

超长债拥挤度略降，债市情绪稳中向好

——债市情绪指数&欠配指数跟踪

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: 超长债拥挤度略降, 基金拉久期稳杠杆, 债市情绪稳中上行

24/1/15~24/1/19 当周债市情绪指稳中上行(主要是超长债换手率仍在高位、基金久期继续拉长), 平滑后的债市情绪指数(4周-MA)继续走高。

情绪升温的指标有:

- 基金杠杆率(环比上行)。
- 中长期纯债型基金久期继续拉长(带杠杆、中位数)且久期分歧度小幅下降、扣除杠杆后基金久期(中位数)也继续拉长。

情绪降温的指标有:

- 30Y 国债换手率。
- 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, 保险和券商杠杆率(环比下降); 交易所债市杠杆率。

债市情绪亮红灯的指标¹: 30Y 国债换手率。

债市情绪亮黄灯的指标: 质押式回购成交量, 隔夜回购成交量占比。

债市情绪亮绿灯的指标: 久期分歧指数, 保险和券商杠杆率。

2、 债市欠配指数: 欠配压力小幅增加、但距离资产荒临界线仍有差距

资金面先收敛后平稳宽松、供需格局较有支撑, 至 24 年 1 月 19 日信用债欠配指数和利率债欠配指数均继续下降、显示欠配压力小幅增加(相较于前一周周五)。

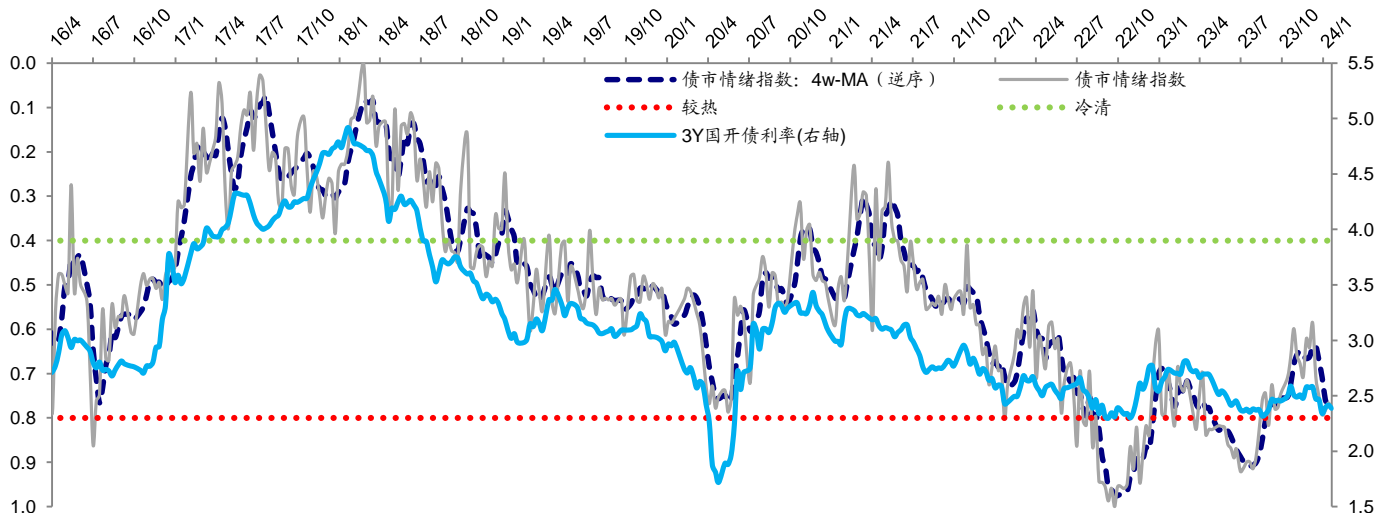
风险提示: 基本面变化、政策不及预期、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。

