



戴志锋：银行角度看债市调整 原因剖析、持续性以及对银行 收入影响



文/意见领袖专栏作家 戴志锋

从银行资金端角度拆解，参与债市定价的渠道一个是表内交易盘、表内配置盘，另一个是表外理财投资。1、表内交易盘规模体量大概在 16 万亿，资产投向以基金为主、规模体量 8 万亿，其中债基在银行的配置中占大头。2、表外理财：信用债为主、规模 15 万亿；公募基金规模 1.3 万亿。



银行行为表现：银行表内交易盘有主动赎回确保收益的诉求。表外理财则更多是由于投资者赎回的被动减持。1、表内自营盘兑现收益动力较强。今年金市对行业收入贡献较大，临近年底考核，银行有比较强的动力确保前 3 季度收益落地，因而会快速抛售资产确保收益兑现。截至今年 3 季度，股份行、城商行和农商行其他非息收入对营收同比增长的贡献分别为 103%、

39%和 133%，在利息收入承压背景下，行业今年收入端增长对金市依赖度较大。2、表外理财由于底层资产价格下跌带来的净值下跌，引发投资者赎回。

抛售资产选择：表内交易盘抛售基金；表外理财抛售流动性较好以及价格下跌较多的资产。1、银行表内交易盘为兑现收益，首先会选择抛售占比大头的基金资产，确保前期的收益能够落地。2、表外理财则会抛售流动性较好且价格下跌较多的资产，利率债和同业存单最有可能被抛售。从受影响的几类资产来看，信用债、利率债、同业存单以及公募基金，信用债的配置有与分支行合作以及维系客户的考量在，理财不会轻易抛售。公募基金占比不大。利率债和同业存单流动性较好，能在短期内缓释流动性压力，且这两个市场体量较大，抛售部分资产对定价负循环冲击相对较小。

债市调整的持续时间判断：表内配置盘逐步进场；表外理财取决于净值表现。1、表内交易盘：规模体量大，集中抛售会引发市场非理性下跌，银行最后可能前期的收益都无法兑现，预计后续机构行为将趋于理性；且利率在合适的点位，预计配置盘会逐步进场，对市场起到稳定器作用（我们选取了 1Q20-3Q22 这一时间段银行表内交易盘和配置盘变化情况进行验证，这一时间段跨越了 1H20-1Q21 的利率上行期和 1H21-至今的利率下行期，可以观察在完整的利率周期里，银行资金行为的变化）。2、表外理财：是否会持续赎回增强债市负反馈取决于产品净值回撤情况。而产品净值回撤情况取决于利率是否还会大幅上行。我们拉了近两周理财产品净

值变动情况，可以看到，在 11 月 16 号利率上行至高位、十年期国债收益率盘桓在 2.8% 以后，理财净值表现趋于改善，下跌的产品数量在减少。在强预期、弱现实的背景下，预计资金利率较难重现前两周急速上行的趋势。

对银行收入影响及投资能力分析：1、表内交易盘绝对盈利能力：股份行和城商行板块绝对盈利水平最强；农商行由于资金盘子小，换仓灵活，波段兑现的收益较高。股份行是均衡配置策略，研究能力相对较强。城商行则是由于底层资产配置信托资管计划较高，贡献较高的收益。2、对收入影响：利率上行期，交易盘对 ROA 的拖累幅度，2020 年利率上行期，全年评估交易盘对总 ROA 拖累 3bp 左右。3、表外理财：破净比例较低银行在底层资产配置上债券占比相对较低，因而这轮冲击相对较小；从当前资产配置维度，城商行受冲击相对较小。拉长周期看，从产品配置均衡度看，大行和优质股份行，以及头部城商行更为均衡，股票、债券占比均有一定权重，全周期经营能力相对更强。另当前破净产品占比 7.9%，低于今年 3 月赎回潮的 12.3%。

