%	0.00%	0.16%	0%	20%	0.00%	0.00%	2.34%	2.18%	-16
国债 5Y	2.44%	0.00%	0%	0%	0.00%	0.00%	0%	0%	0.00%	0.00%	2.44%	2.44%	0
国债 10Y	2.57%	0.00%	0%	0%	0.00%	0.00%	0%	0%	0.00%	0.00%	2.57%	2.57%	0
国债 30Y	2.93%	0.00%	0%	0%	0.00%	0.00%	0%	0%	0.00%	0.00%	2.93%	2.93%	0
国开债 5Y	2.53%	0.15%	0%	25%	0.00%	0.00%	0%	0%	0.00%	0.00%	2.39%	2.39%	0
地方债 5Y	2.52%	0.00%	0%	0%	0.16%	0.08%	20%	10%	0.00%	0.00%	2.36%	2.44%	8
同业存单 (AAA)1Y	2.48%	0.13%	0%	25%	0.20%	0.32%	25%	40%	0.00%	0.00%	2.15%	2.03%	-12
商金债 (AAA)5Y	2.78%	0.21%	0%	25%	0.20%	0.32%	25%	40%	0.00%	0.00%	2.38%	2.26%	-12
企业债 (AAA)5Y	2.95%	0.43%	6%	25%	0.79%	0.59%	100%	75%	0.00%	0.00%	1.74%	1.93%	20
二级债 (AAA-)5Y	3.06%	0.46%	6%	25%	0.79%	1.18%	100%	150%	0.00%	0.00%	1.81%	1.42%	-39
永续债 (AAA-)5Y	3.15%	0.49%	6%	25%	1.97%	1.97%	250%	250%	0.00%	0.00%	0.69%	0.69%	0
债基	2.53%	0.00%	0%	0%	0.39%	0.72%	50%	91%	0.00%	0.00%	2.13%	1.81%	-33
货基	1.94%	0.00%	0%	0%	0.17%	0.35%	21%	44%	0.00%	0.00%	1.77%	1.59%	-18

数据来源：Wind、开源证券研究所

债贷性价比会影响银行资产配置行为。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，放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-资金使用成本-资本占用成本-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）。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30：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

在开展细分研究之前，我们想先提示债贷比价的局限性：由于银行资产配置的多功能需要，收益最大化并不是唯一目的，客户综合贡献可能更重要。比如：

(1) 贷款可能贡献债券承销、结算性存款等其他业务收益，并且贷款客户稳定性强，做贷款产生的收益长期来看是更稳定的。

(2) 债券投资会给流动性管理和流动性风险指标管理带来帮助。流动性管理和流动性风险指标管理是两个概念，前者涉及债券组合久期、二级市场流动性、交易头寸等方面；后者主要是指商业银行通过投资不同类型和期限的债券品种，流动性覆盖率、净稳定资金比例达到监管要求的过程。流动性管理可以通过投资二级市场变现容易得债券品种来实现，如货基、短久期利率债；流动性风险指标管理则需根据监管要求摆布，如投资一定规模的合格优质流动性资产等。

虽然各类资产业务的衍生贡献没办法简单体现在静态的比价数据上，但比价确实会给银行的资产摆布提供一些方向性的指导。静态测算时取计息负债平均成本率作为资金成本并不准确，实际上资金成本的比较基准应该是FTP。

那么贷款与债券投资的FTP是如何影响银行资产端比价效应的呢？

先看贷款，2019年LPR改革之后，FTP基本都是锚定以此为基准。贷款作为银行支持实体的重要手段，FTP可能已经十分差异化。但无论多差异化，根据监管要求，需要将LPR纳入贷款FTP曲线构建，其本质都是基于LPR构建的基准曲线在上面加点，所以贷款FTP调整频率相对固定。

债券可能相对复杂一些，因为资金来源不同，不同资金的FTP有所差异，所以对银行的配债选择也有影响。银行配债资金来自于哪些渠道？--短资金（市场拆借、央行投放）、长资金（存款、发债）、冗余资金（超额备付）。实际上这对应银行内部两部分资金使用方：总行资负部门和金市部门，资负部配债主要做流动性管

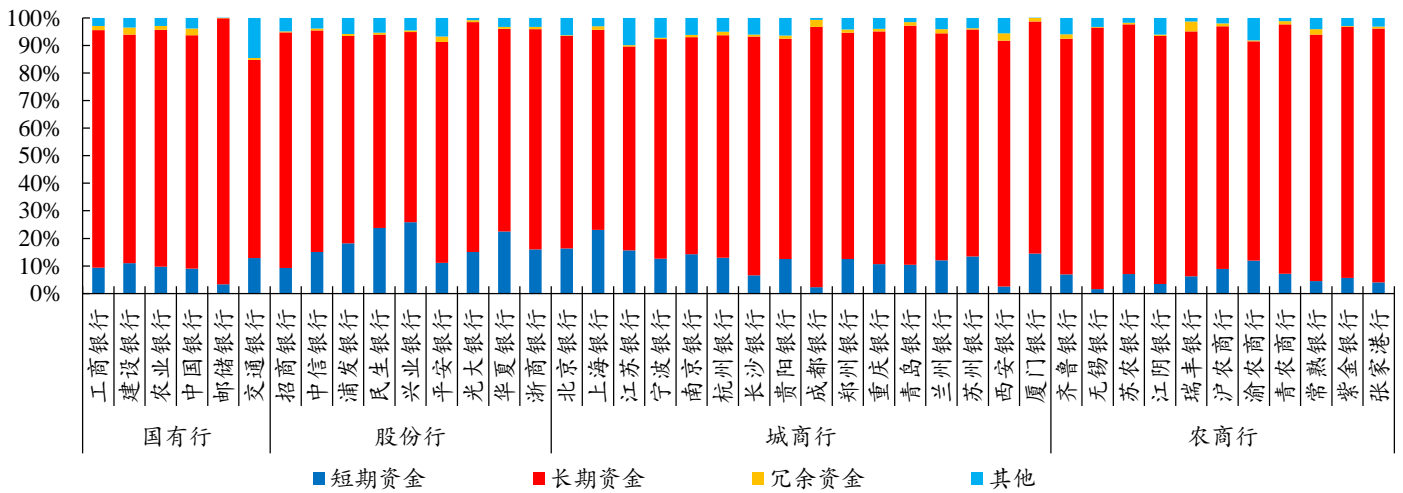
理和冗余资金管理，所以他们买短利率债、同业存单、货币基金比较多，这也就是为什么有时候存款上量太快对配债需求不是好事，可能阶段性消耗超储，资产负债这部分配债需求会下降。而金融市场部则更多考虑收益，所以比价更多影响的是金市部的投资决策。有些银行资产负债部门没有自己独立交易台，会把投债需求给金市部门进行代投。

短资金：FTP 可能是市场化的资金价格，即同业融资成本。

长资金：由总行司库给出，参考国债/国开债等基准收益率曲线加点。

冗余资金：司库剩余流动性的再利用，一般不纳入到司库损益当中，没有 FTP。这部分配债需求和价格无关，保持当天合意的备付水平之后，多出的部分都会去配。

图31：上市银行投债资金来源分布结构（2023H1）

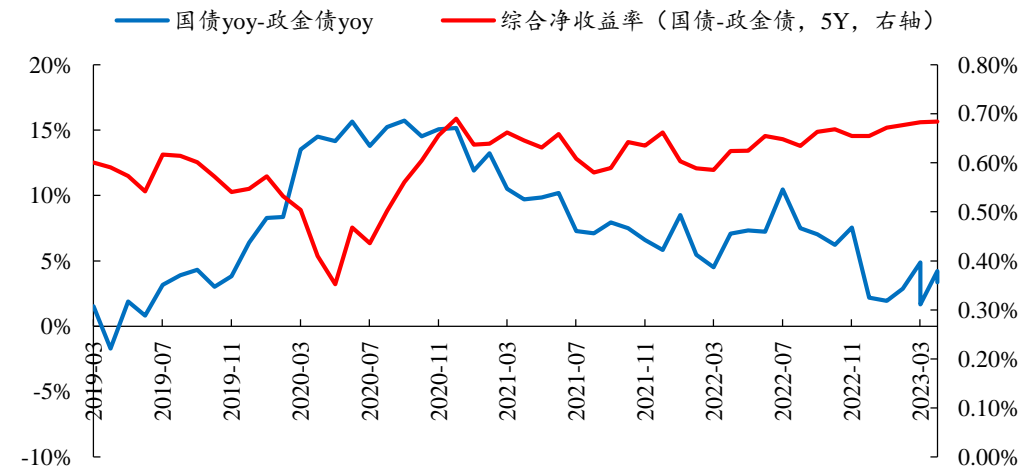


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：短期资金为同业负债，长期资金为吸收存款+应付债券，冗余资金为存放央行的超储

