# 司库策略谈第 175 期：12 月银行资产负债配置月报-负债篇

司库策略周报

郭益忻
兴业研究分析师
电话：021_22852766
邮箱：880708@cib.com.cn

## 摘要

流动性不松不紧实质仍偏紧，供给方面政府债发行量显著下降，年末银行金融债、资本工具或再次出现发行高峰，影响机构之间流动性分布，并放大日常波动。央行货币投放仍将主要通过 OMO、MLF，跨年足量供应有保证，年末财政支出高峰同样也会对资金面带来助益。

然而，货币财政双投放并不意味机构可以高枕无忧。结构性存款到期压降预计将进入尾声，但年末规模、结构、风险等各项指标调节压力大，NCD、金融债等市场利率仍有上行压力。

**流动性提示及下周操作策略**

下周，公开市场 4250 亿到期，政府债当周净发行 1111 亿，其中，国债发行缴款 1860 亿，地方债发行缴款 281 亿，资本工具缴款 60 亿。NCD 到期量 2792 亿，到期量为近几周以来偏低的水平；

下周跨月，公开市场到期规模适中，政府债仍有一定供给，但预计可为月末财政支出对冲，资金面边际收敛，短端利率将有所反弹；

NCD 价格持续攀升，但长端一级市场依旧没有量的配合，下周到期量下降，或有改观契机，理想情况下可能出现量升价稳的局面；

扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

**关键词：资产负债管理，负债管理**

**市场回顾**

本周资金面继续保持宽松，央行当周净投放 1300 亿，周一到期的中央国库现金存款在周五续作，流动性保持合理充裕。短期利率方面，隔夜低于 1%，7D2.36%，隔夜水平过低，显然不可持续。

**图表 1：银行间市场主要准利率周变化情况（1 年期以内）**

| 指标名称 | DR001 | DR007 | DR014 | SHIBOR1M | SHIBOR3M | SHIBOR6M | SHIBOR9M | SHIBOR1Y |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020/11/27 | 0.8178 | 2.3676 | 2.7335 | 2.7340 | 3.1360 | 3.1810 | 3.2500 | 3.2890 |
| 2020/11/20 | 1.9257 | 2.2063 | 2.7010 | 2.7020 | 3.0210 | 3.0920 | 3.1960 | 3.2420 |
| 差异（bps） | -110.79 | 16.13 | **3.25** | 3.20 | 11.50 | 8.90 | 5.40 | 4.70 |

来源：wind，兴业研究

**图表 2：非银机构短期融资利率周变化情况（7 天以内）**

| 指标名称 | R001 | R007 | GC001 | GC007 |
|---|---|---|---|---|
| 2020/11/27 | 0.89 | 2.58 | 2.59 | 2.66 |
| 2020/11/20 | 1.98 | 2.36 | 2.30 | 2.66 |
| 差异（bps） | -109.06 | 22.41 | 28.20 | -0.30 |

来源：wind，兴业研究

同业存单发行方面，本周发行量略超 3200 亿，仍不及到期量，全市场余额连续第 3 周回落，目前总规模已不足 11.0 万亿。利率方面，一级市场本周续创反弹以来新高，3M 3.25%，1Y3.35%。期限方面，本周主要在 6M 以内，1M、3M、6M 这 3 个期限相对平均，9M 以上比例明显偏低。本周，NCD 市场浮息品种没有发行。

二级市场方面，本周市场成交 6485 亿，环比上周有所反弹。

**图表 3：上周同业存单发行量及价格变化情况**

| 期限 | 11 月第 3 周 | | 11 月第 4 周 | | 变化 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 发行量 | 价格 | 发行量 | 价格 | 发行量 | 价格 |
| 1M | 628.50 | 2.74% | 716.50 | 2.75% | 88.00 | 0.01% |
| 3M | 852.10 | 3.19% | 814.10 | 3.32% | -38.00 | 0.13% |
| 6M | 407.70 | 3.31% | 697.90 | 3.41% | 290.20 | 0.09% |
| 9M | 382.00 | 3.30% | 416.60 | 3.38% | 34.60 | 0.07% |
| 1Y | 1176.20 | 3.31% | 586.60 | 3.46% | -589.60 | 0.15% |
| 合计 | 3446.50 | 3.18% | 3231.70 | 3.24% | -214.80 | 0.07% |

