

机构投债有何分化？

证券研究报告

2019 年 02 月 18 日

2018 年 1 月中债登和上清所托管数据点评

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

高志刚 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100007
gaozhigang@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：本周资产证券化市场回顾 - 资产证券化市场周报（2019-02-17）》 2019-02-17
- 2 《固定收益：宽信用来了吗？- 利率债市场周报（2019-02-17）》 2019-02-17
- 3 《固定收益：从民企政策到投资还有多远？- 信用债市场周报（2019-02-17）》 2019-02-17

总览：地方债提前放量发行，信用债继续放量

一方面，地方债提前放量发行推升了利率债整体托管量，政金债整体托管规模增加也比较大；另一方面，各类信用债发行继续放量，同业存单增幅最大，中票和短融超短融增幅均超过 1000 亿，定向工具发行量依然很大，但企业债发行规模有所下降，非金融信用债的持续攀升显示出市场风险偏好有所好转。

利率债：广义基金增配政金债，证券公司大幅减持国债

国债和农发债增幅较小，国开债和进出口债增幅比较大；分机构来看，商业银行依然是利率债最主要的增持机构，其中全国行增持规模最大；广义基金对利率债的增持规模也比较大，尤其对政金债的增持偏好较强；境外机构不但大幅增持国债，对政金债的增持偏好也明显增强；证券公司则大幅减持利率债，主要减持国债，对政金债有增有减。

信用债：基金和银行大幅增持信用债，券商增持力度下降

1 月份最强的配置需求依然来自商业银行和广义基金，商业银行主要是全国性商业银行和农商行配置需求比较强，但分化也比较大，全国行对利率债和信用债均有大幅增持，农商行则主要增持同业存单和国开债；广义基金主要增配各类利率债和各类信用债，整体配置需求十分强劲；证券公司配置需求减弱，主要大幅减持国债和存单，对三类信用债依旧增持，但增持幅度下降；境外机构普遍增持各类债券。

分机构：银行和基金配置依旧强，券商配置力度下降

1 月份最强的配置需求依然来自商业银行和广义基金，商业银行主要是全国性商业银行和农商行配置需求比较强，但分化也比较大，全国行对利率债和信用债均有大幅增持，农商行则主要增持同业存单和国开债；广义基金主要增配各类利率债和各类信用债，整体配置需求十分强劲；证券公司配置需求减弱，主要大幅减持国债和存单，对三类信用债依旧增持，但增持幅度下降；境外机构普遍增持各类债券。

资金拆借：基金和券商资金融入力度依旧大

1 月份资金市场整体宽松，机构整体资金融入需求旺盛，广义基金和证券公司净融入规模继续同比大幅增长，商业银行体系净融出资金环比继续大幅增长，城商行和农商行的资金需求有所恢复，但全国行资金融出力度更大。

风险提示：长期配置需求下滑，债券配置结构发生变化。



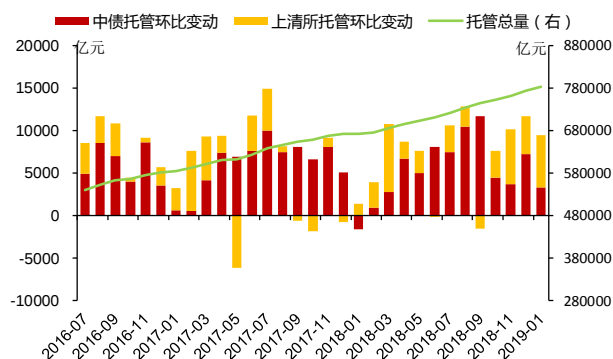
近日，中债登和上清所陆续公布了 2019 年 1 月份的债券托管数据。

1. 托管数据总览：地方债提前放量发行，信用债继续放量

1 月份，中债登债券总托管量增加 3315 亿元至 57.95 万亿元，增幅主要来自地方债，1 月地方债提前发行推升托管量，政金债整体托管规模增幅也比较大；上清所债券总托管量增加 6144 亿元至 20.33 万亿元，中票、短融超短融和同业存单均有较大幅度增加；银行间债券总托管量增加 9460 亿元至 778.28 万亿元，同比增长 16.6%，增速继续上涨。

