

## 基金抢跑大幅增持，银行全面减持

### ——23年12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:** 23年12月中债登和上清所债券托管总量共计140.4万亿元，环比增加1.04万亿元，增量环比少增4643亿元。

分券种来看，利率债托管量增幅大幅收窄，信用债托管量转为负增，同业存单托管量增幅扩大。二级市场中，23年12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，广义基金大幅增持，商业银行全面减持。23年12月广义基金增持规模由1821亿元扩大至5813亿元，主要是大幅增持政金债和存单。商业银行持仓规模大幅下降，全面减持政金债、信用债和存单。23年12月农商行转为现券净卖出，2024年以来净买入力度加强。保险增持规模小幅回升，券商增持规模小幅下降；境外机构和外资行增持力度均减弱。另外，上交所数据显示，信托和券商自营增持，银行自营和理财减持。

**杠杆方面，债市杠杆率同比环比均升。**23年12月末银行间债市杠杆率为108.5%，环比续升0.3个百分点，同比续升0.7个百分点。12月末质押式回购成交量为2.59万亿元（11月末为3.64万亿元）；月均值由6.44万亿元继续上行至6.83万亿元，隔夜回购成交量均值占比较11月下行0.3pcts至86%。此外，非银回购净融入余额略降。

**债市策略：债市短期内或震荡行情，建议票息为主。**23年12月以来债市抢跑降息预期，1月15日MLF利率维持，预期落空。但考虑到当前中观高频数据显示产需延续分化走势、基本面仍需货币维持稳健宽松，通胀读数仍在偏低位置，超长债拥挤但久期杠杆尚可，债市情绪持续修复，我们认为债市调整空间不大，但利率下行空间也有限，建议关注票息策略。

**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：

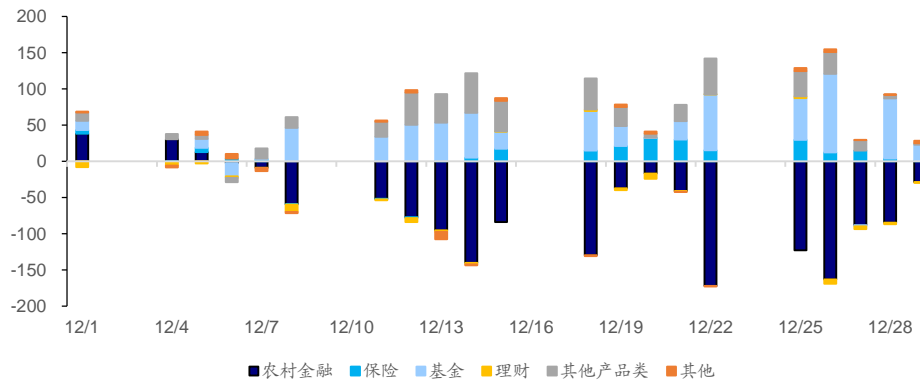
### 第一，利率债托管量增幅大幅收窄，信用债托管量转为负增，同业存单托管量增幅扩大。

23年12月中债登和上清所债券托管总量共计140.4万亿元，环比增加1.04万亿元，增量环比少增4643亿元。利率债托管量增幅大幅收窄，信用债托管量转为负增，同业存单托管量增幅扩大。

具体来看，利率债方面，23年12月托管量增加9848亿元，增幅环比继续少增4202亿元。主要是由于地方政府债、政金债托管量分别增加了1220亿元（环比少增4845亿元）、146亿元（环比少增2012亿元），国债增加了8482亿元，环比多增2655亿元。

二级市场中，23年12月7-10年国债主要是基金在净买入。基金净买入规模由11月的162亿元进一步提升至360亿元，农商行净卖出规模由181亿元扩大至443亿元，保险、境外机构（及其他）分别小幅净买入38亿元、21亿元，理财小幅净卖出16亿元；7-10年政金债主要是基金在净买入。基金净买入规模由100亿元上升至732亿元，农商行由净买入150亿元转为净卖出1321亿元，保险净买入规模由19亿元上升至214亿元，理财净卖出规模由171亿元压缩至57亿元，境外机构（及其他）小幅净买入17亿元。