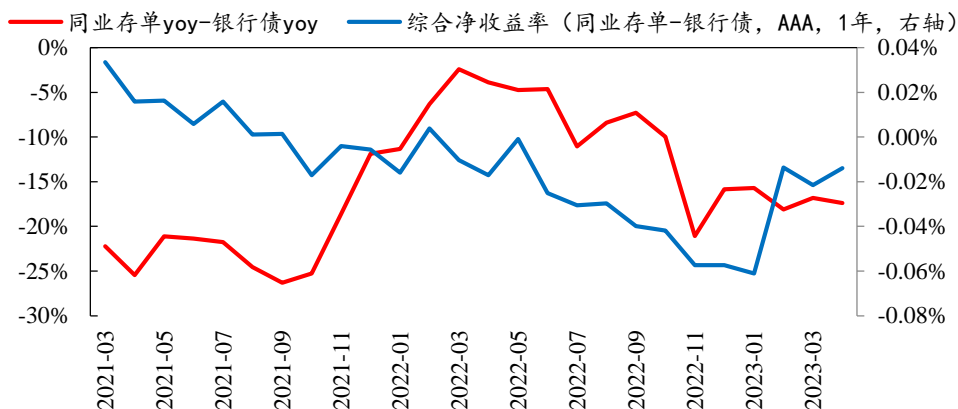
为创造更高的考核收益，金市部根据市场环境也会在各类债券之间比价选择，根据商业银行持债增速和各债券综合净收益率来看，国债和政金债、同业存单和金融债之间存在一定比价效应，分别反映税收和流动性上的差异。

图32：国债与政金债之间的比价效应或反映税收差异



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：同业存单和商金债之间的比价效应或反应流动性差异

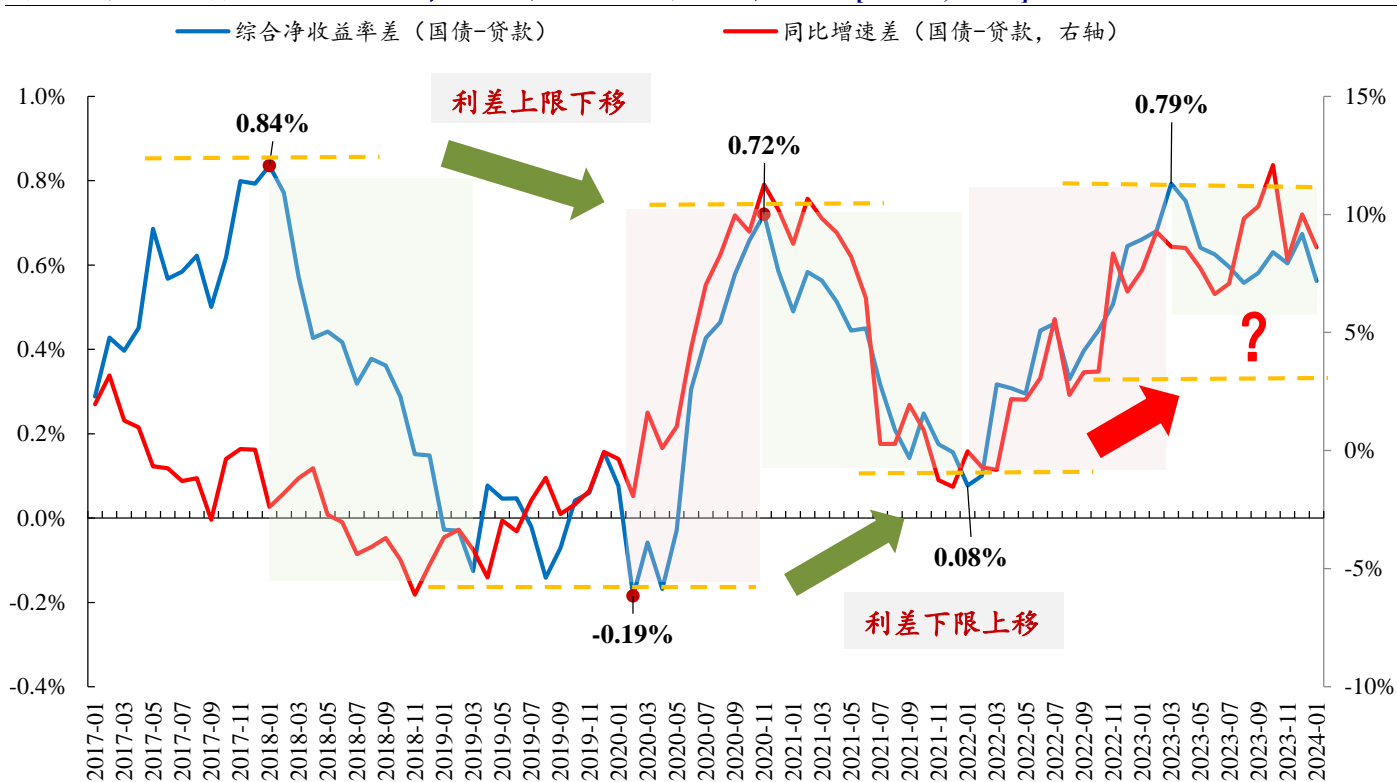


数据来源：Wind、开源证券研究所

专项的资金只能做专项的资产，这时比价效应失效。比如小微金融债、专项再贷款等，这类资金需要建立台账登记用途，而不能挪作他用。

以上我们大概介绍了贷-债二者比价的理论基础，下面来解决实际问题：用综合净收益率差来估算债贷比价平衡点，复盘历史，综合净收益率差大概区间在什么位置。

图34：商业银行债贷比价效应明显，2017年至今综合净收益率差处于[-19BP, 84BP]区间



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：国债选取十年期国债到期收益率）

复盘 2018 年以来债贷综合净收益率利差表现，可以得出以下结论：

- (1) 债贷比价效应明显：在大多数时间，当国债与贷款的综合净收益率利差走阔时，银行配置国债与贷款的增速差也上行，反之则下降。
- (2) 债贷比价存在上下限：当债券的综合净收益率达到高点时，伴随银行配债力度的不断加强，债券利率会因需求力量的走强而下行，从而债

券和贷款的综合净收益率利差开始下行；反之，银行配债需求减弱，债市利率回升。2017年以来，国债和贷款的综合净收益率利差在-19BP~84BP运行。

(3) **债贷综合净收益率利差区间在收敛：**伴随盈利压力变大以及精细化管理能力的提升，银行对债贷性价比的反应更灵敏，银行配置行为变化更迅速，从而债贷比价区间趋于收敛。2021年以来，国债和贷款的综合净收益率利差收窄至8BP~79BP，下限抬升幅度较大，或反映金融市场部盈利导向更明显，对债券的综合净收益率要求在提升。

具体来看，2018年以来银行资产配置行为经历了以下几个阶段：

第一阶段（2018年-2019年初）：国债和贷款利差收窄，银行配债增速下行。

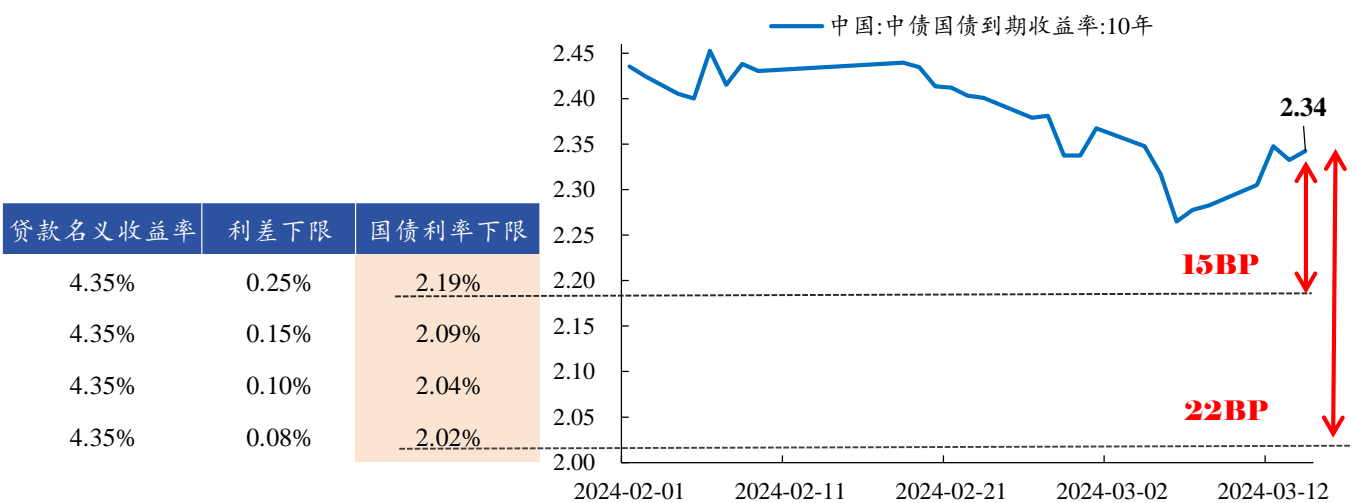
第二阶段（2020.04 -2020.11）：疫后债市利率上行，银行配债增速大幅抬升。2020年4月疫情得到一定控制，经济复苏预期走强，债市利率回升，同时监管引导银行让利实体，贷款利率下行，债券比价效应提升，银行配置力量走强。

