

## 商业银行债券投资行为分析

### 宏观市场:

【央行】6月15日-6月18日央行公开市场累计进行了400亿元逆回购和2000亿元MLF操作，本周央行公开市场累计有500亿元逆回购、2000亿元MLF和700亿元国库现金定存到期，因此上周央行公开市场全口径净回笼800亿元。本周央行公开市场有400亿元逆回购到期，无正回购和央票等到期。

【财政】6月15日-6月18日国债期货全线收涨，10年期主力合约涨0.32%，5年期主力合约涨0.14%，2年期主力合约涨0.05%。

【金融】6月15日-6月18日，货币市场隔夜Shibor上行1.60BP至2.014%，7天Shibor上行3.70BP至2.206%，14天Shibor上行32.50bp至2.527%。同业存单加权发行利率上升4.3bp，同时股份行1年期存单发行利率上升2bp至2.93%。

【企业】6月15日-6月18日AAA级、AA+级和AA级中央国企信用利差分别上行3.4BP、上行2BP、上行6.9BP；AAA级、AA+级和AA级地方国企信用利差分别上行5.4BP、上行3.1BP、上行2BP；AAA级、AA+级和AA级民营企业信用利差分别上行1.3BP、下行4.4BP、下行0.9BP。

【居民】6月15日-6月18日四十城整体新房成交面积较去年同期变化降20%，环比降22%，相对2020年周均降5%，年初以来累计同比涨45%，较2019年累计同比涨22%。二手房市场中统计的14个城市成交面积同比变化降32%，环比降18%，年初以来，二手房成交面积累计同比变化涨27%，较2019年累计同比涨10%。

### 本周关注：商业银行债券投资行为分析

回顾近20年中美央行资产负债表总体表现为从规模来看，商业银行资产负债表总规模增长平稳；从结构来看，近20年结构并无明显变化。总体来看“对非金融机构债权”持续资产端为第一大项，“对非金融及住户负债”持续为负债端第一大项。2015年以来，资产端“对政府债权”大幅上升。究其原因，主要由于2015年之后地方政府债显著放量，使得商业银行加倍配置了地方政府债。

从5月债券托管数据来看，商业银行持续增持利率债，减持信用债。究其原因，首先由于信用债供给减少，商业银行被动坚持啊；其次由于5月资金面总体呈现超预期宽松，同时在信贷数据逐渐回落，表内与表外信贷同时收紧的背景下，商业银行增持国债动力有所增强。

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号: F3064604

相关研究:

## 本周关注：商业银行债券投资行为分析

### • 商业银行资产负债表变化一览

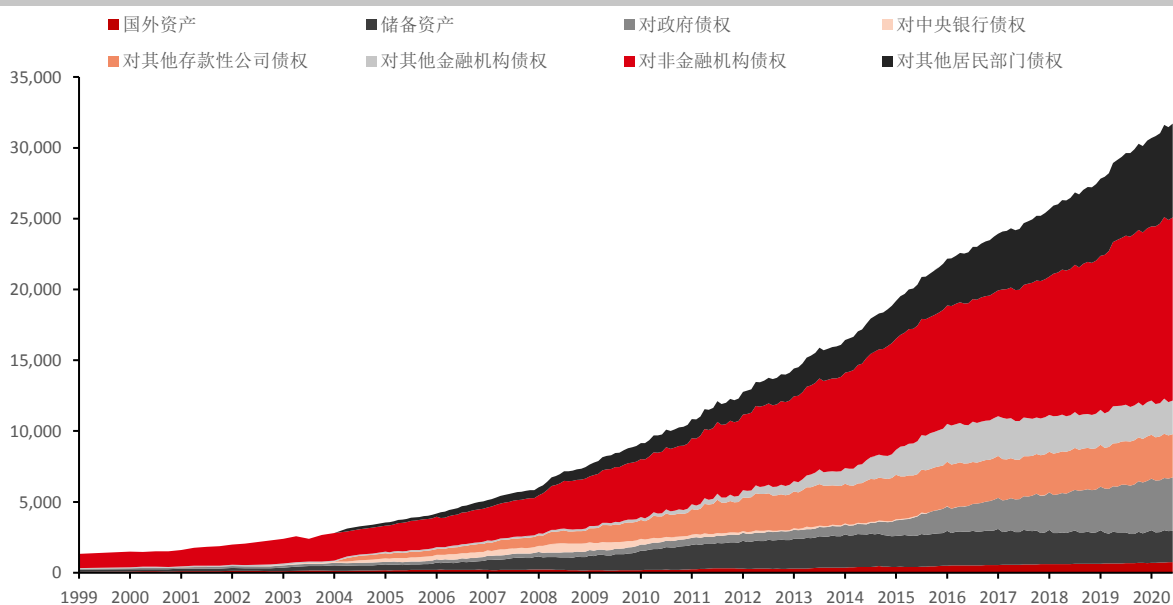
商业银行资产负债表可以帮助研究银行业的整体情况，形成全局认识。回顾近 20 年中国商业银行资产负债表总体表现为：规模平稳扩张，结构变化不大。

从规模来看，商业银行资产负债表总规模增长平稳。1999 年 12 月商业银行资产负债表总规模仅为 14 万亿；而截至 2021 年 5 月，表内总规模达到 330 万亿，20 年来扩张超过 23 倍。从总规模同比数据可以发现，近二十年来资产负债表基本处于持续增长状态，2000 年至 2010 年间，增长速度最快，同比增长率在 15% 以上；而 2010 年以后同比增长率开始下跌；到 2018 年之后，同比增长率基本维持在 5% 至 10% 之间。从总规模季度环比数据可以发现，商业银行资产负债表呈现季度变化，每年一季度与二季度环比增长率通常高于三季度与四季度；2010 年以后，季度环比增长率维持在 2% 至 6% 之间。

从结构来看，商业银行资产负债表近 20 年结构并无明显变化，总体来看“对非金融机构债权”持续资产端为第一大项，“对非金融及住户负债”持续为负债端第一大项。在目前的商业资产负债表中，资产项下共计设置有 9 项，分别为国外资产、储备资产、对政府债权、对中央银行债权、对其他存款性公司债权、对其他金融机构债权、对非金融机构债权、对其他居民部分债权和其他资产；负债项下共计设置有 8 项，分别为对非金融机构及住户负债、对中央银行负债、对其他存款性公司负债、对其他金融性公司负债、国外负债、债券发行、实收资本和其他负债。

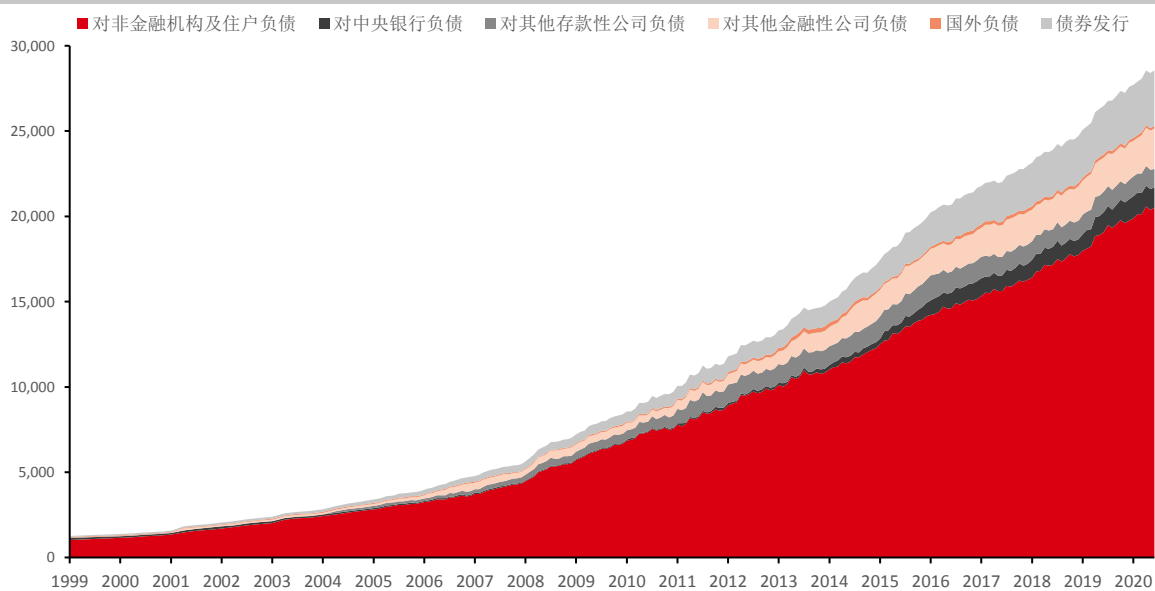
详细观察数据可以发现，资产端第一大项为“对非金融机构债权”项目，2000 年占总资产 80% 左右。“对其他金融机构债权”反映的是商业银行持有的对非金融企业的债权。从总量看，2000 年以来该项稳步增长，但在总资产中占比逐渐下降，从 2000 年的 80% 下降至 2021 年不到 35%。而“对其他居民部门债权”和“对政府债权”近 20 年占比增长迅速。“对其他部门债权”从 2000 年的占比不足 1% 到 2021 年占比约 20%，增速较快，主要受到近 20 年房地产市场蓬勃发展的影响。“对政府债权”主要包括持有国债和地方政府债，该项目在 2015 年之前维持缓慢增长，而 2015 年之后，大幅上升。究其原因，主要由于 2015 年之后地方政府债显著放量，使得商业银行加倍配置了地方政府债。而商业银行资产负债表负债端结构较为固定，“对非金融机构及住户负债”长年占据第一，且基本维持在 70% 以上。此项目包含纳入广义货币的存款、不纳入广义货币的存款两类，是商业银行最大的资金来源。

图 1: 商业银行资产负债表中资产端各项变化趋势 (百亿元)



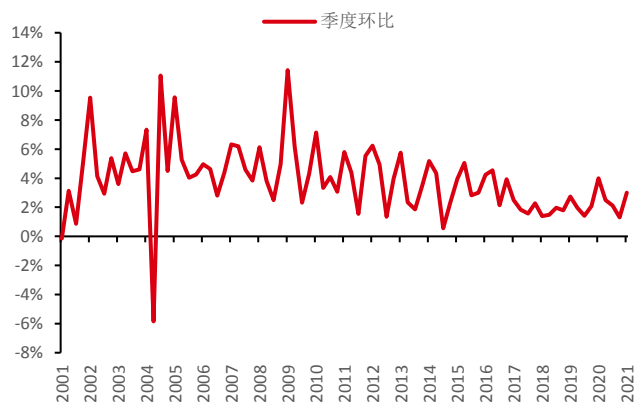
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 2: 商业银行资产负债表中负债端各项变化趋势 (百亿元)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 3: 商业银行资产负债表规模季度环比变化 (%)



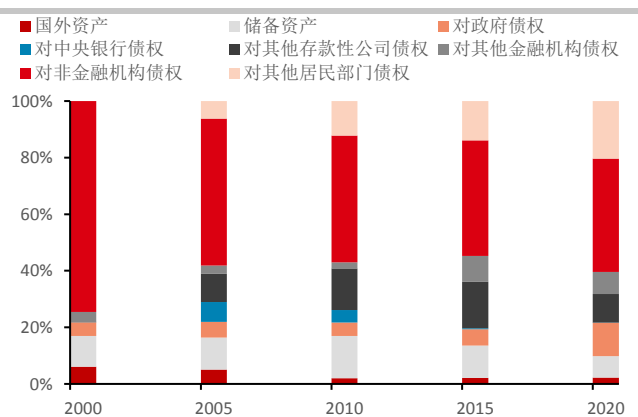
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 4: 商业银行资产负债表规模同比变化 (%)



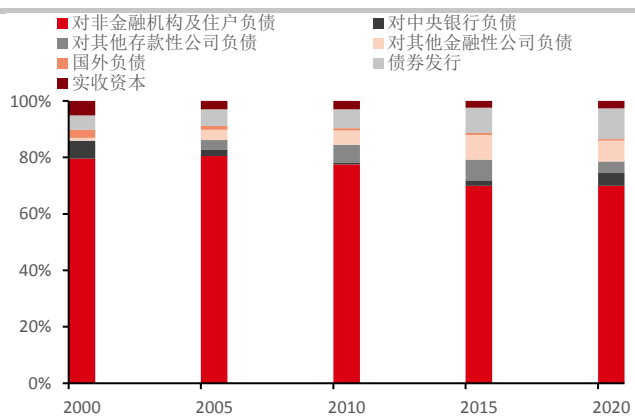
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 5: 商业银行资产端各项占比变动情况 (%)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 6: 商业银行负债端各项占比变动情况 (%)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

- 从5月债券托管数据观察商业银行债市投资行为

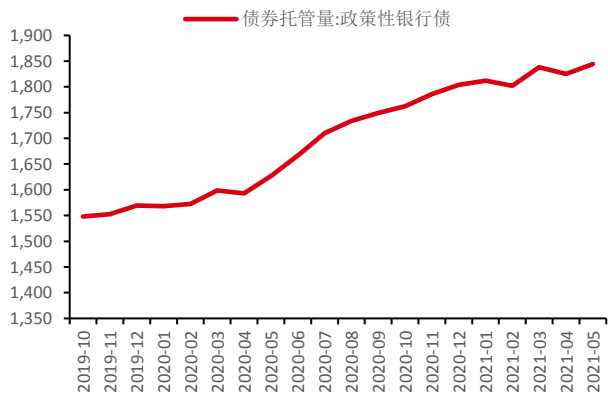
商业银行是债券市场最重要的投资群体之一，截止2021年5月，商业银行合计持有债券投资超过56万亿元，在银行间债券市场的托管量占比维持在50%左右。一般来说，商业银行持仓债券以利率债为主、信用债和同业存单等配置比例较低。由于利率债风险低，流动性较高，一般可以帮助商业银行节约资本占用并获得一定的票息作为盈利；同时由于商业银行的存款与贷款久期不同，投资利率债可以有效改善银行的期限错配状况，因此是商业银行配置比例最高的债券。

**利率债与同业存单托管量增加，信用债托管量减少。**5月上清所和中债登各券种托管量共计106.1万亿元，较4月增加了1.01万亿元。从券种角度来看，利率债和同业存单托管量延续上行趋势，信用债托管量出现下行。利率债方面，国债和政金债托管量分别增加1646亿和1943亿，地方债托管量增加4847亿，利率债各券种托管量增幅相比上月均出现扩大。5月利率债净融资量总计为8436亿，为今年以来的最高水平。信用债方面，短融和中票托管量分别减少了1018亿和506亿，企业债托管量减少241亿，信用债净融资由正转负。此外，同业存单托管量增加2051亿，同时存单利率保持在低位，显示存单市场继续呈现供需两旺的格局。

**商业银行增持利率债，减持信用债。**5月商业银行持仓增加3212亿元，环比多增1170亿元。从券种角度来看，5月增持地方债3436亿、国债1275亿、政金债678亿，减持同业存单721亿、短融券888亿、中票533亿、企业债34亿。由于当月债券净供给结构增量以利率债为主，因此商业银行的债券配置受此影响向利率债倾斜，属于被动增持；而由于信用债供给减少，对于信用债属于被动减持。对比各类券种在商业银行存量占比，商业银行仅对国债的配置意愿有所增强；虽然5月地方债加速发行，商业银行对地方债配置意愿仍有所减弱。我们认为，由于5月资金面总体呈现超预期宽松，同时在信贷数据逐渐回落，表内与表外信贷同时收紧的背景下，商业银行增持国债动力有所增强。

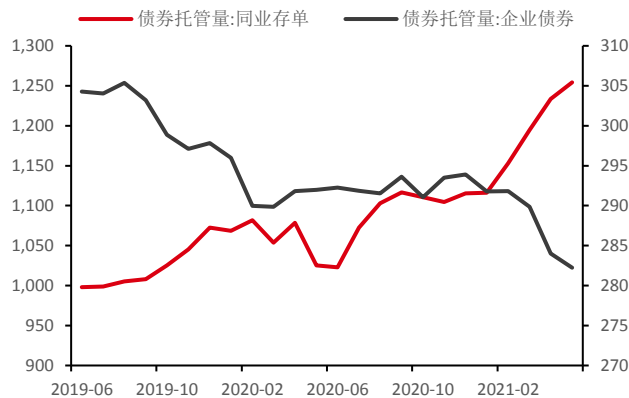
**观察6月后配置盘力量是否可以延续。**5月以来利率债供给放量并未对债市构成利空，相反出现一轮明显下行。究其原因，是由于商业银行等机构配置盘的买债需求。观察商业银行资产负债表我们认为，主要有两个原因。第一，资产端，在房地产贷款相关政策收紧的严监管政策下，商业银行非标投资标的供给减少，同时在去年永煤事件后信用债分化加剧，出现抱团。因此商业银行普遍存在“欠配”压力，利率债的投资价值凸显。第二，负债端，由于5月以来流动性维持超预期宽松，尤其是同业存单利率持续下行趋势跌破1年期MLF利率，负债端的宽松也为商业银行买债创造了良好的环境。6月以来，地方债与国债发行速度开始加快，引发市场对流动性的担忧，需密切关注流动性变化是否引发市场谨慎情绪，配置盘能否延续对国债的配置偏好。

图 7: 政策性金融债托管量持续走高 (百亿元)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 8: 存单托管走高, 企业债托管回落 (百亿元)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

## 中国主要宏观部门变化

图9: 国家、银行、非银、企业、居民五大部门价量Z值\*及其变动一览

Z-SCORE	央行			银行间		非银金融机构			企业端		居民端	
	逆回购价格	逆回购数量	人民币汇率	SHIBOR	同业存单	票据价格	票据数量	R-D R	企业信用利差	上游端价格	商品房成交面积	下游端价格
Δ1天(BP)	0.00	-0.01	-0.03	-2.49	-0.01	1.27	0.61	-0.10	0.06	-0.06	-0.52	0.16
Δ5天(BP)	-1.00	-0.04	-0.18	-1.76	-0.11	1.03	1.16	-0.19	-0.21	-0.14	-0.95	0.75
10天(BP)	-1.00	-0.08	-0.25	-1.44	-0.29	4.64	15.88	0.40	-0.13	-0.08	-1.21	1.15
2021-06-18	0.00	-0.56	-0.99	0.13	-1.11	1.48	0.83	0.49	-0.81	1.17	-0.04	-0.50
2021-06-17	0.00	-0.57	-1.03	-0.09	-1.12	0.65	0.52	0.54	-0.77	1.25	-0.09	-0.43
2021-06-16	0.00	-0.57	-1.14	-0.09	-1.13	0.18	0.40	0.53	-0.75	1.32	0.21	-0.41
2021-06-15	0.00	-0.58	-1.15	-0.09	-1.11	-2.54	-2.69	0.57	-0.92	1.37	-0.58	-0.40
2021-06-14	0.00	-0.58	-1.26	-0.19	-1.26	0.86	0.73	0.72	-1.01	1.36	-2.63	-0.29
2021-06-11	0.47	-0.58	-1.21	-0.17	-1.25	0.73	0.39	0.61	-1.02	1.37	-0.90	-0.28
2021-06-10	0.46	-0.59	-1.22	-0.12	-1.22	0.44	0.18	0.58	-1.03	1.38	-1.13	-0.38
2021-06-09	0.45	-0.59	-1.25	-0.10	-1.35	0.25	0.07	0.49	-0.81	1.37	0.05	-0.34
2021-06-08	0.44	-0.60	-1.23	-0.08	-1.38	-0.13	0.21	0.60	-0.66	1.33	1.32	-0.26
2021-06-07	0.43	-0.60	-1.19	-0.28	-1.51	0.41	0.11	0.60	-0.84	1.31	0.56	-0.19
2021-06-04	0.42	-0.61	-1.32	-0.30	-1.57	0.26	0.05	0.35	-0.93	1.28	0.21	-0.23
2021-06-03	0.42	-0.61	-1.34	-0.28	-1.48	0.01	0.03	0.19	-0.98	1.36	-0.18	-0.22
2021-06-02	0.41	-0.62	-1.45	-0.22	-1.35	-0.29	0.17	0.35	-1.10	1.34	0.06	-0.23
2021-06-01	0.40	-0.62	-1.41	0.17	-1.39	0.65	0.90	-0.86	-1.04	1.35	0.08	-0.28
2021-05-31	0.40	-0.63	-1.33	0.02	-1.52	2.29	2.11	0.54	-0.96	1.33	0.68	-0.19
2021-05-28	0.39	-0.63	-1.25	0.15	-1.53	1.65	1.41	0.49	-1.04	1.46	0.27	-0.17
2021-05-27	0.39	-0.63	-1.23	0.10	-1.52	1.63	1.43	0.40	-1.00	1.49	0.71	-0.11
2021-05-26	0.38	-0.63	-1.15	0.08	-1.57	1.14	1.13	0.36	-1.18	1.46	0.06	-0.07
2021-05-25	0.38	-0.63	-1.09	0.10	-1.57	0.61	0.77	0.75	-1.33	1.41	2.22	-0.05

数据来源: WIND 华泰期货研究院

注: Z值计算样本逆回购价格和数量为每日7天与14天利率和剩余存量值,人民币汇率采用美元兑人民币汇率值,SHIBOR利率为隔夜、7天、14天和1个月SHIBOR利率平均值,同业存单为国有银行和股份制银行6个月与1年同业存单利率平均值,产业信用利差采用全体产业债信用利差,上游端价格由铝价、铜价、铁矿价和矿价综合指数联合编制而成,下游端价格由农产品蔬菜价格、猪肉价格、水果价格和其他鱼类肉类价格联合编制而成,时间区间为过去200个交易日。



## 一周央行财政

### 【央行】

15日央行开展了2000亿元1年期中期借贷便利（MLF）操作（含对6月15日MLF到期的续做）和100亿元7天期逆回购操作，中标利率分别为2.95%、2.20%。同时当日有200亿元逆回购和2000亿元MLF到期，实现净回笼100亿元。

16日央行开展了100亿元7天期逆回购操作，中标利率为2.20%。同时当日有100亿元逆回购到期，实现零净投放零净回笼。

17日央行开展了100亿元7天期逆回购操作，中标利率为2.20%，同时当日100亿元逆回购和700亿元国库现金定存到期，实现全市场净回笼700亿元。

18日央行开展了100亿元7天期逆回购操作，中标利率为2.20%。同时当日有100亿元逆回购到期，实现零净投放零净回笼。

### 【财政】

15日国债期货小幅收涨，10年期主力合约涨0.07%，5年期主力合约涨0.04%，2年期主力合约涨0.01%。主要利率债收益率全线上行，10年期国开活跃券21国开05收益率上行2.31bp报3.548%，5年期国开活跃券21国开03收益率上行2.25bp报3.2925%，10年期国债活跃券20付息国债16收益率上行2.48bp报3.15%，5年期国债活跃券20付息国债13收益率上行1.55bp报2.9805%。

16日国债期货收盘多数下跌，10年期主力合约跌0.01%，5年期主力合约跌0.01%，2年期主力合约持平。主要利率债收益率全线上行，10年期国开活跃券21国开05收益率上行1.55bp报3.554%，5年期国开活跃券21国开03收益率上行1.65bp报3.3115%，10年期国债活跃券20付息国债16收益率上行1.5bp报3.16%，5年期国债活跃券20付息国债13收益率上行1.5bp报2.985%。

17日国债期货小幅收跌，10年期主力合约跌0.12%，5年期主力合约跌0.07%，2年期主力合约跌0.02%。主要利率债收益率多数上行，10年期国开活跃券21国开05收益率上行1.21bp报3.5661%，5年期国开活跃券21国开03收益率下

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\\_20301](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20301)

