

机构持债偏好分化

——2019年2月份债券托管量数据点评

固定收益月报

◆ 托管量增速进一步放缓

截至2019年2月末，中债登和上清所的债券托管量合计为78.74万亿元，相较于2019年1月末净增0.46万亿元，受春节因素影响托管量环比增速进一步放缓。其中，中债登托管量环比净增0.50万亿元，上清所环比净减0.04万亿元。

◆ 利率债

- 1) **国债托管量环比下滑。**本月境外机构为国债的减持主体，对国债环比净减持174亿元，除此之外外资银行、城商行、保险机构、证券公司均对国债表现为减持。本月国债增持主体为全国商行，环比净增持159亿元，其余的包括农商及农合行、信用社、广义基金等均有小幅增持。
- 2) **政金债托管量环比续增，**增持主体为农商行和农合行、广义基金、境外机构以及信用社，本月全国性商行、保险机构和证券公司减持政金债。
- 3) **商业银行特别是全国性商行是地方债的主要持有人，**截至2019年2月末在银行间债券市场占比88.16%。相比于2019年1月末，2019年2月商业银行持有地方债的比重上升了0.24个百分点。

◆ 信用债

- 1) **企业债托管量环比下滑，**全国性商行、广义基金是企业债的减持主体。本月企业债托管量环比减少220亿元，除证券公司和外资银行小幅加仓外，其余金融机构均减持企业债，其中全国性商行净减最大，环比净减少63亿元，其次是广义基金，本月环比净减少57亿元。
- 2) **中期票据托管量环比续增，**广义基金是中票的增持主体，本月环比净增317亿元，本月份外资银行和保险机构小幅减持中票，其余金融机构均表现为净增持。
- 3) **短融和超短托管量本月续增，**增持主体为广义基金，环比净增478亿元，而本月全国性商行对短融和超短表现为减持，环比净减314亿元。

◆ 债市杠杆率观察

受春节因素影响，待购回债券余额回落，债市杠杆率环比降0.55个百分点至108.73%。本月质押式回购余额为4.50万亿元，环比减少0.21万亿元，广义基金、保险机构、外资银行质押式回购余额环比回落明显，分别减少3930.5、112.2、95.1亿元。另一方面，本月城商行、农商行、全国性商行、信用社、证券公司质押式回购余额环比仍上升，分别增加1360.3、462.8、31.1、48.7、36.6亿元。

从杠杆率情况来看，本月广义基金杠杆率为124.01%，环比下滑6.55个百分点。

分析师

张旭 (执业证书编号: S0930516010001)
010-58452066
zhang_xu@ebsecn.com

刘琛 (执业证书编号: S0930517100006)
021-52523678
chenliu@ebsecn.com

联系人

曾章蓉
0755-23894967
zengzhangrong@ebsecn.com

危玮肖
010-58452070
weiwx@ebsecn.com

相关研报

企业债需求明显回暖——2018年12月份
债券托管量数据点评
.....2019-1-8

境外机构减持国债——2018年11月份债
券托管量数据点评
.....2018-12-7

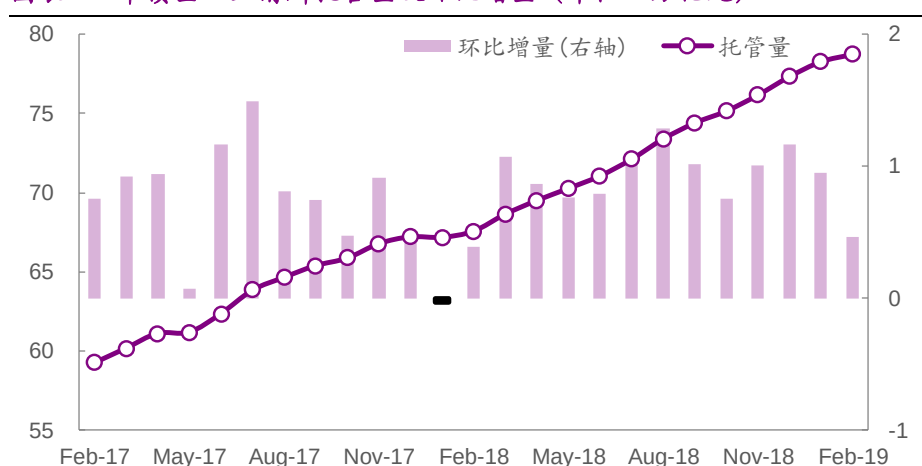
地方债发行渐缓——2018年10月份债券
托管量数据点评
.....2018-11-8

机构投资者偏好利率债——2018年9月
份债券托管量数据点评
.....2018-10-15

1、托管量增速放缓

截至 2019 年 2 月末，中债登和上清所的债券托管量合计为 78.74 万亿元，相较于 2019 年 1 月末净增 0.46 万亿元，受春节因素影响托管量环比增速进一步放缓。其中，中债登托管量环比净增 0.50 万亿元，上清所环比净减 0.04 万亿元。

图表 1：中债登、上清所托管量及环比增量（单位：万亿元）



资料来源：中国债券信息网，上海清算所，光大证券研究所

图表 2：主要机构投资者债券托管量环比（单位：亿元）

	国债		地方债		政金债		企业债		中期票据		短融超短		同业存单	
	本月	上月	本月	上月	本月	上月	本月	上月	本月	上月	本月	上月	本月	上月
合计	(16)	268	4370	2510	1036	2290	(220)	61	458	1776	106	1343	(838)	2202
政策性银行	0	(23)	(38)	0	(5)	38	0	(1)	6	10	(51)	(15)	(103)	(677)
商业银行	228	764	4526	4872	397	1332	(67)	(32)	65	504	(333)	314	1227	1970
全国性商行	159	792	3546	4130	(292)	605	(63)	(42)	4	383	(314)	198	(14)	210
外资银行	(12)	74	13	8	3	33	1	(4)	(2)	1	(5)	12	(58)	(25)
城商行	(22)	11	432	361	5	184	(0)	26	35	50	(64)	29	(77)	283
农商及农合行	95	(159)	532	733	630	588	(4)	(12)	28	70	50	75	1367	1481
其他商行	8	42	3	1	50	(79)	0	(1)	0	0	0	0	9	21
非银机构	(47)	(496)	57	212	41	246	12	23	49	71	10	143	265	820
信用社	8	26	12	(0)	155	228	(10)	4	18	9	23	16	394	1002
保险机构	(11)	(505)	20	61	(32)	28	(5)	35	(17)	77	1	104	(131)	(150)
证券公司	(44)	(17)	24	152	(72)	(10)	32	(16)	44	(15)	(16)	23	(47)	(32)
广义基金	23	284	92	(2135)	230	790	(57)	159	317	1166	478	888	(2126)	(21)
境外机构	(174)	26	0	1	209	(36)	(1)	1	20	28	2	24	(101)	193

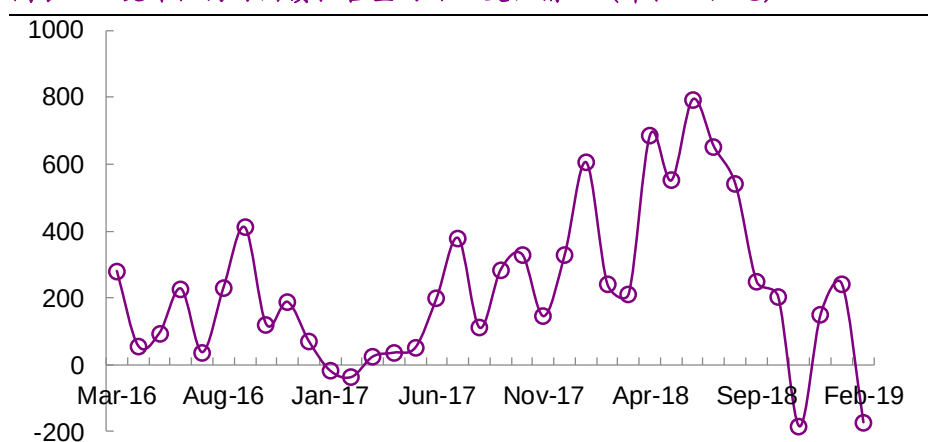
资料来源：中债登，上清所，光大证券研究所 注：“本月”为 2019 年 2 月，“上月”为 2019 年 1 月

1.1、国债、政金债

- 1) 国债托管量环比下滑。本月境外机构为国债的减持主体，对国债环比净减持 174 亿元，除此之外外资银行、城商行、保险机构、证券公司均对国债表现为减持。本月国债增持主体为全国性商行，环比净增持 159 亿元，其余的包括农商及农合行、信用社、广义基金等均有小幅增持。

2) 政金债托管量环比续增，增持主体为农商行和农合行、广义基金、境外机构以及信用社，本月全国性商行、保险机构和证券公司减持政金债。

图表 3：境外机构对国债托管量的环比变化情况（单位：亿元）



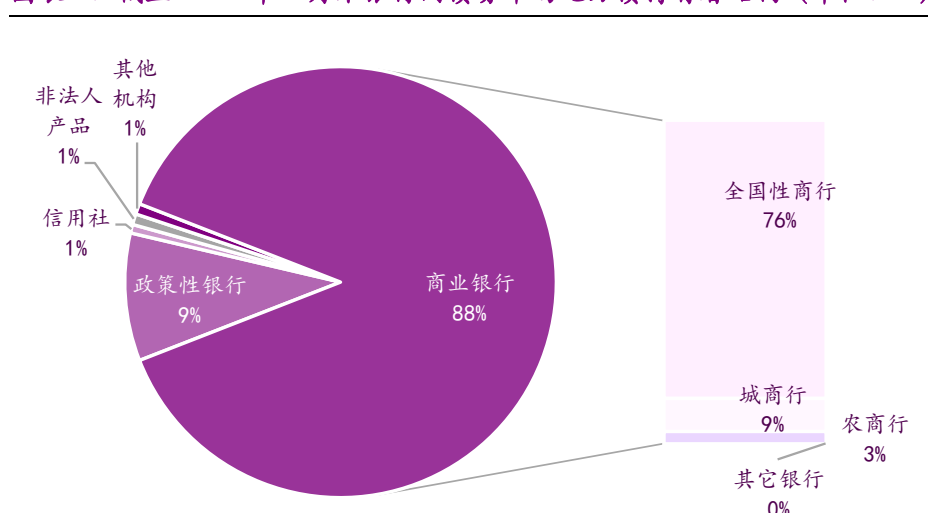
资料来源：中国债券信息网，上海清算所，光大证券研究所

1.2、地方债

商业银行特别是全国性商行是地方债的主要持有人，截至 2019 年 2 月末在银行间债券市场占比 88.16%。相比于 2019 年 1 月末，2019 年 2 月商业银行持有地方债的比重上升了 0.24 个百分点。

2018 年 8 月中旬，财政部对地方债发行利率做出指导，指导地方债承销商投标利率较国债基准上浮 40bp，这一举措极大的提高了地方债的吸引力，银行类机构配置地方债的需求大幅增加。而 2019 年 1 月末，投标利率区间下限由较国债基准上浮 40bp 调整至 25-40bp，更符合地方债市场化发行的目的，同时也收窄了一二级无风险套利空间。对于配置型机构而言，地方债仍有较高的配置价值。

图表 4：截至 2019 年 2 月末银行间债券市场地方债持有者结构（单位：%）

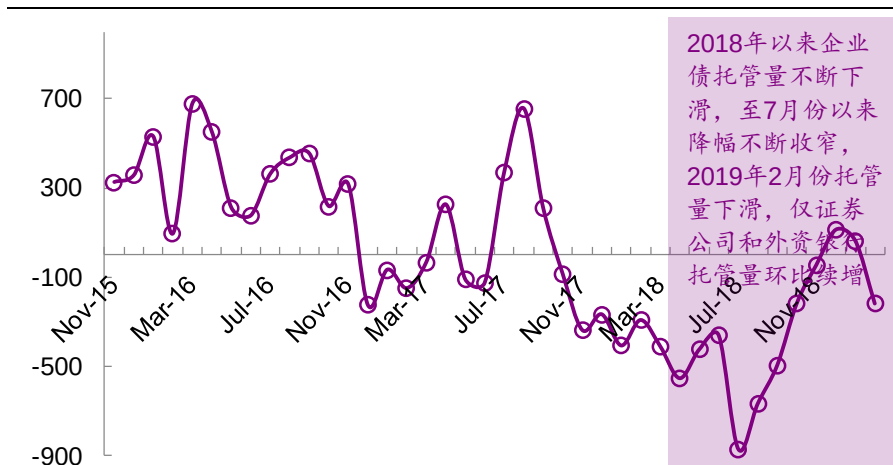


资料来源：中国债券信息网，上海清算所，光大证券研究所

1.3、信用债

- 4) 企业债托管量环比下滑，全国性商行、广义基金是企业债的减持主体。
本月企业债托管量环比减少 220 亿元，除证券公司和外资银行小幅加仓外，其余金融机构均减持企业债，其中全国性商行净减最大，环比净减少 63 亿元，其次是广义基金，本月环比净减少 57 亿元。
- 5) 中期票据托管量环比续增，广义基金是中票的增持主体，本月环比净增 317 亿元，本月份外资银行和保险机构小幅减持中票，其余金融机构均表现为净增持。
- 6) 短融和超短托管量本月续增，增持主体为广义基金，环比净增 478 亿元，而本月全国性商行对短融和超短表现为减持，环比净减 314 亿元。

