

证券研究报告 / 债券研究报告

## “负债-资产”角度下的债市微观交易运行机理

——微观交易研究系列之二

### 报告摘要：

此前我们重点分析了各类机构微观交易特征及其交易资金属性，完成了“知其然”的部分。本篇专题我们构建了“负债-资产”双轮驱动分析框架，深入分析微观交易背后的运行机理，以期解决“知其所以然”。

总的来看，负债端决定债券投资规模与偏好，资产端影响债券投资权重。负债端规模扩容情况直接决定了机构投资的资金池子有多大，资金特性则影响机构如何挑选投资品。而资产端各类资产供给、比价、甚至监管等因素或将改变债券类资产的投资权重。我们将构建“负债-资产”双轮驱动分析框架，重点分析基金、理财、保险、银行等机构交易行为。

### 1、“负债-资产”双轮驱动之负债端

- **总量：**“后地产”时代，债券投资性价比相较于权益、地产有所凸显，全社会可支配资金涌入固收市场。故保险、理财、公募债基等非银产品负债端持续扩容，打开了资产端可投规模上限。但“金融脱媒”影响下，银行短期内可能面临负债流失的压力。
- **结构：**1) 保险：负债端资金主要用于寿险，故具有久期长，风险偏好低，成本较为刚性等特征；2) 公募债基：负债端资金申赎相对较为灵活，以机构投资者为主；3) 理财：负债端久期偏短，风险偏好较低，以个人投资者为主。

### 2、“负债-资产”双轮驱动之资产端

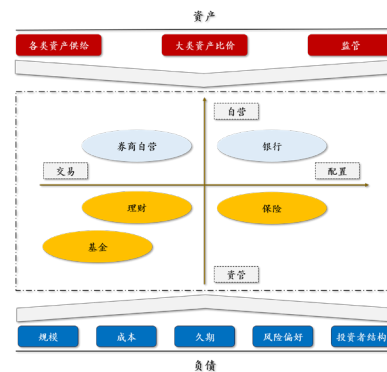
- **资产供给与比价：**1) 银行：合意贷款资产供给减少，债券投资重要性提升；2) 保险：债券投资性价比相较于存款、权益、非标等不断抬升；3) 理财：“手工补息”被打击后，短久期高流动性债券资产或是底层资产的有效补充。
- **监管：**监管态度的改变可对微观交易造成短期冲击，监管体系的完善与优化也会影响微观主体债券投资的长期趋势。

### 3、总结与展望

往后看，“资产荒”大背景下，非银负债端或仍继续扩张，债券可能仍是较优配置资产，但需关注监管对投资行为的扰动。资产-负债利差收窄的背景下，债券投资可能仍具备较高价值。从负债的角度来看，保险、基金、理财等非银负债端扩张趋势不改，这可能将对非银配债力度形成有力支撑。从资产的角度来看，高息优质资产供给减少，债券可能仍是机构不得不重点考虑的投资品。但可能需要关注监管态度会否对微观交易行为造成短期冲击及长期影响。

风险提示：样本统计误差，模型测算误差，金融监管政策超预期

### “负债-资产”双轮驱动分析框架



### 相关报告

《从看懂财政到展望财政——财政基础框架、历史复盘及未来展望》

--20240911

《债市主体画像：微观交易结构与特征初窥——债市微观交易研究系列专题一》

--20240905

《震荡市中波段交易的均线西格玛及阈值方法——短趋势债券投资策略系列专题二》

--20240822

《上半年债基制胜的三大“利器”——东北固收债券基金专题研究系列一》

--20240714

## 目 录

一、“负债-资产”双轮驱动之负债端.....	5
1.1 总量：“后地产”时代，非银负债端持续扩容.....	5
1.2 结构：负债端资金各有特性，投资端行为亦有差异.....	11
二、“负债-资产”双轮驱动之资产端.....	16
2.1 资产供给与比价：优质高息资产供给不足.....	16
2.2 监管：短期冲击与长期影响.....	21
三、总结与展望.....	24

## 图表目录

图表 1：“负债-资产”双轮驱动分析框架.....	4
图表 2：债券投资性价比凸显.....	5
图表 3：A 股上市公司 ROE 下行相对更快.....	6
图表 4：工业企业利润总额处于季节性偏弱水平.....	6
图表 5：保险保费收入高速增长.....	7
图表 6：寿险保费收入超季节性增加.....	7
图表 7：保险主要险种预定利率调整历程.....	8
图表 8：理财规模企稳回升.....	8
图表 9：公募债基份额高速扩张.....	9
图表 10：债基收益表现较为稳定.....	9
图表 11：禁止“手工补息”后，企业活期存款减少较多.....	10
图表 12：银行或在提价发行存单以缓解负债端压力.....	10
图表 13：保险保费收入以长久期低风险偏好的寿险为主.....	11
图表 14：约一半以上公募债基申赎较灵活.....	12
图表 15：定开型债基封闭期多在 1 年以内.....	12
图表 16：公募债基持有人以机构投资者为主.....	13
图表 17：债基份额变动与收益率走势一致.....	13
图表 18：约 80%的理财运作期不足一年.....	14
图表 19：理财或更为青睐存单、短期融资券等短久期资产.....	14
图表 20：理财主要面向个人投资者发售.....	15
图表 21：理财投资组合偏好高流动性低风险资产.....	15
图表 22：大行稳增长行业贷款占比提高，小行小微贷款占比下降.....	16
图表 23：城农商行普惠小微贷款市占率不断下降.....	17
图表 24：银行资金去向主要为贷款及债券投资.....	17
图表 25：中小行越发注重债券投资.....	18
图表 26：保险债权投资计划规模有所下降.....	18
图表 27：保险更加注重债券投资.....	19
图表 28：不同维度银行理财配置现金及存款占比变化情况（%）.....	19
图表 29：2024 年 4 月，理财子买入较多同业存单.....	20
图表 30：2024 年 8 月监管趋严后，农村金融机构减少国债买入量，小幅加仓政金债.....	21