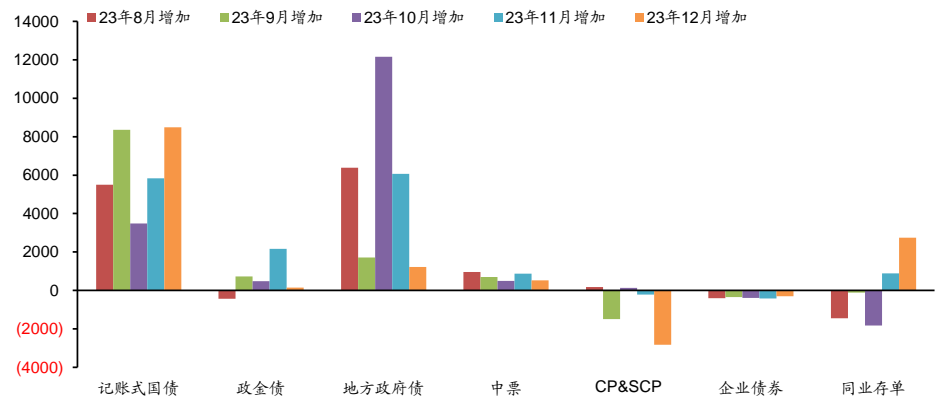
图1 7-10年政金债主要净买入机构（亿元）



资料来源：CFETs，海通证券研究所，截至12月29日

信用债方面，23年12月托管量规模转为负增2609亿元。主要是短融超短融降幅由216亿元大幅扩大至2829亿元；企业债仍为负增，但托管量降幅由421亿元收窄至301亿元；中票托管量增幅由866亿元回落至521亿元。此外，12月存单托管量增幅由881亿元继续上升至2749亿元。

图2 主要券种托管量变化情况（亿元）

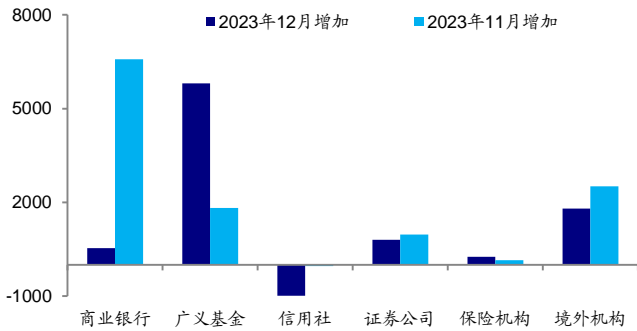


资料来源：中债登，上清所，Wind，海通证券研究所

### 第二，广义基金增持力度明显加大，增持存单和政金债，减持短融超短融。

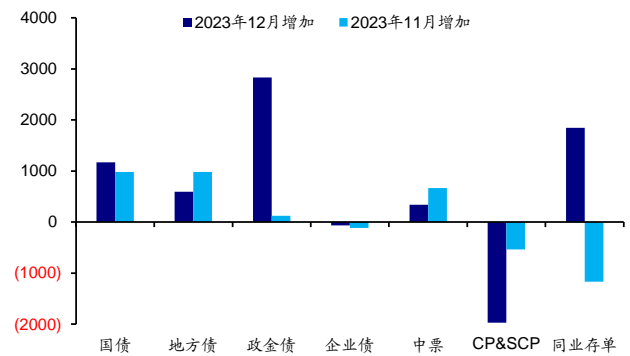
23年12月广义基金增持规模由1821亿元（23年11月，下同）扩大至5813亿元。主要是同业存单由减持1171亿元转为增持1845亿元；政金债的增持规模也从123亿元大幅扩大至2833亿元，国债增持力度小幅提升、地方债则有所下降。对于信用债而言，广义基金对企业债的减持力度有所缓和，但对短融超短融的减持规模由539亿元扩大至1974亿元，对中票的增持力度也有所下降。

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, 商业银行持仓规模大幅下降, 全面减持政金债、信用债和存单。

