2021 年 01 月 13 日

流动性“新知”系列之三：

银行“表”与“里”，二十年之大变局

——宏观深度报告

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

作为流动性“新知”系列第三篇，本文重点从银行的角度重新审视流动性框架。

● **近二十年来，银行报表呈现负债同业化、资产表外化特征，尤其是中小银行**

近二十年来，银行负债结构显著变化，传统负债贡献减弱，同业负债和央行货币投放影响增强。2005 年至 2016 年，银行负债中企业和居民存款占比持续回落，而对银行、非银和央行负债占比抬升近 8.3 个百分点至 2016 年最高 17.3%；其中，央行货币投放和同业存单贡献，2013 年底以来尤为突出。银行负债变化，与银行和银行、非银等同业往来增多、基础货币供给变化，及存款“搬家”等有关。**从负债到资产，同业业务扩张带动银行规模显著增长，部分中小银行得以“弯道超车”。**银行资产结构来看，贷款占比多在 50-55%附近变化，而同业资产占比从 2005 年的 12.2%抬升至 2016 年最高 25.2%，尤其在 2013 年、2016 年前后增长较快，主要缘于银行通过买入返售、应收账款等腾挪资金出表。其中，中小银行同业业务扩张明显快于大行，使得中小银行规模从大行的一半增长至两者相当。

● **从表内到表外，银行资金出表和表外理财等规模，从迅速扩张到同业收缩**

银行资金出表和表外理财等的持续扩张、尤其是 2014 年至 2016 年的快速“膨胀”，带动同业、非标融资等扩张。2010 年信贷收紧后，银行资金出表增多，推动股权及其他投资项规模，从 2011 年初不到 1 万亿元增长至 2017 年初超 23 万亿元；同时，理财规模也大幅增长，从 2010 年底 2.8 万亿元增长至 2017 年超 30 万亿元。银行表内外资金，流向券商资管等渠道，带动信用债、非标融资等扩张。**随着空转套利等监管趋严，银行表外业务的无序扩张得以遏制，同业空转现象 2017 年开始明显减少。**表外业务扩张过程中，资金逃避监管、违规流向房地产、多层嵌套、刚性兑付等行为，导致金融风险快速累积。相关的监管措施也在不断完善升级，尤其是 2017 年以来，“三三四十”、资管新规等监管措施密集落地实施；随后，资金出表业务、同业理财等大幅收缩，表外理财规模增长基本停滞。

● **告别同业快速扩张后，金融机构流动性分层、实体信用分层现象逐步凸显**

随着银行同业和表外业务等明显收缩，银行与银行、非银之间的流动性分层现象逐渐凸显。2017 年之前，银行同业业务、表外理财等扩张，淡化了银行对传统存款依赖，尤其是中小银行；银行与非银往来增多，也带来非银规模“膨胀”。2017 年以来的监管加强，加大了部分前期同业扩张较快的银行负债端压力，进而导致大行与中小行流动性分层逐渐凸显，银行与非银之间的流动性分化也随之加剧。**从银行到实体，表外融资多元化，但风险大多留在表内；打破刚兑下，信用分层凸显，要靠风险分散下的多元融资来弥合。**银行资金出表和表外业务等扩张，加速债券、非标等扩张，带动实体融资多元化；但普遍存在的刚兑等，使得大部分风险依然停留在银行，有些风险甚至没有被充分监管和定价。随着刚兑打破，实体信用分层在 2018 年后加速显现，构建多元融资、实现风险分散或是破局之道。

● **风险提示：**金融风险暴露，及监管政策变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-信用“收缩”加速》-2021.1.12

《宏观经济点评-输入型通胀风险，不足为虑》-2021.1.12

《宏观经济专题-2021 年，主要部委的工作主线》-2021.1.11

目 录

1、 近二十年银行大变迁，负债同业化、资产表外化 4
1.1、 告别传统、拥抱同业负债，银行负债“快速膨胀” 4
1.2、 从负债同业化到资产表外化，中小行“弯道超车” 6
2、 从表内到表外、从快速增长到同业收缩 8
2.1、 表外业务快速扩张，带动非标和同业迅速增长 8
2.2、 随着监管趋严，资金回表和表外独立发展趋势已定 11
3、 从金融到实体，流动性格局重塑下的分层与弥合 13
3.1、 从同业扩张到收缩，银行流动性分层已加速显现 13
3.2、 从金融到实体，信用分层要靠多元化融资来弥合 16
4、 研究结论 18
5、 风险提示 19

图表目录

图 1: 银行负债端存款居首，其次为同业负债和债券发行 4
图 2: 银行对银行、对非银负债先后扩张 4
图 3: 2012 年以来，银行间市场大幅扩容 5
图 4: 2013 年后，货币基金扩张迅速，占存款比重抬升 5
图 5: 2014 年后基础货币缺口增大 5
图 6: 2014 年后央行对银行、银行对非银债权明显扩张 5
图 7: 2012-2016 年间，中小行同业负债增速明显更高 6
图 8: 大行和中小行流动性分层，受冲击后格外凸显 6
图 9: 银行资产端包括贷款、债券投资和同业资产等 6
图 10: 同业资产明显扩张、对政府债权 2015 年后扩张 6
图 11: 同业资产扩张与同业负债迅速增长密切 7
图 12: 银行买入返售、应收款项类投资先后扩张 7
图 13: 2015 年地方债供给放量后，对政府债权明显扩张 7
图 14: 银行持有地方债规模占托管量比重 85%左右 7
图 15: 中小银行股权及其他投资规模扩张明显更快 8
图 16: 中小银行资产迅速扩张，赶超大型银行 8
图 17: 部分中小银行资产规模增长显著高于大型银行 8
图 18: 表外业务扩张包括资金出表和银行表外理财 9
图 19: 2013 年后，买入返售、应收款项类投资先后扩张 9
图 20: 2014-2016 年间，银行同业理财增长近 11 倍 9
图 21: 基金子公司资金来源中银行占比超过 60% 10
图 22: 基金子公司主要投资委托、信托贷款等非标资产 10
图 23: 理财产品配置债券比重达 40%以上 10
图 24: 理财产品配置债券以信用债为主，利率债相对少 10
图 25: 2014-2016 年间同业理财明显扩张 11
图 26: 2014-2015 年间，资金信托流向证券市场明显增多 11
图 27: 监管升级后债券投资、股权及其他投资明显回落 12
图 28: 金融同业理财规模在 2016 年后大幅下降 12
图 29: ABS 发行量增多以缓解资金压力 13

图 30: 商业银行持有 ABS 占比近 6 成 13
图 31: 银行净值型产品自 2017 年来增长近 14 倍 13
图 32: 2019 年底以来，理财子公司产品发行明显增多 13
图 33: 银行表内外部分资金循环 14
图 34: 银行间通过同业模式实现资金循环 14
图 35: 2017 年后，基金持有同业存单占比超过银行 14
图 36: 货币基金持有同业存单近 6 成 14
图 37: 监管升级后，同业负债明显收缩 15
图 38: 2017 年后，股份制行等同业存单净融资明显减少 15
图 39: 2016 年以来，同业负债率明显回落 15
图 40: 2016 年后，结构性存款迅速增长，尤其是中小行 15
图 41: 中小银行揽储能力相对较弱 16
图 42: 中小银行资金成本明显高于大型银行 16
图 43: 2010 年后，非标融资开始明显增多 16
图 44: 信托贷款一度明显扩张 16
图 45: 实体融资明显分层，民企较央企信用利差更高 17
图 46: 2018 年以来，流向小微企业贷款明显增多 18
图 47: 2018 年以来，流向地产行业的资金增速放缓 18

表 1: 针对银行同业业务、通道业务、防范流动性风险等政策相继出台 11
表 2: 风险向银行等金融机构集中(万亿元,%) 17
表 3: 银行业金融机构回归本源、支持小微、服务实体 17

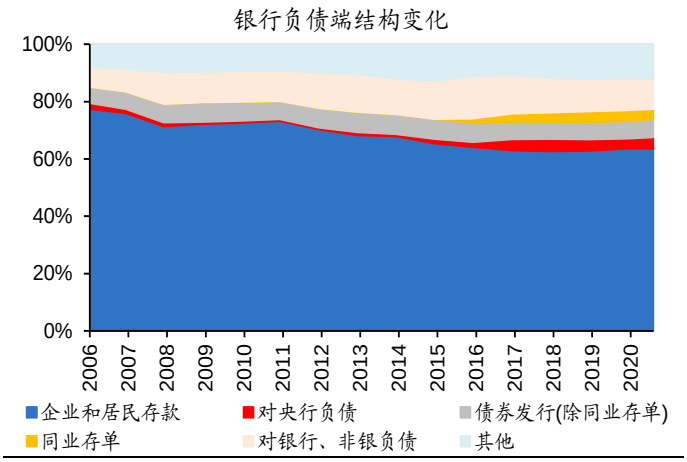
作为流动性“新知”系列第三篇，本文重点从银行的角度重新审视流动性框架。

1、 近二十年银行大变迁，负债同业化、资产表外化

1.1、 告别传统、拥抱同业负债，银行负债“快速膨胀”

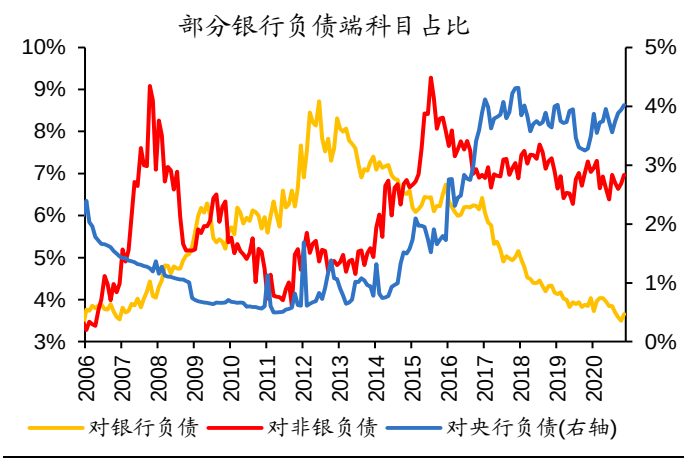
近二十年来，银行负债结构显著变化，传统负债贡献减弱，同业负债和央行货币投放影响增强。2005 年以来，银行负债中企业和居民存款占比持续回落，从 2005 年的 77.5%下降至 2017 年最低 62.7%；同时，对银行、非银和央行的负债合计占比抬升近 8.3 个百分点至 2016 年最高 17.3%。其中，对银行负债和非银负债扩张，使其占银行总负债比重在 2012 年和 2015 年达到高点、分别为 8.3%和 9.3%；2013 年底以来，央行和同业存单成为银行重要负债来源。

