银行资产配置观察 第23期 再论超长期资产的投资策略

资负专题报告

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

摘要

本周我们再度考察超长债品种。

今年前7月，10Y以上的国债、地方债、政策金融债等品种累计发行超过2万亿，其中地方债供给1.76万亿，占比87%，国债供给2700亿，占比13%。超长地方债成为了超长债最主要的供给来源。

投资者视角，无论对于国债还是地方债，相对都更青睐30年的品种；其他期限，国债方面，50Y供给稀少，投资者也兴趣寥寥；地方债方面，20Y近来随着收益率有所抬升，认购倍数有显著增长。

收益方面，绝对收益水平维度，目前30Y、50Y超长国债、地方债的分位数在35-40%之间。保护程度已经远远好于上半年。相对收益维度，国债、地方债30-10利差均处于中枢偏上的位置。而对比50Y国债和30Y地方债，后者收益水平略高，利率风险更小，交易流动性更好，综合性价比更高。

风险方面，银行若要参与超长债投资，其规模应当控制在长期稳定负债的一个合理比例之内。为防止长周期的利差倒挂，较高的绝对收益水平、较好的分位数是更为安全的屏障。为便于灵活流转，开拓、储备合意的长久期负债交易对手也是地方债投资交易的必要环节。

扫描下载兴业研究APP
获取更多研究成果

关键词：资产配置，超长债

图表 1：主要资产价格一览-2020-8-15

主要资产价格一览					
贷款		首套房贷		二套房贷	
		5.26		5.58	
国债	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
	2.27	2.67	2.82	2.99	2.94
政策金融债	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
	2.62	3.10	3.28	3.42	3.45
地方债	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
	2.31	2.78	3.02	3.30	3.43
NCD	AAA 1M	AAA 3M	AAA 6M	AAA 9M	AAA 1Y
	2.10	2.57	2.77	2.80	2.83
CP	AAA 1M	AAA 3M	AAA 6M	AAA 9M	AAA 1Y
	2.42	2.61	2.83	2.87	2.91
转贴	1M	3M	6M	9M	1Y
	2.67	2.74	2.76	2.74	2.74
金融债	AAA 3Y		AA+ 3Y		AA 3Y
	3.35		3.59		3.78
产业债	AAA 5Y		AA+ 5Y		AA 5Y
	3.86		4.13		4.50
城投债	AAA 5Y		AA+ 5Y		AA 5Y
	3.87		4.03		4.25

数据来源：wind，兴业研究

本周我们再度考察超长债品种。

今年前 7 月，10Y 以上的国债、地方债、政策金融债等品种累计发行超过 2 万亿，其中地方债供给 1.76 万亿，占比 87%，国债供给 2700 亿，占比 13%。超长地方债成为了超长债最主要的供给来源。

投资者视角，无论对于国债还是地方债，相对都更青睐 30 年的品种；其他期限，国债方面，50Y 供给稀少，投资者也兴趣寥寥；地方债方面，20Y 近来随着收益率有所抬升，认购倍数有显著增长。

收益方面，绝对收益水平维度，目前 30Y、50Y 超长国债、地方债的分位数在 35-40%之间。保护程度已经远远好于上半年。相对收益维度，国债、地方债 30-10 利差均处于中枢偏上的位置。而对比 50Y 国债和 30Y 地方债，后者收益水平略高，利率风险更小，交易流动性更好，综合性价比更高。

风险方面，银行若要参与超长债投资，其规模应当控制在长期稳定负债的一个合理比例之内。为防止长周期的利差倒挂，较高的绝对收益水平、较好的分位数是更为安全的屏障。为便于灵活流转，开拓、储备合意的长久期负债交易对手也是地方债投资交易的必要环节。