来源：wind，兴业研究

**利率债市场**

国债方面，本周一级市场发行 503 亿，为 3M 贴现国债。二级市场，本周收益率整体小幅回落。截止周末，10-1 期限利差本周较上周走扩 3BP，目前水平在 39BP。

**图表 4：国债利率周变化情况**

| 指标名称 | 1 年 | 3 年 | 5 年 | 7 年 | 10 年 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2020/11/27 | 2.9104 | 3.0837 | 3.1522 | 3.3189 | 3.3000 |
| 2020/11/20 | 2.9503 | 3.1201 | 3.1910 | 3.3385 | 3.3100 |
| 差异（bps） | -3.99 | -3.64 | -3.88 | -1.96 | -1.00 |

来源：wind，兴业研究

国开债方面，收益率涨跌互现，3Y-5Y 下行 10BP 幅度偏大。本周末，10Y 隐含税率水平最高为 13.6%，环比上周进一步回落。

**图表 5：国开债利率周变化情况**

| 指标名称 | 1 年 | 3 年 | 5 年 | 7 年 | 10 年 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2020/11/27 | 3.0729 | 3.2929 | 3.4448 | 3.5440 | 3.7487 |
| 2020/11/20 | 3.0511 | 3.4118 | 3.5352 | 3.5698 | 3.7794 |
| 差异（bps） | 2.18 | -11.89 | -9.04 | -2.58 | -3.07 |

来源：wind，兴业研究

地方债方面，本周一级市场发行 4.2 亿。二级市场方面，本周成交量 605 亿，与上周水平大体相当。二级市场利率走势方面，本周估值变动与国债类似，整体小幅下行。截止周末，5Y、7Y、10Y 目前点差分别为 18、8、30BP，5-7Y 的估值利差被显著压缩。

**图表 6：地方债利率周变化情况**

| 指标名称 | 1 年 | 3 年 | 5 年 | 7 年 | 10 年 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2020/11/27 | 2.9998 | 2.0800 | 3.3339 | 3.4023 | 3.6045 |
| 2020/11/20 | 3.0106 | 2.0800 | 3.3622 | 3.4403 | 3.6248 |
| 差异（bps） | -1.08 | 0.00 | -2.83 | -3.80 | -2.03 |

来源：wind，兴业研究

长期债券方面，本周发行 105 亿，其中金融债 25 亿，资本工具 80 亿。

离岸人民币市场方面，本周 1 个月以内资金利率大幅反弹，1 周到 1 年整体相当平坦。

**图表 7：上周离岸人民币拆借利率变化情况**

| CNH HIBOR | 隔夜 | 1 周 | 2 周 | 1 个月 | 3 个月 | 6 个月 | 9 个月 | 12 个月 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020/11/27 | 2.34 | 3.25 | 3.25 | 3.23 | 3.32 | 3.36 | 3.38 | 3.39 |
| 2020/11/20 | 1.81 | 2.62 | 2.76 | 2.93 | 3.19 | 3.29 | 3.26 | 3.32 |
| 差异（BP） | 52.92 | 62.88 | 49.07 | 30.28 | 12.87 | 7.37 | 12.00 | 6.47 |

来源：wind，兴业研究

流动性不松不紧实质仍偏紧，供给方面政府债发行量显著下降，年末银行金融债、资本工具或再次出现发行高峰，影响机构之间流动性分布，并放大日常波动。央行货币投放仍将主要通过 OMO、MLF，跨年足量供应有保证，年末财政支出高峰同样也会对资金面带来助益。然而，货币财政双投放并不意味机构可以高枕无忧。结构性存款到期压降预计将进入尾声，但年末规模、结构、风险等各项指标调节压力大，NCD、金融债等市场利率仍有上行压力。

