

## 固定收益研究/固定收益月报

2019年05月10日

张继强 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张亮 执业证书编号：S0570518110005  
研究员 zhangliang014597@htsc.com

### 相关研究

1《固定收益研究：地方债挤压配置，交易盘有所活跃》2019.04

2《固定收益研究：下行趋势与政策效果的角度》2019.03

3《固定收益研究：股债跷跷板，广义基金配信用、降久期》2019.03

# 交易盘与配置盘的分化

## 4月中债登、上清所托管量数据点评

### 核心观点：交易盘与配置盘的分化

债券托管数据显示，当前债市不缺需求力量，尤其是中小银行、保险、外资等债券配置力量仍较为强劲，关键是利率水平。此外，利率债经过前期利空集中释放之后开始进入价值区域(十年国债 3.3-3.55%)，叠加定向降准释放中长期资金，资金面较为宽松，中美贸易摩擦再次反复，4月份金融、经济数据走弱，债市喘息期小机会仍有望延续。但制约债市表现的可能仍是下行空间(十年国债前期低位 3.0%)，后续利率债供给、基本面惯性和通胀等也仍有小幅扰动，贸易谈判不可预测，交易性机会的把握仍需要注意安全边际。

### 商业银行：大行继续增配地方债，农商行资产荒仍存

商业银行配置力量增强，大幅增配利率债和地方债，信用债仍继续增持，但需求边际减弱。从商业银行内部来看，大行主要增配地方债，4月大行对地方债增持 2484 亿元(上月增持 2781 亿元)，地方债对国债配置形成了挤压。农商行和农合行增持利率债 949 亿元，增持规模较上月(387 亿元)明显增加。农商行等中小银行信贷资源不足、资产不能出省，存在较为严重的资产荒问题，配债需求较强。

### 广义基金：整体净减持，交易热情降低

4月广义基金仅小幅增持信用债和商业银行债，利率债减持 876 亿元，地方债减持 599 亿元，同业存单减持 1285 亿元。4月广义基金对短久期信用债的增配开始放缓，转而增持长久期信用债，主要由于4月份货币政策“救急”模式向稳健中性常态回归，资金面波动较大，短端利率上行幅度较大。去年下半年以来，债券型基金规模持续增长，货基则由于收益率持续低位而增速放缓，因此广义基金对同业存单的配置力量也有所减弱。

### 境外机构：中国债券正式纳入国际指数，外资增持国债

4月1日起，中国债券正式纳入彭博巴克莱全球综合指数。纳入首月，境外机构增持 190 亿元国债。在全球宏观经济走弱，发达国家利率下行较快的背景下，当前中美利差再次回升至 80BP 的舒适区间，同时4月份人民币汇率企稳，中国国债再次成为境外机构的优质资产，对于外资的吸引力得到体现。

### 保险配置发力，券商交投清淡

在连续 4 个月减持之后，保险机构债券总托管量出现增长。今年保险“开门红”效应明显，保费收入显著增长。但一季度保险机构配置需求不强，对信用债和利率债依旧表现为减持。这主要是由于一季度股市表现较好，险资大量进入股市挤压配债额度，此外利率绝对水平偏低，保险机构对收益率的认可度不高。4月保险机构对债券配置开始增加，我们认为后续有望继续发力。相比之下，券商表现则更为清淡，主要源于4月债市利空因素较多，债市调整幅度较大，券商以减持为主。

### 债市杠杆率分化，主要机构降杠杆

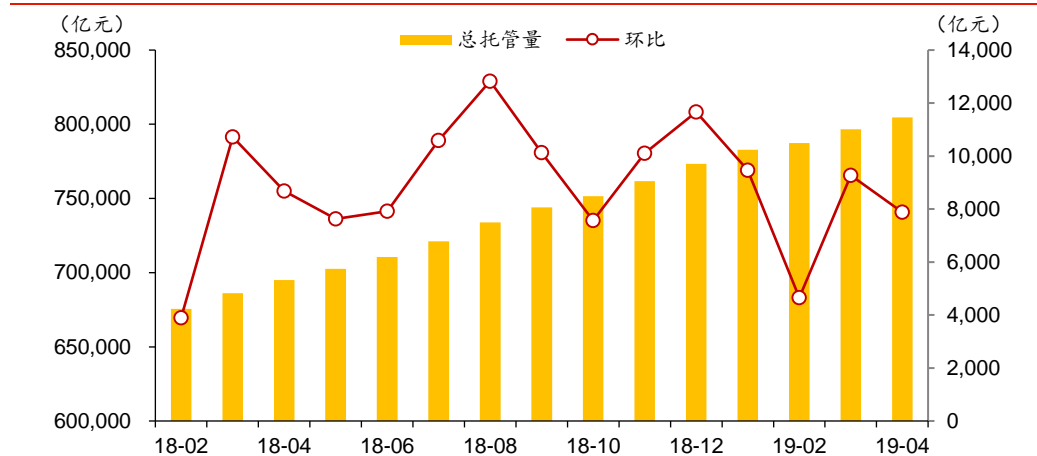
4月资金面波动较大，货币政策开始向稳健中性回归，因此机构加杠杆行为比较谨慎。除了券商杠杆率继续上升以外，其他机构杠杆率均下降，广义基金下降最多(5.3个百分点)，保险也降低 2.5 个百分点。4月券商的交易热情不是很高，但杠杆率却出现上升，主要是由于本月券商托管规模(资产端)出现了明显的下降，但质押式回购余额(负债端)的下降幅度并不大，从而导致杠杆率数据上升。

风险提示：信用违约超预期、机构行为变化、中美贸易谈判超预期

## 4月总托管量上升，增幅主要来自地方债

截至2019年4月末，中债登、上清所债券总托管量80.5万亿元，环比增加7883亿元（上月增加9269亿元），其中中债登总托管量59.7万亿元，环比增加6875亿元（上月增加6084亿元），增幅主要来自地方债和商业银行债。上清所总托管量20.7万亿，环比增加1008亿（上月增加3186亿元），增幅主要来自中期票据。

图表1：总托管量走势



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

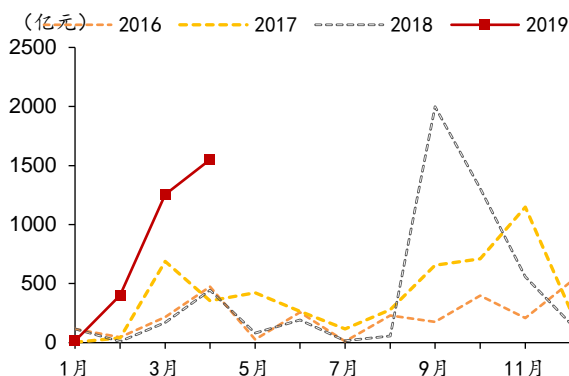
### 分券种来看：

**国债+政金债托管量环比上升。**4月国债+政金债托管量增加1684亿元（上月增397亿元）。其中，国债托管量增加1188亿元（上月减少190亿元）。政金债托管量增加496亿元（上月增加587亿元），国开债减少20亿元，口行债增加222亿元，农发债增加294亿元。

**地方政府债托管量续增，发行幅度有所放缓。**4月地方政府债托管量环比增加2388亿元（上月增加3610亿元），增量较上月有所减少。4月地方债发行节奏明显放缓，净发行仅为600亿元，而一季度月均净发行都在4000亿以上。根据财政部的要求，今年所有新增地方债争取在9月底发行完毕，因此预计5月-9月发行节奏和前四个月相近，月均净发行在3500亿左右。这意味着三季度地方债的供给量不小，四季度供给大幅下降。

**商业银行债托管量续增，主因二级资本工具发行较多。**4月商业银行债托管量环比增加1609亿元（上月增加1532亿元），其中二级资本工具增加1336亿元。年初以来，央行不断结构性引导商业银行加大实体经济尤其是小微民企的信贷投放。贷款规模的增长给银行资本金形成压力，因此银行纷纷发行二级资本债等补充资本金，前4个月二级资本债净发行高达3220亿，远超往年同期水平。随着宽信用的推进，预计二级资本债将进一步放量。此外永续债方面，自中国银行成功发行首单永续债之后，已有9家银行披露永续债发行计划，发行总规模接近六千亿元。预计商业银行债规模将继续增长。

图表1：一季度二级资本债发行规模较大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

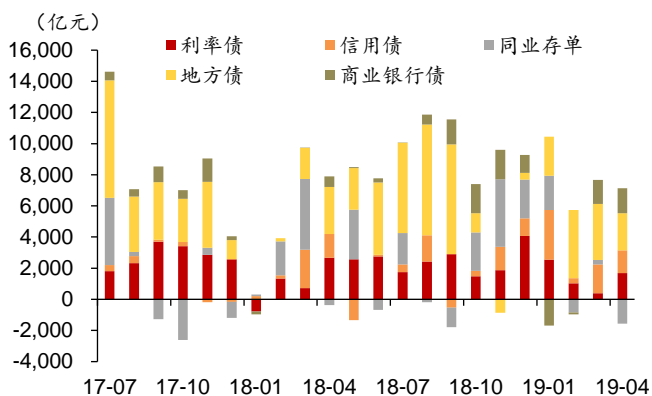
图表2：已公告银行永续债发行计划

银行	规模(亿)	公告日期
中国银行(已发行)	400	2019/1/25
民生银行	400	2019/1/12
华夏银行	400	2019/3/2
中信银行	400	2019/3/27
工商银行	800	2019/3/29
光大银行	400	2019/3/29
农业银行	1200	2019/3/30
交通银行	400	2019/3/30
浦发银行	300	2019/4/2
平安银行	500	2019/4/24
张家港行	20	2019/4/27
建设银行	400	2019/4/30
兴业银行	300	2019/4/30
合计	<b>5920</b>	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

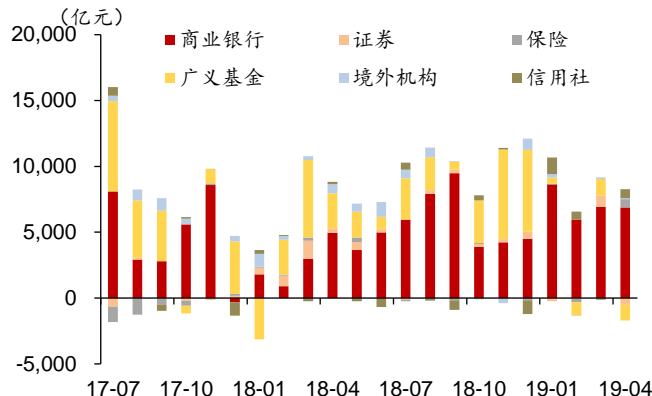
信用债托管量增加 1460 亿元 (上月增加 1842 亿元)，增量较上月略有减少。其中，中票增加 1264 亿元 (上月增加 701 亿元)，是信用债增量中的主要部分；超短融托管量增加 139 亿元 (上月增加 1361 亿元)，增量大幅减少；短融托管量增加 163 亿元 (上月减少 36 亿元)；企业债托管量减少 106 亿元 (上月减少 184 亿元)，其中中央企业债托管量减少 11 亿元 (上月减少 58 亿元)，地方企业债托管量减少 95 亿元 (上月减少 126 亿元)，此外，资产支持证券增加 511 亿元 (上月增加 308 亿元)。4 月份利率上行较快，对企业债券融资造成一定的压力。

图表3：总托管量单月环比(分券种)



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

图表4：总托管量单月环比(分机构)



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

图表5：4月机构持仓环比变化(单位：亿元)

	利率债			信用债			同业存单	地方债	
	国债	政金债	企业债	中票	短融	超短融			
政策性银行	-29.12	12.70	1.00	64.10	19.70	-2.55	106.30	-270.4	
商业银行	全国性商业银行	545.87	321.47	9.95	206.98	63.75	181.09	-169.71	2484.3
	城商行	167.04	289.84	15.71	145.39	-11.30	67.51	-447.76	450.6
	农商行+农合行	121.28	837.33	31.13	82.02	0.01	17.04	103.48	226.0
	其他银行	-70.6	-71.4	-1.1	-3.5	-3.0	-7.5	-62.3	39.2
广义基金	银行理财	-467.4	285.7	36.0	595.7	63.2	-24.0	-1285.2	-598.5
	其他基金	468.5	-1163.0	-148.0					
非银机构	证券	-29.89	-234.12	51.23	84.31	26.66	-83.84	-133.81	-120.1
	保险	80.20	124.50	-4.07	15.00	-1.40	-12.10	76.10	107.2
	境外机构	190.39	-23.00	-2.50	45.71	2.12	-4.53	-176.18	-0.3
	信用社	16.00	225.67	-11.36	13.01	0.40	1.26	461.71	-1.1