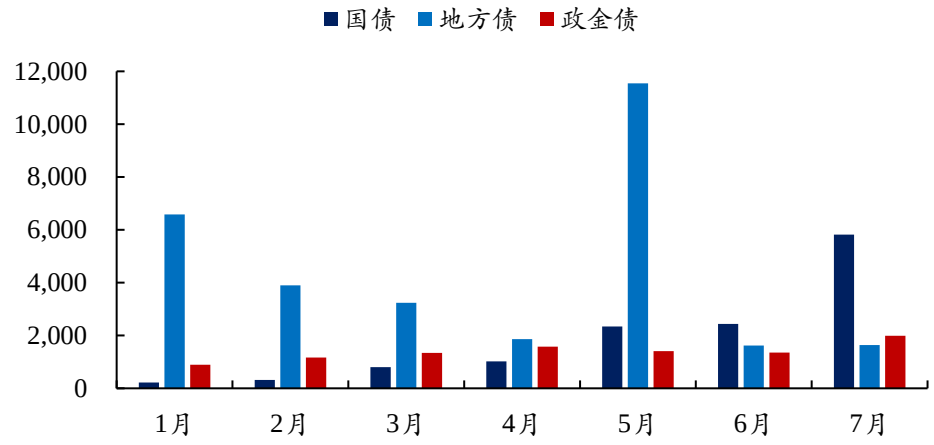
一、 超长利率债的供给量

今年前 7 月，10Y 及以上国债发行总额为 12,961 亿元，发行规模逐月递增；10Y 及以上地方债发行总额为 30,388 亿元，5 月为其发行高峰；10Y 及以上政金债发行总额为 9,718 亿元，发行节奏相对平稳。

7 月，受到特别国债发行带动的影响，10Y 及以上国债发行规模大幅增加，地方债、政金债发行规模也略有上升。

图表 2：超长债月度分布

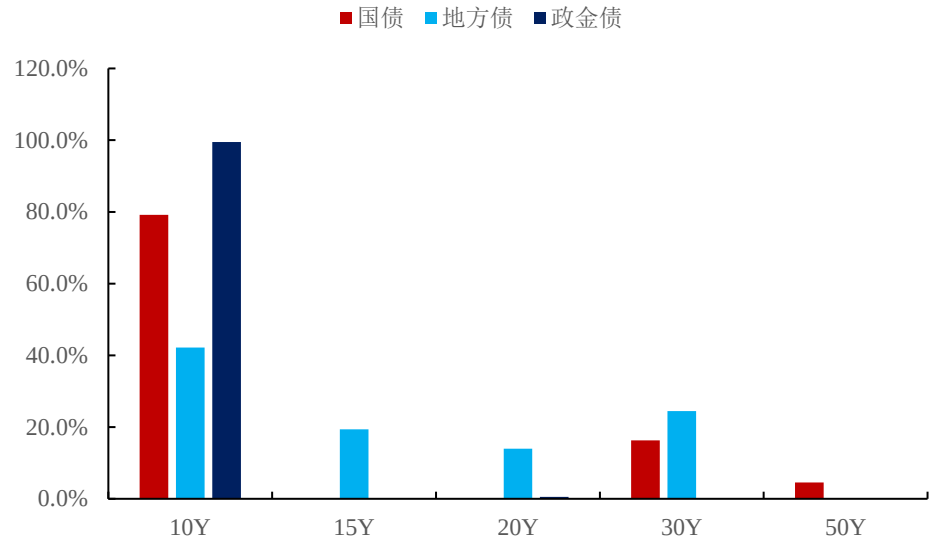
1-7月10Y及以上债券发行规模变化(亿元)



数据来源：wind，兴业研究

从品种分布来看，今年前 7 月发行的各类型超长债，总体看 10Y 占主导，但具体分布仍有差异。其中，国债方面，10Y 占比接近 80%，30Y、50Y 分别占 79.2%、16.3%、4.5%；地方债方面，10Y 占比超过 40%，15Y 接近 20%，30Y 接近 25%，各期限分布相对均衡；政金债方面，10Y 接近 100%。