根据我们对资产负债各主要项目的基本判断，提出相应的操作策略如下：

**负债端：**

1）戒除侥幸心理，降低跨年敞口；银行资管、非银尤其要早做准备；

2）流动性风险指标方面，LCR、NSFR 指标需要重点维护，由此带来长期资金吸收压力；然而长端资金越来越贵，应坚持吸收按需，有量趁早；

3）根据长期资金和资本充足迫切性决定金融债及资本债发行计划，余地越小，发行应越早；

**以下作具体展开，按照重要性区分：**

**短端流动性：**

**缴税**

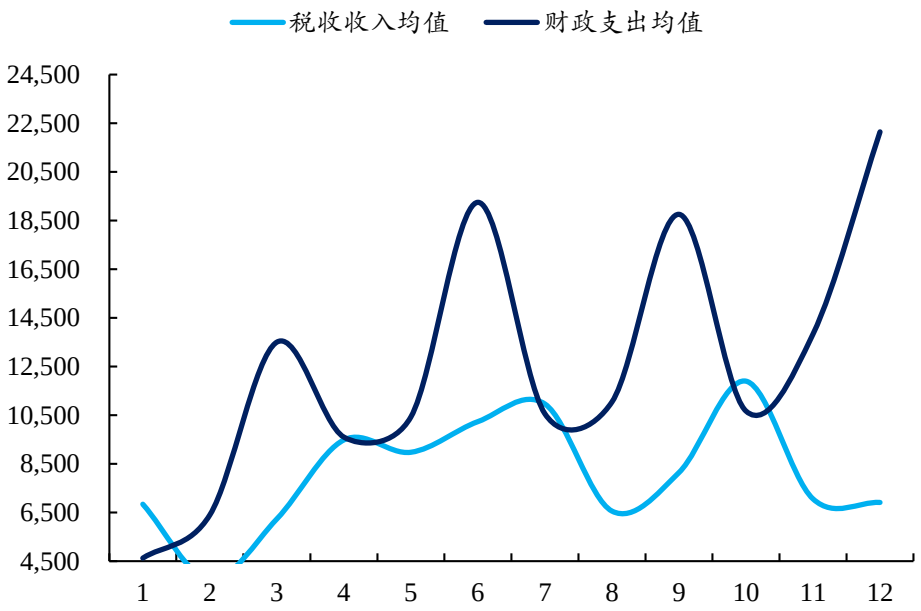
12 月财政收支方面，历史均值显示缴税规模处于低位，财政支出则为全年峰值。

财政收入端，从历史均值来看，12 月税收平均值大数 7000 亿。边际来看，10 月税收收入增速在高基数下继续加速，高达 11.2%。这一数据反映微观经济状况较好，与同期经济数据相吻合。进度方面，1-10 月收入整体进度已超去年同期 1 个百分点。时间安排方面， 12 月缴税截止日期为 12 月 15 日。

财政支出端，12 月支出历史均值在 2.2 万亿左右。边际来看，10 月财政支出同比大幅上行，表现出明显的超季节性特征。这可能与支出进度落后背景下，年底发力加快节

奏有关。公共财政支出进度仍落后 5 个点，11-12 月有望进一步加快支出节奏。但从可行性角度看，全年完成预算目标概率较低。换言之，年末财政超预期发力（年末财政存款大力度下拨）的必要性和可能性也较低。

**图表 8：12 月缴税及财政支出体量**




数据来源：wind，兴业研究

**政府债发行**

政府债方面，11 月发行政府债 8450 亿，其中国债 7067 亿，地方债 1383 亿。

展望 12 月，政府债供给保持在较低水平，预计发行规模合计 8300 亿，其中国债 5200 亿，地方债 3100 亿，其中地方债的主要部分是 11 月财政部下达的用于补充中小银行资本金的 2000 亿专项债。

**图表 9：政府债发行及到期一览表**

| 单位：亿元 | 国债 | 地方债 | 合计 |
|---|---|---|---|
| 11 月发行 | 7,067 | 1,384 | 8,450 |
| 11 月到期 | 1,897 | 3,863 | 5,760 |
| 11 月净发行 | 5,169 | (2,479) | 2,690 |
| 12 月发行预测 | 6,204 | 3,095 | 9,298 |
| 12 月到期 | 1,714 | 652 | 2,366 |
| 12 月净发行 | 4,489 | 2,443 | 6,932 |

数据来源：wind，兴业研究

**准利率债发行**

11 月，银行资本工具发行规模达到 1467 亿，环比 10 月增加近 800 亿。11 月规模放量主要由国股大单贡献，其中国有行 700 亿，股份制 650 亿。月中包商银行存量二级资本债被全额减记，导致中小银行二级资本债暂时封冻，但前期规划好的 3 笔中小银行永续债仍逆风完成发行。从结果来看，二级资本债市场解冻相对容易，但完全的市场化发行恐还任重道远。

进入 12 月，资本债发行预计仍将保持较高热度。无论是国股还是中小银行都会借重资本工具来达到补充长期资金和资本金的双重目标。从对流动性影响角度，国股的大单仍将影响资金分布，并带来扰动。而中小银行特别是二级资本债的发行何时解冻、如何解冻或将影响流动性分层的程度。

展望 12 月，政府债发行压力较小，但资本债发行规模大概率维持较高水平，资金面显性扰动因素仍存。

**外汇**

展望后市，我们外汇团队认为[1]，人民币汇率将继续维持偏强震荡。RCEP 的签署将在长期利多人民币汇率，但短期影响相对中性，短期内更需关注的是中美第一阶段协议的审议情况，及拜登对中美关税壁垒的态度。在此预判之下，外汇占款预计仍将小幅流出，对流动性影响相对轻微。

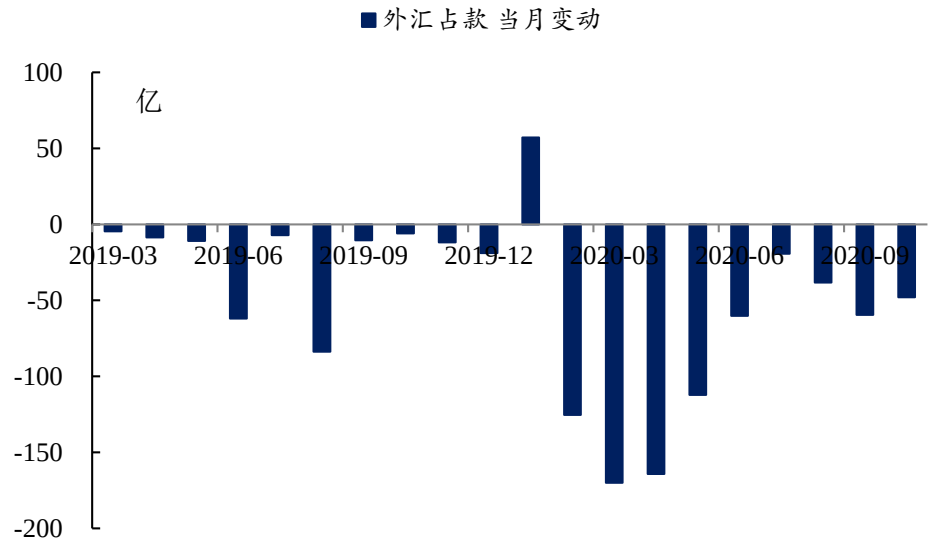
[1] 疫苗和欧美疫情拉锯推动震荡行情—汇率与贵金属市场聚焦 2020 年（第 28 期），郭嘉沂，张峻滔，张梦