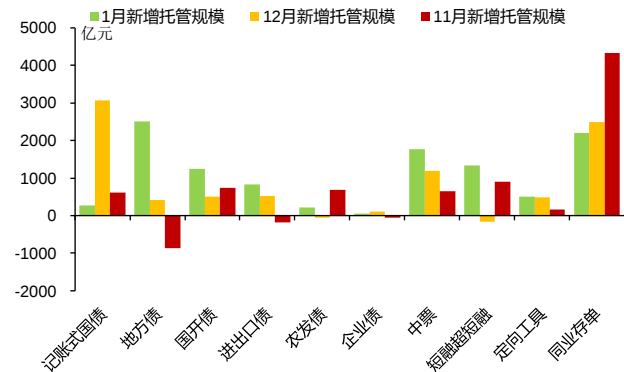
1 月份托管数据变动的主要原因包括：一方面，地方债提前放量发行推升了利率债整体托管量，政金债整体托管规模增加也比较大；另一方面，各类信用债发行继续放量，同业存单增幅最大，中票和短融超短融增幅均超过 1000 亿，定向工具发行量依然很大，但企业债发行规模有所下降，非金融信用债的持续攀升显示出市场风险偏好有所好转。

图 1：中债登和上清所债券托管规模变动情况



资料来源：中债登，上清所，天风证券研究所

图 2：主要券种托管规模变化情况



资料来源：中债登，上清所，天风证券研究所

2. 分券种：利率债配置需求有分化，主要机构大幅增持信用债

2.1. 利率债：广义基金增配政金债，证券公司大幅减持国债

记账式国债托管规模仅小幅增加 270 亿；商业银行依然是最主要的增持机构，其中国债增持需求基本来自全国行，城商行小幅增持，农商行小幅减持；广义基金整体增持国债，但增持主要来自银行理财，境外机构对国债增持规模明显增加；证券公司大幅减持国债 500 亿，超过其国债持仓的三分之一；国债的交易所转托管量也明显下降。

国开债托管规模大幅增加 1244 亿；商业银行继续大幅增持国开债，其中全国行和农商行增持幅度比较大，城商行小幅减持；广义基金继续增持国开债，境外机构增持国开债的幅度创历史最高水平，证券公司小幅增持国开债，保险机构则小幅减持。

进出口债托管规模增加 828 亿；商业银行和广义基金是最主要的增持机构，三类商业银行均有增持，广义基金增持幅度也比较大，证券公司和境外机构均有小幅增持。

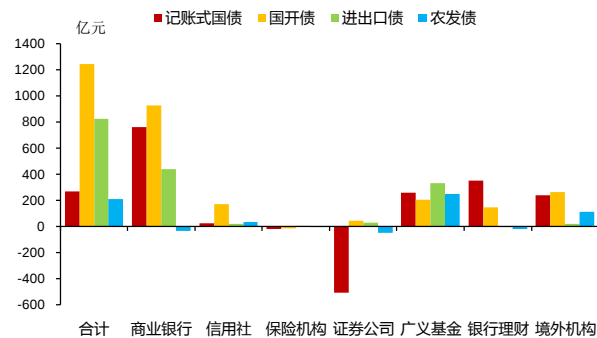
农发债托管规模增加 210 亿；增持主要来自广义基金中、境外机构以及商业银行中的城商行，商业银行中的全国行和农商行对农发债均有所减持，证券公司也有小幅减持。

主要利率债¹托管规模增加 4064 亿；分债券类型看，国债和农发债增幅较小，国开债和进出口债增幅比较大；分机构来看，商业银行依然是利率债最主要的增持机构，其中全国行增持规模最大；广义基金对利率债的增持规模也比较大，尤其对政金债的增持偏好较强；境外机构不但大幅增持国债，对政金债的增持偏好也明显增强；证券公司则大幅减持利率债，主要减持国债，对政金债有增有减。

地方债托管规模增加 2510 亿；其中全国行是地方债最主要的增持机构，大幅增持超过 4000 亿，城商行和农商行也有增持；广义基金大幅减持地方债，主要是银行理财将地方债减持至 0 附近；地方债在交易所的转托管规模也有所下降。

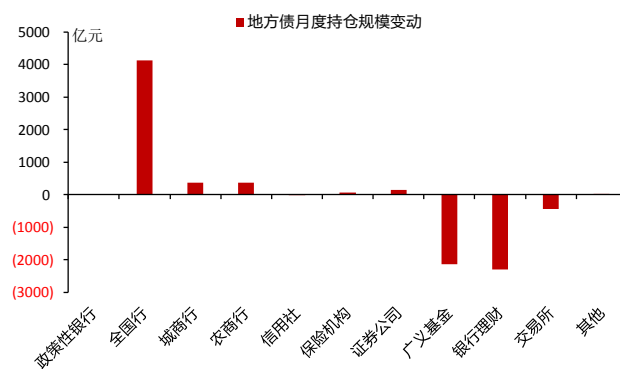
¹主要利率债包括：记账式国债、国开债、进出口债和农发债。

图 3：主要利率债分投资者类型托管规模变化情况



资料来源：中债登，上清所，天风证券研究所

图 4：不同机构地方债托管规模变化



资料来源：中债登，上清所，天风证券研究所

2.2. 信用债：基金和银行大幅增持信用债，券商增持力度下降

企业债托管规模增加 62 亿；广义基金和证券公司是企业债最主要的增持机构，信用社和境外机构也有小幅增持；商业银行和保险机构小幅减持，交易所转托管规模继续下降。

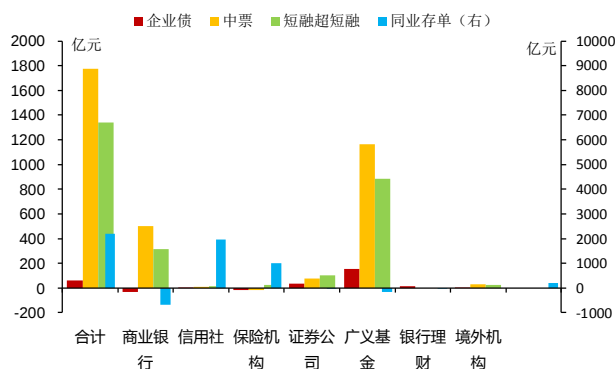
中票托管规模增加 1766 亿，单月增幅接近历史最高水平；增持主要来自广义基金和商业银行，商业银行对中票增持幅度比较大，证券公司和境外机构也有小幅增持。

短融超短融托管规模增加 1343 亿；增持主要来自广义基金和商业银行，证券公司对短融超短融的增持幅度也比较大，境外机构和保险机构也有小幅增持。

非金融信用债²合计托管规模大幅增加 3180 亿；广义基金是最大的增持机构，对各类信用债均有明显增持；商业银行增持倾向也比较明显，主要大量增持中票和短融超短融，三类银行均有类似倾向；证券公司对各类信用债均有一定幅度增持，但增持规模相较于前一月有所下降；境外机构对三类信用债均有小幅增持。

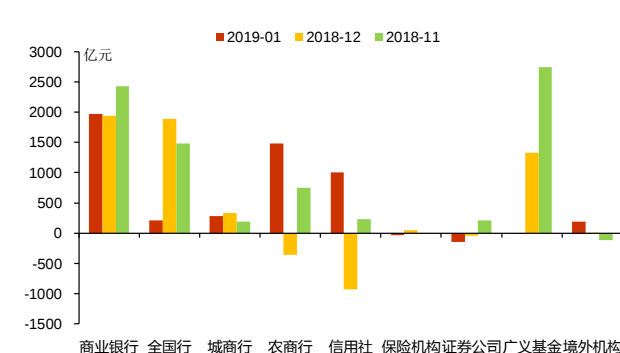
同业存单托管规模大幅增加 2202 亿；商业银行依然是最主要的增持主体，主要是农商行增持幅度比较大，全国行和城商行也有小幅增持；信用社增持幅度也比较大，超过 1000 亿；境外机构对同业存单也有明显增持；证券公司对同业存单有较大幅度减持，保险机构和广义基金小幅减持。

图 5：主要信用债分投资者类型托管规模变化情况



资料来源：中债登，上清所，天风证券研究所

图 6：最近 3 个月不同机构同业存单托管规模增减变化



资料来源：中债登，上清所，天风证券研究所

3. 分机构：银行和基金配置依旧强，券商配置力度下降

商业银行托管规模整体大幅增加 4006 亿；除小幅减持农发债和企业债以外，对其余主要券种均有不同程度增持；其中对同业存单增持规模最大，对国债、国开债和进出口债增持规模也比较大；对信用债中的中票和短融超短融增持力度也比较大，商业银行整体增加了对信用债的配置力度。

²非金融信用债包括：企业债、中票、短融和超短融。

分银行类型看，不同类型银行的配债行为依然有较大分化，全国行对利率债和信用债均有明显在增持；城商行主要增持同业存单，但对国开债以外的其他债券也有小幅增持；农商行主要大幅增持同业存单和国开债，对其他债券增减幅度均较小。

信用社托管规模大幅增加 1279 亿，对各类主要债券均有增持，其中主要增持同业存单超 1000 亿。

保险机构托管规模下降 72 亿，主要增持短融超短融和进出口债，对其余主要债券有不同程度减持。

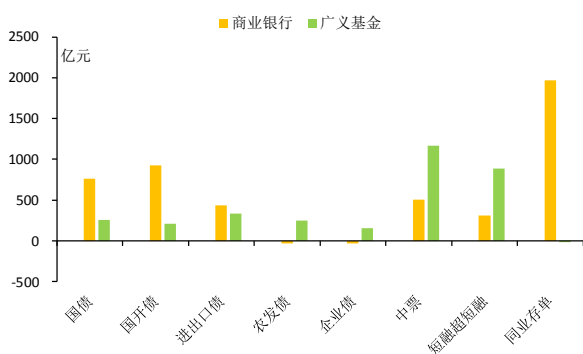
广义基金托管规模增加 2486 亿；除小幅减持同业存单，对其他主要债券均有较大幅度增持；其中对信用债增持力度最大，三类信用债的增持规模均超过前一个月；对利率债也有明显增持，整体增持幅度也明显超过前一个月；广义基金的配置需求十分旺盛。

证券公司托管规模减少 425 亿；主要大幅减持国债，减持幅度超过国债持仓的三分之一；对同业存单和农发债也有小幅减持；对三类信用债则均有增持，此外还小幅增持国开债和进出口债。

境外机构托管规模整体大幅增加 888 亿，对各类债券均有不同程度增持，其中对国债、国开债、同业存单和农发债增持规模较大。

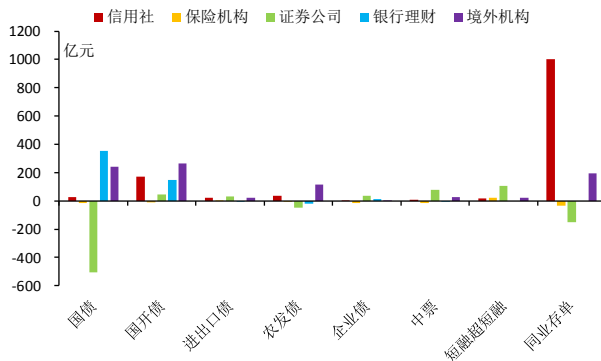
总的来说，1 月份最强的配置需求依然来自商业银行和广义基金，商业银行主要是全国性商业银行和农商行配置需求比较强，但分化也比较大，全国行对利率债和信用债均有大幅增持，农商行则主要增持同业存单和国开债；广义基金主要增配各类利率债和各类信用债，整体配置需求十分强劲；证券公司配置需求减弱，主要大幅减持国债和存单，对三类信用债依旧增持，但增持幅度下降；境外机构普遍增持各类债券。

图 7：不同投资者托管债券规模变化情况（1）



资料来源：中债登，上清所，天风证券研究所

图 8：不同投资者托管债券规模变化情况（2）



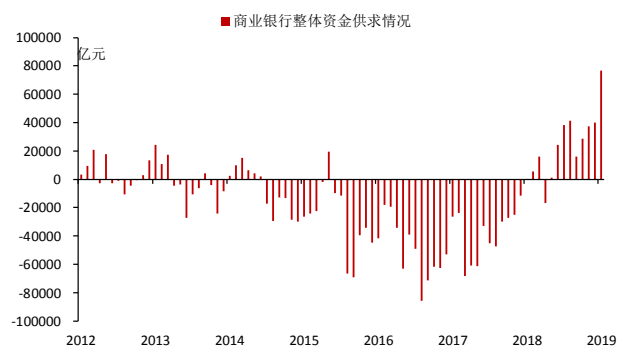
资料来源：中债登，上清所，天风证券研究所

4. 资金拆借：基金和券商资金融入力度依旧大

1 月份质押式回购总规模为 57.09 万亿元，环比大幅上涨 18.4%，同比增长 18.1%；1 月资金面整体依旧宽松，资金供给主要来自商业银行，广义基金资金融入需求依然很强。

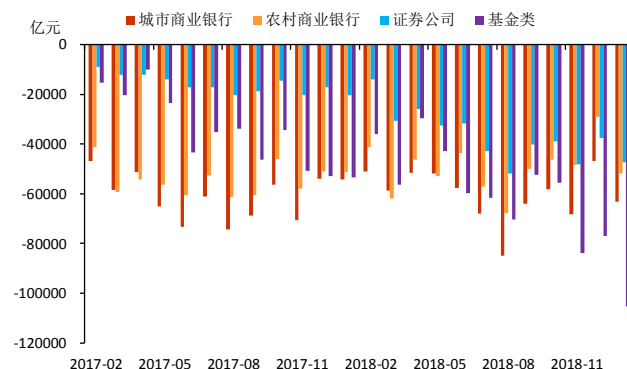
从主要的资金拆出机构来看，特殊结算成员当月拆出资金规模为 8.40 万亿，同比下降 4.1%；全国性商业银行净融出 19.90 万亿，同比大幅增长 78.3%，全国行的净融出规模已经连续 14 个月超过特殊结算成员，信用社也已经连续 4 个月净融出资金，1 月商业银行体系整体净融出规模环比继续增多，银行资金供给十分充裕。

图 9：商业银行整体净融出资金



资料来源：中债登，上清所，天风证券研究所

图 10：主要资金拆入机构的净融入规模



资料来源：中债登，上清所，天风证券研究所

从主要的资金拆入机构来看，城商行、农商行净融入规模环比出现大幅反弹，但同比增速并不高；广义基金净融入规模同比增长 97.3%，证券公司净融入规模同比增长 133.1%，两大非银机构的净融入需求十分旺盛，加杠杆的迹象依然较为显著。

总的来说，1 月份资金市场整体宽松，机构整体资金融入需求旺盛，广义基金和证券公司净融入规模继续同比大幅增长，商业银行体系净融出资金环比继续大幅增长，城商行和农商行的资金需求有所恢复，但全国行资金融出力度更大。

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_14163