投资建议：收入确定性维度，重点推荐宁波银行和苏州银行。综合看，营收确定性强的标的，有三个特征：1、资产端定价角度，贷款久期短的，明年重定价压力小。2、资产端投放有抓手的，对公项目的储备、零售端的投放有抓手。3、负债端的逻辑，能够抓住核心企业沉淀活期存款的。综合资产负债端角度看，我们评估收入端增长确定性最强的仍是城商行板块。重点推荐宁波银行和苏州银行；同时看好成都、江苏、南京和常熟银行。

明年的第二条选股主线是地产有回暖，可以关注招行、平安、兴业银行。

风险提示事件：经济下滑超预期。疫情影响超预期。

内容目录

一、银行角度拆解赎回潮原因	- 4 -
1.1 利率快速上行，债券价格下跌	- 4 -
1.2 银行角度拆解传导路径：表内交易盘和表外理财	- 4 -
1.3 资金行为分析：表内交易盘抛售基金；表外理财抛售利率债、同业存单	- 8 -
二、赎回潮影响持续性：表内配置盘逐步进场；表外理财取决于净值表现	- 11 -
2.1 表内交易盘：机构行为将趋于理性；配置盘逐步进场	- 11 -
2.2 表外理财：核心看产品净值	- 13 -
三、对银行收入影响及投资能力分析	- 15 -
3.1 表内交易盘投资能力	- 15 -
3.2 表外理财投资能力：底层资产配置	- 21 -

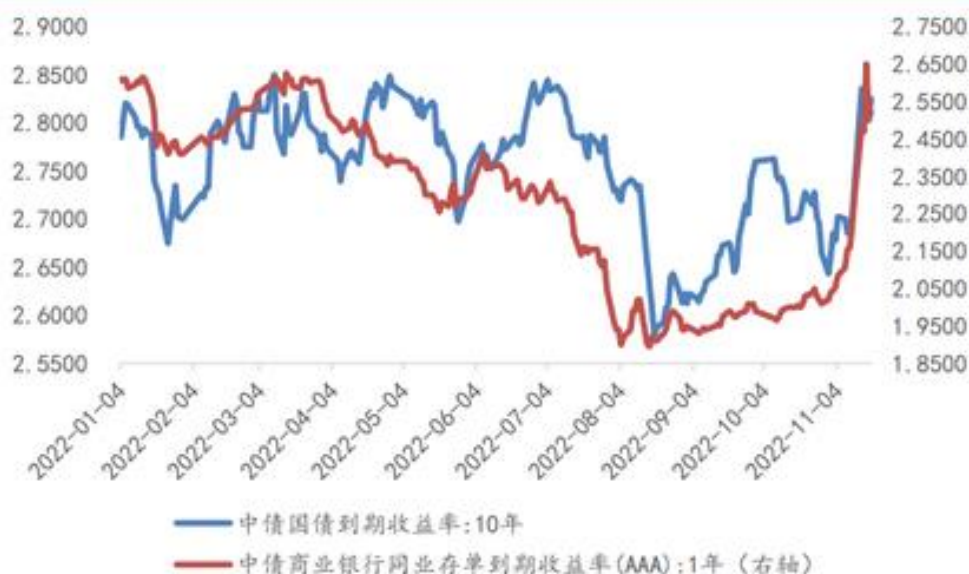
正文分析

一、银行角度拆解债市调整原因

1.1 利率快速上行，债券价格下跌

债市超预期调整，不同品种各期限债券利率在短时间内大幅上行。自 11 月 10 日-11 月 16 日短短 4 个交易日，十年期国债收益率上升 13bp 至 2.83%，一年期存单收益率攀升 43bp 至 2.65%，债券价格在短时间内大幅下降。

图表：债市超预期大幅调整 (%)



资料来源：Wind，中泰证券研究所

1.2 银行角度拆解传导路径：表内交易盘和表外理财

从银行资金端角度拆解，参与债市定价的渠道一个是表内交易盘、表内配置盘，另一个是表外理财投资（表内配置盘以持有票息为主，此次不作展开分析）。

1、表内交易盘：以基金配置为主、规模 8 万亿

表内交易盘规模体量大概在 16 万亿，资产投向政府债、金融债、企业债、基金、资管及信托计划、同业存单分别为 1.2 万亿、2.7 万亿、1.2 万亿、8 万亿、0.8 万亿和 0.5 万亿(截至 3Q22)，占比分别为 7.6%、16.8%、7.7%、50%、5.2%和 3%。由此可见，银行交易盘委外是大头，50%投向基金，以债基和货基为主，近几年货基收益率较低，债基在银行的配置中占大头。

