

固定收益研究/固定收益月报

2020年02月12日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张亮 执业证书编号: S0570518110005
研究员 021-28972035
zhangliang014597@htsc.com

吴宇航
联系人 wuyuhang@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究:不确定性下的生存建议》
2020.02

2《固定收益研究:疫情中的信用债市场避险
与分层》2020.02

3《固定收益研究:久期策略稍优于信用下
沉》2020.01

商业银行仍是配置主力

2020年1月债券托管量数据点评

核心观点

跨年资金面宽松,地方债供给和信贷等资金消耗存在错位,导致商业银行成为1月配置需求最强劲的机构,大幅增配地方债、信用债和同业存单。广义基金配置力量继续低迷,仅小幅增持信用债和政金债,其他券种减持,对疫情行情参与不足。境外机构利率债配置减弱,但对信用债增持幅度创下近两年的高点。保险1月除了增持地方债以外,对其他券种配置依旧不强,仍是超长端的主要力量。券商是1月份交易型机构中为数不多的增持利率债的机构,尤其是对国债和政金债的增持较为及时。春节假期意外延长导致1月回购余额大幅下降,债市杠杆率数字不宜过度解读。

商业银行大幅增配地方债

跨年之后央行降准落地,资金面宽松,但地方债和信贷等资金消耗在春节前后才会开始,存在错位。因此商业银行1月份的配置需求较为强劲,整体上大幅增配地方债和同业存单等。此外由于年初有“早配置、早收益”的需求,银行显著增持了信用债。分银行类型看,全国性商业银行主要增持信用债和地方债。城商行主要减持国债和政金债,增配地方债和信用债。农商行与城商行情况类似,但不同之处在于农商行还大幅增持了同业存单。地方债的发行也在一定程度上缓解了中小行缺资产的状况。

广义基金仅小幅增持信用债和政金债

广义基金1月份配置力量并不强,仅小幅增持信用债和政金债,其他券种减持。广义基金在年初的配置需求并不紧迫,一方面年初银行有冲信贷和消化地方债的需求,委外资金不多,另一方面利率下行到比较低的位置,疫情前宏观经济预期好转,广义基金交易动力也不足。此外,1月份摊余成本债基发行速度放缓也使得对政金债等配置需求弱化,因此广义基金配债力度较上月进一步减弱,对节后疫情行情参与度不足。

外资机构“罕见”增持信用债

1月境外机构利率债配置减弱,但对信用债增持较多,增持幅度创下近两年的高点,主要以中期票据为主,环比增加122亿元。境外机构增配信用债可能是源于1月份国债、政金债等发行量减少,且利率下行至低位后信用债相对价值提升。近期美债利率下行幅度不小,中美利差仍处于比较高的位置,加之摩根大通指数纳入在即,外资流入的大趋势依旧不改。

保险机构主要配置地方债,券商整体需求不弱

保险1月除了增持地方债以外,对其他券种配置依旧不强,长期限地方债备受保险机构的青睐。尽管1月份国债托管量减少了15亿元,但事实上“开门红”效应下保险机构对超长期国债的配置需求还是较为强劲。券商需求不弱,大幅增持利率债和信用债,减持同业存单。券商是1月份交易型机构中为数不多的增持利率债的机构,尤其是对国债和政金债的增持较为及时。1月资金面整体较为宽松,加杠杆空间较大,也是券商配置力量增强的原因之一。

