

商业银行信用债配置意愿仍较弱 ——8月中债登、上清所托管数据点评

基本结论

- **供给端：同业存单发行量与净融资额均有所回暖。**8月利率债发行量和净融资额延续上月双双回落的走势。分券种看，依旧是地方债发行量和净融资下降所致。与利率债不同，8月信用债发行量和净融资额均有所增加。信用债发行量同比增加6.11%，净融资额同比增加86.25%。发行量增加主要源于企业债和公司债发行放量，净融资额同比增加主要源于公司债净融资额同比增加85.93%所致。值得一提的是，8月同业存单发行情况有所回暖，发行量同比增加2.59%，净融资额同比多增1506.52亿元。
- **利率债需求端：广义基金增配国开债。**8月利率债托管量环比续增，地方债增幅仍最大。分机构看，商业银行虽绝对量上增持，但持仓占比有所回落，配置上主要增配记账式国债和地方债，减持国开债，其中农商行和农合行和城商行配置思路相似，加国债，减国开债；广义基金整体对利率债配置不弱，主要体现在对国开债的增持上；境外机构加仓利率债228.87亿元，持仓占比变化不大；政策性银行整体减持利率债，主要减持品种是地方债，少量增持国开债和口行债；交易所对利率债的持仓占比有所回落，增持地方债，减持记账式国债；证券公司整体对利率债的配置有所增强，增持国债和国开债，持仓占比均有所提升；保险机构绝对量上增持利率债，但持仓占比有所回落，仍反映其减仓倾向，品种上减持国开债较多。
- **信用债需求端：商业银行继续减持同业存单。**8月信用债托管量环比提升，主要源于中票和同业存单托管量环比增加较多所致，而短融托管量延续上月回落的态势。从持仓占比的变化看，广义基金延续上月加仓信用债的倾向，商业银行延续减仓信用债的倾向。分机构来看：商业银行整体对信用债的配置依旧较弱，不同程度减持短融、中票和同业存单这几类信用债品种；广义基金对信用债的配置力量较强，增配的品种是中票、企业债和同业存单，减持短融和超短融，偏好长久期信用债；证券公司对信用债的配置力量有所增强，整体持仓占比增加0.02个百分点，增配超短融、中票和企业债；与广义基金不同，保险机构更偏好短久期信用债品种，增持较多短融和超短融，减持中票和企业债，小幅增配同业存单。
- **总结：8月商业银行的配置力量较弱，虽绝对量上增持利率债，但持仓占比有所回落，信用债方面，配置依旧较弱，不同程度减持短融、中票和同业存单这几类信用债品种，较多加仓了短久期信用债品种——超短融，各类型银行持仓出现分化，全国性商业银行配置力量最弱，农商行和农合行整体配置力量强于全国性商业银行；广义基金整体配置力量较强，利率债配置不弱，主要体现在对国开债的增持上，对信用债的配置力量也较强，但偏好长久期信用债；保险机构绝对量上增持利率债，但持仓占比有所回落；证券公司对利率债和信用债的配置力量均有所增强，利率债增持国债和国开债，持仓占比均有所提升，信用债方面增配超短融、中票和企业债；外资方面，8月境外机构增持人民币债券118.58亿元，8月末境外机构持有人民币债券规模升至20247.01亿元，持仓量较高。**
- **风险提示：1) 利率、信用利差超预期上行；2) 市场风险事件带来的冲击。**

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjq.com.cn

马航 联系人
mahang@gjq.com.cn

近日，中债登和上清所陆续公布了 2019 年 8 月份的债券托管数据，我们点评如下：

1、供给端：同业存单发行量与净融资额均有所回暖

利率债发行量和净融资额延续上月双双回落的走势。8 月利率债发行量为 12908.89 亿元，同比下降 14.85%。分券种来看，地方债发行延续了上月的下降，同比回落 35.51%，主因今年地方债提前发行，8 月发行压力不大，而去年地方债集中在三季度发行。净融资额方面，8 月利率债净融资额为 7856.71 亿元，同比下降 23.95%，主要是地方债净融资额回落较多所致，地方债净融资额同比回落 54.46%。

