

券商自营增配长久期信用债 ——2月中债登、上清所托管数据点评

基本结论

- **供给端：地方债继续放量发行。**2月信用债发行量与净融资额均同比增加，发行期限和发行利率均有所回落。分券种来看，除定向工具发行量同比减少24.20%外，其余各券种发行量均不同程度回升，其中公司债回升幅度最大；2月利率债发行量同比增加而净融资额同比减少，发行期限增加而发行利率下降，融资环境有所改善。发行量增加主因地方债继续放量发行。净融资额减少主要系同业存单净融资额大幅下降所致。
- **信用债需求端：券商自营拉长信用债久期。**2月信用债托管量环比续增。其中中票增幅最大，短融和超短融小幅增加，企业债托管量有所减少。广义基金和券商自营是主要增持方，商业银行是主要减持方。分机构来看：商业银行减持了超短融和企业债，少量增持了短融和中票；广义基金增持短融、超短融和中票，减持企业债，有一定缩短久期倾向；券商自营减持了短融和超短融，同时增持了中票和企业债，其对信用债持仓久期有所拉长；保险机构整体减持信用债，仅少量增持超短融。
- **利率债需求端：广义基金大幅减持同业存单。**2月利率债托管量环比增加。其中地方债增幅最大，其次是国开债。记账式国债的托管量小幅减少，同业存单托管量减少较多。分机构来看：商业银行是利率债的主要增持方，且主要增持品种为地方债；广义基金是利率债的主要减持方，主要减持品种为同业存单。政策性银行和交易所减持地方债较多；境外机构减持国债较多，增配较多国开债；保险机构减持较多同业存单；券商自营整体持仓占比情况变化不大，主要增持地方债，减持国债和政金债。
- **总结。**2月商业银行整体减持信用债，增配利率债。信用债主要减持超短融和企业债，利率债主要增配地方债，地方债的提前开闸或在一定程度上挤占了商业银行的信用债持仓额度；广义基金与商业银行的配置完全相反——增持信用债，减持利率债。信用债主要增持超短融和短融，利率债主要减持同业存单，其在信用债持仓上更偏好短久期的品种；券商自营同广义基金一样，增持信用债，减持利率债。不同的是其增持的信用债品种是中票和企业债，有拉长久期的倾向，风险偏好有所提升；保险机构整体配置较弱，对利率债和信用债均呈现减持状态。
- **风险提示：**关注监管政策或信用债负面事件超预期增加等带来的资本市场冲击以及利率、信用利差的超预期上行。

周岳

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

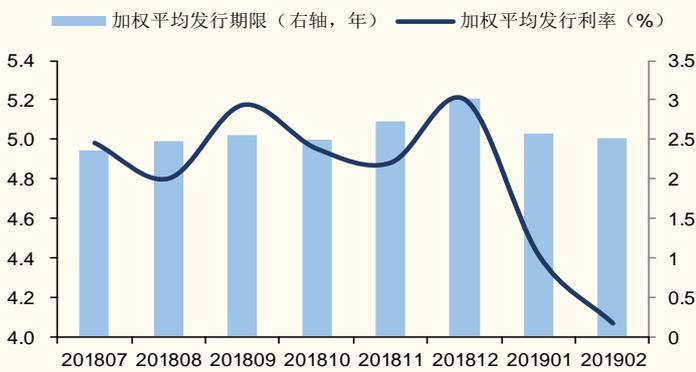
1、供给端：地方债继续放量发行

信用债供给端，2月信用债发行量与净融资额均同比增加。信用债发行量为3,601.44亿元，同比增长32.07%。净融资额为739.90亿元，比去年同期增长13倍。分券种来看，除定向工具发行量同比减少24.20%外，其余各券种发行量均不同程度回升，其中公司债回升幅度最大，同比增加99.71%。

