司库策略谈第 154 期：7 月银行资产负债配置策略

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

7 月银行资产负债配置策略

量与价的判断

7 月，政府债仍有大量供给，仅仅依赖财政部门自身调节并不足够，仍需货币政策予以配合。经过近 1 个月的调节，资金量价新平衡逐步建立，资金面波动逐步收敛，资金曲线逐步平坦化。

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：

资金安排仍可侧重在短端，中长端负债利率震荡运行，长端 NCD 发行逐步加量，金融债发行计划可适当推迟。

进入 7 月，存款经营主要矛盾聚焦在结构调整和业务合规。结构性存款控量压价的效果逐步体现，形成的资金缺口、存款缺口需有层次地进行补充。

资产端：

连续两个月 LPR 不动，给出一段喘息时机，以量补价核心在于贷款的扩量，零售的恢复性增长是信贷端增厚收益的主要来源。

标准化产品，1Y 以内品种逐步进入兑现期；1Y 以上利率品仍可能因

扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

为机构行为和市场情绪等因素受到冲击；但应实事求是理性看待，债券价格反弹并进一步回到年初，对于部分保护程度较为充分的资产（类似逼近 4%的 30Y 地方债）可考虑构建。

流动性提示及下周操作策略

下周，公开市场 6175 亿到期，政府债净发行 1773 亿，资本债发行 516 亿，NCD 到期量 3584 亿；

下周跨半年末，财政发力可期，季初到期的 OMO 将逐步回收，资金利率仍将暂时保持在相对低位。

NCD 部分，跨季时分，利率可能阶段性下行，发行端可试探性拉长；票据方面，调整仍在继续，季度末有规模空间的机构仍可借此构建资产，短波段操作获益可期；

关键词：资产负债管理

市场回顾

本周资金面相对宽松，前三个工作日没有资金到期，央行操作 5000 亿，其中跨半年末资金供给 3700 亿，助力机构平稳度过半年末。本周回购市场每天成交量仍在 4 万亿以下。短端利率方面，隔夜回落到 1.5%，7D2.1%，跨季资金利率也有所回落。

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
2020/6/24	1.4776	2.1334	2.3479	2.0980	2.1210	2.1600	2.2800	2.3440
2020/6/19	2.1349	2.1340	2.2746	2.0480	2.0950	2.1320	2.2490	2.3000
差异（bps）	-65.73	-0.06	7.33	5.00	2.60	2.80	3.10	4.40

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
2020/6/24	1.49	2.39	3.19	3.47
2020/6/19	2.18	2.17	2.71	2.66
差异（bps）	-69.10	21.51	48.10	80.70

来源：wind，兴业研究

同业存单发行方面，本周发行量因工作日减少而自然回落，周末全市场余额继续反弹 400 亿，达到 10.4 万亿。利率方面，国股各期限变化仍然不大，3M 目前 2.1-2.12%，1Y 目前 2.4%。期限方面，本周仍着重在 3M 以内的短期，1-3M 合计占比 67%。

图表 3：上周同业存单发行量及价格变化情况

期限	6 月第 3 周		6 月第 4 周		变化	
	发行量	价格	发行量	价格	发行量	价格
1M	384.90	2.23%	235.10	2.32%	-149.80	0.10%
3M	2410.20	2.18%	980.90	2.18%	-1429.30	0.00%
6M	500.40	2.34%	138.10	2.38%	-362.30	0.03%
9M	984.80	2.40%	139.00	2.45%	-845.80	0.04%
1Y	764.80	2.53%	318.80	2.56%	-446.00	0.03%
合计	5045.10	2.30%	1811.90	2.30%	-3233.20	0.00%

来源：wind，兴业研究

本周，NCD 市场发行浮息品种 20 亿，期限 9M，SHIBOR+12BP。

利率债市场

国债方面，本周一级市场发行特别国债 700 亿，二级市场，本周收益率先上后下。截止周末，10Y 下行 1BP，1Y 上行 3BP。10-1 期限利差本周收窄 4BP，至 71BP。

