

基金缩久期加杠杆

——债市情绪指数&久配指数跟踪

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

摘要:

1、 债市情绪指数: 单周情绪小幅回落, 基金降久期加杠杆

24/1/2~24/1/5 当周债市情绪指数小幅下降(主要是超长债交投情绪小幅回落、交易所杠杆率下降、基金缩短久期), 平滑后的债市情绪指数(4周-MA)继续上行。

情绪升温的指标有:

- 10Y 国开活跃券成交额/9-10Y 国开债余额。
- 质押式回购成交量, 隔夜回购成交量占比; 银行间债市杠杆率, 基金和券商杠杆率(环比上行)。

情绪降温的指标有:

- 30Y 国债换手率。
- 保险杠杆率(环比下降); 交易所债市杠杆率。
- 中长期纯债型基金久期缩短(带杠杆、中位数)、久期分歧指数继续上行, 扣除杠杆后基金久期(中位数)也转为缩短。

债市情绪亮红灯的指标¹: 30Y 国债换手率, 质押式回购成交量。

债市情绪亮黄灯的指标: 隔夜回购成交量占比, 银行间债市杠杆率, 基金杠杆率, 交易所债市杠杆率。

债市情绪亮绿灯的指标: 10Y 国开活跃券成交额/9-10Y 国开债余额, 久期分歧指数上行, 保险杠杆率。

2、 债市久配指数: 久配压力不大

至 24 年 1 月 5 日信用债久配指数和利率债久配指数均上升(越小越久配, 相较于前一周周五)。

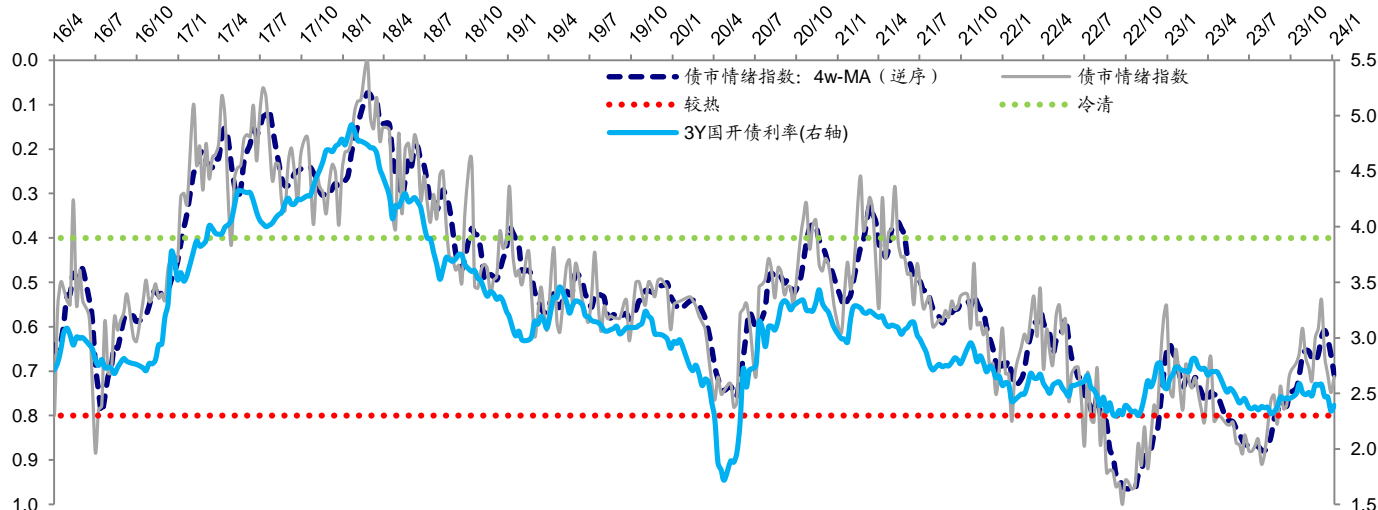
风险提示: 基本面变化、政策不及预期、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。