1月杠杆率显著下降,或源于假期延长导致数据偏误

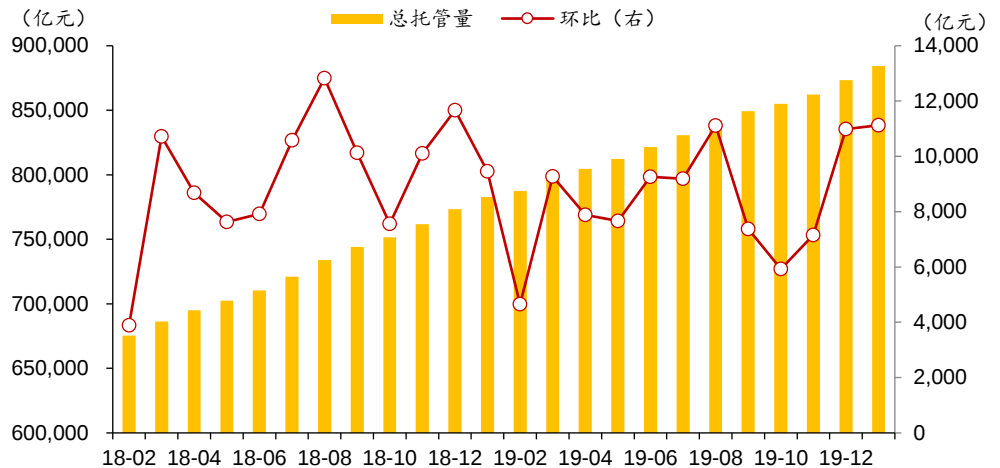
1月全市场质押式待购回余额为28918亿元,较上月减少22556亿元。债市整体的杠杆率较上月显著下降。回购余额大幅降低主要受两方面因素影响,一是春节效应导致机构在节前减少资金拆入,二是受新冠疫情影响假期延长。由于1月31日本应为节后首个交易日,但假期延长后无法交易。因此当日大量到期资金体现为待购回余额大幅减少,从而对杠杆率计算产生影响。事实上1月隔夜质押式回购成交量一度超过4万亿,实际杠杆率可能并不低。

风险提示:疫情演进存在不确定性,货币政策变化超预期。

总托管量环比上升，增幅主要来自地方债

截至 2020 年 1 月末，中债登、上清所债券总托管量 88.4 万亿元，较上月增加 11130 亿元（上月增加 10981 亿元），其中中债登总托管量 65.8 万亿元，环比增加 8127 亿元（上月增加 7756 亿元），增幅主要来自地方债。上清所总托管量 22.6 万亿，环比增加 3004 亿（上月增加 3224 亿元）。

图表1：中债登、上清所债券托管量变化

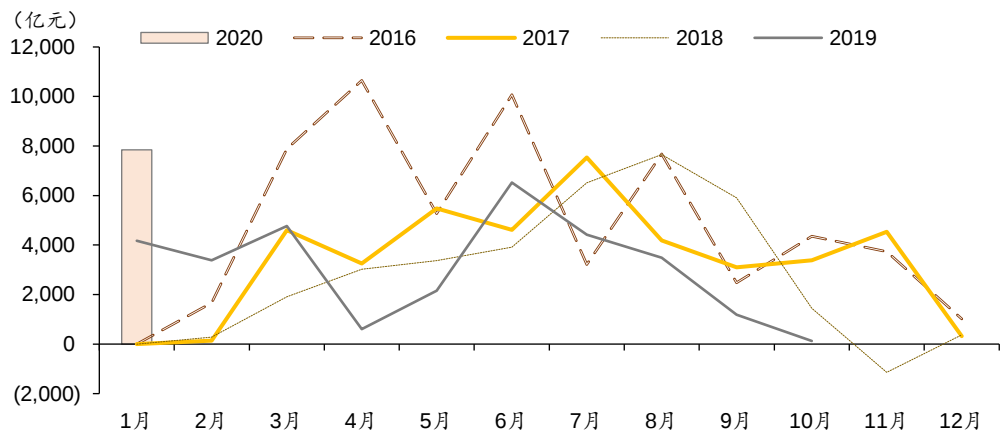


资料来源：Wind，华泰证券研究所

分券种来看：

国债托管量较上月减少 226 亿元（上月环比增加 3717 亿元）。政金债托管量较上月减少 152 亿元（上月环比增加 1705 亿元）。地方政府债托管量较上月增加 7851 亿元（上月环比增加 34 亿元）。1 月国债和政金债供给明显下降，但地方债发行大规模增加。而银行、保险、职业年金等配置力量仍强劲，这导致 1 月份债市整体表现强于预期。同时，1 月 20 日左右新冠疫情发酵，避险情绪强烈，进一步助推了债市的强势。十年国债利率从月初的 3.15% 下行至月底的 2.99%，下行幅度达 16BP。