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
2020/6/24	2.1495	2.4390	2.5861	2.8700	2.8614
2020/6/19	2.1203	2.4004	2.6227	2.8800	2.8752
差异（bps）	2.92	3.86	-3.66	-1.00	-1.38

来源：wind，兴业研究

国开债方面，因周二国开 5Y 招标意外出现 3Y-7Y 周中出现大幅上行，其中 3Y 变化幅度最大，达到 8.5BP，目前 7Y 隐含税率 16.5%。

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
2020/6/24	2.3022	2.7442	2.9914	3.3435	3.1596
2020/6/19	2.3024	2.6586	2.9455	3.2935	3.1498
差异（bps）	-0.02	8.56	4.59	5.00	0.98

来源：wind，兴业研究

地方债方面，本周一级市场发行 215 亿。二级市场方面，本周成交量因工作日减少进一步缩小到 2069 亿。二级市场利率走势方面，本周地方债收益率变化方向略有不同，整体下行，且幅度都在 2BP 之内，5Y、7Y、10Y 目前点差分别为 24、26、33BP。

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
2020/6/24	2.1831	2.6010	2.8274	3.1285	3.1875
2020/6/19	2.1836	2.6069	2.8358	3.1385	3.2013
差异（bps）	-0.05	-0.59	-0.84	-1.00	-1.38

来源：wind，兴业研究

长期债券方面，本周发行 7 笔共 575 亿，均为资本债，其中永续债 2 笔 35 亿，二级资本债 5 笔 540 亿。

离岸人民币市场方面，本周资金利率普遍上行，但幅度有限，1W-1M 利率有所抬升。

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
2020/6/24	2.13	2.40	2.47	2.52	2.65	2.73	2.75	2.86
2020/6/19	2.13	2.39	2.33	2.37	2.56	2.70	2.76	2.77
差异（BP）	0.18	1.83	14.02	15.25	8.77	2.78	-1.00	9.67

来源：wind，兴业研究

7 月银行资产负债配置策略

量与价的判断

7 月，政府债仍有大量供给，仅仅依赖财政部门自身调节并不足够，仍需货币政策予以配合。经过近 1 个月的调节，资金量价新平衡逐步建立，资金面波动逐步收敛，资金曲线逐步平坦化。

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：

资金安排可侧重在短端，中长端负债利率震荡运行，绝对水平更偏近上限，长端 NCD 发行逐步加量，金融债发行计划可适当推迟。

进入 7 月，存款经营主要矛盾聚焦在结构调整和业务合规。结构性存款控量压价的效果逐步体现，形成的资金缺口、存款缺口需有层次地进行补充。

资产端：

连续两个月 LPR 不动，给出一段喘息时机，以量补价核心在于贷款的扩量，零售的恢复性增长是信贷端增厚收益的主要来源。

标准化产品，1Y 以内品种逐步进入兑现期；1Y 以上利率品仍可能因为机构行为和市场情绪等因素受到冲击；但应实事求是理性看待，债券价格反弹并进一步回到年初，对于部分保护程度较为充分的资产（类似逼近 4%的 30Y 地方债）可考虑构建。