¹ 红灯和黄灯均为债市情绪高涨、绿灯表示债市情绪较为冷淡, 其中红灯是指标处于近三年以来 95%分位数及以上、黄灯是 90%分位数及以上但在 95%分位数以下(不包含隐含税率, 该指标越小表明情绪越高涨; 也不包含久期分歧指数; 基金杠杆率为 2021 年以来分位数水平)、绿灯是 50%分位及以下(不包含隐含税率)。

1、债市情绪指数

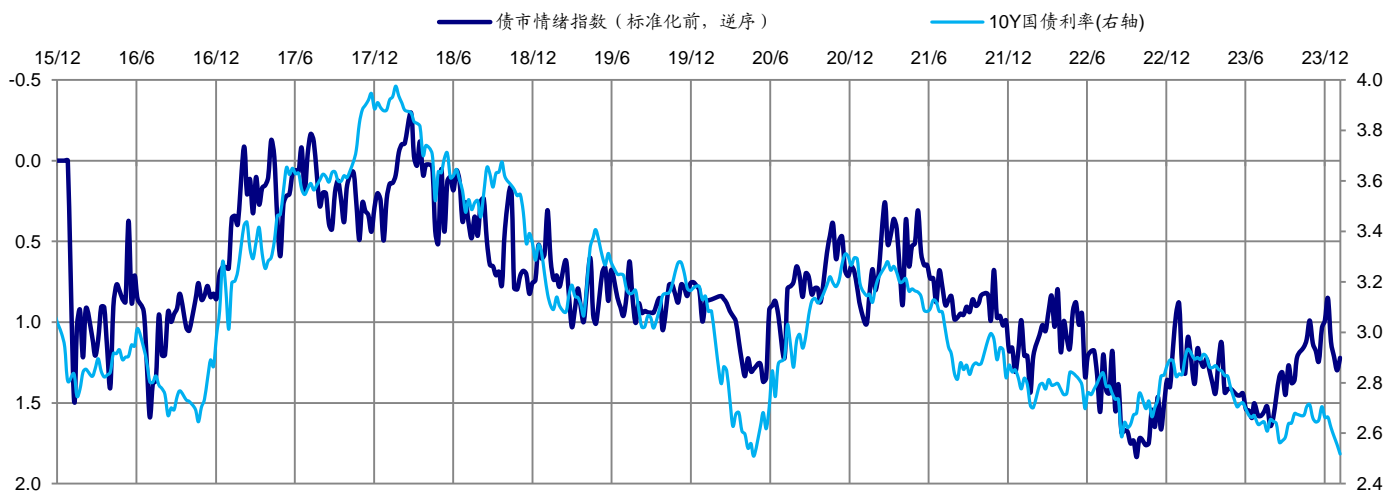
(1) 上周(24年1月2日至24年1月5日,全文均为此时间区间)债市情绪指数²小幅下降(主要是超长债交投情绪小幅回落、交易所杠杆率下降、基金缩短久期),平滑后的债市情绪指数(4周-MA)继续上行。

图1 债市情绪指数(标准化后)与3Y国开债利率走势(%)



资料来源:WIND,海通证券研究所,中长期纯债基金样本有修改(剔除摊余债基、定开债基等),久期和情绪指数进行了追溯,数据截至24年1月5日

图2 债市情绪指数(未标准化)与10Y国债利率走势(%)