第三阶段（2021年）：经济弱修复，贷款利率企稳，银行资产配置向贷款倾斜。2021年以来，实体融资需求修复，贷款利率止跌企稳，而债市利率持续下行，银行更偏好投贷款。

第四阶段（2022.01 -2023.03）：LPR多次下调，贷款利率降幅大，贷款性价比下降。2022年国内疫情散点反扑，经济承压，监管继续引导银行让利实体，LPR-5Y累计下调35BP，贷款利率不断下行，且实体融资需求不强，贷款价格竞争激烈，银行转向配债。

最新阶段（2023.04至今）：银行被动配债，债市利率走低。负债端存款稳健增长，资产端贷款利率持续走低，叠加特别国债的供给压力，银行仍在加大配债力度，债市利率持续下行。

图35：若贷款收益率保持不变，按债贷比价测算，十年期国债收益率还有约15BP~22BP下降空间（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

结论 1：若贷款收益率保持不变，根据国债和贷款的综合净收益率利差底线粗略测算，当前10年期国债收益率还有约15BP~22BP下降空间。

结论 1 能在一定程度提供参考，但有一些局限性，原因在于（1）贷款收益率也在同步变化；（2）我们在计算贷款和债券的综合净收益率差时，并没有考虑二者资金成本的差异。接下来我们把比价表里的负债成本用 FTP 替代，做一些定量分析。

（1）以市场化资金成本测算各类资产业务 EVA：对 FTP 机制尚未健全的银行，我们假设以市场化资金支持业务，取 3M 同业存单到期收益率均值作为资金成本，分别计算各类资产的 EVA（利息收入-资金成本-税收成本-资本成本+存款派生收益-信用成本）。

测算得出，**每多做 1000 亿业务带来的 EVA 贡献，维持当前贷款利率不变的情况下，使得放贷和买债二者贡献一致时的国债（10Y）收益率为 2.52%**，但目前 10 年期国债收益率已大幅低于该值，说明各类资产业务的内部资金成本即 FTP 的定价方式是不同的。

表9：以 3M 同业存单到期收益率作为资金成本，贷款比价效应较强

资产类型	名义收益率	资金成本率	税收成本	资本成本	存款派生收益	信用成本	综合收益率	EVA (亿元)	RAROC
企业贷款	3.75%	2.18%	0.62%	0.28%	1.04%	1.38%	0.33%	3.33	12.07%
票据贴现	1.47%	2.18%	-	0.37%	0.00%	0.00%	-1.08%	-10.80	-6.79%
消费贷	3.41%	2.18%	0.51%	0.28%	0.13%	1.37%	-0.80%	-8.02	9.09%
按揭贷款	3.97%	2.18%	0.68%	0.11%	0.39%	0.55%	0.84%	8.36	34.99%
国债 5Y	2.32%	2.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.14%	1.37	-
国债 10Y	2.43%	2.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.25%	2.50	-
国开债 5Y	2.43%	2.18%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	1.85	-
地方债 5Y	2.49%	2.18%	0.00%	0.07%	0.00%	0.00%	0.24%	2.40	29.38%
企业债(AAA)5Y	2.78%	2.18%	0.32%	0.51%	0.00%	0.00%	-0.23%	-2.33	3.54%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：各类贷款收益率为 2023 年 12 月新发放贷款加权平均利率，各类债券名义收益率为 2024 年以来到期收益率算术平均值）

（2）假设以司库资金支持业务：贷款类业务资金成本以 LPR 为基准，投资类业务资金成本以国债（5Y）到期收益率为基准，再分别计算各类资产业务的 EVA 贡献。测算得出，每多做 1000 亿业务带来的 EVA 贡献，维持当前贷款利率不变的情况下，使得放贷和买债二者贡献一致时的国债（10Y）收益率为 2.35%。

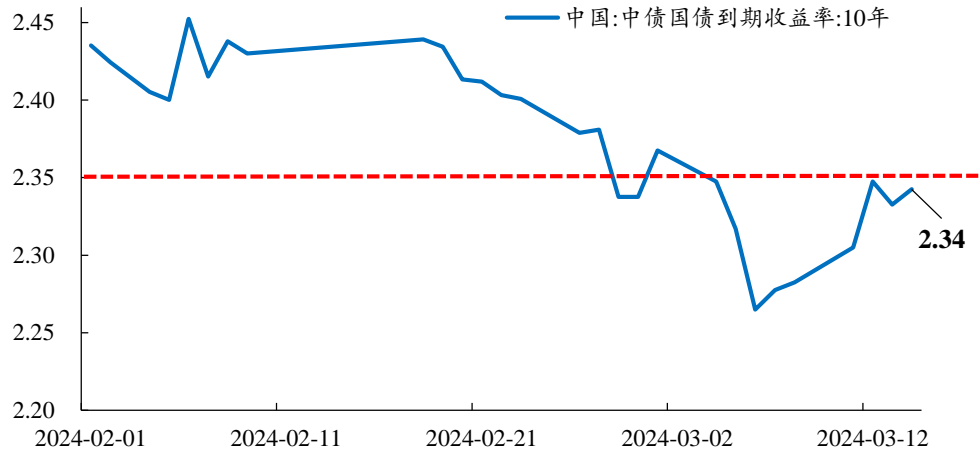
表10：对各类资产业务设置差异化 FTP 后，利率债比价效应提升

资产类型	名义收益率	资金成本	FTP 定价方式[注]	税收成本	资本成本	存款派生收益	信用成本	综合收益率	EVA (亿元)	RAROC
企业贷款	3.75%	2.45%	1yLPR-100BP	0.55%	0.28%	1.04%	1.38%	0.13%	1.32	9.52%
票据贴现	1.47%	2.03%	Shibor(14D)	-	0.37%	0.00%	0.00%	-0.92%	-9.24	-5.30%
消费贷	3.41%	1.95%	1yLPR-150BP	0.57%	0.28%	0.13%	1.37%	-0.63%	-6.28	11.31%
按揭贷款	3.97%	2.95%	5yLPR-100BP	0.49%	0.11%	0.39%	0.55%	0.26%	2.61	16.72%
国债 5Y	2.32%	2.12%	国债 5Y-20BP	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	2.00	-
国债 10Y	2.43%	2.22%	国债 5Y-10BP	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.21%	2.13	-
国开债 5Y	2.43%	2.37%	国债 5Y+5BP	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.44	-
地方债 5Y	2.49%	2.37%	国债 5Y+5BP	0.00%	0.07%	0.00%	0.00%	0.05%	0.53	11.54%
企业债 5Y	2.78%	2.47%	国债 5Y+15BP	0.24%	0.51%	0.00%	0.00%	-0.45%	-4.48	0.81%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：FTP 定价策略属于银行内部信息，本处仅作示意性测算，提供研究方法论及趋势展示）