8 月利率债发行期限上升而发行利率有所回落。利率债加权平均发行期限¹为 9.10 年，比上月增加 0.89 年，加权平均发行票面利率为 3.30%，较上月下降 4bps。

而与利率债不同，8 月信用债发行量和净融资额均有所增加。信用债发行量为 26641.35 亿元，同比增加 6.11%，净融资额为 3463.02 亿元，同比增加 86.25%。发行量增加主要源于企业债和公司债发行放量，8 月企业债发行量为 394.4 亿元，同比增加 84.56%，公司债发行量为 2678.85 亿元，同比增加 63.82%。净融资额同比增加主要源于公司债净融资额同比增加 85.93% 所致。值得一提的是，8 月同业存单发行情况有所回暖，发行量同比增加 2.59%，净融资额同比多增 1506.52 亿元。

8 月信用债发行期限和发行利率均有所增加。8 月信用债加权平均发行期限为 1.45 年，比上月增加 0.02 年，加权平均发行利率为 3.42%，比上月增加 1bps。

图表 1：利率债加权平均发行期限与发行利率走势情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：信用债加权平均发行期限与发行利率走势情况



来源：Wind，国金证券研究所

存量方面，截至 8 月末，各信用债的主要券种²余额共计 29.35 万亿元，其中同业存单、公司债、中期票据占比较高，占比分别为 34.29%、21.71%、21.51%。定向工具占比最低，为 6.87%；利率债方面，截至 8 月末，各利率债³余额达 51.96 万亿元，其中地方政府债券占比依旧最大，为 40.31%，与上月相比仍有提升，国债和政金债占比均在 30% 左右，较为稳定，变化不大。

2、利率债需求端：广义基金增配国开债

8 月利率债托管量 50.75 万亿元，环比续增 7222.24 亿元。绝对量上看，商业银行、广义基金和证券公司是加仓主力，分别增持利率债 4873.32 亿元、1561.73 亿元和 313.01 亿元。其中全国性商业银行增持 3444.84 亿元，城商行和农商行及农合行分别增持 794.92 亿元和 554.97 亿元。从持仓占比的变化来

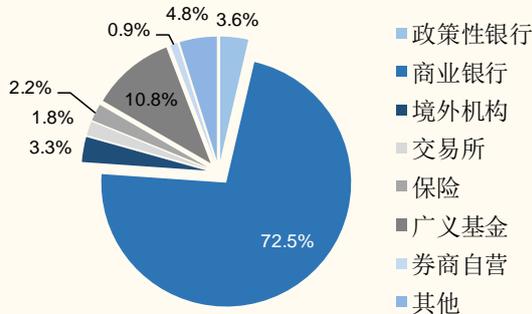
¹ 以发行额为权数，下同。

² 包括：企业债、公司债、中票、短融（含超短融）、定向工具、同业存单。

³ 包括：国债、地方债、政金债。

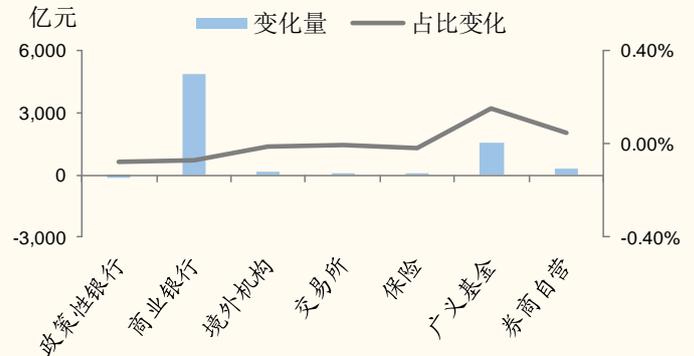
看，广义基金和证券公司反映出加仓倾向，持仓占比较上月分别增加 0.16 和 0.05 个百分点。商业银行特别是全国性商业银行虽绝对量上有所增持，但持仓占比较上月有所回落，反映出其加仓利率动力并未明显增强。

图表 3：2019 年 8 月利率债持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：各主要投资机构利率债持仓变化、占比变化（右轴）