**图表 10：境内外人民币美元汇率变动**




数据来源：wind，兴业研究

**图表 11：境内外汇占款变动**

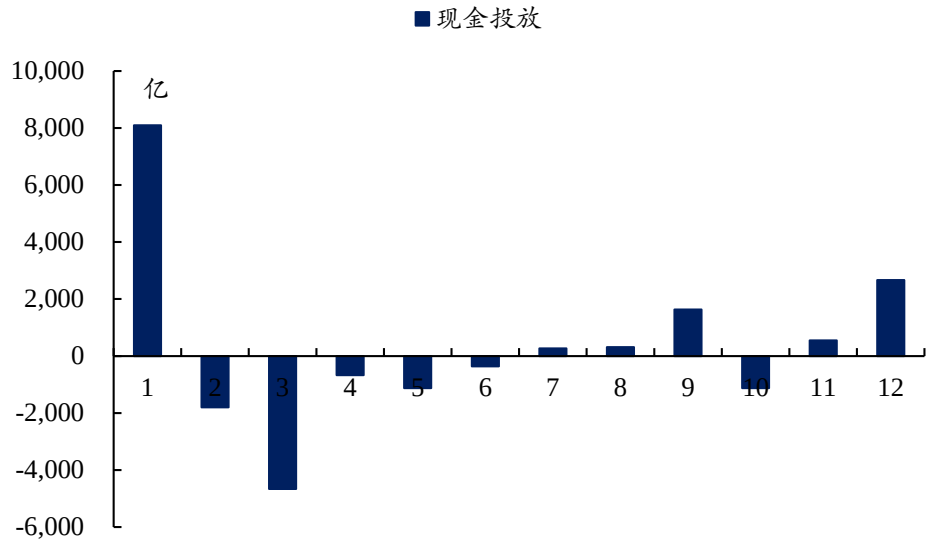



数据来源：wind，兴业研究

**现金**

参考近几年的规模，12 月变动均值 2665 亿，对流动性或造成负面影响，但考虑到流出并不会集中发生，该程度扰动可通过央行日常的 OMO 操作予以平补。

**图表 12：各月现金均值一览**



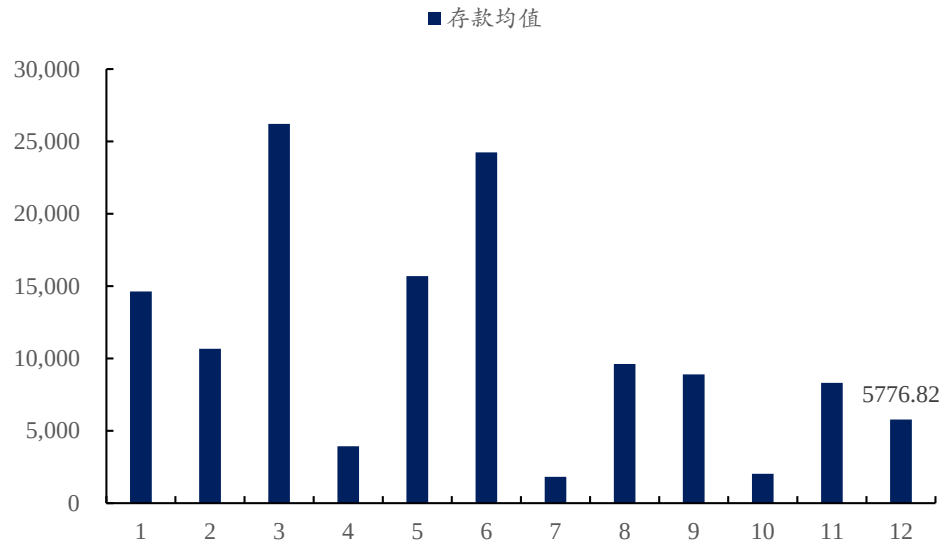

数据来源：wind，兴业研究

**存款**

存款方面，12 月存款增长预计幅度有限，一方面今年存款增长情况整体很好，另一方面受制于存款偏离度等制约，机构年末再冲刺规模的可能性、必要性都很小。从历史均值来看，当月增长在 5800 亿，全年来看也处于相对较低的水平。

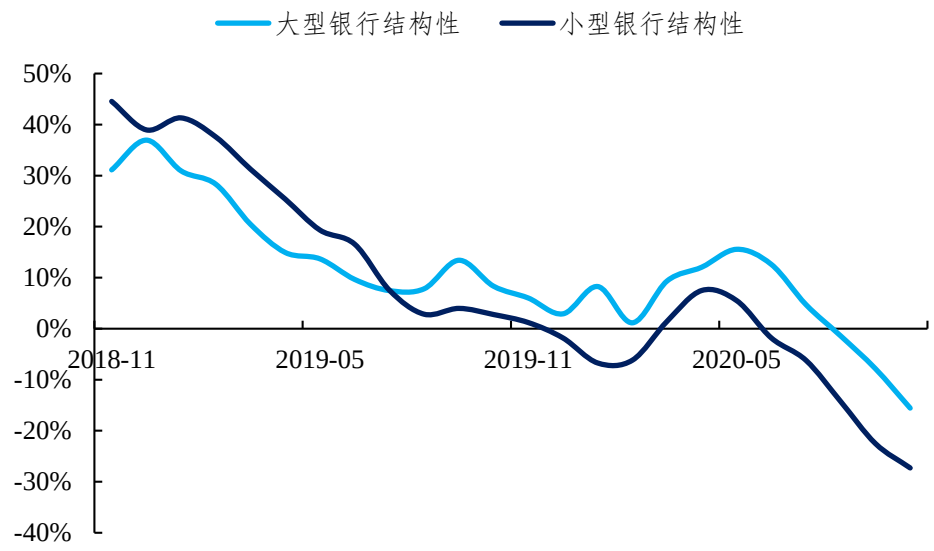
结合 10 月末数字来看，结构性存款再降超过 1 万亿。截止 10 月末，全市场结构性存款余额已经降至 8 万亿以下，该体量较 4 月末最高峰已经压缩接近 4 万亿。该压缩力度应该说超出市场预期。即使按照后两个月份每月压缩 5000 亿的保守速度估计，年末余额将不足 7 万亿，回到 2017 年末的水平。换言之，2018 年以来所有增量在不到 1 年的时间被全部抹去。照此估计，压缩到年末，无论是绝对规模还是相对比例都将处于较为合意的状态。结构性存款压降的任务将在年末趋于终止。

