

## 债市杠杆环比续降，基金增配力度被动减弱

### ——23年8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:** 8月中债登和上清所债券托管总量共计 135.4 万亿元，环比增加 1.18 万亿元，增量环比继续多增 177 亿元。

分券种来看，利率债增幅明显扩大，信用债托管量转为增加，同业存单托管量转为减少。二级市场中，8月7-10年国债和政金债均主要是基金在净买入。

分机构来看，广义基金增配利率债力度加强、存单增配力度被动减弱；商业银行增持利率债减持存单。广义基金增持规模由 8109 亿元大幅下降至 4422 亿元，主因存单增持规模下降；商业银行增持国债和地方债规模加大，信用债转为小幅增持。8月农商行现券买入力度大幅下降，9月月初大幅净买入、近期转为净卖出。保险增持力度大幅加强，券商转为大幅增持；境外机构和外资行减持力度均加大。另外，上交所数据显示，信托、银行自营、基金和保险增持，银行理财、券商自营和资管减持。

**杠杆方面，债市杠杆率同比升环比降。**8月末银行间债市杠杆率为 108.0%，环比下降 0.2 个百分点，同比续升 0.4 个百分点。8月末质押式回购成交量为 4.65 万亿元（7月末为 5.04 万亿元）；月均值由 7.96 万亿元下降至 7.39 万亿元，隔夜回购成交量均值占比较7月回落 0.8pcts 至 90%。此外，非银回购净融入余额回升。

**债市策略：债市或震荡调整。**在基本面制约、政策效果观察窗口期下，债市走势或震荡偏弱，赎回压力缓解，现券市场上基金重回净买入，以及降准使得资金压力有所缓解，因此债市调整空间可能也不大，借鉴今年 1-2 月经验，若 10Y 国债曲线收益率调整至 MLF 利率+18bp 以上，建议关注长端交易性机会。

**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：

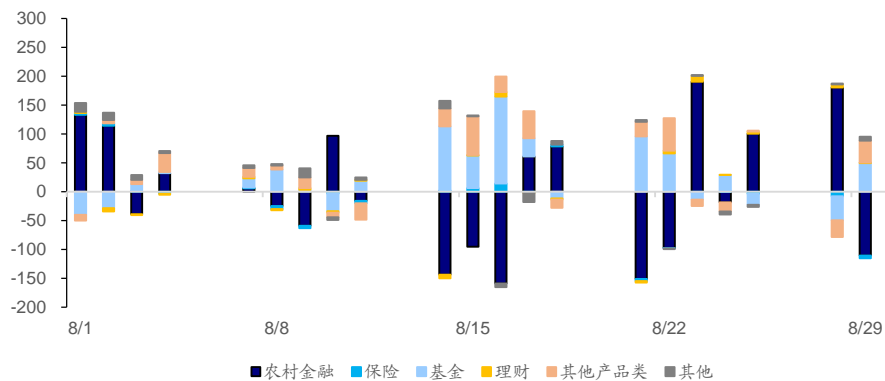
### 第一，利率债增幅明显扩大，信用债托管量转为增加，同业存单托管量转为减少。

8月中债登和上清所债券托管总量共计135.4万亿元，环比增加1.18万亿元，增量环比继续多增177亿元。利率债增幅明显扩大，信用债托管量转为增加，同业存单托管量转为减少。

具体来看，利率债方面，8月托管量增幅1.15万亿元，增幅环比转为多增5610亿元。其中，8月国债托管量增加5499亿元，增量环比大幅多增4762亿元；政金债托管量减少432亿元，增量环比少增2118亿元；地方债托管量大幅增加6391亿元，增量环比多增2966亿元。

二级市场中，8月7-10年国债主要是基金在净买入，农商行由7月的净买入473亿元转为净卖出232亿元，基金净买入规模由131亿元提升至263亿元，境外机构（及其他）净买入规模由12亿元提升至158亿元，保险、理财均转为小幅净买入。7-10年政金债同样主要是基金在净买入。农商行净买入规模由1148亿元大幅下降至135亿元，基金净买入规模由163亿元提升至477亿元，保险转为小幅净卖出，理财维持小幅净买入，境外机构（及其他）由小幅净卖出转为净买入80亿元。