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

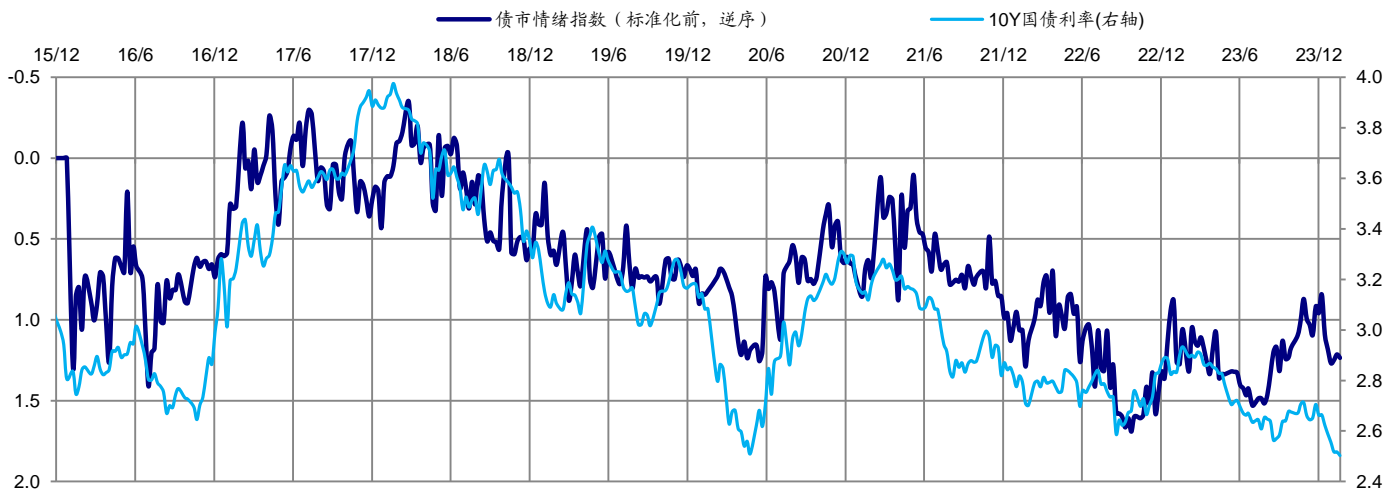
(1) 上周(24年1月15日至24年1月19日,全文均为此时间区间)债市情绪指数²稳中上行(主要是超长债换手率仍在高位、基金久期继续拉长),平滑后的债市情绪指数(4周-MA)继续走高。

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19日

图2 债市情绪指数(未标准化)与10Y国债利率走势(%)