**图表 13：12 月存款均值快速回升**




数据来源：wind，兴业研究

**图表 14：结构性存款还需要继续压缩**




数据来源：wind，兴业研究

**图表 15：结构性存款最新变化**

| | 全部结构性 | 企金结构性 | 零售结构性 | 大型银行结构性 | 中小行结构性 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2020/10/31 | 79,447.45 | 48,316.47 | 31,130.98 | 30,478.70 | 48,968.75 |
| 2020/4/30 | 121,394.51 | 74,277.94 | 47,116.57 | 42,314.65 | 79,079.86 |
| 2019/12/31 | 95,980.57 | 54,178.68 | 41,801.89 | 34,128.65 | 61,851.92 |
| 比上月 | -10,304.32 | -5,299.04 | -5,005.28 | -5,297.36 | -5,006.96 |
| 比年初 | **-16,533.12** | **-5,862.21** | **-10,670.91** | **-3,649.95** | **-12,883.17** |

数据来源：wind，兴业研究

**年末指标调控**

最后一个月，满足监管各项指标要求是经营工作的重要组成部分。

从规模看，年末时分若对总资产进行收缩，将影响非银机构资金可得性从而推高资金利率；同理，年末对狭义信贷、风险资产规模的控制也会相应推高票据、非银借款及其他债权资产的价格。

从结构指标看，修复 LCR、NSFR 等流动性指标压力较为迫切，需要持续筹集长期资金予以满足，也会对包括 NCD、金融债等市场化利率形成推升压力。

从资本和损益指标看，考虑到 5 月以来利率上行幅度较大，机构存量债券普遍处于浮亏，一定程度的止损也会推升利率。

综和上述各方面情形，今年年末的指标控制都可能是资产价格承压。实际操作需要将冲击成本予以考虑。

**央行操作**

综合前述因素来看，流动性不松不紧实质偏紧，政府债退潮、资本工具发行仍将保持一定规模，日常波动仍不能忽视；对冲方式上，或仍将维持 OMO+MLF 方式，MLF 可能继续放量满足市场需求，OMO 可能灵活使用 14D、28D 资金用于跨年，但结构性短缺现状仍难以彻底改观。

本月 MLF 到期量 6000 亿，12 月 6 日、16 日各有 3000 亿到期，依照今年以来的惯例，将在 15 日统一操作，从稳定市场情绪、保持合理充裕、8 月以来实际操作等多方面来看，适度超量续作可能性较大。

而跨年的资金供给也将大体充沛，从总量上可以满足机构需要。然而考虑到紧平衡环境下，机构对流动性需求不一，总量充沛个体却不必然充沛。结构性不足仍可能存在，央行-一级交易商-中小银行-非银的传导链条需要每个环节都稳定才可运行顺畅，其中一个环节尤其是靠前的环节出了问题，仍可能带来负面影响。尤其在年末，还有 MPA 等诸多规模、结构指标的约束，链条靠后的部分获取资金的不确定性是有所增加的。这一点

切不可心存侥幸。

**中期同业负债**

12 月 NCD 到期量 1.91 万亿，到期续作压力巨大。从 11 月份的运行看，NCD 市场量价齐升。截止 11 月 27 日，NCD 余额 10.99 万亿，较 10 月末下降约 800 亿。

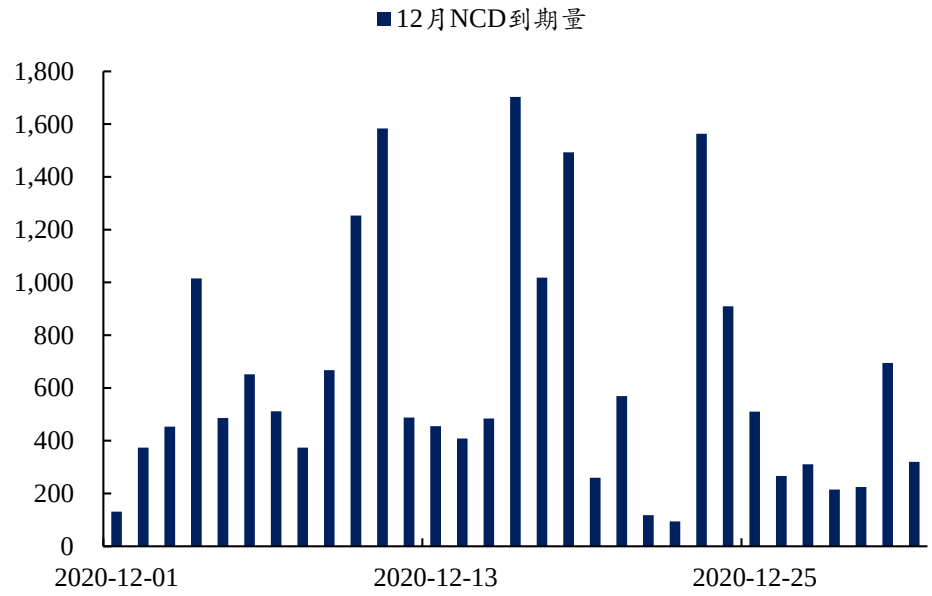
价格方面，本月继续走高。以 1 年期为例，先后突破 3.25%和 3.3%，创出本轮反弹新高。期限方面，10 月没有特别明显的特征，从 3M 到 1Y 相对比较均衡，反映出的是各类型机构在成本和指标之间的纠结。

展望 12 月，为了保持全年资产规模处于合意水平，需要同时平补 NCD 和结构性存款的到期缺口，足量甚至超量续作动力强。而从供需双方来看，处于有利地位的资金方有更高的心里价位，发行方原则上尽可能放缓提价的节奏。但只要有机构存在迫切的压力，脆弱的平衡就会被打破，价格仍有可能新高。

继续往上，NCD 面对的价格阻力是 3.5%，即 2018 年年中以来的最高点，目前点位距离目标位还有 20BP 距离，12 月的续作压力+资金面的扰动，将项目表位发起冲击。

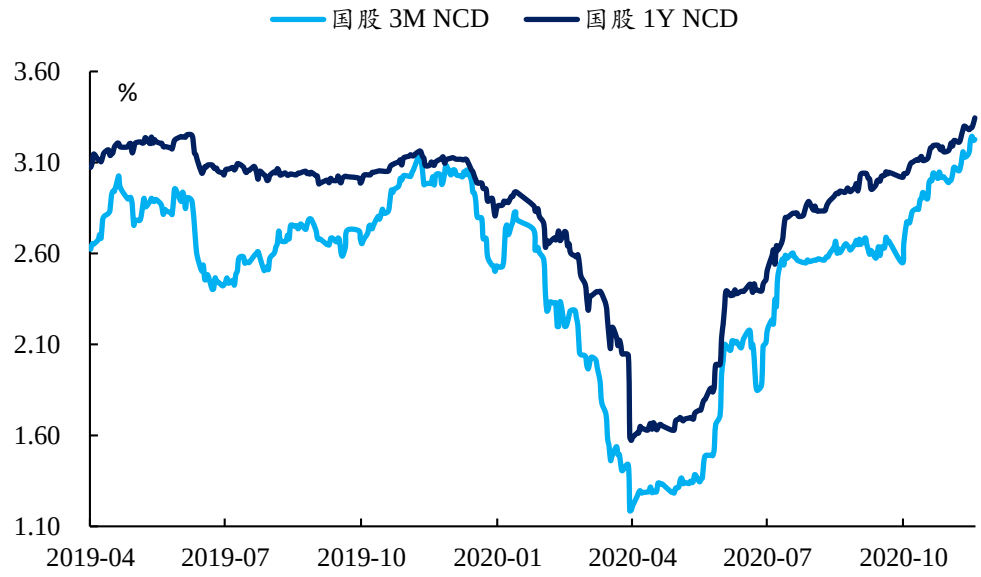
包括 NCD 在内的同业负债，吸收期限安排要侧重几个方面：一个是从成本角度出发用短期平补流动性缺口，进入 12 月，1M 即可跨年；站上 3.3%之后，1Y 期限绝对价位已经很高，坚持“指标驱动，有量赶早”的策略。

