

银行加利率，基金配信用 ——4月中债登、上清所托管数据点评

基本结论

- **债券发行规模增加，发行利率下行：**4月利率债发行量为12769.80亿元，同比上升14.82%，主要原因是政策性银行债发行量同比上升31.92%，地方债发行量同比上升26.51%。净融资额方面，4月利率债净融资额为3023.12亿元，同比上升5.13%。4月信用债发行量为29688.15亿元，同比上升46.13%，净融资额为11347.33亿元，同比上升536.05%。4月利率债加权平均发行期限为7.77年，比上月减少1.76年，加权平均票面利率为2.63%，较上月下行34bps。4月信用债加权平均发行期限为1.87年，比上月缩短1.11年，加权平均发行利率为2.49%，比上月下降110bps。
- **商业银行为利率债加配主力，偏好地方债：**4月利率债托管量环比续增，国债和地方政府债有较显著的增幅。分机构来看：商业银行是配置利率债的主力，其中全国性商业银行、城市商业银行、农商行和农合行均有所增持。品种上商业银行更偏好地方政府债；境外机构同样较大幅度增持利率债，在品种上更偏好国债；广义基金增持利率债，主要加仓来源于国债；政策性银行、交易所、保险机构和券商整体配置力量有所减弱，政策性银行、交易所和券商均减持较多地方政府债，保险机构则减持政策性金融债。
- **广义基金成为信用债配置主力：**4月信用债托管量环比提升，主要源于超短融、中票和同业存单增加较多所致。从持仓占比的变化看，广义基金加仓信用债，商业银行减仓信用债。分机构来看：4月份广义基金是增持信用债的主力，主要加仓品种为超短融、中票和同业存单；保险机构减持信用债，主要减持同业存单。
- **总结：4月份银行在利率债延续了强势的表现。**分不同类型银行来看，全国性商业银行的配置力量起主导力量，其对利率债增持量为信用债的五倍。**4月份商业银行在利率债延续了强势的表现，偏好地方政府债。**虽然地方政府债发行量较3月份有所下滑，但净融资额仍然较高，并且由于商业银行对地方政府债的增持，国债和政策性金融债表现为减持。**4月商业银行对信用债同样有大幅度的增持。**主要是因为信用债供给量的大幅增加，而商业银行对信用债的投资结构变化，主要体现在对同业存单及中票的增持。**4月广义基金成为加配信用债的主力。**4月份显著增强了在信用债的配置力量，从绝对量上看，其持仓增量主导了4月的信用债投资结构，而广义基金对信用债的投资结构变化，主要体现在对超短融、中票的增持。**券商增持信用债，减持利率债。**信用债方面主要增持中票和超短融，利率债方面主要减持地方政府债；**保险机构则减持信用债和利率债。**主要减持同业存单和政策性金融债。
- **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；3) 新冠肺炎疫情控制不及预期。

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

张丽平 联系人
zhang_lp@gjzq.com.cn

4 月利率债发行规模增加，商业银行是加配利率债的主力，投资结构上更偏好于地方政府债。信用债方面，4 月发行量和净融资额均维持历史高位，广义基金成信用债配置主力。

1、供给端：债券发行规模增加，发行利率下行

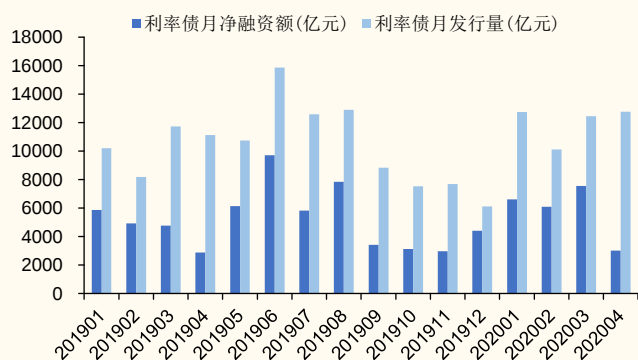
受政策性银行债和地方债发行量同比上升的影响，利率债发行增加。4 月利率债发行量为 12769.80 亿元，同比上升 14.82%，主要原因是政策性银行债发行量同比上升 31.92%，地方债发行量同比上升 26.51%。净融资额方面，4 月利率债净融资额为 3023.12 亿元，同比上升 5.13%，各类利率债净融资额分化，国债和政策性银行债同比大幅下降，地方债同比大幅上升。