结论 2: 若贷款收益率保持不变, 使得放贷和买债 EVA 贡献一致时的国债 (10Y) 收益率为 2.35%, 目前国债到期收益率或已触底。

图36: 10年期国债到期收益率或已触底 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

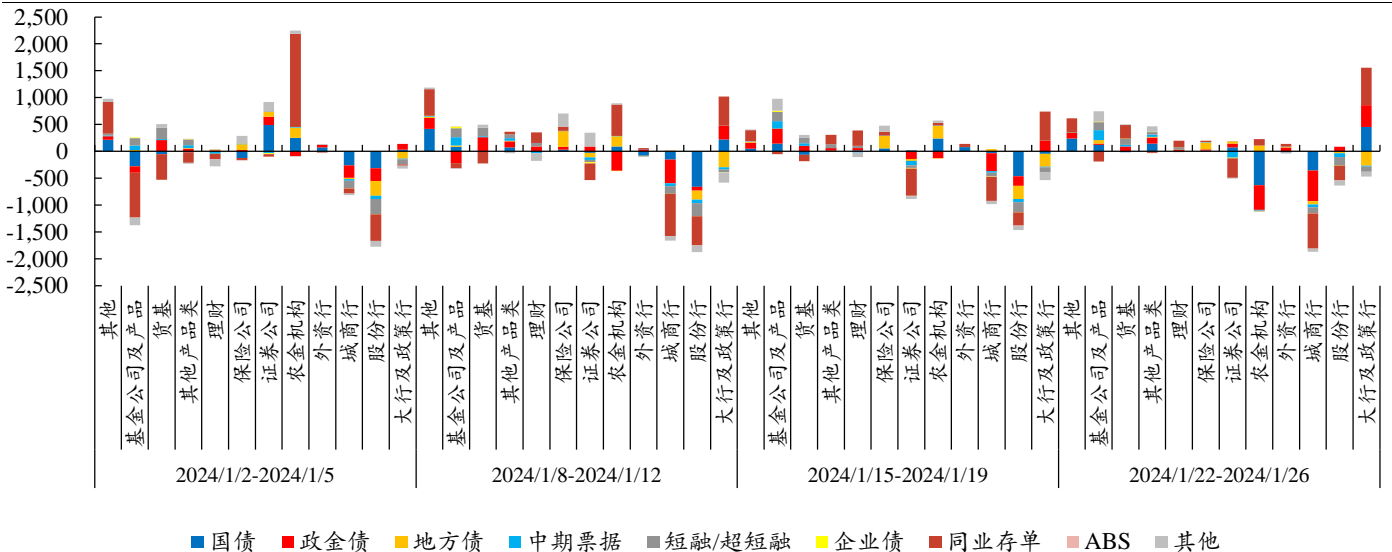
7、2024 年, FTP 将如何影响银行配债

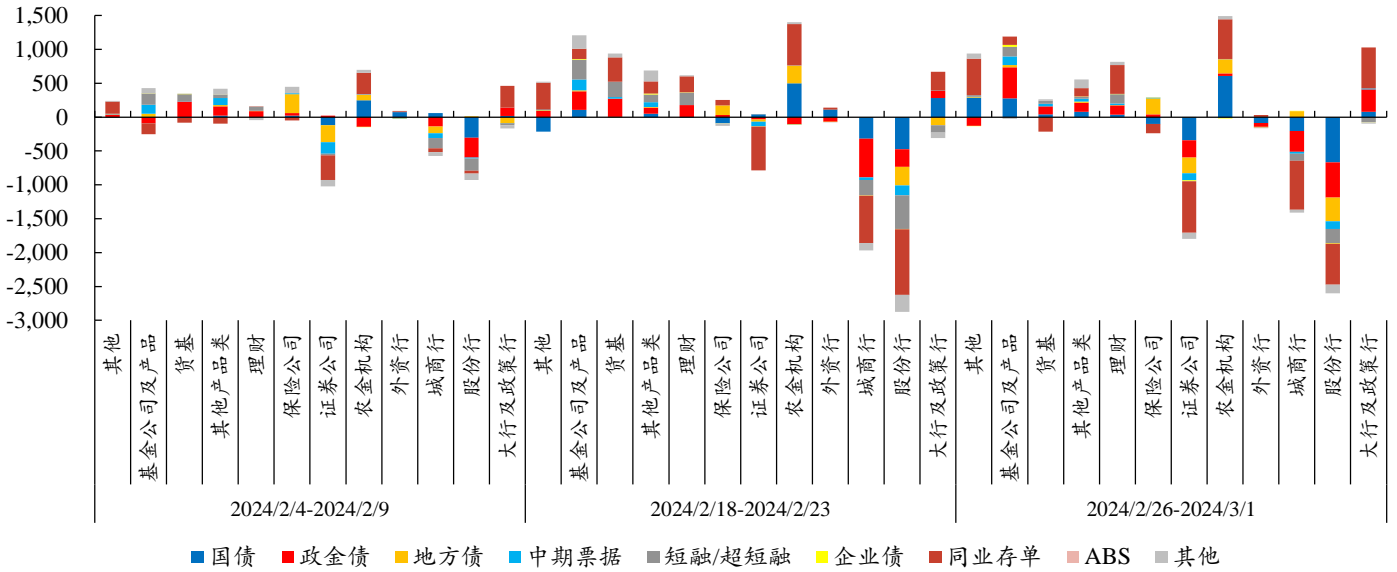
7.1、背景: 利率曲线变平坦可能影响银行持有债券目的

年初以来, 不同类型银行的持债策略已经出现比较明显的分歧。即部分银行可能看到债券比价下降, 债券额度切换到贷款; 但部分银行可能认为债券收益率仍会下行, 提早配置。

在债券利率曲线平坦化时, 银行会增加交易和主动研判。通常来说银行信贷“开门红”力度都会比较强, 但 2024 年部分银行隐含对 LPR 下调的预判, 贷款节奏或更加提前。同时, 因为债券收益率曲线快速平坦化, 而 FTP 下调幅度可能跟不上外部定价, 所以部分银行可能主动增加交易性质的债券投资, 降低纯配置比例, 比如我们看到股份行、城商行年初以来现券卖出力度较大。但部分大行和农商行, 信贷节奏相对平滑, 存款增长相对较好, 我们看到配债力度仍然比较强。

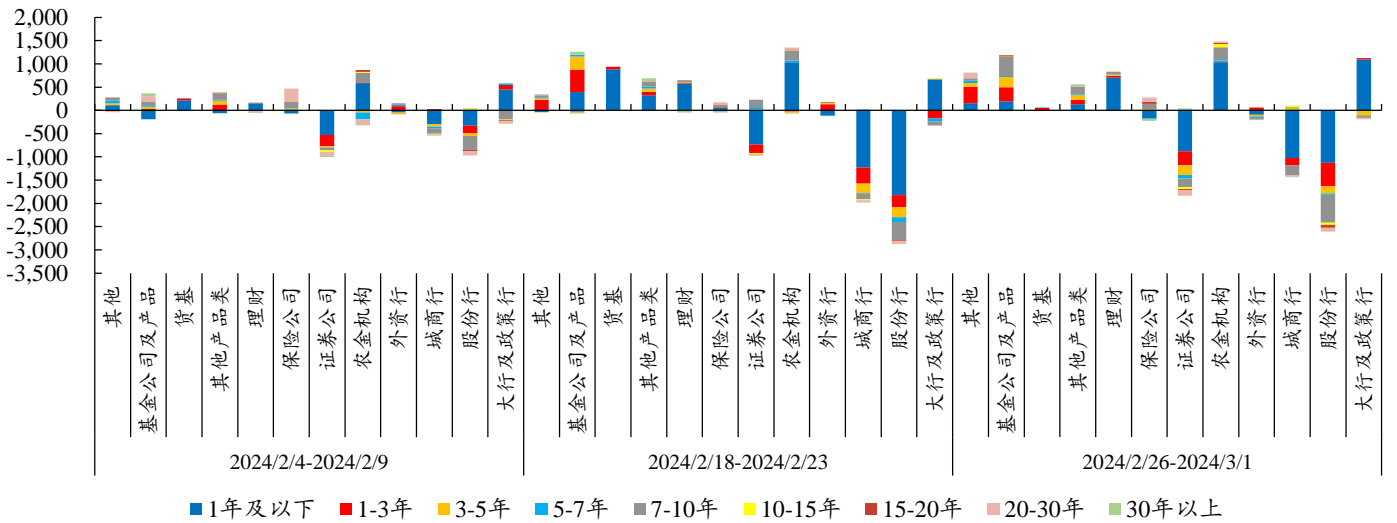
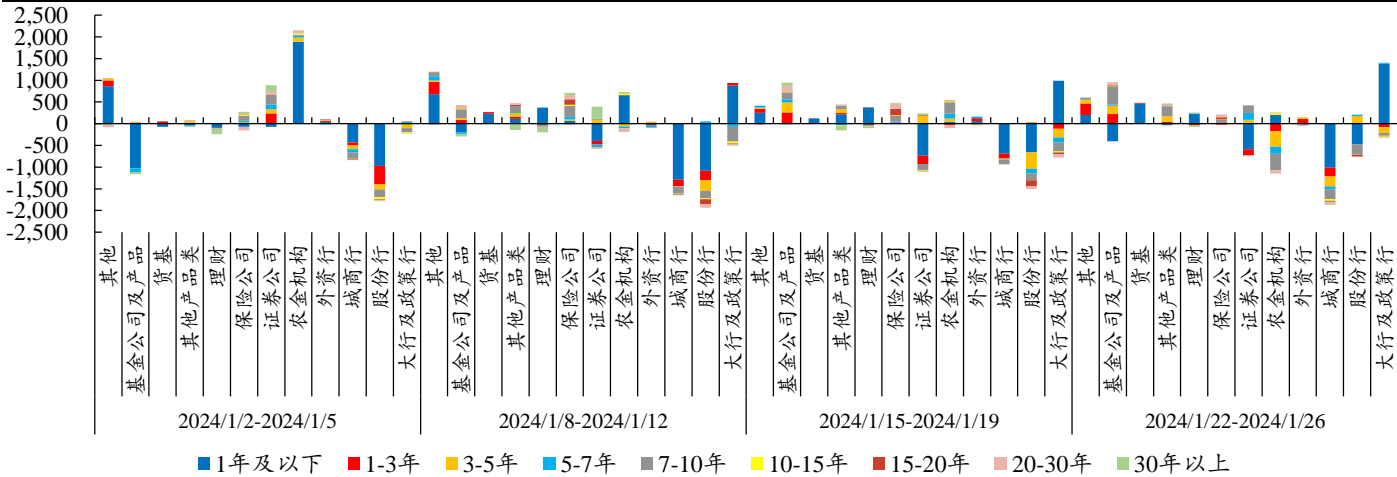
图37: 2024 年初以来大行及政策行、农金机构现券净买入力度较大 (亿元, 按券种)





