

光期宏观：债券市场参与者风格分析

摘要：

光大期货研究所

从债券持有者结构来看，银行是债券市场最大参与者，广义基金经过近几年的快速增长，已经成为债券市场第二大投资机构。

不同机构的持债结构差异明显，银行、保险、境外机构以持有利率债为主，广义基金、证券持债品种更加均衡。

报告撰写人：朱金涛

从业资格号：F3060829

投资咨询号：Z0015271

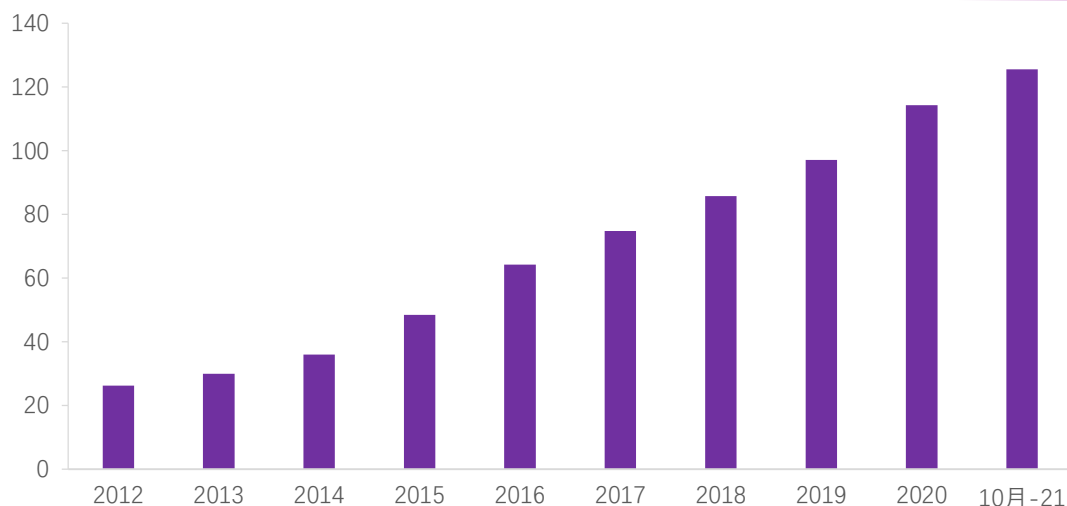
交易风格来看，银行特别是全国性大型银行以配置为主，基本不加杠杆，交易风格较为保守。证券公司交易最为活跃，杠杆率最高。

期市有风险

入市需谨慎

一、债券市场规模持续扩张，利率债占比过半

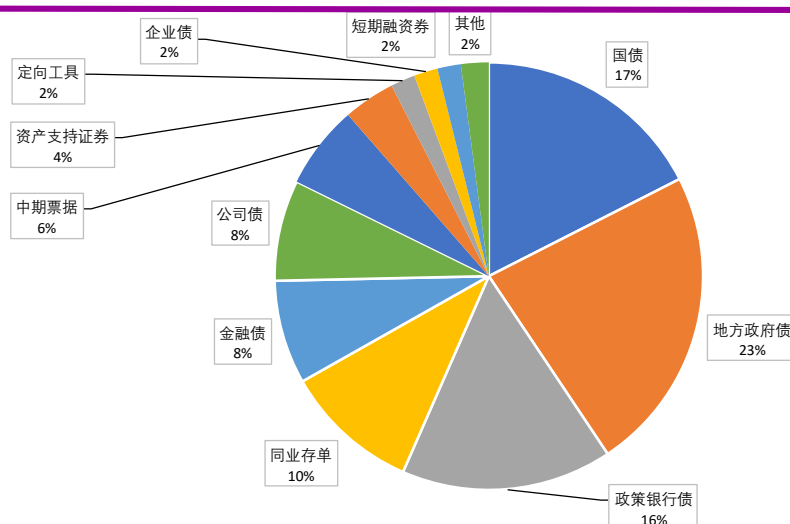
图表 1: 历年债券存量 (单位: 万亿)



资料来源: Wind、光大期货研究所

中国债券市场发展迅速, 过去 10 年间, 债券市场规模持续增长。根据 Wind 统计数据, 2020 年债券市场存量突破 100 万亿元, 最新数据显示截止 2021 年 10 月份, 债券市场存量 125.54 万亿元。

