

2016年9月7日

利率

固定收益研究组

陈健恒

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030011
SFC CE Ref: BBM220
chenjh@cicc.com.cn

张继强

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030010
SFC CE Ref: AMB145
zhangjq@cicc.com.cn

唐薇

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080515110005
wei.tang@cicc.com.cn

银行依托债券扩张仍在延续， 未来债市驱动重回表内 ——上市银行 2016 年半年报分析

事件

16 家上市银行发布 2016 年半年报，我们基于半年报分析上市银行资产负债结构的变化特点，以及近期债券投资新特征。

摘要

首先，上市商业银行负债结构来看：外汇占款不断流出叠加 15 年股灾前同业存款的高基数，存款及同业存款增速下滑，总负债同比增速从 11.48% 降至 9.86%；而存款在总负债占比下降，从一季度的 74.89% 降至 73.46%，同比增速从 8.4% 降至 7.85%。同业收缩、叠加 MPA 考核下银行进一步主动压缩同业负债，其占比显著下降；叠加 15 年六月末股市繁荣带动同业存放高基数，同业存放同比降至 -0.13%。同时，由于同业存单大量，应付债券在上市银行总负债的占比由一季度末的 4.16% 升至 4.36%，中小型银行及股份制银行这一占比更是分别高达 13.7%、9.2%。

其次，上市商业银行资产结构来看：总资产同比增速从一季度末的 11.79% 降至 10.19%，增速放缓。（1）分类型来看，大行与中小型银行资产增速均放缓；但净息差压缩净利润增速放缓使得城商行和部分股份制银行广义信贷增速仍较高。（2）从结构上来看，进入 14 年，包含应收款项、标准债券投资的债券投资在总资产中的占比不断上升。而二季度应收款项、标准债券投资以及贷款的同比增速相对较快，但环比较一季度有所放缓。（3）整体来看，目前商业银行体系的流动性较为稳定，但由于实体经济投资回报率低以及违约风险高企，流动性脱实向虚的现象从银行层面尚未看到根本性的改变；叠加股市表现一般、债券绝对收益率较低，商业银行面临较为严峻的资产荒局面。2016 年前三季度，或还有房地产的支撑；但往后看，房地产开始出台调控政策，房贷的增量会逐步下滑；地方债置换贷款提速使得银行贷款增长乏力，而金融监管的收紧也会导致信用扩展放缓。总体来看，资产荒的环境和逻辑短期难以看到明显的好转。

再次，债券投资上：（1）上半年上市银行总资产扩张 8.79 万亿元，其中 48.2% 是债券及应收款项，48% 是贷款；即上半年扩张的 8.79 万亿资产中，有 4.23 万亿贷款、2.95 万亿债券、1.27 万亿应收款项。2.95 万亿的债券中，有 2.73 万亿的政府债券（国债与地方债）、约 2800 亿金融债，并减持了约 1150 亿信用债。（2）二季度，上市银行信贷资产规模扩张 2.17 万亿，同期扩张 1.67 万亿债券、应收款项扩张 5030 亿元；债券配置中交易、可供出售、持有至到期三个账户分别增持 880、5690、10143 亿元。信贷扩张放缓叠加债务置换加快，二季度商业银行进一步依托债券来扩张资产负债表，债券+应收款项在资产扩张中扮演的角色超过了贷款。（3）商业银行整体来看，国有银行主要增持地方债、国债，其持有至到期与可供出售金融资产同比增速近期均维持在 26% 以上；股份制银行近年来参与理财产品、信托及其他受益权投资较多，但二季度纯债投资也有所上升；农商行、城商行近年来大力发展债券投资，加大主动负债经营的力度。

过去一年，信贷需求弱、不良率高导致风险偏好低，加之地方债置换及同业理财扩张，绝大多数银行得以借由债券、应收款项的配置来扩张资产负债表。展望未来，我们认为行业或逐渐出现如下趋势：（1）在经济内生动力不强、投融资需求弱背景下，资产荒仍将延续，各类资产的收益率中枢仍将呈现下行趋势，但波动性加大。边际上，更值得关注的是房地产小周期何时见顶。今年加杠杆的主体是居民，带动个人按揭、消费贷款的大幅增长；如果房地产销量小周期见顶，表内融资需求将大幅萎缩，资产荒将从表外延伸到表内，银行自营有可能继理财之后成为债市新的增持主体，尤其是免税债券。（2）各种利差趋于收敛，叠加缺资产，银行机构资产扩张意愿下降。资产端低利率环境下，比拼综合资金成本将是关键，低者为王，拥有较多网点的大型商业银行是赢家。（3）低利率环境下，金融脱媒化动力下降，存款的流动性下降（如从存款转向理财的动力下降）；但存款活期化现象仍将延续，商业银行资金成本有望进一步下行。（4）对于商业银行，尤其是流动性管理较好或资金成本较低的商业银行而言，买国债、地方债等免税的债券优于其他债券品种。考虑银行 2.1% 左右的平均负债成本，且未来存款活期化下资金成本有望进一步下滑；2.7% 的十年国债收益率免税后的收益对银行而言相当于 3.37% 的金融债，流动性较好且没有违约风险，仍具有一定的配置吸引力。



目录

一、前言及概况	3
二、上市银行负债端变动：应付债券、向央行借款占比上升，存款、同业负债占比下降	4
三、上市银行资产端变动及特征：债券及应收款项是资产端扩张的主要对象	6
1. 分类型来看：各类型银行资产增速均放缓，但净息差压缩净利润增速放缓使得部分银行广义信贷增速仍较高	6
2. 从资产结构来看：债券+应收款项在资产扩张中扮演的角色超过了贷款	8
四、商业银行债券持有新特征	9
1. 上市商业银行各类债券投资详情	9
2. 全部商业银行债券投资新特征	11
五、商业银行债券投资具体分析及展望	12

图表

图表 1: 商业银行资产负债表（简化分析）：2016 年二季度各大类资产占比，及较一季度的变化	3
图表 2: 主要大类资产负债科目在各上市银行总资产/总负债中的占比：2016 年半年报	3
图表 3: 上市银行负债结构：各负债占比：吸收存款进一步下降，应付债券不断上升	4
图表 4: 主要负债科目同比增速（左）同业存单月度发行量及存量（右）	5
图表 5: 同业负债三个科目的同比增速（左）同业负债三个科目的规模（右）	5
图表 6: 国有银行、股份制银行、城商农商行各类负债占比及走势：后两者应付债券显著上升	5
图表 7: 上市银行资产负债表主要科目同比增速：2016 年二季度	6
图表 8: 上市银行资产负债表主要科目同比增速：2016 年半年报	7
图表 9: 不同类型上市银行在总资产、总负债的占比：2016 年半年报	7
图表 10: 国有五大行主要资产在其总资产中的占比（左）股份制银行主要资产在其总资产中的占比（右）	7
图表 11: 上市城商行主要资产在其总资产中的占比（左）上市城商行主要负债在其总负债中的占比（右）	7
图表 12: 上市银行各资产在总资产占比：证券投资占比上升（左）上市银行各资产同比增速（右）	8
图表 13: 上市银行各类资产季度增量绝对值：证券投资超过贷款（左）上市银行资产季度增量/总资产季度增量（右）	8
图表 14: 商业银行资产负债表（简化分析）：各主要科目季度增量	9
图表 15: 上市银行债券类资产构成（左）上市银行债券类资产同比增速：应收款项增速下滑（右）	10
图表 16: 债券投资下四个账户按资产类型分类加总（左）应收款项账户下持有各类资产详情：上市银行加总（右）	10
图表 17: 上市银行债券投资同比增速（含应收款项类）（左）上市银行标准债券投资（交易+可供出售+持有到期）：同比（不含应收款项类）（右）	10
图表 18: 各类型机构增持各类债券的概况：2016/06-2015/06（左）商业银行持续减持信用债（右）	11
图表 19: 各类型机构增持各类债券的详情：2016/06-2015/06	11
图表 20: 上市银行净息差仍在收窄（左）上市银行净息差仍在收窄（右）	12
图表 21: 上市银行净利润同比增速（左）不良贷款及不良贷款率仍较高（右）	13
图表 22: 不同银行负债成本：2016Q2	13
图表 23: 不同银行存款在计息负债中的占比：四大行较高，中小银行同业负债占比较高	13



一、前言及概况

我们在 15 年 11 月 09 日的债市机构投资者系列专题研究之《商业银行：王者之风犹存，更待凤凰涅槃》中，就商业银行资产负债表变动新趋势以及不同时期债券投资特点进行了梳理；并季度跟踪其资产负债结构变化的特点、债券投资新特征。2016 年半年报出炉，我们通过上市银行最新的半年报分析其资产负债的特征，以及近一年债券配置特点。通过上市商业银行的样本来看，2016 年上半年上市银行资产负债结构存在如下特点：