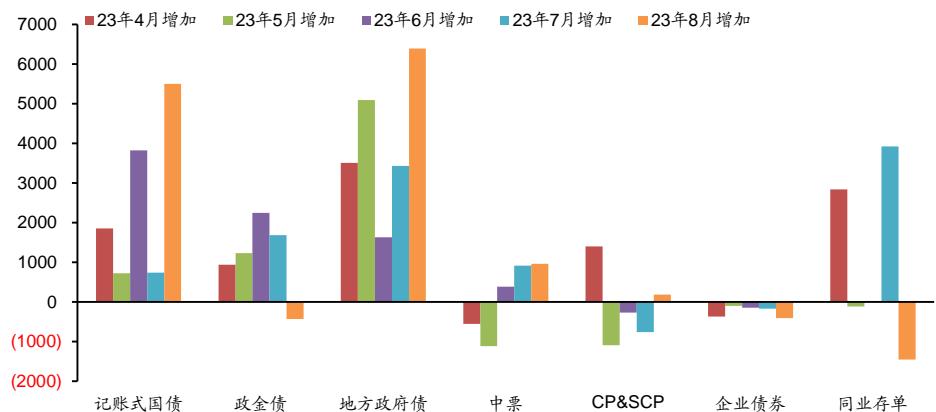
图1 7-10年政金债主要净买入机构（亿元）



资料来源：CFETs，海通证券研究所，截至8月31日

信用债方面，8月托管量规模转为增加735亿元。其中，中票托管量增幅由913亿元小幅扩大至961亿元，短融超短融由减少760亿元转为增加181亿元，企业债降幅由168亿元扩大至407亿元。此外，8月存单托管量规模由增加3924亿元转为减少1455亿元。

图2 主要券种托管量变化情况（亿元）

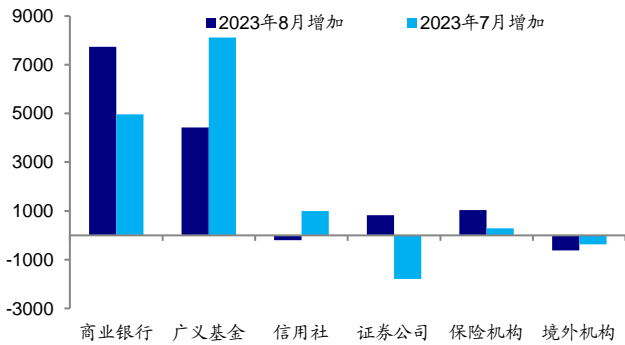


资料来源：中债登，上清所，Wind，海通证券研究所

### 第二，广义基金对于存单、中票和短融超短融增持力度均减弱，对于国债和地方债配置力度加强。

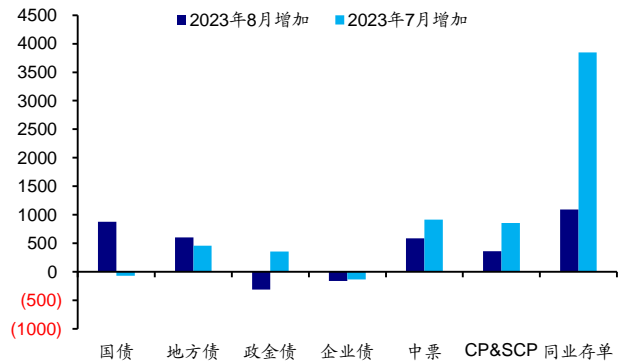
8月广义基金增持规模由8109亿元（7月，下同）大幅下降至4422亿元。主要是存单增持规模由3849亿元回落至1093亿元；中票、短融超短融增持力度也均有所减弱；企业债仍为减持，减持规模为157亿元；政金债转为减持312亿元，仅国债和地方债持仓力度加强，分别由减持65亿元转为增持881亿元、由增持461亿元扩大至605亿元。

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存单, 农商行现券买入力度下降。

8月商业银行增持规模由4966亿元提升至7738亿元, 增量环比多增2773亿元。分券种来看, 国债、地方债增持规模分别由1703亿元上升至3365亿元、由3267亿元上升至4737亿元; 政金债增持力度大幅减弱至154亿元; 存单由小幅增持转为减持596亿元; 信用债由减持1474亿元转为小幅增持28亿元。

