

基金大幅增持，银行增利率减信用

——23年7月债券托管数据点评

分析师:孙丽萍
证书: S0850522080001
021-23185648
联系人: 藏多
021-23185647

摘要: 7月中债登和上清所债券托管总量共计 134.3 万亿元，环比增加 1.16 万亿元，增量环比多增 2409 亿元。

分券种来看，利率债增幅减小，信用债托管量降幅略有收窄，同业存单托管量大幅增加。二级市场中，7月7-10年国债和政金债均主要是农商行在净买入。

分机构来看，广义基金增持力度大幅加强；商业银行增持利率债减持信用债；券商转为大幅减持。广义基金增持规模大幅上升至 8109 亿元，主要增持存单；商业银行对地方债和政金债增持力度加大。7月农商行现券日均净买入力度大幅回升至 262 亿元，8月以来进一步加强。保险增持力度继续下降，券商转为大幅减持；境外机构转为减持，外资行继续减持存单。另外，上交所数据显示，信托大幅增持，券商自营和券商资管大幅减持。

杠杆方面，债市杠杆率同比升环比降。7月末银行间债市杠杆率为 108.1%，较6月末环比下降 1.2 个百分点，同比续升 0.5 个百分点。7月末质押式回购成交量为 5.04 万亿元（6月末为 3.85 万亿元），月均值由 7.39 万亿元上行至 7.96 万亿元，隔夜回购成交量均值占比较6月上行 4.2pcts 至 91%。此外，非银回购净融入余额回落。

债市策略：债市利率或先下后上。短期来看，债市走势可能是类似今年6月、22年8月、22年1月，利率呈现先下后上的趋势，但每轮收益率高点或趋于下降，广谱利率下行趋势延续。此外，资金面宽松延续，支撑杠杆套息策略。

风险提示： 基本面变化、政策不及预期、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。

以下是正文：

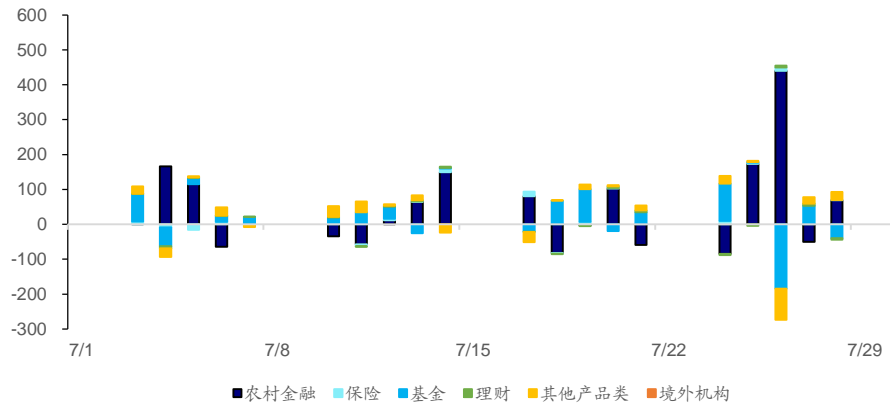
第一，利率债增幅减小，信用债托管量降幅略有收窄，同业存单托管量大幅增加。

7月中债登和上清所债券托管总量共计134.3万亿元，环比增加1.16万亿元，增量环比多增2409亿元。利率债增幅减小，信用债托管量降幅略有收窄，同业存单托管量大幅增加。

具体来看，利率债方面，7月托管量增幅5849亿元，增幅环比转为少增1843亿元。其中，7月国债托管量增加737亿元，增量环比大幅少增3087亿元；政金债托管量增加1686亿元，增量环比少增555亿元；地方债托管量增加913亿元，增量环比多增533亿元。

二级市场中，7月7-10年国债主要是农商行在净买入，农商行由6月的净卖出3亿元转为净买入473亿元，基金净买入规模由197亿元降至131亿元，境外机构（及其他）净买入规模由173亿元下降至12亿元，保险、理财分别转为净卖出136亿元、7亿元；7-10年政金债同样主要是农商行在净买入。农商行由净卖出109亿元转为大幅净买入1148亿元，基金、保险、理财分别净买入163亿元、44亿元和11亿元，境外机构（及其他）由净买入208亿元转为净卖出3亿元。