(1) 总资产在二季度同比增速为 10.19%，较一季度的 11.79% 放缓；其中半年末贷款净额同比增长 10.74%（一季度为 10.63%），债券投资（含应收款项）同比增长 27.09%（32.39%），同业资产同比 -19.34%（-9.98%），现金及存放央行同比 -2.41%（-5.19%）。其中：① 房贷在商业银行资产端占比进一步上升，但由于信贷需求疲弱，叠加不良贷款率居高不下，贷款在商业银行资产端占比从 49.86% 降至 49.55%；② 债券投资（含标准债券及应收款项）占比从一季度末的 26.5% 升至 27.3%（图表 1）；其中，持有至到期+可供出售+交易三个标准债券账户占总资产的比重从 18.61% 升至 19.28%（二季度增加 1.67 万亿债券投资），国有银行、城商行占比相对较高；此外，应收款项同比增速二季度放缓。

(2) 总负债在 16H1、16Q1 的同比增速分别为 9.86%、11.48%，增速放缓；其中二季度吸收存款同比增长 7.85%（一季度为 8.40%），同业负债同比增长 -0.13%（15.05%），应付债券同比增长 72.77%（71.55%）。外汇占款的流出使得资金从人民币存款转成美元，存款增速下降；MPA 考核下银行进一步主动压缩同业负债；同时，在同业存单大量发行带动下，应付债券在上市银行总负债的占比由 16 年一季度末的 4.16% 进一步升至 4.36%，中小型银行以及股份制银行这一占比分别高达 13.7%、9.2%。

图表 1：商业银行资产负债表（简化分析）：2016 年二季度各大类资产占比，及较一季度的变化

商业银行：资产端				商业银行：负债端			
上市银行	占比	占比变化		上市银行	占比	占比变化	
汇总	16Q2-16Q1	16Q2-16Q1		汇总	16Q2-16Q1	16Q2-16Q1	
1 现金及存放中央银行款项	158,541	12.42%	-0.19%	1 向中央银行借款	21,115	1.78%	0.51%
2 同业资产	89,718	7.03%	-0.15%	2 同业负债	187,676	15.84%	0.76%
3 存放同业和其它金融机构款项	35,891	2.81%	0.25%	3 同业存放	145,124	12.25%	0.33%
4 拆出资金	28,809	2.26%	-0.02%	4 拆入资金	24,466	2.06%	0.07%
5 买入返售金融资产	25,018	1.96%	-0.38%	5 卖出回购金融资产款	18,086	1.53%	0.36%
6 发放贷款及垫款	632,423	49.55%	-0.31%	6 吸收存款	870,547	73.46%	-1.43%
7 债券投资	348,393	27.30%	0.80%	7 应付债券	51,658	4.36%	0.20%
8 交易性金融资产	21,985	1.72%	0.01%	8 应付职工薪酬	2,001	0.17%	0.01%
9 可供出售金融资产	83,714	6.56%	0.23%	9 应付利息	9,346	0.79%	-0.04%
10 应收款项类	102,318	8.02%	0.12%	10 递延所得税负债	79	0.01%	0.00%
11 持有至到期投资	140,376	11.00%	0.43%	11 其他	42,675	3.60%	0.00%
12 衍生金融资产	3,463	0.27%	0.02%	负债合计	1,185,097	100.00%	
13 固定资产	9,862	0.77%	-0.02%				
14 其他	33,942	2.66%	-0.14%				
资产总计	1,276,343	100.00%					

单位：亿元

上市银行汇总：2016Q2

资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

图表 2：主要大类资产负债科目在各上市银行总资产/总负债中的占比：2016 年半年报

2016Q2	工行	建行	中行	农行	交行	招行	兴业	中信	民生	浦发	华夏	平安	光大	北京	南京	宁波	上市银行合计
各类资产在总资产的占比 %																	
现金及存放央行	14.16	13.08	13.42	14.07	13.08	10.29	7.50	10.94	9.50	9.14	13.90	9.93	10.33	8.16	8.77	9.07	12.42
同业资产	5.75	5.04	6.78	7.83	8.19	8.85	3.51	4.99	12.15	4.93	12.14	9.90	9.05	22.47	7.03	4.64	7.03
贷款净额	52.70	54.97	54.01	48.15	48.91	52.77	32.92	47.96	42.22	44.03	50.40	47.27	44.15	42.39	28.48	32.82	49.55
债券投资	23.45	23.64	21.12	26.99	25.36	25.04	51.86	33.26	30.49	38.82	22.03	26.89	33.41	25.19	53.54	51.41	27.30
其他	3.95	3.27	4.67	2.95	4.47	3.05	4.21	2.85	5.64	3.08	1.54	6.00	3.06	1.78	2.19	2.06	3.70
各类负债在总负债的占比 %																	
向央行借款	0.00	1.15	4.98	0.38	3.13	1.37	2.68	1.48	4.38	1.60	2.66	1.58	1.81	1.30	1.62	0.96	1.78
同业负债	11.96	11.30	11.41	9.06	24.23	17.86	36.66	22.99	27.04	24.47	17.56	10.30	24.81	22.69	16.36	17.87	15.84
吸收存款	80.20	80.40	77.57	83.37	63.97	71.59	46.03	65.50	59.62	58.87	65.60	72.75	61.59	59.61	67.10	61.50	73.46
应付债券	1.48	2.19	1.86	1.98	2.42	5.52	12.77	7.78	4.57	12.63	11.31	11.79	9.63	13.03	12.98	16.28	4.36
其他	7.83	8.30	11.02	7.57	11.80	10.55	17.31	11.50	13.34	16.66	16.85	16.94	13.60	17.70	16.53	20.63	10.71

资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究



二、上市银行负债端变动：应付债券、向央行借款占比上升，存款、同业负债占比下降

上市商业银行负债结构来看：外汇占款不断流出叠加 15 年股灾前同业存款的高基数，存款及同业存款增速下滑，总负债同比增速从 11.48% 降至 9.86%；而存款在总负债占比下降，从一季度的 74.89% 降至 73.46%，同比增速从 8.4% 降至 7.85%。同业收缩、叠加 MPA 考核下银行进一步主动压缩同业负债，其占比显著下降；叠加 15 年六月末股市繁荣带动同业存放高基数，16 年半年报中同业存放同比降至 -0.13%。同时，在同业存单大量发行带动下，应付债券在上市银行总负债的占比由 16 年一季度末的 4.16% 进一步升至 4.36%，中小型银行以及股份制银行这一占比更是分别高达 13.7%、9.2%（图表 6）。

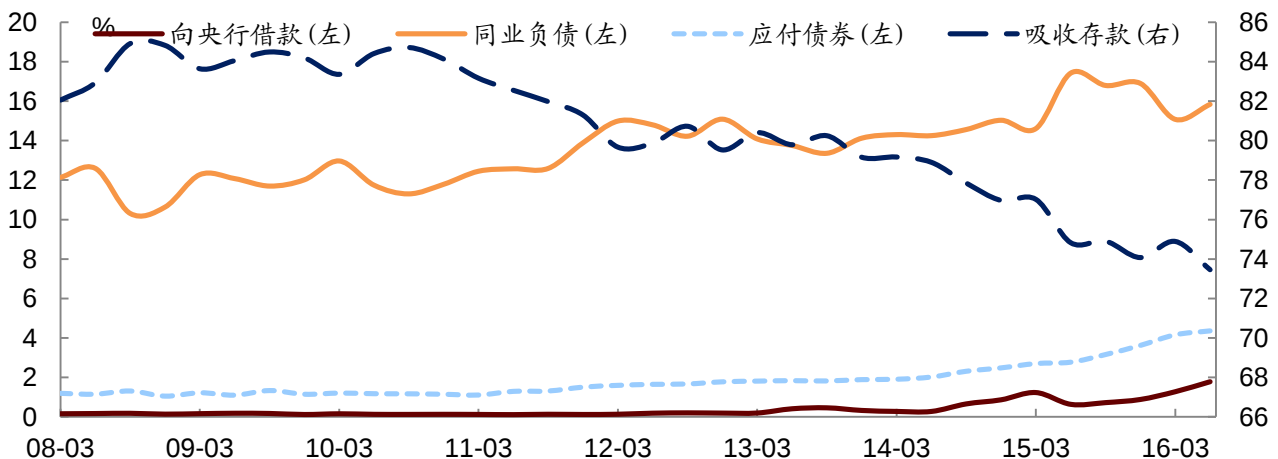
（1）存款增速下行，在总负债中的占比也小幅下降：吸收存款在总负债中的占比从一季度末的 74.89% 降至 73.46%，同比增速也从 8.4% 降至 7.85%。从总量数据来看，六月末，我国银行业各项存款余额增速降至 10.9%，6 月 M2 增速也降至 11.8%；一方面是高基数的作用，15 年上半年尚未发生股灾，彼时非银同业存款规模增长迅速，这也是同业存放同比负增长的主要原因；另一方面，2015 年 8 月汇改拉开帷幕，至六月末外占共流出 2.77 万亿，而二季度外汇占款流出 2058 亿，外汇占款的流出使得资金从人民币存款转成美元，使得存量减少。而从存款占比下降的市场因素来看，低利率环境以及利率市场化下，存款在总负债的占比中枢下行，银行举债模式更加多样化。