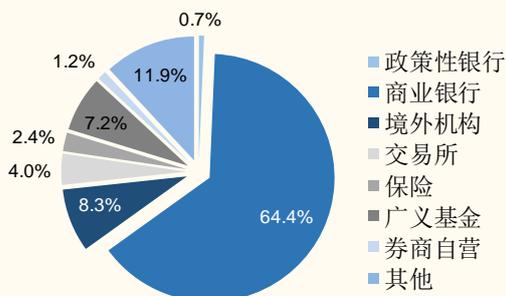


来源：Wind，国金证券研究所

2.1. 记账式国债

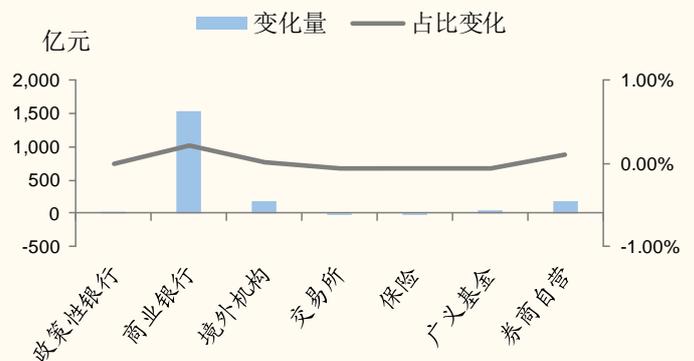
8 月记账式国债托管规模 14.40 万亿元，环比续增 1908.20 亿元。商业银行、证券公司和境外机构是加仓主力，分别增持国债 1538.04 亿元、181.67 亿元和 176.63 亿元，持仓占比较上月分别增加 0.22、0.11 和 0.01 个百分点。广义基金绝对量上虽增持 39.97 亿元，但持仓占比较上月回落了 0.07 个百分点，仍反映出其减仓倾向。交易所和保险机构整体减持国债，减持量分别为 23.66 和 33.90 亿元，持仓占比较上月分别回落 0.07 和 0.06 个百分点。

图表 5：2019 年 8 月国债持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：各主要投资机构国债持仓变化、占比变化（右轴）

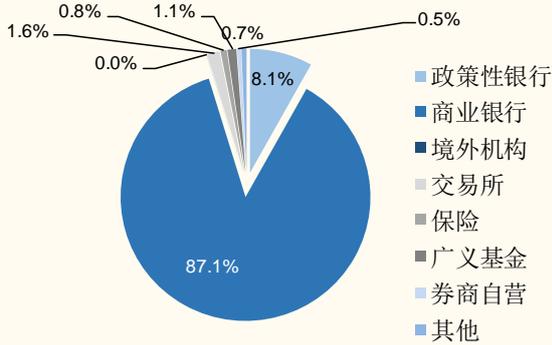


来源：Wind，国金证券研究所

2.2. 地方政府债

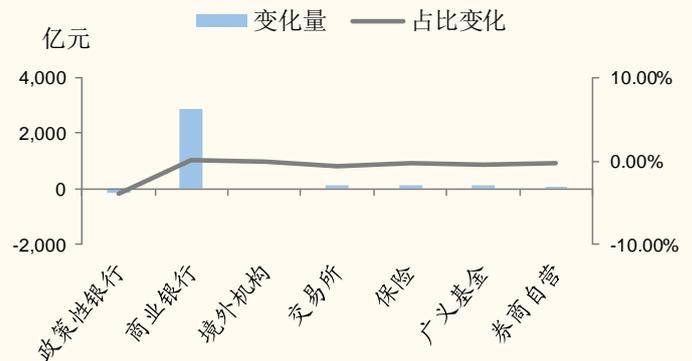
8 月地方政府债托管量为 20.93 万亿元，环比续增 3197.14 亿元。地方债由于流动性相对较弱，非银机构持有动力不强，商业银行仍是主要承接主体。8 月商业银行整体加仓地方债 2856.39 亿元，持仓占比较上月增加 0.03 个百分点，其中全国性商业银行增持地方债 2061.85 亿元，持仓占比较上月回落 0.2 个百分点，城商行加仓 345.19 亿元，农商行和农合行加仓 410.40 亿元。从持仓占比的变化来看，除商业银行外，各机构持仓占比均不同程度回落，下降较为明显的是政策性银行、交易所和广义基金，持仓占比分别下降 3.95%、0.68 和 0.45 个百分点。