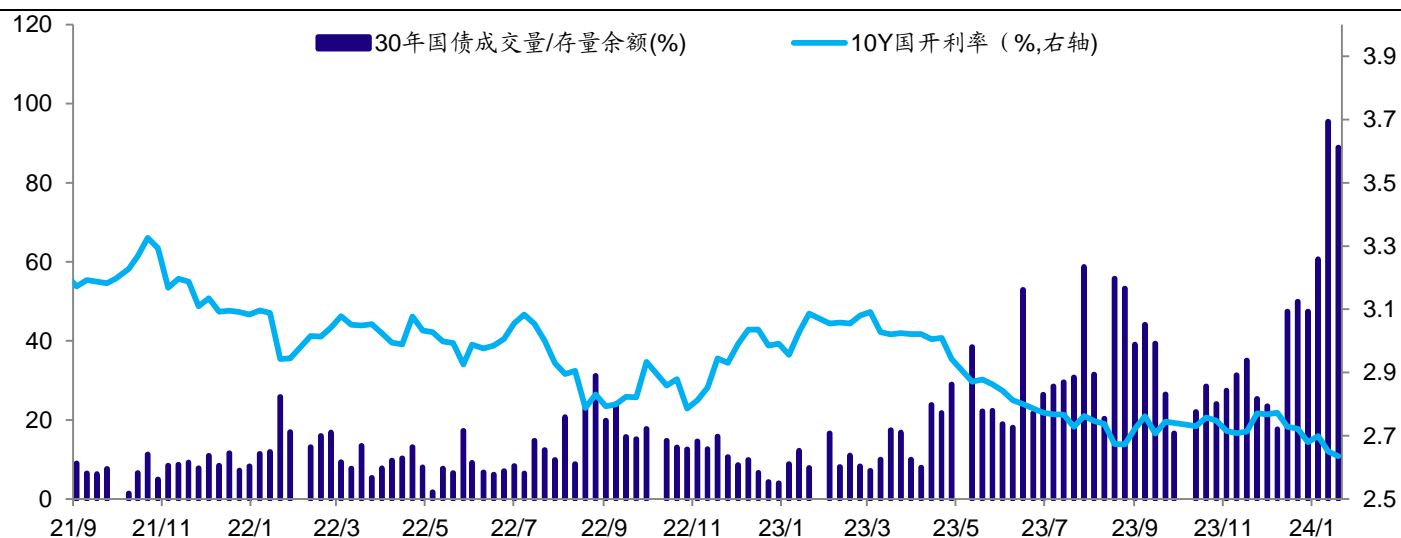


资料来源:WIND,海通证券研究所,中长期纯债基金样本有修改(剔除摊余债基、定开债基等),久期和情绪指数进行了追溯,数据截至24年1月19日

(2) 三十年国债换手率:超长债拥挤度略降。至24年1月19日当周30年国债成交量/存量余额占比为89%、环比下降6.5pct,但仍处近三年以来99%的高分位数水平。

²债市情绪指数编制剔除了十年国开债隐含税率和十年国开活跃券换手率,历史数据已追溯

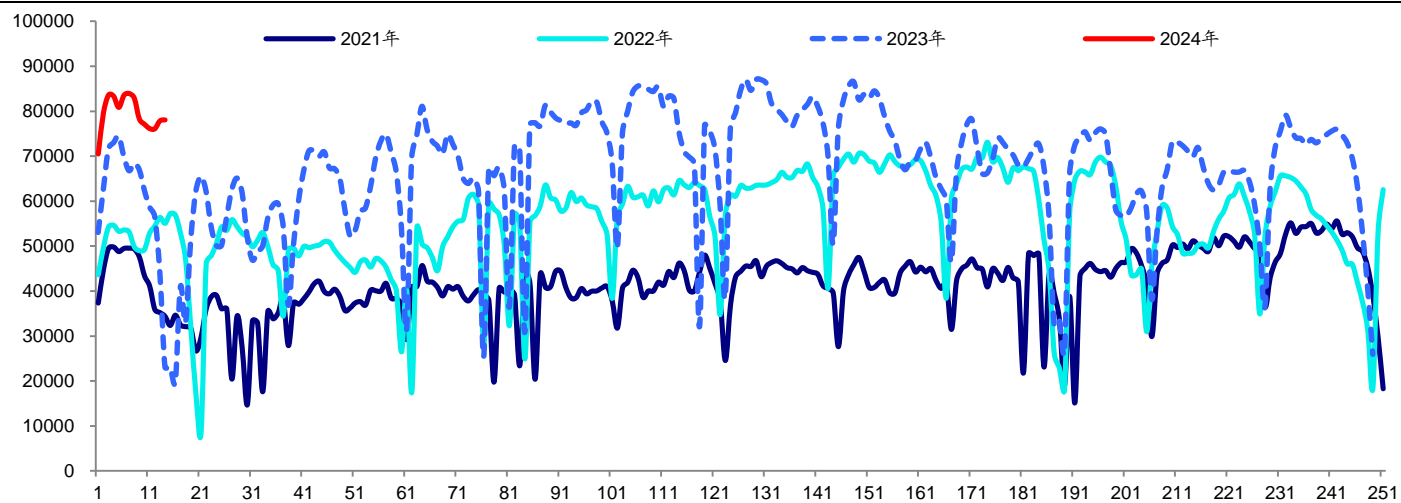
图3 30Y 国债换手率与 10Y 国开债利率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截至 24 年 1 月 19 日

(3) 回购成交量下降。缴税期资金面先边际收紧后重回平稳偏松, 质押式回购成交量日均值从前一周的 8.22 万亿元下行至 7.7 万亿元, 其中周度隔夜回购成交量占比较前值小幅下降。

