

## 银行

2024年09月10日

# 大行卖长买短及同业存单提价行为简析

——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）

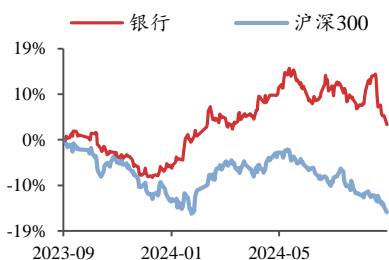
liuchengxiang@kysec.cn

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

《银行自营投资基金&SPV 现状跟踪—行业点评报告》-2024.8.16

《理财委外公募基金的近况与远望—理财持仓全景扫描系列（四）》-2024.8.16

《信贷需求仍待修复，政策或有加码空间—行业点评报告》-2024.8.14

### ● 大行卖长买短，或出于流动性指标、调整投资组合久期、收益等考虑

7月以来短端国债收益率和同业存单、融出利率倒挂，大行仍然在买入3年内短债，同时提价发行存单。

**1、央行指导大行卖出长债后的补券需要。**手工补息取消后，大行存款规模增长承压，负债结构变化导致流动性风险指标下滑，2024Q2 建行和农行流动性覆盖率环比分别下降 9.03pct 和 10.90pct。为保持合格一级流动性资产持有规模，大行在央行指导卖出长债后，需买入短期国债补充，国债为一级流动性资产，以 100%折算率计入，同业存单不计入合格优质流动性资产。

**2、调整投资组合久期的需要。**2024年6月末国有行持仓国债规模合计约 11.37 万亿元。从债券投资的期限来看，2024年6月末，工行和邮储 5 年以上债券占比分别为 41.2%和 37.7%，债券平均投资组合久期在 5 年左右。从利率敏感性来看，根据上市银行披露数据，2024H1 利率上升 100BP，国有行利息净收入约下降 3%~12%，权益约下降 1.8%~2.5%。伴随政府债发行放量，大行被动承接长期政府债，为控制银行账簿利率风险，或主动调整投资组合久期，匹配短债投资。

**3、隐含一定降息预期，出于收益角度考虑买入短债。**

### ● 8月同业存单利率上行：银行资负行为和资金面扰动

我们的存单定价模型： $R_i = ER_i + \beta_1 A_1 + \beta_2 A_2 + \dots + \beta_n A_n + \omega_i$ ，详见报告《基于银行资负行为的同业存单利率研究框架》。①目标  $R_i$ ：同业存单实际到期收益率；②理论定价  $ER_i$ ：同业存单预期收益率；③银行资负行为主导的影响因素：资负头寸缺口、司库预期管理、负债量价平衡、狭义流动性（资金面）等。

**8月以来存单利率上行，源于银行资负缺口、流动性指标管理、资金面等因素。**

(1) 同业存单供给节奏存在一定季节性规律，通常季末月或跨季后下月有放量发行，多来自于银行资产扩张的缺口压力。

(2) 2024年5-8月大行同业存单供给量较大，与2023Q4情况有相似之处，流动性指标均有一定压力，2023年末是源于特殊再融资债集中发行，2024年5月以来则是由于对公活期存款流失，负债结构变化导致流动性指标承压。

(3) 此外，手工补息整改下的存款出表压力较大，一般性存款转为非银存放较多，对银行负债稳定性的预期亦有扰动。

(4) 政府债发行+央行净回收流动性+MLF后置+存单到期量较大，资金面偏紧。

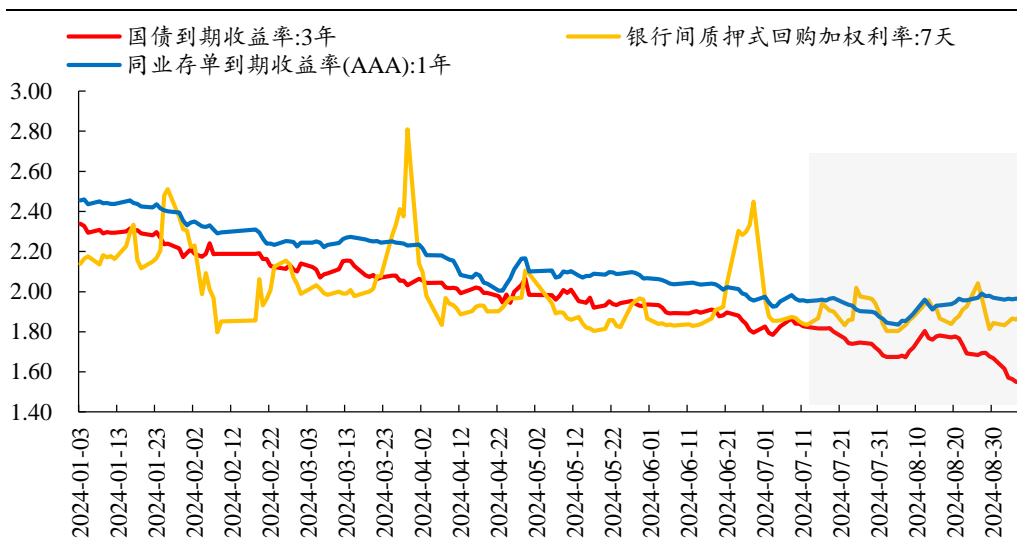
### ● 降准概率较大，存单配置价值逐渐显现

**资金面：**我们判断9月资金价格平稳偏低运行，关注财政支出和央行投放情况。银行缩表压力最大的阶段已经过去，“非银钱多”也将告一段落，但银行缺“长钱”的现象比较明显，预计降准概率较大。

**同业存单或将进入供需双弱状态，看好其配置价值。**供给端，银行负债端稳定后，供给力度或减缓；需求端，非银需求或有所收缩，但资产荒现象仍存。

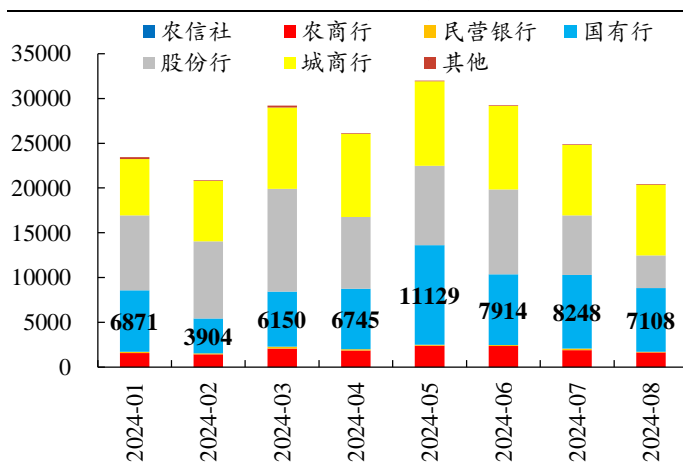
**● 风险提示：**宏观经济增速不及预期；债市利率调整超预期。

附图 1: 2024 年 7 月以来短债利率和资金利率、同业存单利率倒挂 (%)



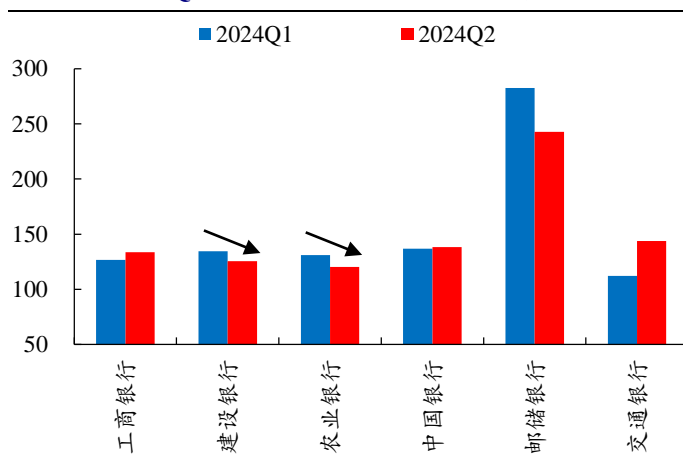
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 5 月以来国有大行同业存单发行量较高 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 2024Q2 国有行 LCR 指标环比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

附表 1: LCR 的分子构成: 国债和政金债折算率较高

合格优质流动性资产 (无变现障碍资产)			折算率
一级资产	现金		100%
	超额准备金		
	存款流失可释放的法定准备金		
	风险权重为 0% 的主权实体、央行及部分国际组织发行或担保的证券(国债、政金债、资产管理公司债、汇金债、财政部担保的地方政府债)		
二级资产	2A 级资产(不超过 HQLA 的 40%)	信用评级 AA-及以上的非金融公司债	85%
		风险权重为 20% 的主权实体、央行及部分国际组织发行或担保的证券(地方政府债等)	
	2B 级资产(不超过 HQLA 的 15%)	信用评级 BBB-至 A+ 的非金融公司债	50%

资料来源: 国家金融监督管理总局、开源证券研究所

**附表 2：2024H1 国有行持仓国债规模约为 11.37 万亿元（亿元）**

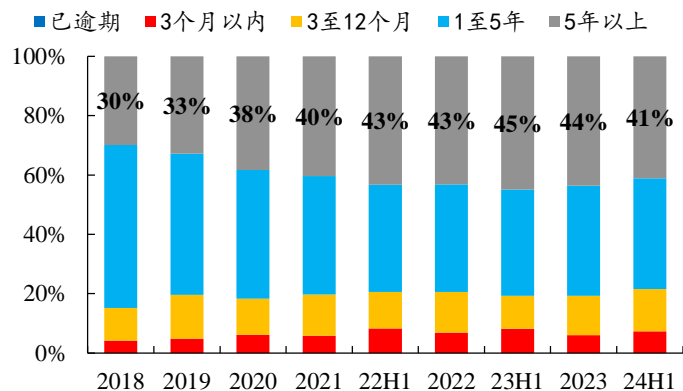
银行名称	政府债	其中:国债	政金债	企业债	金融债	基金投资	非标	其他
工商银行	96214	29682	8128	7103	13645	1788	159	2852
建设银行	74945	25460	9867	3750	6601	2492	0	1586
农业银行	84400	23095	21324	1932	17044	544	304	2988
中国银行	51285	17422	7828	4930	6960	1081	265	1720
邮储银行	17335	5889	19536	3691	8063	7314	830	-135
交通银行	27910	12197	750	1853	4077	2129	1969	1543
<b>国有行</b>	<b>352088</b>	<b>113746</b>	<b>67434</b>	<b>23260</b>	<b>56390</b>	<b>15348</b>	<b>3526</b>	<b>10554</b>