数据来源: Wind、开源证券研究所

图38: 2024年初以来股份行、城商行现券卖出力度较大(亿元,按期限)



数据来源: Wind、开源证券研究所

国有行: 年初以来维持较大配债力度, 受监管指导平滑信贷节奏影响, 大行年初贷款冲量现象减弱, 主要增配政金债和同业存单来补充资产规模。从久期来看,

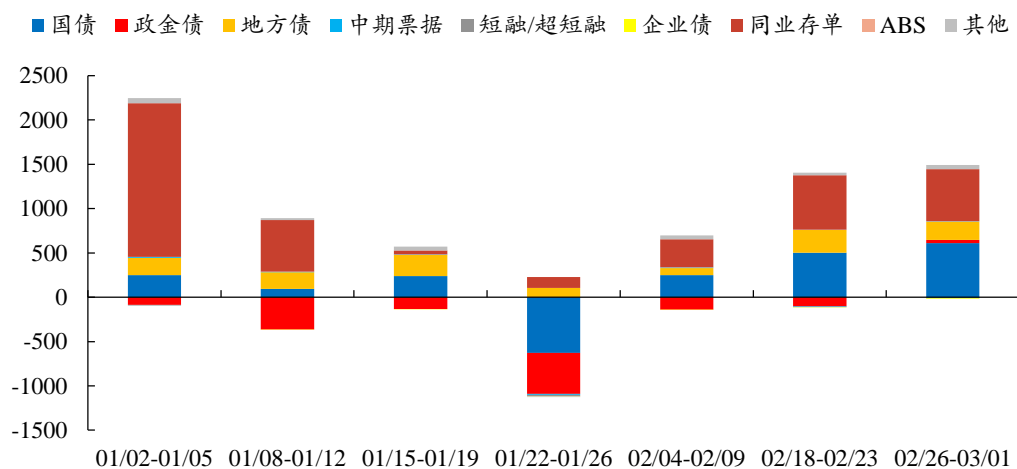
大行卖长买短，卖出长久期债券止盈，买入短久期债券补仓，2024 年利率债供给节奏相对滞后，年初增配短久期品种有利于后续释放仓位。

股份行和城商行：年初以来维持债券净卖出。(1) 二者交易盘占比高，在债市利率持续走低背景下卖出止盈。(2) 部分城商行和股份行资本充足率距监管要求近，资本新规影响下卖出同业存单。(3) 股份行配债额度可能还受到存款增长情况不佳的扰动。

2024 年以来农商行配债维持较大力度，主要增配同业存单和长久期利率债。

(1) 农商行配债资金较为充裕。一方面农商行信贷投放节奏较为平滑，并不会大量在一季度冲信贷，因此一般来说农商行配债节奏比较前置；另一方面 2023 年末国股行下调存款挂牌利率，或有部分存款从大行流向农商行，提供配债资金。

图39：2024 年以来农商行维持较强配债力度（亿元）

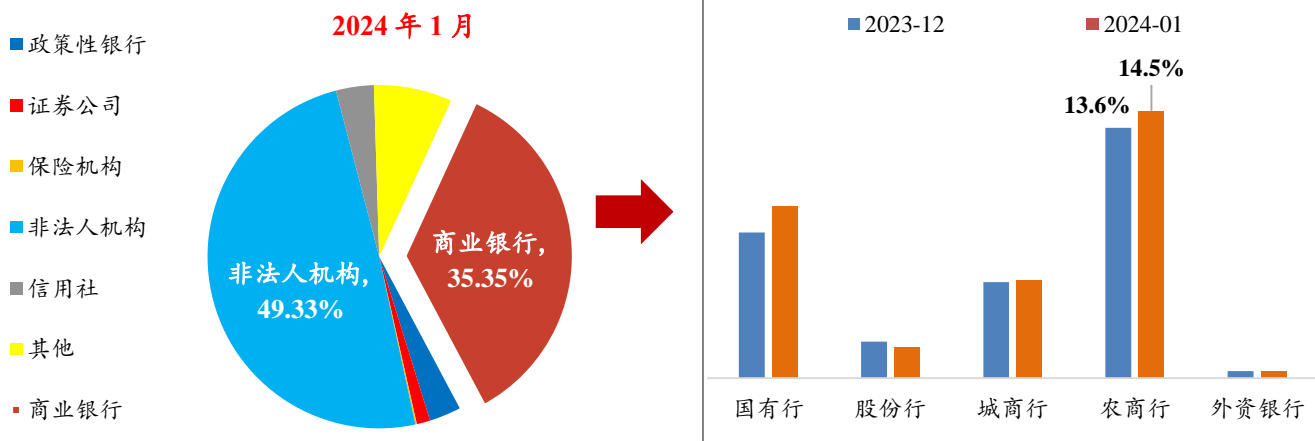


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 增配同业存单：资本相对充裕受资本新规影响小，同业存单供给量多。

从配债品种来看，农商行主要增配同业存单，一方面源于农商行资本较为充裕，资本新规对农商行投资决策影响不大，另一方面源于供给端影响，利率债供给不足，同业存单供给量增长较快。从同业存单持有者结构来看，2024 年 1 月农商行持仓比例上行至 14.5%，环比提升 0.9pct。

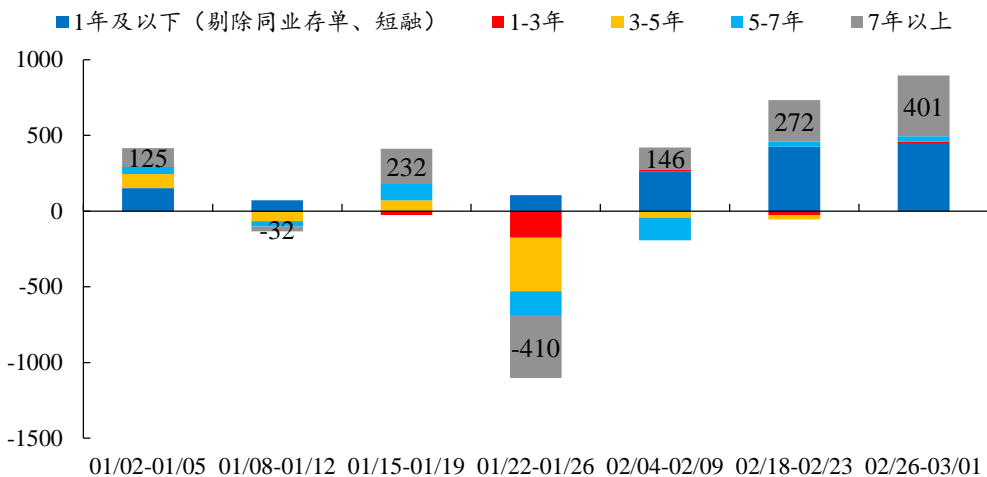
图40：农商行持仓同业存单比例提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 增配长久期利率债。在长债利率持续下行的背景下，2024年2月以来农商行逐渐增配7年期以上长久期利率债，或隐含农商行利率下行预期，提前布局长久期债券以锁定高收益。

图41：2月以来农商行逐渐增配长久期利率债



数据来源：Wind、开源证券研究所

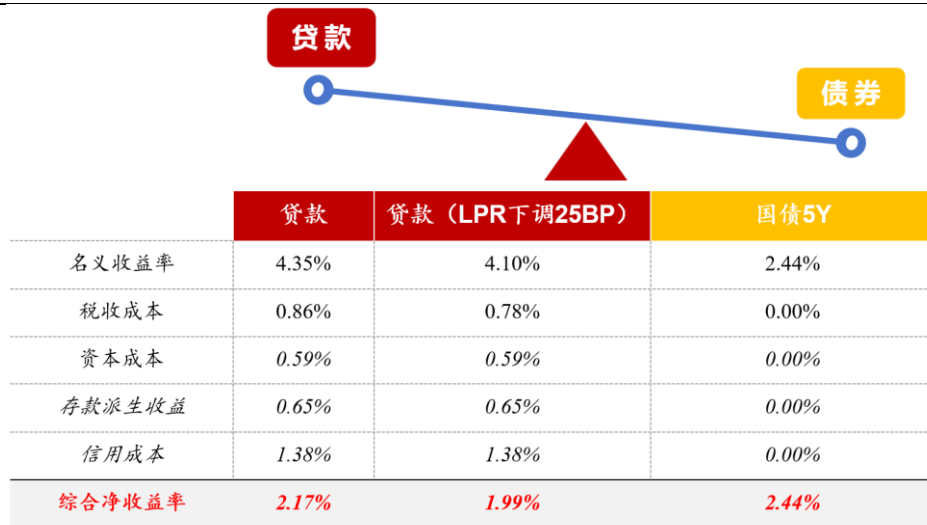
7.2、五个趋势研判

判断 1：LPR 非对称下调使得债贷静态比价的天平向债券倾斜，但动态看不一定。

一是内外部定价调整并不同步，5Y-LPR 下调后挂钩此基准的新发贷款价格马上受影响，但贷款 FTP 调整可能滞后，有短暂的时间差，需要资产负债委员会临时发起决议完成，而且各类型的贷款很大程度受战略导向影响，调整幅度可能并不跟随 LPR。