图表：上市银行交易类资产投向（2021，亿元）

	政府债	金融债	企业债	基金投资	同业存单	资管信托计划	理财产品	股权投资	其他	合计
工商银行	974	2,257	972	1,122	0	0	0	907	0	6,232
建设银行	171	2,027	604	1,165	0	0	0	9	1,476	5,453
农业银行	567	2,014	272	650	0	0	0	1,100	0	4,602
中国银行	377	2,514	674	1,029	0	0	0	1,023	0	5,616
交通银行	1,004	1,009	467	3,052	0	0	0	634	219	6,385
邮储银行	53	490	131	4,412	1,827	575	0	18	0	7,506
招商银行	468	701	599	1,628	0	0	24	49	13	3,481
中信银行	586	0	0	3,974	308	0	16	74	0	4,958
浦发银行	341	140	162	3,987	90	190	3	82	264	5,260
民生银行	45	307	332	1,910	0	129	0	273	11	3,007
兴业银行	701	535	837	5,929	8	776	67	195	50	9,098
光大银行	49	342	118	2,535	0	0	0	41	752	3,837
华夏银行	47	60	273	1,288	20	656	0	0	4	2,348
平安银行	1,009	1,292	353	1,179	0	35	0	2	27	3,897
浙商银行	51	74	204	889	39	43	0	32	460	1,792
北京银行	116	130	56	1,552	0	0	0	47	0	1,901
南京银行	64	339	444	1,220	84	682	31	3	23	2,889
宁波银行	153	125	68	2,270	54	881	0	3	0	3,554
江苏银行	19	545	187	1,442	0	21	269	4	182	2,669
贵阳银行	3	59	41	185	1	39	0	0	0	327
杭州银行	52	154	105	994	123	24	0	0	71	1,523
上海银行	15	227	167	1,822	4	76	0	16	19	2,346
成都银行	0	14	3	210	235	13	31	0	0	507
长沙银行	1	84	7	487	0	175	182	0	49	986
青岛银行	0	9	1	400	0	150	0	0	0	559
郑州银行	59	49	1	111	0	124	0	6	61	411
西安银行	3	32	12	61	0	84	0	5	0	196
江阴银行	1	0	0	81	0	0	0	0	0	83
无锡银行	8	0	0	80	0	0	0	0	0	88
常熟银行	2	0	0	135	0	0	0	0	0	137
苏农银行	2	0	0	59	0	0	0	0	0	60
张家港行	26	0	0	30	5	2	0	2	0	64
青农商行	42	27	14	225	0	171	0	0	0	479
紫金银行	18	0	0	0	0	1	0	0	3	22
渝农商行	1	32	0	316	13	0	24	0	0	387
上市银行	7,026	15,587	7,100	46,433	2,811	4,848	648	4,524	3,685	92,661
国有行	3,146	10,311	3,119	11,430	1,827	575	0	3,691	1,696	35,795
股份行	3,298	3,451	2,877	23,320	465	1,828	110	748	1,581	37,678
城商行	484	1,766	1,090	10,756	501	2,270	513	83	406	17,868
农商行	99	59	14	927	18	174	24	2	3	1,320

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：上市银行交易类资产占比情况（2021）

	政府债	金融债	企业债	基金投资	同业存单	资管信托计划	理财产品	股权投资	其他
工商银行	15.6%	36.2%	15.6%	18.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.6%	0.0%
建设银行	3.1%	37.2%	11.1%	21.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	27.1%
农业银行	12.3%	43.8%	5.9%	14.1%	0.0%	0.0%	0.0%	23.9%	0.0%
中国银行	6.7%	44.8%	12.0%	18.3%	0.0%	0.0%	0.0%	18.2%	0.0%
交通银行	15.7%	15.8%	7.3%	47.8%	0.0%	0.0%	0.0%	9.9%	3.4%
邮储银行	0.7%	6.5%	1.7%	58.8%	24.3%	7.7%	0.0%	0.2%	0.0%
招商银行	13.4%	20.1%	17.2%	46.8%	0.0%	0.0%	0.7%	1.4%	0.4%
中信银行	11.8%	0.0%	0.0%	80.2%	6.2%	0.0%	0.3%	1.5%	0.0%
浦发银行	6.5%	2.7%	3.1%	75.8%	1.7%	3.6%	0.1%	1.6%	5.0%
民生银行	1.5%	10.2%	11.1%	63.5%	0.0%	4.3%	0.0%	9.1%	0.4%
兴业银行	7.7%	5.9%	9.2%	65.2%	0.1%	8.5%	0.7%	2.1%	0.6%
光大银行	1.3%	8.9%	3.1%	66.1%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	19.6%
华夏银行	2.0%	2.6%	11.6%	54.9%	0.9%	27.9%	0.0%	0.0%	0.2%
平安银行	25.9%	33.2%	9.0%	30.3%	0.0%	0.9%	0.0%	0.0%	0.7%
浙商银行	2.9%	4.1%	11.4%	49.6%	2.2%	2.4%	0.0%	1.8%	25.7%
北京银行	6.1%	6.8%	2.9%	81.6%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	0.0%
南京银行	2.2%	11.7%	15.4%	42.2%	2.9%	23.6%	1.1%	0.1%	0.8%
宁波银行	4.3%	3.5%	1.9%	63.9%	1.5%	24.8%	0.0%	0.1%	0.0%
江苏银行	0.7%	20.4%	7.0%	54.0%	0.0%	0.8%	10.1%	0.1%	6.8%
贵阳银行	0.8%	17.9%	12.4%	56.7%	0.2%	11.9%	0.0%	0.0%	0.0%
杭州银行	3.4%	10.1%	6.9%	65.3%	8.1%	1.6%	0.0%	0.0%	4.7%
上海银行	0.6%	9.7%	7.1%	77.7%	0.2%	3.2%	0.0%	0.7%	0.8%
成都银行	0.0%	2.7%	0.6%	41.4%	46.4%	2.6%	6.1%	0.0%	0.0%
长沙银行	0.1%	8.6%	0.7%	49.4%	0.0%	17.8%	18.5%	0.0%	5.0%
青岛银行	0.0%	1.6%	0.2%	71.4%	0.0%	26.8%	0.0%	0.0%	0.0%
郑州银行	14.5%	12.0%	0.1%	27.1%	0.0%	30.1%	0.0%	1.4%	14.8%
西安银行	1.6%	16.3%	6.0%	30.9%	0.0%	42.8%	0.0%	2.4%	0.0%
江阴银行	1.8%	0.0%	0.0%	98.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%
无锡银行	9.0%	0.0%	0.0%	91.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
常熟银行	1.2%	0.0%	0.0%	98.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
苏农银行	2.7%	0.0%	0.0%	97.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
张家港行	39.6%	0.0%	0.0%	47.1%	7.6%	3.4%	0.0%	2.4%	0.0%
青农商行	8.7%	5.7%	2.9%	46.9%	0.0%	35.8%	0.0%	0.0%	0.0%
紫金银行	82.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	0.0%	0.0%	13.5%
渝农商行	0.4%	8.3%	0.0%	81.8%	3.3%	0.0%	6.3%	0.0%	0.0%
上市银行	7.6%	16.8%	7.7%	50.1%	3.0%	5.2%	0.7%	4.9%	4.0%
国有行	8.8%	28.8%	8.7%	31.9%	5.1%	1.6%	0.0%	10.3%	4.7%
股份行	8.8%	9.2%	7.6%	61.9%	1.2%	4.9%	0.3%	2.0%	4.2%
城商行	2.7%	9.9%	6.1%	60.2%	2.8%	12.7%	2.9%	0.5%	2.3%
农商行	7.5%	4.5%	1.0%	70.2%	1.3%	13.2%	1.8%	0.1%	0.2%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

债券价格下跌对银行表内交易盘的影响：债券价格下跌对银行表内自

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49173

