

银行

2024年08月08日

大行卖债：实操可能、久期分布与限制因素

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

朱晓云（分析师）

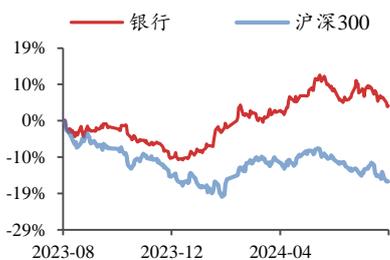
liuchengxiang@kysec.cn

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790524070010

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《逻辑重塑：新监管约束下的理财投资行为—2024H1 理财半年报解读》

-2024.8.2

《估值方法再度趋严，理财迎“真净值化”时代—信托收盘价估值整改点评》-2024.7.28

《存款降息配合落地，银行息差获支撑—大行 0725 下调存款挂牌利率点评》-2024.7.25

● 央行或指导大行卖出长债来调控市场

根据财联社报道：8月5日—6日，大行累计卖出600多亿元国债，其中7-10Y国债新券为主要卖出品，两日分别达到167.98亿元和502.19亿元。央行调控市场的方法有两个：指导大行卖出长债，央行借券卖债。伴随人民币汇率压力减轻，央行态度短期或更关注国内稳增长，宽货币预期下，借券卖出或偏谨慎落地，若长债利率下行过快，央行仍有可能通过指导大行卖出来调控市场。

● 2023年末四大行持仓国债规模约为6.5万亿元，可卖出规模约为3500亿元

1、央行指导大行卖出长期国债：根据四大行财报披露数据，2023年末工商银行和农业银行持仓国债规模分别为2.37/1.35万亿元，建设银行和中国银行未披露详细数据，根据我们测算，假设其持仓政府债中国债占比为23%，则国债规模分别为1.14/1.68万亿元。从银行自营卖债的角度来看，AC账户债券卖出或有来自财务及审计等限制，FVTPL和FVOCI账户相对容易操作，可卖出10年以上国债规模约为3500亿元，具体测算过程及假设如下：

(1) 国债持仓账户分布：我们用四大行政府债账户分布数据作为参考，2023年四大行持仓政府债AC、FVOCI、FVTPL占比分别为79.30%、19.63%、1.07%。FVOCI和FVTPL持仓国债规模共计1.35万亿元。

(2) 国债持仓期限分布：各账户持仓国债10年以上占比，参考金融资产各账户剩余期限分布数据，2023年四大行FVOCI中5年以上金融资产占比在20%~30%之间，FVTPL中5年以上占比在18%~42%之间。2023年四大行可卖出10年以上国债规模约为3500亿元。

注：由于FVOCI的浮亏会冲减核心一级资本，所以通常银行对FVOCI入账长期限债券也有限制，因此实际10年债的可卖出数量或比测算值更少。

2、央行从大行借入国债卖出：央行借券不区分账户，AC、FVOCI、FVTPL三账户都可以借，但要承担借贷利息和后续归还时资本利得受损的可能性。

● 大行或卖长买短，预期资金利率向短债利率收敛

推测大行自营持仓国债额度不会大规模收缩，卖出长债同时会买入短期限国债，因受流动性风险指标约束，银行需保证持有一定体量的一级流动性资产。我们观察到近期短端资金价格和国债收益率出现倒挂，一部分原因或是大行释放的长债额度在买入短债。我们预计后续降息仍有空间，消除倒挂的方式可能是资金价格向短债利率靠拢。

● 对银行影响：大行部分浮盈或提前兑现，小行债券交易行为或趋谨慎

央行指导大行卖出长期国债会使一些大行FVOCI账户的浮盈提前兑现，提振其利润表投资净收益表现。同时合适的利率曲线斜率有助于平稳中小行的交易情绪，避免其在资产荒状态下过分追求买卖价差，中小行或及时止盈。银行股投资重点评估两条逻辑：(1) 低利率环境下，盈利稳+分红高的银行投资价值凸显，受益标的农业银行、中信银行；(2) 若后续经济预期改善，优质区域性银行或将享有更好的业绩弹性，受益标的成都银行、常熟银行，推荐苏州银行。

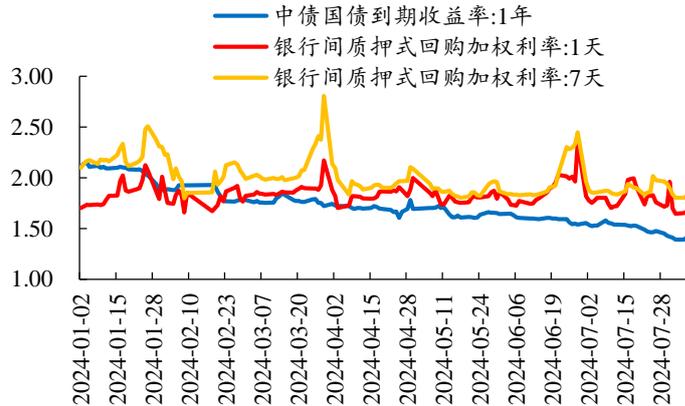
● 风险提示：宏观经济增速不及预期；债券市场超预期调整。

附图 1: 8 月 5 日以来 10 年国债到期收益率上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 6 月以来短端利率倒挂明显 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

附表 1: 2023 年末四大行持仓国债规模约为 6.5 万亿 (亿元)

银行名称	AC	FVOCI	FVTPL	合计
工商银行	20256	2896	504	23656
中国银行	6496	4761	181	11438
建设银行	13743	3013	65	16821
农业银行	11393	2048	17	13458
四大行合计	51887	12718	767	65373

数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

附表 2: 四大行持仓国债 AC 账户占比高 (2023)

银行名称	AC	FVOCI	FVTPL
工商银行	85.63%	12.24%	2.13%
中国银行	56.79%	41.63%	1.58%
建设银行	81.70%	17.91%	0.39%
农业银行	84.66%	15.21%	0.13%
四大行合计	79.30%	19.63%	1.07%

数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

附表 3: 四大行各账户 5 年以上金融资产占比 (2023, 剩余期限)

银行名称	AC	FVOCI	FVTPL
工商银行	47.03%	28.82%	24.87%
中国银行	44.80%	27.67%	18.68%
建设银行	60.99%	21.06%	34.18%
农业银行	60.58%	26.41%	41.31%

数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

附表 4：工商银行债券投资结构：2021 年以来 5 年以上债券投资占比超 40%（剩余期限）

日期	已逾期	3 个月以内	3 至 12 个月	1 至 5 年	5 年以上
2018	0.00%	4.2%	10.9%	54.9%	30.0%
2019H1	0.00%	6.3%	10.4%	51.6%	31.7%
2019	0.00%	4.9%	14.7%	47.6%	32.8%
2020H1	0.00%	6.2%	13.1%	45.1%	35.6%
2020	0.00%	6.1%	12.2%	43.4%	38.3%
2021H1	0.00%	6.8%	10.8%	43.2%	39.2%
2021	0.00%	5.8%	13.9%	39.9%	40.3%
2022H1	0.00%	8.3%	12.3%	36.1%	43.3%
2022	0.00%	6.9%	13.6%	36.3%	43.2%
2023H1	0.00%	8.2%	11.1%	35.8%	44.9%
2023	0.00%	6.1%	13.2%	37.2%	43.6%

数据来源：工商银行财报、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn