

基金增持利率债，银行配债力度放缓

——23年11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: 11月中债登和上清所债券托管总量共计139.4万亿元，环比增加1.51万亿元，增量环比多增795亿元。

分券种来看，利率债托管量继续大幅上升，信用债托管量小幅上升，同业存单托管量转为增加。二级市场中，11月7-10年国债和政金债分别主要是基金和农商行在净买入。

分机构来看，广义基金转为增持，商业银行增持力度减弱。11月广义基金由10月的减持2246亿元转为增持1821亿元，主要是增持了利率债品种，但对于存单的减持力度进一步加大。商业银行对于地方债和国债的增持力度均减弱，对存单的减持力度放缓。11月农商行现券净买入力度回落，12月以来继续减弱。保险增持规模大幅下降，券商转为增持；境外机构和外资行增持力度均加大。另外，上交所数据显示，信托和券商自营增持，银行自营减持。

杠杆方面，债市杠杆率同比环比均升。11月末银行间债市杠杆率为108.2%，环比转升0.9个百分点，同比续升0.3个百分点。11月末质押式回购成交量为3.64万亿元（10月末为3.81万亿元）；月均值由6.13万亿元回升至6.44万亿元，隔夜回购成交量均值占比较10月下行0.8pcts至87%。此外，非银回购净融入余额转为上升。

债市策略：政策定调落地，关注岁末年初机会。短期来看，今年年内政府债供给压力仍在，银行面临年末考核压力，但好在12月MLF天量超额续作释放中长期流动性，DR007重回政策利率水平，年末财政支出有望加快加大，央行也表示“要高度重视做好岁末年初各项工作，维护年末流动性合理充裕”，叠加不排除明年行情提前开启的可能性。我们建议票息为主的同时，关注长端阶段性行情。

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：

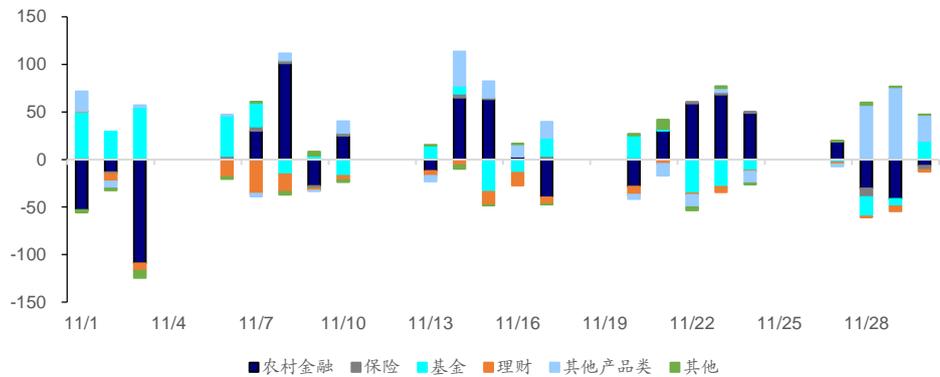
第一，利率债托管量继续大幅上升，信用债托管量小幅上升，同业存单托管量转为增加。

11月中债登和上清所债券托管总量共计139.4万亿元，环比增加1.51万亿元，增量环比多增795亿元。利率债托管量继续大幅上升，信用债托管量小幅上升，同业存单托管量转为增加。

具体来看，利率债方面，11月托管量大幅增加1.4万亿元，增幅环比少增2068亿元。主要是由于地方政府债托管量增加了6065亿元（环比少增6094亿元），国债和政金债分别增加5827亿元、2158亿元，环比分别多增2348亿元、1678亿元。

二级市场中，11月7-10年国债主要是基金在净买入，基金由10月的净卖出118亿元转为净买入162亿元，农商行由净买入243亿元转为净卖出181亿元，保险、境外机构（及其他）分别小幅净买入6亿元、1亿元，理财小幅净卖出2亿元；7-10年政金债主要是农商行在净买入。农商行净买入规模由361亿元大幅下降至150亿元，基金净买入规模由1亿元上升至100亿元，保险、境外机构（及其他）小幅净卖出19亿元、5亿元，理财净卖出规模由3亿元扩大至171亿元。

