

固定收益研究/固定收益月报

2019年04月12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: 全球经济继续走弱, 加息急刹车》2019.02
- 2《固定收益研究: 配置强劲背后难掩预期分化》2019.02
- 3《固定收益研究: 辞旧差强人意, 迎新压力凸显》2019.01

地方债挤压配置, 交易盘有所活跃

2019年3月债券托管量数据点评

核心观点

3月债券总托管量环比上升, 地方债增幅最大。分机构看, 商业银行表内移仓政金债, 农商行配置继续强劲; 广义基金减持政金债, 久期继续缩短; 境外机构持债规模变化不大, 小幅增持国债; 券商配置力量增强, 大幅增配利率债和信用债; 保险机构仅小幅增持地方债, 其余券种净减持, 今年保费收入同比继续增长的情况下, 保险依旧表现为减持。这一方面是险资大量进入股市挤压配债额度, 另一方面也说明保险机构对当前收益率认可度不高。3月债券回购余额增加, 机构杠杆率回升, 主要源于3月小型交易机会的出现。

商业银行表内移仓政金债, 农商行配置继续强劲

商业银行3月大举减持国债1673亿元, 转而增持政金债1259亿元, 3月中旬国开债一度出现较大幅度的调整, 而此期间国债收益率没有出现显著上行, 对于配置为主的商业银行来说, 国开债的相对性价比更高, 因此银行转而增持政金债, 此外地方债也对银行配置造成挤压。农商行配置依旧强劲, 大幅增持政金债和同业存单。3月长端利率上行之后, 利率债的配置价值有所提升, 部分农商行可能重新建仓。

广义基金减持政金债, 久期继续缩短

3月广义基金国债+政金债增持771亿元。其中国债增持1244亿元, 政金债减持474亿元。广义基金对利率债的配置偏好与银行呈现相反的特征, 主要是由于3月的交易性机会出现在国债。信用债增持595亿元, 其中, 超短融增持597亿元, 一季度以来广义基金持续缩短久期, 以规避利率风险。由于同业存单利率持续处于低位, 广义基金对同业存单的配置也在减弱。3月广义基金对同业存单减持1745亿元。

境外机构不温不火, 关注中国债市纳入彭博巴克莱债券指数

境外机构持债规模变化不大, 小幅增持国债。4月1日起, 以人民币计价的中国国债和政策性银行债券开始被纳入彭博巴克莱全球综合指数, 部分境外机构可能在3月份即增加国债配置。纳入首日, 境外机构债券成交185亿元, 占全市场比重的2.4%。我们估算中国债券在纳入三大国际债券指数后外资流入规模有望达到1900亿美元, 平均每月流入规模约为95亿美元。虽然外资机构配置节奏可能不及预期, 但无疑会带来更多增量资金。

券商保险分化明显

券商配置力量增强, 大幅增配利率债和信用债。保险机构仅小幅增持地方债, 其余券种净减持。从历史上来看, 每年3月保险机构配债会出现“小高峰”。这主要是由于一季度保费收入存在“开门红效应”。但今年保费收入同比继续增长的情况下, 保险对信用债和利率债依旧表现为减持。这一方面是由于一季度险资大量进入股市挤压配债额度, 另一方面也说明保险机构对当前收益率认可度不高, 风险偏好未出现改善。

3月出现小型交易性机会, 杠杆率有所回升

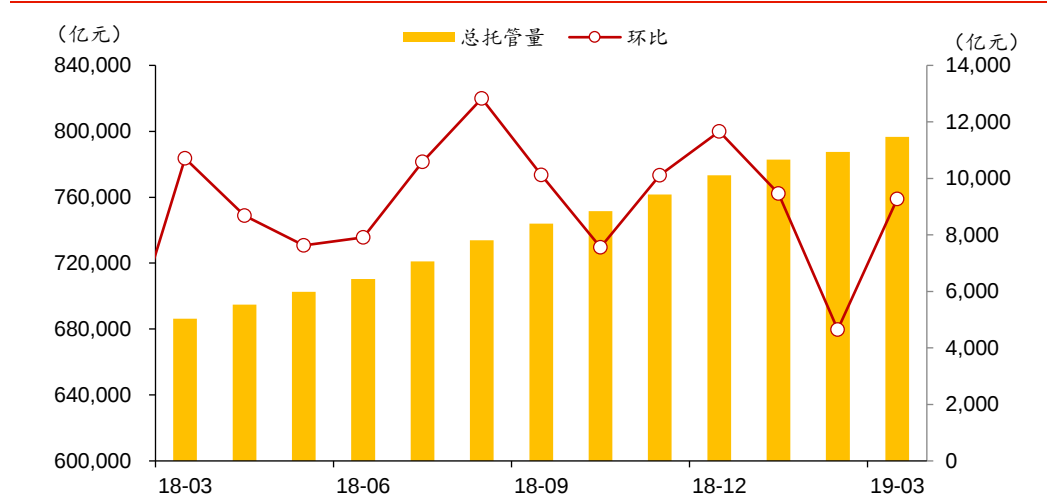
3月债券回购余额增加, 机构杠杆率有所回升。券商(环比上升8.1个百分点)和广义基金(环比上升3.6个百分点)是加杠杆的主力。3月机构加杠杆的主要原因是出现小型交易性机会。但当前来看, 降准期待明显已经减弱, 市场对资金面的预期并不乐观, 近期央行连续多日暂停公开市场操作。叠加4月缴税和MLF到期, 资金面扰动可能增大, 机构杠杆率难以继续上升。

风险提示: 信用违约超预期, 监管对机构行为的影响, 股市冲击。

总托管量环比增长，地方债增幅最大

截至2019年3月末，中债登、上清所债券总托管量79.7万亿元，环比增加9269亿元（上月增加4653亿元）。其中中债登总托管量59.1万亿元，环比增加6084亿元（上月增加5033亿元），增幅主要来自地方债和商业银行债。上清所总托管量20.6万亿，环比增加3186亿元（上月减少380亿元），增幅主要来自超短融。

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：

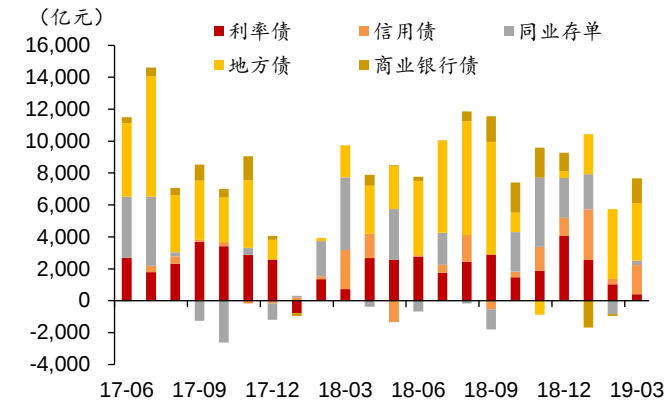
国债+政金债增量进一步减少。3月国债+政金债托管量环比增加397亿元（上月环比增加1020亿元），其中国债托管量环比减少190亿元（上月环比减少16亿元）。政金债托管量环比增加587亿元（上月环比增加1036亿元），其中国开债增加362亿元，口行债增加326亿元，农发债减少101亿元。国债发行具有明显的季节性规律，一季度财政预算公布之前，每期发行规模往往控制在每期200亿元，二季度后会出现提升，因此2月、3月的国债规模出现季节性缩减。

地方政府债托管量环比增加3610亿元（上月环比增加4370亿元）。3月地方债供给达到高峰，全月发行量高达6245亿元。虽然供给压力较大，但地方债的认购热情不减，全场倍数依然在20倍左右，与2月基本持平。根据2019年两会公布的财政预算，今年新增地方债（一般+专项）在3.05万亿左右。一季度已经发行了1.4万亿，剩余的1.65万亿在三个季度内发行完毕，地方债供给量最大的时点可能已经过去。

商业银行债托管量环比增加1532亿元（上月环比减少125亿元）。3月商业银行债规模出现了较大变化，主要原因在于二级资本债增加了1314亿。受宽信用政策加码和企业融资回暖的影响，银行贷款投放力度加大，贷款规模的增长对资本金会造成一定压力，因此银行纷纷发行二级资本债补充资本。二季度是利率债和二级资本债发行的高峰，加上各大国有行加速推进永续债的发行，商业银行债规模预将进一步增长。

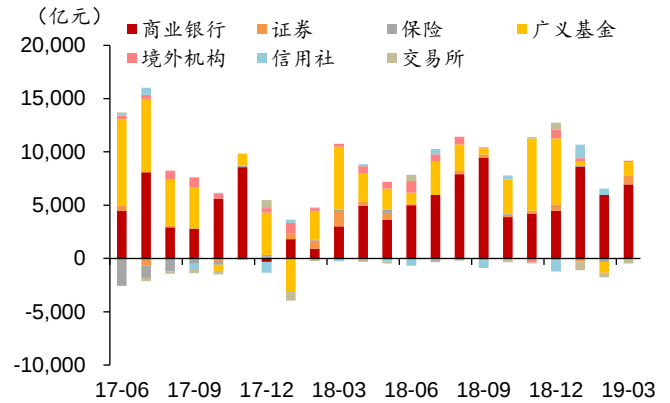
信用债托管量环比增加1842亿元（上月环比增加344亿元），增量较上月明显提高。其中超短融增加1361亿元（上月环比增加55亿元），是信用债增量中的主要部分。短融减少36亿元（上月环比增加51亿元），企业债减少184亿元（上月环比减少220亿元），其中地方企业债减少126亿元，中央企业债减少58亿元。中票增加701亿元（上月环比增加458亿元），此外资产支持证券增加308亿元（上月环比减少20亿元）。

图表2： 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3： 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4： 3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		
政策银行	全国性商业银行	-4.4	-4.0	-0.5	27.5	6.7	66.6	233.5	-102.5
	城商行	-1577.6	588.7	14.6	375.4	63.2	435.9	1183.0	2781.0
	农商行+农合行	-5.5	171.2	8.0	41.1	0.7	146.3	-249.0	214.9
	其他银行	-42.2	434.4	-43.4	-4.9	-2.7	41.7	755.7	196.2
	其他基金	-47.6	64.7	-0.2	0.4	-2.2	-0.9	67.4	16.9
广义基金	银行理财	587.8	-256.8	-1.0	210.7	-98.5	596.8	-1744.9	700.0
	其他基金	656.7	-216.9	-113.3					
非银机构	证券	367.0	220.2	34.1	119.5	3.0	41.0	38.7	-54.5
	保险	-40.0	-143.1	-19.9	-76.9	-8.0	5.2	-31.0	73.7
	境外机构	99.4	-82.7	-1.7	25.9	-5.6	-0.8	32.6	0.0
	信用社	-45.1	-30.7	-16.5	-21.0	3.4	14.8	57.4	-35.0

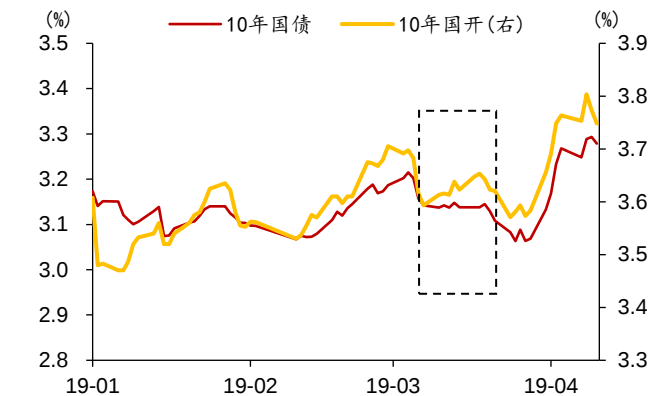
资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

分机构持仓分析

商业银行表内移仓政金债，农商行配置继续强劲

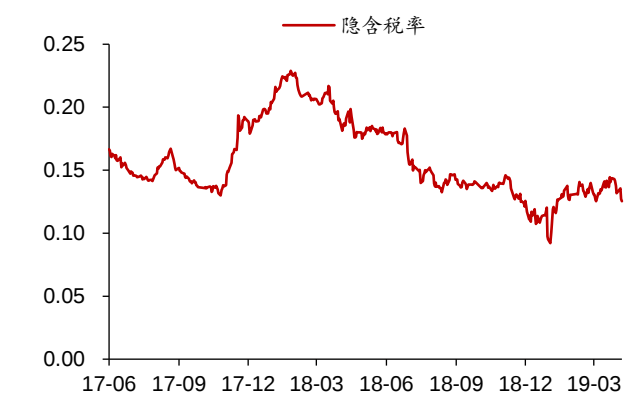
商业银行3月大规模移仓政金债，主因国开债相对性价比提升和地方债挤压配置规模。商业银行3月大举减持国债1673亿元(上月增持228亿元)，转而增持政金债1259亿元(上月增持397亿元)，其中国开债增持502亿元，口行债增持288亿元，农发债增持468亿元。3月中旬国开债一度出现较大幅度的调整，而此期间国债收益率没有出现显著上行，对于配置为主的商业银行来说，国开债的相对性价比更高，因此银行转而增持政金债。此外商业银行3月增持地方债3209亿元，也对国债的配置造成一定挤压。

图表5：国开债一度调整超过国债



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

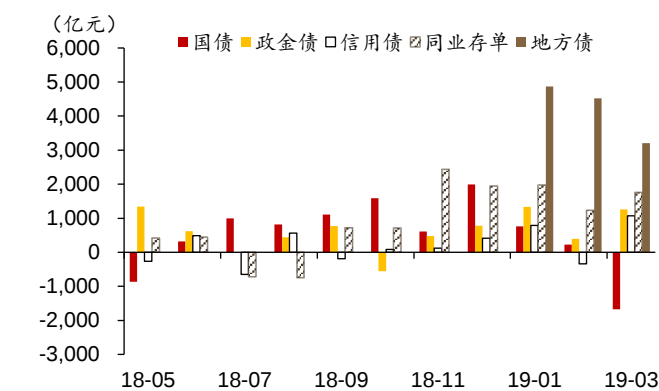
图表6：10年国开债隐含税率（1-国债收益率/国开收益率）



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

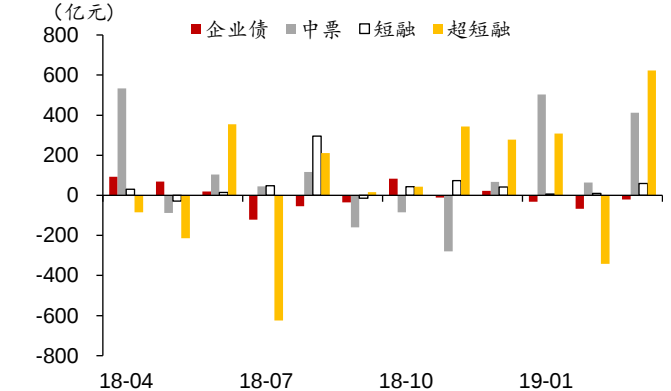
信用债配置力度加大，或出于增厚收益的需求。3月商业银行增持信用债1074亿元(上月减持336亿元)。其中超短融增持最多(623亿元)，其次是中票(412亿元)。我们此前曾多次提示，长端利率债收益率已经较低，基本面向下有政策托底，向上无弹性，这导致利率债整体可能维持震荡行情。对于银行表内而言，利率债的配置价值有所弱化，信用债的性价比相对提升。其他券种方面，3月银行表内增持商业银行债699亿元(上月减持111亿元)，增持资产支持证券126亿元(上月增持20亿元)，增持同业存单1757亿元(上月增持1227亿元)，地方债增持3209亿元(上月增持4526亿元)。

图表7：商业银行托管量环比变化



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

图表8：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

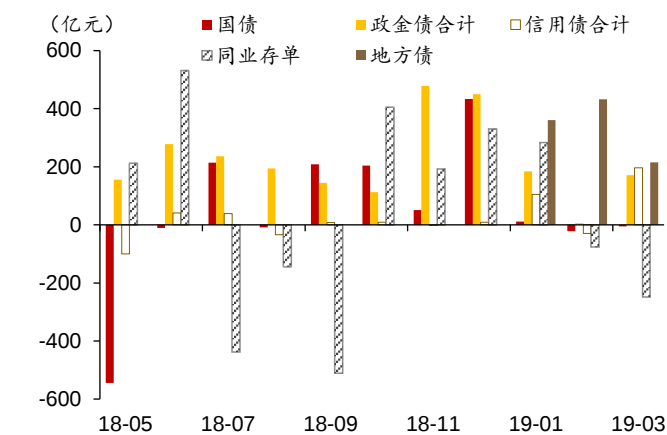
全国性商业银行大幅减持国债，增配信用债和同业存单。3月全国性商业银行减持国债1578亿元(上月增持159亿元)，在所有类型银行中减持规模最大。政金债增持589亿元(上月减持292亿元)。信用债增持889亿元(上月减持374亿元)，增持规模较上月大幅提高，其中以超短融(增持436亿元)为主，中期票据增幅也比较大(375亿元)。此