23年12月商业银行增持规模由6578亿元继续大幅下降至533亿元, 增量环比少增6046亿元。分券种来看主要是由于地方债由增持3399亿元转为减持201亿元、政金债由增持1761亿元转为减持2397亿元, 仅国债增持力度加大, 由2758亿元上升至4950亿元。信用债由增持42亿元转为减持890亿元。存单减持规模由322亿元小幅收窄至197亿元。

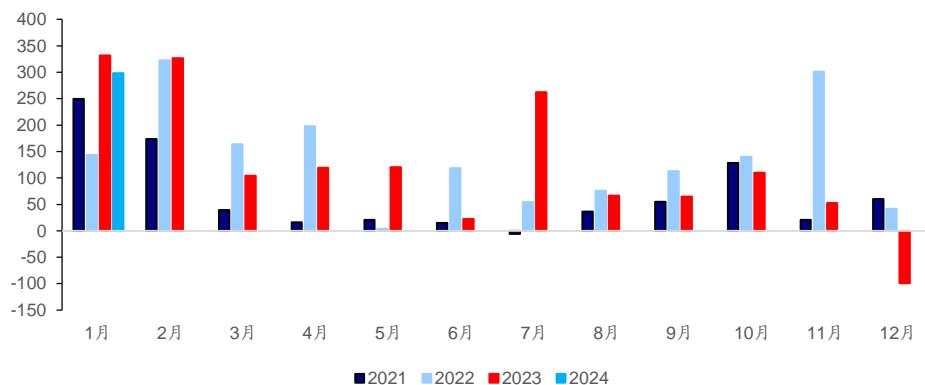
23年12月农商行转为现券净卖出, 2024年以来净买入力度加强。农商行存单由增持92亿元转为减持253亿元, 中票+短融超短融合计减持规模由33亿元扩大至55亿元。从二级现券市场高频数据来看, 23年12月农商行转为日均净卖出99亿元, 2024年以来净买入力度重新加大。截至1/12, 农商行1月日均净买入规模为298亿元。

表1 主要机构投资者债券托管量变化(23年12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	
	12月	11月	12月	11月	12月	11月	12月	11月	12月	11月	12月	11月	12月	11月
债券余额	8482	5827	1220	6065	146	2158	-301	-421	521	866	-2829	-216	2749	881
净增量														
商业银行	4950	2758	-201	3399	-2397	1761	-134	-134	-47	-34	-709	211	-197	-322
全国性商业银行	-	-	-	-	-	-	-	-	137	47	-395	220	1223	-790
城商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-123	-50	-301	-24	5	-39
农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-72	-35	17	2	-253	92
农合行	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
外资银行	-	-	-	-	-	-	-	-	17	3	-2	-4	11	62
保险	65	-124	13	402	2	-149	-6	-7	22	54	36	24	-40	-37
券商	853	309	220	494	-168	82	-60	-67	99	104	36	-14	-533	29
广义基金	1172	980	596	983	2833	123	-68	-117	341	666	-1974	-539	1845	-1171
境外机构	955	1128	-6	-4	236	495	-1	0	-4	-4	4	7	568	868
信用社	-	-	-	-	0	0	-	-	-1	-0	-7	8	-451	-14