图表 3：超长债品种分布



数据来源：wind，兴业研究

二、 需求方的青睐度

我们在之前的专题中介绍过，由于超长债的期限过长，从资产负债两端期限匹配的

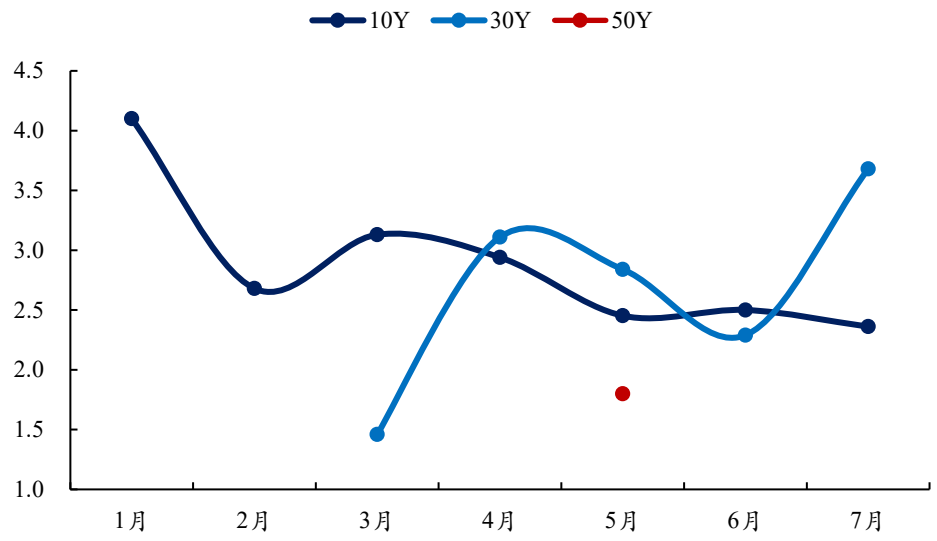
角度出发，负债期限更长的机构例如保险公司、保险资管、企业年金等有更强的动力配置。

对于银行，参与较多的机构主要是负债端更为稳定的机构例如国有大行或者农商行。此外，一些风险偏好较高的中小银行也会在利率下行期选择超长债，作为博取更高价差收益的交易标的。

以下我们来观察，国债、地方债的一级市场认购情况：

从国债的认购倍数来看，今年前 7 月，10Y 国债整体呈下降趋势，30Y 国债呈 N 型走势。5 月发行的 50Y 国债认购倍数低于同期发行的 10Y 和 30Y 国债。7 月，特别国债大量发行，10Y 国债认购倍数略有下降，30Y 收益率显著回升，大幅其认购倍数回升。

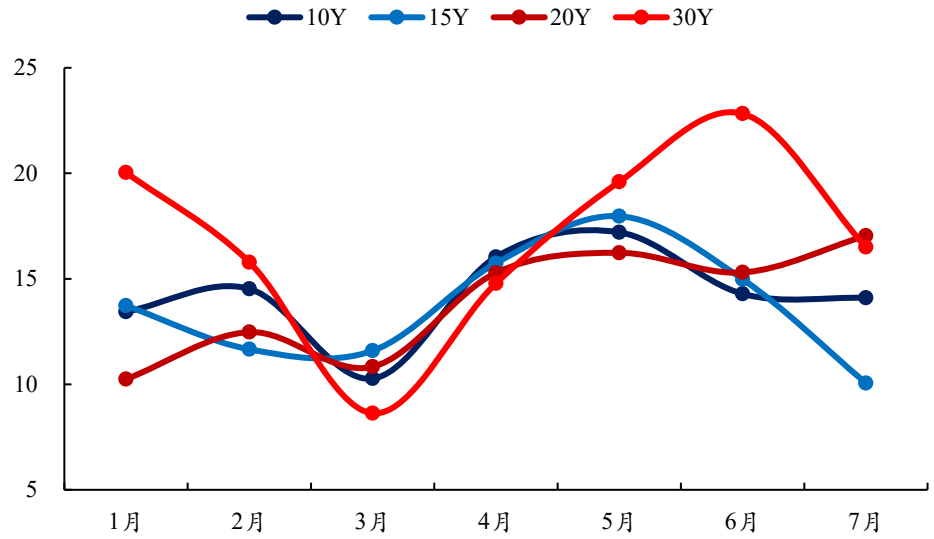
图表 4：2020 年 1-7 月国债认购倍数



数据来源：wind，兴业研究

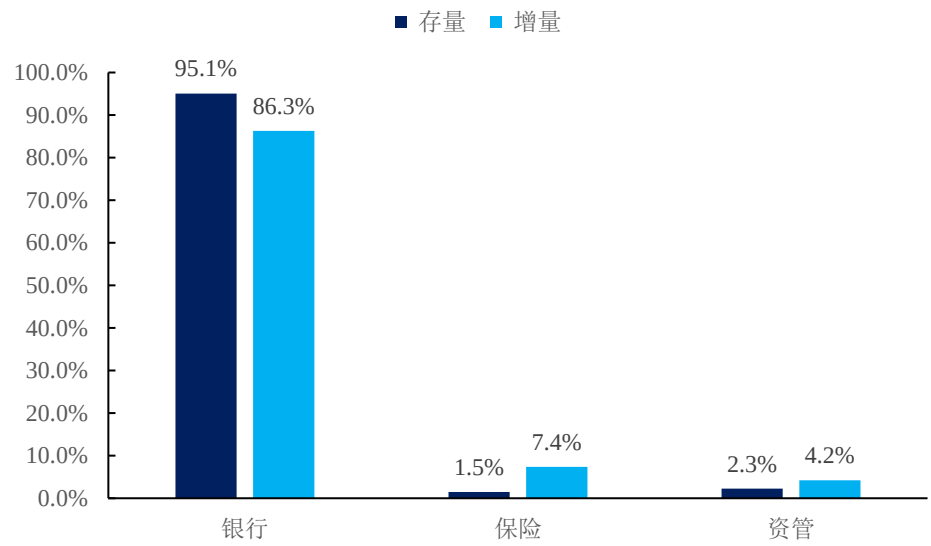
从地方债的认购倍数来看，整体上看，30Y 品种有一定优势，除 3 月、4 月以外，其余时间的认购倍数都较为领先。相对而言 10Y、5Y 关注度较为一般。20Y 在 7 月逐步受到重视，其认购倍数已经与 30Y 相当。

图表 5：2020 年 1-7 月地方债认购倍数



资料来源：Wind、兴业研究

图表 6：地方债存量与增量



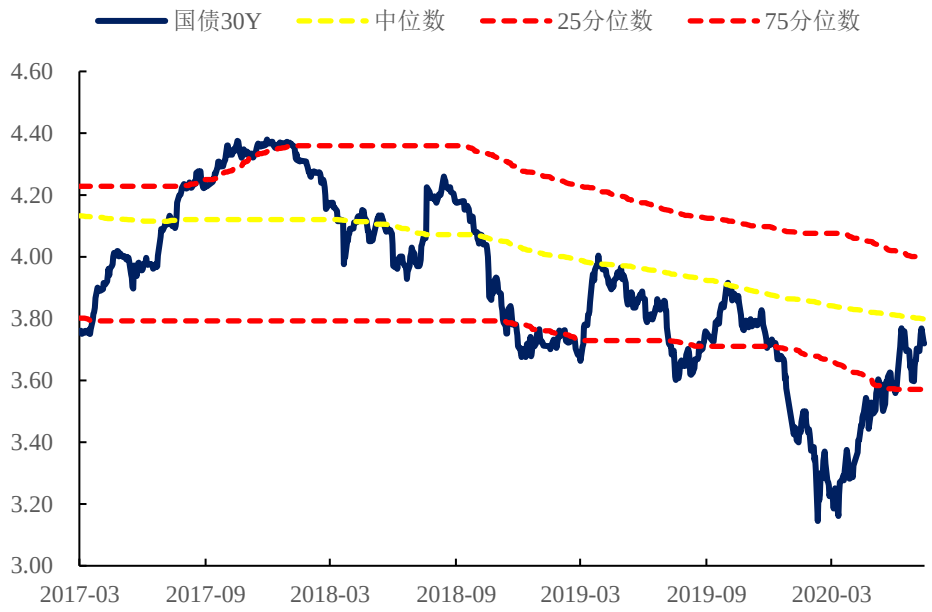
数据来源：wind，兴业研究

三、 超长债的收益水平

收益水平我们从两个维度出发进行考察，其一是绝对收益水平，其二是相对利差。

绝对收益水平方面，目前 30Y 国债 3.7-3.75%，50Y 国债 3.9%，30Y 地方债 3.9%-3.95%。30Y、50Y 超长国债、地方债的分位数在 35-50%之间。保护程度已经远远好于上半年。