外商业银行债增持 567 亿元（上月减持 137 亿元），资产支持证券增持 117 亿元（上月增持 23 亿元），同业存单增持 1183 亿元（上月减持 14 亿元），地方债增持 2781 亿元（上月增持 3546 亿元）。

城商行大幅减持同业存单，其他券种均增持。3 月城商行增持利率债 166 亿元（上月减持 16 亿元）。信用债增持 196 亿元（上月减持 30 亿元）。其中以超短融为主，增持 146 亿元（上月减持 65 亿元）。同业存单减持 249 亿元（上月减持 77 亿元），减持规模有所增大。地方债增持 215 亿元（上月增持 432 亿元）。

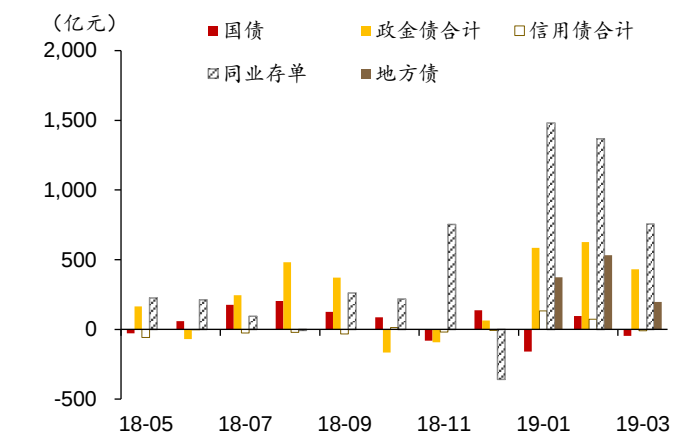
农商行配置依旧强劲，大幅增持政金债和同业存单。3 月农商行对利率债续增 387 亿元（上月增持 722 亿元），其中以政金债为主，总计增持 434 亿元（上月增持 630 亿元）。信用债托管量与上月基本持平，同业存单增持 756 亿元（上月增持 1367 亿元），增幅较上月有所减少，但增持规模较其他类型银行依旧较大。地方债增持 196 亿元（上月增持 532 亿元）。今年以来，农商行的配置力量一直比较强，增配的券种以政金债、同业存单为主。我们此前提示过，由于农商行可配资产（信贷、非标等）更少，资产荒现象更加严重，因此对债券的配置需求更大。**3 月底、4 月初长端利率大幅上行之后，利率债的配置价值有所提升，部分农商行可能重新建仓。**

图表9：城商行减持同业存单



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

图表10：农商行增持同业存单和政金债

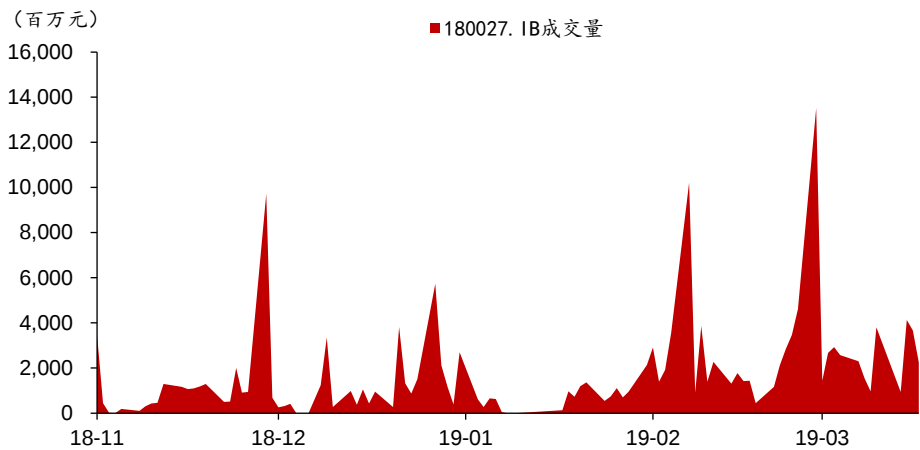


资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

广义基金减持政金债，久期继续缩短

广义基金增持国债，减持政金债，信用债继续维持短久期。3 月广义基金国债+政金债增持 771 亿元（上月增持 253 亿元）。其中国债增持 1244 亿元（上月增持 23 亿元）。政金债减持 474 亿元（上月增持 230 亿元），减幅主要来自农发债（减持 522 亿元）。地方债增持 700 亿元（上月增持 92 亿元）。广义基金对利率债的配置偏好与银行呈现相反的特征，主要原因在于 3 月交易性机会出现在国债。3 月上旬股市在快速上涨之后出现了小幅调整，因此债市出现了交易性机会，而当时国开债利率已经下行较多，隐含税率处于低位，因此交易性机构转而购买国债，也带动了国债收益率的下行。

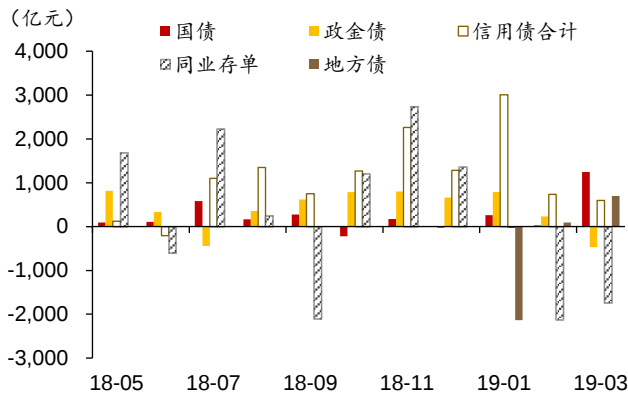
图表11: 3月份个券180027交易明显活跃



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

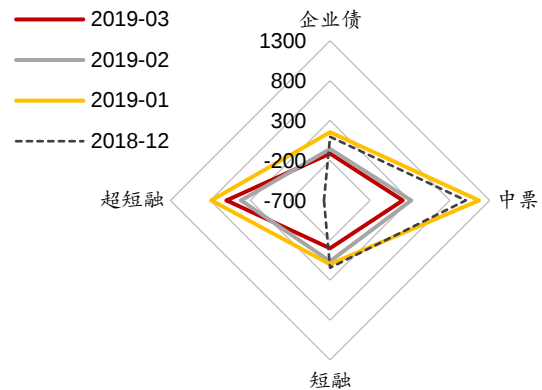
信用债增持 595 亿元（上月增持 738 亿元）。其中，超短融增持 597 亿元（上月增持 414 亿元），短融减持 99 亿元（上月增持 64 亿元），企业债减持 114 亿元（上月减持 57 亿元），中期票据增持 211 亿元（上月增持 317 亿元）。广义基金继续增加信用债的配置，符合我们自去年底以来“向信用风险要收益”的判断；同时一季度以来广义基金持续缩短久期，以规避利率风险。值得注意的是，由于同业存单利率持续处于低位，风险偏好回升的背景下，货币基金的吸引力大大降低，这导致广义基金对同业存单的配置也在减弱。3月广义基金对同业存单减持 1745 亿元（上月减持 2126 亿元）。