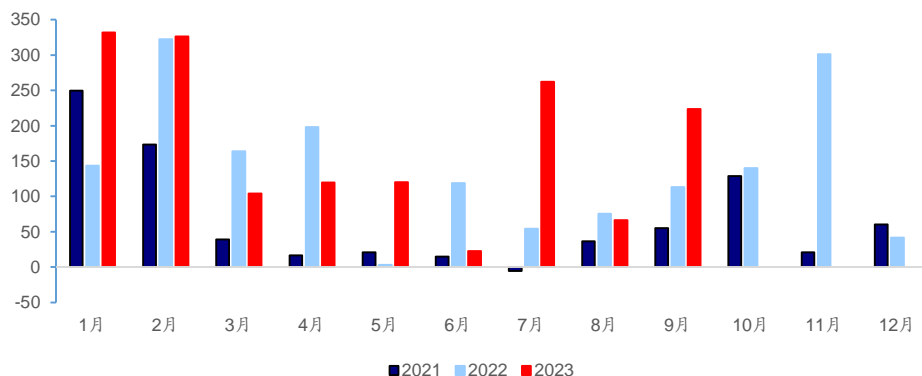
8月农商行现券买入力度大幅下降, 9月初大幅净买入、近期转为净卖出。农商行减持存单的规模由234亿元扩大至540亿元, 中票+短融超短融合计减持规模由61亿元缩小至15亿元。从二级现券市场高频数据来看, 8月农商行日均净买入规模由7月的262亿元大幅下降至66亿元; 9月初净买入力度强劲, 9/12之后转为净卖出。截至9/15, 农商行9月日均净买入规模为224亿元。

表1 主要机构投资者债券托管量变化(8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  |      |
|---------|-------|------|-------|------|--------|------|------|------|-----|------|-------|-------|-------|------|
|         | 8月    | 7月   | 8月    | 7月   | 8月     | 7月   | 8月   | 7月   | 8月  | 7月   | 8月    | 7月    | 8月    | 7月   |
| 债券余额    | 5499  | 737  | 6391  | 3426 | -432   | 1686 | -407 | -168 | 961 | 913  | 181   | -760  | -1455 | 3924 |
| 净增量     |       |      |       |      |        |      |      |      |     |      |       |       |       |      |
| 商业银行    | 3365  | 1703 | 4737  | 3267 | 154    | 1429 | -43  | -12  | 294 | -94  | -223  | -1368 | -596  | 54   |
| 全国性商业银行 | -     | -    | -     | -    | -      | -    | -    | -    | 210 | -138 | -246  | -1261 | 229   | 11   |
| 城商行     | -     | -    | -     | -    | -      | -    | -    | -    | 53  | 32   | 63    | -117  | -4    | 20   |
| 农商行     | -     | -    | -     | -    | -      | -    | -    | -    | 16  | -4   | -31   | -57   | -540  | -234 |
| 农合行     | -     | -    | -     | -    | -      | -    | -    | -    | -   | -    | -     | -     | -     | -    |
| 外资银行    | -     | -    | -     | -    | -      | -    | -    | -    | -2  | 6    | -11   | -2    | -12   | -15  |
| 保险      | 40    | -74  | 644   | 179  | 47     | -14  | -12  | -4   | 64  | 101  | -12   | -8    | -57   | -29  |
| 券商      | 718   | -704 | 326   | -69  | 66     | -514 | -65  | -52  | 11  | -135 | 5     | -32   | -91   | -176 |
| 广义基金    | 881   | -65  | 605   | 461  | -312   | 358  | -157 | -135 | 589 | 918  | 364   | 856   | 1093  | 3849 |
| 境外机构    | -199  | -420 | -10   | 2    | -229   | -94  | -1   | -0   | -29 | 5    | 3     | 0     | -101  | 150  |
| 信用社     | -     | -    | -     | -    | 0      | 0    | -    | -    | 14  | 5    | 2     | -3    | -211  | 337  |