2月信用债发行期限和发行利率均有所回落。2月信用债加权平均发行期限¹为2.51年，低于上月0.06年。加权平均发行利率为4.07%，较上月下降了34bps。

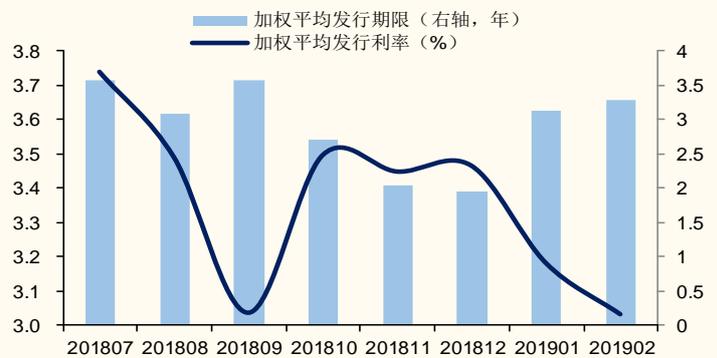
利率债供给端，2月利率债发行量同比增加而净融资额同比减少。2月利率债总体发行量达19,493.02亿元，同比增加1.76%。其中地方政府债继续放量发行，同比多增3,093.62亿元，比去年同期增长11倍，地方债发行提前启动仍在继续；2月利率债净融资额为3,795.93亿元，同比减少13.39%。主要系同业存单净融资额大幅下降所致，2月同业存单净融资额同比减少4,137.80亿元。

图表 1：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

图表 2：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

2月利率债发行期限增加而发行利率下降。利率债加权平均发行期限为3.28年，高于上月0.15年。加权平均发行票面利率为3.03%，较上月下降了15bps。利率债融资环境有所改善。

存量方面，截至2月末各信用债的主要券种²余额共计18.30万亿元，其中中票和公司债占比较高，占比分别为32.05%和32.04%。定向工具占比最低，为10.77%，较1月回落0.14个百分点。

利率债方面，截至2月末各利率债³余额达58.20万亿元，其中地方政府债占比最大，达32.24%，与上月相比有所增加。同业存单占比最小为17.15%，国债和政金债占比均在25%左右。

2、信用债需求端：券商自营拉长信用债久期

需求端方面，2月信用债托管量环比增加。广义基金和券商自营是信用债的主要增持方，分别增持738.05亿元和60.52亿元。商业银行是主要减持方，减持335.59亿元。其中全国性商业银行减持428.52亿元，持仓占比较上月减少0.4个百分点。

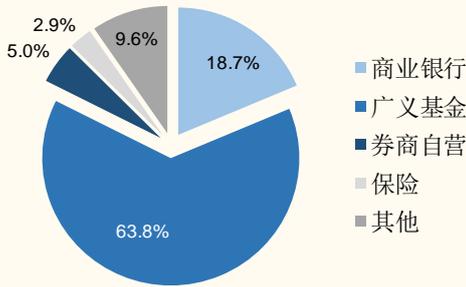
从信用债持仓占比的变化来看，变化较大的是广义基金和商业银行，持仓占比较上月分别增加0.48个百分点和减少0.37个百分点。

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。

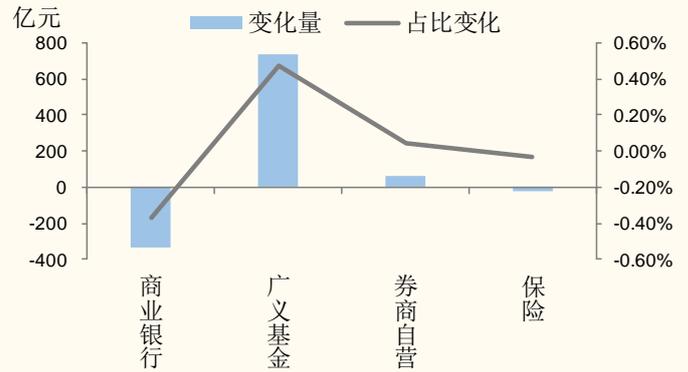
³包括：国债、地方债、政金债和同业存单。

图表 3：2019 年 2 月信用债持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：各主要投资机构信用债持仓变化、占比变化（右轴）



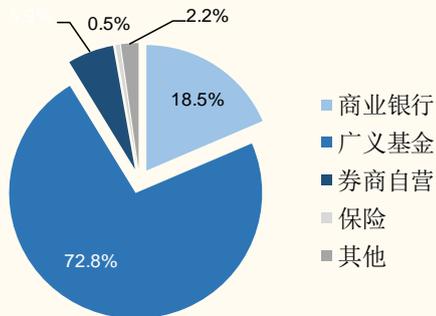
来源：Wind，国金证券研究所

2.1. 短融⁴ & 超短融

2 月短融环比增加 51.40 亿元。券商自营和保险机构是主要减持方。广义基金是主要增持方，增持 63.71 亿元。从持仓占比来看，广义基金和券商自营变化较为明显。持仓占比较上月分别增加了 0.53 个百分点和减少了 0.34 个百分点。