图4 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 19 日

(4) 银行间杠杆率企稳。至 24 年 1 月 19 日当周银行间债市杠杆率为 109.2%, 环比大体持平, 处于近三年以来 81%分位数水平, 同比+0.6pct。

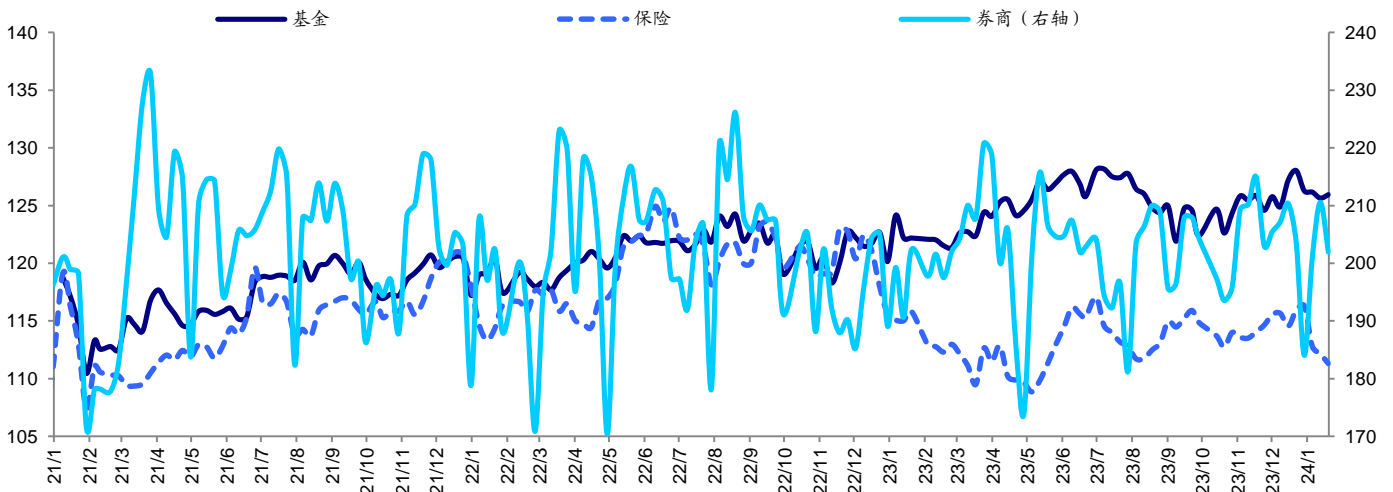
图5 银行间债市杠杆率（基于CFETS正回购余额计算，%）



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19日