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）

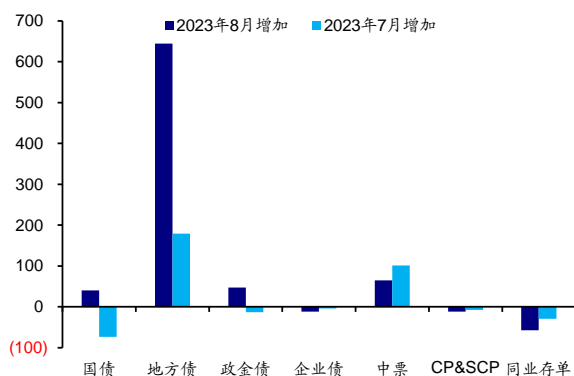


资料来源：CFETS，海通证券研究所；截至9月15日

#### 第四，保险增持力度大幅加强，券商转为大幅增持。

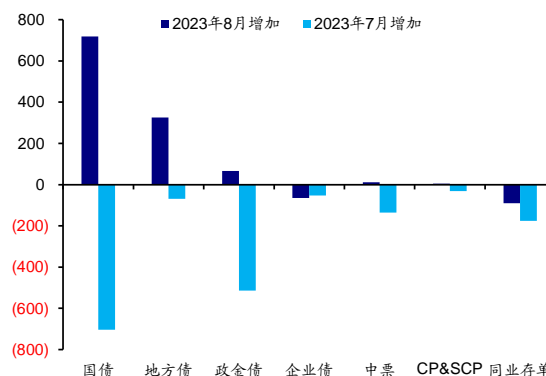
8月保险增持规模由290亿元提升至1038亿元。其中，国债和政金债转为小幅增持；地方债增持规模由179亿元大幅上升至644亿元；企业债、短融超短融和同业存单减持规模扩大。券商由大幅减持1793亿元转为增持821亿元，主要是国债、地方债、政金债分别转为增持718亿元、326亿元和66亿元，存单减持规模缩小。

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）



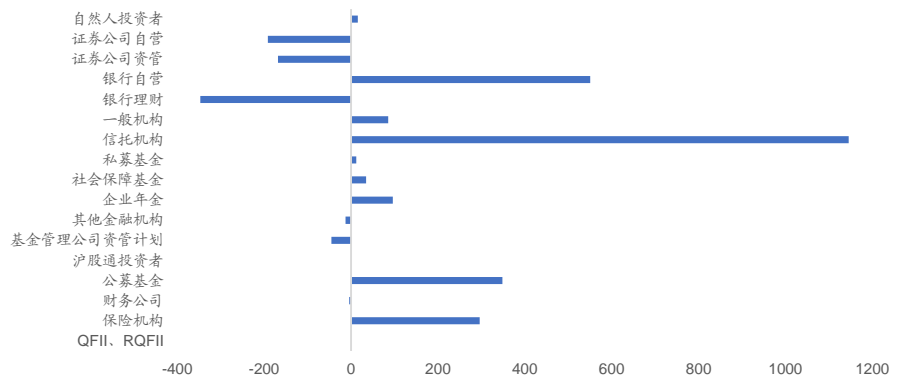
资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

#### 第五，上交所债券托管量合计16.6万亿元，信托、银行自营、基金和保险增持。

上交所的债券托管数据显示，8月债券托管量为16.6万亿元，环比增加1817亿元。主要是信托、银行自营、基金和保险大幅增持，银行理财、券商自营和券商资管大幅减持。

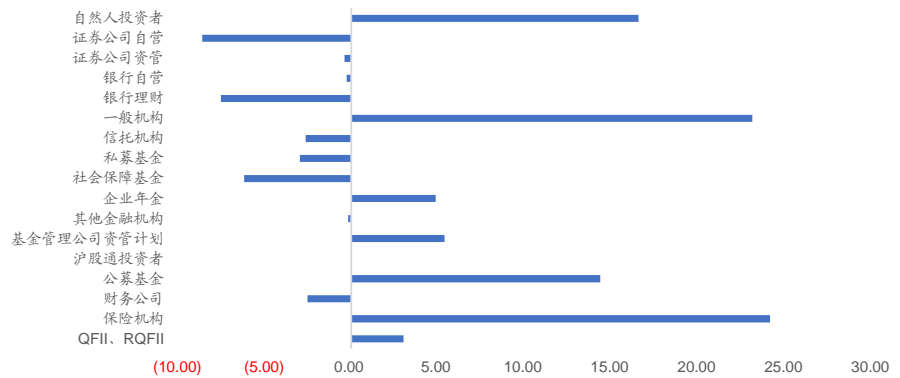
可转债方面，8月上交所可转债总持仓规模为5763亿元，环比增加60亿元。主要是保险和公募基金增持。

图8 上交所债市主要投资者持仓变动情况（8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（8月增量，亿元）

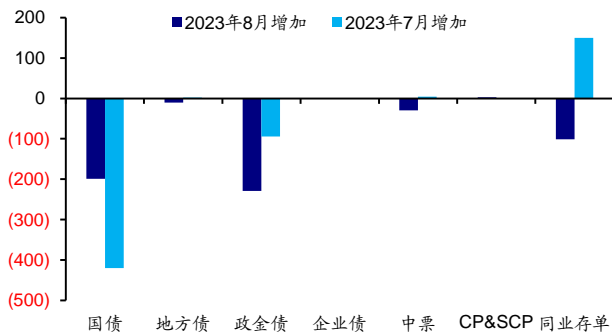


资料来源：上交所，海通证券研究所

第六，境外机构和外资行减持力度均加大。

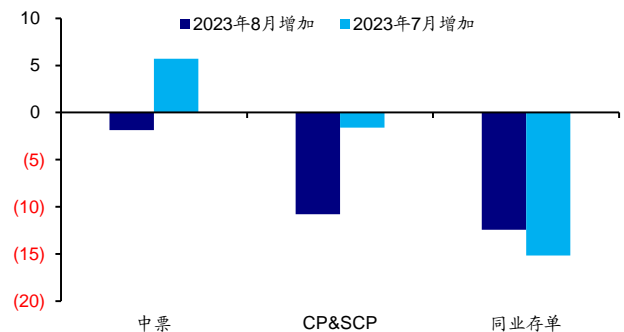
8月境外机构减持规模由367亿元进一步扩大至624亿元，除短融超短融略有增持外，其余主要券种均为减持，政金债、国债和存单分别减持229亿元、199亿元和101亿元。外资行继续减持存单和短融超短融，中票再度转为减持。

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）

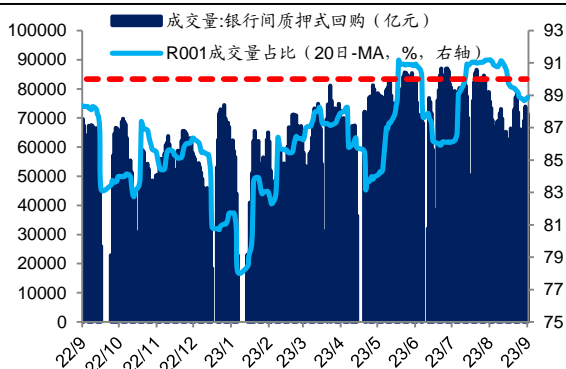


资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

第七，债市杠杆率同比升环比降，非银回购净融入余额回升。

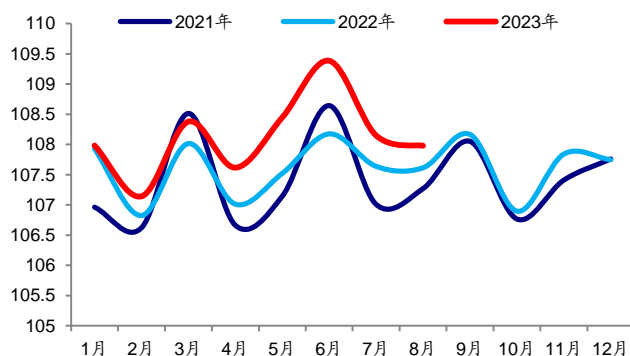
8月末银行间债市杠杆率为108.0%（我们使用CFETS口径的正回购余额来计算银行间杠杆率），环比下降0.2个百分点，同比续升0.4个百分点。

图12 回购成交量规模



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至9/15

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，8月月内高点为8.66万亿元，较7月高点的8.70万亿元转为下降；8月末为4.65万亿元（7月末为5.04万亿元）；月均值由7.96万亿元下降至7.39万亿元，隔夜回购成交量均值占比较7月回落0.8pcts至90%。

**非银回购净融入余额回升。**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8月末质押式正回购余额由6.56万亿元回升至6.85万亿元，回购净融入余额（正回购减逆回购）由5.01万亿元上升至5.17万亿元。

#### 第八，债市策略：债市或震荡调整。

**债市或震荡调整。**在基本面制约、政策效果观察窗口期下，债市走势或震荡偏弱，赎回压力缓解，现券市场上基金重回净买入，以及降准使得资金压力有所缓解，因此债市调整空间可能也不大，借鉴今年1-2月经验，若10Y国债曲线收益率调整至MLF利率+18bp以上，建议关注长端交易性机会。

**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。