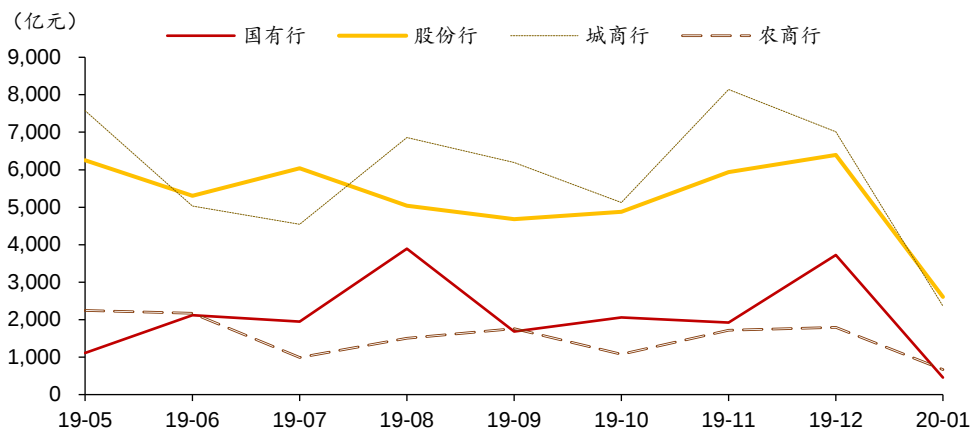
图表2：1 月地方债发行规模大幅增加



资料来源：Wind，华泰证券研究所

1 月同业存单净发行减少，总托管量较上月增加 407 亿元（上月环比增加 2703 亿元）。1 月份存单发行规模较上月大幅下降，主要原因在于跨年之后银行负债端压力有所缓解，通过发行存单改善流动性指标的需求也有所降低。

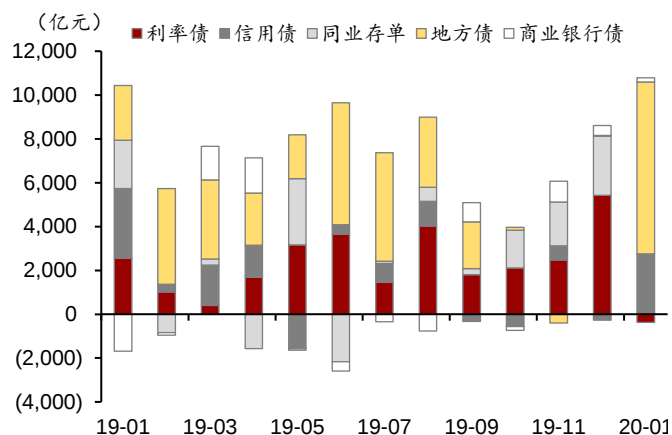
图表3：1月同业存单发行减少



资料来源：Wind，华泰证券研究所

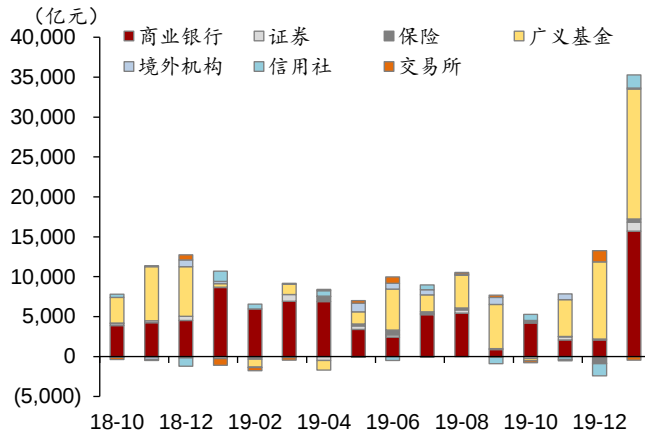
季节性因素影响下，信用债托管量大幅增加。信用债托管量环比增加 2747 亿元（上月环比减少 266 亿元）。其中，超短融托管量较上月增加 2155 亿元（上月环比减少 1015 亿元）。短融托管量较上月减少 119 亿元（上月环比减少 46 亿元）。企业债托管量环比减少 183 亿元（上月环比增加 71 亿元）。中期票据托管量环比增加 893 亿元（上月环比增加 724 亿元）。年初机构配置力量强劲，叠加新冠疫情发酵前宏观经济预期边际回暖，企业债券发行大幅增加。

