司库策略谈第159期：8月银行资产负债配置策略建议

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

量与价的判断

8月，主要的扰动项来自于政府债供给，财政资金直达的效果、与税期是否重叠将影响扰动的程度。扰动形成的短期资金缺口或继续通过公开市场操作弥补。市场已逐渐适应资金量价新平衡状态，资金成本曲线或将在8月有所下移。

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）资金安排可长短并重，尤其是6M-1Y应当把握价格回落的有利窗口；

2）金融债发行可顺势推进；

资产端：

1） 消费信贷在线上贷款规范后将重新出现业务机会；

2） NCD、票据阶段性可能出现收益率回落，需要及时止盈；

3） 关注非银同业借款正式成为非标后的机会；

根据自身流动性风险指标、资本充足状况确定摊余成本债基构建力度；

扫描下载兴业研究APP
获取更多研究成果

流动性提示及下周操作策略

下周，公开市场 2800 亿到期，政府债净发行 1957 亿，下周国债发行 1520 亿，地方债 1680 亿；另有资本债发行 45 亿。NCD 到期量 2900 亿；

下周月初，政府债特别是地方债发行重新放量，必要的流动性支持仍不可少。2.2%作为 DR007 顶部的有效性仍然相对较强；

NCD 部分，1Y 顶部区域初步探明，预计 1Y 占比将继续稳步提升；

金融债部分，下周大行发行 600 亿金融债，将为进一阶段定锚，关注发行水平；

关键词：资产负债管理

市场回顾

本周资金面相对较为宽松，月末平静度过。央行本周每天都有公开市场投放，累计投放 2800 亿，净投放 1200 亿。短端利率方面，隔夜、7D 先下后上，周末隔夜仍在 1.8%附近，而 7D 略超央行公开市场操作利率 2.2%。

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
2020/7/31	1.8165	2.2367	2.2349	2.2950	2.5930	2.7090	2.7600	2.8280
2020/7/24	1.8342	2.1025	2.2247	2.2450	2.5570	2.6760	2.7270	2.7960
差异（bps）	-1.77	13.42	**1.02**	5.00	3.60	3.30	3.30	3.20

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
2020/7/31	1.92	2.33	2.56	2.37
2020/7/24	1.88	2.10	1.93	2.28
差异（bps）	4.29	23.00	62.40	8.40

来源：wind，兴业研究

同业存单发行方面，本周发行量环比收窄近 1700 亿。但由于本周到期量小，周末全市场余额继续反弹，达到 10.68 万亿。利率方面，一级市场本周提价进入尾声，3M 目前 2.55-2.6%，1Y 目前 2.85%，本周最高 2.87%。期限方面，本周 3M 以内占比明显回落，1Y 发行量与上周相当，1Y 占比超过 1/3，为近几周来最高。本周，NCD 市场浮息品种发行 17.2 亿，1Y 期，SHIBOR+35BP。

二级市场方面，本周市场成交 1.2 万亿。

图表 3：上周同业存单发行量及价格变化情况

期限	7 月第 4 周		7 月第 5 周		变化	
	发行量	价格	发行量	价格	发行量	价格
1M	793.30	2.31%	302.50	2.39%	-490.80	0.07%
3M	3270.70	2.60%	1905.00	2.60%	-1365.70	0.00%
6M	206.10	2.76%	462.20	2.79%	256.10	0.03%
9M	99.90	2.83%	109.70	2.87%	9.80	0.04%
1Y	1540.20	2.87%	1450.00	2.91%	-90.20	0.04%

合计	5910.20	2.64%	4229.40	2.72%	-1680.80	0.08%

来源：wind，兴业研究

利率债市场

国债方面，本周一级市场发行常规国债 200 亿，特别国债 1400 亿，1 万亿特别国债发行任务本周完成。二级市场，本周债市再度调整，3-10Y 收益率出现 5-12BP 的反弹，5-10Y 反弹幅度均超过 10BP，基本将上周下行幅度全部吞没。截止周末，10-1 期限利差本周反弹 10BP，至 72BP。

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
2020/7/31	2.2428	2.5152	2.7022	2.9700	2.9664
2020/7/24	2.2446	2.4556	2.5999	2.8513	2.8612
差异（bps）	-0.18	5.96	10.23	11.87	10.52

