

基金减持规模收窄，银行增持力度续升

——23年10月债券托管数据点评

分析师：张紫睿

证书：S0850522120001

021-23185652

联系人：藏多

021-23185647

摘要：10月中债登和上清所债券托管总量共计137.9万亿元，环比增加1.43万亿元，增量环比转为多增3996亿元。

分券种来看，利率债托管量大幅上升，信用债托管量小幅增加，同业存单托管量降幅走阔。二级市场中，10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，广义基金减持力度减弱，商业银行增持规模继续上升。广义基金减持规模由7635亿元缩小至2246亿元，对于地方债和短融超短融转为小幅增持；商业银行大幅增持地方政府债，对信用债的增持力度也有小幅上升，但对于存单转为减持、对于国债和政金债的增持力度减弱。10月农商行现券净买入力度回升，11月以来减弱。保险增持规模上升，券商转为减持；境外机构增持力度加大，外资行增持力度减小。另外，上交所数据显示，信托增持，公募基金和券商资管减持。

杠杆方面，债市杠杆率同比降环比升。10月末银行间债市杠杆率为107.3%，环比转降1.3个百分点，同比续升0.4个百分点。10月末质押式回购成交量为3.81万亿元（9月末为3.25万亿元）；月均值由6.82万亿元续降至6.13万亿元，隔夜回购成交量均值占比较9月上行1.1pcts至87%。此外，非银回购净融入余额转为下降。

债市策略：关注短端配置价值，长端波段伺机而动。11月以来资金压力整体缓和，需求端边际改善、生产端有所分化，政府债供给压力尚存，CPI或继续小幅下行，债市利率上下空间均有制约。后市长端利率继续下行空间仍需看货币政策配合情况，近期政策强调“统筹做好今明两年宏观政策的有效衔接，做好明年政策靠前发力的各项准备工作”，以及临近年底重要会议的召开也将对债市形成扰动。整体看债市窄幅震荡行情或延续，从利率所处分位数来看，建议关注短端利率债配置价值，长端波段伺机而动。

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：

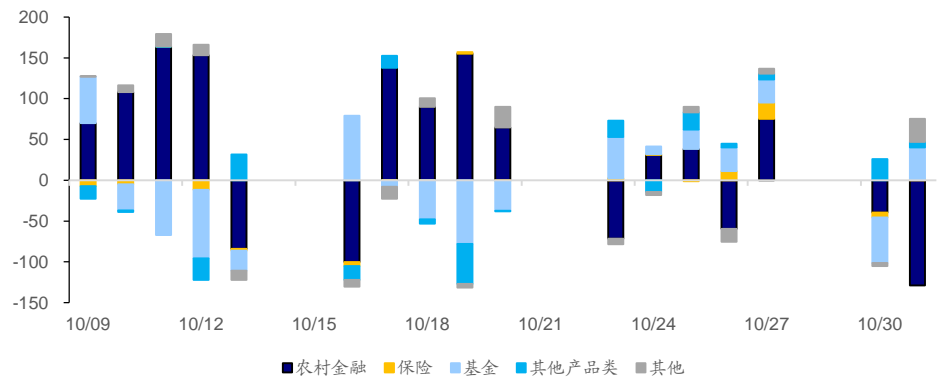
第一，利率债托管量大幅上升，信用债托管量小幅增加，同业存单托管量降幅走阔。

10月中债登和上清所债券托管总量共计137.9万亿元，环比增加1.43万亿元，增量环比转为多增3996亿元。利率债托管量大幅上升，信用债托管量小幅增加，同业存单托管量降幅走阔。

具体来看，利率债方面，10月托管量大幅增加1.6万亿元，增幅环比多增5311亿元。主要是由于地方政府债托管量大幅增加1.2万亿元（增幅环比多增1万亿元）；国债和政金债托管量增幅分别为3479亿元、480亿元，增幅环比分别少增4881亿元、248亿元。

二级市场中，10月7-10年国债主要是农商行在净买入，农商行净买入规模由9月的267亿元略降至242亿元，保险、理财分别转为净卖出36亿元、9亿元，基金净卖出规模由161亿元压缩至118亿元。7-10年政金债同样主要是农商行在净买入，农商行净买入规模由141亿元大幅上行至361亿元，境外机构（及其他）净买入规模略降至42亿元，保险净买入略增至35亿元，基金转为小幅净买入1亿元，理财小幅净卖出3亿元。

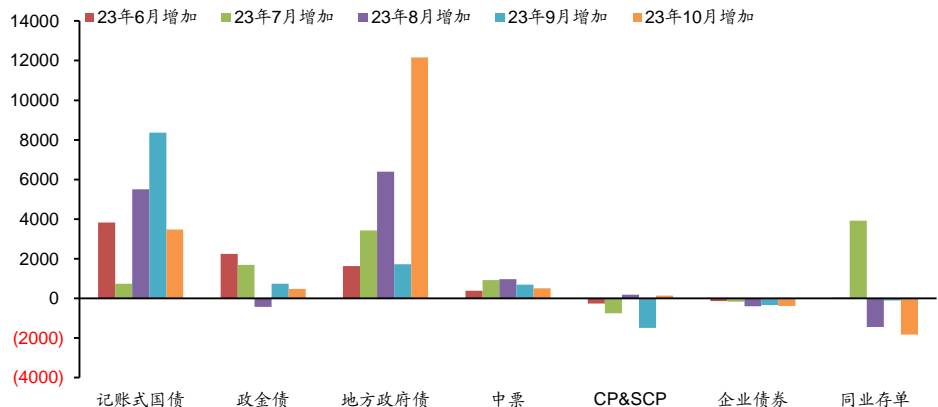
图1 7-10年政金债主要净买入机构（亿元）



资料来源：CFETs，海通证券研究所，截至10月31日

信用债方面，10月托管量规模小幅增加245亿元。其中，中票托管量增幅由9月的691亿元继续缩小至497亿元，短融超短融由减少1491亿元转为增加134亿元，企业债降幅由343亿元小幅扩大至386亿元。此外，10月存单托管量规模降幅由118亿元大幅走阔至1827亿元。

图2 主要券种托管量变化情况（亿元）

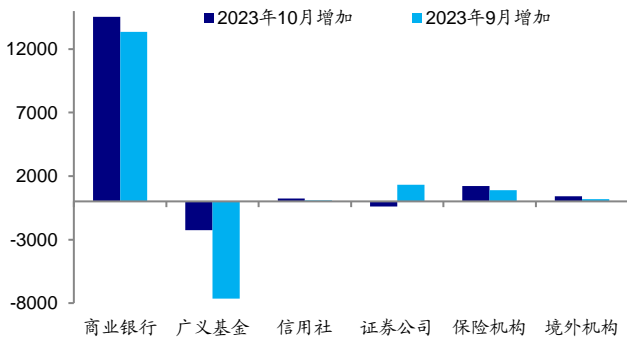


资料来源：中债登，上清所，Wind，海通证券研究所

第二，广义基金对各券种减持力度普遍减弱，小幅增持地方债和短融超短融。

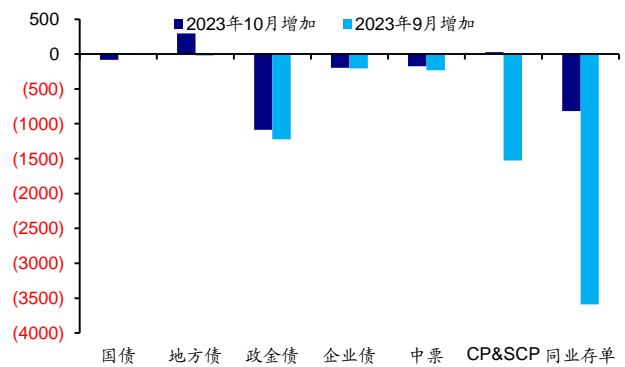
10月广义基金减持规模由7635亿元（9月，下同）缩小至2246亿元。主要是短融超短融由减持1525亿元转为增持28亿元，存单减持规模由3589亿元缩小至818亿元。政金债、企业债、中票减持力度也均有不同程度的减弱，分别减持1086亿元、198亿元和175亿元。地方政府债转为小幅增持294亿元。

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, 地方政府债发行放量支撑商业银行持仓规模, 存单转为减持。

10月商业银行增持规模由1.34万亿元继续提升至1.45万亿元, 增量环比多增1184亿元。分券种来看主要是由于地方债增持规模由1157亿元大幅提升至1.05万亿元。国债、政金债增持规模分别下降至3506亿元、1528亿元。信用债增持规模由570亿元小幅提升至620亿元。存单由增持1598亿元转为减持1238亿元。

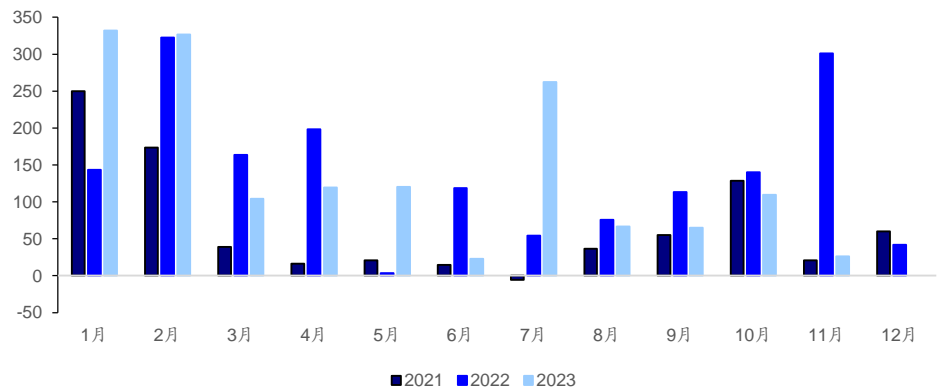
10月农商行现券净买入力度回升, 11月以来减弱。农商行由减持存单519亿元转为增持43亿元, 中票+短融超短融合计减持规模由99亿元缩小至80亿元。从二级现券市场高频数据来看, 10月农商行日均净买入规模由65亿元上升至110亿元, 11月净买入力度回落。截至11/17, 农商行11月日均净买入规模为26亿元。

表1 主要机构投资者债券托管量变化(10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	
	10月	9月	10月	9月	10月	9月	10月	9月	10月	9月	10月	9月	10月	9月
债券余额	3479	8360	12159	1719	480	727	-386	-343	497	691	134	-1491	-1827	-118
净增量														
商业银行	3506	7135	10502	1157	1528	1805	-71	-18	492	612	199	-24	-1238	1598
全国性商业银行	-	-	-	-	-	-	-	-	360	437	92	77	-882	1656
城商行	-	-	-	-	-	-	-	-	159	217	129	19	-477	676
农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-51	-44	-29	-55	43	-519
农合行	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
外资银行	-	-	-	-	-	-	-	-	3	-1	-6	9	13	10
保险	44	42	745	410	-68	-141	-21	-23	37	19	-22	-2	-16	-1
券商	-230	633	217	-306	-391	328	-34	-58	185	56	-21	-2	-105	517
广义基金	-81	-8	294	-21	-1086	-1224	-198	-204	-175	-231	28	-1525	-818	-3589
境外机构	124	-135	0	1	292	-0	0	-2	-19	18	-7	-29	58	351
信用社	-	-	-	-	0	0	-	-	16	11	1	0	-243	-12

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）

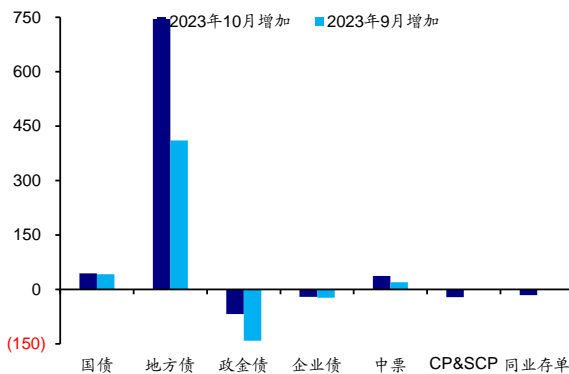


资料来源：CFETS，海通证券研究所；截至11月17日

第四，保险增持规模上升，券商转为减持。

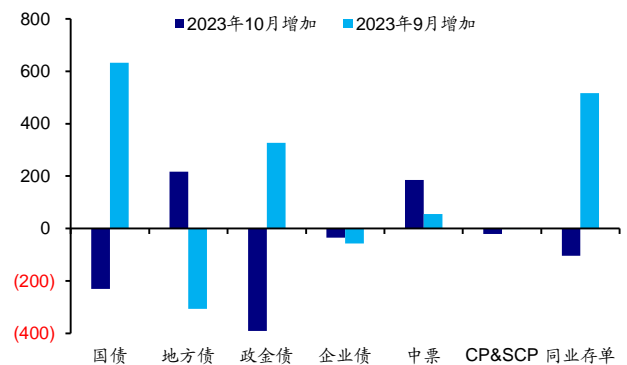
10月保险增持规模由895亿元上升至1208亿元。其中，地方债增持规模由410亿元上升至745亿元；国债和中票略有增持；政金债、企业债、短融超短融和同业存单仍为减持。券商由增持1319亿元转为减持393亿元，其中国债、政金债和存单均转为减持，地方债转为增持217亿元，中票增持规模上升。

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）



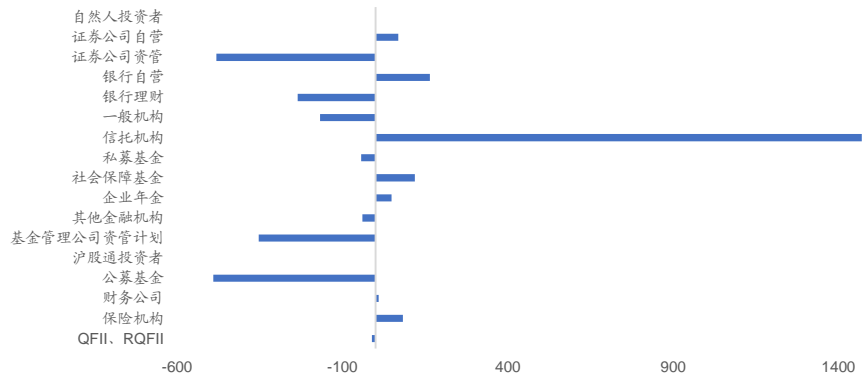
资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

第五，上交所债券托管量合计16.8万亿元，信托增持，公募基金和券商资管减持。

上交所的债券托管数据显示，10月债券托管量为16.8万亿元，环比增加137亿元。主要是信托增持，公募基金和券商资管减持。

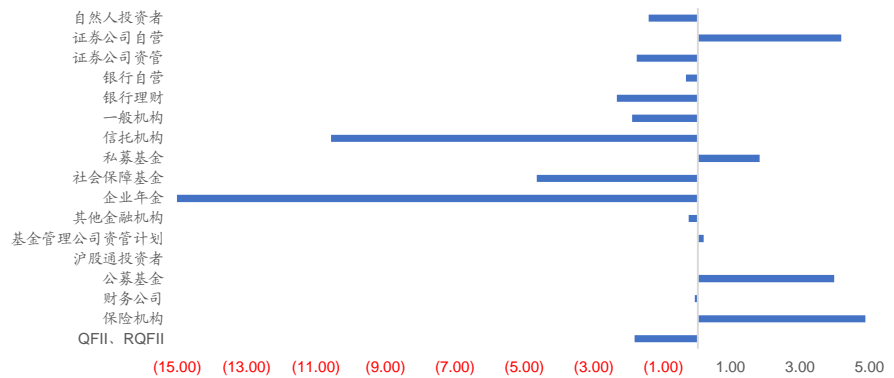
可转债方面，10月上交所可转债总持仓规模为5715亿元，环比减少26亿元。主要是企业年金和信托减持。

图8 上交所债市主要投资者持仓变动情况（10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（10月增量，亿元）

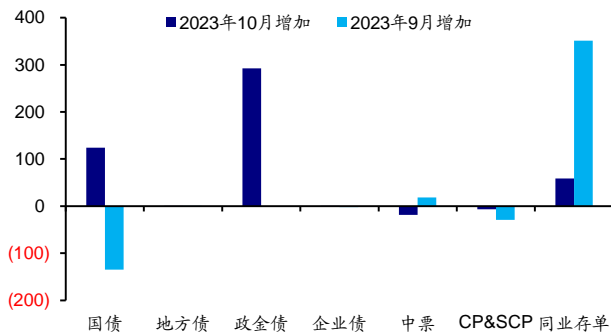


资料来源：上交所，海通证券研究所

第六，境外机构增持力度加大，外资行增持力度减小。

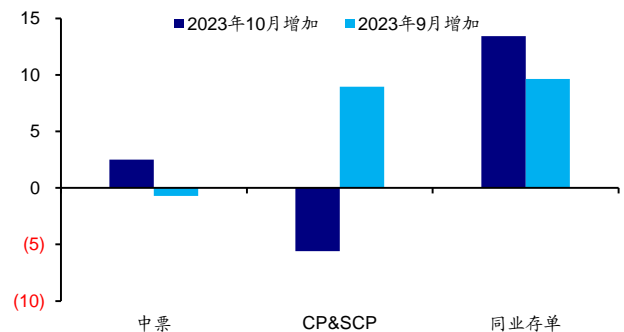
10月境外机构增持规模由178亿元上升至422亿元，主要是国债和政金债分别转为增持124亿元、292亿元；存单增持规模由351亿元下降至58亿元；中票和短融超短融小幅减持。外资行继续增持存单，短融超短融转为减持。

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）

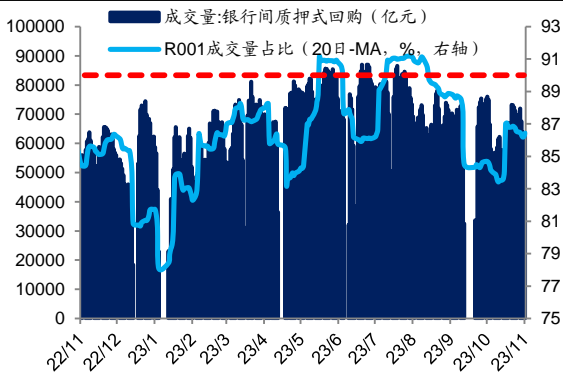


资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

第七，债市杠杆率同比降环比升，非银回购净融入余额转为下降。

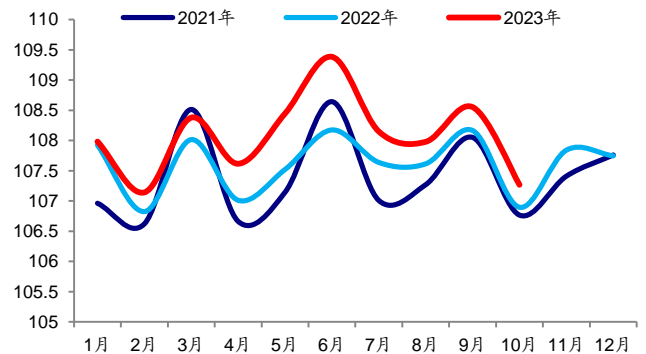
10月末银行间债市杠杆率为107.3%（我们使用CFETS口径的正回购余额来计算银行间杠杆率），环比转降1.3个百分点，同比续升0.4个百分点。

图12 回购成交量规模



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至11/17

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，质押式回购成交月平均水平继续下降。从市场总的质押式回购成交量高点情况来看，10月月内高点为7.61万亿元，较9月高点的7.82万亿元继续下降；10月末为3.81万亿元（9月末为3.25万亿元）；月均值由6.82万亿元续降至6.13万亿元，隔夜回购成交量均值占比比较9月上行1.1pcts至87%。

非银回购净融入余额转为下降。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，质押式正回购余额由9月末的7.14万亿元下降至10月末的6.54万亿元，同期回购净融入余额（正回购减逆回购）由5.46万亿元下降至4.32万亿元。

第八，债市策略：关注短端配置价值，长端波段伺机而动。

关注短端配置价值，长端波段伺机而动。11月以来资金压力整体缓和，需求端边际改善、生产端有所分化，政府债供给压力尚存，CPI或继续小幅下行，债市利率上下空间均有制约。后市长端利率继续下行空间仍需看货币政策配合情况，近期政策强调“统筹做好今明两年宏观政策的有效衔接，做好明年政策靠前发力的各项准备工作”，以及临近年底重要会议的召开也将对债市形成扰动。整体看债市窄幅震荡行情或延续，从利率所处分位数来看，建议关注短端利率债配置价值，长端波段伺机而动。

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。

¹ <https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/wszb/syyxwfbu/>

信息披露

分析师声明

固定收益研究：张紫睿

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。