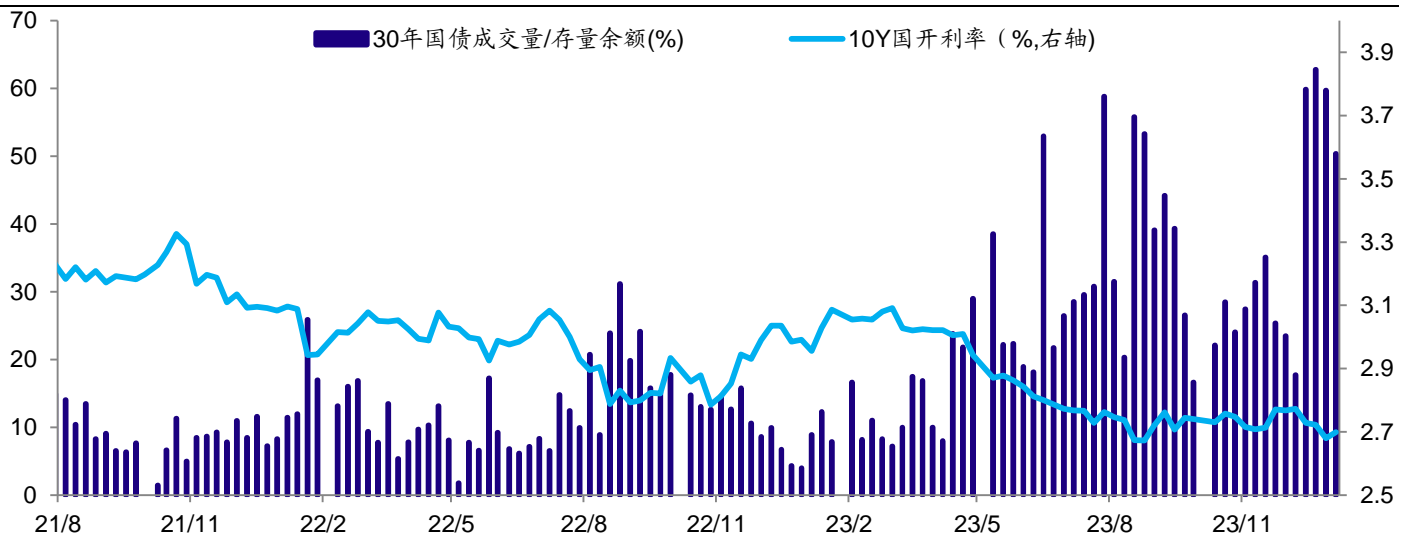


资料来源:WIND,海通证券研究所。中长期纯债基金样本有修改(剔除摊余债基、定开债基等),久期和情绪指数进行了追溯,数据截至24年1月5日

(2) 三十年国债换手率:超长债交投情绪小幅下降。至24年1月5日当周30年国债成交量/存量余额占比为50.4%,较前值下降,处于近三年以来95%分位数水平。

² 自23年12月29日当周起,债市情绪指数编制剔除了十年国开债隐含税率,历史数据已追溯

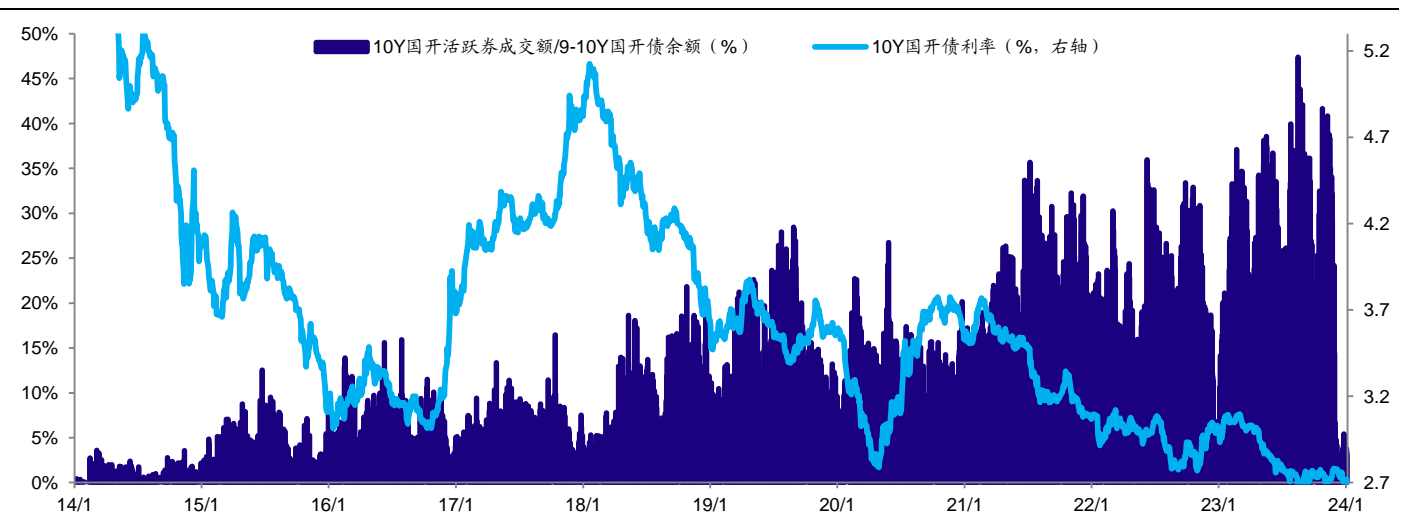
图3 30Y 国债换手率与 10Y 国开债利率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 24 年 1 月 5 日

(3) 从 10Y 国开活跃券成交额/9-10Y 国开债余额来看，活跃券交易情绪低位缓慢上升。至 24 年 1 月 5 日 10Y 国开活跃券成交额/9-10Y 国开债余额处于近三年以来的 7%分位数，所处分位数周均值为 7%、较前一周小幅上行。

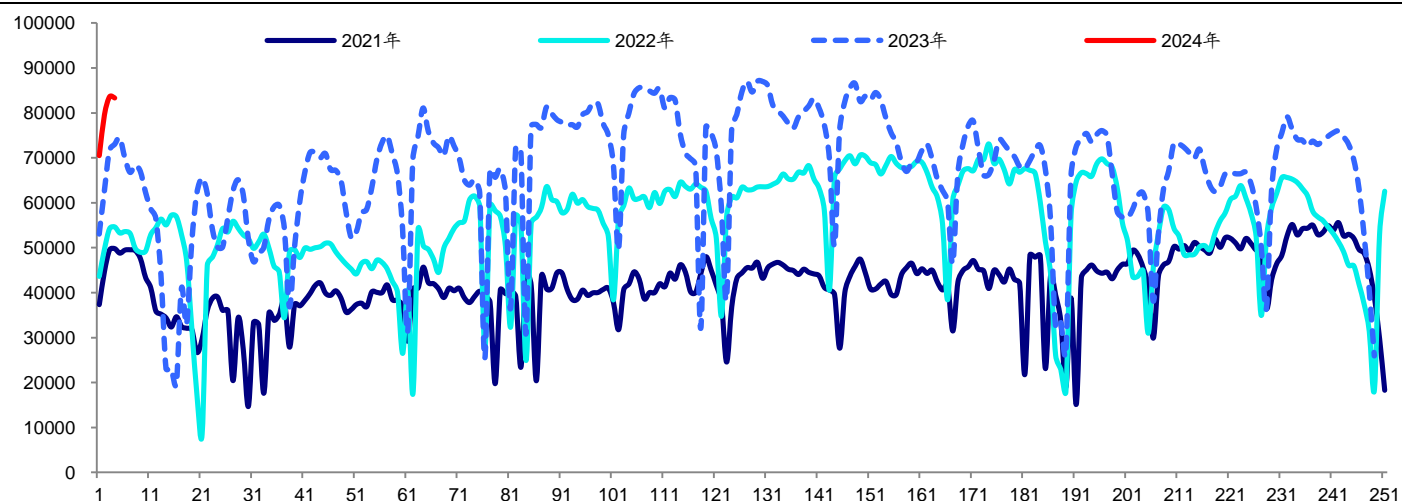
图4 10Y 国开活跃券成交额/9-10Y 国开债余额



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 24 年 1 月 5 日

(4) 回购成交量季节性走高。质押式回购成交量日均值从前一周的 5.05 万亿元回升至 7.93 万亿元，其中周度隔夜回购成交量占比较前者上行 14 个百分点。

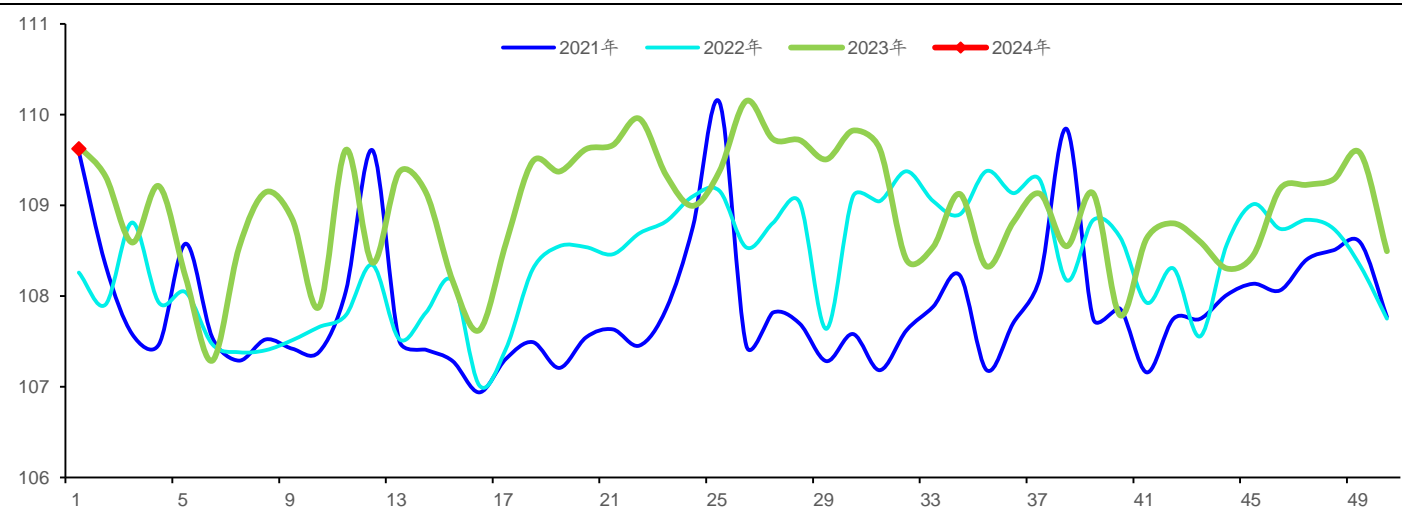
图5 银行间质押式回购成交量（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所，横坐标为每年第1至252个交易日，数据截至24年1月5日

(5) 银行间杠杆率季节性回升。至24年1月5日当周银行间债市杠杆率为109.6%，环比+1.1pct，处于近三年以来94%的分位数水平，同比略降。

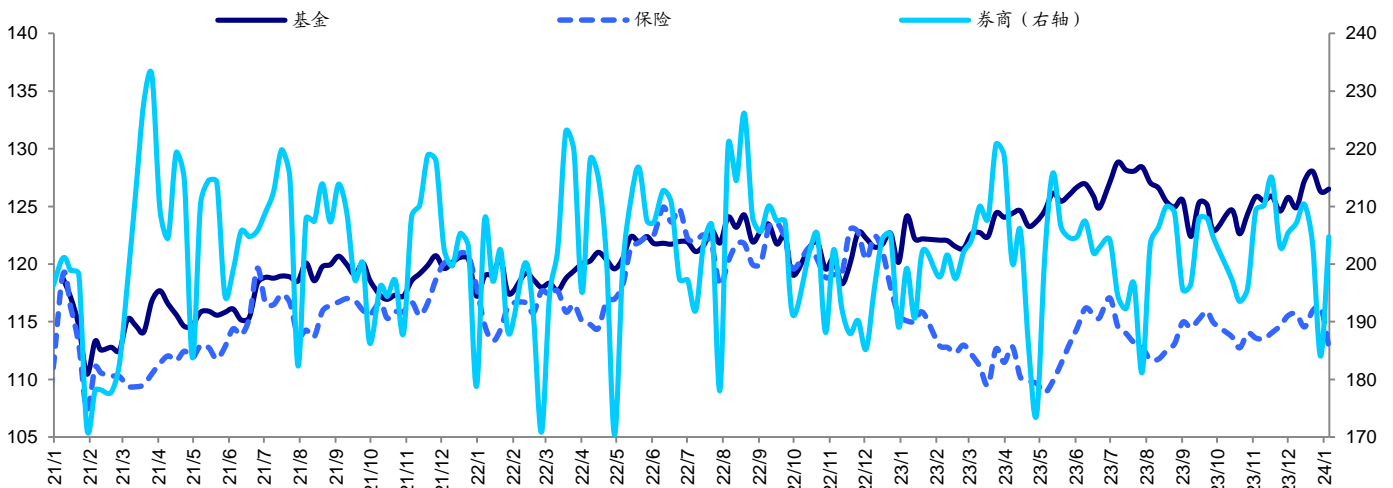
图6 银行间债市杠杆率（基于CFETS正回购余额计算，%）



资料来源：WIND，CFETS，海通证券研究所，横坐标为每年第1周至52周，数据截至24年1月5日

分机构来看，杠杆率升多降少。基金和券商杠杆率环比上行，保险杠杆率下降。

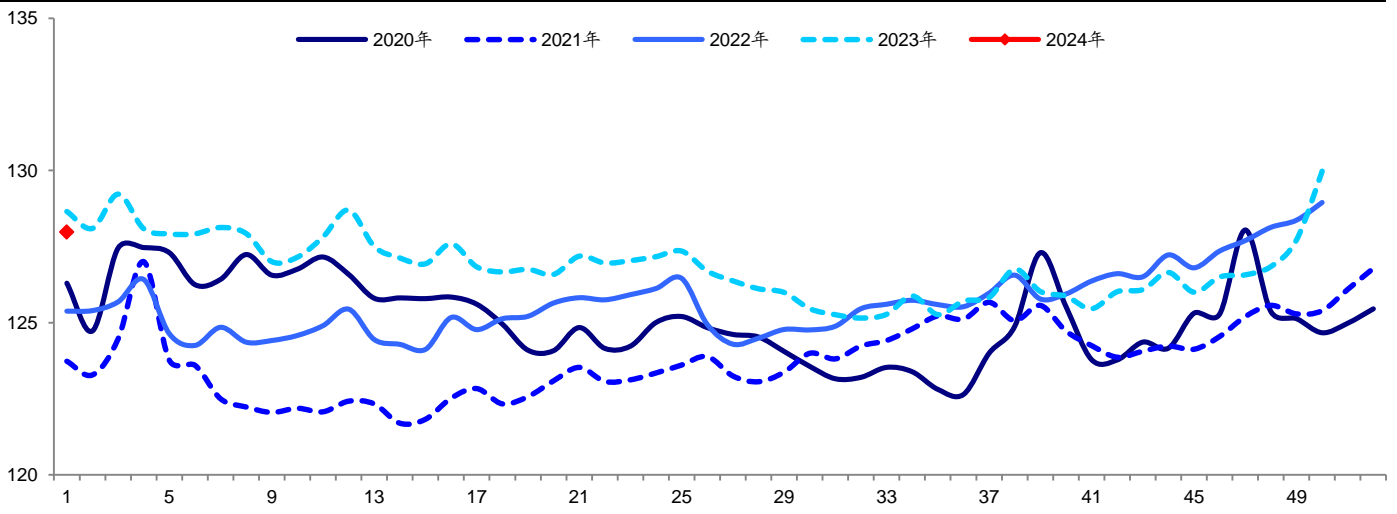
图7 银行间分机构债市杠杆率（周度，%）



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据更新至24年1月5日，基金杠杆率在23年4月14日经过修正并做了历史回溯

(6) 交易所杠杆率下降。至24年1月5日当周交易所债市杠杆率为128%、环比下降2pct，同比下降0.7pct。

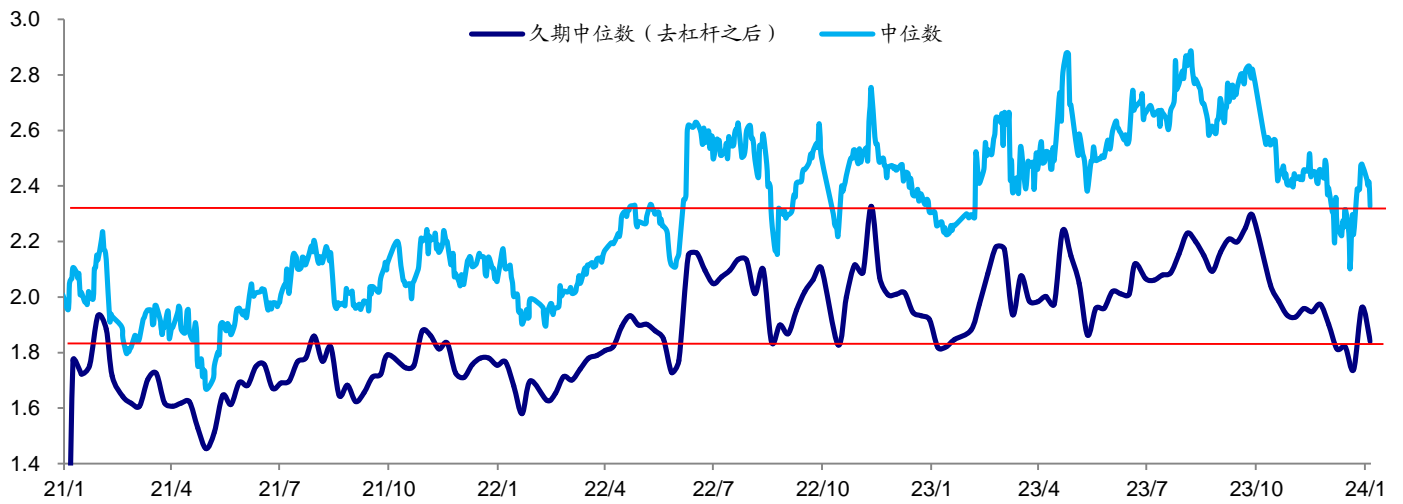
图8 交易所债市杠杆率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所，横坐标为每年第1周至52周，数据截至24年1月5日

(7) 上周中长期纯债型基金久期（未扣除杠杆、中位数）缩短。至24年1月5日中长期纯债型基金久期均值和中位数分别为2.69年、2.33年，较前一周分别缩短约0.21年、缩短约0.15年，处于近三年以来的81%、53%分位数。扣除杠杆之后，中长期纯债型基金久期中位数缩短约0.12年至1.84年、回到23年年初的水平。

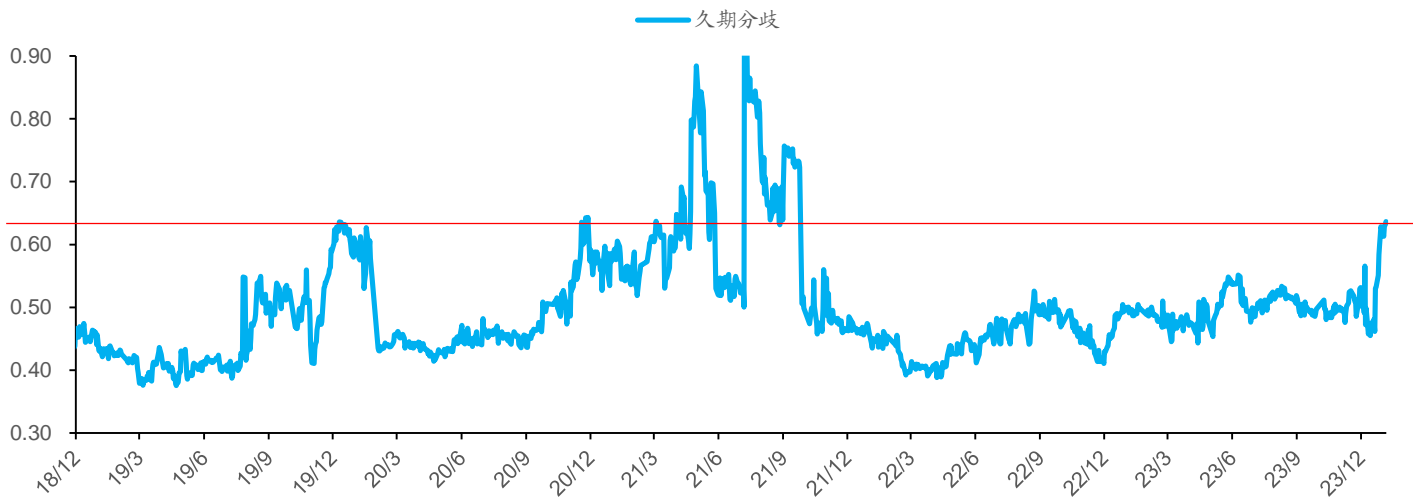
图9 中长期纯债型基金久期（中位数，年）



资料来源：WIND，海通证券研究所，中长期纯债基金样本有修改（剔除摊余债基、定开债基等），久期和情绪指数进行了追溯，数据截至 24 年 1 月 5 日

久期分歧指数略升。至 24 年 1 月 5 日久期分歧指数为 0.64、较前值上行 0.02，处于近三年的 89%分位数水平。

图10 中长期纯债基金久期分歧指数（久期标准差/久期均值）



资料来源：WIND，海通证券研究所，中长期纯债基金样本有修改（剔除摊余债基、定开债基等），久期和情绪指数进行了追溯，数据截至 24 年 1 月 5 日

2、债市欠配指数

(1) 上周信用债欠配指数继续上升（越小越欠配）。

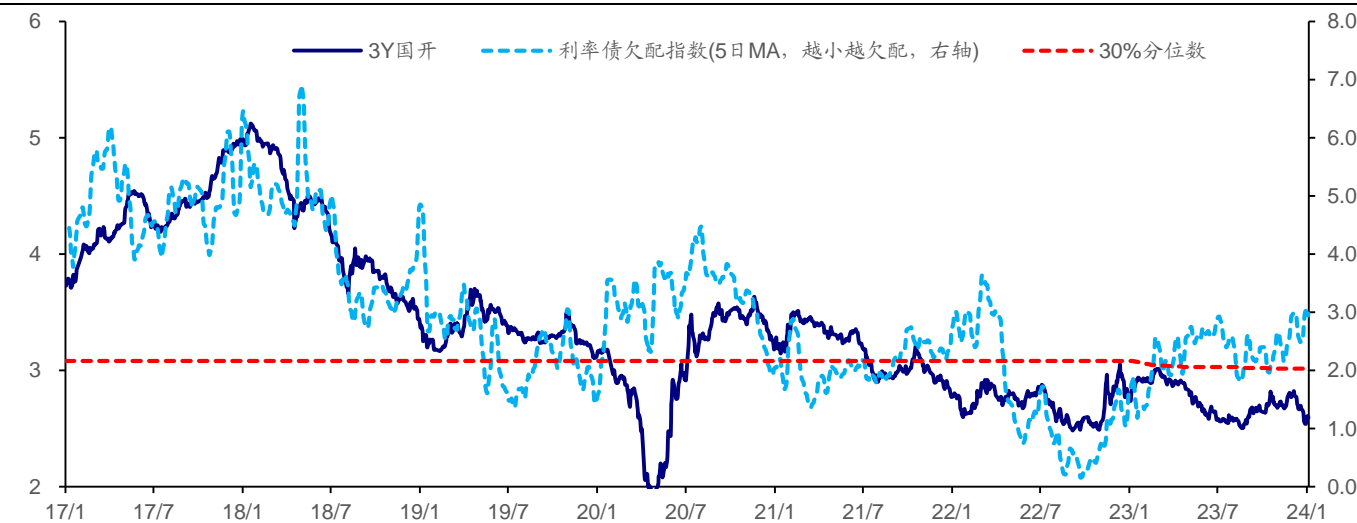
图11 信用债欠配指数与 1YAA+城投债利率走势 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所测算，数据截至 24 年 1 月 5 日

(2) 利率债欠配指数稳中略上（越小越欠配）。

图12 利率债欠配指数与 3Y 国开债利率走势 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所测算，数据截至 24 年 1 月 5 日

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。