分机构来看，杠杆率降多升少。保险和券商杠杆率环比下降，仅基金杠杆率上行。

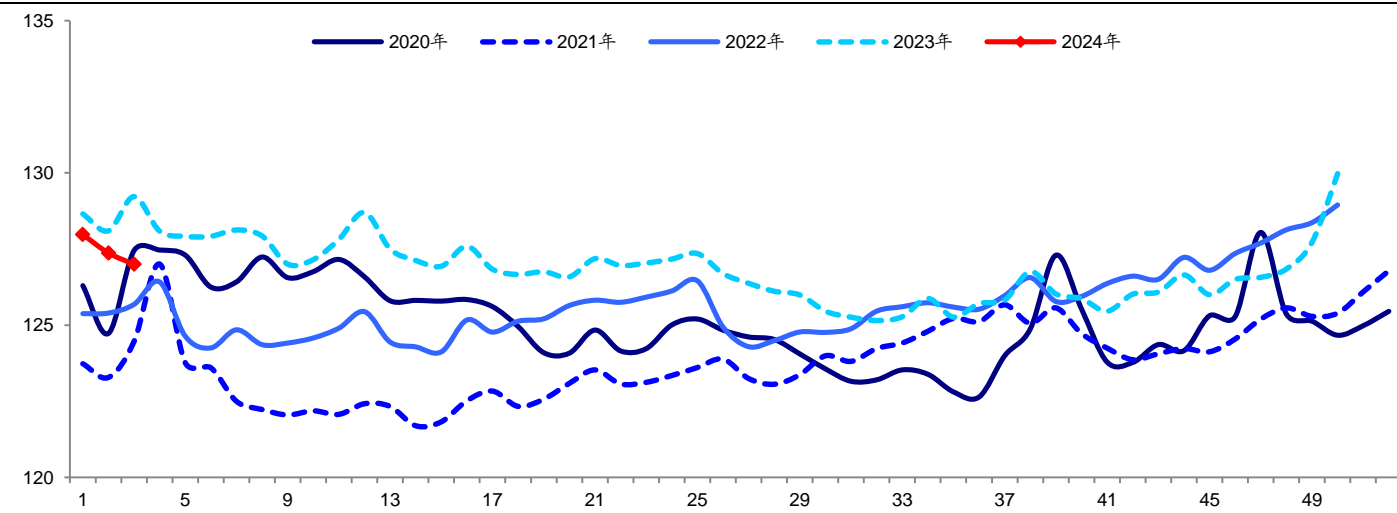
图6 银行间分机构债市杠杆率（周度，%）



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据更新至24年1月19日，基金杠杆率在23年4月14日经过修正并做了历史回溯

(5) 交易所杠杆率继续下降。至24年1月19日当周交易所债市杠杆率为127%、环比-0.4pct，同比-2.2pct。

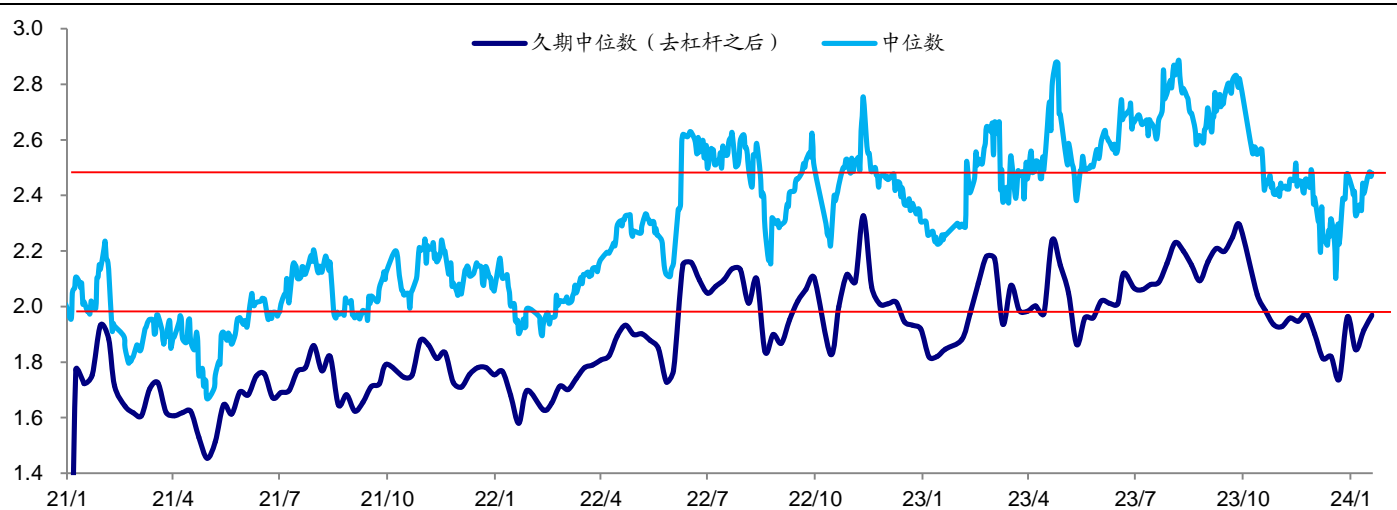
图7 交易所债市杠杆率 (%)