（2）MPA 管理叠加去年同期尚未股灾的高基数，同业负债同比增速显著下降，不过二季度较一季度环比上升：同业负债在总负债中的占比一季度末、二季度末分别为 15.08%、15.84%，环比增速从 -7.51% 回升至 9.03%。主因一季度末 MPA 首次执行，其中同业负债考核占 25 分分值，导致一季度银行保守起见，一定程度上压缩了卖出回购、同业存放、拆入资金，一季度环比均负增长。但进入二季度，在 MPA 实行一次之后，市场更加熟知，更大程度根据业务发展需求来开展，因为环比有所恢复。不过，由于 15 年上半年股市火热，相关的同业存放发展较快，导致高基数，使得二季度同业负债同比增速降至 -0.13%，其中同业存放同比 -6.45%、拆入资金 20.42%、卖出回购 44.93%（图 5）。

（3）应付债券占比进一步上升，中小银行主动负债经营比重更大：应付债券在上市银行总负债的占比由 16 年一季度末的 4.16% 进一步升至 4.36%，中小型银行以及股份制银行这一占比更是分别高达 13.7%、9.2%。或与同业存单的发行以中小银行为主有关，同业存单的存量从一季度末的 4.22 万亿增至二季度末的 4.94 万亿，8 月末已达 5.46 万亿。由于中小银行在贷款投放、存款来源更受区域的限制，叠加净息差收窄以及不良贷款率较高的环境，越来越多的商业银行通过主动负债经营和主动增加债券投资的模式来扩张资产负债表。（图表 4）

（4）向央行借款在总负债的占比从 1.27% 升至 1.78%，二季度增加 4837 亿元；与外汇占款流出背景下，央行没有选择降准而是通过 MLF、PSL 等提供基础货币有关。据统计，二季度逆回购投放 54850，到期 48100，净投放 6750 亿元；MLF 投放 12130，回笼 7985，净投放 4145 亿元。且分银行来看，中国银行、民生银行、兴业银行、华夏银行等这一占比高于 2%，相对较高，且较一季度也有所升高（不过，也跟银行披露的口径有关，如工行披露的向央行借款这一科目一直都保持在小几亿的规模，较小）。（图表 3）

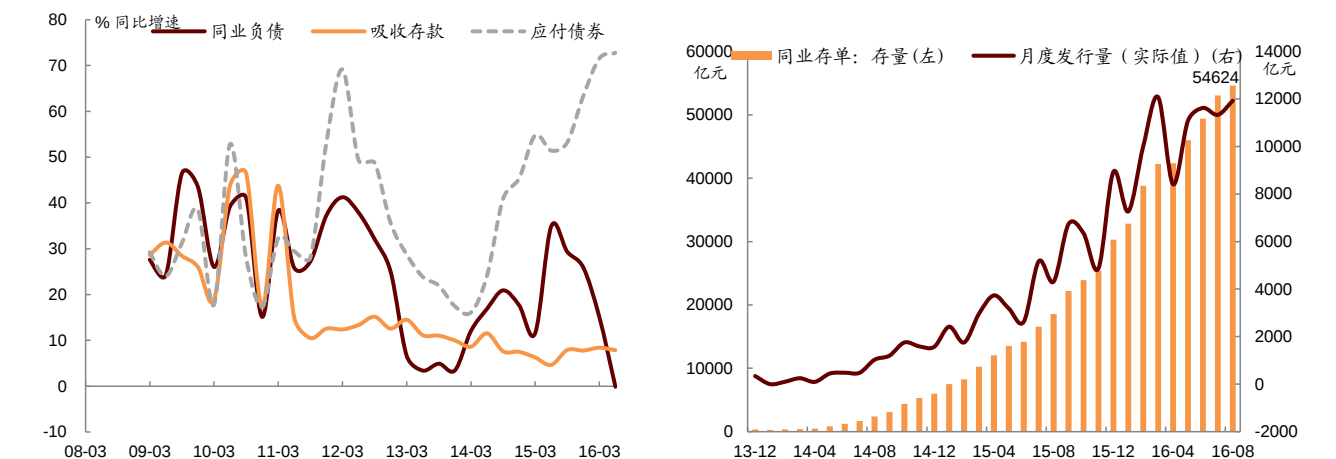
图表 3：上市银行负债结构：各负债占比：吸收存款进一步下降，应付债券不断上升



资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

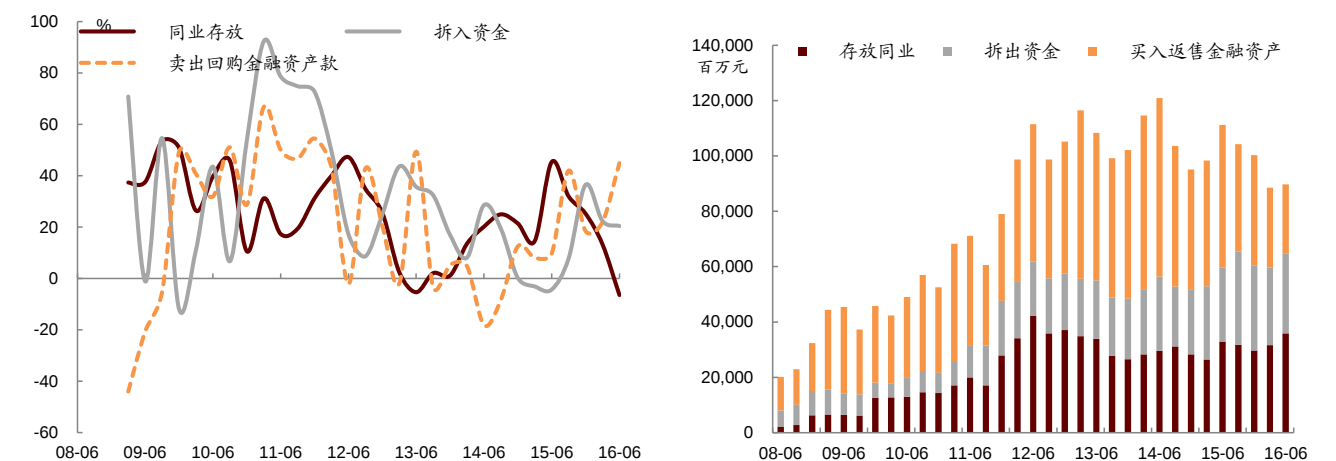


图表4：主要负债科目同比增速（左）同业存单月度发行量及存量（右）



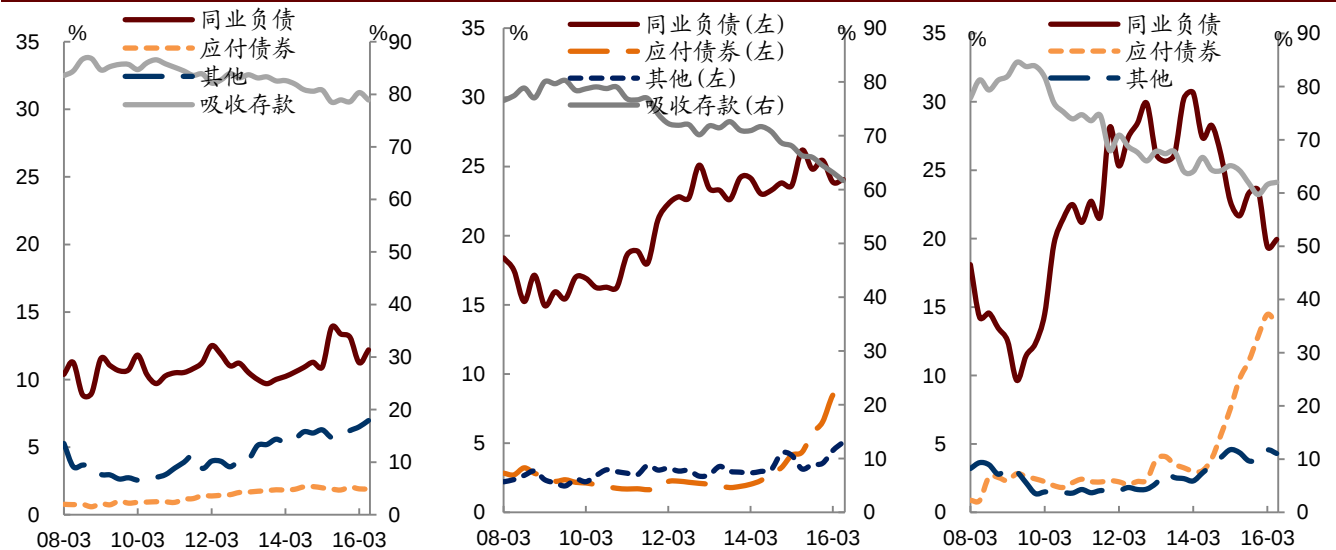
资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

图表5：同业负债三个科目的同比增速（左）同业负债三个科目的规模（右）



资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

图表6：国有银行、股份制银行、城商农商行各类负债占比及走势：后两者应付债券显著上升



资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究



三、上市银行资产端变动及特征：债券及应收款项是资产端扩张的主要对象

总资产同比增速从一季度末的 **11.79%** 降至 **10.19%**，增速放缓。分类型来看，大行与中小型银行资产增速均放缓；但净息差压缩净利润增速放缓使得部分银行广义信贷增速仍较高，主要集中在城商行以及部分股份制银行。从结构上来看，应收款项、标准债券投资及贷款的同比增速相对较快，但环比增速较一季度放缓。上半年上市银行总资产扩张 **8.79** 万亿元，其中 **48.2%** 是债券及应收款项，**48%** 是贷款；即上半年扩张的 **9.79** 万亿资产中，有 **4.23** 万亿的贷款、**2.95** 万亿债券、**1.27** 万亿的应收款项（各类收益权等）；且二季度贷款增量下降而债券新增较多。