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）

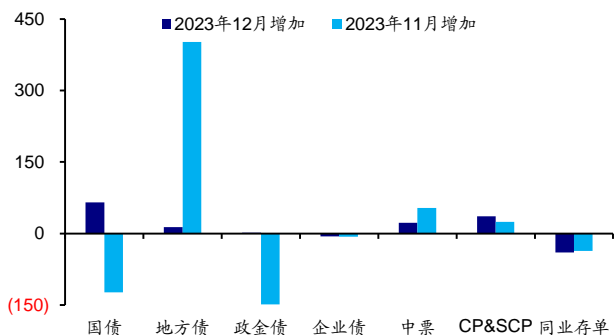


资料来源：CFETS，海通证券研究所；截至 2024/1/12

#### 第四，保险增持规模小幅回升，券商增持规模小幅下降。

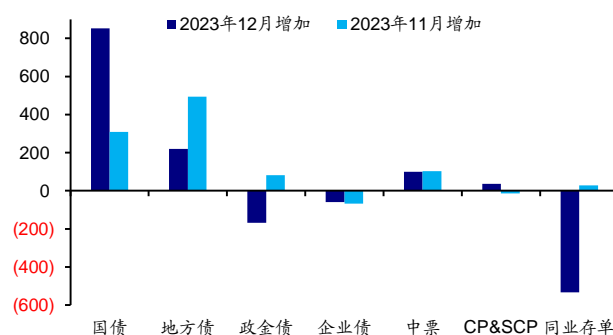
23 年 12 月保险增持规模由 150 亿元小幅回升至 264 亿元。其中，地方债增持规模由 402 亿元继续下降至 13 亿元；国债、政金债均转为小幅增持；存单维持减持；中票和短融超短融维持增持。券商增持规模由 971 亿元下降至 800 亿元，其中政金债、存单分别由增持 82 亿元转为减持 168 亿元、由增持 29 亿元转为减持 533 亿元，国债增持规模则大幅提升至 853 亿元。

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）



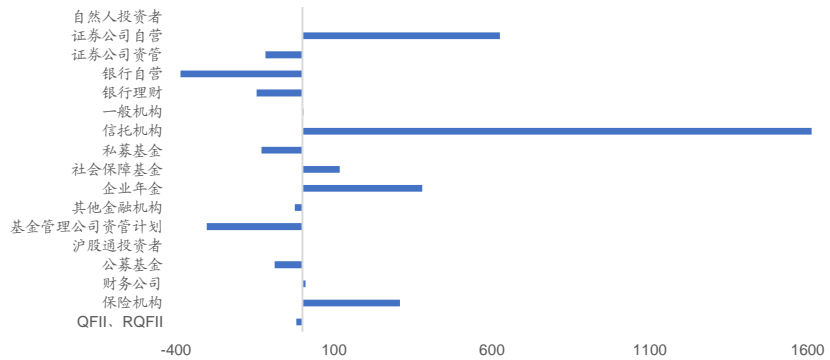
资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

#### 第五，上交所债券托管量合计 17.1 万亿元，信托和券商自营增持，银行自营和理财减持。

上交所的债券托管数据显示，23 年 12 月债券托管量为 17.1 万亿元，环比增加 1160 亿元。主要是信托、券商自营、企业年金、公募基金增持，银行自营和银行理财减持。

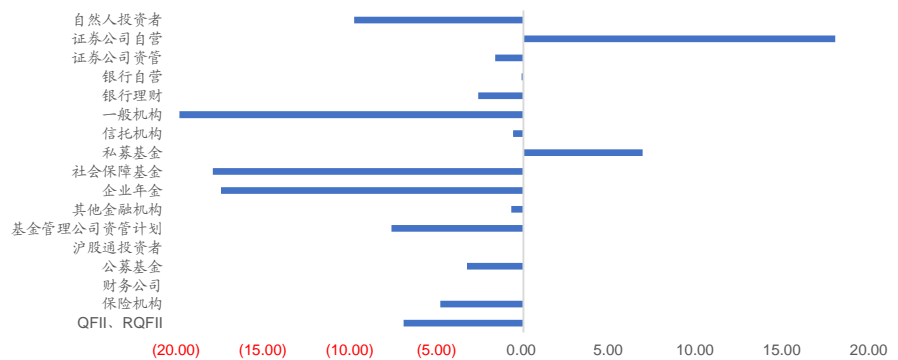
可转债方面，12 月上交所可转债总持仓规模为 5609 亿元，环比减少 68 亿元。主要是券商自营增持，一般机构、社保基金、企业年金减持。

图8 上交所债市主要投资者持仓变动情况（23年12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（23年12月增量，亿元）