图表 7：30Y 国债走势及分位数



数据来源：wind，兴业研究

图表 8：30Y 地方债绝对收益率 3.9-4%



数据来源：wind，兴业研究

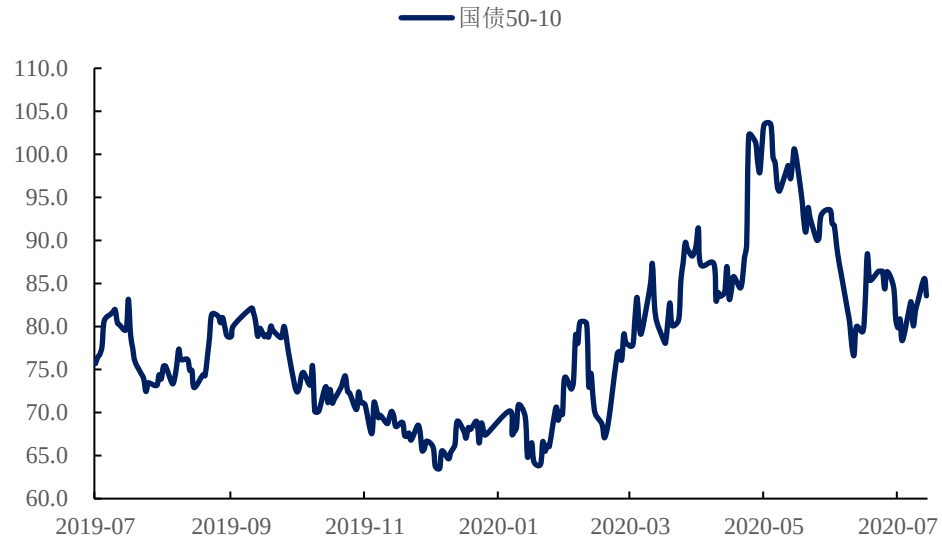
相对收益，我们看两方面指标：一方面是超长债和对应品种 10Y 期的期限利差，以期从交易角度给我们一些启示。另一方面是 30Y 地方债和 50Y 国债，最长期限究竟哪个品种更有优势。

国债利差方面，50-10 的利差过去一段时间内呈现的是箱体波动，波动区间在 40-90BP，目前点位在 84BP 左右，接近区间上限。

地方债利差方面，样本相对有限，为便于分析，我们姑且也按照箱体波动来参考，

波动区间在 45-65BP 之间。目前点位 51BP，靠近中位数。

图表 9：国债 50-10 利差变动



数据来源：wind，兴业研究

图表 10：地方债 30-10 利差变动



数据来源：wind，兴业研究

50Y 国债和 30Y 地方债对比

对比 50Y 国债和 30Y 地方债，收益方面，30Y 地方债平均都要高出 13BP，收益更高，而在利率风险方面，久期偏短的 30Y 显然风险更小。交易流动性方面，30Y 国债更受保险公司青睐。综合来看，30Y 地方债是超长债当中性价比更加突出的品种。

图表 11：30Y 地方债不输 50Y 国债



数据来源：wind，兴业研究

四、 超长债的风险点

从实质重于形式的角度,超长国债、政策金融债乃至超长地方债基本没有信用风险。投资上述品种主要蕴含的风险，在于利率风险和交易层面的流动性风险。

利率风险维度，站在银行的视角，要尽可能地满足期限匹配。事实上，银行负债的平均期限明显偏短，稳定的长期负债总体较少。从这个意义上来说，银行若要参与超长债投资，其规模应当控制在长期稳定负债的一个合理比例之内才是合适的。另一方面，由于银行没有完全期限匹配的负债，即便是长期负债到期也要重置，因此对于超长债配置的触发点应当尽可能的高。从这个意义上来说，较高的绝对收益水平、较好的分位数是更为安全的屏障。

资产流动性风险主要体现在交易层面，从 7 月份的数据看，国债当剩余期限 10Y 以上的部分占比 3.6%。而地方债方面 10Y 以上部分占比达到 15%。虽然地方债成交量远逊于国债，但对于 10Y 以上部分确实地方债要来的更好。

银行本身并不是主力持有机构，但出于各种综合考虑需要持续开拓包括保险公司、保险资管在内的各类交易对手，利于在不便持有的时候进行流转。

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