图表4：总托管量单月环比（分券种）



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

图表5：总托管量单月环比（分机构）



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

图表6：1月机构持仓环比变化（单位：亿元）

		利率债			信用债				商业银行债券			同业存单
		国债	政金债	地方债	企业债	中票	短融	超短融	普通债	次级债	二级资本工具	
政策性银行		25.00	6.60	14.00	-3.00	209.90	21.80	96.20	-6.60	0.00	0.00	-228.70
商业银行	全国性商业银行	500.83	-520.54	5990.17	-69.29	1346.02	99.29	1097.49	-181.25	0.00	-95.60	-124.15
	城商行	-339.22	-392.06	524.75	-0.77	35.23	-4.60	206.70	9.00	0.00	6.45	-173.77
	农商行+农合行	-77.54	177.63	954.94	19.81	119.23	5.70	10.54	16.14	0.00	7.79	1222.00
	其他银行	325.11	20.04	79.14	2.41	411.60	10.40	61.80	-3.80	0.00	0.00	4993.42
广义基金	银行理财	-524.20	-290.02	7.14	447.36	81.57	539.12	9.41	0.00	16.49	-1662.54	
	其他基金	-10.85	583.53	-139.09				411.75	0.00	86.71		
非银机构	证券	55.35	130.98	354.68	-16.05	48.70	32.94	89.91	-101.05	0.00	-3.84	-284.97
	保险	-15.30	-110.20	514.28	-5.18	44.75	0.80	3.55	0.00	0.00	0.00	-7.30
	境外机构	42.36	39.71	0.00	-3.60	122.15	29.85	3.50	2.60	0.00	-4.00	-124.06
	信用社	61.34	200.48	135.67	-6.19	5.33	-0.30	12.10	13.70	0.00	0.00	995.30

资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

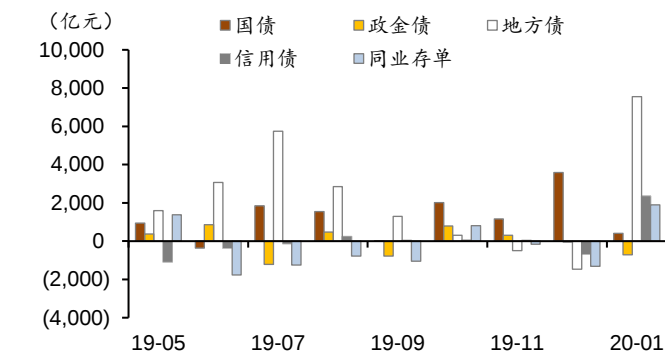
分机构持仓分析

商业银行大幅增配地方债

商业银行政金债持仓略有减少，大幅增持地方债。1 月商业银行国债托管量环比增加 409 亿元（上月环比增加 3584 亿元），政金债托管量环比减少 715 亿元（上月环比减少 50 亿元），尽管 1 月份国债总托管量下降，但是商业银行国债托管量环比增加了 409 亿元，反映商业银行 1 月份对国债的配置需求较为强劲，这也导致 1 月份经济基本面与配置力量出现背离。而地方债托管量环比大幅增加 7549 亿元（上月环比减少 1460 亿元），由于 1 月地方债发行规模增加，银行大幅增配地方债，与 2019 年一季度如出一辙，地方债的发行一定程度上缓解了银行的资产荒。商业银行配置需求旺盛，主因跨年之后央行降准落地，资金面宽松，但地方债和信贷等资金消耗在春节前后才会开始，存在错位。