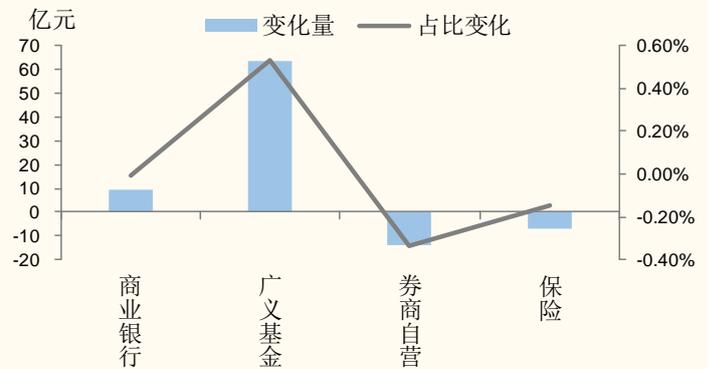
2 月超短融托管量环比增加 54.50 亿元。仅广义基金和保险机构有所增持，其他机构均不同程度减持。商业银行减持最多，减持量为 342.46 亿元，持仓占比较上月减少 2.2 个百分点。广义基金增持 414.31 亿元，持仓占比较上月增加 2.3 个百分点。

图表 5：2019 年 2 月短融持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

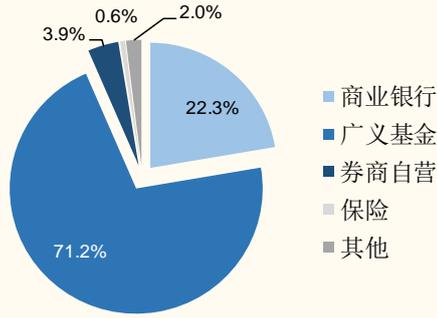
图表 6：各主要投资机构短融持仓变化、占比变化（右轴）



来源：Wind，国金证券研究所

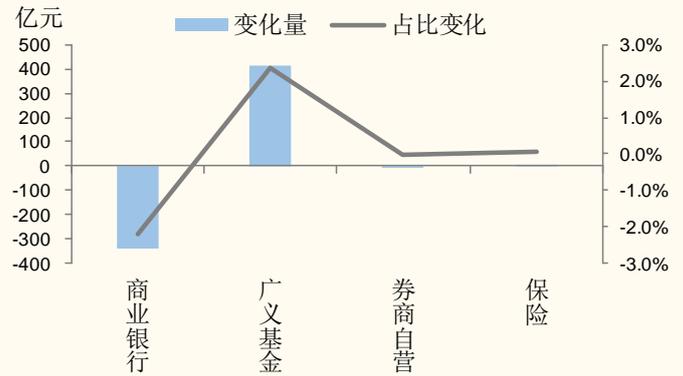
⁴ 不包含超短融。

图表 7: 2019 年 2 月超短融持仓占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 各主要投资机构超短融持仓变化、占比变化 (右轴)

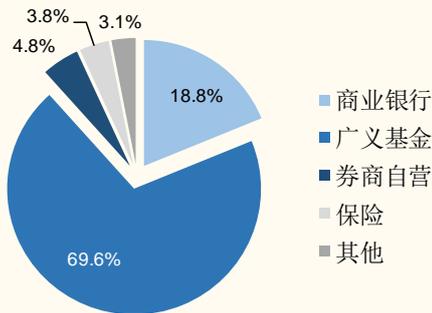


来源: Wind, 国金证券研究所

2.2. 中票

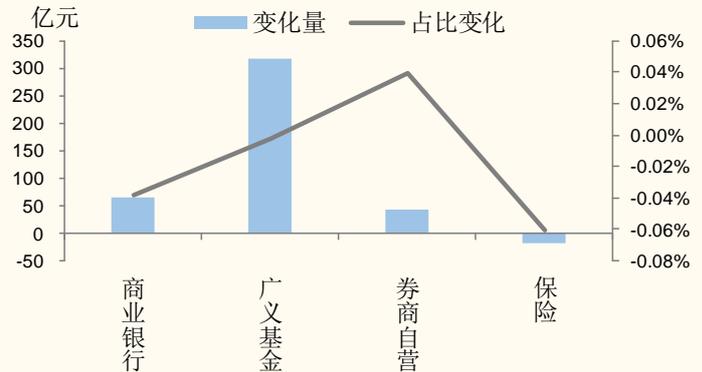
2 月中票托管量环比增加 457.95 亿元。除保机构有所减持外, 各机构均不同程度增持。广义基金增持量相对较多, 增持 317.17 亿元, 持仓占比较上月持平。全国性商业银行减持较多, 减持量达 71.93 亿元, 持仓占比较上月减少 0.2 个百分点; 保险机构减持 17.06 亿元, 持仓占比较上月减少 0.06 个百分点。