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

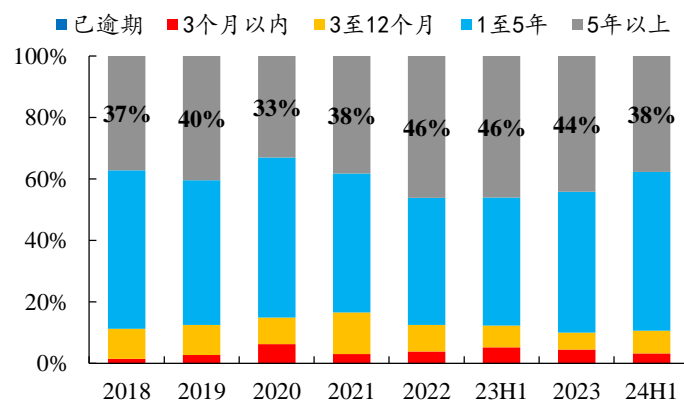
**附表 3：国有行金融投资以政府债为主，占比超 65%（2024H1）**

银行名称	政府债	其中:国债	政金债	企业债	金融债	基金投资	非标	其他
工商银行	74.1%	22.9%	6.3%	5.5%	10.5%	1.4%	0.1%	2.2%
建设银行	75.5%	25.7%	9.9%	3.8%	6.7%	2.5%	0.0%	1.6%
农业银行	65.7%	18.0%	16.6%	1.5%	13.3%	0.4%	0.2%	2.3%
中国银行	69.2%	23.5%	10.6%	6.7%	9.4%	1.5%	0.4%	2.3%
邮储银行	30.6%	10.4%	34.5%	6.5%	14.2%	12.9%	1.5%	-0.2%
交通银行	69.4%	30.3%	1.9%	4.6%	10.1%	5.3%	4.9%	3.8%
<b>国有行</b>	<b>66.6%</b>	<b>21.5%</b>	<b>12.8%</b>	<b>4.4%</b>	<b>10.7%</b>	<b>2.9%</b>	<b>0.7%</b>	<b>2.0%</b>

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

**附图 4：2024H1 工商银行 5 年以上债券占比超 40%**


数据来源：工商银行财报、开源证券研究所（注：债券剩余期限）

**附图 5：2024H1 邮储银行 5 年以上债券占比为 38%**


数据来源：邮储银行财报、开源证券研究所（注：债券剩余期限）

**附表 4：上市银行利率敏感性分析（亿元）**

银行名称	利率变动情形假设	对利息净收入的影响				对权益影响			
		上升		下降		上升		下降	
		2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023
工商银行	100BP	-245.77	-166.73	245.77	166.73	-926.16	-798.79	1086.54	917.66
建设银行	100BP	-718.38	-519.07	718.38	519.07	-	-	-	-
农业银行	100BP	-407.72	-359.51	407.72	359.51	-774.89	-691.35	774.89	691.35
中国银行	25BP	-33.67	-7.97	33.67	7.97	-	-	-	-
交通银行	100BP	-53.01	-115.74	53.01	115.74	-209.62	-178.82	238.89	200.84
邮储银行	100BP	-248.24	-156.70	248.24	156.70	-	-	-	-

数据来源：各银行财报、开源证券研究所

(注：1、对利息净收入的影响是指一定利率变动对期末持有的预计未来一年内进行利率重定价的金融资产及金融负债所产生的利息净收入的影响；2、对权益的影响是指一定利率变动，对期末持有的以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的固定利率金融资产进行重估所产生的公允价值净变动对其他综合收益的影响。)

**附图 6：2024 年利率变动对银行利息净收入和权益的影响变大**

银行名称	利率变动情形假设	对利息净收入的影响		对权益的影响			
		上升		上升		下降	
		2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023
工商银行	100BP	-3.91%	-2.55%	-2.40%	-2.12%	2.81%	2.43%
建设银行	100BP	-12.13%	-8.41%	-	-	-	-
农业银行	100BP	-7.01%	-6.29%	-2.54%	-2.39%	2.54%	2.39%
中国银行	25BP	-0.74%	-0.17%	-	-	-	-
交通银行	100BP	-3.15%	-7.05%	-1.87%	-1.63%	2.13%	1.83%
邮储银行	100BP	-8.69%	-5.56%	-	-	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

**附表 5：同业存单定价模型示意表**

	预期收益率	资负行为主导的影响因素				扰动项
		A1	A2	A3	A4	
实际到期 收益率	上限：MLF 利率	资负头寸缺口	司库预期管理	负债量价平衡	狭义流动性	监管规则变化
		(√表示该因素在起作用)				一二级市场联动
	中枢：SHIBOR	影响程度				机构行为变化
		β1	β2	β3	β4	-
	下限：存款利率	(+数量表示该因素影响强弱)				-

资料来源：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