图表 5：企业债托管量环比变化情况（单位：万亿元）



资料来源：中国债券信息网，上海清算所，光大证券研究所

1.4、同业存单

受春节因素影响，本月同业存单托管量环比净减 838 亿元，广义基金、保险机构、政策性银行、境外机构为同业存单的减持主体，本月分别净减持 2126、131、103、101 亿元，而农商行和农合行对同业存单表现为增持，本月大幅净增持 1367 亿元，其次是信用社本月环比净增 394 亿元。2019 年 2 月，同业存单发行利率回落至 2015 年以来的低点，吸引力明显下降，截至 2019 年 2 月 28 日，3M 同业存单发行利率为 2.81%，百分位数为 5.8，6M 同业存单发行利率为 2.98%，百分位数为 10.6。

2、债市杠杆率观察

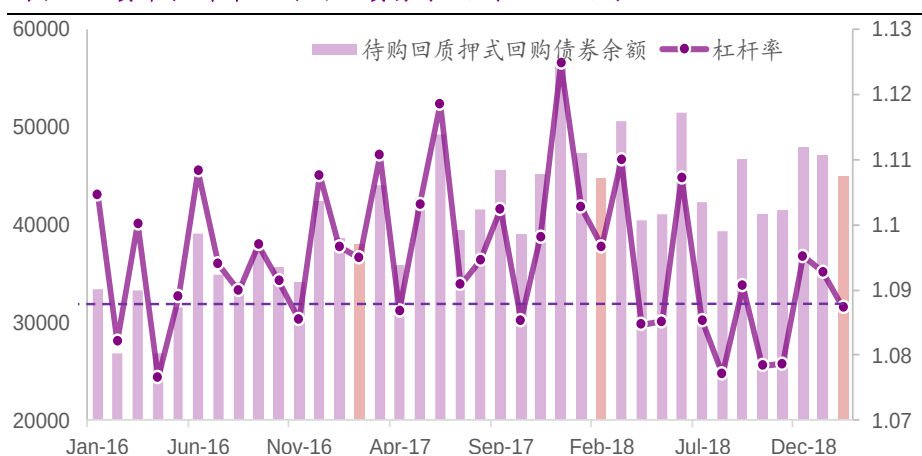
受春节因素影响，待购回债券余额回落，债市杠杆率环比降 0.55 个百分点至 108.73%。本月质押式回购余额为 4.50 万亿元，环比减少 0.21 万亿元，广义基金、保险机构、外资银行质押式回购余额环比回落明显，分别减少 3930.5、112.2、95.1 亿元。另一方面，本月城商行、农商行、全国性商行、信用社、证券公司质押式回购余额环比仍上升，分别增加 1360.3、462.8、31.1、48.7、36.6 亿元。从杠杆率情况来看，本月广义基金杠杆率为 124.01%，环比下滑 6.55 个百分点。

图表 6：分机构债市杠杆率

机构	Feb-19	Jan-19	Dec-18	Nov-18	Oct-18	Sep-18	Aug-18	Jul-18	Jun-18
银行间债券市场	109%	109%	110%	108%	108%	109%	108%	109%	111%
商业银行	106%	105%	105%	106%	106%	106%	105%	105%	106%
全国性商行	102%	102%	102%	102%	102%	102%	101%	101%	102%
外资银行	120%	116%	115%	118%	120%	120%	117%	119%	118%
城商行	119%	119%	118%	120%	122%	122%	124%	127%	126%
农商行	120%	111%	120%	119%	107%	109%	109%	112%	116%
农合行	110%	115%	104%	108%	105%	114%	104%	104%	108%
村镇银行	108%	122%	106%	111%	116%	110%	113%	117%	123%
其它	103%	104%	105%	105%	107%	132%	120%	131%	120%
信用社	113%	112%	121%	116%	114%	121%	120%	125%	127%
证券公司	232%	110%	113%	234%	234%	233%	224%	223%	223%
保险机构	109%	227%	206%	120%	120%	127%	121%	126%	141%
广义基金类机构	124%	131%	129%	119%	116%	134%	116%	133%	197%
其中：商银理财产品	137%	166%	147%	119%	116%	134%	116%	133%	197%

资料来源：中国债券信息网，光大证券研究所

图表 7：债市杠杆率及待购回债券余额（亿元、倍）

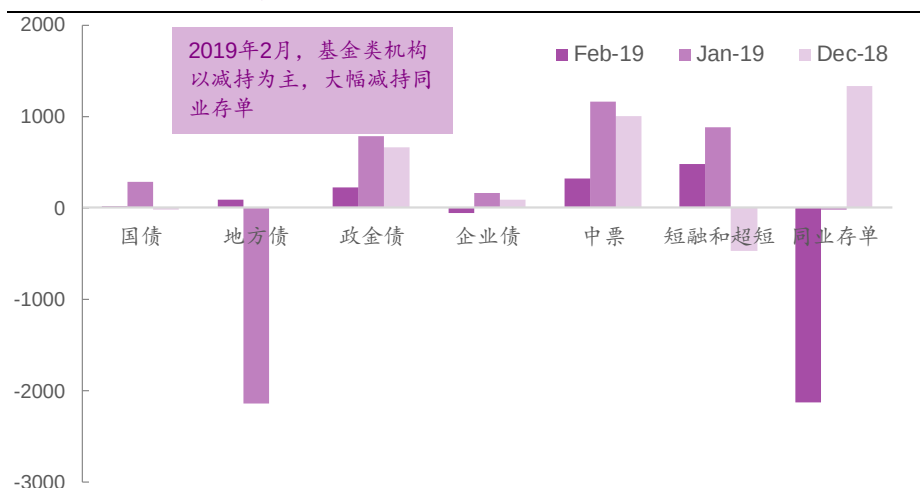


资料来源：中国债券信息网，光大证券研究所 注：红色柱为上年同月

3、主要投资机构持债情况

广义基金本月以减持为主，主要是大幅减持同业存单。广义基金本月对主要利率品均呈现为增持，分别增持 23 亿元国债、92 亿元地方债以及 230 亿元政金债。广义基金本月继续加仓中票、短融和超短，但对企业债的偏好回落。同业存单方面，由于发行利率持续走低，对广义基金吸引力明显下降，广义基金本月环比净减持 2126 亿元同业存单。

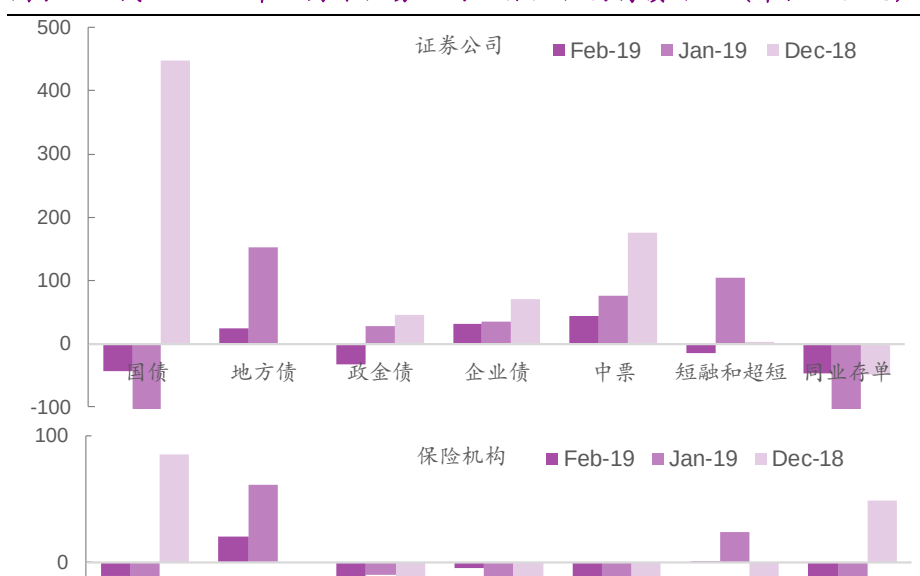
图表 8：截至 2019 年 2 月末非法人产品持债环比变化（单位：亿元）



资料来源：中债登，上清所，光大证券研究所

证券公司和保险机构本月均以减持为主，对主要利率品的偏好趋同，而对主要信用品的偏好分化。本月证券公司和保险机构均减仓国债和政金债、同时加仓地方债，而对主要信用品则偏好分化，证券公司增持企业债和中票，减持短融和超短，而保险机构则完全相反。

图表 9：截至 2019 年 2 月末证券公司、保险机构持债环比（单位：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_13758