图表 31: 基金对超长债热度下降.....	22
图表 32: 10Y 国债、10Y 国开债活跃券的成交笔数相较之前位于低位 .....	22
图表 33: 理财非标投资占比快速下滑.....	23
图表 34: 债市微观交易特征及运行机理梳理.....	24

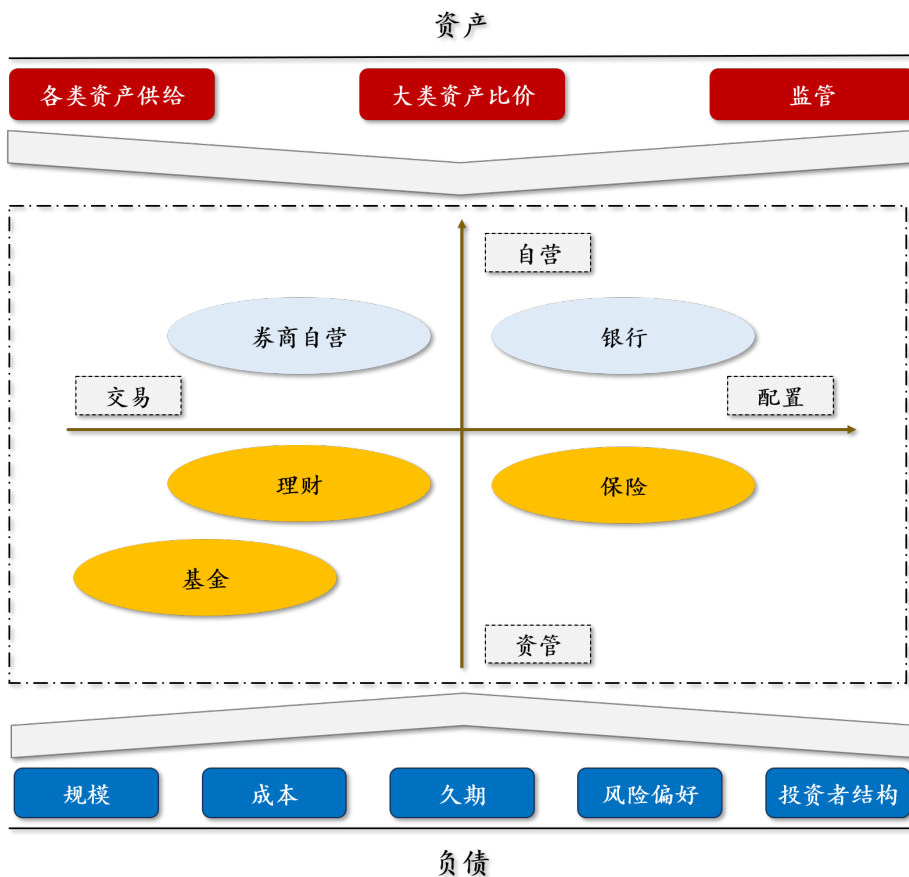
在专题一中我们重点分析了各类机构微观交易特征及其交易资金属性，完成了“知其然”的部分。本篇专题我们构建了“负债-资产”双轮驱动分析框架，深入分析微观交易背后的运行机理，以期解决“知其所以然”的问题。

在前一篇专题中，我们提到各债券投资主体券种偏好及投资策略均有显著差异：利率信用各有所爱，配置交易皆有不同。不同主体行为特征差异的直接原因可能在于交易主体间负债、资产两端面临的约束各有所异。

故而，我们将构建“负债-资产”双轮驱动分析框架，以深入探讨债市各类参与机构微观交易的运行机理。

总的来说，负债端决定机构债券投资规模与偏好，资产端影响主体债券投资权重。对于绝大部分资管属性机构来说，负债端规模扩容情况直接决定了机构投资的资金池子有多大；负债端资金特性（如成本、久期、风险偏好等）则影响机构具体如何挑选投资品。对于自营类机构来讲，资产端各类资产供给、比价、甚至监管等因素或将改变债券类资产的投资权重。但并不仅有自营类机构将资产端纳入债券投资权重函数，对于保险、理财等在固收领域进行整体配置的资管机构来讲，资产端的变化同样重要。区别在于资管类机构或优先考虑负债端情况，而自营类机构或重点关注资产端变化。考虑到行为可观测性及对债市影响程度，本篇专题我们重点分析基金、理财、保险、银行等机构。