来源：wind，兴业研究

国开债方面，收益率全线反弹，3Y、5Y、10Y 反弹均超过 10BP。本周末，仍是 5Y 隐含税率最高，目前水平为 21.5%。

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
2020/7/31	2.6359	3.0584	3.2838	3.4670	3.4735
2020/7/24	2.5463	2.9157	3.1529	3.3914	3.3182
差异（bps）	8.96	14.27	13.09	7.56	15.53

来源：wind，兴业研究

地方债方面，本周一级市场发行 898 亿。二级市场方面，本周成交量 3400 亿。二级市场利率走势方面，本周 1Y、7Y 反弹超过 5BP，3Y、5Y 估值基本持平。截止周末，5Y、7Y、10Y 目前点差分别为 32、21、37BP，5Y、10Y 的估值利差仍处于较高水平。

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
2020/7/31	2.3494	2.0800	3.0251	3.1762	3.3393
2020/7/24	2.2750	2.0800	3.0311	3.0800	3.3255
差异（bps）	7.44	0.00	-0.60	9.62	1.38

来源：wind，兴业研究

长期债券方面，本周发行 2 笔 400 亿，为二级资本债。

离岸人民币市场方面，本周 2W 以内资金利率军下行，1M-1Y 整体保持平稳。

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
2020/7/31	2.33	2.36	2.36	2.46	2.59	2.68	2.79	2.87
2020/7/24	2.77	2.44	2.45	2.44	2.55	2.67	2.75	2.86
差异（BP）	-43.66	-7.75	-9.35	1.50	4.52	0.70	4.00	1.50

来源：wind，兴业研究

8 月银行资产负债配置策略

量与价的判断

8 月，主要的扰动项来自于政府债供给，财政资金直达的效果、与税期是否重叠将影响扰动的程度。扰动形成的短期资金缺口或继续通过公开市场操作弥补。市场已逐渐适应资金量价新平衡状态，资金成本曲线或将在 8 月有所下移。

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）资金安排可长短并重，尤其是 6M-1Y 应当把握价格回落的有利窗口；

2）金融债发行可顺势推进；

资产端：

4) 消费信贷在线上贷款规范后将重新出现业务机会；

5) NCD、票据阶段性可能出现收益率回落，需要及时止盈；

6) 关注非银同业借款正式成为非标后的机会；

7) 根据自身流动性风险指标、资本充足状况确定摊余成本债基构建力度；

以下作具体展开

短端流动性：

短端流动性变化，我们首先从外汇占款、现金走款和财政收支、政府债发行等相对静态的因素着手分析。

外汇

6 月外汇占款流出幅度持续收窄。展望后市，我们外汇团队认为[1]，中美关系变动对汇率走势的影响从前两年的主线逻辑切换为事件冲击模式，人民币继续酝酿中期趋势性升值行情。