二是银行决策隐含大量预期管理，截面数据只会作为资产负债委员会决策的方向参考，如果行里决策层研判债券利率仍有比较大下行空间，仍然会选择提早配置债券，反之则会收缩配置规模。

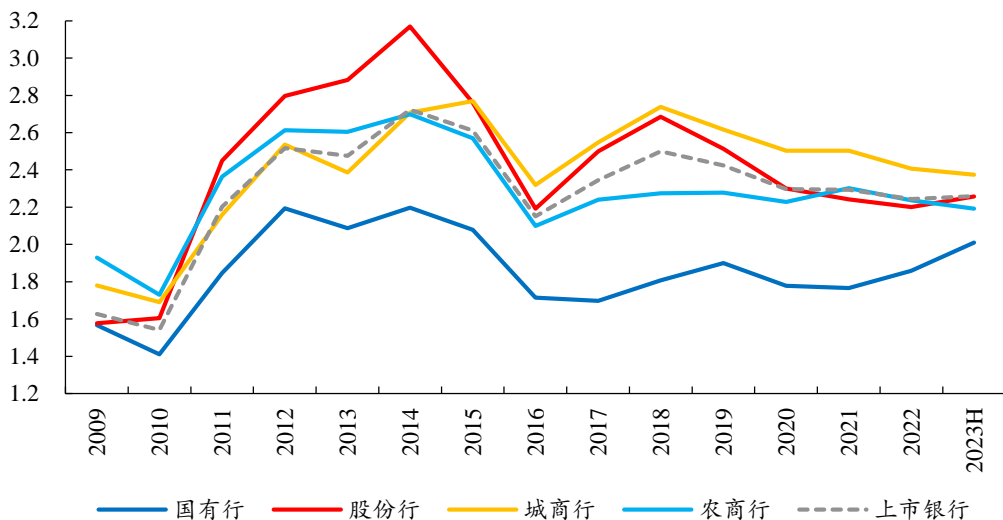
图42：静态看 5Y-LPR 下调后债贷比价天平进一步向债券倾斜



数据来源：Wind、开源证券研究所

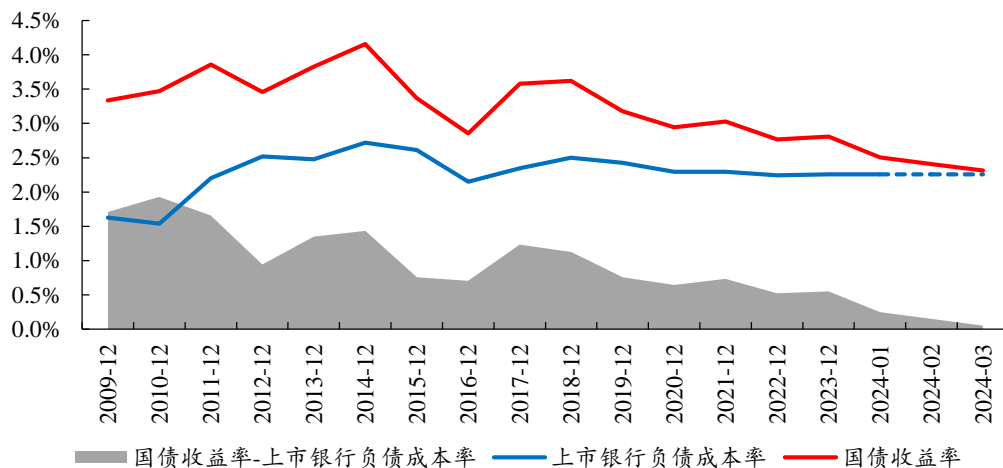
判断 2：存款降成本能打开 FTP 曲线下移空间，但对投资业务影响可能偏慢。我们认为在息差压力下，部分原有存贷 FTP 曲线倒挂的银行可能重新拉平为一条线，或恢复成贷高存低的正常状态。负债成本下行后，银行配置债券的资金成本加点会压缩，对恢复投债意愿有利。但负债成本下降传导到 FTP 调整存在时间差，而且有的银行资产端 FTP 引导力弱，所以对银行自营投债行为的影响可能偏慢。

图43：2023 年上半年，上市银行负债成本率平均为 2.26%（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：10 年国债收益率和银行负债成本率利差降至历史低位



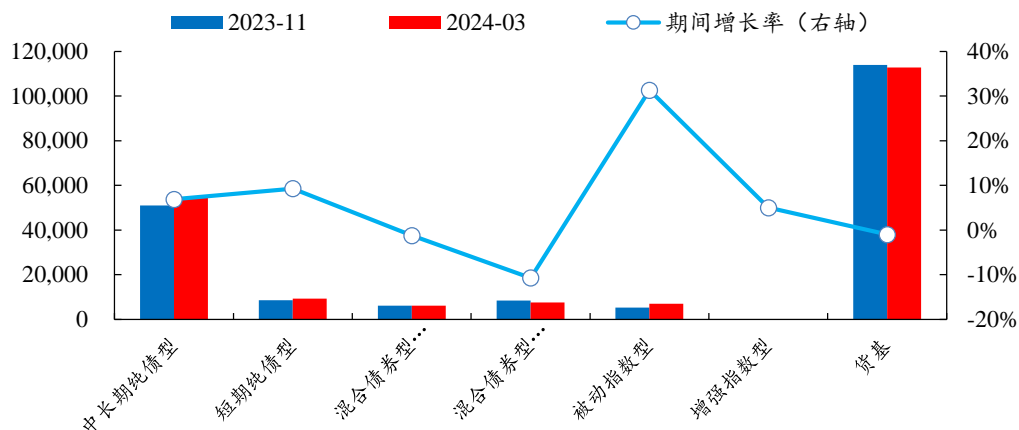
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：国债收益率取均值变频为年度、半年度，上市银行负债成本率取平均值）

判断 3：优质资产荒背景下，对新增资产的收益率和流转要求可能加强。优质资产比较稀缺、负债成本居高不下的情况下，银行对配置额度的使用可能更谨慎。比如有的银行承销的债券会被动持有一部分，2024 年或将更注重把握市场趋势，对这部分持有规模及占比设置更严格的要求，加快流转。

判断 4：盈利压力决定下阶段农商行的配债态度。这些银行可能没有明确的 FTP 机制，可能是很简单的方式直接比较生息资产新发生收益率和吸收负债的边际成本。利润压力轻度，由信贷业务贡献。中度转移到配债，同业存单为主。再加重，下沉信用减少存单/做公募基金委外。

判断 5：对银行投资基金的影响：债券利率快速下行或能对冲部分资本新规赎回压力。2024 年一季度资本新规开始落地执行，货基资本占用幅度抬升，银行自营有赎回货基动力，而指数型债基金底层资产清晰可穿透，资本耗用少，银行偏好程度提升。从各类型基金规模增长情况来看，资本新规的影响已有所体现，2023 年 11 月~2024 年 3 月期间，**货基规模明显收缩，而中长期纯债型基金、短债基金和被动指数型基金均有不同程度的增长**，其中被动指数型基金期间增长率高达 31%。