图表 9: 2019 年 2 月中票持仓占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 各主要投资机构中票持仓变化、占比变化 (右轴)

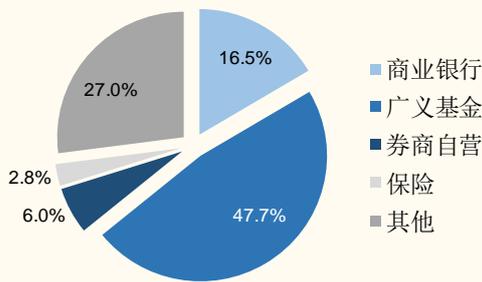


来源: Wind, 国金证券研究所

2.3. 企业债

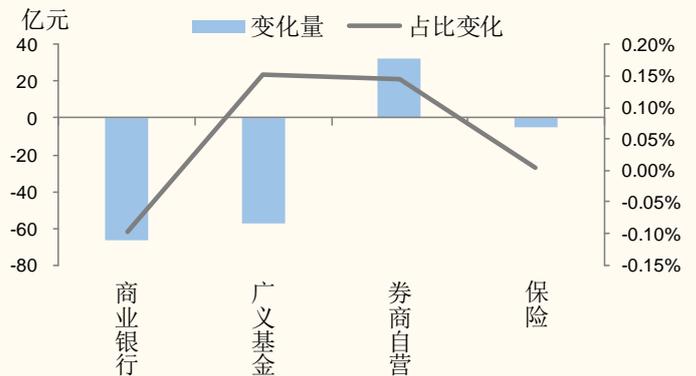
企业债方面, 2 月托管量环比减少 219.78 亿元。除券商自营增持 31.94 亿元外, 其他机构纷纷减持。商业银行特别是全国性商业银行减持量最多, 达 63.19 亿元, 持仓占比较上月减少 0.2 个百分点。

图表 11：2019 年 2 月企业债持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：各主要投资机构企业债持仓变化、占比变化（右轴）



来源：Wind，国金证券研究所

2 月信用债托管量环比续增。其中中票增幅最大，短融和超短融小幅增加，企业债托管量有所减少。广义基金和券商自营是信用债的主要增持方，商业银行是主要减持方。

分机构来看：商业银行减持了超短融和企业债，少量增持了短融和中票。从持仓占比变化来看，变化最为明显的是超短融，持仓占比较上月减少了 2.2 个百分点。

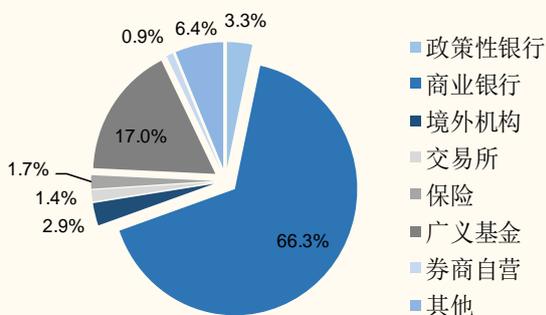
广义基金增持短融、超短融和中票，减持企业债。其中增持超短融、短融较多，持仓占比较上月分别增加了 2.3 和 0.53 个百分点，中票的持仓占比基本与上月持平。广义基金有一定的缩短久期倾向。

券商自营减持了短融和超短融，持仓占比较上月分别减少 0.34 和 0.02 个百分点。同时增持了中票和企业债，持仓占比较上月增加了 0.04 和 0.15 个百分点。券商自营对信用债持仓久期有所拉长；保险机构整体减持信用债，仅少量增持超短融。