1. 分类型来看：各类型银行资产增速均放缓，但净息差压缩净利润增速放缓使得部分银行广义信贷增速仍较高

分类型银行来看，各类型银行总资产增速均放缓，国有银行总资产同比增速从 **8.33%** 降至 **7.37%**，股份制银行资产增速从 **19.16%** 降至 **15.94%**，城商行资产增速从 **31.71%** 降至 **26.80%**（图表 8）。但部分银行整体的资产增速仍较高，如南京银行 **38.8%**（一季度为 **46%**）、宁波银行 **26.8%**（一季度为 **33.8%**）、光大银行 **25.5%**（一季度为 **21.8%**）、中信银行 **22.9%**（一季度为 **23.6%**）。（图表 7）

从商业银行经营的角度，上市银行二季度净利润同比增速从一季度末的 **2.81%** 降至 **2.55%**，其中工行、农行净利润同比增速仅 **0.8%**；而上市银行二季度的单季存贷差从一季度的 **2.28%** 进一步压缩至 **2.09%**。在息差压缩、利润下降背景下，商业银行通过扩张总资产增速来提高利润的需求更为迫切，尤其是中小型银行。但从 MPA 所考核的广义信贷增速的角度来看，城商行以及部分股份制银行的广义信贷增速较高，且主要体现在应收款项、债券投资以及贷款上；对于这部分城商行以及股份制银行，实际应大概率落在 C 档（惩罚档）。不过，考虑 2016 年为 MPA 实施的第一年，实际处罚或从轻处理；进入 2017 年，MPA 考核或将更为严格的正式执行，这部分银行在 16 年高基数的基础上，压力小幅减轻。同时，考虑 MPA 考核的标准是偏离 M2 增速不超过 20 个百分点，从整个银行业的角度，由于大行目前资产增速低于 8%，故全行业 MPA 考核压力并不大，只是部分资产规模扩张较为激进的银行会略有压力。

图表 7：上市银行资产负债表主要科目同比增速：2016 年二季度

2016Q2	工行	建行	中行	农行	交行	招行	兴业	中信	民生	浦发	华夏	平安	光大	北京	南京	宁波	上市银行合计
同比增速 (%)																	
现金及存放央行	(7.8)	(1.3)	5.0	(7.1)	(6.4)	(8.3)	(8.4)	15.1	5.4	(3.0)	13.2	(6.8)	12.9	(5.3)	25.0	22.8	(2.41)
同业资产	(25.8)	(30.4)	(5.6)	(18.3)	(0.2)	(17.5)	(70.8)	22.7	(30.9)	(7.5)	20.4	(36.9)	(1.0)	35.8	(0.9)	8.8	(19.34)
存放同业																	
和其它金融机构	(32.8)	0.3	6.8	(27.0)	(9.0)	100.9	25.3	14.5	50.5	(17.2)	75.7	150.4	211.4	190.8	44.4	(52.5)	9.02
拆出资金	(12.4)	(7.4)	6.1	(1.9)	33.5	75.2	19.1	28.1	(35.4)	291.4	(34.9)	(3.2)	59.6	1.4	(40.7)	267.1	7.70
买入返售金融资产	(30.4)	(83.6)	(66.4)	(17.3)	(51.9)	(62.3)	(87.3)	23.3	(44.7)	(93.7)	17.7	(83.0)	(75.7)	(66.7)	(84.5)	278.7	(51.47)
贷款净额	9.0	9.8	9.3	7.8	7.4	13.9	12.3	19.3	16.3	12.3	15.1	14.2	19.8	17.1	46.5	21.1	10.74
债券投资	13.0	22.9	13.0	25.5	41.9	6.2	42.2	30.5	114.8	33.7	25.2	35.6	49.0	28.5	45.5	33.3	27.09
交易性金融资产	3.8	99.9	22.0	11.2	1.7	1.4	346.8	79.2	14.2	182.9	(3.8)	10.5	33.8	143.7	74.4	25.5	36.61
可供出售金融资产	11.8	35.2	41.2	34.2	24.6	24.6	(3.0)	42.0	31.5	(19.9)	13.2	(19.3)	67.0	24.3	37.0	51.4	26.71
应收款项类	(10.6)	168.3	(24.1)	7.0	28.6	(18.1)	50.2	30.1	135.5	29.7	11.7	57.6	44.3	13.3	46.1	(6.3)	30.46
持有至到期投资	18.4	2.2	10.8	28.9	61.4	45.7	15.0	3.8	170.6	101.3	45.7	15.6	40.4	38.6	45.8	55.5	23.63
总资产	4.9	8.5	8.0	7.0	11.7	6.1	11.4	22.9	22.1	16.7	17.4	9.0	25.5	21.4	38.8	26.8	10.19
同业负债	(10.5)	0.3	(14.8)	(9.7)	9.6	(16.0)	(1.7)	30.2	32.6	24.7	(6.9)	(54.7)	31.6	18.9	18.3	10.1	(0.13)
同业存放	(18.8)	(6.5)	(24.9)	(16.4)	8.2	(46.5)	(2.1)	26.6	31.5	28.3	(21.4)	(55.0)	23.8	18.2	(11.5)	6.9	(6.45)
拆入资金	18.6	8.6	7.3	(3.3)	(1.2)	66.0	20.5	138.8	208.2	42.3	65.2	(45.9)	78.2	132.7	(51.1)	84.0	20.42
卖出回购金融资产款	4.3	1083	435.9	65	35.3	140.8	(14.6)	180.2	(23.4)	(47.4)	(14.6)		111.0	(27.8)	450.3	(20.6)	44.93
吸收存款	6.6	7.1	8.8	8.3	4.9	7.3	1.2	12.1	11.5	(1.1)	4.6	14.7	14.9	12.1	35.3	34.7	7.85
应付债券	12.6	(6.2)	12.3	5.9	34.3	75.7	168.0	144.9	24.3	198.0	662.9	184.1	116.6	99.9	109.8	33.8	72.77
总负债	4.1	8.0	7.6	6.6	11.6	5.5	11.2	23.5	22.7	16.4	16.7	7.8	26.6	21.4	39.8	26.7	25.74

资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究



图表 8：上市银行资产负债表主要科目同比增速：2016 年半年报

同比增速 %	国有银行合计	股份制银行合计	城/农商行	上市银行合计	同比增速 %	国有银行合计	股份制银行合计	城/农商行	上市银行合计
现金及存放央行	(3.83)	1.73	7.53	(2.41)	向央行借款	158.04	387.38	110.19	207.94
同业资产	(18.75)	(25.88)	27.51	(19.34)	同业负债	(6.00)	6.53	16.93	(0.13)
贷款净额	8.86	15.35	22.98	10.74	吸收存款	7.43	7.76	22.67	7.85
债券投资	20.39	39.11	35.79	27.09	应付债券	7.45	145.03	79.08	72.77
总资产	7.37	15.94	26.80	10.19	总负债	6.87	15.91	27.03	9.86

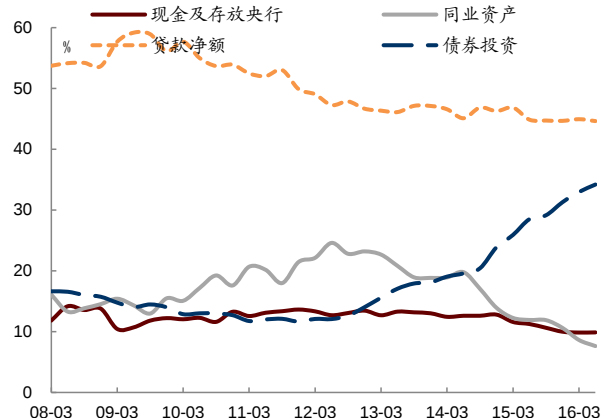
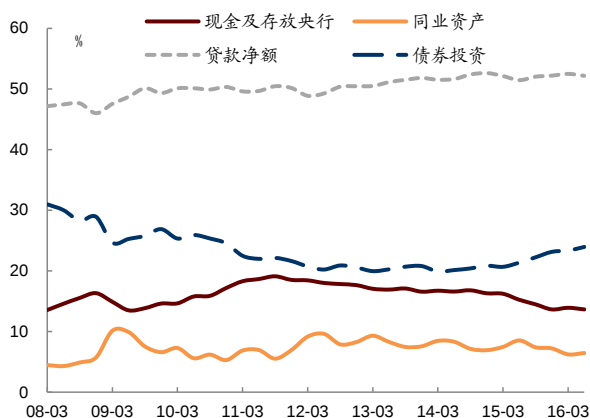
资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

图表 9：不同类型上市银行在总资产、总负债的占比：2016 年半年报

在总资产占比 %	国有银行合计	股份制银行合计	城/农商行	上市银行合计	在总负债占比 %	国有银行合计	股份制银行合计	城/农商行	上市银行合计
现金及存放央行	13.92	9.85	8.60	12.61	向央行借款	1.06	1.74	1.75	1.27
同业资产	6.24	8.62	15.31	7.18	同业负债	11.24	23.87	19.40	15.08
贷款净额	52.48	44.93	36.04	49.86	吸收存款	80.33	63.17	61.58	74.89
债券投资	23.36	32.96	38.02	26.50	应付债券	1.91	8.48	14.46	4.16
其他	4.00	3.65	2.03	3.84	其他	6.51	4.47	4.55	10.03