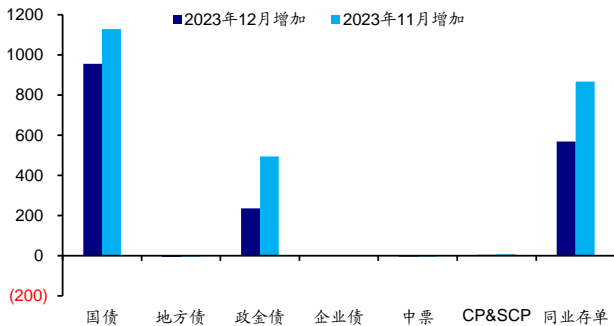


资料来源：上交所，海通证券研究所

第六，境外机构和外资行增持力度均减弱。

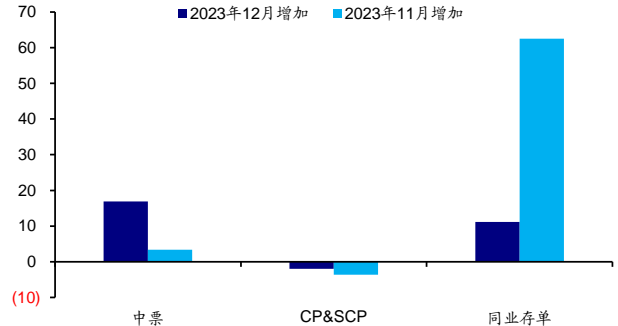
23年12月境外机构增持规模由2513亿元下降至1805亿元，国债、政金债和存单的增持规模全面下降。外资行增持存单规模由62亿元下降至11亿元。

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）

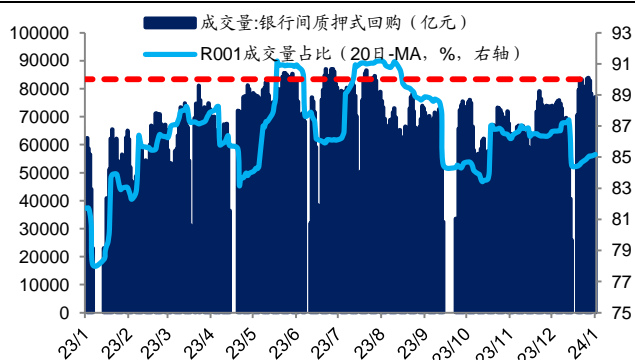


资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

第七，债市杠杆率同比环比均升，非银回购净融入余额略有下降。

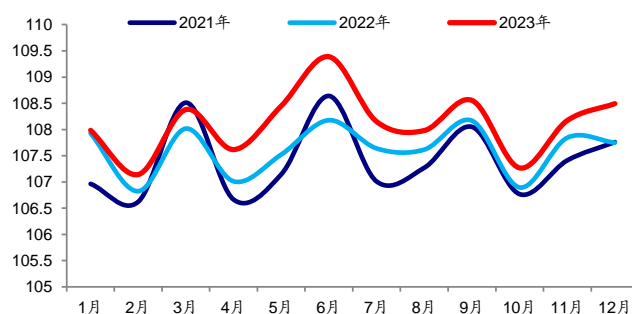
23 年 12 月末银行间债市杠杆率为 108.5%（我们使用 CFETS 口径的正回购余额来计算银行间杠杆率），环比续升 0.3 个百分点，同比续升 0.7 个百分点。

图12 回购成交量规模



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 2023/1/15

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继续上行。从市场总的质押式回购成交量高点情况来看，23 年 12 月月内高点为 7.92 万亿元，较 11 月高点的 7.32 万亿元转为上升；12 月末为 2.59 万亿元（11 月末为 3.64 万亿元）；月均值由 6.44 万亿元继续上行至 6.83 万亿元，隔夜回购成交量均值占比较 11 月下行 0.3pcts 至 86%。

非银回购净融入余额略降。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 11 月末的 7.24 万亿元上升至 7.49 万亿元，同期回购净融入余额（正回购减逆回购）由 5.66 万亿元略降至 5.6 万亿元。

**第八，债市策略：债市短期内或震荡行情，建议票息为主。**

债市短期内或震荡行情，建议票息为主。23 年 12 月以来债市抢跑降息预期，1 月 15 日 MLF 利率维持，预期落空。但考虑到当前中观高频数据显示产需延续分化走势、基本面仍需货币维持稳健宽松，通胀读数仍在偏低位置，超长债拥挤但久期杠杆尚可，债市情绪持续修复，我们认为债市调整空间不大，但利率下行空间也有限，建议关注票息策略。

**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。