资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

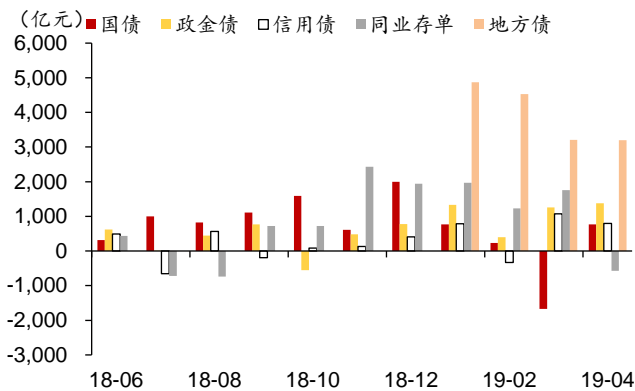
## 分机构持仓分析

### 商业银行：大行继续增配地方债，农商行资产荒仍存

**商业银行配置力量增强，大幅增配利率债和地方债。**4月商业银行国债+政金债合计增持2141亿元（上月减持414亿元）。国债增持764亿元（上月减持1673亿元）。政金债增持1377亿元（上月增持1259亿元），其中，国开债增持507亿元，口行债增持298亿元，农发债增持572亿元。地方债增持3200亿元，增持规模与上月持平（3209亿元）。4月份债市利空因素集中释放，长端利率上行较快，对于银行配置盘而言，利率债的相对性价比提升，因此商业银行加大利率债配置。

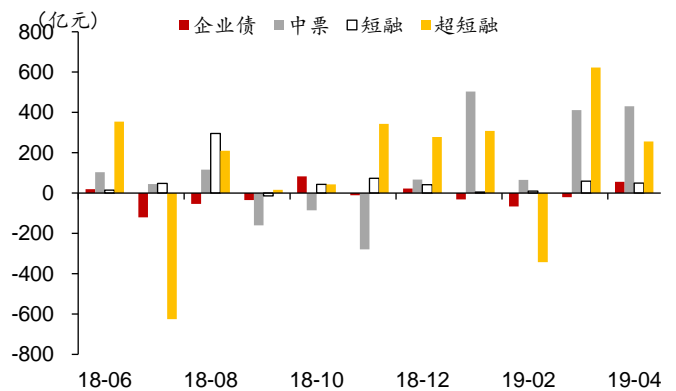
**相比之下，商业银行对信用债的需求边际减弱，但仍表现为净增持。**4月商业银行对信用债增持794亿元（上月增持1074亿元）。其中，超短融增持258亿元（上月增持623亿元），短融增持49亿元（上月增持59亿元）。企业债增持56亿元（上月减持21亿元）。中期票据增持431亿元（上月增持412亿元）。此外商业银行债增持860亿元，主要由于二级资本债互持。同业存单托管量减持576亿元（上月增持1757亿元），资产支持证券增持353亿元（上月增加126亿元）。

图表6：商业银行托管量变化



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

图表7：商业银行增持超短融和中票



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

**从商业银行内部来看，大行主要增配地方债，农商行资产荒依然比较严重，配置力量强劲。**

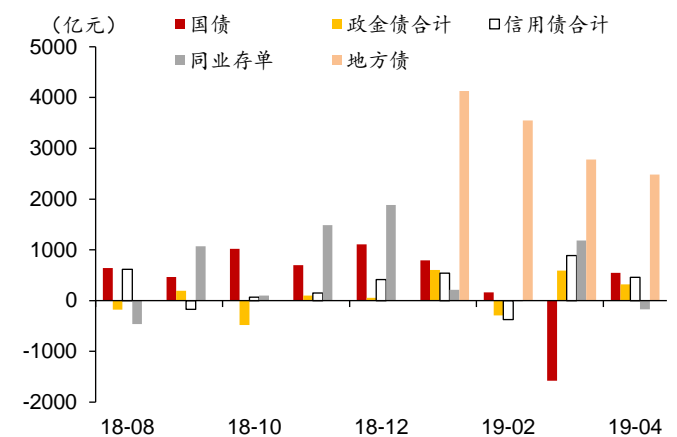
4月全国性商业银行增持国债+政金债867亿元（上月减持989亿元）。国债增持546亿元（上月减持1578亿元）。政金债增持321亿元（上月增持589亿元）。信用债增持462亿元（上月增持889亿元），信用债中主要以超短融（增持181亿元）为主。地方债增持2484亿元（上月增持2781亿元）。一季度以来大行缺资产状况有所缓解，地方债对国债配置形成了挤压。去年底以来，大行面临各种小微、民企等考核指标，信贷下沉情况明显，大量抢夺小行项目，加上年初以来实体信贷需求有所恢复，因此大行的信贷增长情况良好，债券配置需求并不强劲。此外，一季度地方债提前发行，导致大行表内大量持有地方债，也对国债的配置形成了挤压。总的来看，大行缺资产的状况相比去年下半年有所缓解。当然，如果下半年地方债供给减少，实体信贷需求仍偏弱，那么大行对于国债和政金债的配置需求可能再次增加。

**农商行和农合行增持利率债949亿元，增持规模较上月（387亿元）明显增加。**其中国债增持121亿元（上月减持42亿元），政金债增持837亿元（上月增持434亿元），信用债增持130亿元（上月减持9亿元）。值得注意的是，在同业存单利率持续低位的情况下，农商行对同业存单依旧表现为增持103亿元。地方债增持226亿元（上月增持196亿元）。

农商行信贷资源不足、资产不能出省，存在较为严重的资产荒问题，配债需求较强。从资产端来看，资管新规后，商业银行非标投资受到较为严厉的监管，对于非标投资占比较高的中小行而言，面临着资产荒的压力。此外，从去年开始中小行的小微、民营企业信贷也面临不断下沉的大行竞争，加上基建和三四线地产需求较弱，中小行信贷需求较差。从负债端来看，为了支持中小行加大小微、民营企业信贷投放力度，央行针对中小行实行差别化准备金率，5月5日央行宣布对部分农商行进行定向降准，释放资金约2800亿元，农商行资金运用压力进一步加大。

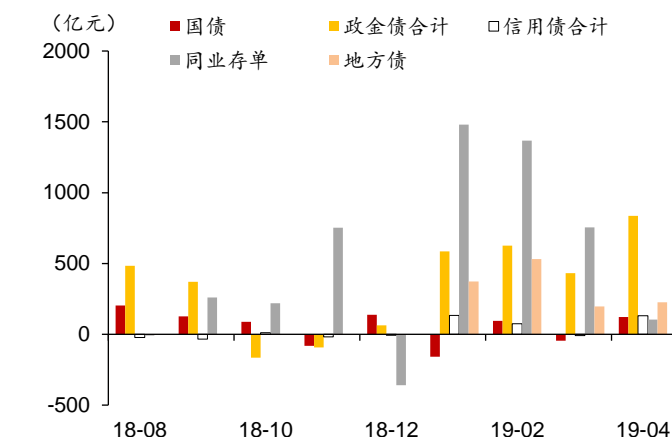
3月底、4月初长端利率大幅上行之，利率债的配置价值有所提升，部分农商行选择新建仓。展望未来，在中美贸易摩擦前景不明，宏观经济反弹动力较弱的情况下，信贷需求可能进一步降低，农商行的配债需求仍在。

图表8：地方债对大行利率债配置形成挤压



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

图表9：农商行和农合行继续增持政金债



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

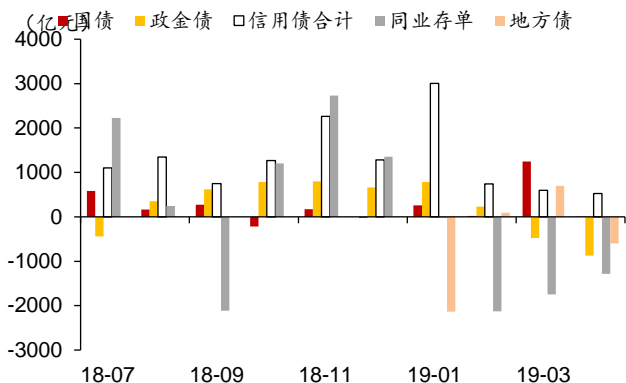
### 广义基金：整体净减持，交易热情降低

4月广义基金仅小幅增持信用债和商业银行债，其余券种均减持。利率债减持876亿元(上月减持771亿元)，主要以政金债为主(减持877亿元)，国债持仓未出现变化。地方债减持599亿元(上月增持700亿元)。信用债增持523亿元(上月增持595亿元)，其中超短融减持24亿元，短融增持63亿元，企业债减持112亿元，中期票据增持596亿元。4月债市调整幅度较大，广义基金整体减少债券配置，尤其是利率债持仓减少较为明显。从基金一季报数据来看，一季度债基的久期也明显缩短。从4月信用债持仓来看，广义基金对信用债偏好出现了边际变化，对短久期信用债的增配开始放缓，转而增持长久期信用债，主要由于4月份货币政策“救急”模式向稳健中性常态回归，资金面波动较大，短端利率上行幅度较大。