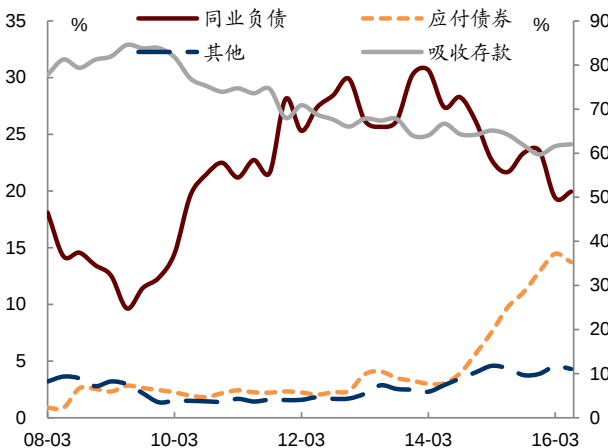
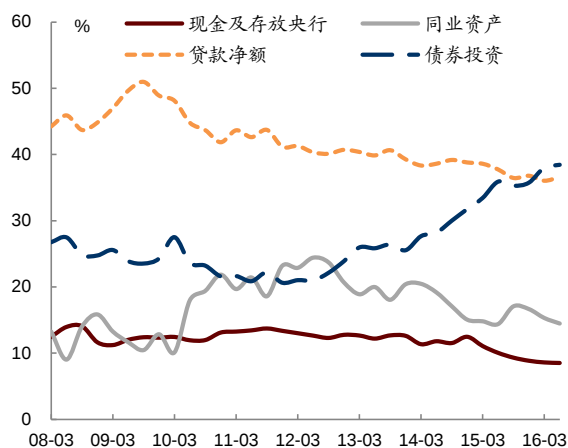
资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

图表 10：国有五大行主要资产在其总资产中的占比（左）股份制银行主要资产在其总资产中的占比（右）



资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

图表 11：上市城商行主要资产在其总资产中的占比（左）上市城商行主要负债在其总负债中的占比（右）



资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

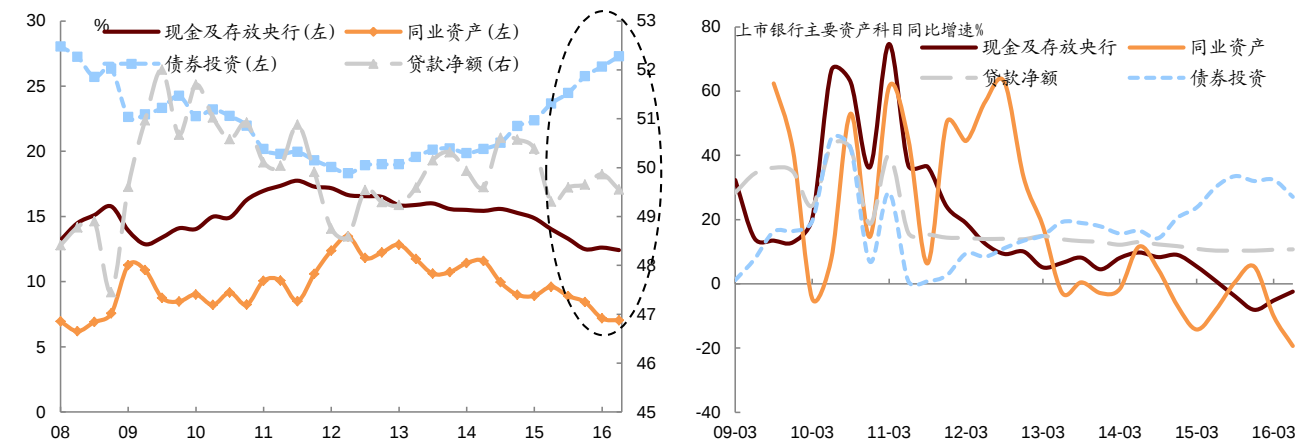


2. 从资产结构来看：债券+应收款项在资产扩张中扮演的角色超过了贷款

从结构上看，首先，各类资产在总资产占比的趋势上，进入14年，包含应收款项、标准债券投资的债券投资在总资产中的占比不断上升：①上半年房贷在商业银行资产端占比进一步上升，但由于信贷需求疲弱，叠加不良贷款率居高不下，贷款在商业银行资产端占比从49.86%降至49.55%；②债券投资（含标准债券及应收款项）占比从一季度的26.5%升值27.3%；其中，持有至到期+可供出售+交易三个标准债券账户占总资产的比重从18.61%升至19.28%，国有银行、城商行占比相对较高（如图X各类型银行资产端结构）。③同业资产在非标转标后整体增速下一台阶；分项上，存放同业环比增加、买入返售环比减少、拆出资金较为稳定。主因非标到期，叠加MPA考核背景下，买入返售金融资产同比进一步下降，二季度同比增速为-51.5%。（图表12）

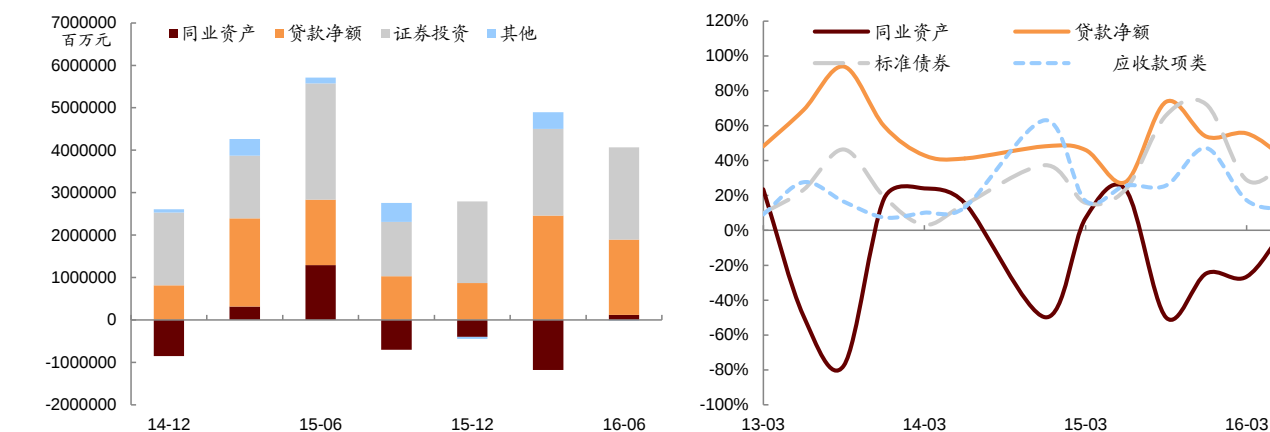
整体来看，资产端的扩张主要集中于债券投资科目下的应收款项类、交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期资产以及贷款（图表13）；其中房贷在上半年被商业银行视为优质资产，是贷款发展的主力；买入返售金融资产受MPA考核、票据业务监管等影响，进一步加速下降，同业资产发展相对较为缓慢。

图表12：上市银行各资产在总资产占比：证券投资占比上升（左）上市银行各资产同比增速（右）



资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

图表13：上市银行各类资产季度增量绝对值：证券投资超过贷款（左）上市银行资产季度增量/总资产季度增量（右）



资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

其次，从资产增速的结构来看，二季度贷款增速下降且主要依赖于房贷，而银行被动或主动增加债券投资：

- 16年半年末贷款净额同比增长10.74%（一季度增速为10.63%），但环比增速从4.17%降至2.89%。从贷款结构本身来看，一季度平台贷款冲的较猛，而二三季度信贷需求直线下降，主要靠房贷支撑，二季度居民中长期贷款在总贷款的占比从一季度的24%提升至54%。
- 债券投资（含应收款项）同比增长27.09%（一季度增速为32.39%）。主要是应收款项类投资在15年高基数影响下（股灾前银行股权及其他投资科目显著增加），二季度同比增速下降，带动证券投资这一科目增速的放缓；不过，标准债券投资的同比增速从25.62%升至25.74%，仍保持较高的增速，一方面与地方债务置换，大行被动持有地方债有关；另一方面，部分中小银行受信贷疲弱以及区域性风险，叠加不良贷款率高企，



配置力度转向债券。其中，股份制银行标准债券投资同比增速高达 40.64%（一季度为 33.7%），城商行的持有至到期+可供出售+交易三个债券账户的资产同比增速也高达 44.1%（一季度为 61%），大行则相对温和，但 15 年年末至今也一直保持着 21%左右的同比增速。

- (3) 同业资产同比-19.34%（一季度为-9.98%），在总资产中的占比从 7.18%降至 7.03%。其中，存放同业环比增加 13.6%，买入返售环比下降 13.2%，拆出资金环比增加 2.64%相对较为稳定。主因非标转标政策下，部分同业业务装到证券投资中的“应收款项类”资产去，尤其是近两年发展较快的同业理财、其他收益权、信托等。叠加前期的非标到期以及 MPA 考核，买入返售金融资产同比进一步下降，其二季度同比增速为-51.5%。
- (4) 外占流出大背景下，现金及存放央行同比增速及在总资产中的占比仍在下降，其中同比-2.41%（一季度为-5.19%），占比从 12.61%降至 12.42%。不过由于贷款需求较弱，银行体系流动性整体较为充裕，一季度、二季度环比小幅回升。

商业银行资产端整体来看，外汇占款流出大背景下，现金及存放央行有所下降，不过商业银行体系的流动性整体较为稳定。而另一方面，在目前实体经济投资回报率低以及违约风险高企的背景下，流动性脱实向虚的现象从银行层面尚未看到根本性的改变；但又由于目前股市表现一般、债券的绝对收益率较低，商业银行面临较为严峻的资产荒的局面。2016 年前三季度，或还有房地产的支撑，16 上半年全行业新增房贷约 2.4 万亿；但往后看，房地产开始出台调控政策，房贷的增量也会逐步下滑，其未来进一步发展的空间也相对有限；地方债置换贷款速度提升使得银行贷款增长乏力，而金融监管的收紧也会导致金融机构信用扩展放缓，总体来看，资产荒的环境和逻辑短期难以看到明显的好转。

四、商业银行债券持有新特征

本章主要从上市银行披露的债券持有详情、托管数据显示持有结构及变动，来分析商业银行债券持有新特征。

1. 上市商业银行各类债券投资详情

上半年上市银行总资产扩张 8.79 万亿元，其中 48.2%是债券及应收款项，48%是贷款；即上半年扩张的 8.79 万亿资产中，有 4.23 万亿的贷款、2.95 万亿债券、1.27 万亿的应收款项（各类收益权等）；且二季度贷款增量下降而债券新增较多（如下表 14）。

从上市商业银行披露的 15 年年报与 16 年半年报数据对比来看，16 年上半年上市银行债券增持的特点如下：（1）上半年上市银行增持的 2.95 万亿的债券中，有 2.73 万亿的政府债券（国债与地方债）；（2）上半年 16 家上市银行增持了约 2800 亿金融债；（3）上半年 16 家上市银行减持了 1150 亿左右的信用债；（4）结构上，国有大行以增持地方债、国债为主而减持信用债，而股份制银行、中小型银行部分增持金融债。（图表 16）

不同账户的变动特点：一季度信贷资产规模扩张 2.46 万亿，同期债券类资产规模扩张 1.28 万亿债券、应收款项扩张 7645 亿元，债券配置中交易户、可供出售、持有至到期三个账户分别增持 4136、4372、4269 亿元；而二季度信贷资产规模扩张 2.17 万亿，同期债券类资产规模扩张 1.67 万亿债券、应收款项扩张 5030 亿元，债券配置中交易户、可供出售、持有至到期三个账户分别增持 880、5690、10143 亿元（图表 14）。从一季度而二季度，信贷扩张放缓叠加债务置换加快，商业银行加大了对债券的配置力度。持有至到期账户规模的快速增加与春节后地方债快速发行有关；而可供出售账户中以国债、金融债、地方债为主，交易账户则以金融债、同业存单、少量信用债为主。

图表 14：商业银行资产负债表（简化分析）：各主要科目季度增量

商业银行：资产端	上市银行汇总：2016Q2	二季度增量 16Q2-16Q1	一季度增量 16Q1-15Q4	商业银行：负债端	上市银行汇总：2016Q2	二季度增量 16Q2-16Q1	一季度增量 16Q1-15Q4
1 现金及存放央行	158,541	3,045	7,036	1 向中央银行借款	21,115	6,561	4,837
2 同业资产	89,718	1,214	(11,753)	2 同业负债	187,676	15,538	(13,986)
3 存放同业	35,891	4,286	1,866	3 同业存放	145,124	9,083	(10,123)
4 拆出资金	28,809	741	(2,495)	4 拆入资金	24,466	1,640	(408)
5 买入返售金融资产	25,018	(3,813)	(11,123)	5 卖出回购金融资产	18,086	4,815	(3,455)
6 发放贷款及垫款	632,423	17,749	24,593	6 吸收存款	870,547	15,563	39,092
7 债券投资	348,393	21,743	20,423	7 应付债券	51,658	4,175	7,582
8 交易性金融资产	21,985	880	4,136	8 应付职工薪酬	2,001	160	(335)
9 可供出售金融资产	83,714	5,690	4,372	9 应付利息	9,346	(69)	(192)
10 应收款项类	102,318	5,030	7,645	10 递延所得税负债	79	1	8
11 持有至到期投资	140,376	10,143	4,269	11 其他	42,675	1,531	3,170
12 衍生金融资产	3,463	351	(14)	负债合计	1,185,097	43,460	40,177
13 固定资产	9,862	133	(35)				
14 其他	33,942	(591)	4,002				
资产总计	1,276,343	43,644	44,252				