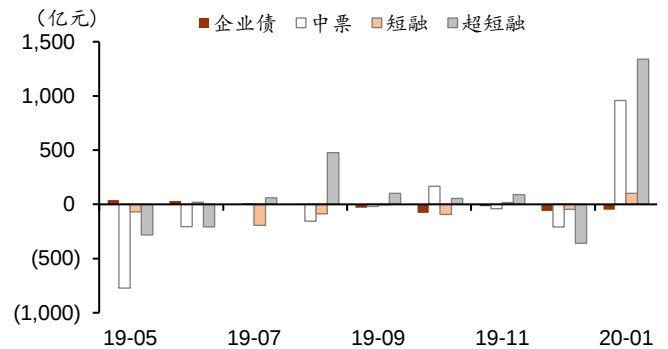
此外，1 月商业银行还大幅增持了信用债。1 月信用债托管量环比增加 3352 亿元，其中主要以超短融和中票为主。超短融托管量环比增加 1340 亿元（上月环比减少 360 亿元），短融托管量环比增加 103 亿元（上月环比减少 45 亿元）。企业债托管量环比减少 48 亿元（上月环比减少 61 亿元）。中期票据托管量环比增加 1912 亿元（上月环比减少 208 亿元）。1 月信用债发行量较大，同时银行有“早配置、早收益”的需求，因此显著增持信用债。

图表7： 商业银行托管量变化



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

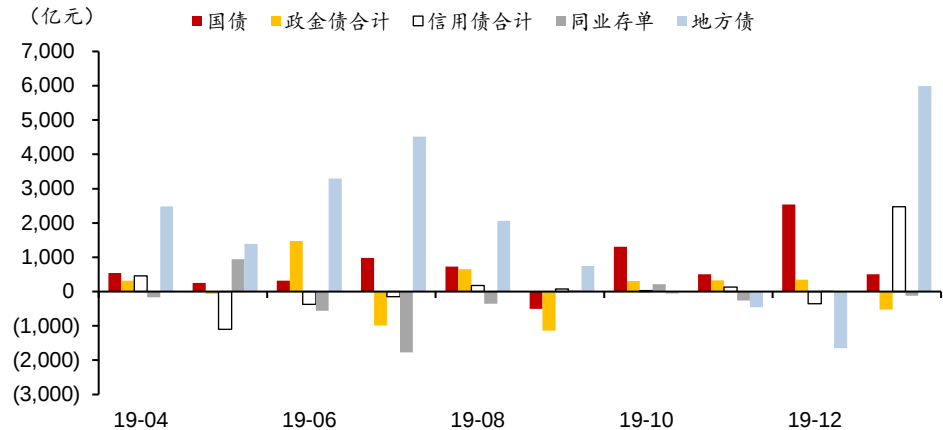
图表8： 商业银行信用债持仓规模变化



资料来源：中债登，上清所，华泰证券研究所

分银行类型看，全国性商业银行主要增持信用债和地方债。1 月份全国性银行的行为基本代表了商业银行的行为，也是大幅增持信用债和地方债，同时在国债规模减少的情况下，增加了国债配置。具体来看，1 月全国性商业银行信用债托管量环比大幅增加 2474 亿元（上月环比减少 358 亿元），地方债托管量环比增加 5990 亿元（上月环比减少 1651 亿元）。国债托管量环比增加 501 亿元（上月环比增加 2537 亿元），政金债托管量环比减少 521 亿元（上月环比增加 347 亿元），大行对国债的增持带动了 1 月份国债利率的下行。此外商业银行债持仓量环比减少 277 亿元（上月环比增加 78 亿元）。资产支持证券托管量环比增加 172 亿元（上月环比增加 513 亿元）。同业存单托管量环比减少 124 亿元（上月环比增加 38 亿元）。