图表 1：“负债-资产”双轮驱动分析框架



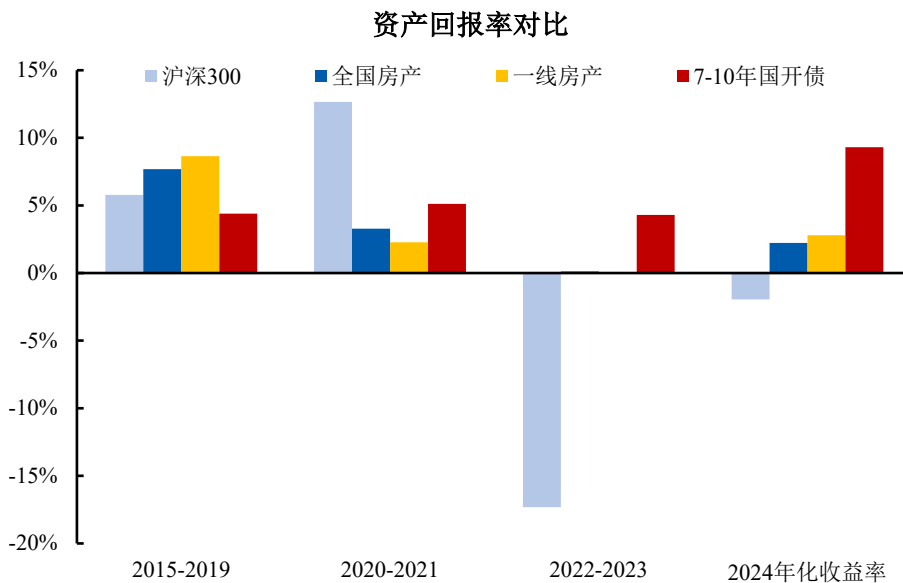
数据：东北证券

## 一、“负债-资产”双轮驱动之负债端

### 1.1 总量：“后地产”时代，非银负债端持续扩容

“后地产”时代，居民资产配置选项或从地产、权益变为固收类产品；企业扩产意愿也相对减弱，或更倾向于存款与还贷。在此前的大地产周期时代，无论是地产还是权益投资，均能带给居民可观的投资回报，固收类产品并不具备明显优势。企业部门受益于经济的高速增长，从实体经营和投资中获得较高的回报。但在新旧动能转换期，居民和企业部门面对的境况变为房价持续下跌、权益表现疲软、生产经营挑战增多。当高波动的选项无法带来高收益的回报后，全社会风险偏好系统性下降。居民可能更倾向于配置低风险且收益稳定的固收类产品；企业生产经营意愿也有所走弱，现有资金选择存款或偿还贷款，而非扩大生产投资。在这一背景下，债券投资的性价比有所凸显，全社会可支配资金大量涌入固定收益市场。

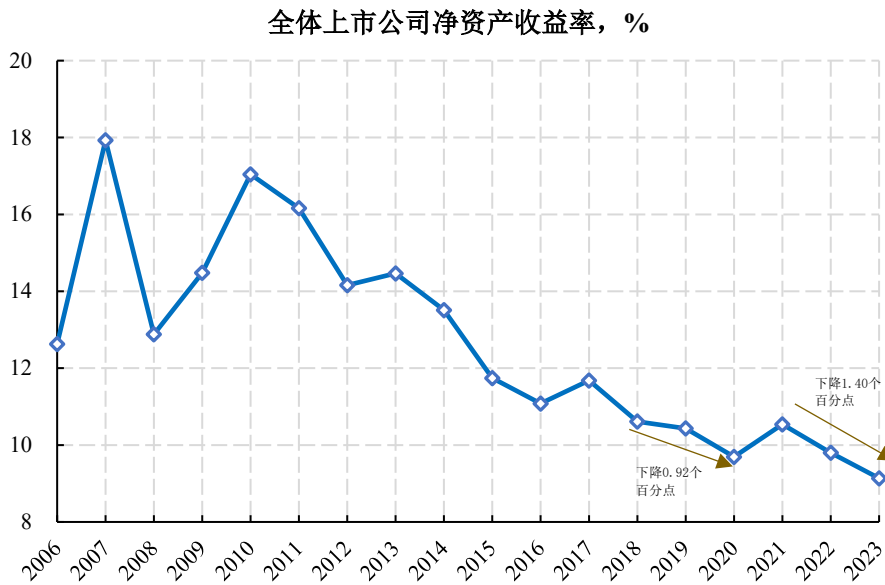
图表 2：债券投资性价比凸显



注：2024 年年化收益率由 2024 年 1-8 月区间收益率计算得到

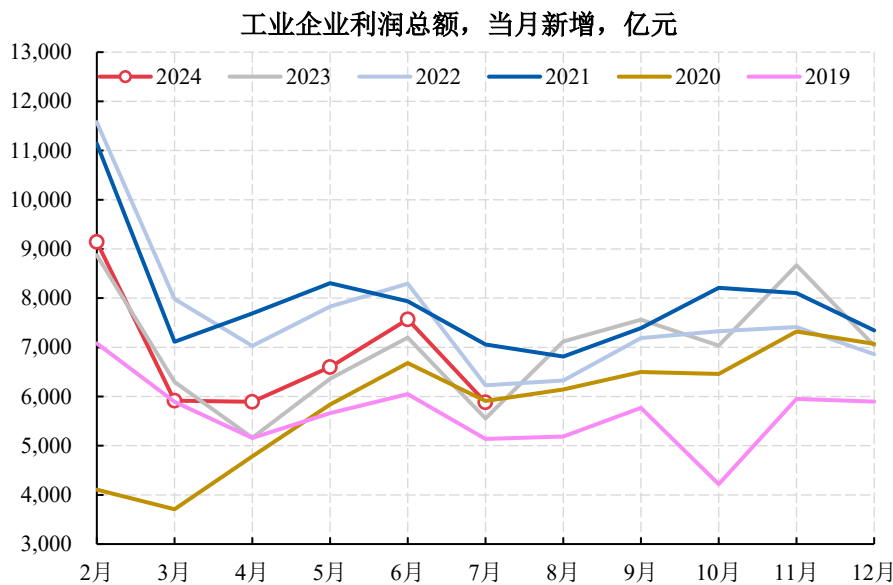
数据：Wind，东北证券

图表 3: A 股上市公司 ROE 下行相对更快



数据 : Wind, 东北证券

图表 4: 工业企业利润总额处于季节性偏弱水平



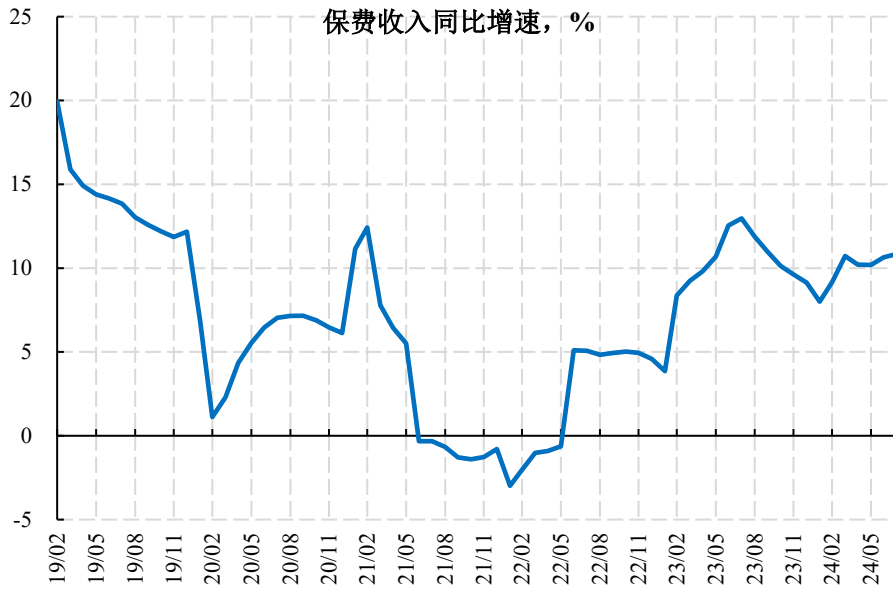
数据 : Wind, 东北证券

在这一背景下、保险、理财、公募债基等非银产品负债端持续扩容，打开了资产端可投规模上限。

**保险:** 预定利率接连下调背景下，保费收入不断走高。一方面，居民可选投资品中，银行存款利率有所下调，权益资产上涨动力不足，居民风险偏好系统性下降。能够提供长期确定性回报的储蓄型寿险产品成为居民资产配置的重要选项。2023 年以来，保险公司负债端保费收入持续快速流入。另一方面，保险预定利率连续两年下调，但下调后保险预定利率仍小幅高于其他无风险产品利率。故部分资金或积极寻求最后的“高息”投资窗口期，以锁定长期投资收益。2023 年 7 月，普通型人身险预定

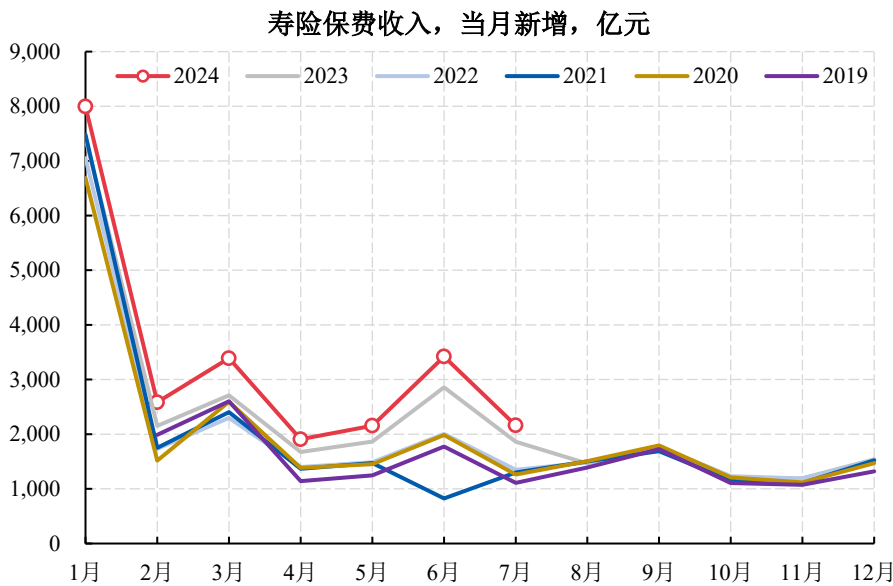
利率从 3.5% 下调至 3%；2024 年 9 月起，新备案的普通型保险产品预定利率上限再度继续下调至 2.5%。每一次保险预定利率的下调，都成为保费收入快速增加的重要因素。