货基规模增长放缓或许是基金减仓同业存单的主要原因。4月广义基金同业存单托管量环比减少1285亿元(上月减1745亿元)，已连续四个月减持存单。去年下半年以来，债券型基金规模持续增长，货基则由于收益率持续低位而增速放缓，因此广义基金对同业存单的配置力量也有所减弱。

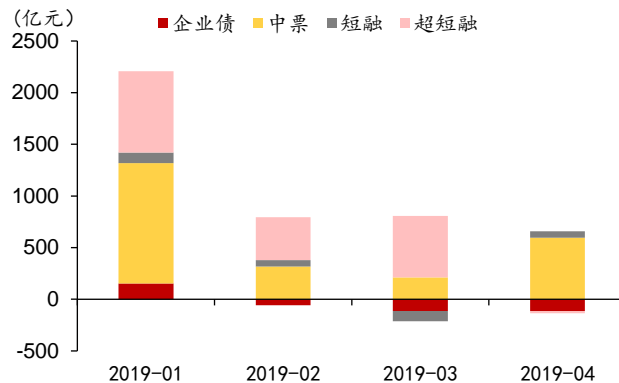


图表10: 广义基金券种持仓变动



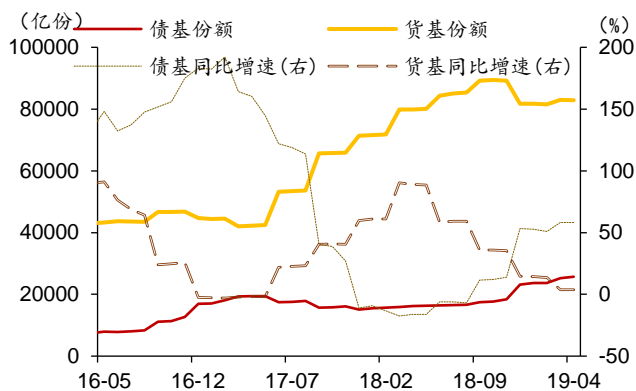
资料来源: 中债登, 上清所, 华泰证券研究所

图表11: 广义基金4月增持中票



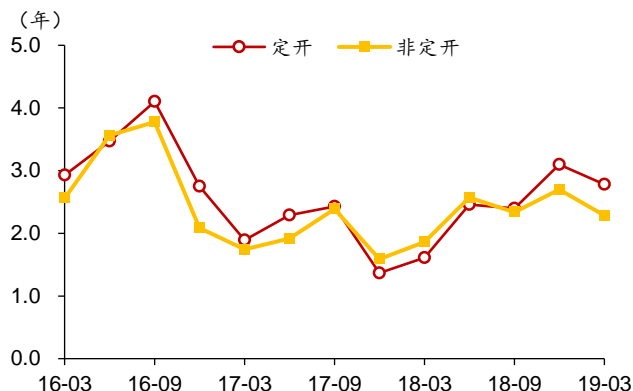
资料来源: 中债登, 上清所, 华泰证券研究所

图表12: 债基增速放缓



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 中长期纯债基金久期下降



注: 根据基金季报重仓券测算

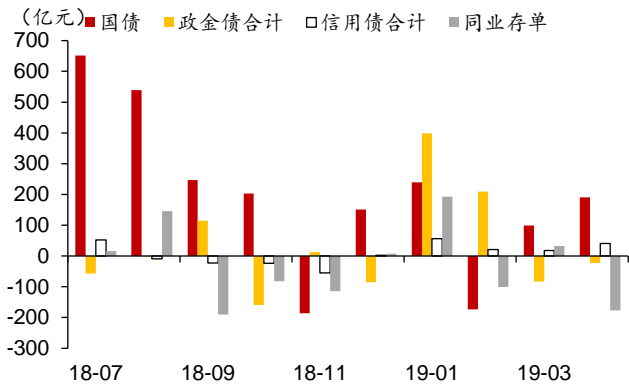
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 境外机构: 中国债券正式纳入国际指数, 外资增持国债