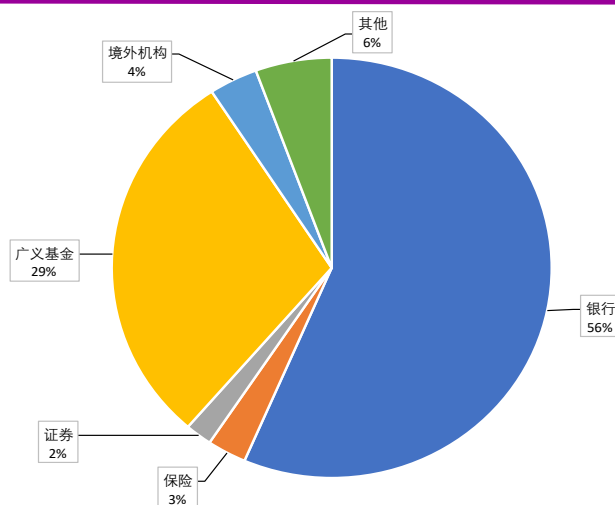
图表 2: 债券存量结构 (单位: %)



资料来源: Wind、光大期货研究所

从债券结构来看, 利率债占比 57%, 并且国债、地方债、政金债规模位居单品种债券前三。信用债总体占比 33%, 规模低于利率债, 但品种丰富。目前我国债券市场的特征表现为利率债为主, 信用债品类齐全。

图表 3: 银行间市场不同机构持有债券占比 (单位: %)



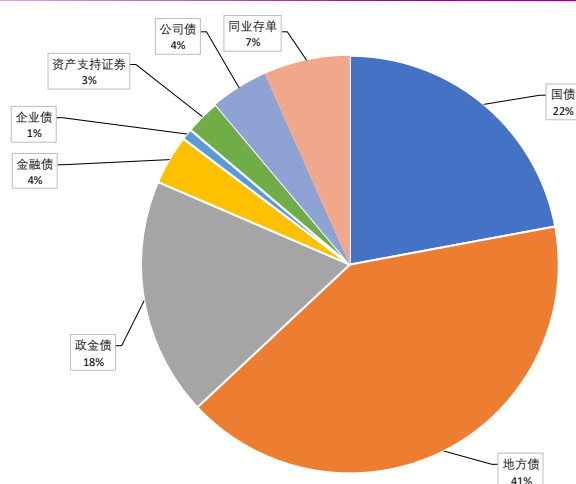
资料来源: 中债登、上清所、光大期货研究所

从不同机构持有债券的比重来看, 银行毫无疑问是最大的债券市场最大的投资者。根据 9 月份中债登及上清所托管情况进行汇总整理显示, 银行持有债券规模 60.8 万亿元, 占银行间市场总规模 56%。

二、持债风格分析

1、银行主要持有利率债

图表 4: 银行持有债券结构 (单位: %)



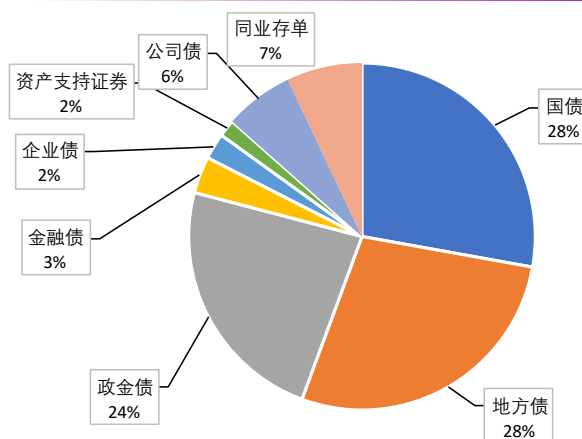
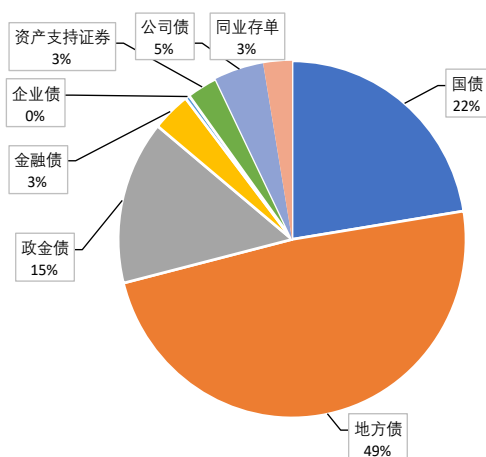
资料来源: 中债登、上清所、光大期货研究所

从银行的持债结构来看, 商业银行主要以配置利率债为主。国债、地方债、政策行银行债的持债比例合计高达 81%, 信用债配置比例明显偏低。

相比于信用债，利率债的优势表现为：1、流动性较好；2、资本占用低（国债和政策行金融债风险权重为 0%，地方债 20%，信用债 100%）；3、免税（国债和地方债免收所得税）。对于风险偏好低且流动性要求高的银行来讲，利率债更加契合配置需求，因此银行在持有债券的过程中大量配置利率债。

2、不同类型银行持有债券类型存在差异

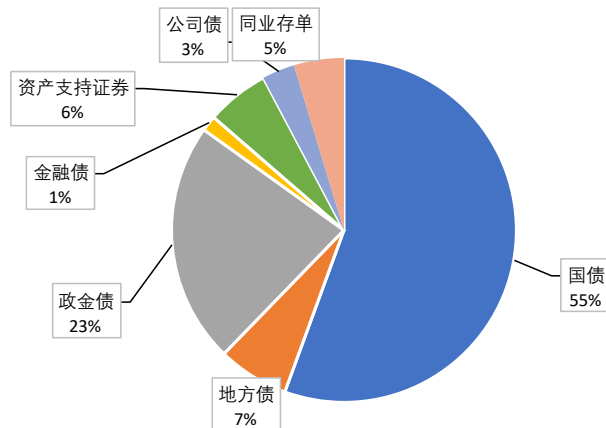
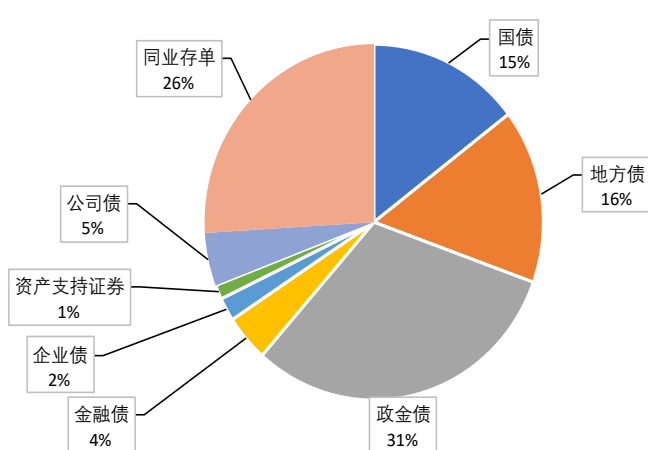
图表 5：全国性商业银行持债结构（单位：%） 图表 6：城商行持债结构（单位：%）



资料来源：中债登、上清所、光大期货研究所 资料来源：中债登、上清所、光大期货研究所

图表 7：农商行持债结构（单位：%）

图表 8：外资银行持债结构（单位：%）



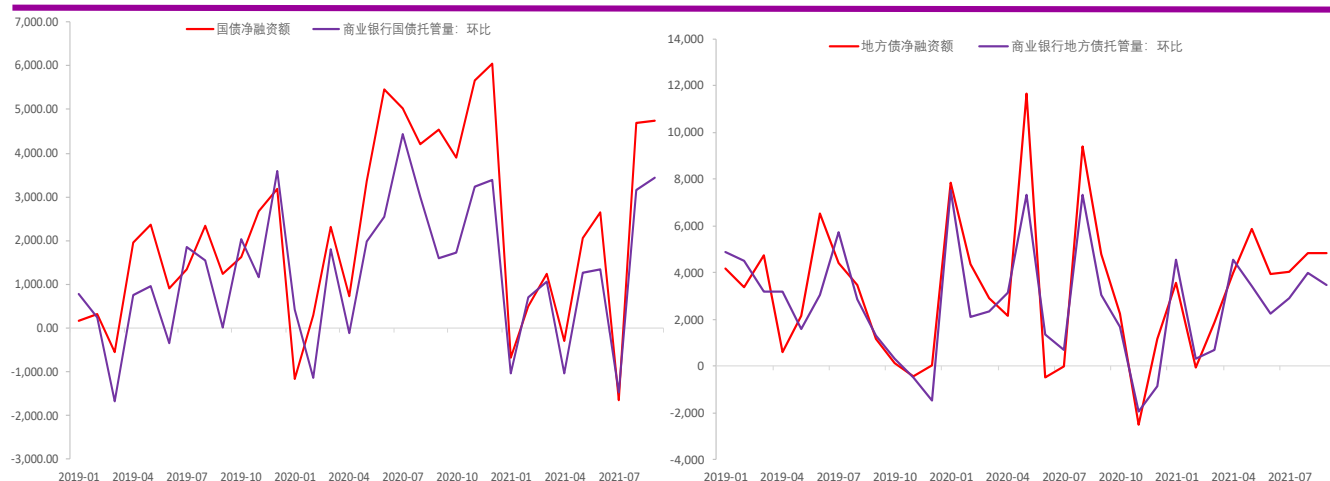
资料来源：中债登、上清所、光大期货研究所 资料来源：中债登、上清所、光大期货研究所

不同类型的银行持有债券结构有所不同。其中全国性商业银行利率债持有比例高达 85%，在所有类型银行中配置比重最高。中小银行因为负债成本更高，风险偏好相对更高，配置信用债的比例更高。2021 年 9 月托管数据显示城商行持有利率债比例 80%，而农商行持有利率债规模 62%，均低于大型商业银行。与国内银行不同，外资银行因为对国内环境的不熟悉而大量持有国债，其

持有的国债比例是所有类型银行中最高的。

3、新增政府债基本被银行所持有，目前银行欠配现象得到明显缓解

图表 9：银行持有国债规模变动（单位：亿元） 图表 10：银行持有地方债规模变动（单位：亿元）



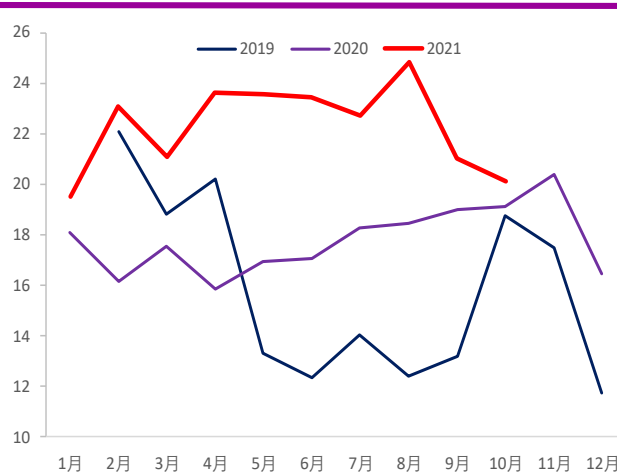
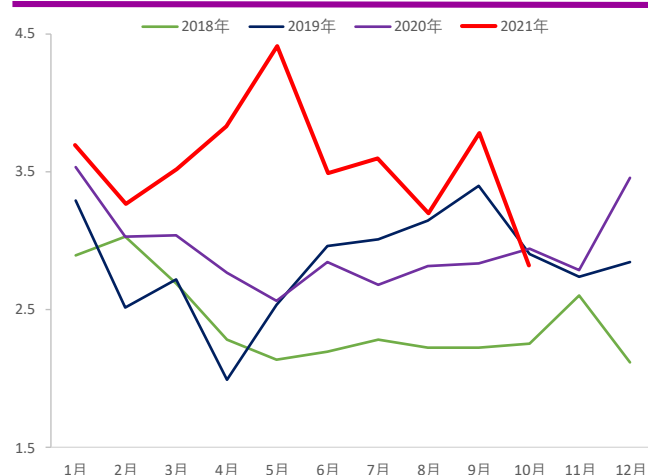
资料来源：中债登、上清所、光大期货研究所 资料来源：中债登、上清所、光大期货研究所

对比国债、地方债当月净融资额与银行持有的国债、地方债的环比变化来看，二者走势高度一致，表明新发行的政府债券基本上被商业银行所消化。

今年财政后置背景下国债及地方债发行进度偏缓，而实体融资需求下降的情况下银行竞相追逐低风险、高流动性的债券，导致今年债券市场出现明显的资产荒现象。8月份以来，随着国债、地方债发行大幅放量，银行欠配现象明显缓解。

图表 11：国债招标全场倍数（单位：倍）

图表 12：地方债招标全场倍数（单位：倍）



资料来源：Wind、光大期货研究所

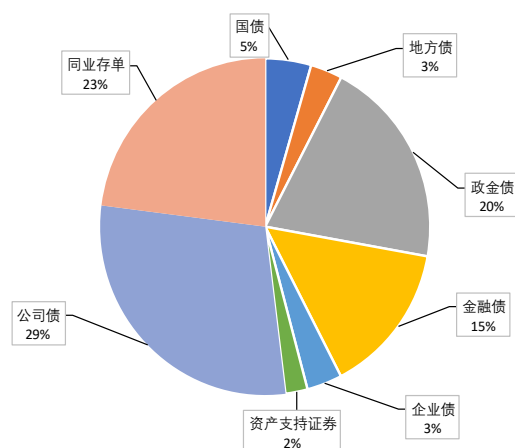
资料来源：Wind、光大期货研究所

在以公开招标方式发行债券的情况下，全场倍数表示实际投标量与计划发行量之比，全场倍数越高表明投资意愿越强烈。从图表 11、12 中能够发现今年的投标全场倍数明显高于往年，印证

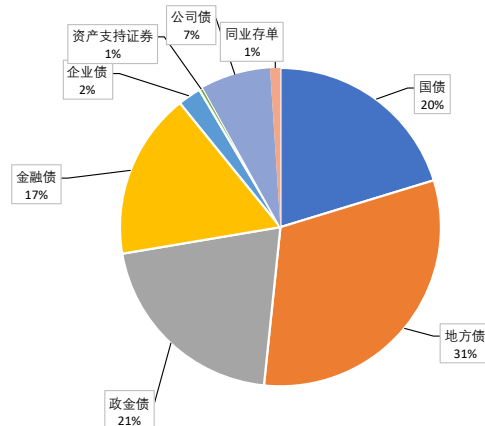
机构欠配现象明显，随着国债、地方债发行放量，机构欠配现象已经得到明显缓解，10月份全场倍数已经回归到正常水平。

4、其它机构持债结构分析

图表 13: 广义基金持债结构 (单位: %)



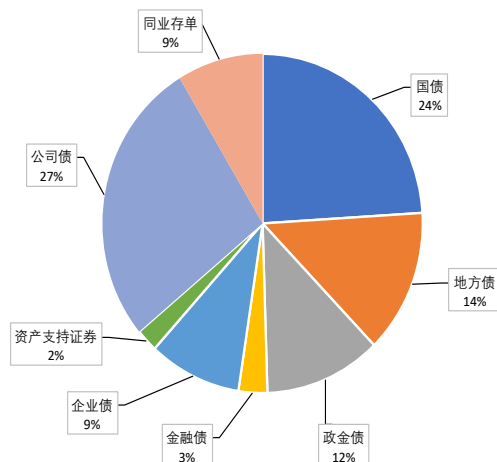
图表 14: 保险持债结构 (单位: %)



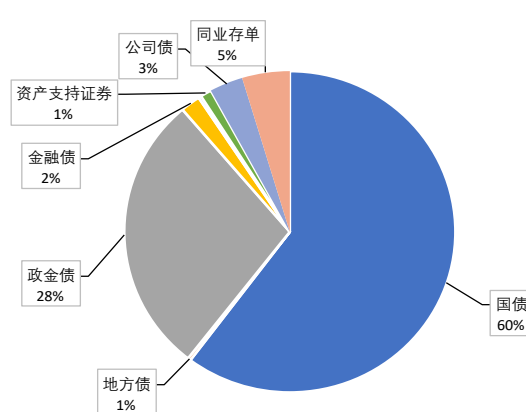
资料来源: 中债登、上清所、光大期货研究所

资料来源: 中债登、上清所、光大期货研究所

图表 15: 证券公司持债结构 (单位: %)



图表 16: 境外机构持债结构 (单位: %)



资料来源: 中债登、上清所、光大期货研究所

资料来源: 中债登、上清所、光大期货研究所

广义基金是指所有通过发行资管产品募集资金，然后将资金用于投资的机构投资者，主要包括银行理财、公募基金、券商资管和信托计划等资管产品。近几年广义基金快速崛起，已成为债券市场的第二大机构投资者。截至 2021 年 9 月份，广义基金持有债券规模 31.7 万亿，占比 29%。

从持债风格来看，广义基金持有的利率债比例仅有 28%，在所有机构中最低。这是因为资管产品存在做大规模的诉求，为提高产品竞争力，多通过信用下沉、加杠杆、加久期等方式来提高收益。

保险公司是债市市场最为稳定的参与者，近几年保险公司投资债券的资金占总体投资资金的比重一直在 40% 左右。保险公司风险偏好低，持债主要以持有到期获得票息收入为主。最新数据显示保险公司持有债券规模 3.1 万亿元，其中持有的利率债占比 72%。

证券公司自营是债券市场上最活跃的参与者。自营资金投资债券以绝对收益为考核目标，和广义基金类似，证券自营偏好于票息收入较高的公司信用类债券和企业债。同时由于资金是自有资金，投资约束低，券商自营可以通过加杠杆，参与波段交易博取收益，因此券商自营对流动性较好的利率债也有一定需求，证券公司最新持有债券 2.1 万亿元，其中利率债占比 52%，各种债券持有结构较为均衡。

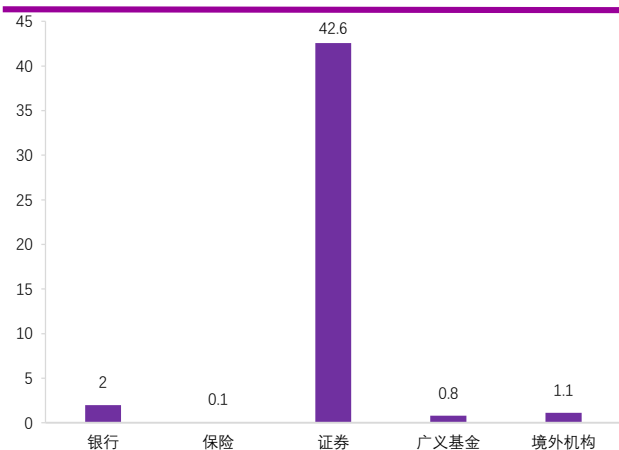
随着我国债券市场开放程度的提高，境外机构投资我国债券的规模不断增加。最新数据显示境外机构持有债券 3.84 万亿元。由于对国内环境的不熟悉，境外机构在债券市场主要投资于国债，国债持有比例高达 60%。

三、交易风格分析

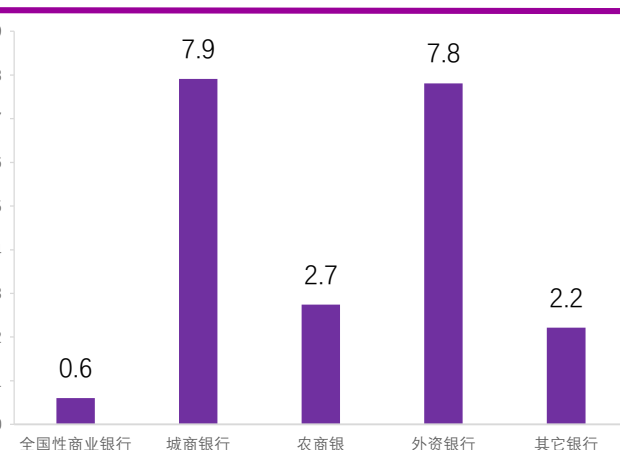
1、不同机构之间交易活跃度存在明显差异

通过债券的交易量与持有债券的规模比值，能够反应持债机构的交易活跃度。通过整合中债登及上清所的托管数据能够发现，不同机构间交易活跃度有较大差异。

图表 17: 债券交易量/托管量 (单位: 倍)



图表 18: 债券交易量/托管量 (单位: 倍)