图表12: 广义基金持仓环比变动



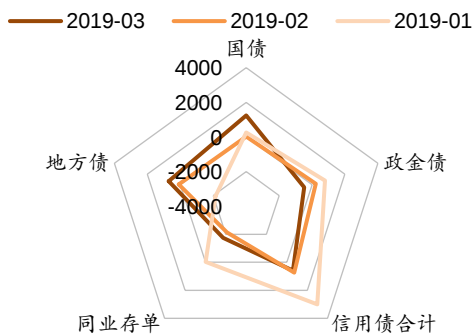
资料来源: 中债登, 上清所, 华泰证券研究所

图表13: 广义基金持续缩短久期



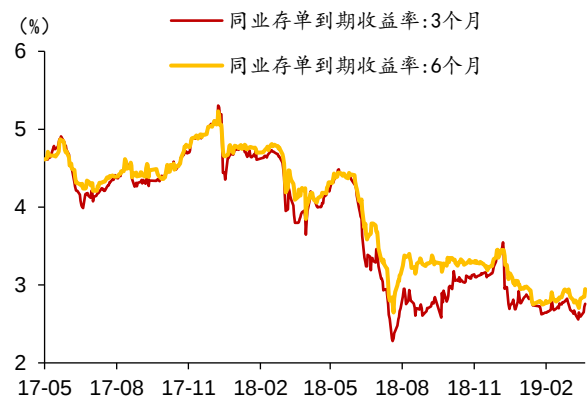
资料来源: 中债登, 上清所, 华泰证券研究所

图表14: 广义基金配债行为偏防御



资料来源: 中债登, 上清所, 华泰证券研究所

图表15: 同业存单收益率继续降低



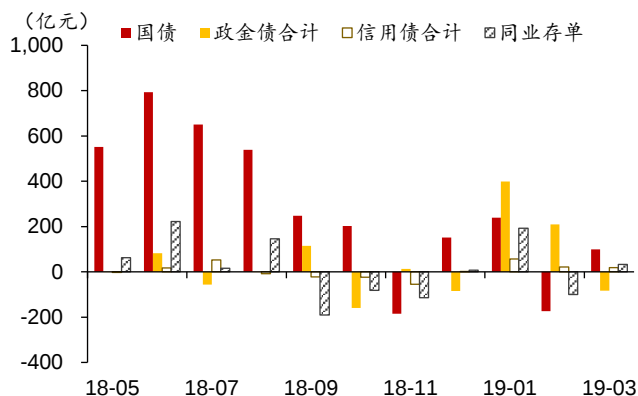
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

境外机构小幅增持国债，关注中国债市纳入彭博巴克莱债券指数

境外机构持债规模变化不大，小幅增持国债。境外机构3月增持国债99亿元（上月减持174亿元），减持政金债83亿元（上月增持209亿元）。信用债增持18亿元（上月增持21亿元）。同业存单托管量增持33亿元（上月减持101亿元）。地方债托管量环比不变。

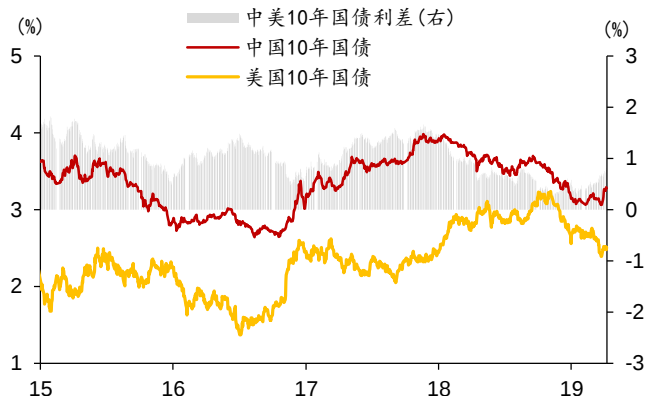
一季度境外机构对国内债券的投资热情比较低迷，一方面中美利差明显缩窄，国债利率相比美债的吸引力大大降低；另一方面，人民币汇率已经出现了较大幅度的升值，未来的波动可能降低境外机构的投资热情。但是4月1日起，以人民币计价的中国国债和政策性银行债券开始被纳入彭博巴克莱全球综合指数，部分境外机构可能在3月份即增加国债配置。纳入首日，外汇交易中心的数据显示银行间现券成交规模7599亿元人民币，其中境外机构成交185亿元，占全市场比重的2.4%。我们在《中国债券纳入国际债券指数展望》中估算，中国债券在纳入三大国际债券指数后外资流入规模有望达到1900亿美元，平均每月流入规模约为95亿美元。虽然外资机构配置节奏可能不及预期，但无疑会带来更多增量资金。

图表16： 境外机构仅小幅增持国债



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

图表17： 境外机构对利率债配置较少



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

券商转为净增持，保险继续减持

券商配置力量增强，大幅增配利率债和信用债。3月券商增持国债367亿元（上月减持44亿元），增持政金债220亿元（上月减持72亿元），其中，国开债增持34亿元，口行债增持49亿元，农发债增持138亿元，利率债增持规模较上月明显提高。信用债增持198亿元（上月增持61亿元），其中以中票为主（增持119亿元）。同业存单增持39亿元（上月减持47亿元），地方债减持54亿元（上月增持24亿元）。

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_13200