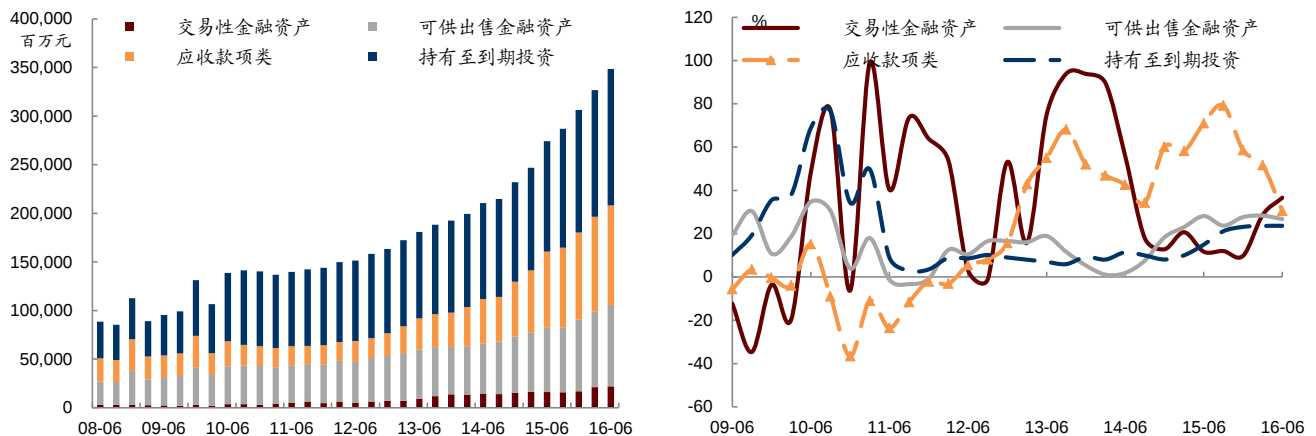
单位：亿元

上市银行汇总：2016Q2、2016Q1

资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

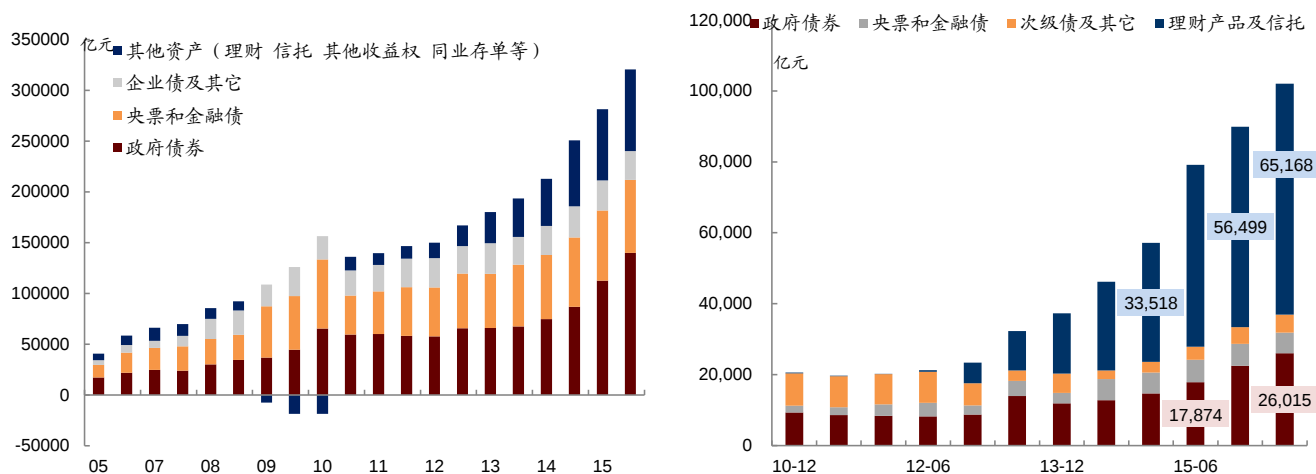


图表 15：上市银行债券类资产构成（左）上市银行债券类资产同比增速：应收款项增速下滑（右）



资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

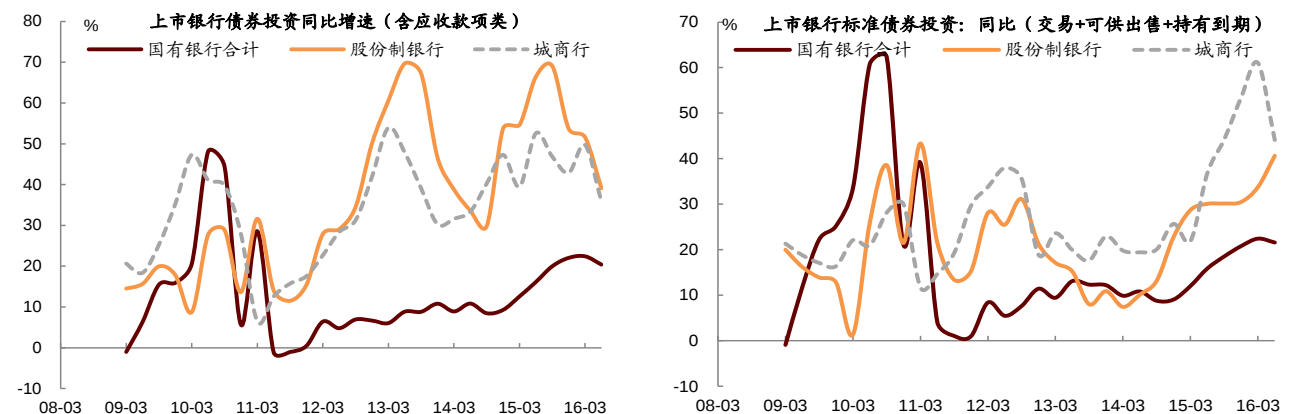
图表 16：债券投资下四个账户按资产类型分类加总（左）应收款项账户下持有各类资产详情：上市银行加总（右）



资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

不同银行在债券投资的特点上：国有银行主要增持地方债，其持有至到期与可供出售金融资产同比增速近几个季度均维持在 26% 以上；股份制银行近年来参与理财产品、信托及其他受益权投资较多，在应收款项增加带动下，债券投资占比显著上升；城商行近年来大力发展债券投资，也加大通过同业存单等方式主动负债经营的比重。（图表 17）

图表 17：上市银行债券投资同比增速（含应收款项类）（左）上市银行标准债券投资（交易+可供出售+持有到期）：同比（不含应收款项类）（右）



资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究



2. 全部商业银行债券投资新特征

基于上文分析的上市商业银行债券持有特点，进一步分析全部商业银行在 2015 年 6 月到 2016 年 6 月这一年债券持有的特征（图表 19，基于中债登和上清所分投资者分券种的托管数据），有如下发现：

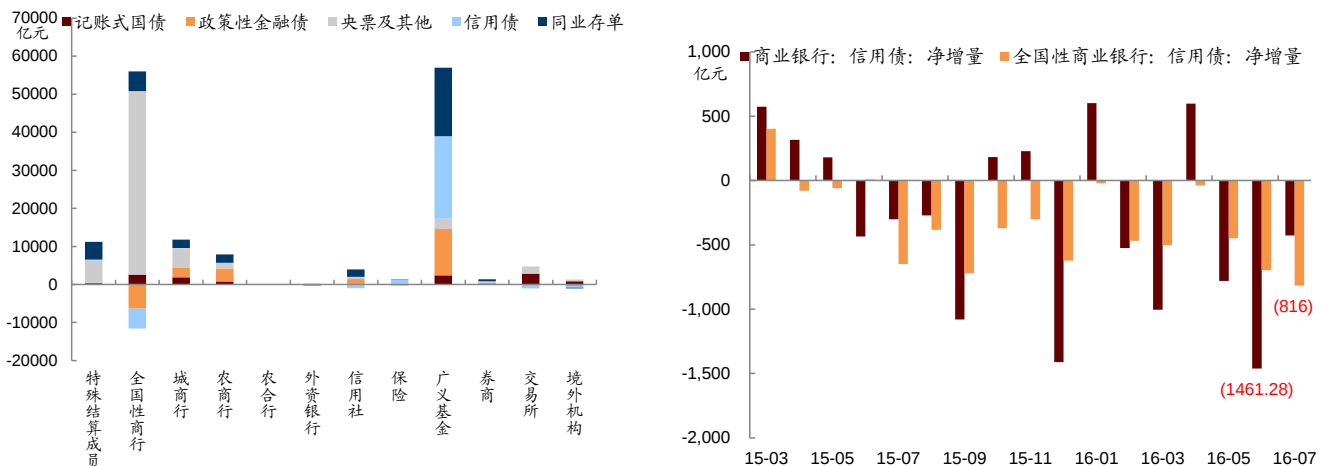
（1）商业银行：①由于信贷需求较弱，流动性较为充足，政策性银行加大货币市场净融出量，并加强主动配债。②全国性商行：被动增持 6.2 万亿地方债（截止 2016 年 6 月末），进而持续减持信用债，也小幅减持了金融债。③城商行：弱信贷需求叠加资产荒背景下，加大债券尤其是利率债的持有，被动增持 5800 亿地方债。④农商行：弱信贷需求叠加资产荒，同时由于净息差收窄，若要保持盈利必须保持资产规模的增速，资产配置上向债券倾斜，参与债券市场的投资者明显增加，较 15 年 6 月同比增加 217 家至 547 家。（图表 18）

（2）在银行理财规模不断扩大、委外盛行、公募基金等发展下，广义基金成市场最大的主力配置机构。配置力量集中在信用债、政金债（无需考虑免税）。

（3）境外机构由于汇改先减持，2016 年 3 月以来逐步增持，且主要集中在国债、地方债、政金债。

而过去这一年，在理财扩张与配置需求所引发的投资者结构的变化，由于其在资金成本以及风险偏好的不同，也给债券市场带来了新的变化：①理财和委外在成本、风险偏好、杠杆等特征和传统债券投资者不同，负债端成本刚性以及追求绝对收益下，导致信用利差、税收利差持续下降；②交易所加杠杆，寻找洼地，标的转向长债以及中低评级债券；③催生细分投资品种发展；④努力寻找办法增强收益，参与网下打新账户从不到 500 个增加到 4000 多个；等等。

图表 18：各类型机构增持各类债券的概况：2016/06-2015/06（左）商业银行持续减持信用债（右）



资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

图表 19：各类型机构增持各类债券的详情：2016/06-2015/06

存量 201606-201506	记账式 国债	政策性 金融债	国开债	口行债	农发债	央票及 其他	企业债	超短融	短融	中票	同业存 单	合计
特殊结算成员	293	136	5	72	60	5,911	(6)	259	(58)	(17)	4,678	11,195
商业银行	5,389	(626)	(1,569)	(437)	1,379	55,061	(710)	(2,436)	(1,876)	(201)	9,917	64,520
全国性商行	2,564	(6,360)	(4,020)	(1,647)	(692)	48,254	(653)	(2,517)	(1,655)	(393)	5,168	44,409
城商行	1,881	2,429	895	530	1,004	5,212	(37)	35	(51)	133	2,201	11,803
农商行	786	3,413	1,672	707	1,035	1,490	28	(11)	(126)	72	2,224	7,878
农合行	(8)	79	20	11	48	20	(6)	-	-	(14)	-	71
外资银行	159	(203)	(146)	(37)	(20)	85	(40)	56	(17)	(89)	(93)	(142)
信用社	208	1,227	554	340	333	565	(556)	(34)	(169)	(238)	1,931	2,933
保险	34	(271)	(399)	14	114	(92)	(732)	1,669	283	90	27	1,007
广义基金	2,388	12,204	5,612	2,056	4,536	2,676	6,148	6,140	953	8,452	17,994	56,956
券商	78	369	243	29	97	149	14	227	78	(72)	534	1,376
交易所	2,818	-	-	-	-	1,940	(1,044)	-	-	-	-	3,715
境外机构	833	(413)	(112)	(176)	(125)	477	14	(98)	(57)	(270)	(205)	280
合计	12,051	12,703	4,375	1,904	6,425	67,356	3,095	5,770	(834)	7,753	35,229	141,983

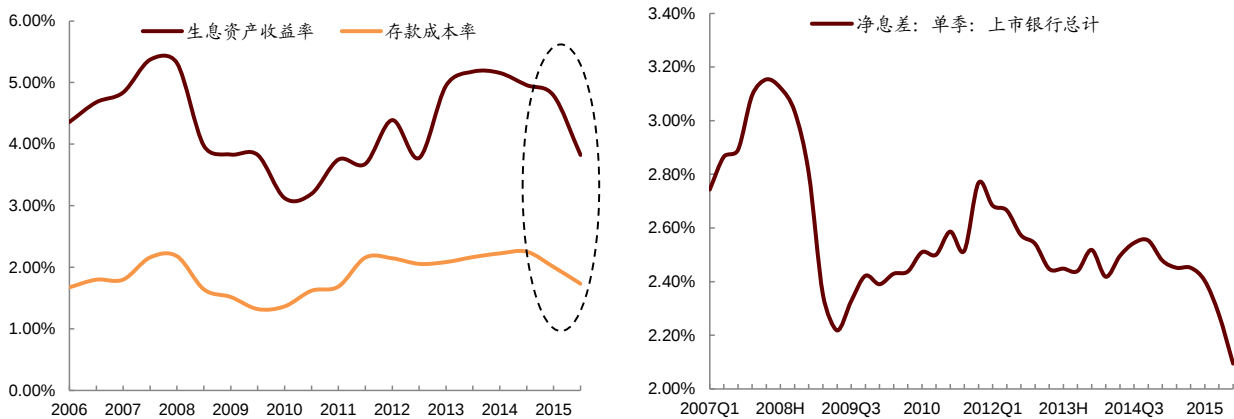
资料来源：万得资讯，上清所，中债登，中金公司研究



五、商业银行债券投资具体分析及展望

从上市银行经营状况来看，降息背景下，银行存款成本率有所下行；但贷款收益率以及债券等其他生息资产收益率也在下行且更甚，导致上市银行净息差不断收窄（图表 20）。叠加不良贷款以及不良贷款率仍位于高位，上市银行净利润下降（图表 21）。正如，如果想要提高业绩，需在加杠杆、拉长久期、信用资质下沉中选择；因此，商业银行在业绩以及增速压力下，选择了扩张资产负债表，尤其是部分中小型银行。