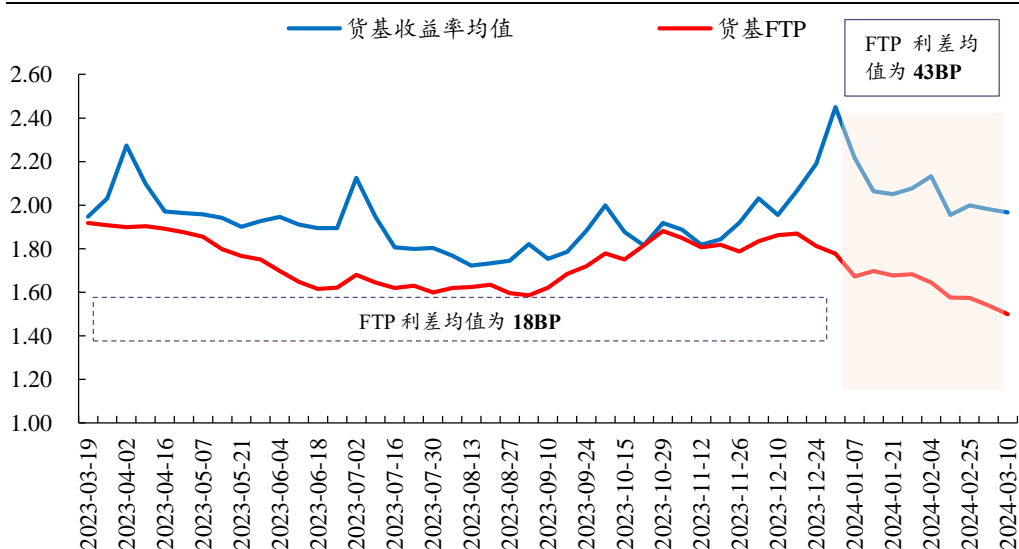
图45：货基规模收缩，被动指数型债基规模高增（亿份）



数据来源：Wind、开源证券研究所

债市利率快速下行，基金 FTP 利差抬升或能冲抵一部分资本新规的影响。由于基金净值波动大，市场化程度高，所以各类型银行很难有普适性的 FTP 定价规则。以银行账簿持有的货基为例，比如 FTP 可能设定为 **上周 3Y 国开债收益率来做移动平均+税收减点**，**税收减点=货基名义收益率*（所得税率+增值税率）**。2024 年以来，债券收益率快速下行，投资基金的 FTP 创利明显提高，抵消了一部分资本成本的抬升的负向影响。

图46：2024 年以来，货基 FTP 利差走阔（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

根据我们测算，资本新规落地后，货基加权平均风险权重约抬升 23pct，资本成本提升 17BP；2024 年以来货基 FTP 快速下行，FTP 利差较 2023 年提升 25BP，大幅缓和了资本新规落地执行对货基的负面影响。

8、2024 年，FTP 如何影响资金业务

8.1、理解“大司库”和“小司库”

司库的职能定位和组织架构设计，各银行有差异。从 FTP 规则角度来理解，“司库”的功能应该是上收风险管理权限，做好流动性和头寸管理。在早期银行的经营中，司库并没有风险管理和盈利要求，主要就是做好各条线的资金归集。但随着债券和货币交易市场的发展，司库部逐渐开始有收益或亏损，要主动做更复杂的利率汇率风险管理，甚至前瞻研判。至此，各类型银行因为人员专业性和资金管理复杂程度不一样，开始对司库的职能和架构设计有一些分化。

大司库：由资产负债管理部对流动性和头寸统一管理，或者有的银行单独成立“司库部、库务部”执行类似功能。这种模式下资负部要负责基本全部的流动性、结构摆布和定价政策，独立向 ALCO 汇报，决策地位高于金市部。

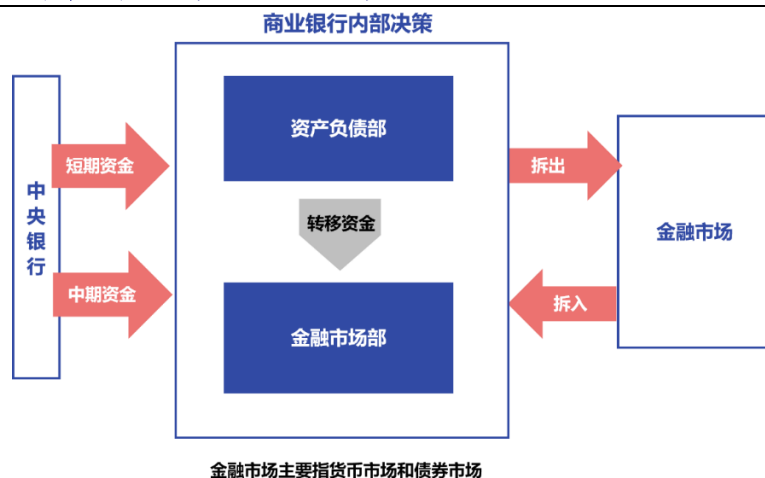
小司库：直接放到金融市场部，承担货币市场交易等功能。小型银行更多是这种模式，我们看到有一些银行金市部专营后成立了“资金运营中心”。这种模式下，资负部和金市部同为一级部门，但有的银行金市部业绩贡献好，其决策话语权更高。资金业务 FTP 的话，更多是金市部自行决定，有一些既当裁判员又当参赛者的感觉。

我国全国性银行的应用：大部分是结合的方式。即司库功能分拆成两部分：前台和后台。前台部分由金市部承担交易职能，后台由资负部监测和政策引导，资负部是负责统筹的一方，其决策地位仍然很高，当然二者需要在全行资产负债管理框架下配合，司库运行状态同步要向 ALCO 会汇报。

8.2、资负—金市“两部门框架”下，资金业务价格传导领先存贷

“两部门框架”下，有点矛盾的地方在于，市场化程度较弱的资产负债部对全行的 FTP 产生关键影响，而市场化程度较强的金融市场部很难影响 FTP 的制定，这就导致债券市场的利率变化不易有效传导至贷款市场。如央行通过 OMO 向银行注入流动性，流动性则首先进入金融市场部，先对货币市场和债券市场利率形成影响。此后剩余的流动性才能进入贷款市场，对于贷款量价的影响会较为滞后。

图47：银行内部决策涉及资金的来源和资金的运用两方面



资料来源：开源证券研究所整理

资金传导路径：短中长期资金→（吸收）司库→（转移）金融市场部→拆出。

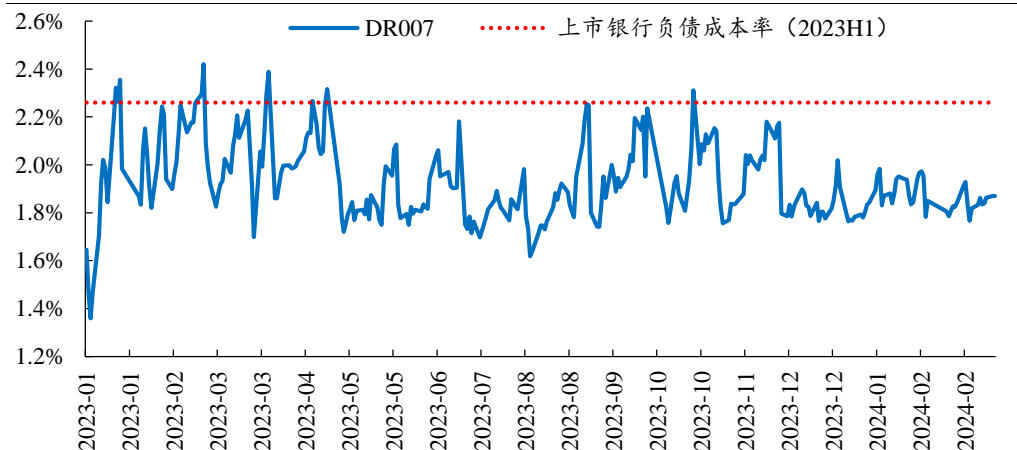
同样的融出业务，其使用资金的 FTP 可能有差异。我们之前介绍过，采用资金专营安排的同业部可能有自己的 FTP，不要总行的钱。但是如果专营部门运作的资产规模，超出了自身融入的同业负债，那么多出来的那部分资金成本如何核算？如果直接用全行平均负债成本给到他们，可能偏高；但如果直接使用同业市场的融资成本，又无法体现这部分资金的风险溢价，因此针对资金业务的不同特征，可能采用差异化的 FTP 进行核算。

8.3、FTP 更多影响银行资金融入/融出的意愿

银行的对外融出能力，跟剩余流动性、跨季安排等有关。FTP 更多是从成本角度，影响银行融出意愿。

资金利率下，负债成本不下。说明同业融出业务的外部定价下移幅度超过 FTP，银行拆出意愿会明显减弱。

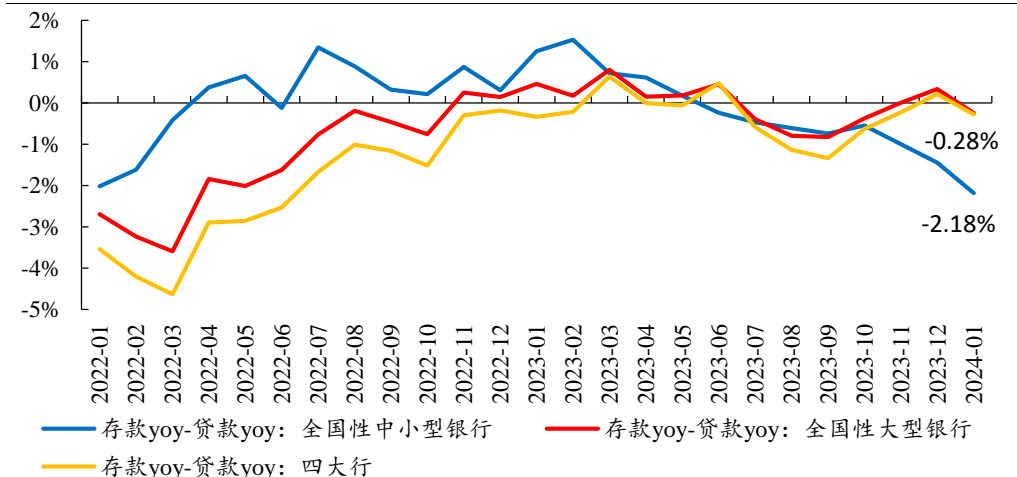
图48：资金成本降低，但银行负债成本刚性



数据来源：Wind、开源证券研究所

资金分层下，FTP 流动性加点的调整可能不同。资金分层可能是股份行和部分城商行出现流动性管理压力。比如年初中小银行存款增长不好，保指标和保盈利不同银行可能有不同策略。保指标的银行可能给予 FTP 的流动性风险指标加点仍然保持比较高的水平，甚至提高。保盈利的银行可能愿意拉长资产久期，同时保持 FTP 的流动性加点不变。

图49：2024 年初中小银行存款增长较弱，存贷增速差较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

8.4、同业存单发行 FTP：直接用点差锁定收益

发行同业存单的 FTP 直接用点差锁定小部分收益提供激励，需要主动吸收负债时，会提高点差。

怎么判断存单发行价格，我们在深度报告《基于银行资产负债行为的同业存单利率研究框架》中全面阐述过同业存单定价受到资产负债头寸缺口、司库预期管理、负债量价平衡、狭义流动性等多方面的影响，2024 年我们认为司库预期管理将发挥更大作用，报备额度的实际使用率或将出现一定差异。

表11：同业存单定价模型示意图

	预期收益率	资产负债行为主导的影响因素				扰动项
		A1	A2	A3	A4	
实际到期 收益率	上限：MLF 利率 中枢：SHIBOR 下限：存款利率	资产负债头寸缺口 (√表示该因素在起作用)	司库预期管理	负债量价平衡	狭义流动性	监管规则变化
		影响程度				一二级市场联动
		β1	β2	β3	β4	-
		(+数量表示该因素影响的强弱)				-
						-

资料来源：开源证券研究所

9、FTP 视角评估新利率环境下的银行经营

(1) 中小银行需“进窄门、行远路”，不要“摊大饼、拼规模”。中小银行由于资源禀赋和所处地理位置的差异，往往不能接触到所有类型的客户。因此他们的资金管理模式更倾向于主动负债型，即“花钱去向客户购买流动性”。如果像大型银行一样面面俱到，这种模式下资金转移使用很分散，定价政策比较复杂，小银行的管理负担更重。科技、人力等条件的约束使得小银行做不到特别精细化，但如果能深耕一类客群、一片区域、聚焦在某一领域，将使资金的来源与应用在客户端变得更加高频，而这恰恰是小银行能发挥自己差异化风险定价和资源分配优势的赛道。受益标的有聚焦小微客群的常熟银行、瑞丰银行。

(2) 低利率时代，比拼的是客群定价能力及资金使用效率。客户定价需要精细化的衡量贡献，一般来说大中型银行战略客户，虽然定价上不占优，但更多强调综合回报。除了存贷业务外，还可在承销、结算、对公理财上有更多维度的合作，从而为银行贡献中收。因此目前已有股份行成立战略客户专营团队进行精准对接，以更好实现客户分层经营，对接客户多样化需求。重点关注中信银行。

表12：受益标的估值表

代码	银行名称	PB		ROE (%)	总营收同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			EPS			评级
		2024-03-15	2023E		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
601998.SH	中信银行	0.5	0.4	8.5	3.3	-2.6	3.0	11.6	7.9	9.6	1.3	1.3	1.5	买入
601128.SH	常熟银行	0.8	0.7	10.6	15.1	12.7	13.7	25.4	21.0	19.4	0.9	1.2	1.4	未评级
601528.SH	瑞丰银行	0.6	0.6	8.1	6.5	8.8	13.3	20.2	16.2	16.5	1.0	0.9	1.1	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、除已覆盖的中信银行外，其余标的均采用 Wind 一致预期；2、盈利预测及估值数据均基于 2024-03-15 收盘价；3、“ROE”为 2023 年前三季度未年化的加权平均 ROE）

图50：股份行近年来发力战略客户的经营

指标	银行	2016		2017		2018		2019		2020		2021		2022	
		总行级	分行级	总行级	分行级	总行级	分行级	总行级	分行级	总行级	分行级	总行级	分行级	总行级	分行级
战略客户数 (户)	招商	-	-	166	2,897	251	8,043	282	5,614	288	6,142	326	6,874	340	6,829
	浦发	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	中信	200	2237	211	2441	-	-	-	-	143	1,400	167	1,500	190	1,600
	民生	-	-	211	-	-	-	-	-	-	-	332	1,084	-	1,351
日均存款余额 (亿元)	招商	2,915	-	3,483	-	5,572	-	6,836	5,298	7,348	5,454	9,791	5,945	10,281	7,008
	浦发	-	-	-	-	3,645	-	5,496	-	7,001	3,128	8,222	5,444	8,677	5,222
	中信	5,933	-	8,657	-	8,951	-	9,825	-	11,818	-	13,019	-	13,674	-
	民生	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9,972	-	10,725	-
贷款余额 (亿元)	招商	2,416	-	2,756	-	4,863	2,854	5,865	2,400	6,213	2,426	8,325	2,746	9,104	3,182
	浦发	-	-	-	-	1,763	-	2,302	-	4,974	2,970	5,573	5,704	6,308	5,958
	中信	-	-	-	-	-	-	6,301	-	7,144	-	7,718	-	7,816	-
	民生	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8,975	-	10,744	-
对公存款余额 贡献度	招商	12%	-	13%	-	20%	-	23%	18%	21%	16%	25%	15%	23%	16%
	浦发	-	-	-	-	15%	-	22%	-	25%	11%	25%	17%	-	-
	中信	21%	-	31%	-	31%	-	32%	-	34%	-	35%	-	35%	-
	民生	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	33%	-	34%	-
对公贷款余额 贡献度	招商	15%	-	17%	-	27%	16%	31%	13%	31%	12%	39%	13%	38%	13%
	浦发	-	-	-	-	10%	-	12%	-	22%	13%	23%	24%	-	-
	中信	-	-	-	-	-	-	32%	-	33%	-	33%	-	31%	-
	民生	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	44%	-	50%	-

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

10、写在后面：思考与呼吁

(1) 银行角度：FTP 或许不该承担太多功能。 FTP 在国际银行业的应用由来已久，20 世纪 80 年代美国银行首次采用，国内大行从 21 世纪初逐渐应用，2010 年后股份行也进入到比较成熟的阶段。但运行多年却越来越偏离其风险管理工具的初衷，甚至成为业务推动部门和资源分配部门博弈的焦点。我们认为在业绩考核、资源分配、产品定价等诸多方面，纳入 FTP 体系确实能极大提升银行的资金使用效率，但管理手段和业务拓展都不应过分关注于此，避免过分差异化，使得加大内部沟通成本。

首先，FTP 政策应服从全行资产负债管理框架。定价政策本身体现的是“引导”而不是“交易”，本质是让全行变得更有效率，在同业中更有竞争力。其次，总行和经营机构可能都需要做到一定程度的“相互理解”。经营机构要充分理解总行的政策导向和压力传导，避免价格套利行为，减少过多优惠政策的诉求。当然总行也要保持定价政策思路的统一、可持续，导向明确，并适当对特殊业务差异化，毕竟如果因为 FTP 只差几个 BP 就放弃一个重要客户确实也太可惜了。

(2) 投资机构角度：银行大类资产的比价值得参考，但不应过度解读。 银行做大类资产安排时，总需要有方向性的指导，最好能准确衡量各类资产的综合贡献，但这肯定做不到。当前，银行的决策机制并没有发展到足够科学和理想的状态，仍然含有非常强的主观性。尤其涉及到资源分配时还涉及到政策导向、监管指标、业绩诉求、未来预判等多因素共同影响，所以我们评估债券—贷款价格的平衡点更多是静态的结果展示，有一定理论参考意义，但不应过分解读。

11、风险提示

宏观经济增速不及预期：若经济复苏进程不及预期，实体融资需求不强，银行信贷投放受阻，银行盈利压力增大。

债市利率大幅波动：银行金融投资占比逐渐提高，债市利率大幅波动会增加银行业绩的不确定性。

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的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	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	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

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

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

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