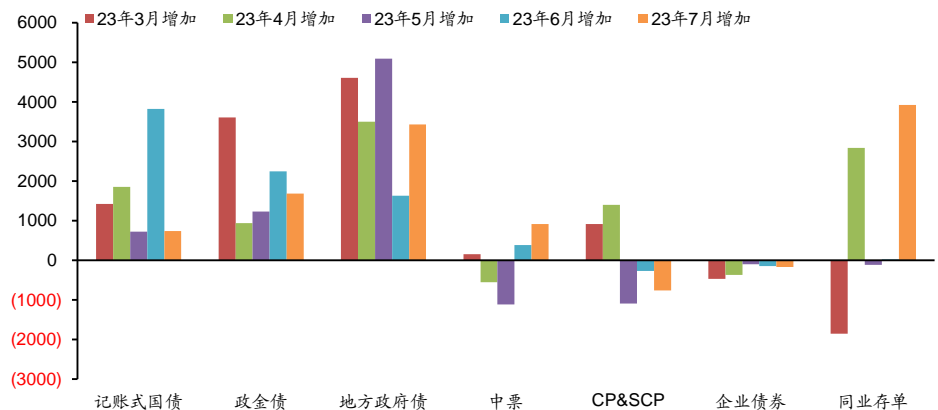
图1 7-10年政金债主要净买入机构（亿元）



资料来源：CFETs，海通证券研究所，截至7月31日

信用债方面，7月托管量规模降幅由33亿元略收窄至15亿元。其中，中票托管量增幅由381亿元扩大至913亿元，短融超短融降幅由266亿元扩大至760亿元，企业债降幅继续小幅扩大至168亿元。此外，7月存单托管量规模增幅由24亿元大幅增加至3924亿元。

图2 主要券种托管量变化情况（亿元）

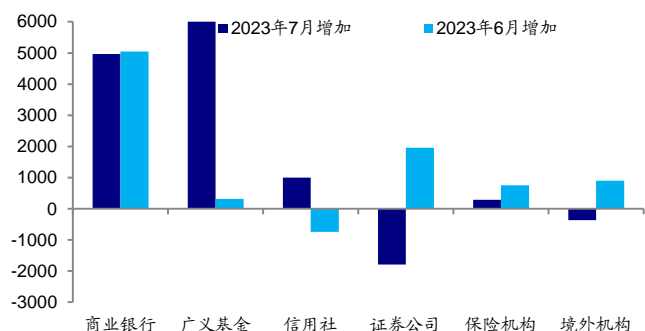


资料来源：中债登，上清所，Wind，海通证券研究所

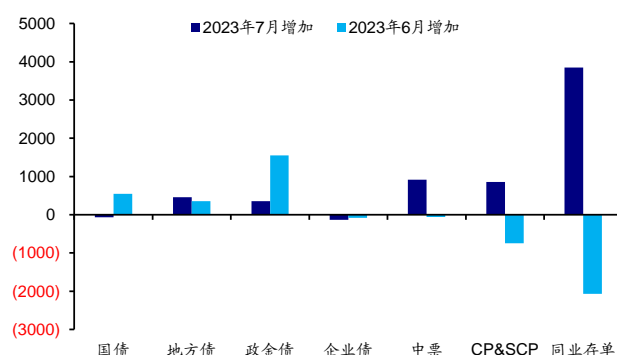
第二，广义基金大幅增持存单、中票和短融超短融。

7月广义基金增持规模由315亿元（6月，下同）大幅上升至8109亿元。主要是存单、短融超短融分别由减持2067亿元转为增持3849亿元、由减持748亿元转为增持856亿元；中票转为增持918亿元；企业债仍为减持，减持规模为

135 亿元；国债转为减持 65 亿元，地方债增持规模小幅扩大至 461 亿元，政金债增持规模大幅下降至 358 亿元。

图3 各类机构中债和上清债券托管增量（亿元）


资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

图4 广义基金主要券种增持量（亿元）


资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

第三，商业银行增持利率债减持信用债，农商行现券买入力度大幅回升。

7月商业银行增持规模由 5044 亿元小幅下降至 4966 亿元，增量环比少增 79 亿元。分券种来看，国债增持规模略有下降至 1703 亿元；地方债增持规模由 986 亿元大幅上升至 3267 亿元；政金债增持规模由 147 亿元上升至 1429 亿元；信用债由增持 594 亿元转为减持 1474 亿元；存单增持规模由 904 亿元下降至 54 亿元。

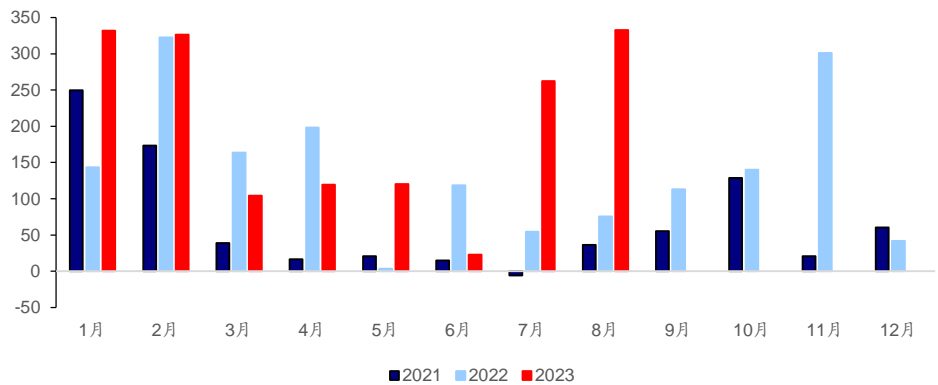
7月农商行现券买入力度大幅回升，8月以来进一步加强。农商行减持存单的规模由 494 亿元下降至 234 亿元，中票+短融超短融合计减持规模由 21 亿元扩大至 61 亿元。从二级现券市场高频数据来看，3-5月农商行日均净买入规模由 104 亿元上升至 120 亿元，6月大幅下降至 23 亿元，7月大幅回升，8月以来净买入力度进一步加强（截至 8月11日为 333 亿元）。

表1 主要机构投资者债券托管量变化（7月，亿元）

	记账式国债		地方政府债		政策性金融债		企业债		中票		短融超短融		同业存单	
	7月	6月	7月	6月	7月	6月	7月	6月	7月	6月	7月	6月	7月	6月
债券余额	737	3824	3426	1627	1686	2241	-168	-147	913	381	-760	-266	3924	24
净增量														
商业银行	1703	1756	3267	986	1429	147	-12	-38	-94	331	-1368	301	54	904
全国性商业银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-138	210	-1261	288	11	1496
城商行	-	-	-	-	-	-	-	-	32	90	-117	88	20	284
农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-4	33	-57	-54	-234	-494
农合行	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
外资银行	-	-	-	-	-	-	-	-	6	-3	-2	-6	-15	-15
保险	-74	247	179	187	-14	68	-4	-11	101	48	-8	20	-29	30
券商	-704	785	-69	135	-514	582	-52	-44	-135	-13	-32	-21	-176	364
广义基金	-65	548	461	355	358	1554	-135	-80	918	-56	856	-748	3849	-2067
境外机构	-420	218	2	2	-94	165	-0	-0	5	-46	0	23	150	568
信用社	-	-	-	-	0	0	-	-	5	1	-3	3	337	-461

资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

图5 农商行日均净买入规模（亿元）

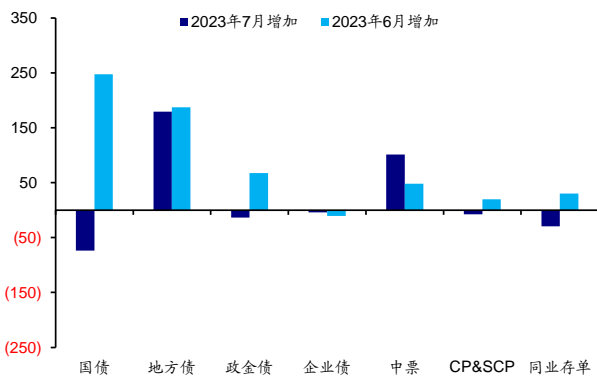


资料来源：CFETS，海通证券研究所；截至8月11日

第四，保险增持力度继续下降，券商转为大幅减持。

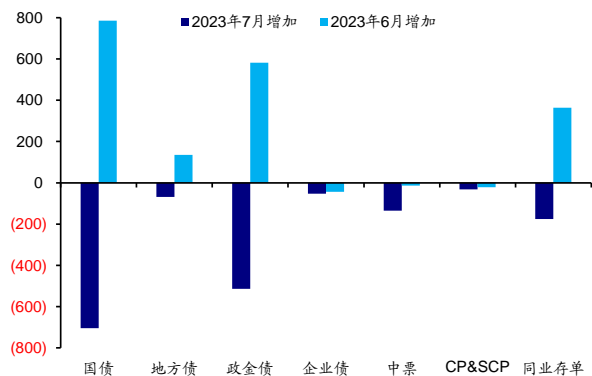
保险增持力度继续下降。7月保险增持规模由757亿元下降至290亿元，其中，国债、政金债、短融超短融和同业存单均转为减持，地方债增持规模略有下降，中票增持规模上升，企业债仍为小幅减持。券商由大幅增持1956亿元转为大幅减持1793亿元，主要是国债、政金债、存单分别减持704亿元、514亿元和176亿元，其余主要券种也均为减持。

图6 保险债券持仓量变化（亿元）



资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

图7 券商债券持仓量变化情况（亿元）



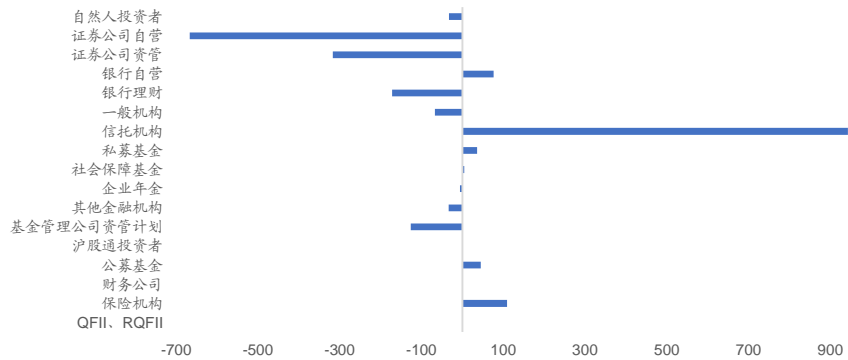
资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

第五，上交所债券托管量合计16.4万亿元，信托增持、券商自营和资管减持。

上交所的债券托管数据显示，7月债券托管量为16.4万亿元，环比减少206亿元。主要是信托大幅增持，券商自营和券商资管大幅减持。

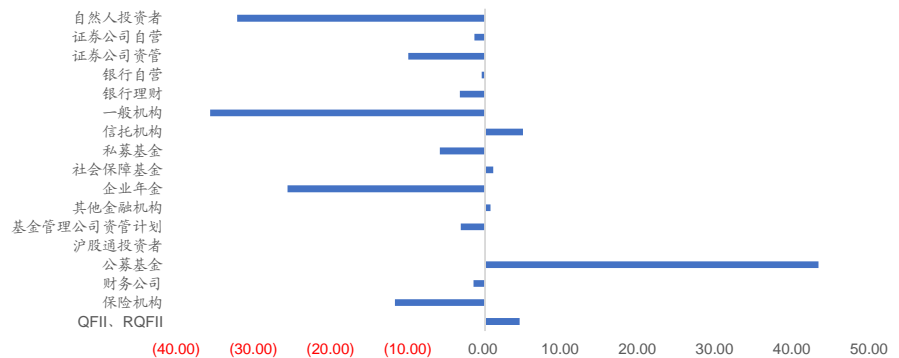
可转债方面，7月上交所可转债总持仓规模为5702亿元，环比减少76亿元。主要是公募基金增持。

图8 上交所债市主要投资者持仓变动情况（7月增量，亿元）



资料来源：上交所，海通证券研究所

图9 上交所可转债持仓增量（7月增量，亿元）

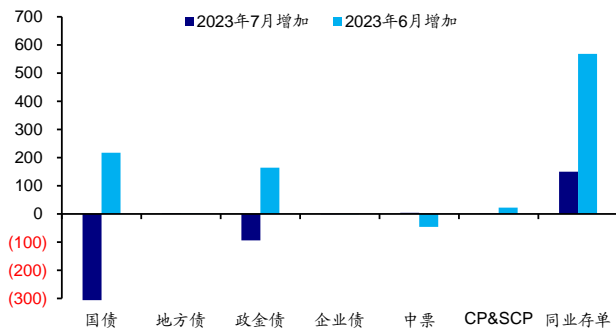


资料来源：上交所，海通证券研究所

第六，境外机构转为减持，外资行继续减持存单。

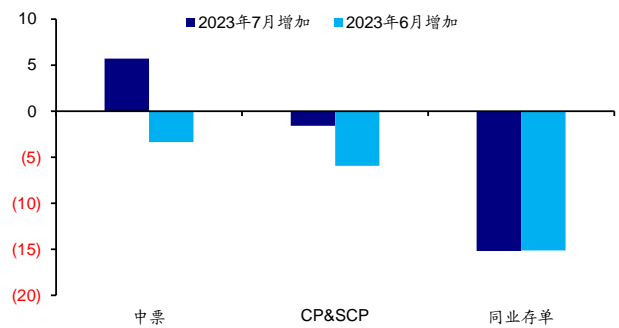
7月境外机构由增持906亿元转为减持367亿元，主要是国债和政金债均转为减持，减持规模分别为420亿元、94亿元；同业存单增持规模由568亿元下降至150亿元。外资行继续减持存单和短融超短融，中票转为小幅增持。

图10 境外机构债券持仓量变化情况（亿元）



资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

图11 外资行债券持仓量变化情况（亿元）

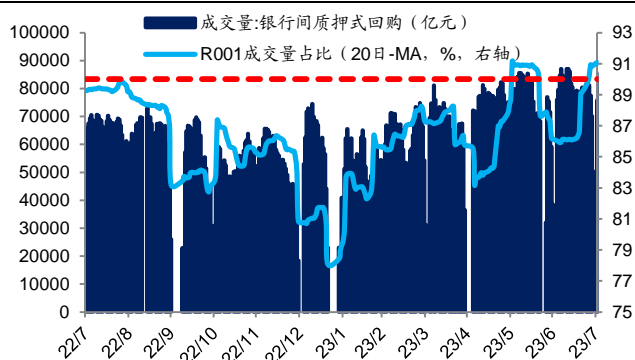


资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

第七，债市杠杆率同比升环比降，非银回购净融入余额回落。

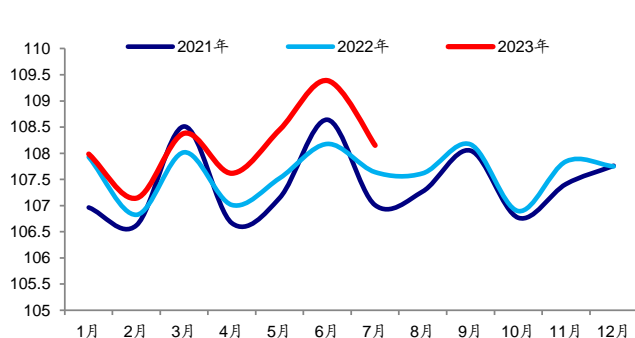
7月末银行间债市杠杆率为108.1%（我们使用CFETS口径的正回购余额来计算银行间杠杆率），环比下降1.2个百分点，同比续升0.5个百分点。

图12 回购成交量规模



资料来源：WIND，海通证券研究所

图13 债市杠杆率（%，使用CFETS口径的正回购余额）



资料来源：CFETS、Wind，海通证券研究所

高频数据来看，质押式回购成交量平均水平明显上升。从市场总的质押式回购成交量高点情况来看，7月月内高点为8.70万亿元，较6月高点的8.56万亿元继续上升；7月末为5.04万亿元（6月末为3.85万亿元）；月均值由7.39万亿元上行至7.96万亿元，隔夜回购成交量均值占比较6月上行4.2pcts至91%，上行幅度为21年11月以来新高。

非银回购净融入余额回落。券商、农商行、基金及产品、理财和其他产品类等是质押式回购市场主要净融入机构，其7月末质押式正回购余额由7.51万亿元回落至6.56万亿元，回购净融入余额（正回购减逆回购）由5.95万亿元回落至5.01万亿元。

第八，债市策略：债市利率或先下后上。

债市策略：债市利率或先下后上。短期来看，债市走势可能是类似今年6月、22年8月、22年1月，利率呈现先下后上的趋势，但每轮收益率高点或趋于下降，广谱利率下行趋势延续。此外，资金面宽松延续，支撑杠杆套息策略。

风险提示：基本面变化、政策不及预期、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。

信息披露

分析师声明

固定收益研究：孙丽萍

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。