以下作具体展开

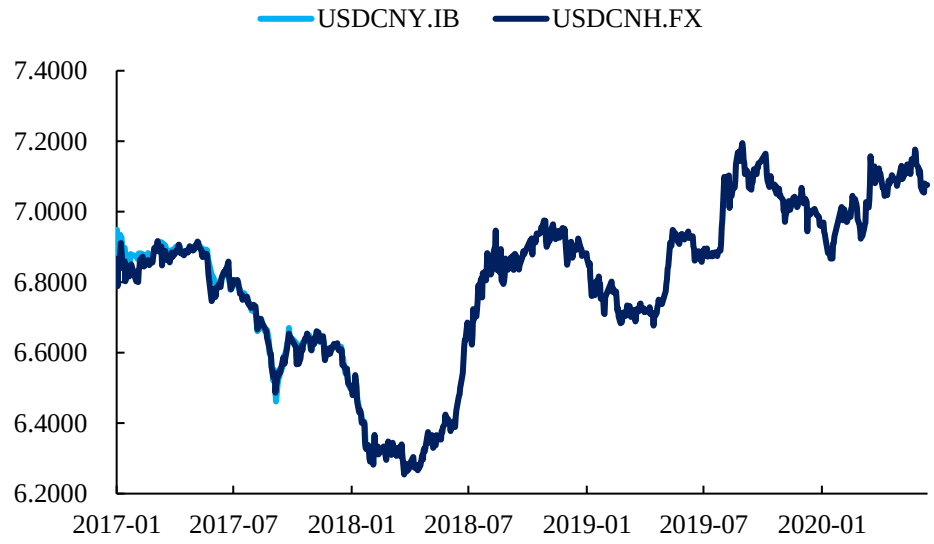
短端流动性：

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：宽幅震荡并酝酿升值

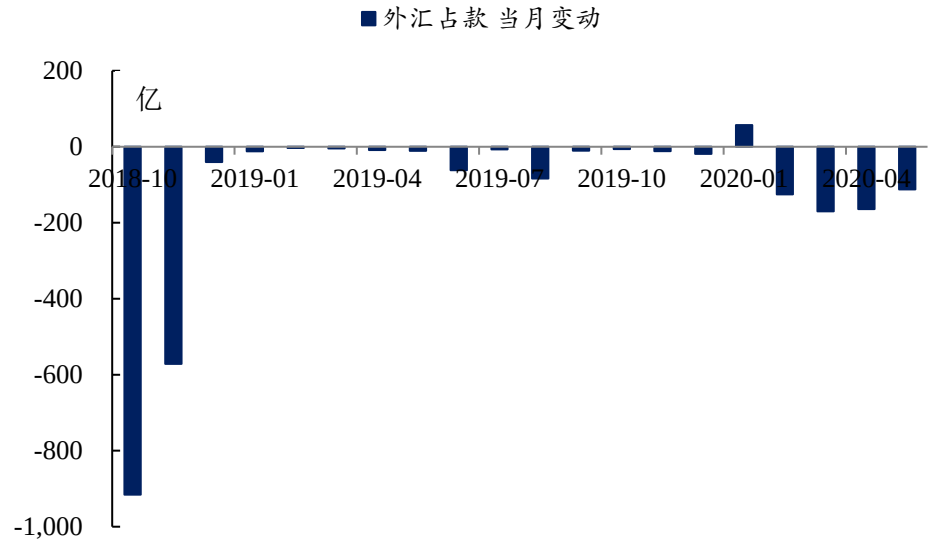
5 月外汇占款流出幅度收窄。展望后市，我们外汇团队认为[1]，人民币汇率将结束 2018 年以来的单边贬值，进入宽幅震荡并酝酿趋势升值。外汇占款层面对流动性扰动处于可控状态。

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



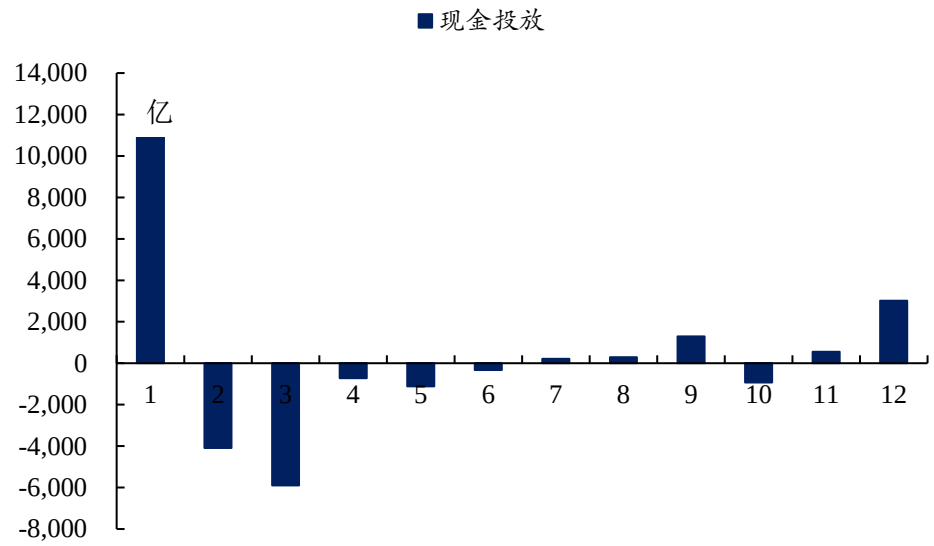
数据来源：wind，兴业研究

[1] 美元流动性紧张引发人民币被动贬值—人民币汇率策略谈（2020 年第二期），郭嘉沂，张峻滔,张梦

现金：

现金回笼的角度，我们参考近几年的规模，7 月流出均值 208 亿，对流动性掣肘微不足道。

图表 10：各月现金均值一览



数据来源：wind，兴业研究

财政收支及政府发债：

财政收支及政府债（资本债）发行的变动，仍然是目前流动性静态因素中有显著扰动的变量。

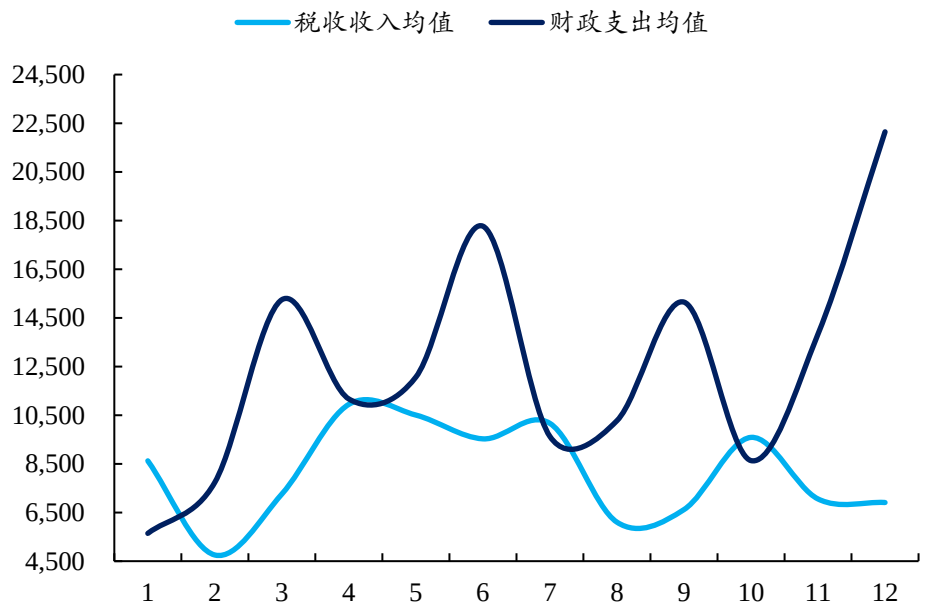
7 月财政收支方面，缴税规模和财政支出规模都在万亿左右，然而影响不同，月中缴税可能带来实质扰动。

财政收入端，从历史均值来看，7 月税收达到 1.02 万亿。

边际上看，5 月公共财政收入状况进一步改善，降幅进一步收窄 5 个百分点到-10%；更为重要的是，收入增速的回升主要上拉因素为税收，而此前表现突出的非税收入增速由于基数抬高而由正转负。税收表现逐步正常化，对于 7 月缴税大月需要有提前的准备。时间安排方面，7 月缴税截止日期为 7 月 15 日。