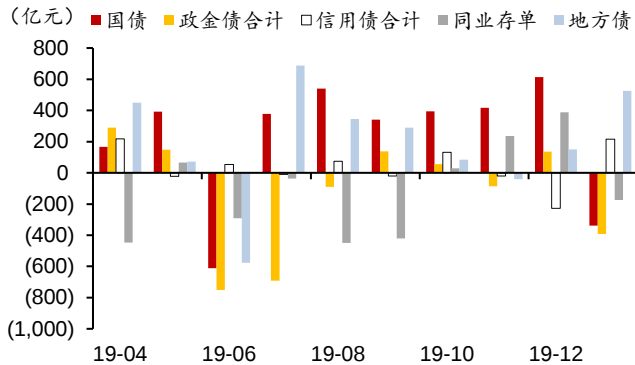
图表9：1 月份全国性商业银行托管量环比变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

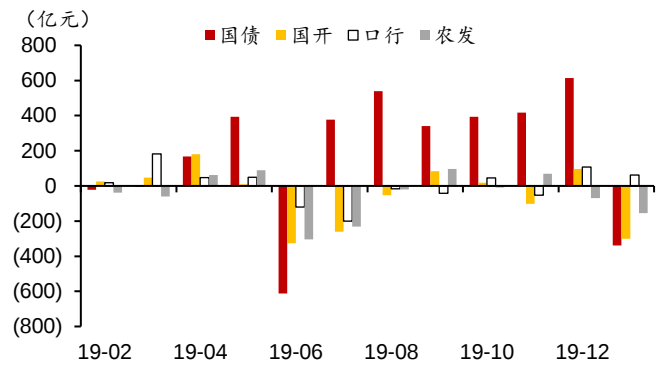
城商行主要减持国债和政金债，增配地方债和信用债。1 月城市商业银行国债+政金债托管量环比减少 731 亿元（上月环比增加 751 亿元），国债托管量环比减少 339 亿元（上月环比增加 615 亿元），政金债托管量环比减少 392 亿元（上月环比增加 136 亿元）。城商行减持国债、政金债的主要原因在于 1 月利率已经处于比较低的位置，且当时疫情行情还未迅速发酵，机构对利率债进一步下行的预期不足，因此无论是配置还是交易，增持力度都不强。而信用债和地方债补充了这一空白。1 月城商行信用债托管量环比增加 237 亿元（上月环比减少 228 亿元）。其中，超短融托管量环比增加 207 亿元，短融托管量环比减少 5 亿元，企业债托管量环比减少 1 亿元，中期票据托管量环比增加 35 亿元。地方债托管量环比增加 525 亿元（上月环比增加 150 亿元）。

图表10：城商行显著增配地方债



资料来源：Wind，华泰证券研究所

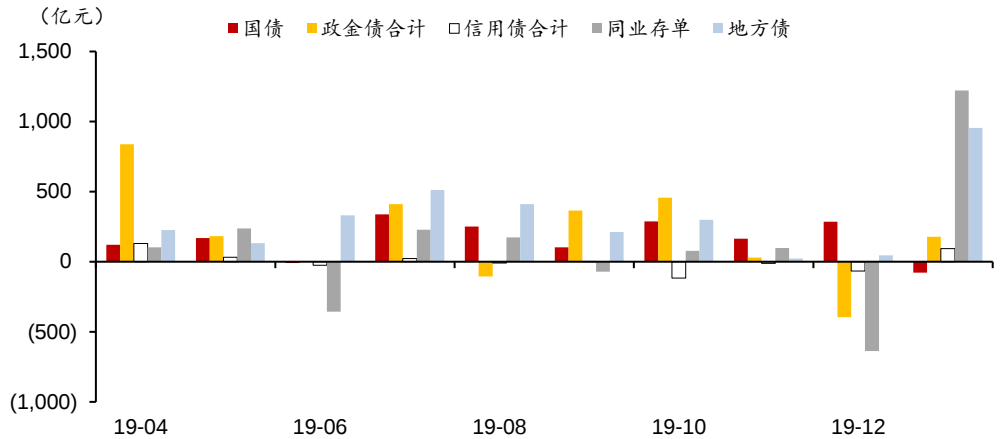
图表11：1 月份城商行国债+政金债持仓变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