图表 7：2019 年 8 月地方债持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：各主要投资机构地方债持仓变化、占比变化（右轴）

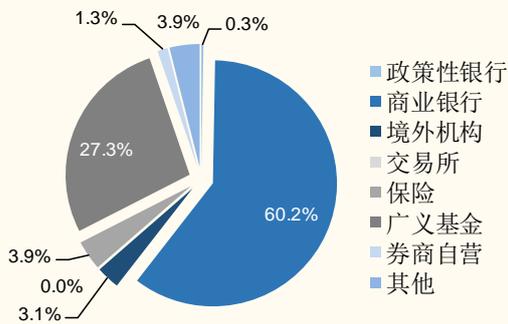


来源：Wind，国金证券研究所

2.3. 政策性金融债

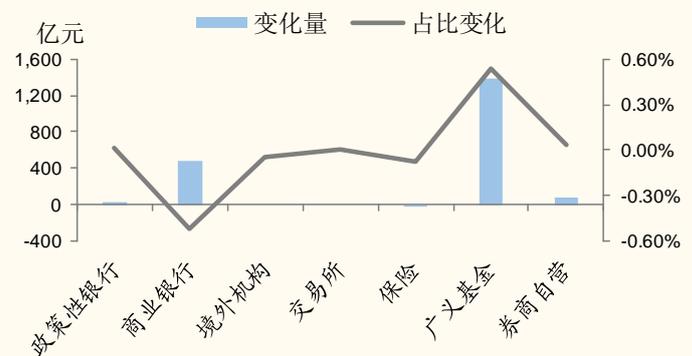
8 月政策性金融债托管量为 15.42 万亿元，环比增加 2116.90 亿元。广义基金增持较多，增持量达 1390.88 亿元，持仓占比较上月增加 0.53 个百分点，加仓倾向明显。农商行和农合行、城商行和保险机构减持政金债，减持量分别为 106.14 亿元、89.92 亿元和 30.30 亿元，持仓占比较上月分别回落 0.2、0.2 和 0.1 个百分点，其他机构变化不大。

图表 9：2019 年 8 月政金债持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：各主要投资机构政金债持仓变化、占比变化（右轴）



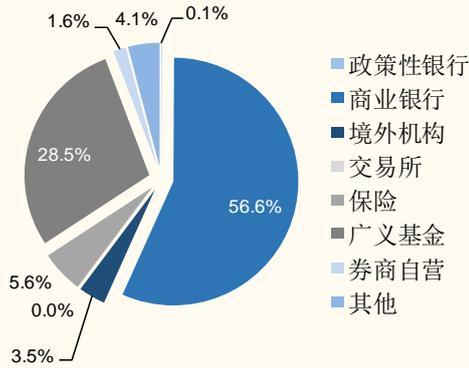
来源：Wind，国金证券研究所

具体区分国开债、口行债及农发债来看：8 月加仓国开债的主要是广义基金和证券公司，广义基金加仓国开债 1131.72 亿元，持仓占比较上月增加 0.94 个百分点，加仓倾向显著。证券公司加仓国开债 72.74 亿元，持仓占比较上月增加 0.1 个百分点。商业银行特别是农商行和农合行减仓倾向明显，商业银行整体减持国开债 93.38 亿元，持仓占比下降 0.86 个百分点。

口行债的主要增持机构是广义基金。广义基金增持 94.20 亿元，持仓占比增加 0.12 个百分点，商业银行绝对量上增持 108.45 亿元，但持仓占比回落 0.18 个百分点，其中城商行减三口行债 15.81 亿元，持仓占比回落 0.2 个百分点。保险机构增配口行债 10.70 亿元，持仓占比增加 0.03 个百分点。