资料来源: 中债登、上清所、光大期货研究所

资料来源: 中债登、上清所、光大期货研究所

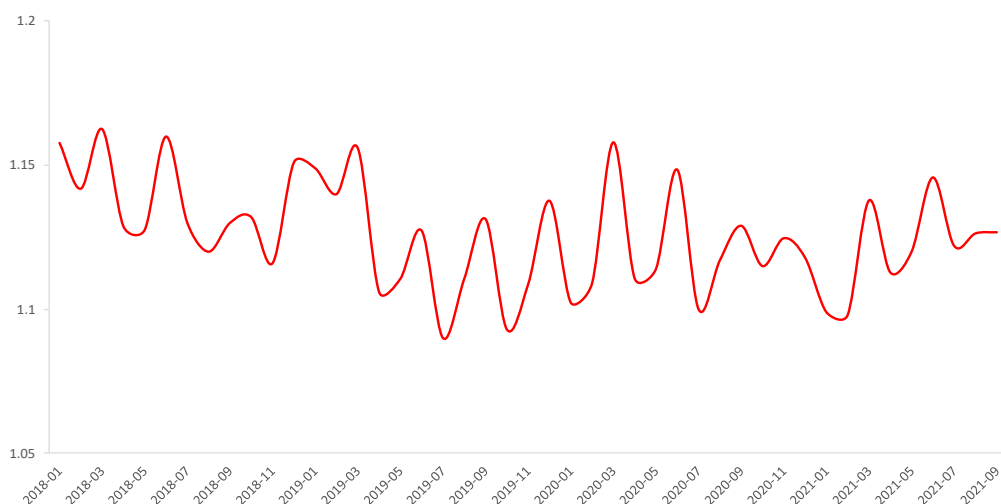
能够看到，证券公司是所有机构中最偏好交易的，交易活跃度远远高于其他机构。在高收益压力下，证券公司的交易风格表现的最为激进。数据显示，证券公司持债规模占比仅有 2%，而交易量占比高达 33%。保险公司持债基本以持有到期为主，交易最不活跃。

不同类型的银行交易风格存在很大差异，其中全国性商业银行风险偏好最低。城商行相比大

型银行负债成本较高，导致其风险偏好高于大型银行，交易更加活跃。而同样负债成本较高的农商行，因为投研能力有限，交易活跃度不如城商行。外资银行虽然大量配置利率债，但更偏好交易，交易活跃度仅次于城商行。

2、债券市场杠杆率整体偏低且保持稳定

图表 19: 债券市场杠杆率走势（单位：倍）



资料来源：中国债券信息网、光大期货研究所

计算债市市场的杠杆率，一般利用资产规模/自有资金来衡量。按照中国债券信息网的衡量方式：

市场杠杆率=托管量/（托管量-质押式回购待购回余额）。

其中债券托管量表示资产规模，自有资金则用（债券托管量-质押式回购待购回余额）来衡量，质押式待购回余额表示金融机构质押债券融入且未还的资金规模。

从中国债券信息网计算出来的债市杠杆率来看，债券市场整体的杠杆水平并不高，2018年以来债市杠杆倍数在1.1-1.2之间，并且变化不大。主要原因在于由于持有债券规模最大的全国性商业银行以配置为主，基本不加杠杆，进而导致整体债券市场呈现出杠杆率偏低的现象。

最新数据显示，截至9月末市场总体杠杆率为1.13，环比、同比基本持平。月平均杠杆高于2倍的投资者有421个，占比仅仅3.54%。

图表 20: 主要持债机构杠杆率 (单位: %)

机构	2020年杠杆倍数
银行	1.04
全国性银行	1.02
城商行	1.14
农商行	1.10
外资银行	1.12
保险	1.07
证券	2.36
广义基金	1.21
境外机构	1.00

资料来源: 中债登、上清所、光大期货研究所

由于 2021 年 2 月份以后中债登不再公布详细的托管数据, 因此采取 2020 年的托管数据来计算不同持债机构的杠杆率。

机构杠杆率=机构月均托管量/(机构月均托管量-机构月均质押式回购待购回余额)。

从不同机构的持债杠杆率来看, 证券公司杠杆高于 2 倍, 其次广义基金杠杆 1.21 倍, 反应二者投资风格相对更加激进。而商业银行的整体杠杆并不是很高, 特别是全国性商业银行基本不加杠杆, 保险公司和境外机构同样非常保守。

四、总结

通过持债结构和交易风格的分析能够发现, 不同机构的投资风格存在明显差异:

1、银行。银行是债券市场最大的投资者, 配置以利率债为主。其中全国性商业银行交易不活跃, 杠杆低, 投资风格保守。城商行、外资银行交易活跃, 投资风格较为激进。

2、保险。保险机构是最为稳定的债市市场参与者, 持有利率债为主, 交易最不活跃, 杠杆低, 投资风格最为保守。

3、证券。证券公司是最为活跃的参与者, 持债较为均衡, 交易最活跃, 杠杆最高, 投资风格最激进。

4、广义基金。仅次于银行的债券持有者, 持债较为均衡, 交易活跃, 杠杆高, 投资风格较为激进。

5、境外机构。持有利率债的比重最高, 交易不活跃, 杠杆低, 投资风格保守。

研究员简介：

朱金涛，现任光大期货研究所国债分析师，吉林大学经济学硕士。从业资格号：F3060829；投资咨询号：Z0015271。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。