[1] 区分中期逻辑与短期冲击—2020 年 8 月人民币走势前瞻及衍生品策略，郭嘉沂，张梦，邵翔

现金：

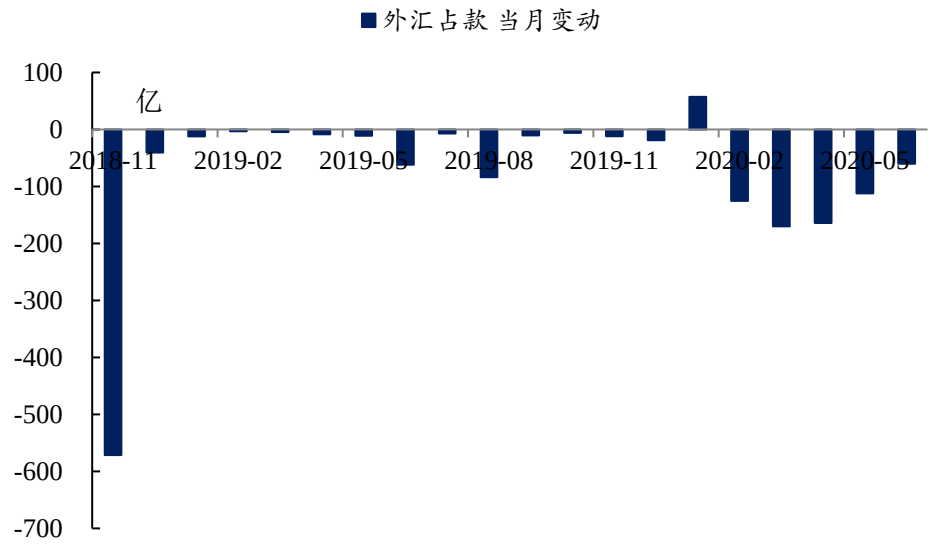
参考近几年的规模，7 月流出均值 290 亿，对流动性掣肘微不足道。

图表 8：境内外人民币美元汇率变动



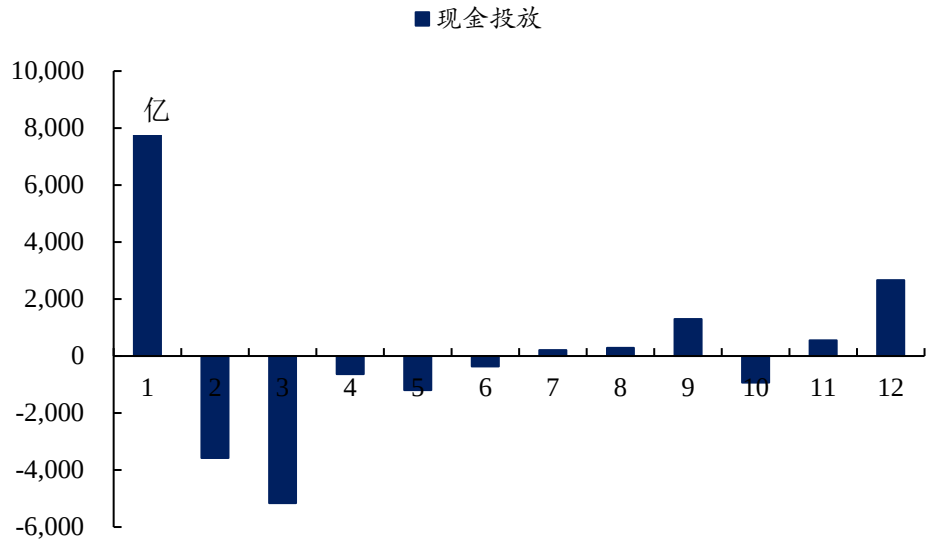
数据来源：wind，兴业研究

图表 9：境内外汇占款变动



数据来源：wind，兴业研究

图表 10：各月现金均值一览



数据来源：wind，兴业研究

财政：

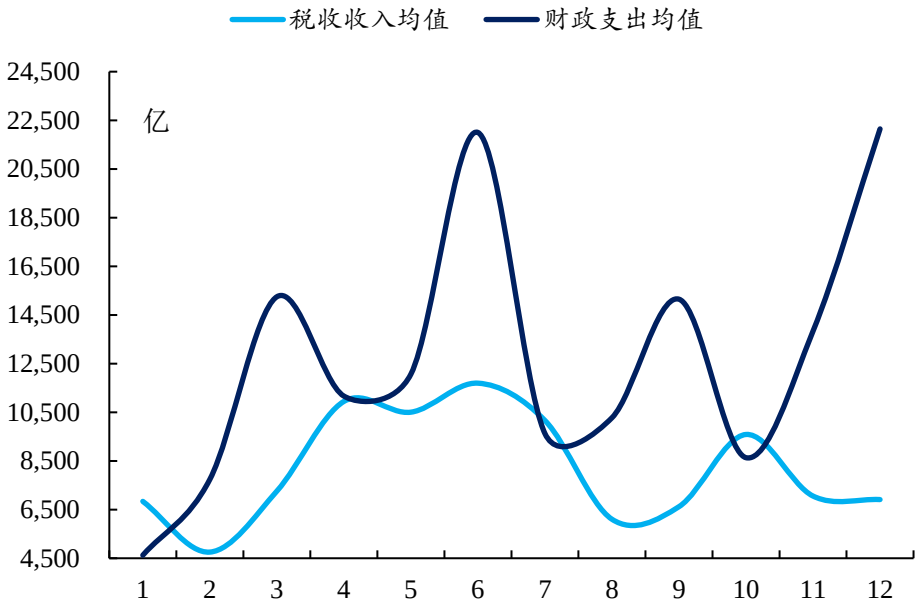
8 月财政收支方面，缴税规模和财政支出规模都处于年内较低水平，静态看影响有限，但若叠加政府债、资本债集中发行则税期实际影响不应当低估。