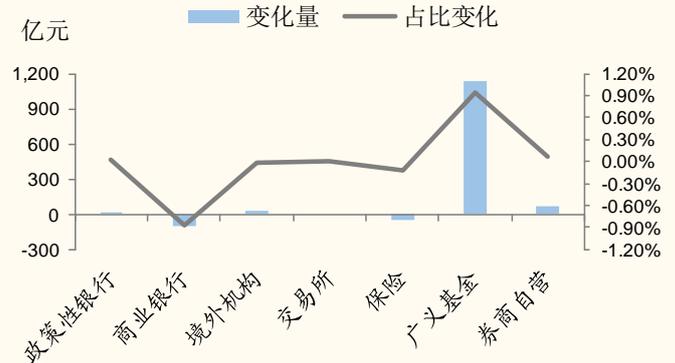
农发债的主要增持机构是全国性商业银行、证券公司和境外机构，分别增持 395.79 亿元、22.61 亿元和 22.29 亿元，持仓占比分别增加 0.3、0.04 和 0.01 个百分点。

图表 11: 2019 年 8 月国开债持仓占比



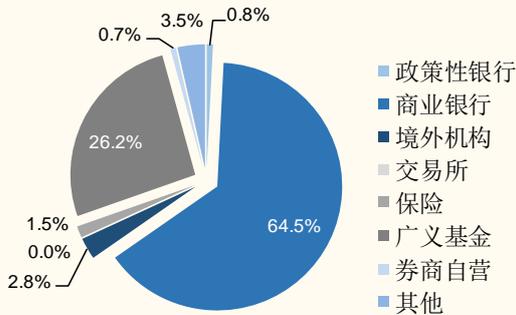
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 各主要投资机构国开债持仓变化、占比变化 (右轴)



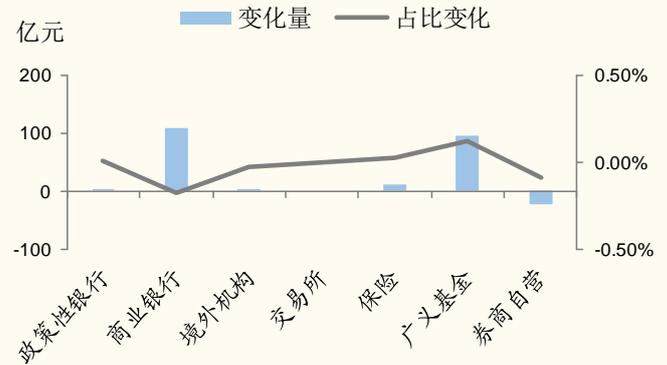
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 2019 年 8 月口行债持仓占比



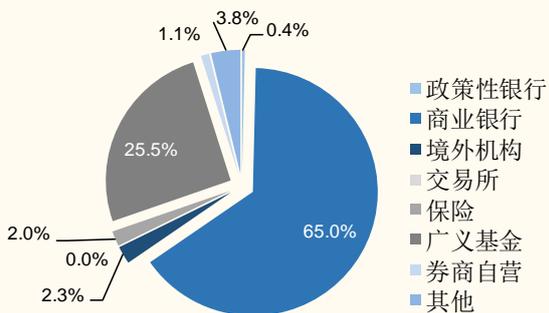
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 各主要投资机构口行债持仓变化、占比变化 (右轴)



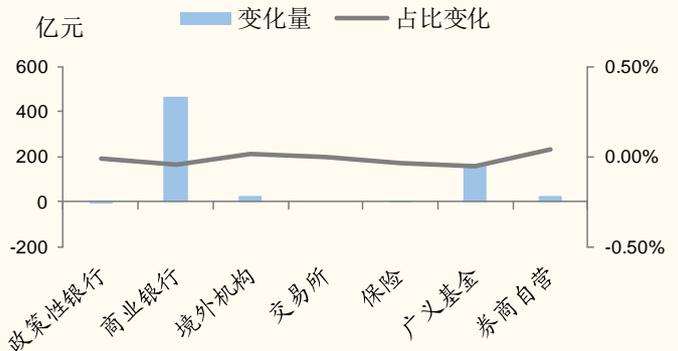
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 2019 年 8 月农发债持仓占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 各主要投资机构农发债持仓变化、占比变化 (右轴)