图表 5：保险保费收入高速增长



数据：Wind, 东北证券

图表 6：寿险保费收入超季节性增加



数据：Wind, 东北证券

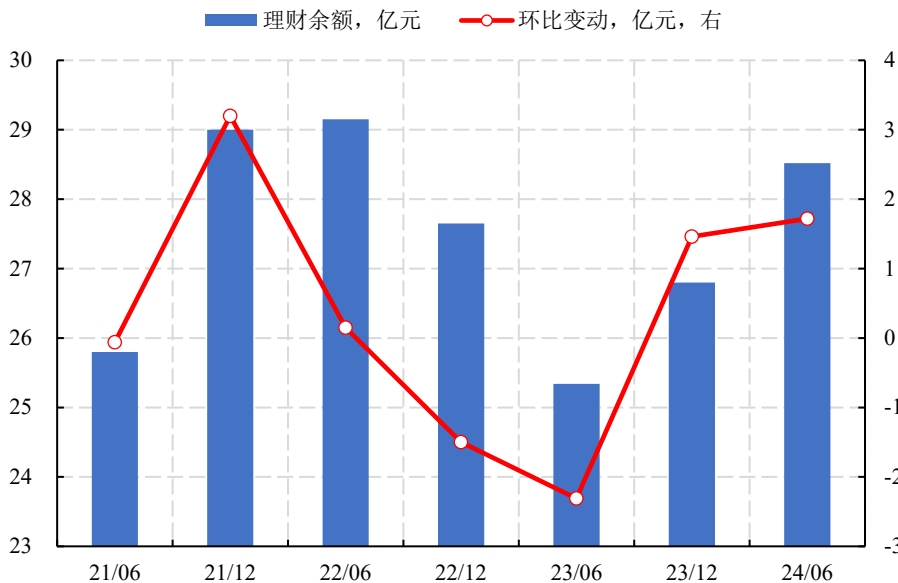
图表 7：保险主要险种预定利率调整历程

时间	政策/事件	主要内容
1999年6月	原保监会发布《关于调整寿险保单预定利率的紧急通知》	寿险保单（包括含预定利率因素的长期健康险保单）的预定利率调整为 <b>不超过年复利2.5%</b> 。
2013年起	保险产品预定利率监管有所放宽	金融机构贷款利率下限放开后，保险产品预定利率监管有所放宽。 <b>传统险预定利率提高到3.5%的同时</b> ，各保险公司还陆续研发推出 <b>定价利率为4.025%的年金产品</b> 。
2019年8月	原保监会发布《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》	对2013年8月5日及以后签发的普通型养老年金或10年以上的普通型长期年金，将责任准备金评估利率上限由年复利4.025%和预定利率的小者 <b>调整为年复利3.5%和预定利率的小者</b> 。
2023年4月	保险新开发产品定价利率或从3.5%降至3.0%	据财联社报道，近期监管部门窗口指导寿险公司调整新开发产品的定价利率，控制利差损， <b>要求新开发产品的定价利率从3.5%降到3.0%</b> 。
2024年8月	国家金融监督管理总局《关于健全人身保险产品定价机制的通知》	自2024年9月1日起， <b>新备案的普通型保险产品预定利率上限为2.5%，相关责任准备金评估利率按2.5%执行</b> ；预定利率超过上限的普通型保险产品停止销售。 <b>建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制</b> 。参考5年期以上贷款市场报价利率（LPR）、5年定期存款基准利率、10年期国债到期收益率等长期利率，确定预定利率基准值，由保险业协会发布。

数据：国家金融监督管理总局、中证报、财联社，东北证券

**理财：赎回潮风波影响消退后，理财产品重受青睐。**在资管新规出台之前，收益刚兑且较高的理财产品一直备受居民青睐。资管新规推行后，理财转为净值化管理，但因主投固收类产品，仍具有低风险稳收益的特征。2022年11月，理财净值因债市大幅波动而剧烈回调，并遭遇赎回潮，存续规模明显下滑。但随着债牛行情的延续以及理财整体风格更为稳健，资金逐渐重新回流入理财市场。截至2024年6月末，理财规模已达到28.52万亿。