农商行与城商行情况类似，但不同之处在于农商行还大幅增持了同业存单。1 月农商行及农合行国债托管量环比减少 78 亿元（上月环比增加 285 亿元）。政金债托管量环比增加 178 亿元（上月环比减少 394 亿元）。配置力量均不是很强。信用债托管量环比增加 155 亿元（上月环比减少 66 亿元），从量上看有小幅增加，其中主要是以中期票据为主（增加 119 亿元）。值得注意的是 1 月农商行同业存单托管量环比增加 1222 亿元（上月环比减少 638 亿元），同业存单规模显著上升的主要原因还是农商行可配资产较少，在跨域经营方面面临更严格的约束，因此面临更加严重的资产荒。同业存单收益尚可，且可作为比较好的流动性管理的手段，因此得到了农商行的青睐。地方债托管量环比增加 955 亿元（上月环比增加 46 亿元），地方债的发行也在一定程度上缓解了农商行缺资产的状况。

图表12: 1月农商行增配同业存单和地方债

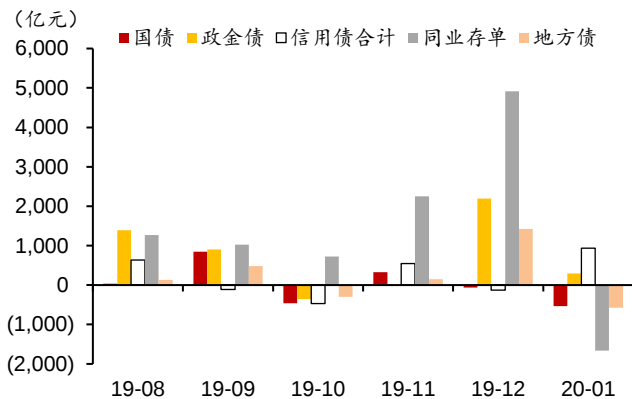


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

广义基金仅小幅增持信用债和政金债

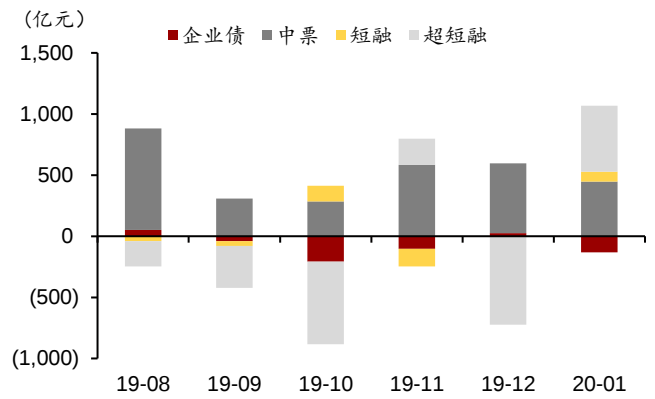
广义基金1月份配置力量并不强,仅小幅增持信用债和政金债,其他券种减持。广义基金1月国债托管量环比减少535亿元(上月环比减少61亿元)。政金债托管量环比增加294亿元(上月环比增加2194亿元)。信用债托管量环比增加936亿元(上月环比减少126亿元)。其中,超短融托管量环比增加539亿元,短融托管量环比增加82亿元,企业债托管量环比减少132亿元,中期票据托管量环比增加447亿元(上月环比增加572亿元)。同业存单托管量环比减少1663亿元(上月环比增加4913亿元)。地方债托管量环比减少578亿元(上月环比增加1421亿元)。事实上,广义基金在年初的配置需求并不紧迫,一方面年初银行有冲信贷和消化地方债的需求,委外资金不多,另一方面利率下行到比较低的位置,疫情前宏观经济预期好转,广义基金交易动力也不足。此外,1月份摊余成本债基发行速度放缓也使得对政金债等配置需求弱化,因此广义基金配债力度较上月有所减弱。

图表13: 广义基金持仓变化



资料来源: 中债登, 上清所, 华泰证券研究所

图表14: 广义基金信用债持仓环比变化

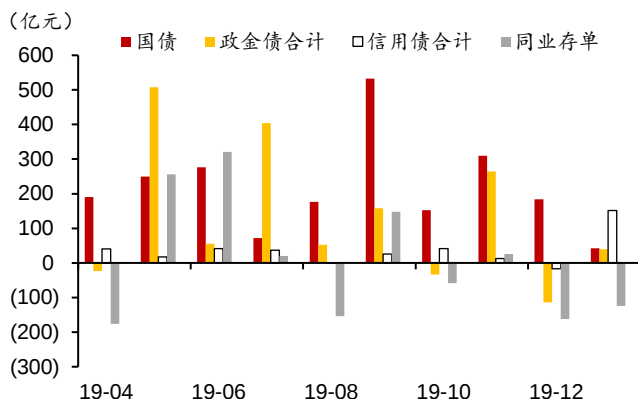


资料来源: 中债登, 上清所, 华泰证券研究所

外资机构“罕见”增持信用债

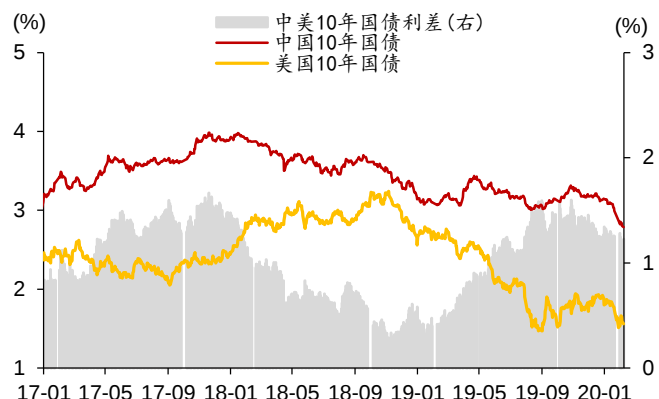
1 月境外机构利率债配置减弱,但对信用债增持较多。1 月国债托管量环比增加 42 亿元(上月环比增加 184 亿元)。政金债托管量环比增加 40 亿元(上月环比减少 114 亿元),增持力度均不大。信用债托管量环比增加 152 亿元(上月环比减少 17 亿元),其中主要是以中期票据托管量为主,环比增加 122 亿元。境外机构对信用债增持幅度创下近两年的高点,可能是源于 1 月份国债、政金债等发行量减少,且利率下行至低位,而信用债相对价值提升。不过近期美债利率下行幅度不小,中美利差仍处于比较高的位置,加之摩根大通指数纳入在即,外资流入的大趋势依旧不改。

图表15: 境外机构债券托管量环比变化



资料来源:中债登,上清所,华泰证券研究所

图表16: 中美利差仍较大



资料来源:Wind,华泰证券研究所

保险机构主要配置地方债,券商整体需求不弱

保险增配地方债,其他券种配置不强。1 月保险机构国债托管量环比减少 15 亿元(上月环比减少 179 亿元)。政金债托管量环比减少 110 亿元(上月环比增加 58 亿元)。信用债托管量环比增加 44 亿元(上月环比减少 17 亿元)。商业银行债托管量环比不变(上月环比减少 104 亿元)。资产支持证券托管量环比增加 5 亿元(上月环比不变)。同业存单托管量环比减少 7 亿元(上月环比增加 55 亿元)。地方债托管量环比增加 514 亿元(上月环比减少 656 亿元)。

可以看出保险 1 月除了增持地方债以外,对其他券种配置依旧不强。1 月份地方债发行规模较大,发行期限较长,且部分保险机构投资地方债可以免税,因此长期限地方债备受保险机构的青睐。尽管 1 月份保险机构国债托管量减少了 15 亿元,但事实上 1 月份保险机构对超长期国债的配置需求较为强劲。年初保险机构“开门红”,同时受益于理财现金管理类资产监管,保险相关产品的吸引力相对提升。此外,由于保险机构今年有大量的高收

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_7281