财政收入端，从历史均值来看，8 月税收 6100 亿。

边际来看，6 月财政收入当月同比首次转正。随着 6 月经济大部回暖，大部分行业经济复苏呈良好态势，6 月份财政收入当月同比增速 3.2%，环比提升 13.2 个百分点，主要受税收收入大幅增加的带动：税收收入同比增速 9.0%，环比提升 16.2 个百分点。可以看到，经济的逐步复苏也带动税收表现逐步回归正轨。时间安排方面，8 月缴税截止日期为 8 月 17 日。

财政支出端，8 月支出历史均值在 1.02 万亿左右。

图表 11：8 月缴税量偏高



数据来源：wind，兴业研究

政府债与资本债发行：

接下来，我们观察政府债和资本债的发行情况：

政府债：7 月份，为保障特别国债平稳有序发行，一般国债、地方债让路腾挪空间。但正如此前提到的，这仅仅只是时间和节奏上的调整，8、9 两月仍有大量的利率债、准利率债供给。

一般国债：

7 月发行 1780 亿，比此前几个月份少了近 3000 亿，8 月将回到此前平均水平。此外，需要密切关注短期国债供给增加的可能性。常态化惯例化的增加短期国债发行也将放大超备的消耗。

特别国债：

截止 7 月底，1 万亿抗疫特别国债已经全部发行完毕，其中 7 月当月发行金额 8300 亿。

地方债：

当月发行 2700 亿，由于到期量较大，当月净融资不足 10 亿。专项债要在 10 月底前发行完毕，8、9 两月预计发行规模在 5000-7500 亿之间。

资本债：

7 月发行 4 笔共 540 亿，大单 1 笔，500 亿的永续债；其他都是小单，其中民营银行首单永续债。

8 月份，仍将呈现国股大行和广大中小银行双轮驱动的特征。中小行资本债主要看点仍是扩面，即更多的中小银行将加入到永续债的发行行列中来。随着利率单边上行趋势暂告一段落，国股充分适应和调整预期之后，大单也会逐步地增多。/

展望 8 月，政府债发行压力偏大，资本债也不会缺席，上述类别总供给可能超过 1.2 万亿，将成为资金面显性的扰动因素。

8 月流动性环境预估：

经过近 2 个月的调整与磨合，资金量价新平衡逐步建立，3.5-4 万亿的成交规模，1.5-2.0%附近的隔夜，2-2.2%附近的 7D，资金曲线陡峭化。

8 月，主要的扰动项来自于政府债供给，财政资金直达的效果、与税期是否重叠将影响扰动的程度。扰动形成的短期资金缺口或继续通过公开市场操作弥补。

8 月 MLF 到期 5500 亿，其中 4000 亿在 8 月 15 日到期，预计后一个工作日 8 月 17 日将进行一次性处理。此次 MLF 情形或与过去几个月都不相同。随着长端 NCD 明显靠近 MLF 利率，MLF 相对性价比显著提升。若中旬 NCD 距离 MLF 不远，各一级交易商应当积极申报需求，及时补充并不算太贵的长期负债。

NCD

8 月 NCD 到期量 1.65 万亿，到期规模偏大，到期时间分布上，第 3、4 周到期量偏大，每周到期量都逼近 5000 亿。7 月通过不断提价，续作情况已经明显改善，一定程度可减轻 8 月续作的压力。

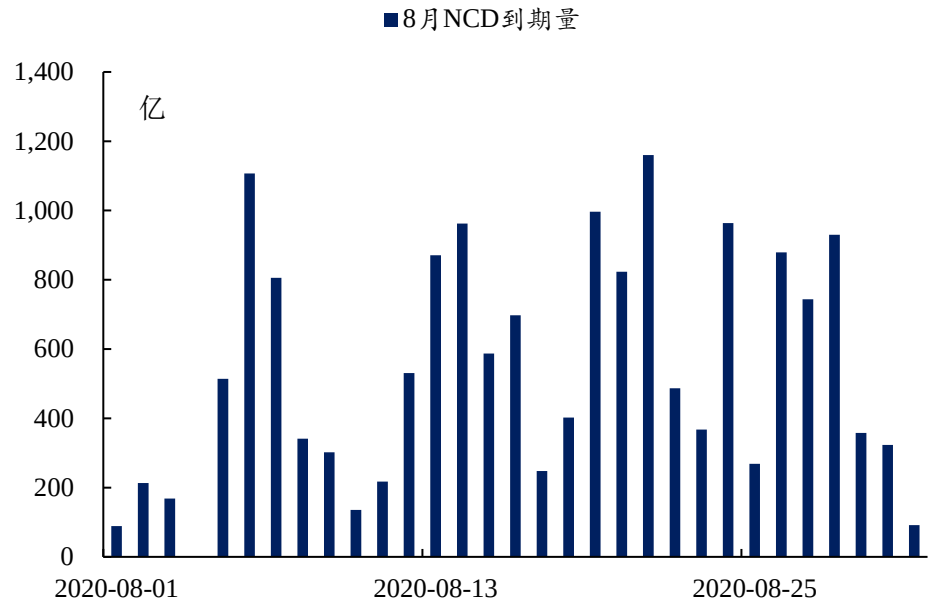
从 7 月份的运行看，NCD 市场量价齐升。截止 7 月 31 日，NCD 余额 10.68 万亿，较 6 月末反弹超过 4600 亿。

价格方面，一路反弹，3M 从 2.2%反弹 40-45BP 到 2.6-2.65%，1Y 从不足 2.5%反弹

到 2.85%。一级发行价格先是与二级市场脱节，而后逐步接轨。在现有价位终于实现了放量，本轮价格上行行情或暂告一段落。正如我们在 7 月多次周报当中所提到的，整体放量环境下，期限选择仍然是偏重短端的，3M 以内占比接近 60%，而 1Y 在不足 1/3。这表明面对不断上行的成本压力，机构普遍的选择仍然是避长就短，待机守时。

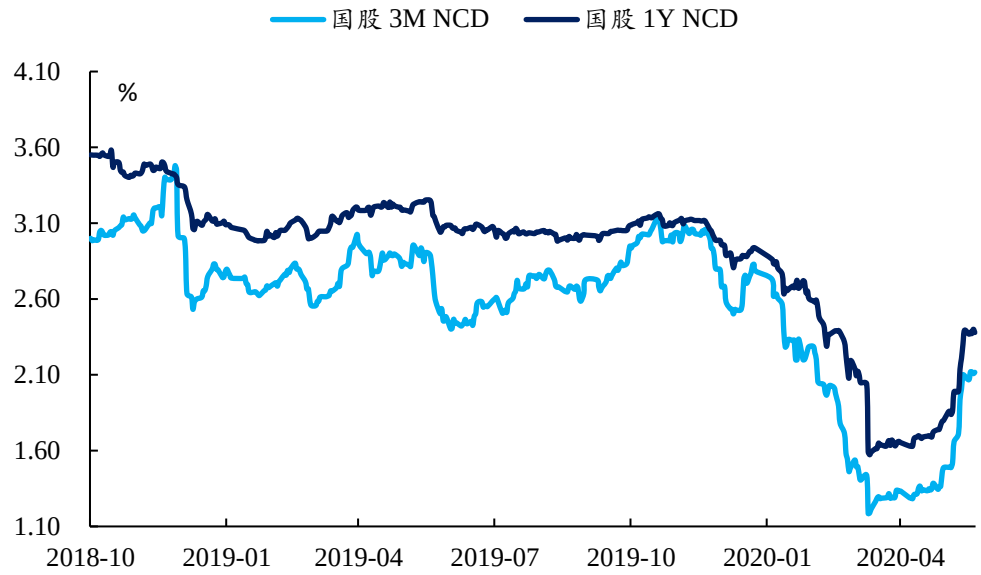
展望 8 月，续作压力仍然不低，放量之后价格或有间歇性的回落。在此过程中，吸收期限安排可以考虑逐步向长端切换。