3、利率债需求端：广义基金大幅减持同业存单

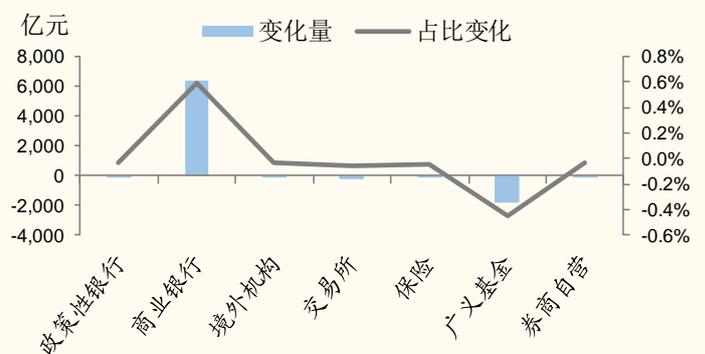
2 月利率债托管量环比增加。商业银行是主要增持机构，增持利率债 6,379.08 亿元。持仓占比较上月增加 0.6 个百分点。其中农商行和农合行增持量较大，增持 2,625.03 亿元，持仓占比较上月增加 0.4 个百分点。广义基金是主要减持机构，减持利率债 1,781.25 亿元，持仓占比较上月减少 0.5 个百分点。

图表 13：2019 年 2 月利率债持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：各主要投资机构利率债持仓变化、占比变化（右轴）

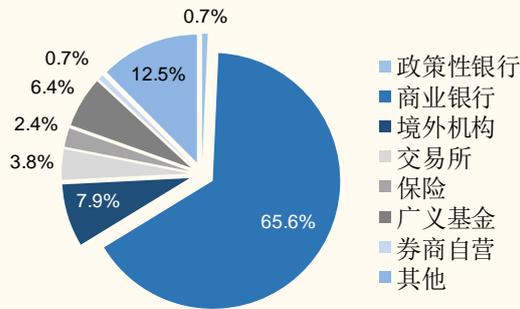


来源：Wind，国金证券研究所

3.1. 记账式国债

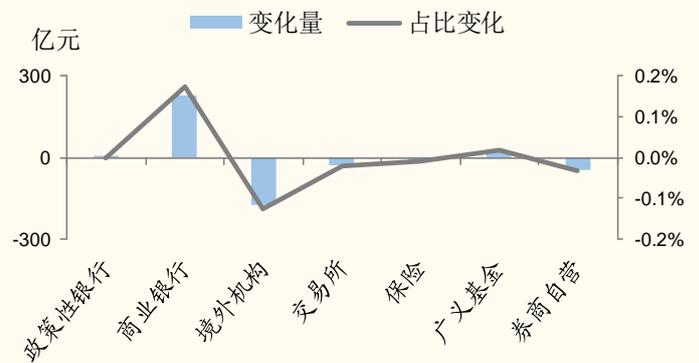
记账式国债托管规模环比减少 15.99 亿元。商业银行是主要增持方，持仓占比较上月增加 0.2 个百分点。其中全国性商业银行、农商行和农合行增持较多，持仓占比均比上月增加 0.1 个百分点。境外机构是主要减持方，持仓占比较上月减少 0.13 个百分点。其他机构整体变化不大。

图表 15: 2019 年 2 月国债持仓占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 各主要投资机构国债持仓变化、占比变化 (右轴)

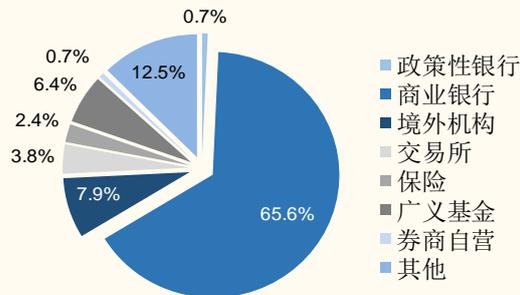


来源: Wind, 国金证券研究所

3.2. 地方政府债

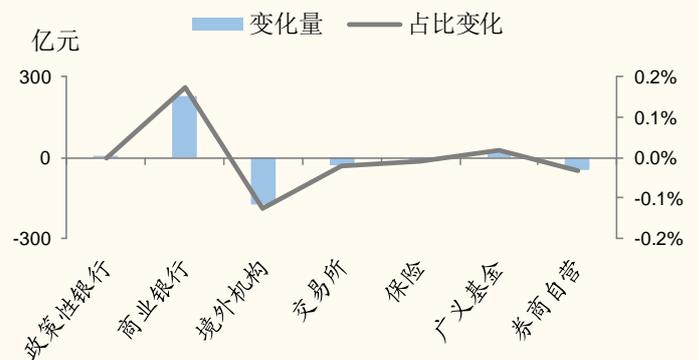
2 月地方政府债环比大幅增加。主要系商业银行大幅增持所致，商业银行增持地方债 4,526.09 亿元，其中全国性商业银行增持 3,546.20 亿元，城商行、农商行等也不同程度增持。交易所托管量有所下降，减持地方债 267.48 亿元，持仓占比较上月减少 0.8 个百分点。