4月1日起, 中国债券正式纳入彭博巴克莱全球综合指数。纳入首月, 境外机构增持190亿元国债(上月增持99亿元)。此外信用债也有少量增持(41亿元)。商业银行债增持5亿元(上月增持0亿元)。资产支持证券增持12亿元(上月增持11亿元)。同业存单减持176亿元(上月增持33亿元)。

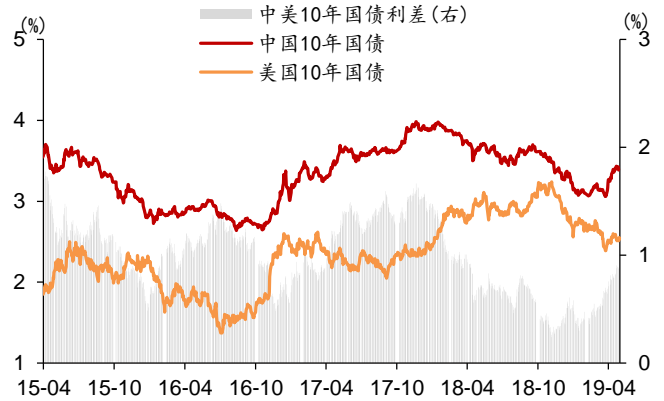
在全球宏观经济走弱, 发达国家利率下行较快的背景下, 当前中美利差再次回升至80BP的舒适区间, 同时4月份人民币汇率企稳, 中国国债再次成为境外机构的优质资产, 对于外资的吸引力得到体现。不过从4月持仓数据来看, 境外机构持仓规模的增幅仍不高, 低于市场预期的跟踪指数规模, 我们3月18日在专题报告《中国债券纳入国际债券指数展望》中指出, 外资机构配置节奏和规模可能不及预期, 但外资无疑是债市一个重要的需求力量。

图表14: 境外机构仅开始增持国债



资料来源: 中债登, 上清所, 华泰证券研究所

图表15: 中美利差重回舒适区间



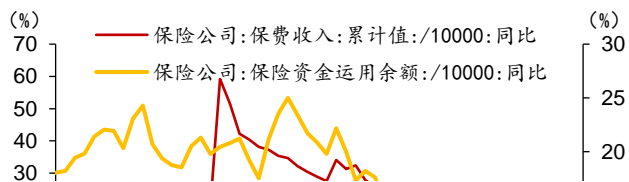
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 保险配置发力, 券商交投清淡

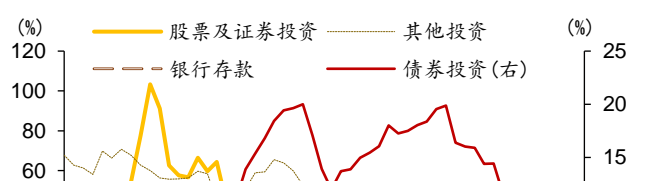
在连续4个月减持之后, 保险机构债券总托管量出现增长。4月保险增持国债80亿元(上月减持40亿元), 政金债增持124亿元(上月减持143亿元), 其中国开债增持42亿元, 口行债增持6亿元, 农发债增持77亿元。同业存单增持76亿元(上月减持31亿元), 地方债增持107亿元(上月增持74亿元)。商业银行债增持170亿元(上月增持142亿元), 主要以二级资本工具为主。唯一减持的券种是信用债, 但减持规模不大(3亿元), 较上月(减持100亿元)明显减少。

今年保险“开门红”效应明显, 保费收入显著增长。1-2月份, 保险公司保费收入累计同比大幅增长20%, 相比去年底大幅反弹16个百分点。一方面, 保险机构年初通常会出现“开门红”效应; 另一方面, 2017年万能险监管对保险机构保费增长的负面影响到今年有所弱化。但一季度保险机构配置需求不强, 对信用债和利率债依旧表现为减持。这主要是由于一季度股市表现较好, 险资大量进入股市挤压配债额度, 2月末保险机构股票及证券投资同比增长9%, 较去年底反弹2.3个百分点。此外一季度利率绝对水平仍偏低, 保险机构对收益率的认可度不高。

图表16: 1-2月保险机构保费收入及保险资金运用增速明显反弹



图表17: 1-2月保险机构债券配置偏弱



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\\_12585](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12585)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>