财政支出端，7 月支出历史均值在 9600 亿左右。

图表 11：7 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：

3 季度，仍然是政府债发行的高峰，常规债券供给就不小，再加上特别国债要在 7 月底发完，需要有灵活的安排。

地方债：根据《2019 年中央和地方预算执行情况与 2020 年中央和地方预算草案》，2020 年地方政府一般债新增规模 9800 亿元，地方政府专项债新增规模 37500 亿元。截至 6 月末地方债净融资约为 2.85 万亿。结合国常会关于政府债券尽快发行的要求以及往年经验，大部分地方债都需要在 9 月底前发行完毕，3 季度平均每月净融资规模约为 6300 亿元。

一般国债：今年中央财政赤字/一般国债净融资额度为 27800 亿元，截至 6 月末一般国债净融资约为 8000 亿。如果剩余一般国债净融资额度在下半年发行，那么每个月平均净融资规模约为 3300 亿元。

特别国债：今年安排特别国债发行 1 万亿，6 月已经发行 1700 亿，考虑 7 月底发完，则 7 月还要发行 8300 亿。

不考虑调剂，则 7 月累计发行政府债规模 1.7 万亿。目前财政部门表态为支持抗疫特别国债发行，将调整一般国债的发行节奏。也就是总量会有所减少，但仅仅如此还不够，亟需降准落地配合消化。此外，我们还要考虑到，推迟的一般国债会增加后几个月的债券供给压力，如果后续没有更多的资金配套措施，消化起来仍有压力。

资本债方面，6 月发行 11 笔共 624 亿，大单减少，新面孔增多。金额超过 50 亿的仅有股份行二级资本债 1 笔，其余一共 3 笔永续债，6 笔二级资本债。永续债当中出现两家首次发行机构。大单减少主要是 6 月以来利率快速上行，原先安排好的发行计划被迫推迟，但中小银行补充资本可得性远远比成本重要。未来随着 2000 亿针对中小银行的地方专项债落地，更多的中小银行将加入到永续债的发行行列中来。随着利率上行趋势得到遏制，机构调整预期，大单也会逐步地增多。

展望 7 月，政府债发行压力偏大，资本债也不会缺席，债券供给将成为资金面显性的扰动因素。

经过近 1 个月的调节，资金量价新平衡逐步建立，4 万亿的成交规模，1.8 附近的隔夜，2 附近的 7D，相对平坦的曲线，这可能就是目前短期资金利率体系的一个概括表述。

NCD

7 月处半年末，NCD 到期量 1.18 万亿，到期规模适中，由于 5、6 月续作进度不够理想，叠加资金缺口逐步暴露，本月实际续作需求可能上升。

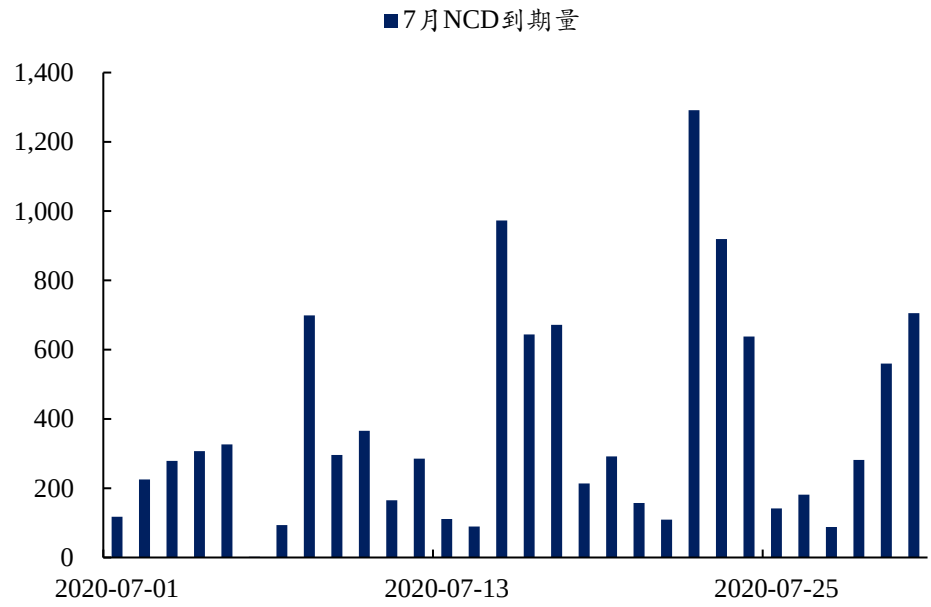
从 6 月份的运行看，规模见底回升，价格不断走高。截止 6 月 24 日，NCD 余额 10.17 万亿，较 5 月末继续回落 500 亿，但相比最低点已反弹 2000 亿。