图1：银行负债端存款居首，其次为同业负债和债券发行[1]



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：银行对银行、对非银负债先后扩张

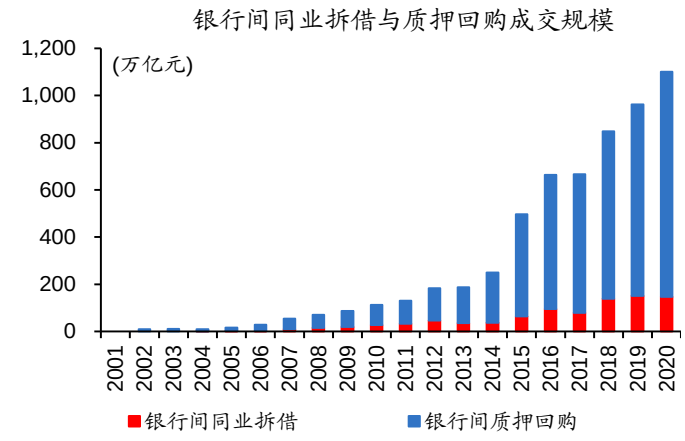


数据来源：Wind、开源证券研究所

银行负债端变化，与银行和银行、非银等同业往来增多、基础货币供给变化，及存款“搬家”等有关。2005 年以来，对银行负债持续增长、尤其是在 2012 年加速增长，与银行间市场扩容带来的同业拆借等交易增多有关。2013 年，以余额宝为代表的互联网货币基金，吸引银行“存款搬家”，然后又通过同业拆借、协议存款等方式，使资金回流到银行体系，带动对非银负债快速增长；类似地，券商、信托等资管业务扩容，也成为银行负债来源。2014 年以来，基础货币供应由外汇占款转向由央行主动提供，逆回购、MLF 等投放表现为对央行负债增加。

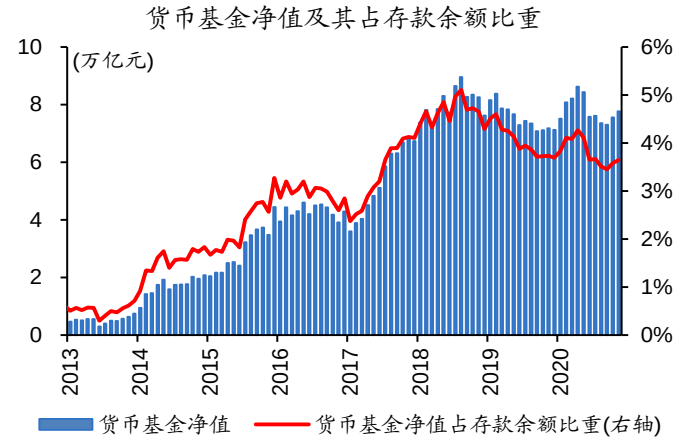
[1] 对央行负债：向中央银行借入的款项，包括再贷款、再贴现、公开市场操作等一系列货币政策工具。
对银行负债：从其他商业银行吸收的存款和拆入资金等。
对非银负债：从非银机构吸收存款和拆入款项等，主要包括证券公司的客户保证金、券商资管和基金公司存款等。
债券发行（除同业存单）：商业银行发行的各类债券，包括商业银行普通债、次级债和政策性银行债等。

图3：2012 年以来，银行间市场大幅扩容



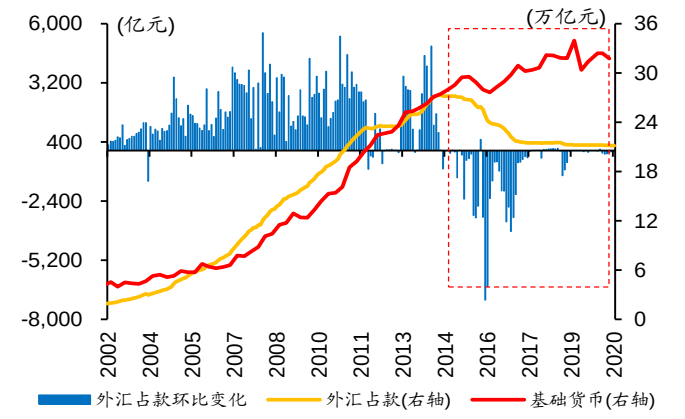
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2013 年后，货币基金扩张迅速，占存款比重抬升



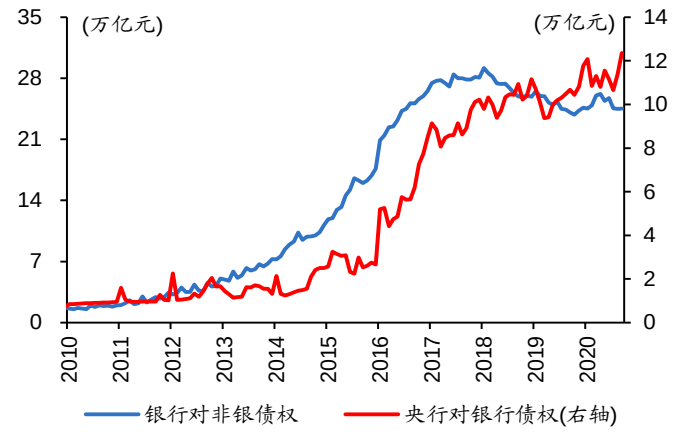
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2014 年后基础货币缺口增大



数据来源：Wind、开源证券研究所

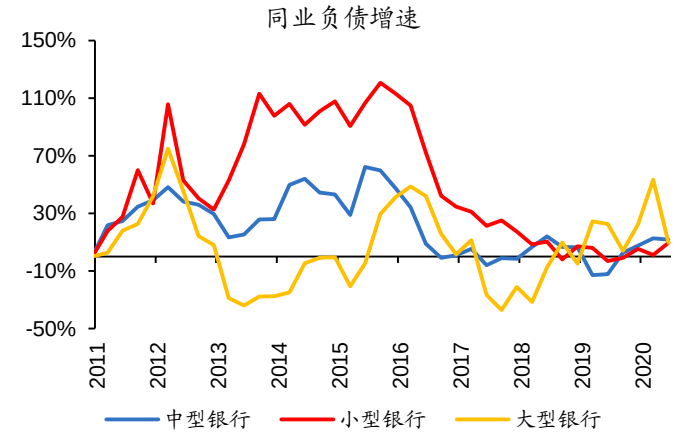
图6：2014 年后央行对银行、银行对非银债权明显扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

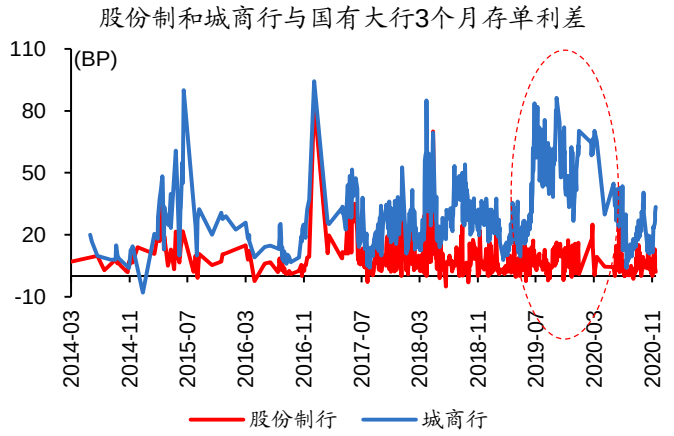
相较于大行，中小银行同业负债扩张较快、对同业资金依赖度上升，更容易受到流动性冲击。2012 年至 2016 年，中小银行同业负债扩张速度，显著快于大行，表现在中小银行同业负债增速中枢维持在 50%以上，而大型银行同业负债增速一度转负；基础货币供应方式的变化，也使得中小银行需要更多通过同业市场获得资金，导致中小银行对货币市场流动性变化较为敏感。例如，包商银行被托管后，城商行同业存单发行难度加大、成本上升，与大行利差显著扩大。

图7：2012-2016 年间，中小行同业负债增速明显更高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：大行和中小行流动性分层，受冲击后格外凸显

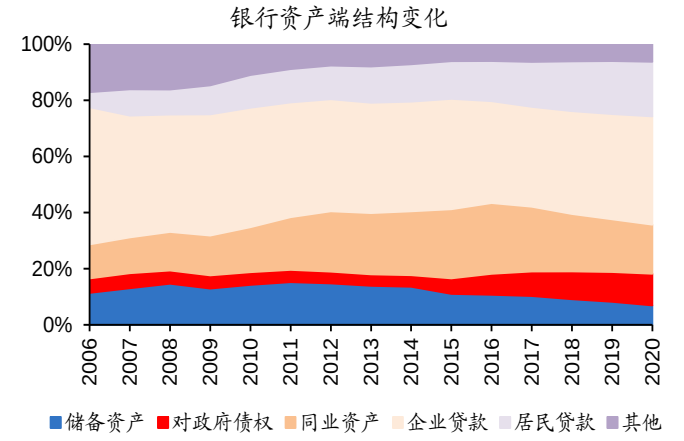


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 从负债同业化到资产表外化，中小行“弯道超车”