图表 12：8 月 NCD 到期情况



数据来源：wind，兴业研究

图表 13：NCD 利率反弹进入尾声

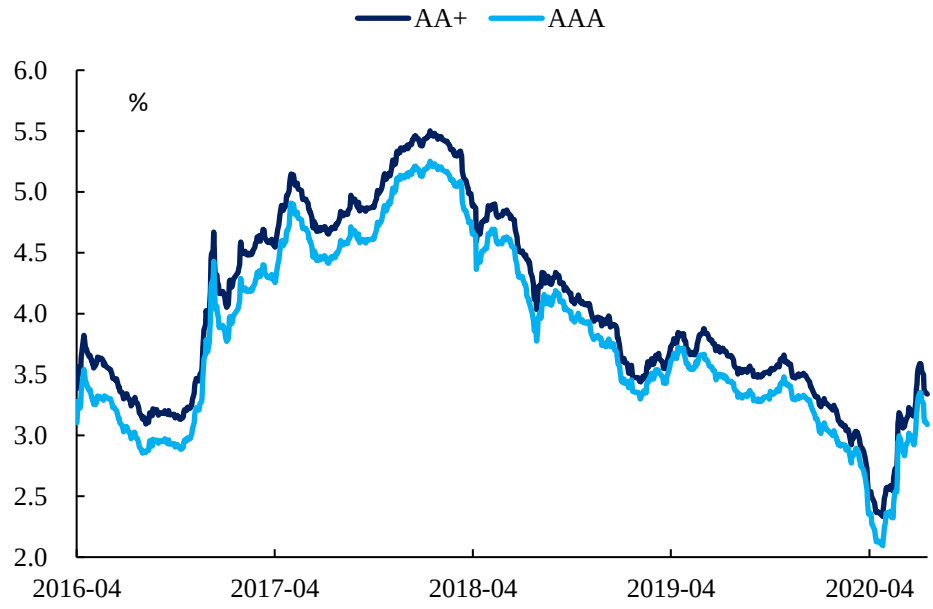


数据来源：wind，兴业研究

金融债-企稳后逐渐放量

长端发债的部分，7 月金融债发行进一步萎缩，当月仅仅落地 2 笔，金额合计 35 亿。发行价格 3.48-3.85%。进入下旬，摊余成本定开基金带动一波买盘，有利遏止了收益率快速上行的走势。充分适应、习惯目前价位之后，预计市场 8 月份将在大单推动下回温，并大体呈现量升价稳的格局。

图表 14：3Y 金融债冲顶回落

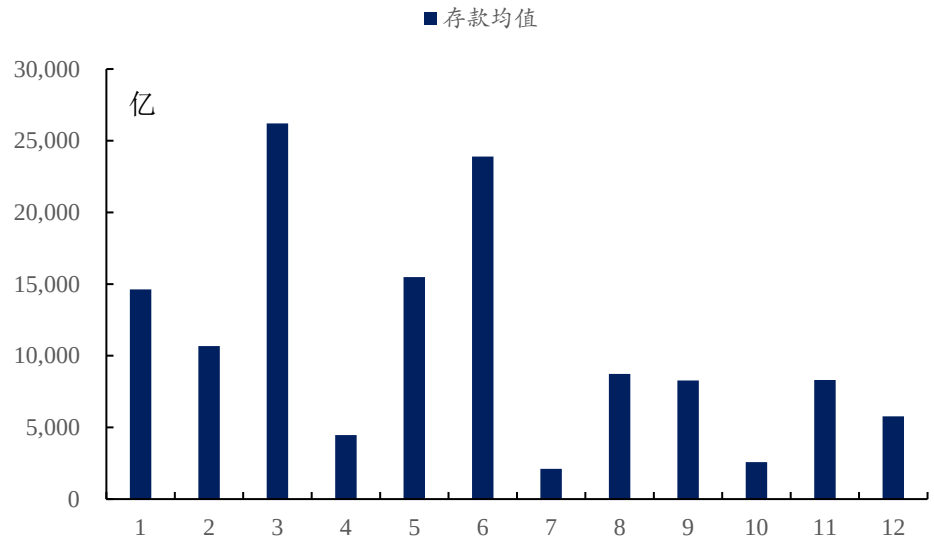


数据来源：wind，兴业研究

存款增长 – 蓄势待发 1

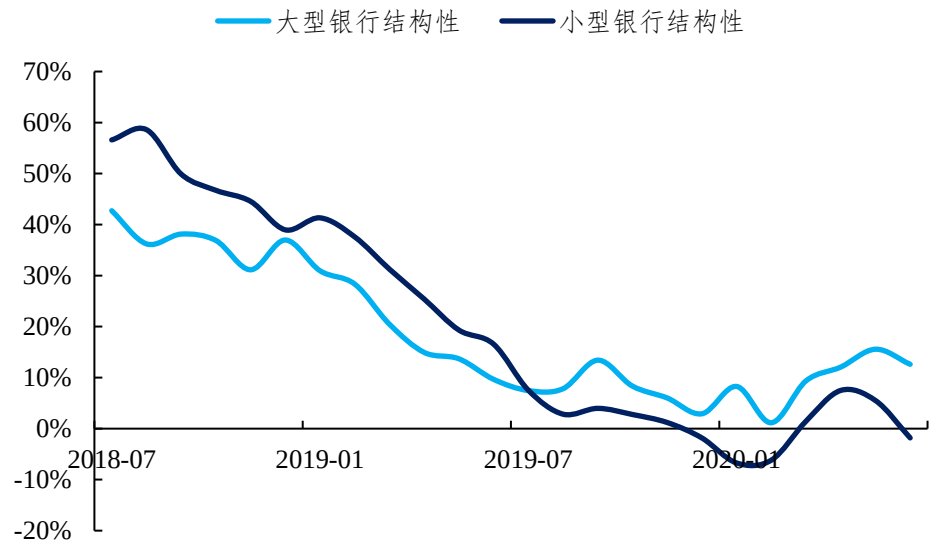
从存款变动的季节性情况来看，8 月是下半年存款增长的启动月。结构性存款压降第一个时点临近，部分机构仍可能面临一定的压力。可以按照总量（负债总规模、存款、NCD）这三个维度并按照上述顺序逐一确定安排。

图表 15：8 月存款均值快速回升



数据来源：wind，兴业研究

图表 16：结构性存款持续压缩



数据来源：wind，兴业研究

8 月资产配置

资产配置方面，我们提示几个点：

1) 消费信贷在线上贷款规范后将重新出现业务机会；

2) NCD、票据阶段性可能出现收益率回落，需要及时止盈；

3) 8 月 3 日之后，同业借款将明确列为非标，表内外特别是表外构建借款的额度相对有限，收益率将出现吸引力；表内有狭义信贷额度、风险资产额度可以构建把握溢价空间；

4) 摊余成本债基是助推器，不需要跟风追涨；应当根据自身流动性风险指标、资本充足状况判断建仓量；

5) 表外资管向权益切换的过程，可能出现部分相对高收益资产抛售的机会，需引起注意；

图表 18：下周流动性提示

大类因素	细分因素	2020/8/3	2020/8/4	2020/8/5	2020/8/6	2020/8/7
央行操作到期	OMO	1,000	800	300	500	200
	MLF/TMLF					
	国库现金					
	降准					
	合计	1,000	800	300	500	200
债券净发行	地方债	-312	-94	-77	604	637
	国债	194	-5	-309	1,320	0
	合计	-119	-99	-387	1,924	637

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 2800 亿到期，政府债净发行 1957 亿，下周国债发行 1520 亿，地方债 1680 亿；另有资本债发行 45 亿。NCD 到期量 2900 亿；

下周月初，政府债特别是地方债发行重新放量，必要的流动性支持仍不可少。2.2%作为 DR007 顶部的有效性仍然相对较强；

NCD 部分，1Y 顶部区域初步探明，预计 1Y 占比将继续稳步提升；

金融债部分，下周大行发行 600 亿金融债，将为进一阶段定锚，关注发行水平；

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