4 月利率债发行利率继续下行，发行年限缩短。4 月利率债加权平均发行期限¹为 7.77 年，比上月减少 1.76 年，加权平均票面利率为 2.63%，较上月下行 34bps。

信用债发行量和净融资额均有所上升。4 月信用债发行量为 29688.15 亿元，同比上升 46.13%，净融资额为 11347.33 亿元，同比上升 536.05%。与去年同期相比，短融、中票、公司债和定向工具净融资额增加且维持为正，企业债净融资额增加但仍为负值，同业存单净融资额转负为正。

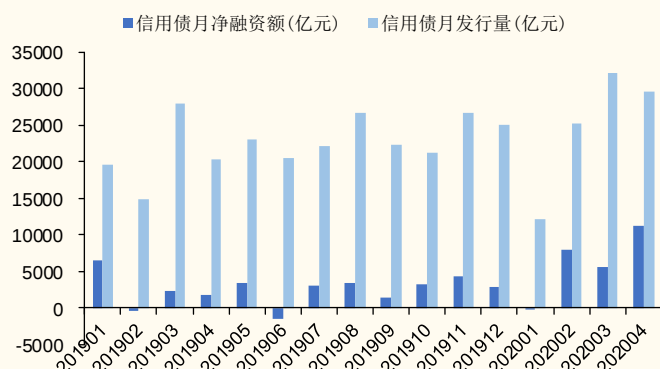
4 月信用债发行期限缩短，发行利率大幅下降。4 月信用债加权平均发行期限为 1.87 年，比上月缩短 1.11 年，加权平均发行利率为 2.49%，比上月下降 110bps。

图表 1：利率债发行规模和净融资规模



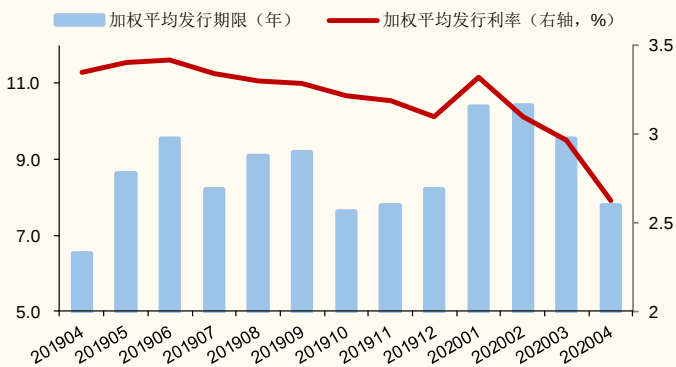
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：信用债发行规模和净融资规模



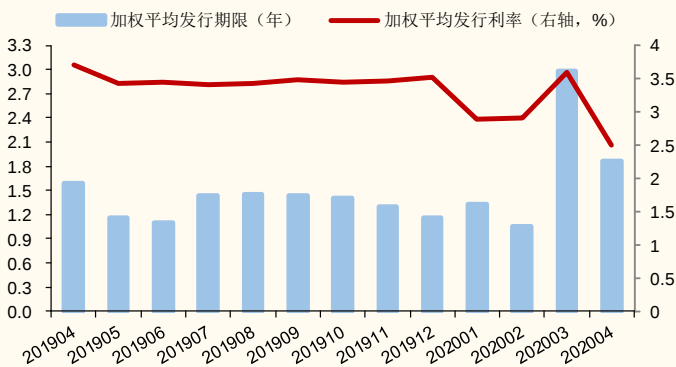
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：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 4：信用债加权平均发行期限与发行利率走势情况



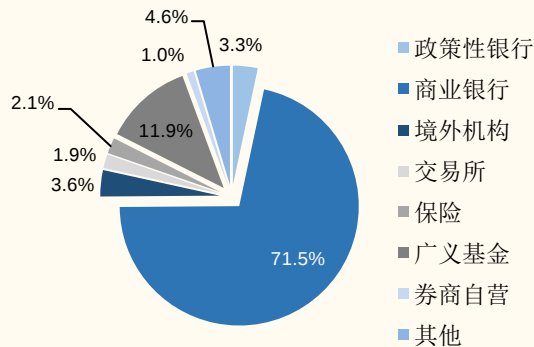
来源：Wind，国金证券研究所

¹ 以发行额为权重，下同。

2、利率债需求端：商业银行加仓倾向明显

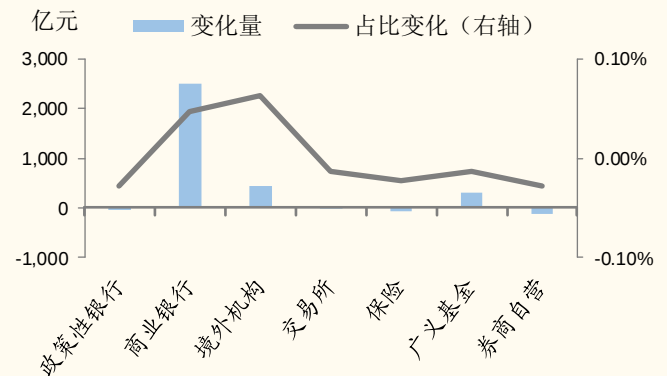
4 月利率债托管量为 54.33 万亿元，环比续增 3143.95 亿元。绝对量上看，全国性商业银行依旧是加仓的主力机构，4 月份其持仓 29.18 万亿元，较上月增加 1603.93 亿元。政策性银行、交易所、保险机构和券商是减仓机构。从持仓占比的变化来看，商业银行和境外机构加仓倾向明显，持仓占比较上月分别增加 0.05 和 0.06 个百分点，而政策性银行和券商持仓占比均减少 0.03 个百分点。

图表 5：2020 年 4 月利率债持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：各主要投资机构利率债持仓变化、占比变化

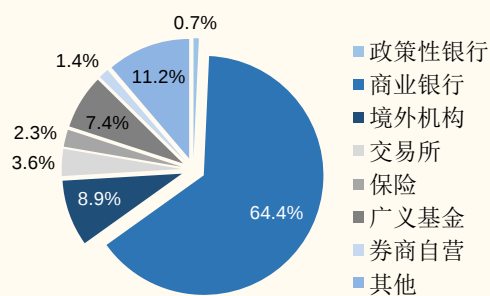


来源：Wind，国金证券研究所

2.1. 记账式国债

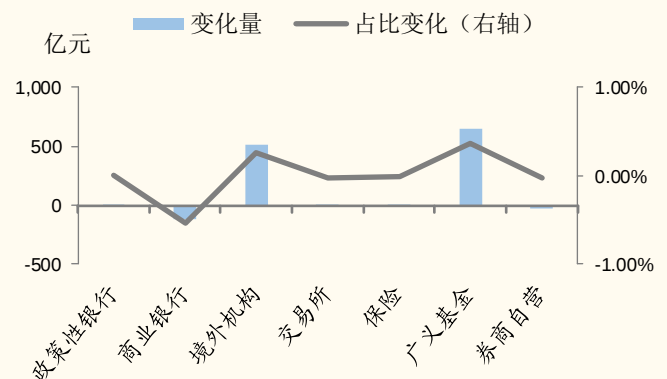
4 月记账式国债托管规模为 15.59 万亿元，环比增加 1116 亿元。广义基金和境外机构是加仓主力，分别增加 652.70 亿元和 512.12 亿元。全国性商业银行是减仓主力，减持国债 256.65 亿元，持仓占比减少 0.50 个百分点。券商也减持国债 23.65 亿元。

图表 7：2020 年 4 月国债持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：各主要投资机构国债持仓变化、占比变化

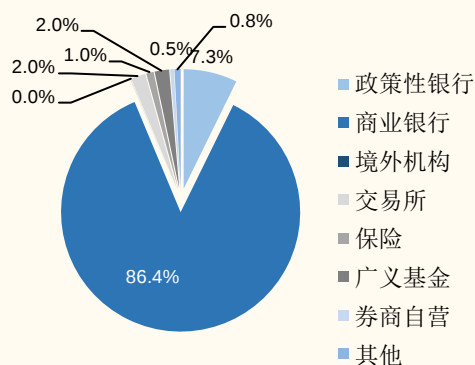


来源：Wind，国金证券研究所

2.2. 地方政府债

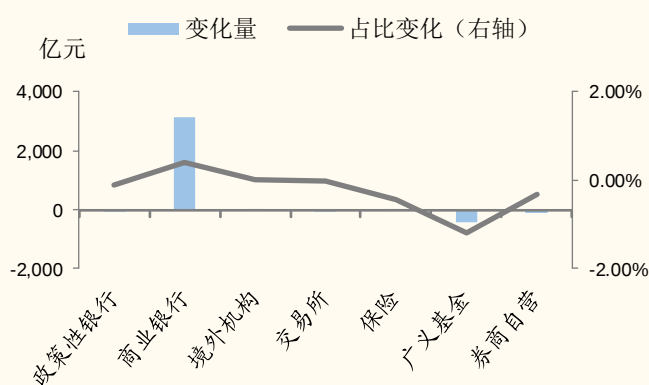
4 月地方政府债托管量为 22.81 万亿元，环比增加 2596.35 亿元。商业银行对地方政府债进行了大幅度增持，其中全国性商业银行增持了 2206.69 亿元，持仓占比较上月上升 0.14 个百分点。广义基金 4 月份有所减仓，减持了 428.11 亿元的地方债投资，持仓占比较上月减少 1.20 个百分点。

图表 9：2020 年 4 月地方债持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：各主要投资机构地方债持仓变化、占比变化

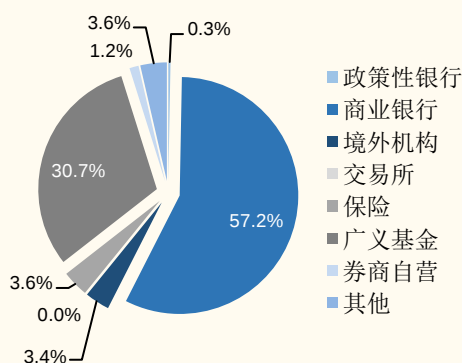


来源：Wind，国金证券研究所

2.3. 政策性金融债

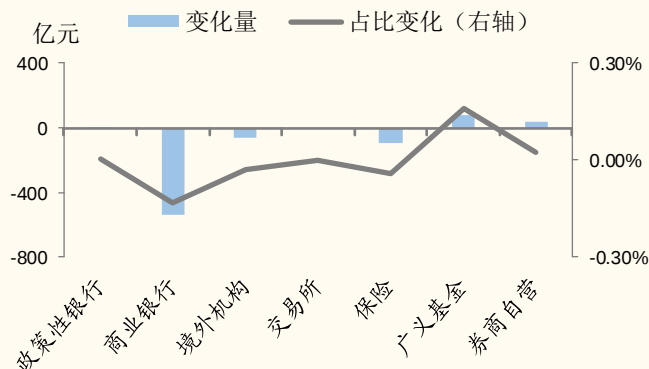
4 月政策性金融债托管量为 15.93 万亿元，环比减少 568.40 亿元。商业银行减持较多，减持了 536.34 亿元的政策性金融债，持仓占比较上月减少 0.13 个百分点，减仓倾向明显。保险对政策性金融债也有比较强的减仓力度，其减持 89.85 亿元的政策性金融债，持仓占比较上月减少了 0.04%。广义基金增持倾向明显，增持了 80.40 亿元的政策性金融债，持仓占比较上月增加了 0.16 个百分点。

图表 11：2020 年 4 月政金债持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：各主要投资机构政金债持仓变化、占比变化



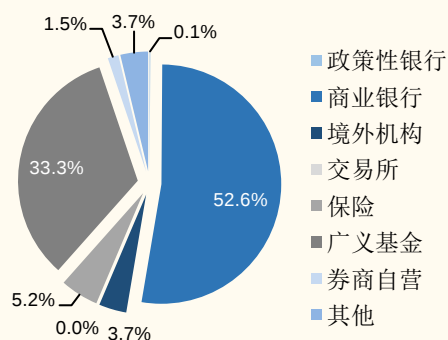
来源：Wind，国金证券研究所

具体区分国开债、口行债及农发债来看：从绝对量看 4 月各主体大多减仓国开债，总体减仓 1332.40 亿元，其中商业银行减仓 1042.62 亿元，持仓占比较上月下降 0.39 个百分点。

口行债的主要增持机构为商业银行和广义基金，增持量分别为 318.02 亿元和 255.20 亿元。除保险机构减持 6 亿元口行债外，其余主体均不同程度增持口行债，其中境外机构和券商对口行债分别增持 51.15 亿元和 47.97 亿元。

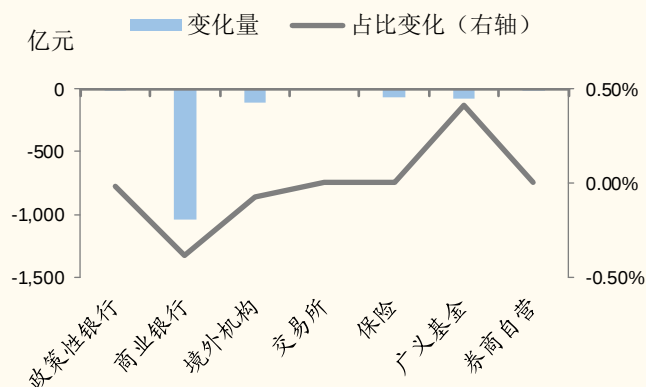
农发债的主要增持机构是商业银行，增持量为 188.27 亿元，持仓占比较上月增加 0.32 个百分点。减持农发债最多的是广义基金，减仓量为 99.16 亿元，持仓占比较上月减少 0.28 个百分点。

图表 13：2020 年 4 月国开债持仓占比



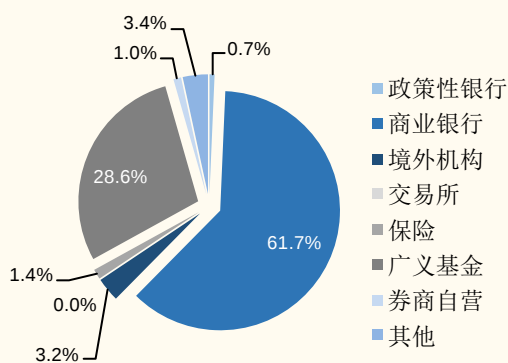
来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：各主要投资机构国开债持仓变化、占比变化



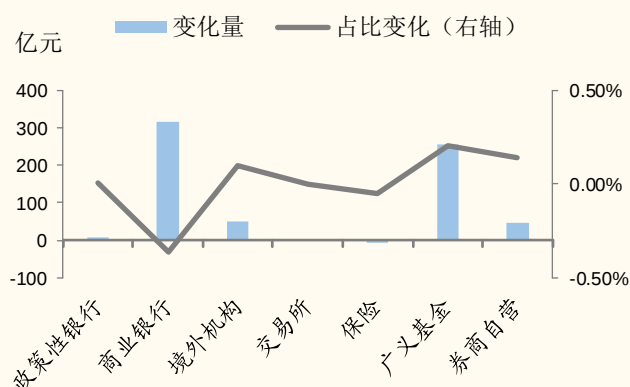
来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：2020 年 4 月口行债持仓占比



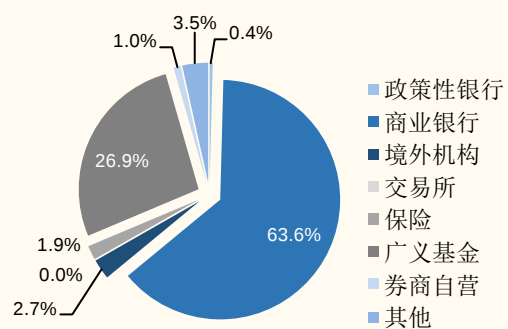
来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：各主要投资机构口行债持仓变化、占比变化



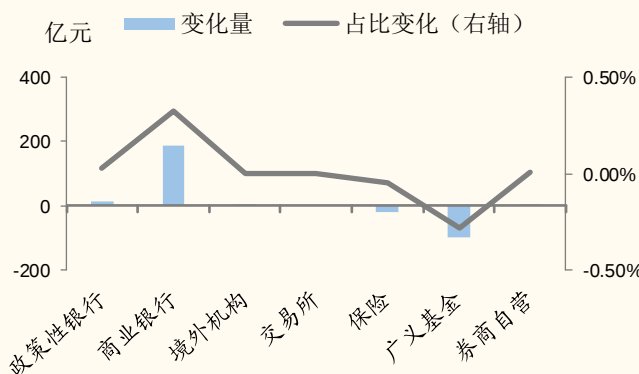
来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：2020 年 4 月农发债持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：各主要投资机构农发债持仓变化、占比变化



来源：Wind，国金证券研究所

总结来看，4 月利率债托管量环比续增，国债和地方政府债有较显著的增幅。

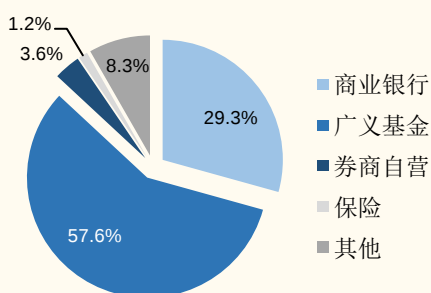
分机构来看：商业银行是配置利率债的主力，其中全国性商业银行、城市商业银行、农商行和农合行均有所增持。品种上商业银行更偏好地方政府债；境外

机构同样较大幅度增持利率债，在品种上更偏好国债；广义基金增持利率债，主要加仓来源于国债；政策性银行、交易所、保险机构和券商整体配置力量有所减弱，政策性银行、交易所和券商均减持较多地方政府债，保险机构则减持政策性金融债。

3、信用债需求端：广义基金成增持主力

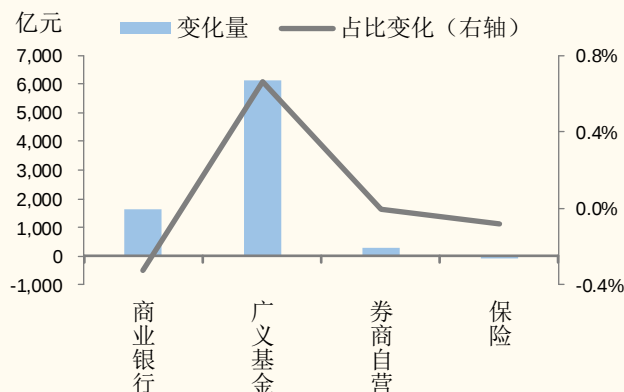
需求端方面，4月信用债托管量为23.74万亿元，环比续增8032.52亿元，广义基金为绝对的增持主力。具体来看，广义基金增持信用债6138.72亿元，持仓占比增加0.7个百分点，商业银行增持1614.92亿元，但持仓占比较上月减少0.3个百分点，券商则增持279.87亿元，保险机构减持83.33亿元。

图表 19：2020 年 4 月信用债持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：各主要投资机构信用债持仓变化、占比变化



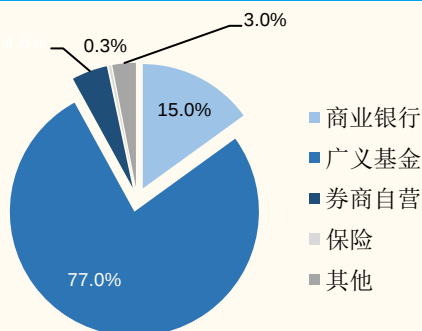
来源：Wind，国金证券研究所

3.1. 短融² & 超短融

4月短融托管量为5306.90亿元，环比增加262.40亿元。增持主力为商业银行，其4月持仓量为797.03亿元，增持量为182.27亿元，持仓占比较上月上升2.83个百分点。广义基金对短融增持88.59亿元，但持仓占比较上月下降2.25个百分点，券商和保险对短融有小幅增持，增持量分别6.22亿元和1.40亿元。农商行和农合行对短融减持3.96亿元，持仓占比较上月下降0.15个百分点。

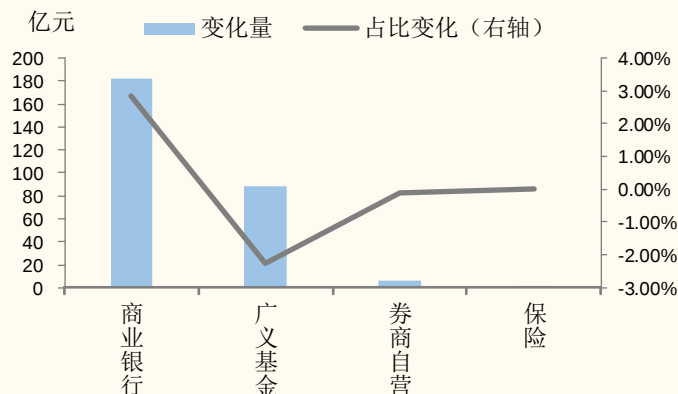
4月超短融托管量为23476.89亿元，环比上升1815.10亿元。其主要增持机构为广义基金，增持超短融2313.92亿元，持仓占比较上月上升4.77个百分点；券商增持89.55亿元，持仓占比较上月上升0.19个百分点；商业银行减持幅度较大，减持量为559.40亿元，其中全国性商业银行减持704.32亿元。

图表 21：2020 年 4 月短融持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

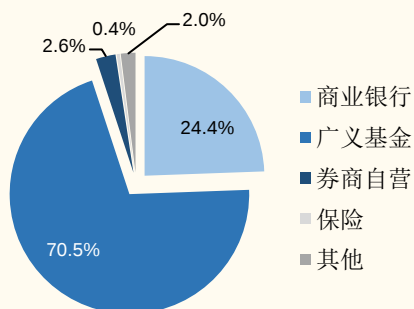
图表 22：各主要投资机构短融持仓变化、占比变化



来源：Wind，国金证券研究所

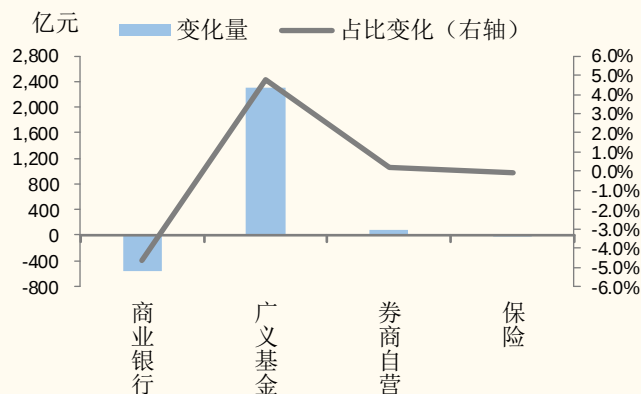
² 不包含超短融。

图表 23：2020 年 4 月超短融持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：各主要投资机构超短融持仓变化、占比变化

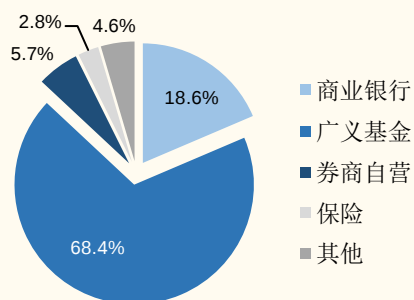


来源：Wind，国金证券研究所

3.2. 中票

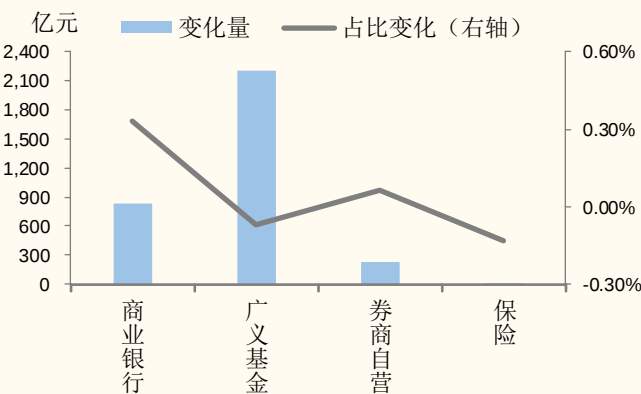
4 月中票的托管量为 71573.01 亿元，环比续增 3286.99 亿元。大多机构均有所增持，其中广义基金增持幅度较大，加仓中票 2199.06 亿元，但由于持仓基数大，持仓占比较上月下降 0.07 个百分点。商业银行、券商和保险机构分别增持 837.81 亿元、229.98 亿元和 1.10 亿元。

图表 25：2020 年 4 月中票持仓占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 26：各主要投资机构中票持仓变化、占比变化



来源：Wind，国金证券研究所

3.3. 企业债

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_5190