图表 20：上市银行净息差仍在收窄（左）上市银行净息差仍在收窄（右）



资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

往回看，近一年，由于信贷需求较弱、不良较高，绝大多数银行主要通过增加在债券、应收款项的配置来扩张资产负债表。往后看，我们认为行业或逐渐出现如下趋势：

（1）银行自营有可能继理财之后成为债市新的增持主体。在经济整体增速放缓、融资需求下行背景下，各类资产收益率中枢下行，资产荒仍将延续；资金逐利背景下，各类资产收益率趋势性下降而波动性加大。边际上，更值得关注的是房地产小周期何时见顶。今年加杠杆的主体是居民，带动个人按揭、消费贷款的大幅增长。如果房地产销量小周期见顶，表内融资需求将大幅萎缩，资产荒将从表外延伸到表内，银行自营有可能继理财之后成为债市新的增持主体。

（2）各类利差趋于收敛，扩张意愿或下降。各种利差趋于收敛，叠加缺资产，一方面机构资产扩张意愿下降，另一方面各类资产规模增速放缓，从机构如商业银行、保险到资金存在的各种模式如同业、理财。

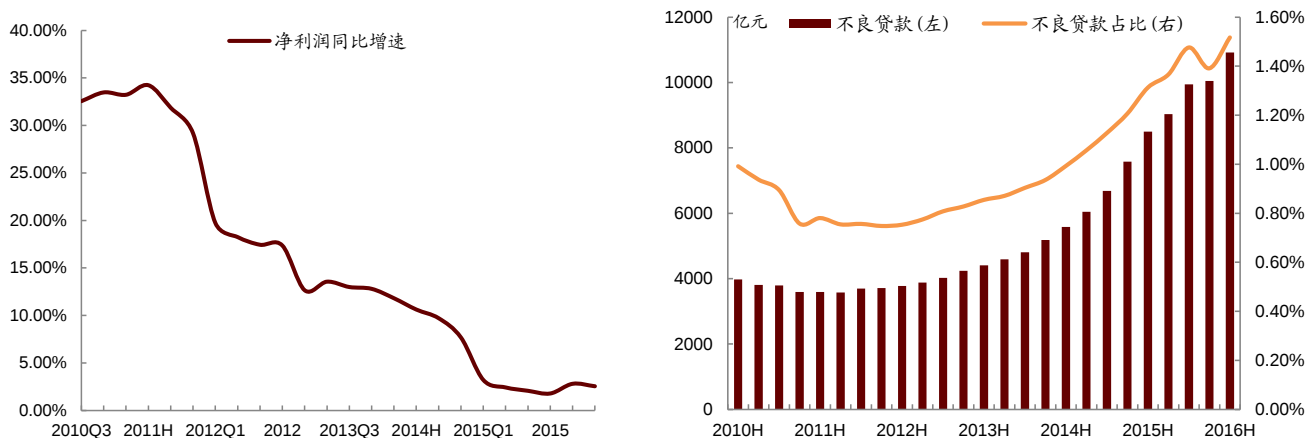
（3）存款流动性或下降，而存款活期化仍将延续。低利率环境下，金融脱媒化动力下降，存款的流动性下降（如从存款转向理财的动力下降）；但存款活期化现象仍将延续，带动商业银行资金成本的下行。

（4）资产端低利率环境下，比拼综合资金成本将是关键，低者为王，拥有较多网点的大型商业银行具有较大优势。如果央行放松较慢，意味着游戏可以玩更久，但放松慢的这个过程对各类机构资产负债管理更为重要，因为短端下不去，长端的空间则相对有限；在这样的情况下，资金成本低的则是王者，尤其是拥有较多网点的大型商业银行。从这个角度，银行理财的收益率也将适时下降。从目前来看，四大行、平安、招行的存款在计息负债中的占比高于行业平均水平，而四大行、招行、华夏的总计息负债成本低于行业平均水平，其中建行、农行、农行目前计息负债成本（累计）低于或等于 1.60%（图表 22、23）。如果放松较快，从债券投资者投资的角度，在盛筵之后，市场或再度陷入困境，进而得观察彼时经济的走向。

（5）商业银行或更加倾向于国债、地方债等免税品种。对于商业银行，尤其是流动性管理较好或资金成本较低的商业银行而言，买国债、地方债等免税的债券优于其他债券品种。考虑 2.1%左右的银行平均负债成本，且如果未来存款活期化进一步加剧，资金成本有望进一步下滑；2.7%的十年国债收益率免税后的收益对银行而言相当于 3.37%的金融债，流动性较好且没有违约风险，仍具有一定的配置吸引力。因此，过去一年，全国性商行明显增配国债、地方债而减持金融债（图表 19）。

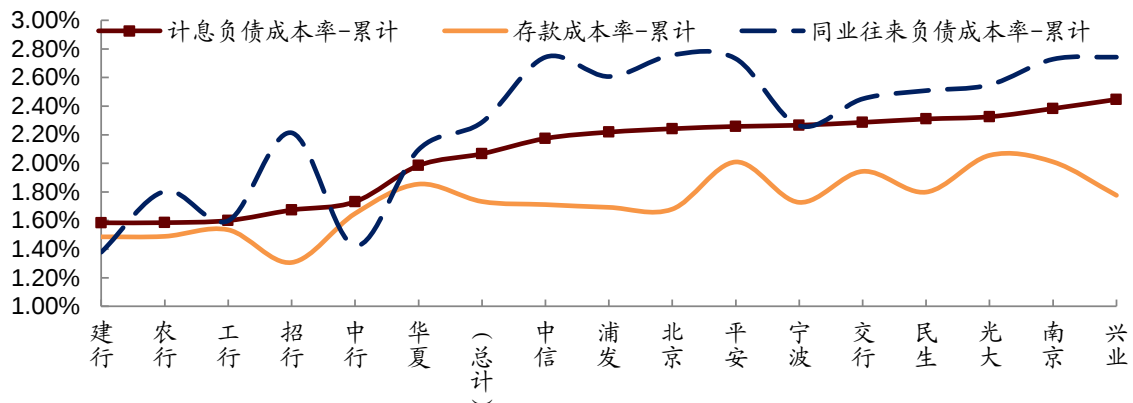


图表 21：上市银行净利润同比增速（左）不良贷款及不良贷款率仍较高（右）



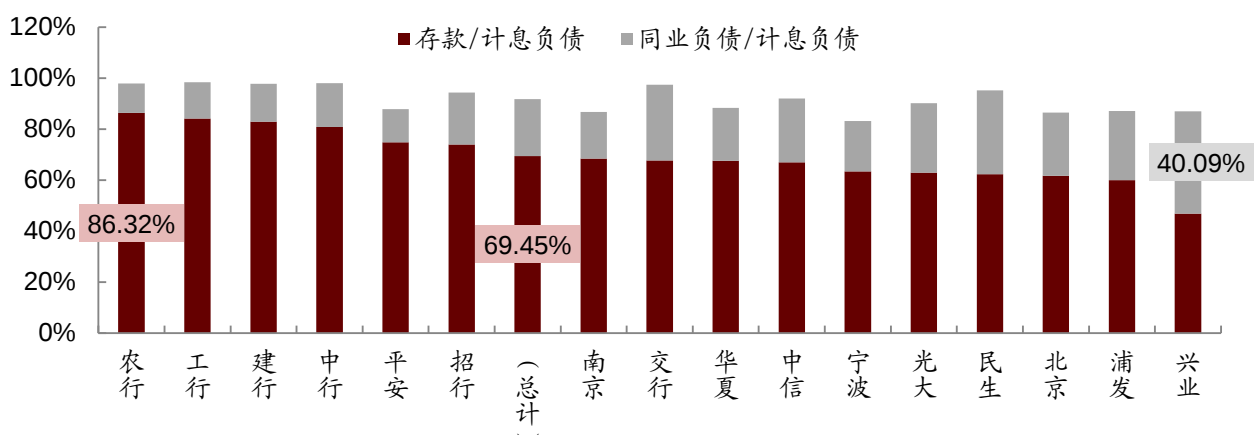
资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

图表 22：不同银行负债成本：2016Q2



资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究

图表 23：不同银行存款在计息负债中的占比：四大行较高，中小银行同业负债占比较高



资料来源：万得资讯，上市银行报表，中金公司研究



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