**图表 16：12 月 NCD 到期情况**




数据来源：wind，兴业研究

**图表 17：NCD 利率反弹没有完成**



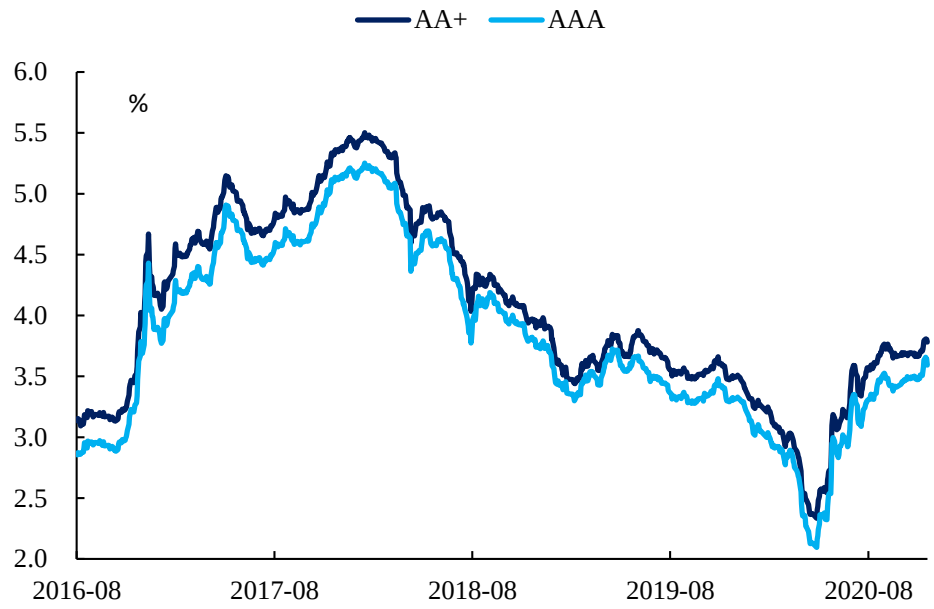

数据来源：wind，兴业研究

**长期发债**

长端发债的部分，11 月金融债和固定收益型资本工具累计发行接近 2102 亿。从价格角度出发，目前一般的金融债 AAA 在 3.5-3.7%，二级资本工具 4.1-4.3%，其他一级资本工具 4.6-4.8%，均处于明显偏高的水平。我们预计，12 月份金融债发行规模可能有所放大，而发行成本中枢可能继续上行。

和 9M 以上的 NCD 一样，应当坚持指标驱动，同时还可考虑分批发行，降低流动性波动带来的价格冲击。

**图表 18：3Y 金融债反弹**




数据来源：wind，兴业研究

**图表 19：下周流动性提示**

| 大类因素 | 细分因素 | 2020/11/30 | 2020/12/1 | 2020/12/2 | 2020/12/3 | 2020/12/4 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 央行操作到期 | OMO | 400 | 700 | 1,200 | 800 | 1,150 |
| | MLF/TMLF | | | | | |
| | 国库现金 | | | | | |
| | 降准 | | | | | |
| | 合计 | 400 | 700 | 1,200 | 800 | 1,150 |
| 债券净发行 | 地方债 | -558 | -166 | 53 | -7 | 29 |
| | 国债 | 400 | 0 | 0 | 1,360 | 0 |
| | 合计 | -158 | -166 | 53 | 1,353 | 29 |

来源： wind，兴业研究

**流动性提示及下周操作策略**

下周，公开市场 4250 亿到期，政府债当周净发行 1111 亿，其中，国债发行缴款 1860 亿，地方债发行缴款 281 亿，资本工具缴款 60 亿。NCD 到期量 2792 亿，到期量为近几周以来偏低的水平；

下周跨月，公开市场到期规模适中，政府债仍有一定供给，但预计可为月末财政支出对冲，资金面边际收敛，短端利率将有所反弹；

NCD 价格持续攀升，但长端一级市场依旧没有量的配合，下周到期量下降，或有改观契机，理想情况下可能出现量升价稳的局面；

## 免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”，CIB Research)提供，本报告中所提供的信息，均根据国际和行业通行准则，并以合法渠道获得，但不保证报告所述信息的准确性及完整性，报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考，一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告阅读者独立做出评估，我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。


| 联系我们 | | 上海市浦东新区银城路 167 号兴业银行大厦 15 楼 | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **产品销售** | 信用排查、新债研究、行业债券池、信用债指数、发债企业信用调研、策略研究、资产负债研究、金融同业研究 | 练晓楠 | lianxiaonan@cib.com.cn | 021-22852756 | 18516679451 |
| **研究销售** | 国内宏观、货币市场与票据、金融监管、绿色金融、汇率、贵金属、大宗商品 | 储晨笛 | chuchendi@cib.com.cn | 021-22852753 | 13506110110 |
| **兴业银行及子公司对接人员** | | 王莹 | wangying8@cib.com.cn | 021-22852748 | 15216714281 |
| | | 叶琳 | lin.ye@cib.com.cn | 021-22852755 | 15800339758 |
| | | 汤灏 | tanghao@cib.com.cn | 021-22852630 | 13501713255 |