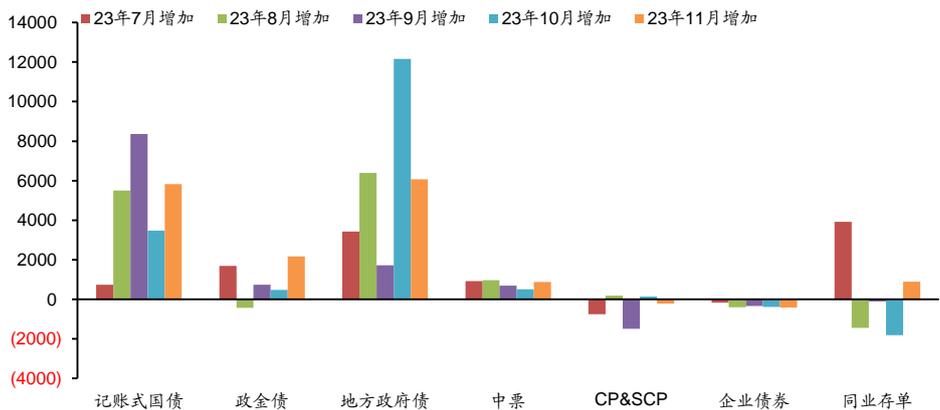
图1 7-10年政金债主要净买入机构（亿元）



资料来源：CFETs，海通证券研究所，截至11月30日

信用债方面，11月托管量规模小幅增加230亿元。其中，中票托管量增幅由10月的497亿元回升至866亿元，短融超短融由增加134亿元转为减少216亿元，企业债降幅由386亿元继续扩大至421亿元。此外，11月存单托管量规模由下降1827亿元转为上升881亿元。

图2 主要券种托管量变化情况（亿元）

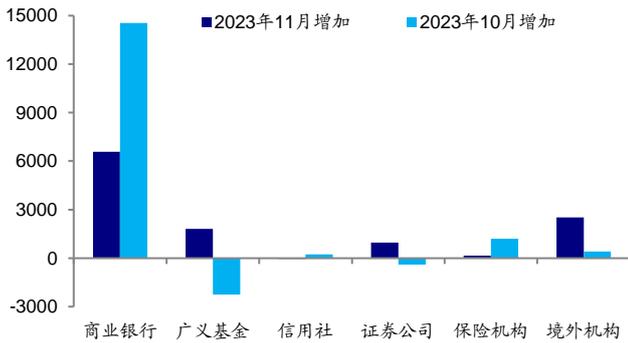


资料来源：中债登，上清所，Wind，海通证券研究所

第二，广义基金增持利率债，减持短融超短融和存单。

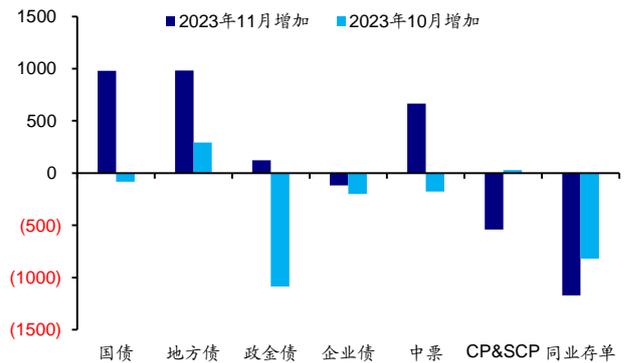
11月广义基金由减持2246亿元（10月，下同）转为增持1821亿元。主要是国债和政金债均转为增持，分别为980亿元和123亿元，对地方政府债的增持力度也上升至983亿元。对于信用债而言，广义基金转为增持中票，但仍减持企业债，短融超短融由增持28亿元转为减持539亿元。此外，存单减持规模由818亿元进一步扩大至1171亿元。

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, 商业银行持仓规模环比大幅少增, 存单减持力度放缓。

11月商业银行增持规模由1.45万亿元下降至6578亿元, 增量环比少增7964亿元。分券种来看主要是由于地方债增持规模由1.05万亿元大幅回落至3399亿元。国债、政金债增持规模分别下降至2758亿元、上升至1761亿元。信用债增持规模由620亿元下降至42亿元。存单减持规模由1238亿元缩小至322亿元。

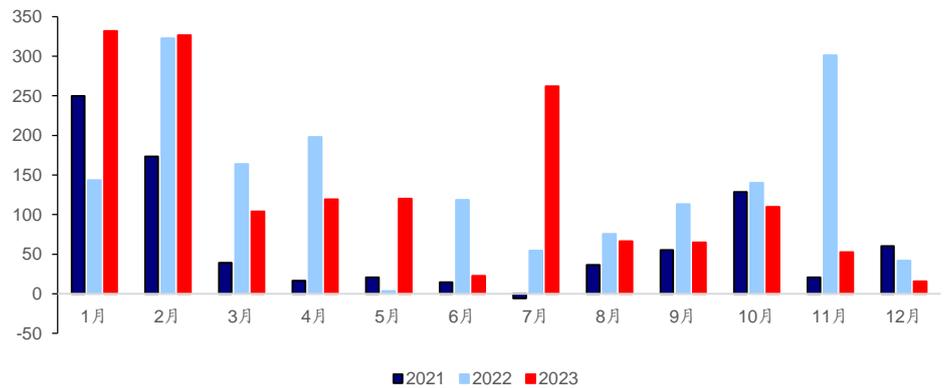
11月农商行现券净买入力度回落, 12月以来继续减弱。农商行存单增持规模由43亿元上升至92亿元, 中票+短融超短融合计减持规模由80亿元继续缩小至33亿元。从二级现券市场高频数据来看, 11月农商行日均净买入规模由110亿元回落至53亿元, 12月以来净买入力度继续减弱。截至12/15, 农商行12月日均净买入规模为16亿元。

表1 主要机构投资者债券托管量变化(11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	
	11月	10月	11月	10月	11月	10月	11月	10月	11月	10月	11月	10月	11月	10月
债券余额	5827	3479	6065	1215	2158	480	-421	-386	866	497	-216	134	881	-1827
净增量				9										
商业银行	2758	3506	3399	1050	1761	1528	-134	-71	-34	492	211	199	-322	-1238
全国性商业银行	-	-	-	-	-	-	-	-	47	360	220	92	-790	-882
城商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-50	159	-24	129	-39	-477
农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-35	-51	2	-29	92	43
农合行	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
外资银行	-	-	-	-	-	-	-	-	3	3	-4	-6	62	13
保险	-124	44	402	745	-149	-68	-7	-21	54	37	24	-22	-37	-16
券商	309	-230	494	217	82	-391	-67	-34	104	185	-14	-21	29	-105
广义基金	980	-81	983	294	123	-1086	-117	-198	666	-175	-539	28	-1171	-818
境外机构	1128	124	-4	0	495	292	0	0	-4	-19	7	-7	868	58
信用社	-	-	-	-	0	0	-	-	-0	16	8	1	-14	-243

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）

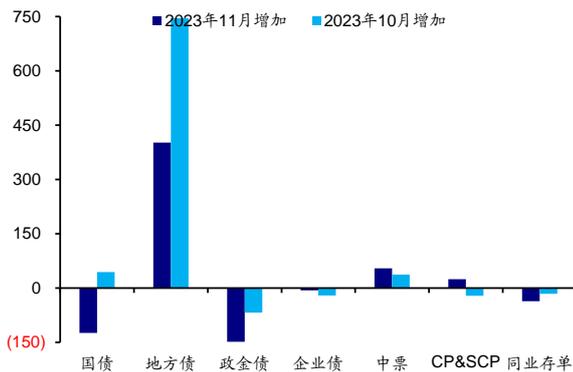


资料来源：CFETS，海通证券研究所；截至 12 月 15 日

第四，保险增持规模大幅下降，券商转为增持。

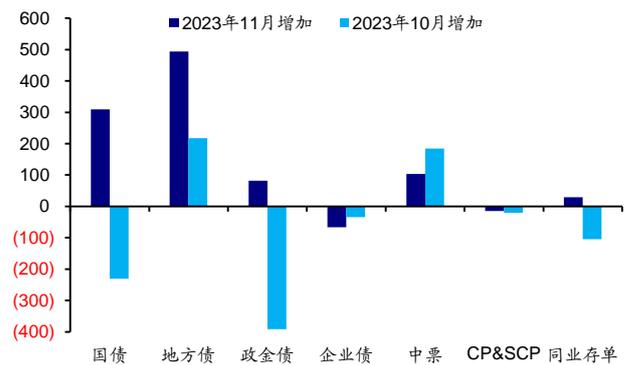
11月保险增持规模由1208亿元大幅下降至150亿元，创22年3月以来新低。其中，地方债增持规模由745亿元下降至402亿元；国债转为减持、政金债和存单减持规模扩大；中票和短融超短融增持。券商由减持393亿元转为增持971亿元，其中企业债和短融超短融维持减持，其余主要券种均为增持。

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）



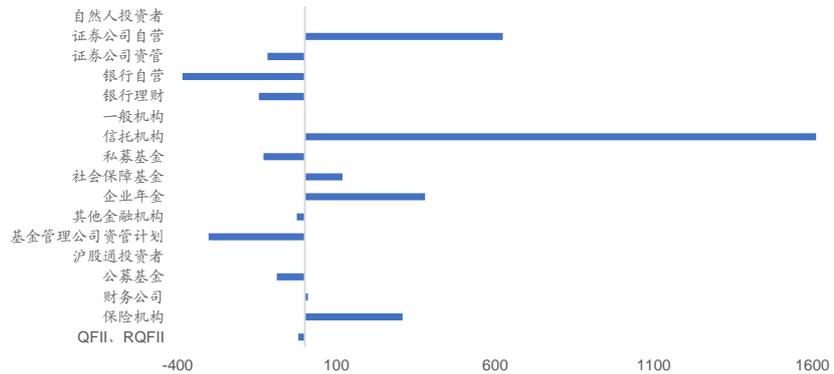
资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

第五，上交所债券托管量合计 16.9 万亿元，信托和券商自营增持，银行自营减持。

上交所的债券托管数据显示，11月债券托管量为16.9万亿元，环比增加1839亿元。主要是信托和券商自营增持，银行自营和基金管理公司资管计划减持。

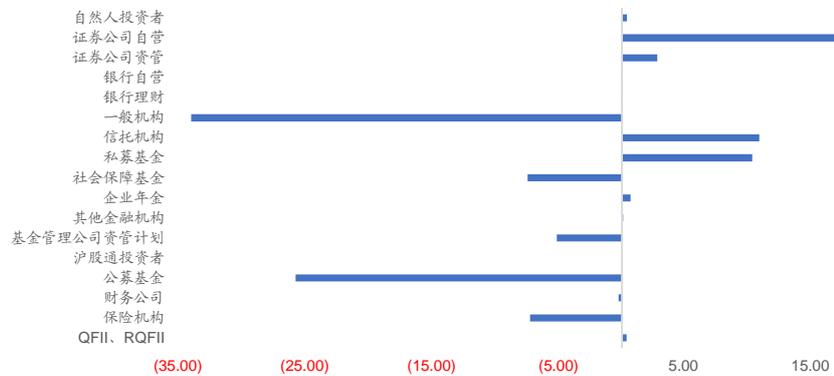
可转债方面，11月上交所可转债总持仓规模为5678亿元，环比减少37亿元。主要是券商自营增持，一般机构和公募基金减持。

图8 上交所债市主要投资者持仓变动情况（11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（11月增量，亿元）

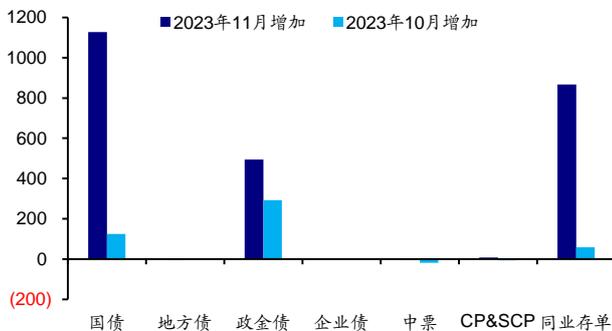


资料来源：上交所，海通证券研究所

第六，境外机构和外资行增持力度均加大。

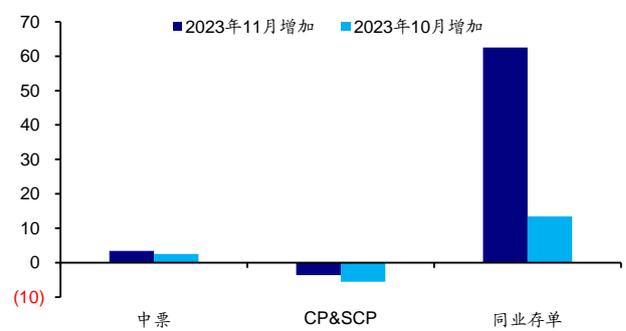
11月境外机构增持规模由422亿元大幅上升至2513亿元，主要是国债和存单增持规模分别由124亿元上升至1128亿元、由58亿元上升至868亿元。外资行增持存单规模由13亿元上升至62亿元。

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）

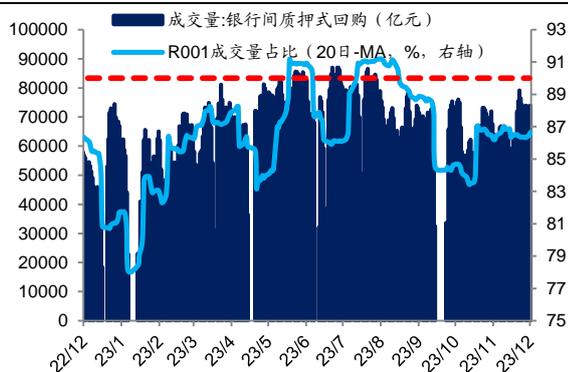


资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

第七，债市杠杆率同比环比均升，非银回购净融入余额转为上升。

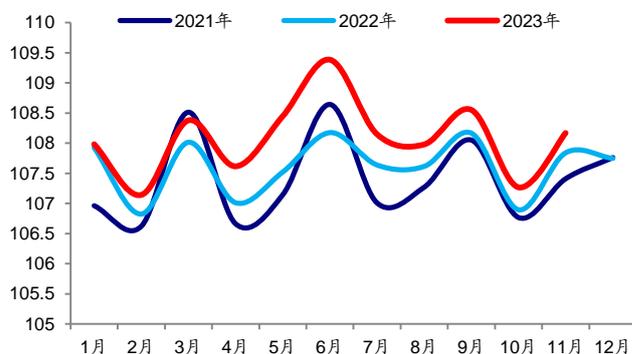
11月末银行间债市杠杆率为108.2%（我们使用CFETS口径的正回购余额来计算银行间杠杆率），环比转升0.9个百分点，同比续升0.3个百分点。

图12 回购成交量规模



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至12/15

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，质押式回购成交月平均水平回升。从市场总的质押式回购成交量高点情况来看，11月月内高点为7.31万亿元，较10月高点的7.61万亿元继续下降；11月末为3.64万亿元（10月末为3.81万亿元）；月均值由6.13万亿元回升至6.44万亿元，隔夜回购成交量均值占比较10月下行0.8pcts至87%。

非银回购净融入余额转为上升。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，质押式正回购余额由10月末的6.54万亿元上升至11月末的7.24万亿元，同期回购净融入余额（正回购减逆回购）由4.32万亿元回升至5.66万亿元。

第八，债市策略：政策定调落地，关注岁末年初机会。

政策定调落地，关注岁末年初机会。短期来看，今年年内政府债供给压力仍在，银行面临年末考核压力，但好在12月MLF天量超额续作释放中长期流动性，DR007重回政策利率水平，年末财政支出有望加快加大，央行也表示“要高度重视做好岁末年初各项工作，维护年末流动性合理充裕”¹，叠加不排除明年行情提前开启的可能性。我们建议票息为主的同时，关注长端阶段性行情。

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 <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5171032/index.html>

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。