价格方面，6 月利率反弹先慢后快，3M 反弹到 2.2%，1Y 反弹到 2.4 上方%。短

端合意度更高，长端价格与投资方仍有一定差距。于是反映到发行期限上，1Y 占比显著降低，1M+3M 的短端整体过半。

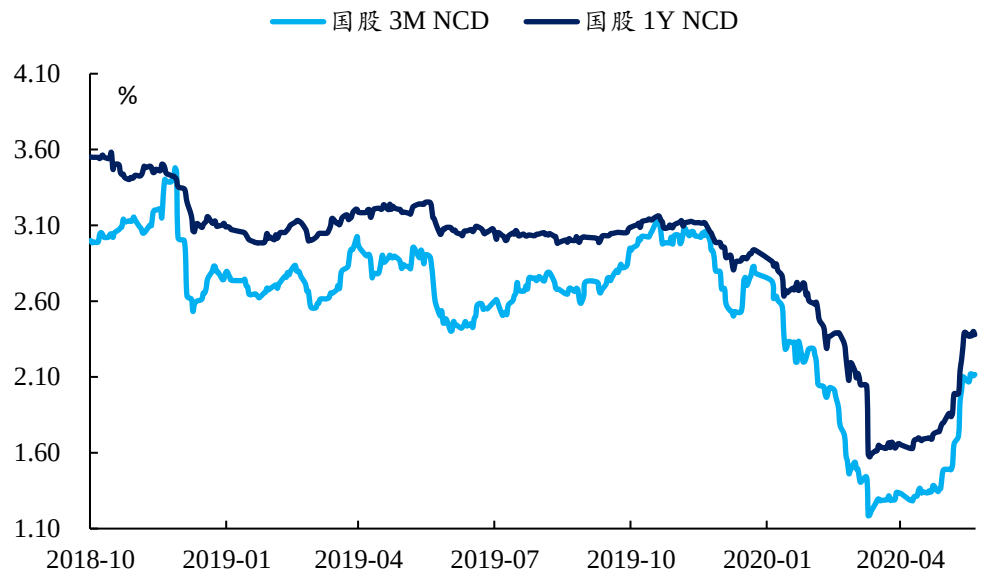
展望 7 月，续作压力逐步上升，价格季节性回落可能遇到波折，在此过程中，吸收维度可以考虑逐步向长端切换。

图表 12：7 月 NCD 到期情况



数据来源：wind，兴业研究

图表 13：NCD 利率弱反弹



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，6 月延续价升量跌。当月由于没有大单发行，规模缩小到不足 50 亿，为今年以来最低，发行价格大幅回升，3Y 3.0%，而 5Y 也反弹到 3.5%。发行利率大幅上行之后，机构看一看等一等再发的观望情绪浓厚。在基准利率波动没有下降之前，估计仍将保持谨慎。待到平复之后，方有望逐渐放量。

图表 14：3Y 金融债反弹



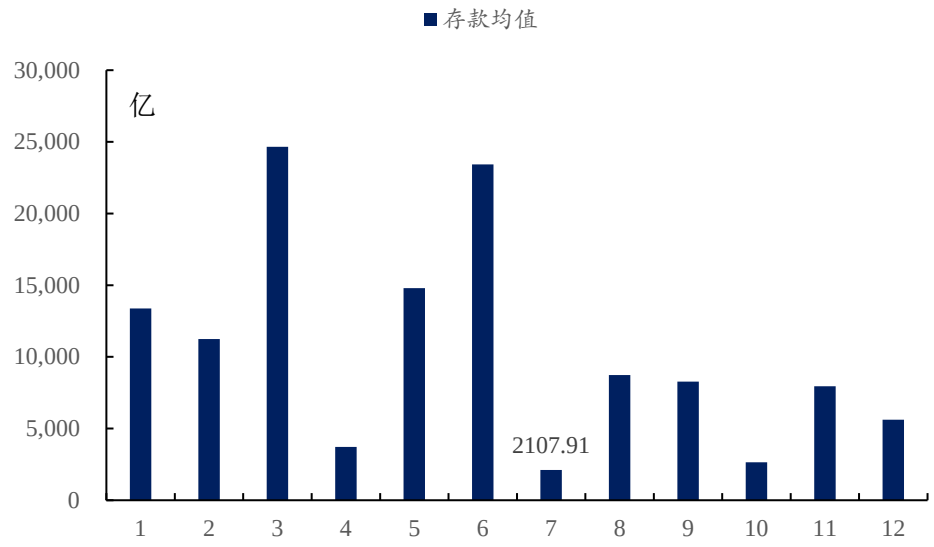
数据来源：wind，兴业研究

存款增长-7 月焦点在调整结构

从存款变动的季节性情况来看，由于刚跨过半年末，存款有一个回吐规模的过程。而结构性存款压降持续进行，经营的焦点应当放在结构调整上，针对出现的资金缺口和存款缺口，可按照我们上周提出的策略[2]，有层次有取舍地予以应对。