图表 8：理财规模企稳回升

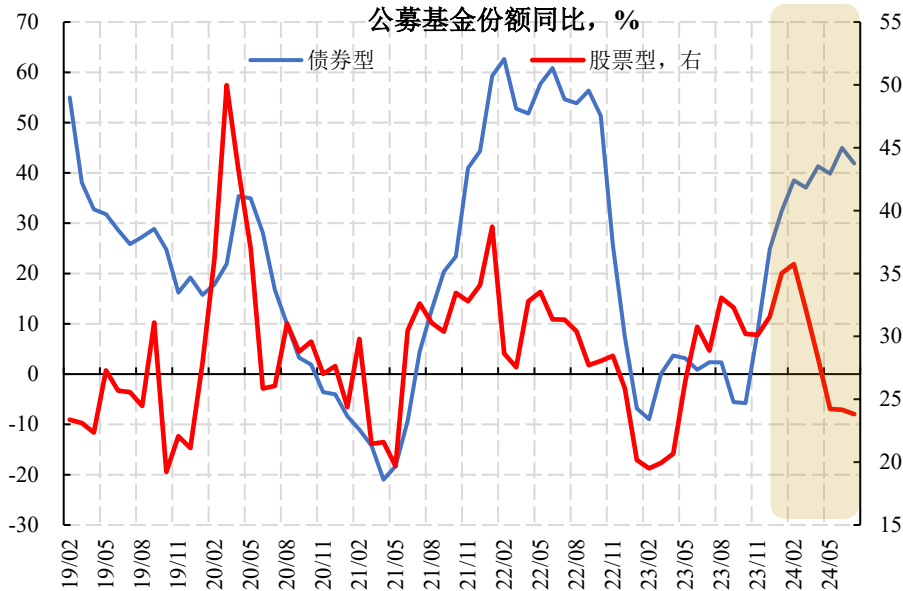


数据：Wind，东北证券

**公募债基：权益产品映衬下，债基金份额不断增长。**受益于债券持续性牛市行情，公

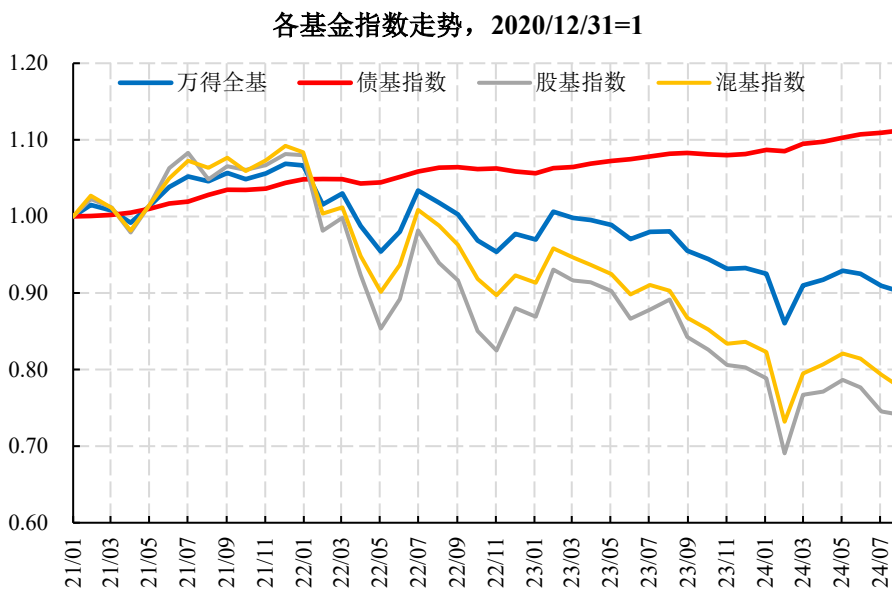
募债基提供了稳定且相对保险、理财更高的投资回报率。各类公募基金产品比价下，债基投资性价比有所凸显，份额趋势性上行。

图表 9：公募债基份额高速扩张



数据：Wind, 东北证券

图表 10：债基收益表现较为稳定

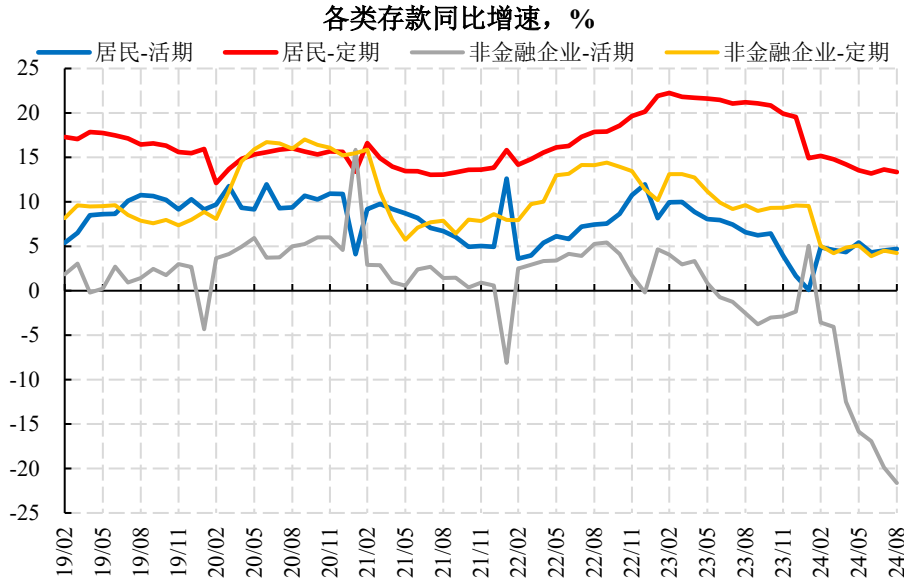


数据：Wind, 东北证券

**银行：**和非银截然不同的是，短期内银行面临的可能是负债端收缩的困境。倘若将银行视为一个整体，理论上银行并不存在类似于非银的投资规模约束。信用货币体系下，当交易对手为非政府部门时，银行投出去的每一笔债均会在负债端形成一笔同等规模的存款。但从微观视角来看，因现金漏损率的存在及交易对手、交易市场的不同，银行负债端仍存在变动的可能，并影响其投资端行为。2024 年以来，监管严厉打击“手工补息”行为后，“金融脱媒”现象加剧，银行短期面临负债流失的压

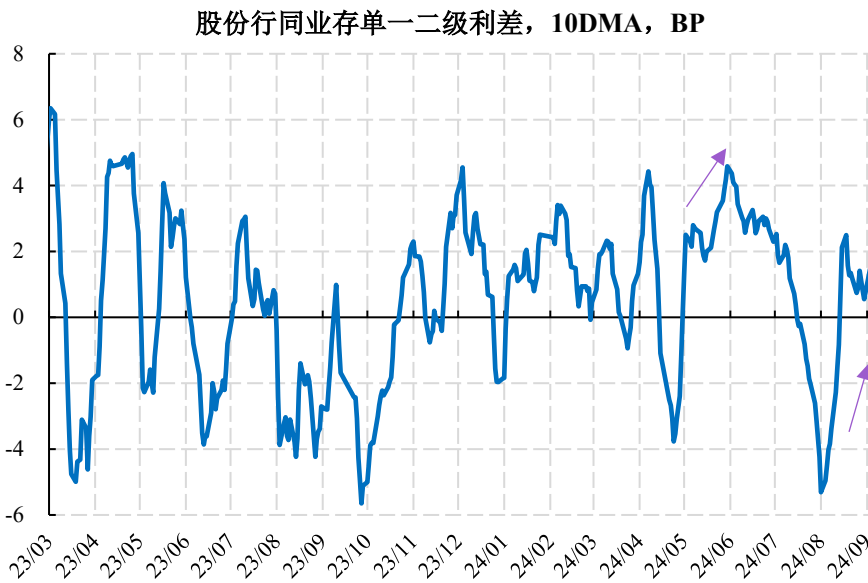
力。不过，对于银行债券投资行为来讲，相比负债端，资产端各类可投资资产比价、供给及监管等因素影响或更大。我们将在后续资产端部分深入分析与讨论。

图表 11：禁止“手工补息”后，企业活期存款减少较多



数据：Wind, 东北证券

图表 12：银行或在提价发行存单以缓解负债端压力



数据：Wind, 东北证券

## 1.2 结构：负债端资金各有特性，投资端行为亦有差异

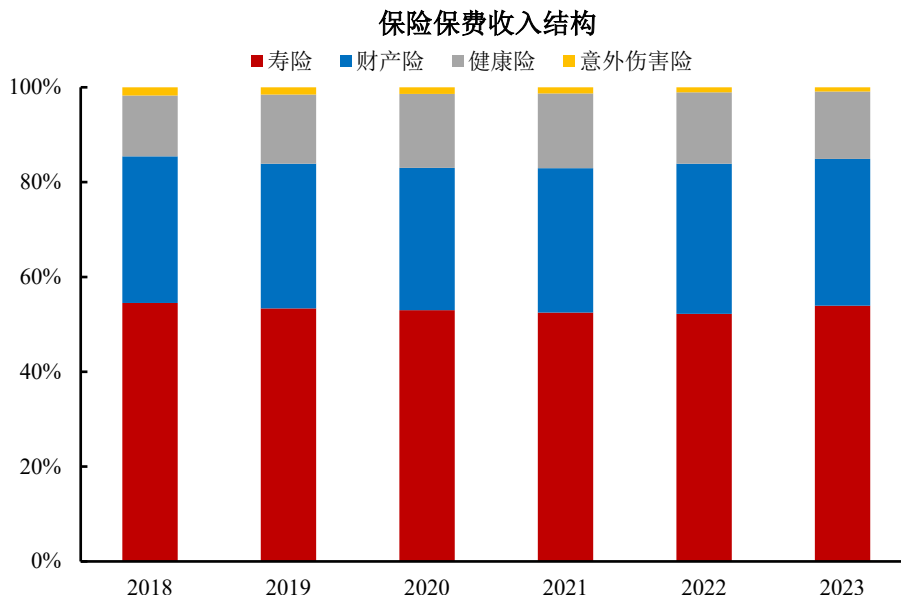
增量资金涌入后，债市各参与主体投资诉求有所增强。但鉴于负债端吸收资金属性并不完全相似，在资金成本、久期中枢、风险偏好及投资者构成上均有一定差异，故其债券投资行为也有所区别。

**保险：久期长，风险偏好低，成本刚性较强。**

- **负债端资金主要用于寿险收入，资金特点为久期长且风险偏好较低。** 保险投资资金主要来自于负债端保费收入，包括寿险、健康险、意外伤害险与财产险等。其中寿险占比最大，是保费收入最主要的。寿险期限通常为 20 年、30 年甚至终身，因此保险负债端久期中枢明显高于其他非银投资机构负债端久期水平。据《金融时报》报道，我国寿险公司负债平均久期约为 15 年，资产端平均久期仅为 7 年。在久期错配这一问题上，保险投资的难点可能更在于并未持仓足够的长久期资产。从使用场景及消费习惯来看，居民多出于避险、保障的意图购入保险，保险负债端资金风险偏好也较低。
- **但保险负债成本较为刚性。** 大部分寿险产品曾维持近 10 年的 3.5% 预定利率，并写入合同。这一利率在 2023 年 7 月下调至 3%，2024 年 9 月虽再度陆续下调，但仍维持在 2.5% 的高位（2024 年 1-8 月 30Y 国债均值仅为 2.53%）。相较于投资收益来说，保险部分负债的成本并不低。近期，金融监管总局提出建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，后续保险负债端成本变动或有更大弹性。

在这种负债特性下，我们观察到保险投资端偏好长久期、超长久期利率债资产，并采取配置的思路投资债券，以降低投资收益波动、减少亏损。

图表 13：保险保费收入以长久期低风险偏好的寿险为主



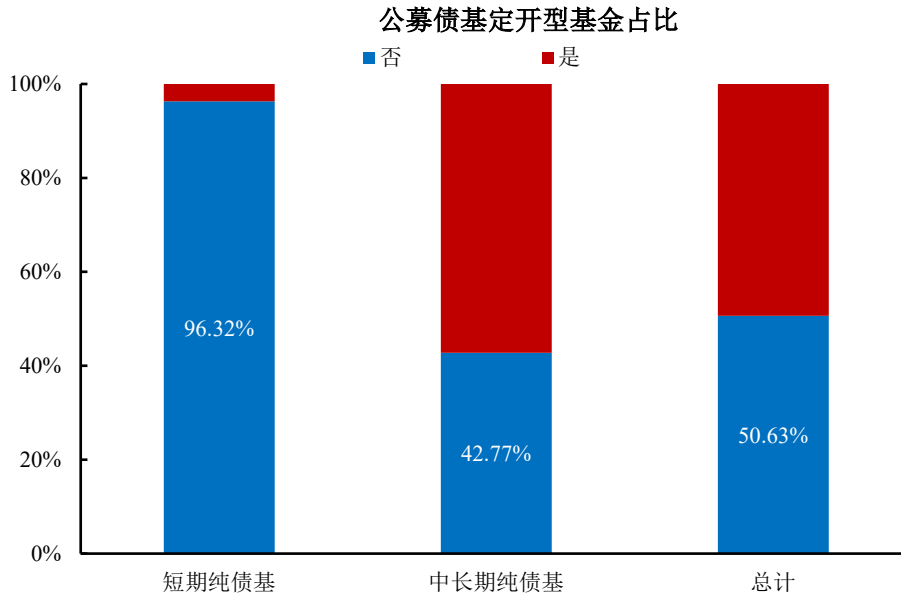
数据：Wind, 东北证券

**公募债基：负债端资金申赎相对较为灵活，并以机构投资者为主。**

- **资金申赎相对灵活，负债稳定性较差。** 或为投资者提供更好的流动性，部分公募债基并未设置封闭期。即便设置封闭期限的公募债基，其封闭期也多在一年

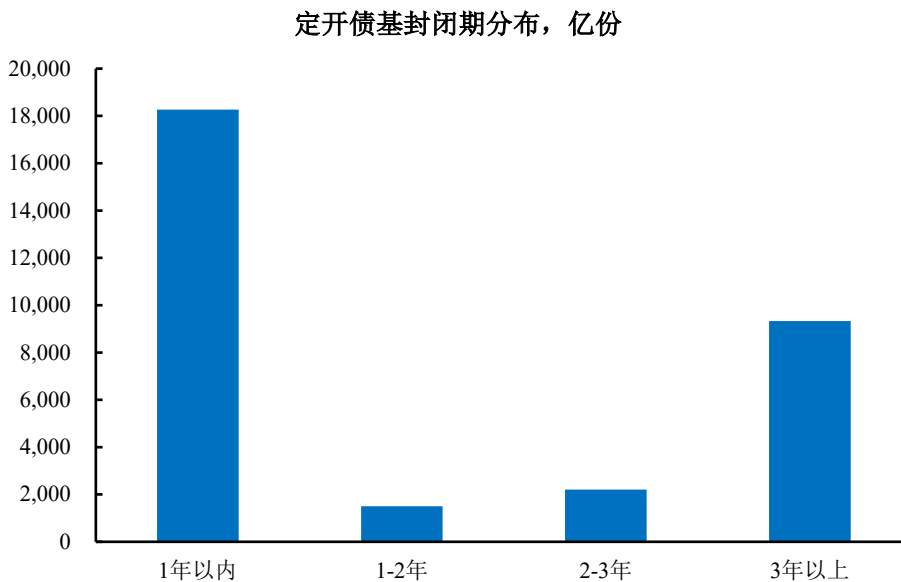
以内。公募债基可能灵活申赎的特性必然在一定程度上牺牲了自身负债端稳定性。故而，基金投资端多参与流动性较好的利率债、中短久期的中高等级信用债等债券品种，以应对负债端赎回风险。

图表 14：约一半以上公募债基申赎较灵活



数据：Wind, 东北证券

图表 15：定开型债基封闭期多在 1 年以内



数据：Wind, 东北证券

- 公募债基负债端以机构参与者为主，行为或有较强趋同性。相较于其他资管产品，公募债基具有免税优势，加之流动性较好，可能是机构投资者配置资产的重要选择之一，故其负债端多为机构投资者。从行为金融学的角度来说，机构投资者相较于个人投资者更加接近理性投资人。但这也意味着在面临同样的情形时，机构投资者更易做出高度一致的选择，从而放大基金负债端的波动，如

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/308032076066006134>