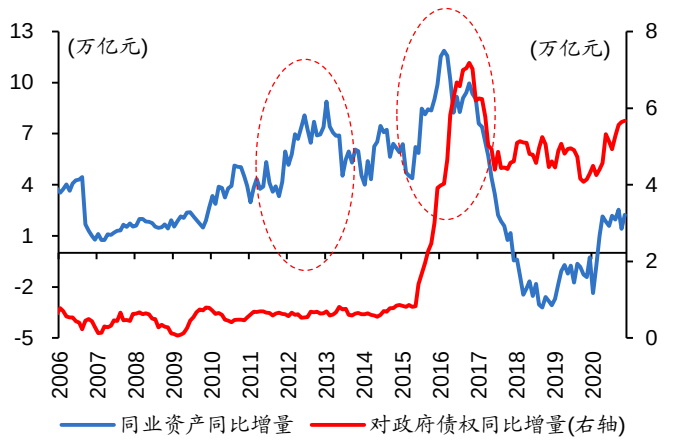
类似负债端，银行资产结构也经历显著变化，同业资产明显扩张、银行持有政府债券增多。银行资产端主要包括，企业和居民贷款、对政府债权，及拆借回购、同业存单等同业资产。其中，企业和居民贷款合计占比多在 50-55%附近变化，而同业资产增速从 2005 年的 12.2%抬升至 2016 年最高 25.2%，尤其在 2013 年、2016 年前后增长较快。此外，银行对政府债权，2015 年以来显著增长。

图9：银行资产端包括贷款、债券投资和同业资产等[2]



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：同业资产明显扩张、对政府债权 2015 年后扩张



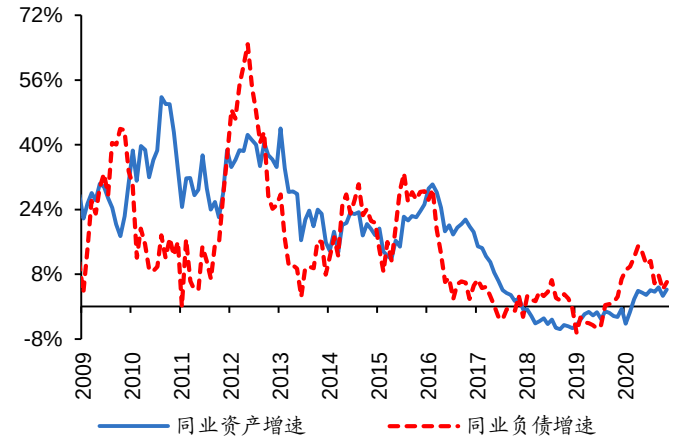
数据来源：Wind、开源证券研究所

同业资产的扩张，与同业负债和资金出表增多等紧密相关，而银行持有政府债券增多缘于地方债供给增加。相较于一般存款，同业负债的高成本、短期限，决定了银行贷款可能较难满足成本收益匹配，使得银行有动力将资金出表、或者投资一些

[2] 储备资产：包括准备金存款和库存现金
对政府债权：指商业银行持有的政府债券，包括国债和地方政府债。
同业资产：包含对银行同业债权和对非银同业债权，其中，对银行同业债权包含同业存款、拆解回归、同业存单、债券等；对非银债权包含存放和拆放给非银机构的款项以及持有的非银机构发行的债券。

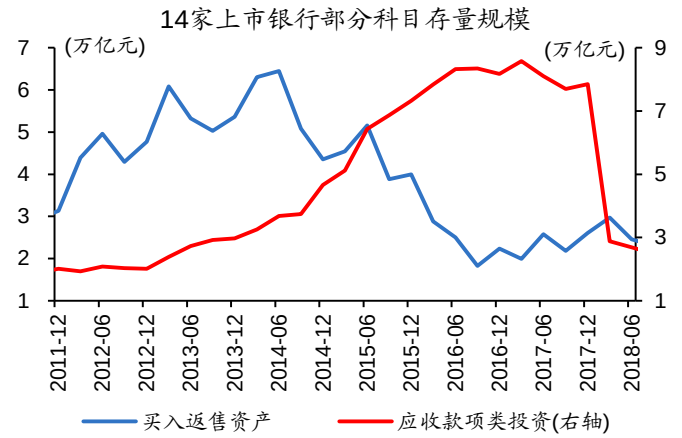
高收益刚兑型金融产品，2013 年前后买入返售模式居多、2016 年以来主要腾挪应收款项类投资科目。银行持有的政府债券包括国债和地方债，2015 年以来地方债供给持续、大幅增长，是银行对政府债权增长的主要原因。

图11：同业资产扩张与同业负债迅速增长密切



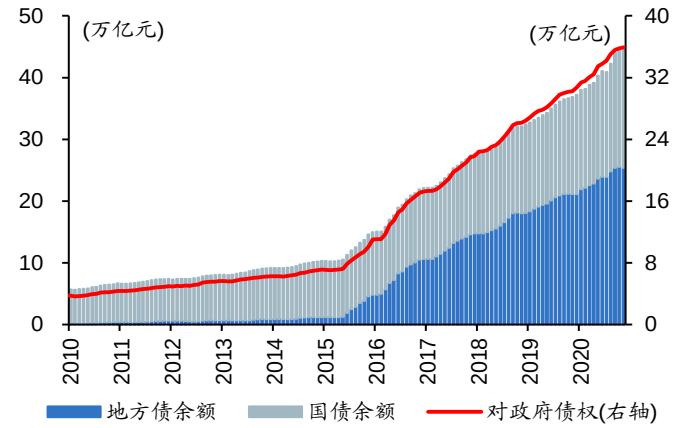
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：银行买入返售、应收款项类投资先后扩张



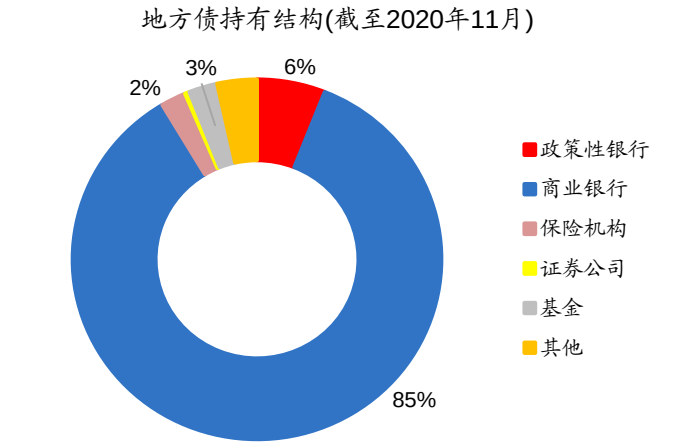
数据来源：公司年报、开源证券研究所

图13：2015 年地方债供给放量后，对政府债权明显扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

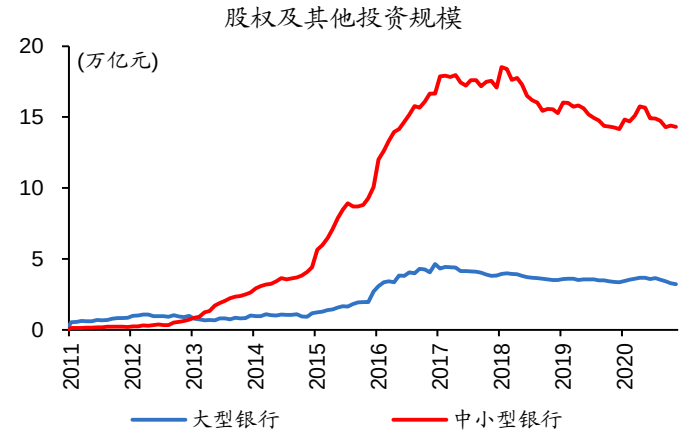
图14：银行持有地方债规模占托管量比重 85%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

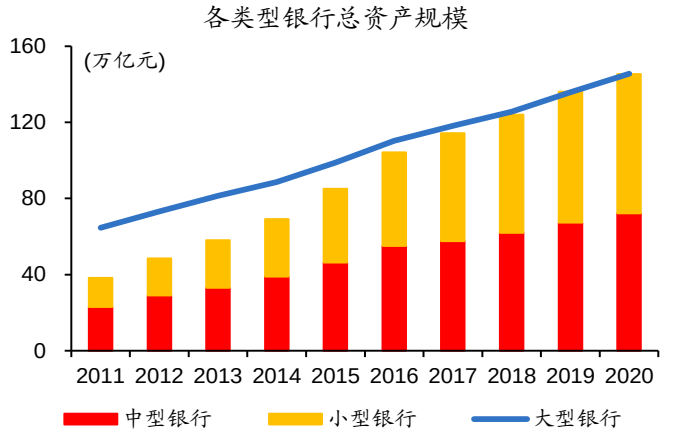
借助同业业务，中小银行加快扩张、规模已与大行相当，部分中小行实现“弯道超车”。相较于大行，中小银行资金出表、开展同业业务的积极性较高，股权及其他投资项增长明显快于大行，规模从 2011 年初的 0.1 万亿元扩张至 2018 年初最高的 18.5 万亿元，而大行最高只有 4.6 万亿元。相应地，中小行资产规模增长明显快于大行，截至 2021 年 11 月，中小银行总资产规模与大行相当。其中，部分城商行和农商行资产规模 10 年间增长 10 倍以上，而同期国有大行资产规模仅增长 2.5 倍。

图15：中小银行股权及其他投资规模扩张明显更快



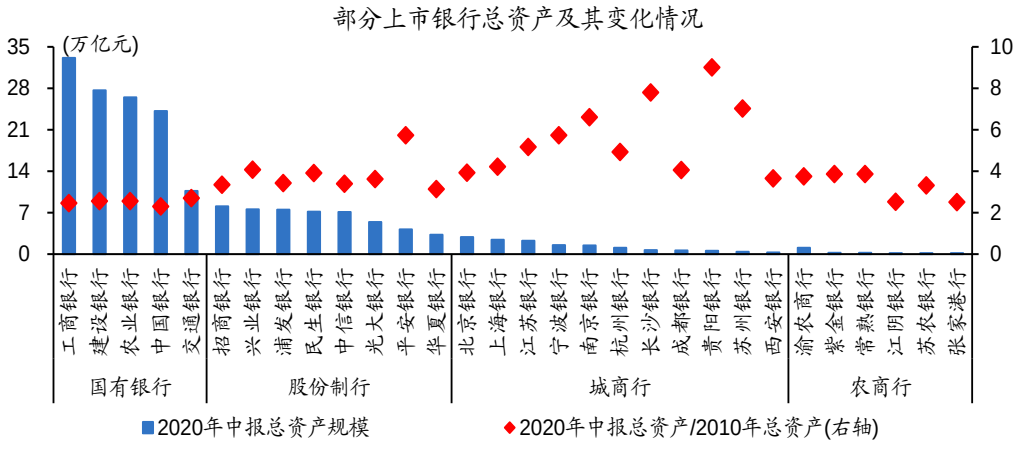
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：中小银行资产迅速扩张，赶超大型银行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：部分中小银行资产规模增长显著高于大型银行



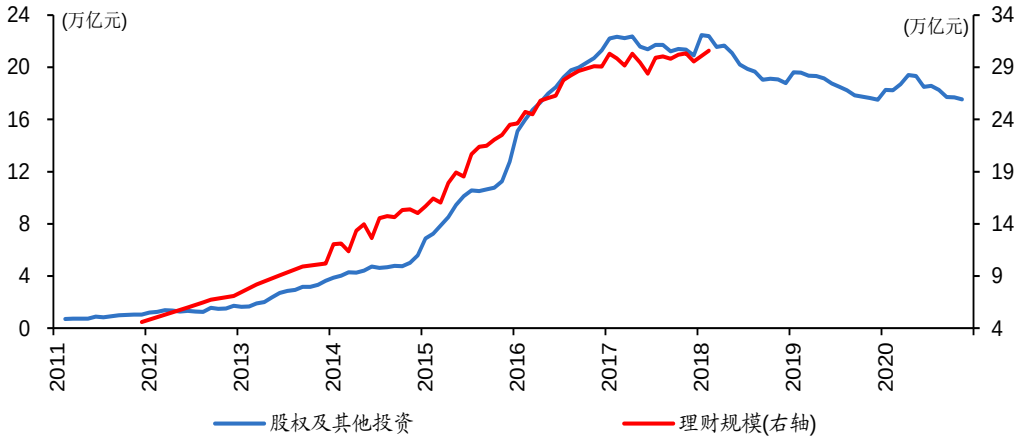
数据来源：公司年报、开源证券研究所

2、 从表内到表外、从快速增长到同业收缩

2.1、 表外业务快速扩张，带动非标和同业迅速增长

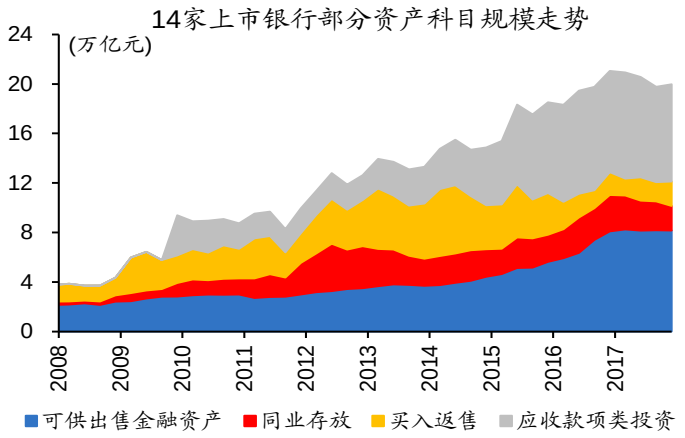
资金出表和表外理财是银行进行表外业务的两种模式，2010 年开始先后经历大幅扩张、尤其在 2014 年至 2016 年规模明显“膨胀”。2010 年信贷收紧后，银行资金出表明显增多，推动股权及其他投资项规模，从 2011 年初不到 1 万亿元增长至 2017 年初超 22 万亿元；从上市银行报表来看，买入返售、应收账款等规模先后扩张。同时，银行理财规模也持续大幅增长，从 2010 年底 2.8 万亿元增长至 2017 年最高超 30 万亿元；其中，同业理财扩张尤为突出，规模在 2014 年至 2016 年增长了近 11 倍。

图18：表外业务扩张包括资金出表和银行表外理财[3]



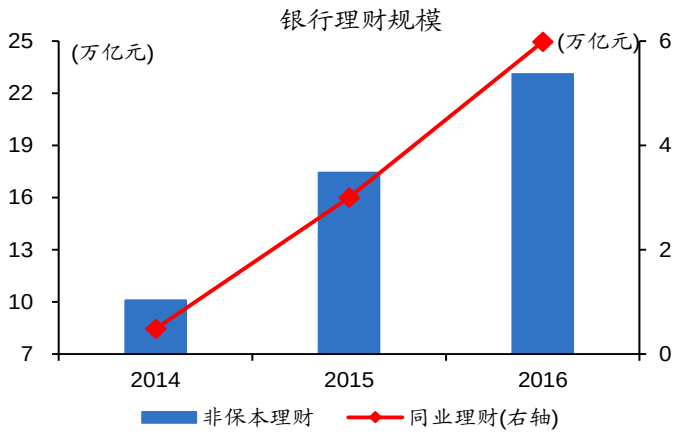
数据来源：公司年报、Wind、开源证券研究所

图19：2013 年后，买入返售、应收款项类投资先后扩张



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图20：2014-2016 年间，银行同业理财增长近 11 倍

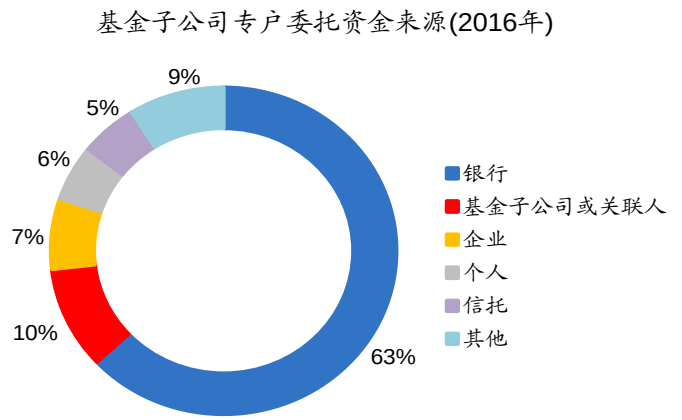


数据来源：中国银行业理财市场年度报告、开源证券研究所

不同业务模式，投向也存在差异；资金出表大多流向非标资产，理财资金以配置债券等标准资产为主。银行资金出表，除买入未贴现承兑汇票等外，还借助信托、券商资管、基金子公司等通道，以收益权、委托贷款、信托贷款等形式，间接向实体提供融资。例如，2016 年基金子公司专户 63%的资金来自银行，而近 57%的资金投向了委托贷款、信托贷款、债权投资等非标资产。相较之下，理财以债券和存款配置为主、合计达 61%，而非标类资产占比只有 17%。

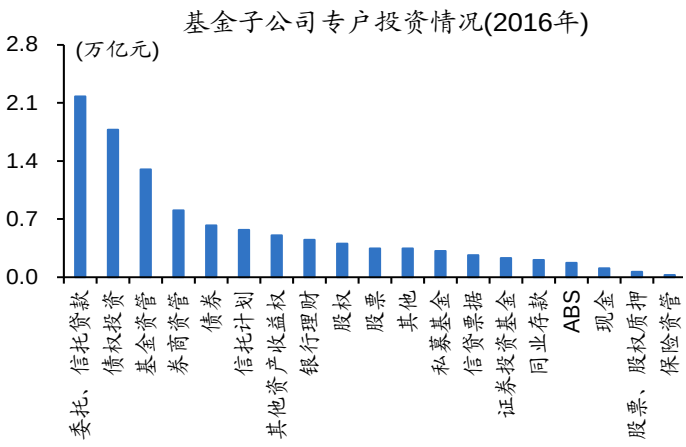
[3] 2018 年后，银行理财规模未有连续数据公布。

图21：基金子公司资金来源中银行占比超过60%



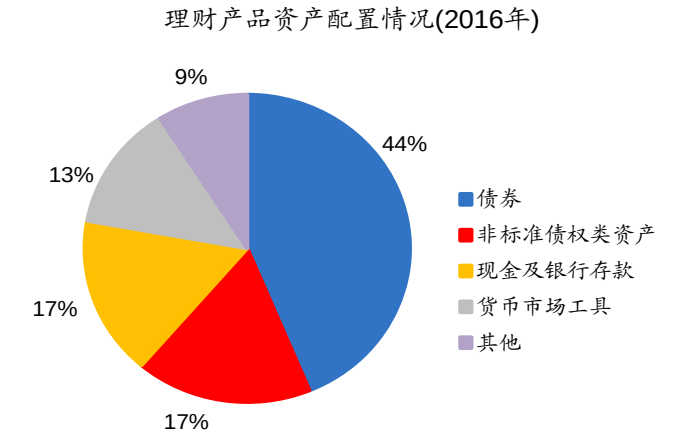
数据来源：中国基金业协会、开源证券研究所

图22：基金子公司主要投资委托、信托贷款等非标资产



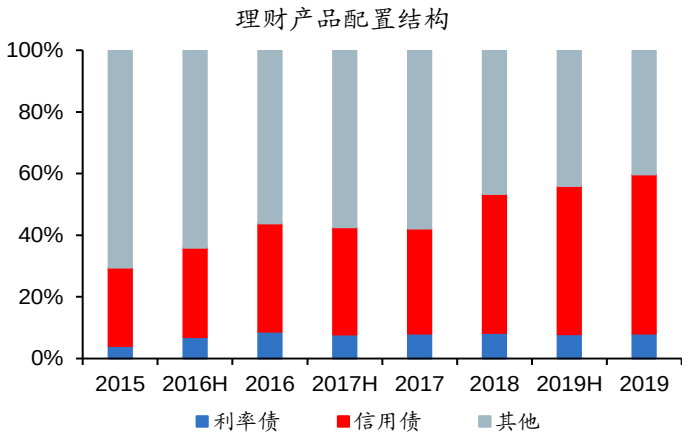
数据来源：中国基金业协会、开源证券研究所

图23：理财产品配置债券比重达40%以上



数据来源：中国银行业理财市场年度报告、开源证券研究所

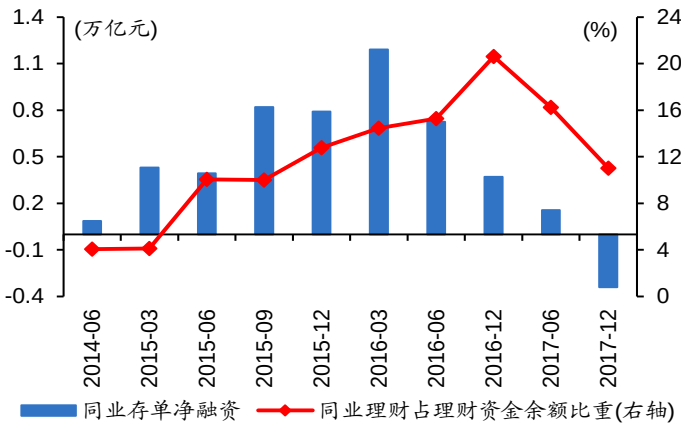
图24：理财产品配置债券以信用债为主，利率债相对少



数据来源：中国银行业理财市场年度报告、开源证券研究所

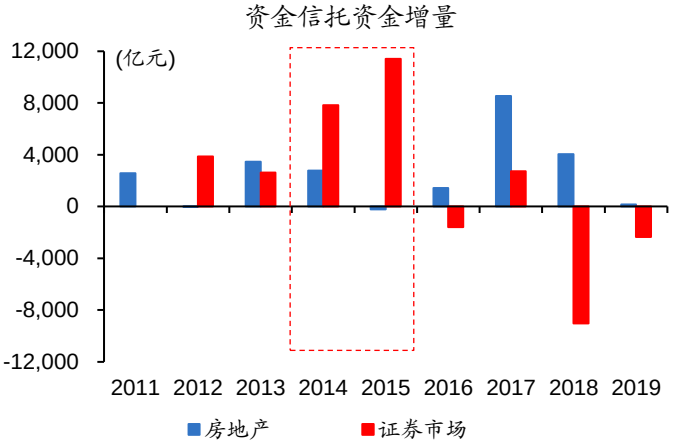
表外业务扩张过程中，资金出表逃避监管、违规流向、多层嵌套等行为，导致金融风险快速累积。买入返售等模式的创新，为银行节省资本消耗、规避信贷约束等提供了便利，使得相关业务规模快速“膨胀”，但风险缺乏合理有效的管控。同时，表外理财，与券商资管、基金子公司等合作，经过多层嵌套等，带动资管产品规模大幅扩张，但刚兑、期限错配等问题，使得潜在流动性风险、信用风险等持续累积。

图25：2014-2016 年间同业理财明显扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2014-2015 年间，资金信托流向证券市场明显增多



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 随着监管趋严，资金回表和表外独立发展趋势已定

2017 年以来，银行同业业务、理财等的监管措施不断完善，以资管新规为代表的统一监管政策加大了监管套利难度。针对银行资金通过信托和票据出表等行为，当局加强相关业务后，机构又创新业务模式来绕过监管。例如，2014 年 127 号[4]文限制买入返售出表行为后，资金借助应收款项类投资出表。但分业监管模式下，跨机构行为的监管缺乏穿透监管问题并没有得到有效解决。2017 年围绕银行同业业务专项治理、2018 年资管新规的推出，从内外两个方面进一步加强监管，尤其是资管新规及其配套细则，打破分业监管的局限，以统一框架来约束表外理财等资管业务。

表1：针对银行同业业务、通道业务、防范流动性风险等政策相继出台

时间	文件	主要内容
2011 年 1 月	关于进一步规范银信合作理财业务的通知	要求各商业银行 2011 年年底前将银信理财合作业务表外资产转入表内，融资类银信合作理财产品中的信托贷款余额以至少每季度 25%的比例压缩。
2013 年 3 月	关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知	理财资金投资非标准化债权资产的余额在任何试点均以理财产品余额的 35%与商业银行上一季度审计报告披露总资产的 4%之间孰低者为上限。
2014 年 4 月	关于规范金融机构同业业务的通知	界定并规范了同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售(卖出回购)等同业投融资业务。
2017 年 3 月	缘于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知	对同业业务中“三违反”行为进行专项整治，重点检查同业理财和投资业务，检查业务中涉及的担保、兜底承诺，违规签订“抽屉协议”及“阴阳合同”。
2017 年 3 月	关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知	利用同业业务进行监管套利规避信用风险指标、资本充足率指标、流动性风险指标等其他类指标。针对当前各机构同业业务、投资业务、理财业务中存在的杠杆高、嵌套多、链条长、套利多等开展专项治理。
2017 年 4 月	“三三四十”系列文件	针对监管套利、同业空转、信贷投放等行为进行规范。
2017 年 12 月	关于规范银信类业务的通知	银行应按照实质重于形式原则，将穿透原则落实在监管要求中；要求在银信通道业务中，银行应还原业务实质，不得利用信托通道规避监管要求或实现资产虚假出表等。
2018 年 1 月	商业银行委托贷款管理办法	银行不得接受委托人为金融资产管理公司和经营贷款业务机构的委托贷款业务申请。银行受托办理委托贷款业务时要求委托人监督借款人按照合同约定使用贷款资金，并承担借款人的信用风险。
2018 年 4 月	关于规范金融机构资产管理业务的指导意见	发行资产管理产品投资于非标应当遵循限额管理、流动性管理等标准；不得为资产管理产品投资非标提供任何担保、回购等代为承担风险的承诺；降低期限错配风险，封闭式资产管理产品期限不得低于 90 天。

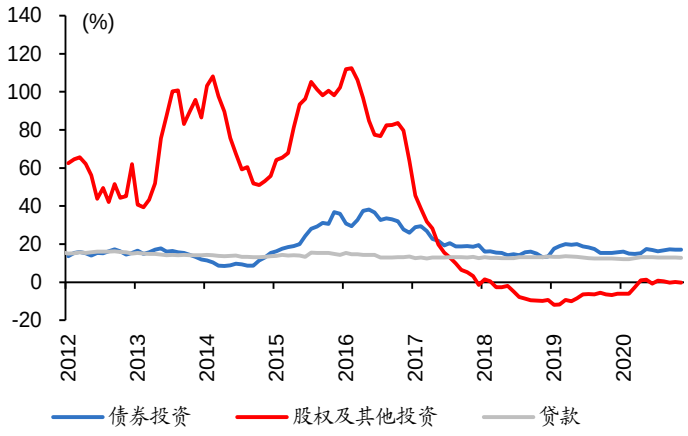
[4] 2014 年 4 月，银发[2014]127 号文《关于规范金融机构同业业务的通知》。

2018 年 5 月	商业银行流动性风险管理办法	限制同业负债及非标的规模和期限错配。
2018 年 7 月	关于进一步明确规范金融机构 资产管理业务指导意见有关事项的通知	公募资产管理产品可以适当投资非标资产，但应当符合期限匹配、限额管理、信息披露等监管要求；支持有非标准化债权类资产回表需求的银行发行二级资本债补充资本。
2018 年 9 月	商业银行理财业务监督管理办法	银行全部理财产品投资于单一债务人及其关联企业的非标资产，不得超过本行资本净额的 10%；投资于非标资产的余额不得超过理财产品净资产的 35%，也不得超过本行上一年度审计报告披露总资产的 4%。
2018 年 9 月	商业银行理财业务监督管理办法	理财资金投资非标资产的，资产的终止日不得晚于封闭式理财产品的到期日或开放式理财产品的最近一次开放日；要求银行理财产品投资非标资产的余额，不得超过理财产品净资产的 35%或本行总资产的 4%；投资单一债务人及其关联企业的非标资产余额，不得超过本行资本净额的 10%。
2018 年 12 月	商业银行理财子公司管理办法	理财子公司全部理财产品投资于非标资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的 35%。

资料来源：中国人民银行、银保监会、开源证券研究所

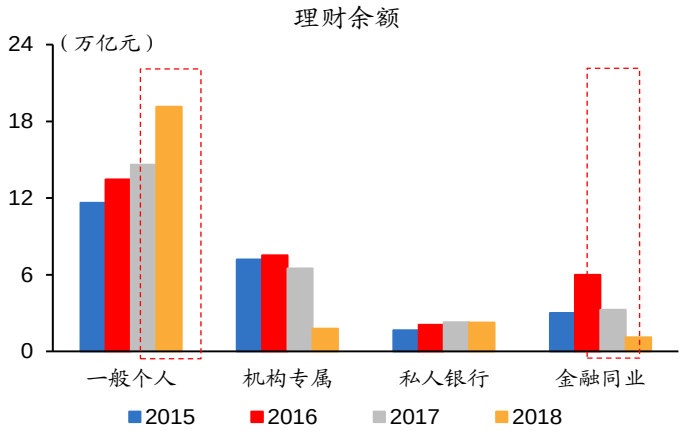
随着监管趋严，银行资金出表明显收缩，理财规模增长放缓、甚至收缩，尤其是同业理财大幅下降。2011 年以来，资金出表规模增长，与监管加强、机构创新绕开监管紧密相关，监管加强时增长有所放缓，通过创新绕开监管后继续扩张，股权及其他投资增速变化即为例证。随着统一监管加强，银行表外业务显著减少、资金出表规模从增长显著放缓到大幅收缩，表外理财也一度收缩，尤其是金融同业理财规模，2017 年至 2018 年下降 5.4 万亿元、降幅超过 80%。

图27：监管升级后债券投资、股权及其他投资明显回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

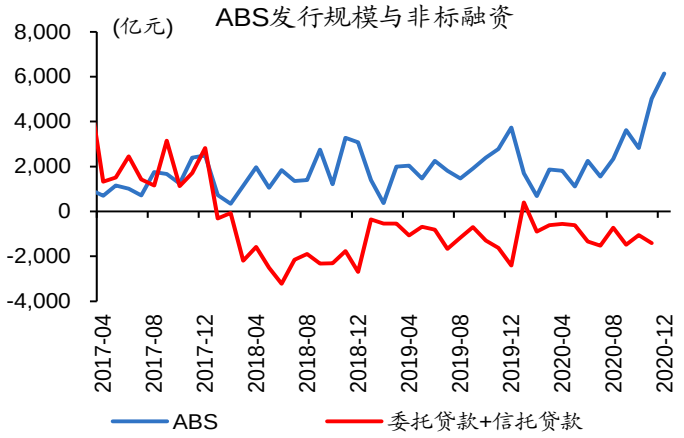
图28：金融同业理财规模在 2016 年后大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

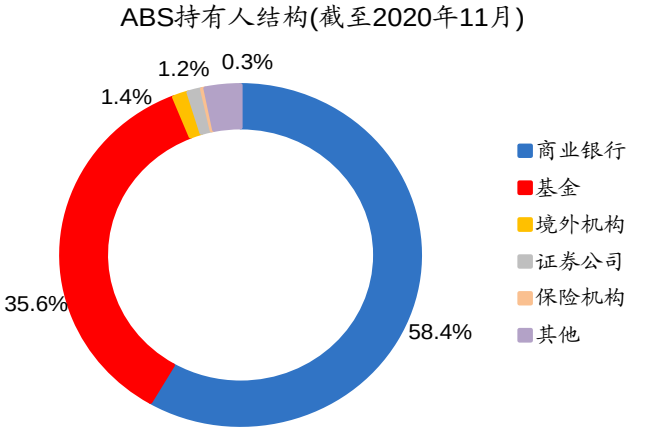
银行发行 ABS 等盘活存量资产、缓解资金压力，同时通过设立理财子公司，推动表内外业务独立。资金出表等监管趋严，使得资产回表压力较大，进而加大银行表内资金压力上升，银行通过补充资本金等提升表内资产扩张能力；同时，银行积极发行 ABS、盘活存量资产，来缓解资金压力。监管推动下，银行进一步明确表内、表外业务边界，积极筹建设立理财子公司、推动理财业务转型，净值化理财明显增多、占全部理财占比从 2016 年的 1.3%抬升至 2020 年 10 月的 30%。

图29：ABS 发行量增多以缓解资金压力



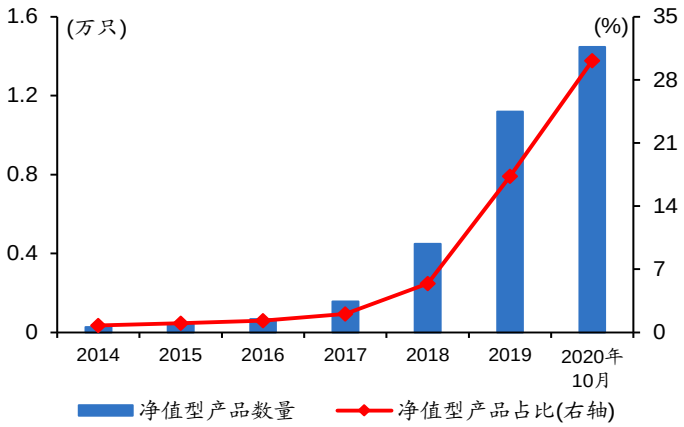
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：商业银行持有 ABS 占比近 6 成



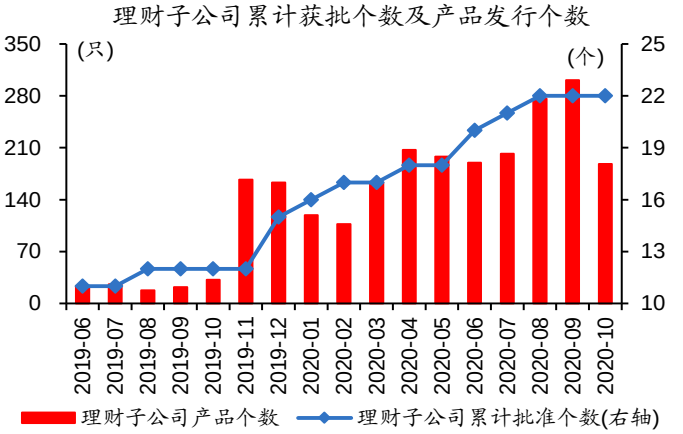
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：银行净值型产品自 2017 年来增长近 14 倍



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2019 年底以来，理财子公司产品发行明显增多



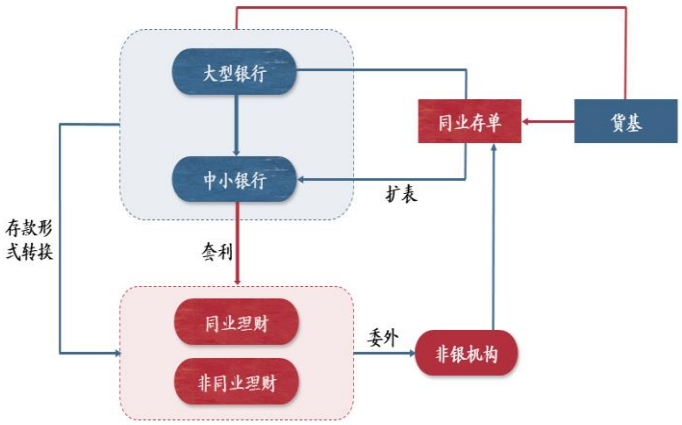
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 从金融到实体，流动性格局重塑下的分层与弥合

3.1、 从同业扩张到收缩，银行流动性分层已加速显现

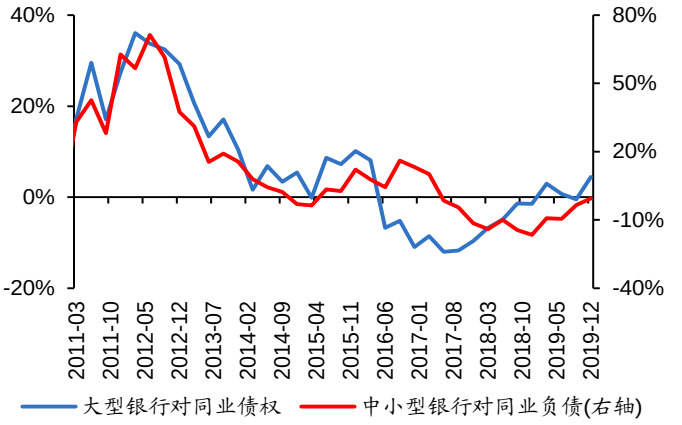
同业、表外业务扩张过程中，资金在银行与银行、非银之间流转增多，重塑流动性格局。2005 年之前，银行与银行资金往来较少，大多是银行与实体、央行的资金往来。随着银行间市场等的发展，银行与银行同业拆借等增多；基础货币供应方式的变化，也推动银行与银行资金往来增多；而以公募基金、券商资管等为代表的非银机构的发展，带来银行与非银资金往来明显增多。例如，货币基金持有同业存单比重已超过银行、间接为银行提供流动性，而货币基金资金很大比例是来自银行，使得非银成为银行与银行资金往来的重要中介。

图33：银行表内外部分资金循环



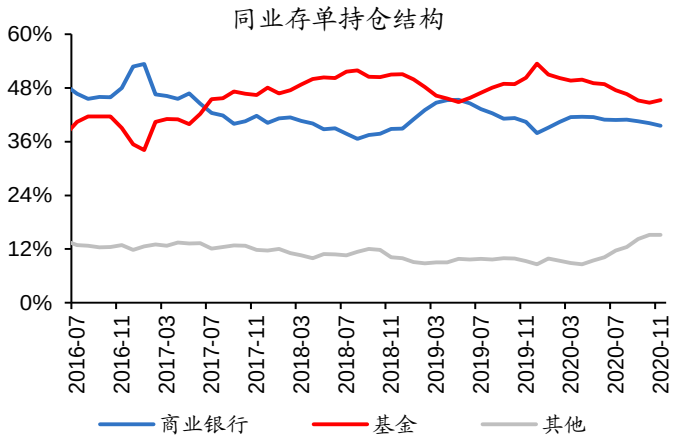
资料来源：开源证券研究所

图34：银行间通过同业模式实现资金循环



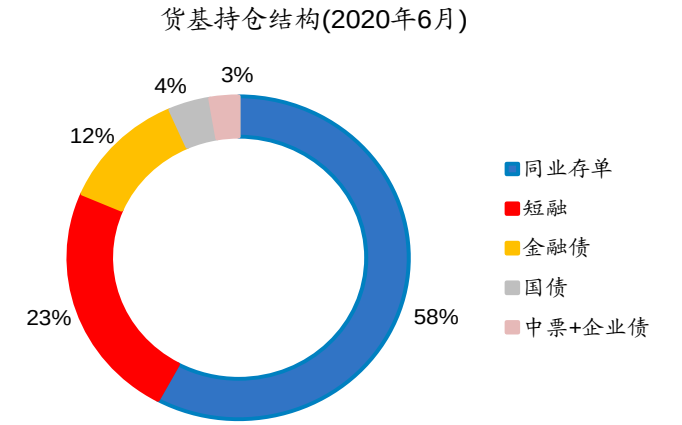
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2017 年后，基金持有同业存单占比超过银行



数据来源：Wind、开源证券研究所

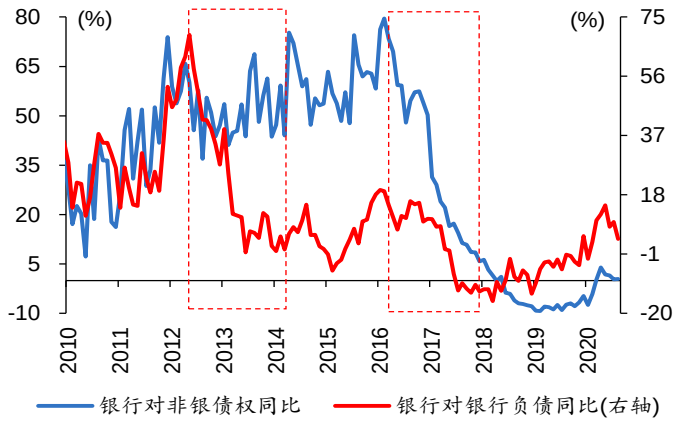
图36：货币基金持有同业存单近 6 成



数据来源：Wind、开源证券研究所

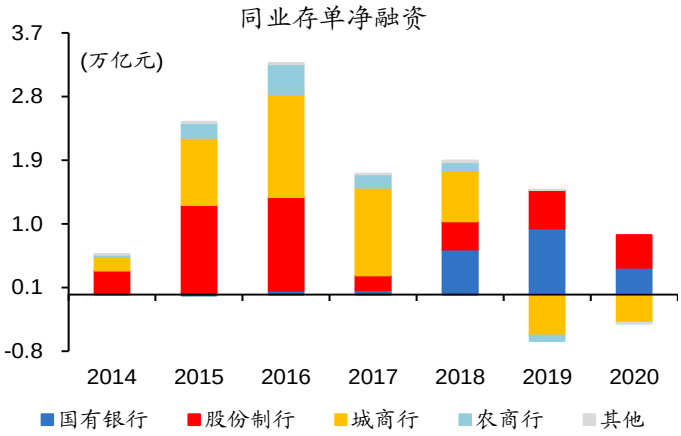
随着监管趋严，同业无序扩张、资金空转等行为减少，银行加大从实体获取稳定性负债。2013 年年中“钱荒”后，银行与银行同业往来明显减少，银行同业负债增速一度大幅回落近 70 个百分点至 0 附近，随后一直处于相对低的增速水平；同时，同业存单、资管计划等成为银行与银行、非银之间资金往来的重要载体。2016 年以来，表外理财、同业存单等纳入 MPA 考核，及资管新规等落地，有效遏制了同业无序扩张、打击资金空转等；银行通过结构性存款、大额存单等，扩张负债来源。

图37：监管升级后，同业负债明显收缩



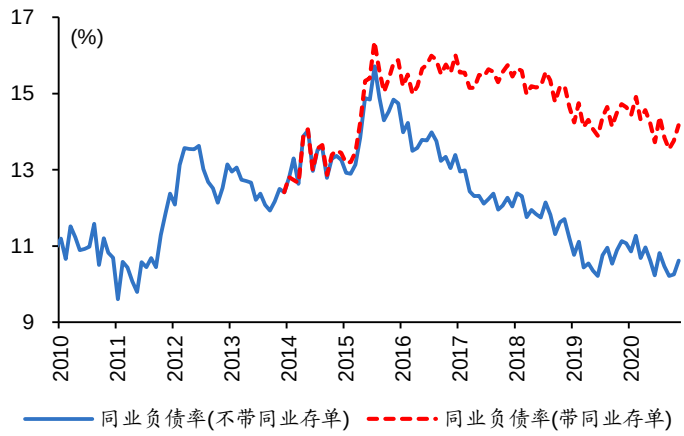
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2017 年后，股份制行等同业存单净融资明显减少



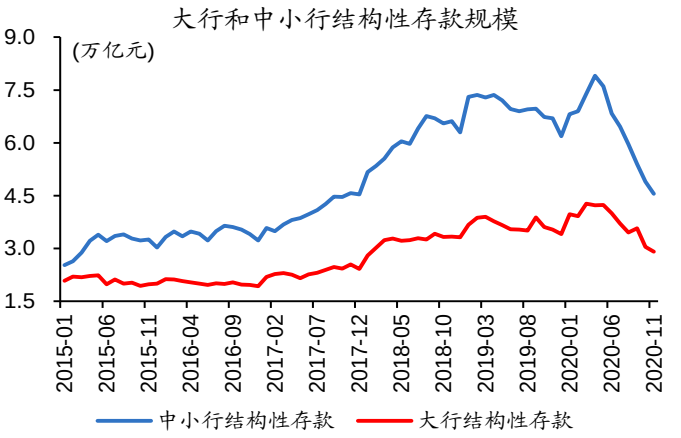
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2016 年以来，同业负债率明显回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

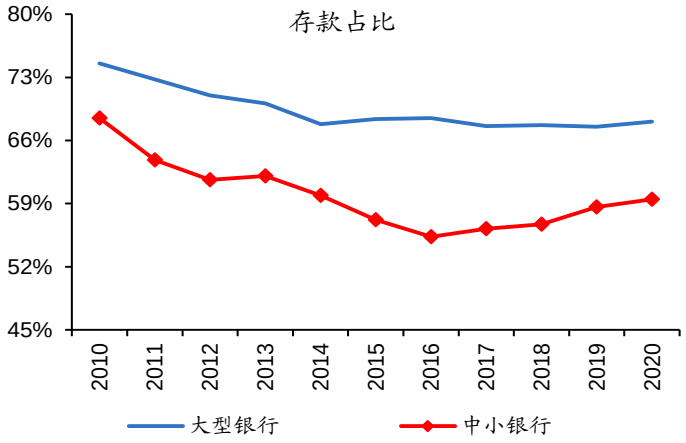
图40：2016 年后，结构性存款迅速增长，尤其是中小行



数据来源：Wind、开源证券研究所

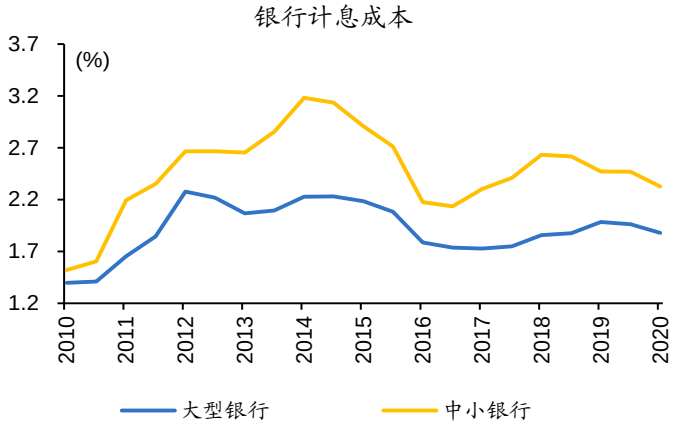
告别同业快速扩张后，银行与银行、非银之间的流动性分层现象逐渐凸显。相较于大行，中小银行揽储能力相对较弱、一般存款占比低于大行，同时负债成本也相对较高；在同业快速扩张的典型时期，如 2014 年至 2016 年，中小银行较为容易的获得稳定同业负债，使得同业负债占比上升、一般存款下降。2017 年以来的监管加强下，部分前期同业负债扩张较快的中小银行负债压力上升，容易受到流动性冲击而出现明显分层，银行与非银之间的流动性分化也随之加剧。例如，2019 年包商银行被托管后、2020 年结构性存款压降过程中，流动性分层现象凸显。

图41：中小银行揽储能力相对较弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：中小银行资金成本明显高于大型银行

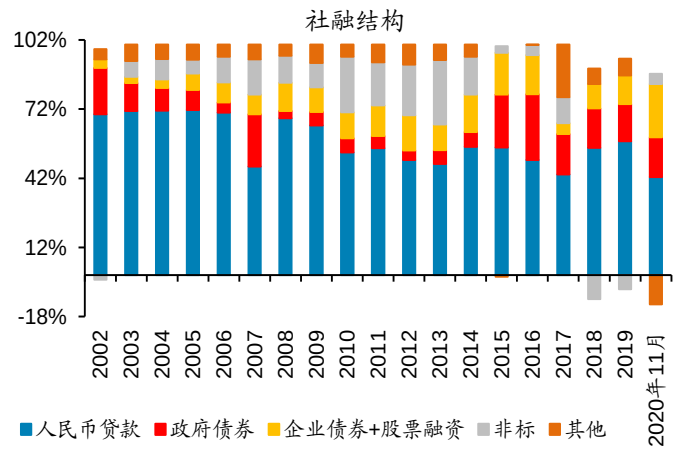


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 从金融到实体，信用分层要靠多元化融资来弥合

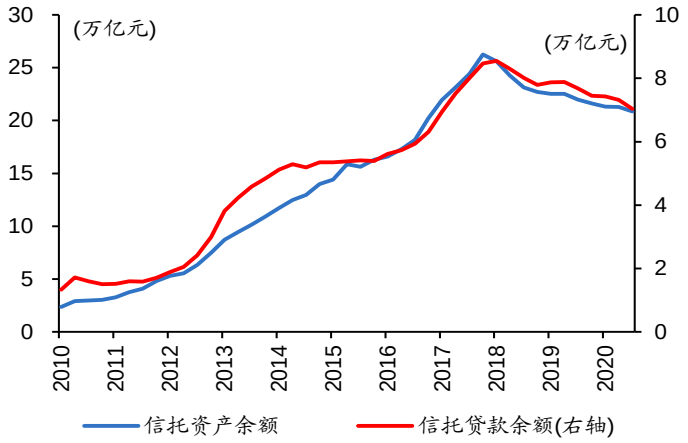
银行表外业务发展、与非银往来增多，带动实体融资多元化。2010 年之前，实体融资相对单一、以贷款为主。2010 年后，银行资金出表、表外业务扩张，带动信托、券商资管等非银机构扩容，进而推动信托贷款等非标融资增长，委托贷款、信托贷款和表外票据合计规模占新增社融比重一度超过 28%；同时，债券市场和股票市场扩容，债券和股票融资也明显增多、占新增社融比重一度超过 10%。

图43：2010 年后，非标融资开始明显增多



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：信托贷款一度明显扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

尽管表外融资增多，表外资产并非由银行直接持有，但刚兑等存在，使得风险大多仍留在银行体系内。易纲在《再论中国金融资产结构及政策含义》文章中指出，金融资产并不是由谁持有，就由谁承担风险。例如，规范之前的很多理财产品，原本应该是“受托理财，风险自担”，但由于存在刚性兑付，银行等金融机构实际上承担了投资者的风险。风险向金融机构集中的趋势明显，2018 年末金融机构承担风险的占比较 2007 年末提高了 14.3 个百分点至 54.5%。

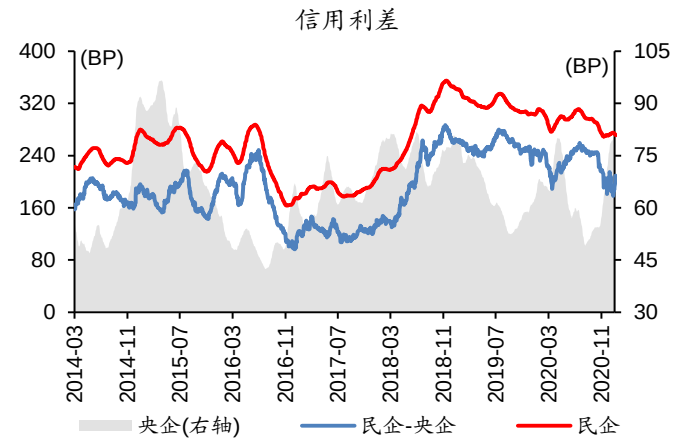
表2：风险向银行等金融机构集中(万亿元,%)

部门	主要风险资产类别	2007 年		2018 年	
		金额	占比	金额	占比
国外	存款、贷款、特定目的载体、股票、直接投资、其他国外债权	9.1	5.8	31.2	4.6
居民	存款、贷款、保险准备金、特定目的载体、股票	11.4	7.3	63.4	9.4
企业	存款、贷款、保险准备金、特定目的载体、股票、直接投资、其他对外债权	26.8	17.3	92.5	13.8
政府	通货、存款、贷款、准备金、特定目的载体、股票、中央银行贷款、其他对外债权债务、国际储备资产	45.7	29.4	118.7	17.7
金融机构	存款、贷款、债券、特定目的载体、股票、其他对外债权	62.6	40.2	365.9	54.5

资料来源：《再论中国金融资产结构及政策含义》、开源证券研究所

打破刚兑下，实体信用分层的加速显现，要靠风险分散下的多元融资来弥合。表内外业务纳入统一监管下，表内资金回归本源、支持实体融资；表外理财以理财子公司形式独立运作，遵循“有多少本钱，做多大生意”原则。随着打破刚兑，资金向一些“安全”资产集中，导致信用分层在 2018 年开始加速显性化。为此，当局通过民企融资支持工具、普惠金融降准等措施，引导机构加大对民企和小微企业支持；同时，推动股票、债券注册制等，构建多层次融资，推动风险分散下的融资多元化。

图45：实体融资明显分层，民企较央企信用利差更高



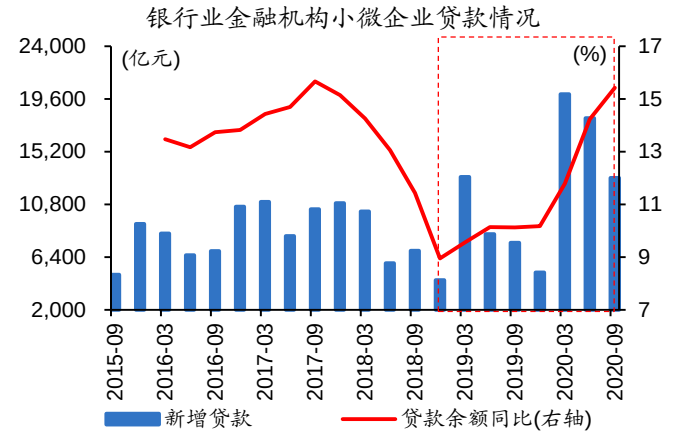
数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：银行业金融机构回归本源、支持小微、服务实体

时间	事件	主要内容
2018年6月	担保品扩容	进一步完善信贷政策支持再贷款、再贴现管理，**将不低于AA级的小微、绿色和“三农”金融债，AA-、AA级公司信用类债券纳入信贷政策支持再贷款和常备借贷便利（SLF）担保品范围。**
2018年9月	民营企业和小微企业金融服务座谈会	**搭建银企之间的沟通对接平台，**形成长效沟通机制，进一步加大对小微企业的金融支持力度。
2018年12月	《关于规范银行业金融机构异地非持牌机构的指导意见》	要求银行业金融机构按照行政许可程序申领专营机构或专营机构分支机构金融许可证；对不符合持牌要求的，将其开入当地分支行管理或予以撤销。利于**银行业金融机构专注主业、回归本源、坚守定位，提升服务实体经济的质效。**
2018年6月	《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》	加大货币政策支持力度，**引导金融机构聚焦单户授信500万元及以下小微企业信贷投放；加强贷款成本和贷款投放监测考核，促进企业成本明显降低；**健全普惠金融组织体系，提高服务小微企业的能力和水平。
2019年4月	降低小微企业融资成本政策例行吹风会	推动银行健全“敢贷、愿贷、能贷”的考核激励机制，**支持单独制定普惠型小微企业信贷计划。**督促大型银行在2018年工作基础上巩固和扩大小微企业贷款利率下降成果；引导银行提高信用贷款比重，降低对抵押担保的过度依赖。清理规范企业抵押登记、资产评估、过桥等附加费用，同时加强监测分析和监督检查，**减轻企业负担。**
2019年6月	人民银行 银保监会“小微企业金融服务有关情况”新闻发布会	督促银行业金融机构转变金融服务理念和服务机制，支持民营银行和社区银行发展，**指导地方法人机构扎根当地、专注小微，对小微企业做到敢贷、愿贷、能贷、会贷，着力提升中小银行服务实体经济的能力和水平。**
2019年7月	全国银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会	围绕制造业高质量发展，落实**有扶有控差异化信贷政策，**继续做好小微企业金融服务，改善信贷资源配置，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，严禁消费贷款违规用于购房，**加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理，加大对现代服务业、乡村振兴、金融扶贫等国民经济重点领域和薄弱环节的信贷支持。**
2020年6月	两项直达实体货币政策工具	发布《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》，提高金融支持政策的精准性和直达性，创新两项新的货币信贷政策工具，旨在**扩大金融机构对中小微企业信用贷款投放。**
2020年7月	金融支持稳企业保就业工作座谈会	要落实**有扶有控的差异化信贷政策、重点支持制造业、战略性新兴产业等，提高制造业中长期贷款占比。要落实好中小微企业贷款延期还本付息政策，对普惠小微贷款要应延尽延；要加大小微企业信用贷款支持力度，**切实做好稳企业保就业工作。

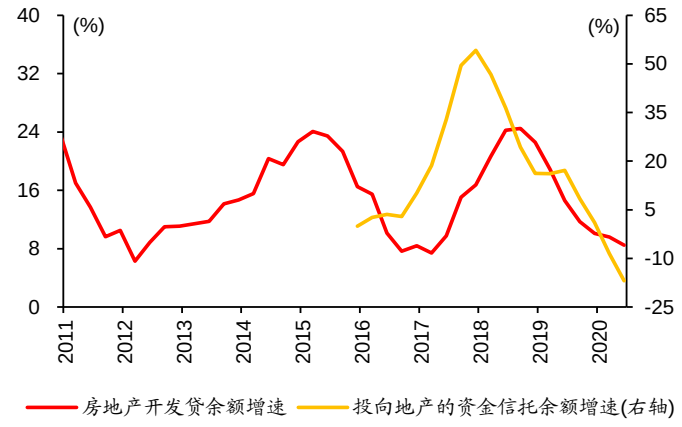
资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

图46：2018 年以来，流向小微企业贷款明显增多



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：2018 年以来，流向地产行业的资金增速放缓[5]



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）近二十年来，银行负债结构显著变化，传统负债贡献减弱，同业负债和央行货币投放影响增强。2005 年至 2016 年，银行负债中企业和居民存款占比持续回落，而对银行、非银和央行负债占比抬升近 8.3 个百分点至 2016 年最高 17.3%；其中，央行货币投放和同业存单贡献，2013 年底以来尤为突出。银行负债变化，与银行和银行、非银等同业往来增多、基础货币供给变化，及存款“搬家”等有关。

（2）从负债到资产，同业业务扩张带动银行规模显著增长，部分中小银行得以“弯道超车”。银行资产结构来看，贷款占比多在 50-55%附近变化，而同业资产占比从 2005 年的 12.2%抬升至 2016 年最高 25.2%，尤其在 2013 年、2016 年前后增长较快，主要缘于银行通过买入返售、应收账款等腾挪资金出表。其中，中小银行同业业务扩张明显快于大行，使得中小银行规模从大行的一半增长至两者相当。

（3）银行资金出表和表外理财等的持续扩张、尤其是 2014 年至 2016 年的快速“膨胀”，带动同业、非标融资等扩张。2010 年信贷收紧后，银行资金出表增多，推动股权及其他投资项规模，从 2011 年初不到 1 万亿元增长至 2017 年初超 23 万亿元；同时，理财规模也大幅增长，从 2010 年底 2.8 万亿元增长至 2017 年超 30 万亿元。银行表内外资金，流向券商资管等渠道，带动信用债、非标融资等扩张。

（4）随着空转套利等监管趋严，银行表外业务的无序扩张得以遏制，同业空转现象 2017 年开始明显减少。表外业务扩张过程中，资金逃避监管、违规流向房地产、多层嵌套、刚性兑付等行为，导致金融风险快速累积。相关的监管措施也在不断完善升级，尤其是 2017 年以来，“三三四十”、资管新规等监管措施密集落地实施；随后，资金出表业务、同业理财等大幅收缩，表外理财规模增长基本停滞。

（5）随着银行同业和表外业务等明显收缩，银行与银行、非银之间的流动性分层现象逐渐凸显。2017 年之前，银行同业业务、表外理财等扩张，淡化了银行对传统存款依赖，尤其是中小银行；银行与非银往来增多，也带来非银规模“膨胀”。2017 年以来的监管加强，加大了部分前期同业扩张较快的银行负债端压力，进而导致大

[5] 2016 年前，投向地产的资金信托余额增速未有连续数据公布。

行与中小行流动性分层逐渐凸显，银行与非银之间的流动性分化也随之加剧。

（6）从银行到实体，表外融资多元化，但风险大多留在表内；打破刚兑下，信用分层凸显，要靠风险分散下的多元融资来弥合。银行资金出表和表外业务等扩张，加速债券、非标等扩张，带动实体融资多元化；但普遍存在的刚兑等，使得大部分风险依然停留在银行，有些风险甚至没有被充分监管和定价。随着刚兑打破，实体信用分层在 2018 年后加速显现，构建多元融资、实现风险分散或是破局之道。

5、 风险提示

金融风险暴露，及监管政策变化。

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R2（中低风险），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C2、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C2、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

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，属于机密材料，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

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

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
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