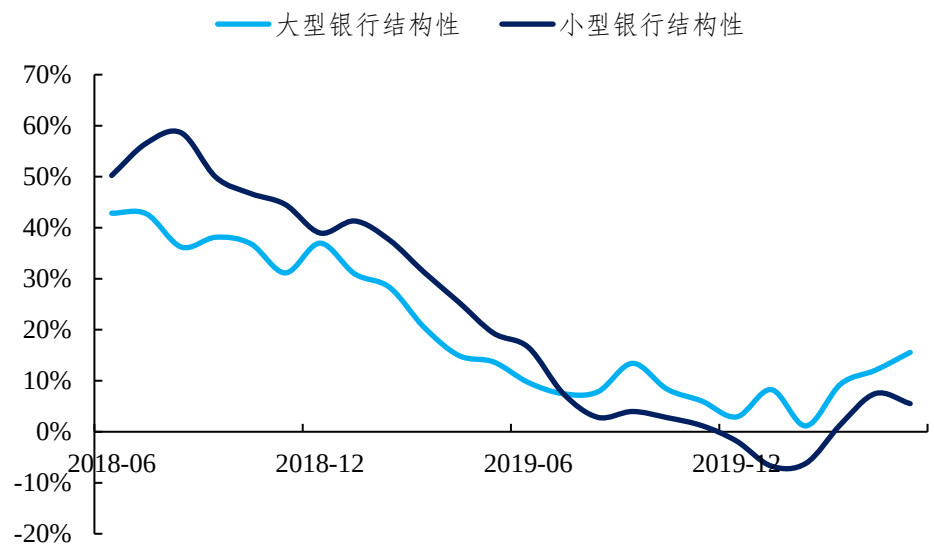
图表 15：7 月存款均值快速回升

[2] 司库策略谈第 153 期：结构性存款压降的应对策略



数据来源：wind，兴业研究

图表 16：结构性存款增速出现反弹



数据来源：wind，兴业研究

7 月资产配置

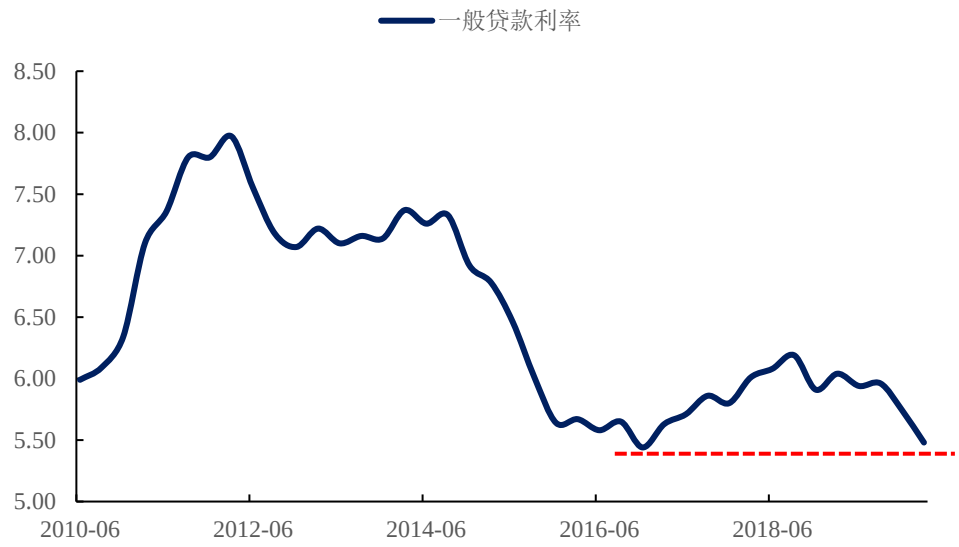
连续两个月 LPR 不动，给出一段喘息时机，以量补价核心在于贷款的扩量。短期内，侧重企业端的趋势仍难改变，而零售的恢复性增长（主要是消费端）是信贷端增厚收益的主要来源。

图表 17：扩量重点在信贷



数据来源：wind，兴业研究

图表 18：一般贷款利率有效下行



数据来源：wind，兴业研究

标准化产品方面，1Y 以内品种包括票据、高等级 NCD 等资产逐步进入兑现期。

图表 19：票据利率季末冲高



数据来源：wind，兴业研究

虽然从理性分析的角度，利率债调整到目前水平已较为合理。但在机构行为（非银被赎回）、市场情绪层面（特别国债的发行）的扰动之下，1Y 以上利率债不排除仍然会遇到冲击。但应该本着实事求是的态度，要看到反弹带来的资产构建机会。债券价格进一步回到年初，部分品种（类似 4%左右的 30Y 地方债）已有较好的配置价值。

图表 20：30Y 地方债逐步显露配置价值



数据来源：wind，兴业研究

图表 21：下周流动性提示

大类因素	细分因素	2020/6/29	2020/6/30	2020/7/1	2020/7/2	2020/7/3
央行操作到期	OMO	1,675	900	1,800	700	1,100
	MLF					
	国库现金					
	降准					
	合计	1,675	900	1,800	700	1,100
债券净发行	地方债	-422	353	-64	392	-18
	国债	-156	0	1,200	500	-11
	合计	-578	353	1,136	892	-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 6175 亿到期，政府债净发行 1773 亿，资本债发行 516 亿，NCD 到期量 3584 亿；

下周跨半年末，财政发力可期，季初到期的 OMO 将逐步回收，资金利率仍将暂时保持在相对低位。

NCD 部分，跨季时分，利率可能阶段性下行，发行端可试探性拉长；

票据方面，调整仍在继续，季度末有规模空间的机构仍可借此构建资产，短波段操作获益可期；

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