来源: Wind, 国金证券研究所

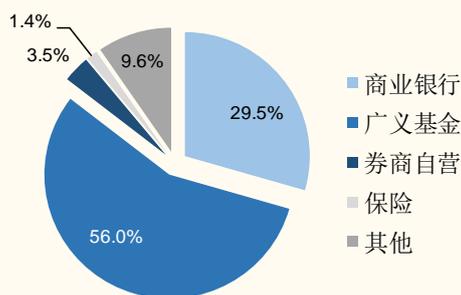
整体来看, 8 月利率债托管量环比续增, 地方债增幅仍最大。分机构来看: 商业银行虽绝对量上增持, 但持仓占比有所回落, 反映出其加仓利率动力并未明显增强。配置上主要增配记账式国债和地方债, 减持国开债, 对国开债的持仓

占比回落较多。其中农商行和农合行和城商行配置思路相似，加国债，减国开债。广义基金整体对利率债配置不弱，主要体现在对国开债的增持上，持仓占比较上月增加 0.94 个百分点，对国债和地方债虽绝对量上有所增持，但持仓占比均有所回落。境外机构加仓利率债 228.87 亿元，持仓占比变化不大。主要加仓国债，少量加仓国开债。政策性银行整体减持利率债，主要减持品种是地方债，少量增持国开债和口行债。交易所对利率债的持仓占比有所回落，增持地方债，减持记账式国债，但持仓占比均有所回落。证券公司整体对利率债的配置有所增强，增持国债和国开债，持仓占比均有所提升。保险机构绝对量上增持利率债，但持仓占比有所回落，仍反映其减仓倾向，品种上减持国开债较多。

3、信用债需求端：商业银行继续减持同业存单

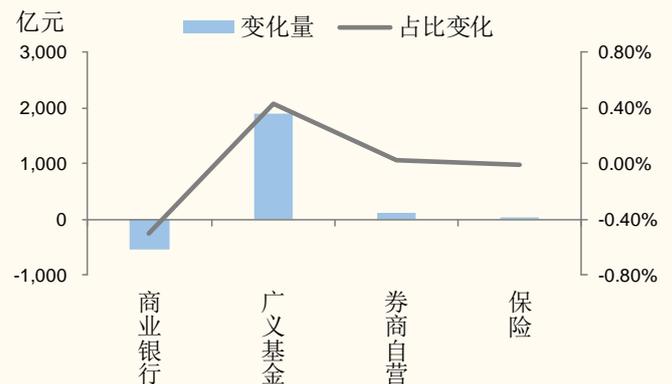
需求端方面，8 月信用债托管量为 21.24 万亿元，环比续增 1771.04 亿元。广义基金增持较多，证券公司少量增持，商业银行特别是城商行减持较多。分机构来看，8 月广义基金增持信用债 1898.45 亿元，持仓占比较上月增加 0.43 个百分点；商业银行减持信用债 533.92 亿元，持仓占比下降 0.5 个百分点，其中全国性商业银行减持信用债 148.40 亿元，持仓占比回落 0.2 个百分点，城商行减持信用债 375.92 亿元，持仓占比回落 0.2 个百分点，而农商行和农合行增持 165.71 亿元，持仓占比变化不大。保险机构少量增配信用债 11.38 亿元，持仓占比减少 0.01 个百分点。

图表 17：2019 年 8 月信用债持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：各主要投资机构信用债持仓变化、占比变化（右轴）



来源：Wind，国金证券研究所

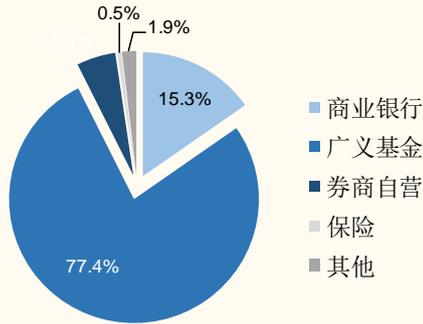
3.1. 短融⁴ & 超短融

8 月短融托管量为 4698.50 亿元，环比续减 183 亿元，除保险机构有所增持外，其他机构均不同程度减持。保险机构增持短融 7.29 亿元，持仓占比较上月增加 0.17 个百分点。银行整体减持短融 87.46 亿元，持仓占比回落 1.22 个百分点，其中全国性商业银行减持较多，减持量达 76.30 亿元，持仓占比较上月回落 1.2 个百分点，而农商行和农合行加仓短融 6.28 亿元，持仓占比增加 0.21 个百分点。广义基金减持短融 39.05 亿元，但持仓占比提升 2.1 个百分点，较其他机构相比较减持量不多。证券公司减持短融 14.49 亿元，持仓占比回落 0.11 个百分点。