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19日

(6) 上周中长期纯债型基金久期(未扣除杠杆、中位数)继续拉长。至24年1月19日中长期纯债型基金久期均值和中位数分别为3年、2.48年，较前一周分别+0.03年、+0.07年，处于近三年以来的99%、69%分位数。扣除杠杆之后，中长期纯债型基金久期中位数拉长约0.054年至1.97年。

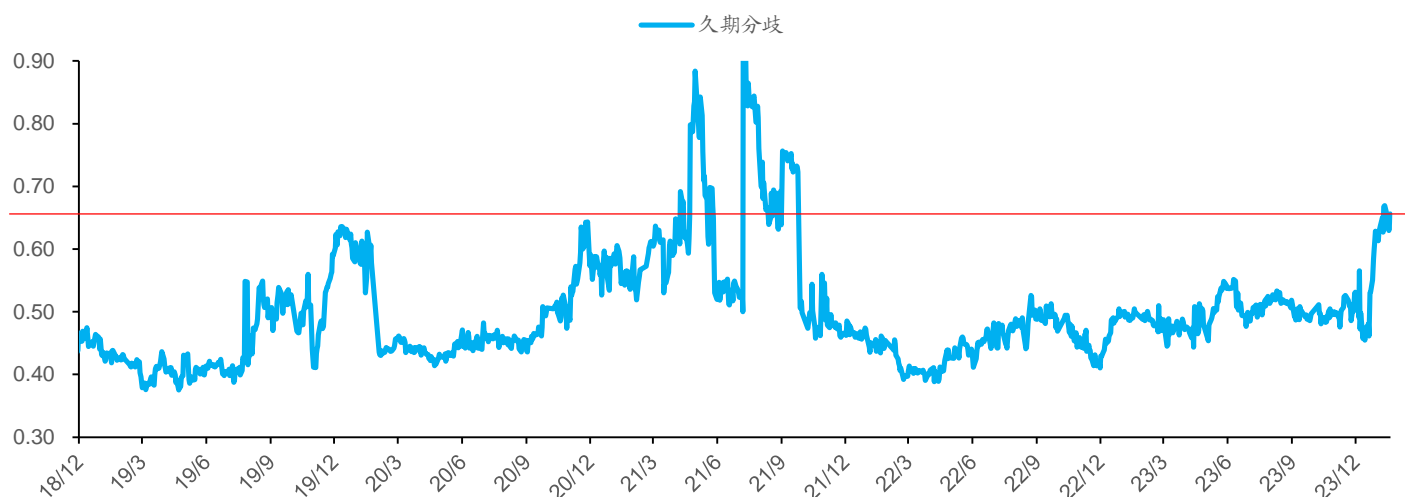
图8 中长期纯债型基金久期(中位数, 年)



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19日

久期分歧指数略微下降。至24年1月19日久期分歧指数为0.66、较前值-0.01，处于近三年的90%分位数水平。

图9 中长期纯债基金久期分歧指数（久期标准差/久期均值）

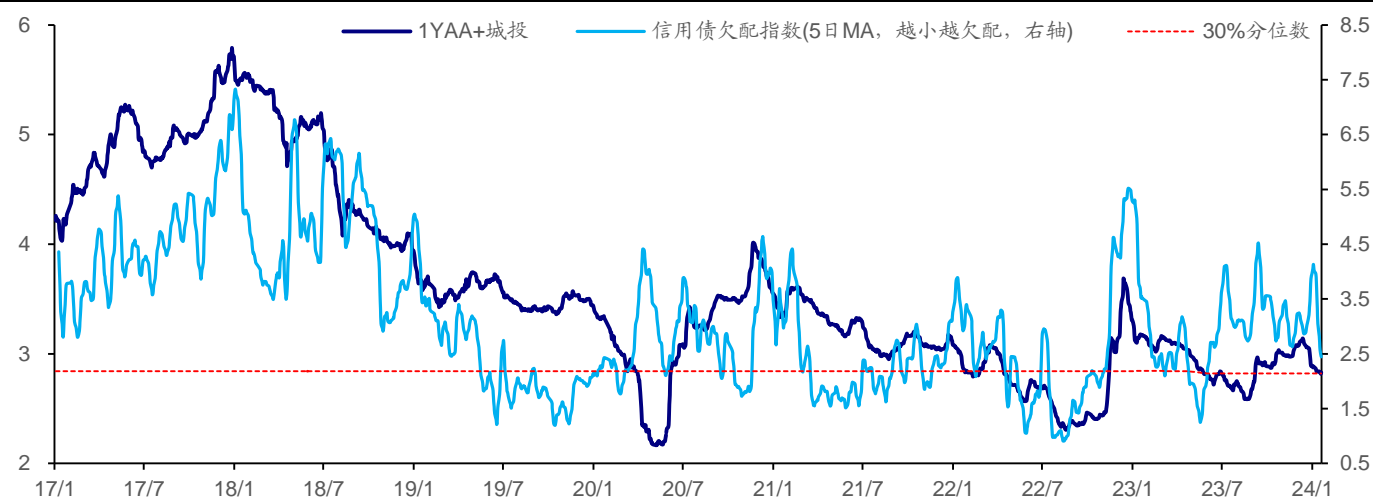


资料来源：WIND，海通证券研究所，中长期纯债基金样本有修改（剔除摊余债基、定开债基等），久期和情绪指数进行了追溯，数据截至 24 年 1 月 19 日

2、债市欠配指数

(1) 资金面先收敛后平稳宽松、供需格局较好，上周信用债欠配指数继续下降（越小越欠配）。

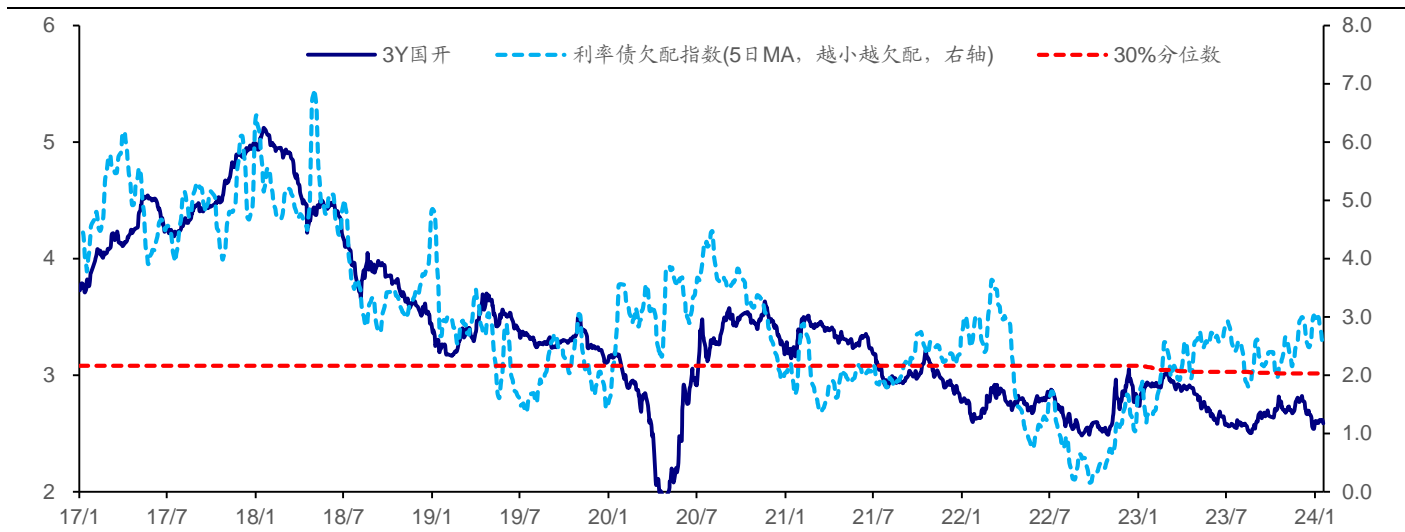
图9 信用债欠配指数与 1YAA+城投债利率走势 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所测算，数据截至 24 年 1 月 19 日

(2) 利率债欠配指数也继续下降（越小越欠配）。

图10 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 19 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。