图表 17: 2019 年 2 月地方债持仓占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 各主要投资机构政金债持仓变化、占比变化 (右轴)

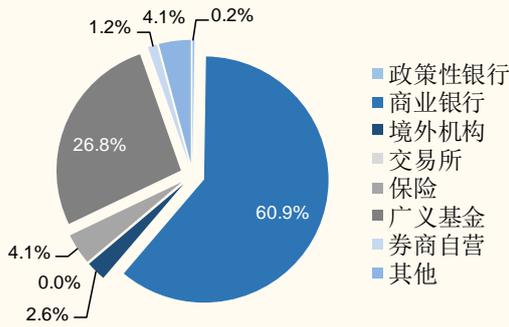


来源: Wind, 国金证券研究所

3.3. 政策性金融债

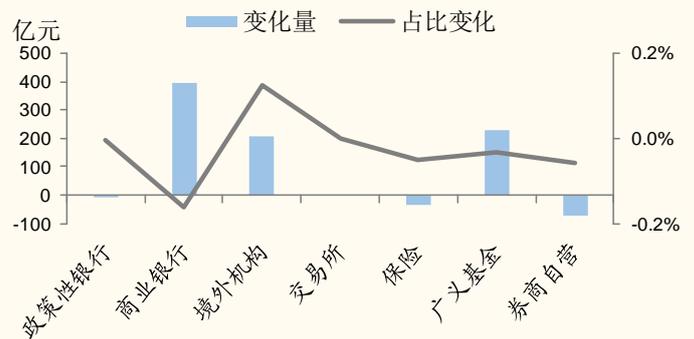
2 月政策性金融债托管量环比增加 1,036.30 亿元。农商行和农合行增持最多，增持了 630.17 亿元，持仓占比较上月增加 0.4 个百分点。境外机构和广义基金也少量增持，持仓量分别增加 208.85 亿元和 230.45 亿元。其他机构均不同程度减持，券商自营减持较多，持仓占比较上月减少 0.06 个百分点。

图表 19: 2019 年 2 月政金债持仓占比



来源: Wind, 国金证券研究所

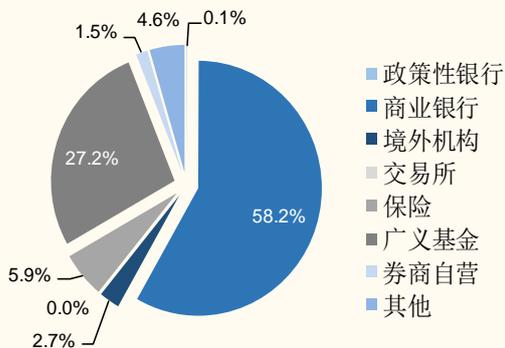
图表 20: 各主要投资机构政金债持仓变化、占比变化 (右轴)



来源: Wind, 国金证券研究所

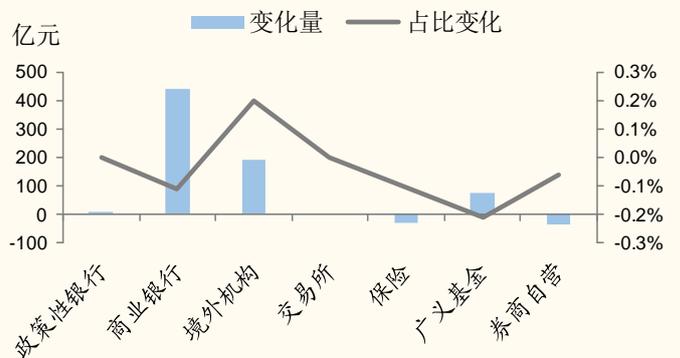
具体区分国开债、口行债及农发债来看: 增持国开债的主要是农商行和农合行, 增持量为 464.17 亿元, 持仓占比较上月增加 0.4 个百分点。减持量较多的是全国性商业银行, 减持 100.50 亿元, 持仓占比较上月减少 0.5 个百分点, 这可能与其承接了大量的地方政府债有关; 农商行和农合行增持口行债较多, 持仓占比较上月增加 0.2 个百分点。广义基金和券商自营减持较多; 农发债主要是广义基金在增持, 持仓占比较上月增加 0.4 个百分点, 而减持方主要是全国性商业银行, 持仓占比较上月减少 0.5 个百分点。

图表 21: 2019 年 2 月国开债持仓占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 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

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_13709



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn