

## 银行行业

## 如何解释上半年同业存单超季节性净融资？

分析师： 倪军

分析师： 王先爽

分析师： 文雪阳



SAC 执证号：S0260518020004



021-38003646

nijun@gf.com.cn



SAC 执证号：S0260520040002



SFC CE.no: BQV910

021-38003645

wangxianshuang@gf.com.cn



SAC 执证号：S0260524070004



010-59136613

wenxueyang@gf.com.cn

请注意，倪军、文雪阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 核心观点：

- 今年以来存款累计融资规模远超季节性，且不同类型银行趋势较分化。银行为同业存单主要供给方，广义基金、银行为同业存单主要需求方，若存单供给规模出现超季节性波动，往往可归类为“银行体系与非银体系资金流动”和“银行体系内存款流动”两条供需传导路径。基于这一框架，我们可试图解释 2024 年上半年同业存单超额融资背后的原因。
- 年初超季节性：资本新规后的阶段性供需调整。2024 年 1 月，同业存单净融资规模明显超季节性，我们认为主要驱动因素有三：其一，资本新规影响消退后存单供需回归均衡。2023 年 Q4，受资本新规影响，同业存单供需大幅缩表，且为应对流动性考核压力，银行或选择通过大幅减持货币基金来改善 LCR，进而导致非银流动性收紧，存单需求进一步收缩。这一现象持续到 23 年 12 月下旬，一方面资金面改善，另一方面货币基金信用风险权重核算方式基本确定，同业存单供需关系可能出现改善，对应年初各类型银行同业存单净融资规模超季节性，以及各类机构 1 月单月同业存单增持规模高于季节性。其二，存款增速回落。其三，年初票据集中到期，股份行负债端压力或加剧。
- Q2 超季节性：“手工补息”整改影响。4 月“手工补息”整改开始后，各类型银行存款均出现同比少增，其中中国有行存款挂牌利率相对较低，涉及手工补息存款规模更大，4 月单月存款净流出 4 万亿元，因此二季度开始大行同业存单净融资规模大幅提升。整改后存款预计主要流向为中小银行和广义基金。（1）5 月开始中小行存款压力有所缓解；（2）24Q2 理财规模大幅提升，非银体系流动性明显偏宽松，债券配置力度大幅提升。整体来看，手工补息整改以来，银行存款持续流向非银体系，银行表内对公、个人账户存款减少，一部分变为非银存款，同时银行通过同业存单等主动负债改善流动性，而广义基金作为同业存单的主要买方，资金充裕后进一步增持同业存单，最终流出银行体系的对公、个人存款以非银存款和同业存单的形式重回银行负债端。
- 下半年同业存单供给展望。预计下半年同业存单供给将有所回落，边际变化取决于财政扩张力度。（1）预计“手工补息”整改对于存款的影响已接近尾声；（2）目前流动性考核压力不大，测算 5 月末行业 NSFR 高于历史中位数；（3）预计下半年信贷增速依旧承压，财政仍有较大发力空间，若财政发力，银行金市可能扩表。从流动性指标角度看，政府债折算率较低，银行增持政府债对 NSFR 的影响远小于信贷扩张。但政府债缴款力度增加可能导致资金面收紧，LCR 波动，从而带动短期存单融资规模提升，关注下半年财政力度和资金面波动情况。
- 风险提示：政策调控超预期，流动性大幅收紧；财政政策力度不及预期；“手工补息”影响超预期。

相关研究：

|                                     |            |
|-------------------------------------|------------|
| 银行业:关注大行相对收益——银行投资观察 20240707       | 2024-07-08 |
| 银行业:利率新走廊的意义与影响                     | 2024-07-08 |
| 银行资产负债跟踪 20240706:存单发行规模回落，央行准备借券卖出 | 2024-07-07 |

重点公司估值和财务分析表

| 股票简称   | 股票代码      | 货币  | 最新<br>收盘价 | 最近<br>报告日期 | 评级 | 合理价值<br>(元/股) | EPS(元) |       | PE(x) |       | PB(x) |       | ROE(%) |       |
|--------|-----------|-----|-----------|------------|----|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
|        |           |     |           |            |    |               | 2024E  | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E  | 2025E |
| 工商银行   | 601398.SH | CNY | 6.00      | 2024/4/30  | 买入 | 6.67          | 0.99   | 1.00  | 6.06  | 6.00  | 0.58  | 0.55  | 9.99   | 9.44  |
| 建设银行   | 601939.SH | CNY | 7.74      | 2024/4/30  | 买入 | 8.91          | 1.32   | 1.34  | 5.86  | 5.78  | 0.61  | 0.57  | 10.78  | 10.16 |
| 农业银行   | 601288.SH | CNY | 4.55      | 2024/4/30  | 买入 | 5.16          | 0.78   | 0.79  | 5.83  | 5.76  | 0.61  | 0.57  | 10.84  | 10.26 |
| 中国银行   | 601988.SH | CNY | 4.75      | 2024/4/30  | 买入 | 5.30          | 0.75   | 0.76  | 6.33  | 6.25  | 0.58  | 0.54  | 9.50   | 8.96  |
| 邮储银行   | 601658.SH | CNY | 5.13      | 2024/3/29  | 买入 | 7.30          | 0.83   | 0.84  | 6.18  | 6.11  | 0.60  | 0.56  | 10.07  | 9.53  |
| 交通银行   | 601328.SH | CNY | 7.38      | 2024/4/26  | 买入 | 8.56          | 1.17   | 1.21  | 6.31  | 6.10  | 0.56  | 0.52  | 9.22   | 8.86  |
| 招商银行   | 600036.SH | CNY | 34.68     | 2024/4/30  | 买入 | 55.63         | 5.65   | 5.71  | 6.14  | 6.07  | 0.86  | 0.78  | 14.62  | 13.43 |
| 浦发银行   | 600000.SH | CNY | 8.69      | 2024/4/30  | 买入 | 8.74          | 1.18   | 1.33  | 7.36  | 6.53  | 0.40  | 0.38  | 5.54   | 5.92  |
| 兴业银行   | 601166.SH | CNY | 16.61     | 2024/4/26  | 买入 | 30.95         | 3.63   | 3.77  | 4.58  | 4.41  | 0.45  | 0.42  | 10.25  | 9.84  |
| 光大银行   | 601818.SH | CNY | 3.28      | 2024/5/1   | 买入 | 5.38          | 0.62   | 0.63  | 5.29  | 5.21  | 0.41  | 0.38  | 7.91   | 7.57  |
| 平安银行   | 000001.SZ | CNY | 10.14     | 2024/4/20  | 买入 | 17.91         | 2.26   | 2.29  | 4.49  | 4.43  | 0.45  | 0.42  | 10.48  | 9.86  |
| 江苏银行   | 600919.SH | CNY | 7.70      | 2024/4/26  | 买入 | 9.98          | 2.09   | 2.32  | 3.68  | 3.32  | 0.54  | 0.48  | 14.65  | 15.29 |
| 宁波银行   | 002142.SZ | CNY | 21.33     | 2024/4/30  | 买入 | 36.43         | 3.96   | 4.22  | 5.39  | 5.05  | 0.71  | 0.63  | 13.93  | 13.17 |
| 南京银行   | 601009.SH | CNY | 10.03     | 2024/4/27  | 买入 | 14.79         | 1.73   | 1.79  | 5.80  | 5.60  | 0.69  | 0.63  | 12.39  | 11.72 |
| 杭州银行   | 600926.SH | CNY | 13.32     | 2024/4/20  | 买入 | 17.98         | 2.75   | 3.21  | 4.84  | 4.15  | 0.74  | 0.64  | 16.36  | 16.62 |
| 成都银行   | 601838.SH | CNY | 14.73     | 2024/4/25  | 买入 | 20.47         | 3.38   | 3.67  | 4.36  | 4.01  | 0.76  | 0.67  | 18.53  | 17.62 |
| 苏州银行   | 002966.SZ | CNY | 7.39      | 2024/4/27  | 买入 | 10.60         | 1.43   | 1.55  | 5.17  | 4.77  | 0.63  | 0.57  | 12.73  | 12.60 |
| 沪农商行   | 601825.SH | CNY | 6.92      | 2024/4/26  | 买入 | 9.25          | 1.30   | 1.36  | 5.32  | 5.09  | 0.55  | 0.51  | 10.71  | 10.36 |
| 常熟银行   | 601128.SH | CNY | 7.78      | 2024/4/30  | 买入 | 10.91         | 1.41   | 1.64  | 5.52  | 4.74  | 0.76  | 0.67  | 14.70  | 15.01 |
| 工商银行   | 01398.HK  | HKD | 4.32      | 2024/4/30  | 买入 | 5.21          | 0.99   | 1.00  | 4.06  | 4.02  | 0.39  | 0.37  | 9.99   | 9.44  |
| 建设银行   | 00939.HK  | HKD | 5.43      | 2024/4/30  | 买入 | 6.39          | 1.32   | 1.34  | 3.83  | 3.77  | 0.40  | 0.37  | 10.78  | 10.16 |
| 农业银行   | 01288.HK  | HKD | 3.37      | 2024/4/30  | 买入 | 4.18          | 0.78   | 0.79  | 4.02  | 3.97  | 0.42  | 0.39  | 10.84  | 10.26 |
| 中国银行   | 03988.HK  | HKD | 3.47      | 2024/4/30  | 买入 | 4.21          | 0.75   | 0.76  | 4.31  | 4.25  | 0.40  | 0.37  | 9.50   | 8.96  |
| 交通银行   | 03328.HK  | HKD | 5.74      | 2024/4/26  | 买入 | 6.74          | 1.17   | 1.21  | 4.57  | 4.42  | 0.41  | 0.38  | 9.22   | 8.86  |
| 招商银行   | 03968.HK  | HKD | 33.15     | 2024/4/30  | 买入 | 55.74         | 5.65   | 5.71  | 5.46  | 5.40  | 0.76  | 0.69  | 14.62  | 13.43 |
| 中国光大银行 | 06818.HK  | HKD | 2.36      | 2024/5/1   | 买入 | 4.11          | 0.62   | 0.63  | 3.54  | 3.49  | 0.27  | 0.26  | 7.91   | 7.57  |
| 邮储银行   | 01658.HK  | HKD | 4.21      | 2024/3/29  | 买入 | 6.27          | 0.83   | 0.84  | 4.72  | 4.67  | 0.46  | 0.43  | 10.07  | 9.53  |

注：A+H 股上市银行的业绩预测一致，且货币单位均为人民币元；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。表中估值指标按照最新收盘价计算。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 目录索引

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 一、今年以来存款累计融资规模远超季节性 .....    | 5  |
| 二、年初超季节性：资本新规后的阶段性供需调整 ..... | 8  |
| 三、Q2 超季节性：“手工补息”整改影响 .....   | 18 |
| 四、下半年同业存单供给展望 .....          | 20 |
| 五、风险提示 .....                 | 21 |

## 图表索引

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图 1: 同业存单累计净融资规模 (亿元)        | 5  |
| 图 2: 存单累计净融资规模-国有行 (亿元)      | 6  |
| 图 3: 存单累计净融资规模-股份行 (亿元)      | 6  |
| 图 4: 存单累计净融资规模-城商行 (亿元)      | 7  |
| 图 5: 存单累计净融资规模-农商行 (亿元)      | 7  |
| 图 6: 存单单月增持规模-大型银行 (亿元)      | 9  |
| 图 7: 存单单月增持规模-城商行 (亿元)       | 9  |
| 图 8: 存单单月增持规模-农商行 (亿元)       | 10 |
| 图 9: 存单单月增持规模-广义基金 (亿元)      | 10 |
| 图 10: 同业存单月度募集成功率            | 11 |
| 图 11: 政府债-当月净融资 (亿元)         | 11 |
| 图 12: 利率走廊与市场利率 (%)          | 12 |
| 图 13: 同业存单加权平均发行利率 (%)       | 12 |
| 图 14: 货币基金单月份额变动 (亿元)        | 13 |
| 图 15: 去年 Q4 银行与非银流动性分层加剧 (%) | 13 |
| 图 16: 同业存单月度净融资规模-国有行 (亿元)   | 14 |
| 图 17: 同业存单月度净融资规模-股份行 (亿元)   | 14 |
| 图 18: 同业存单月度净融资规模-城商行 (亿元)   | 15 |
| 图 19: 同业存单月度净融资规模-农商行 (亿元)   | 15 |
| 图 20: 单月存款同比多增-四大行 (亿元)      | 16 |
| 图 21: 单月存款同比多增-中小行 (亿元)      | 16 |
| 图 22: 1 月、3 月、半年票据转贴现利率 (%)  | 17 |
| 图 23: 存款单月增量 (亿元)            | 18 |
| 图 24: 银行理财存续规模 (万亿元)         | 19 |
| 图 25: 广义基金单月增持各类债券规模 (亿元)    | 19 |
| 图 26: 银行业 NSFR (测算值)         | 20 |

## 一、今年以来存款累计融资规模远超季节性

截至2024年6月末，个别国股行存单备案使用率已超90%，如农业银行、建设银行、中国银行、华夏银行、渤海银行、恒丰银行等（见报告《2024年上半年同业存单备案及使用盘点》）。从存单净融资来看，年初以来同业存单累计净融资规模远超季节性（见图1），且不同类型银行趋势较分化。国有行存单超季节性净融资主要在1月和5月以后；股份行主要在1月、2月、5月；城商行存单超季节性净融资主要在1~4月，后累计净融资规模有所回落；农商行作为存单主要需求方，供给与过去几年同期基本相当（见图2-图5）。

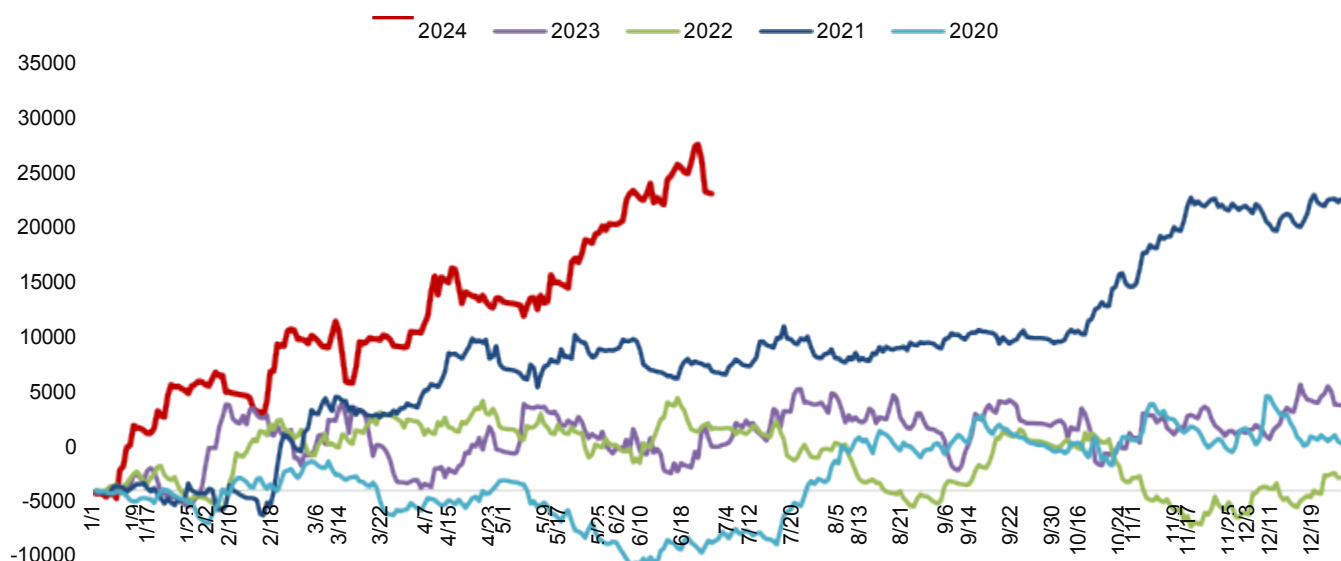
银行为同业存单主要供给方，广义基金、银行为同业存单主要需求方，若存单供给规模出现超季节性波动，往往可归类为两条供需传导路径。

**其一，银行体系与非银体系资金流动。**若大量银行存款流向广义基金，此时银行一般存款减少，其可增发同业存单，广义基金买入存单，流出存款以非银存款和同业存单的形式回归银行负债端；同理，若广义基金出现大规模赎回现象（如2022年末），大量资金从非银体系流向银行存款，银行负债充裕，同时广义基金流动性收紧，存单供给和需求均下降。另外，银行也可主动增发存单，并增持货币基金，货币基金继续存单，进而实现资负两端扩表。

**其二，银行体系内存款流动。**若大行存款大规模流向小行，银行体系内存款稳定性变差，此时大行可能加大同业存单供给，同时小行负债充裕后加大同业存单配置，反之亦然。

基于以上框架，我们可试图解释2024年上半年同业存单超额融资背后的原因。

图 1：同业存单累计净融资规模（亿元）



页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/848023123001006111>

以上  
内容  
仅为  
本文  
档的  
试下  
载部  
分，  
为可  
阅读