8 月超短融托管量为 17110.80 亿元，环比增加 311.90 亿元。商业银行特别是全国性商业银行是加仓主力，证券公司和保险机构也少量增持。具体来看，商业银行加仓超短融 476.27 亿元，持仓占比增加 2.3 个百分点，其中全国性商业银行增持 440.95 亿元，持仓占比增加 2.3 个百分点。证券公司和保险机构分别增配超短融 19.67 亿元和 10.95 亿元，持仓占比分别较上月均增加 0.1 个百分点。广义基金减持超短融 207.88 亿元，持仓占比回落 2.49 个百分点。

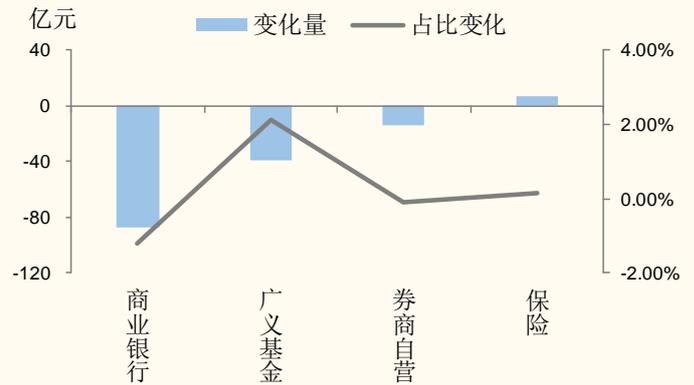
⁴ 不包含超短融。

图表 19：2019 年 8 月短融持仓占比



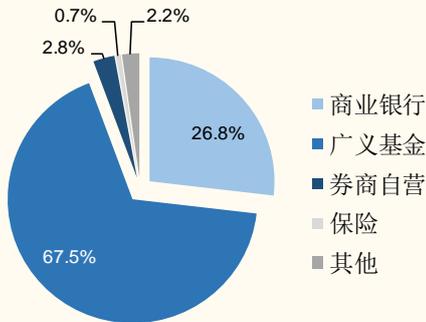
来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：各主要投资机构短融持仓变化、占比变化（右轴）



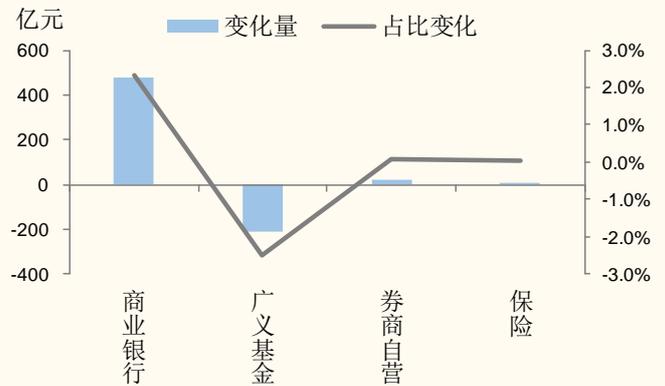
来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：2019 年 8 月超短融持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：各主要投资机构超短融持仓变化、占比变化（右轴）



来源：Wind，国金证券研究所

3.2. 中票

8 月中票托管量为 59488.91 亿元，环比续增 871.10 亿元。广义基金和证券公司是加仓主力，分别增持中票 829.82 亿元和 110.12 亿元，持仓占比分别增加 0.36 和 0.11 个百分点。而商业银行和保险机构分别减持中票 151.71 亿元和 20.81 亿元，持仓占比分别回落 0.52 和 0.08 个百分点，其中全国性商业银行减持较多，达 128.47 亿元，持仓占比回落 0.4 个百分点，城商行和农商行及农合

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_10235



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn