

## 银行配债开门红，债市杠杆率续升

### ——1月债券托管数据点评

分析师:郑子勋

证书: S0850520080001

021-23219733

联系人: 藏多

021-23185647

**摘要:** 1月中债登和上清所债券托管总量共计 141.8 万亿元，环比增加 1.38 万亿元，增量环比多增 3409 亿元。

分券种来看，利率债托管量增幅继续大幅收窄，信用债托管量转为多增，同业存单托管量增幅明显扩大。二级市场中，1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，广义基金增持规模有所下降、银行增持力度大幅提升。1月广义基金增持规模由 5813 亿元下降至 4407 亿元，主要是对政金债的增持规模被动下降、以及对同业存单的增持力度减弱，但加大了对信用债的增持力度。商业银行持仓规模大幅上升，主动增持信用债和存单，但在利率券种总规模中的占比下降。从二级现券市场来看，1月农商行转为现券净买入，2月以来净买入力度加强。保险对利率债和中票增持力度加大，券商增持规模继续下降；境外机构和外资行增持力度均加强。

杠杆方面，债市杠杆率同比环比均续升，创 21 年以来次高。1月末银行间债市杠杆率为 108.8%，环比续升 0.4 个百分点，同比续升 0.9 个百分点。1月末质押式回购成交量为 5.05 万亿元（23年12月末为 2.59 万亿元）；月均值由 6.83 万亿元继续上行至 7.57 万亿元，隔夜回购成交量均值占比较 23 年 12 月上行 2.4pcts 至 89%。此外，非银回购净融入余额回升。

债市策略：资金面支撑短债，长端调整后再配置。节后资金面均衡宽松，DR007 中枢大体在政策利率水平，月末财政支出加快、全国两会即将召开，预计资金面或继续支撑短债，关注 1Y 存单、1-3Y 国开债的投资机会。长端建议等待调整后机会，2月以来 10Y 国债利率基本在 2.4-2.45% 区间波动，建议等利率调整至区间上沿后加大配置力度。继续关注 10Y 国开-国债利差缩窄的机会。预期差方面，关注 3 月全国两会的召开和定调。

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：

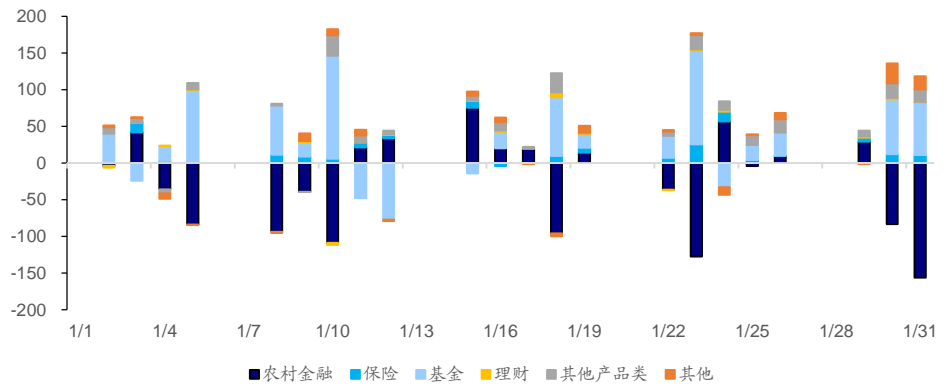
### 第一，利率债托管量增幅继续大幅收窄，信用债托管量转为多增，同业存单托管量增幅明显扩大。

1月中债登和上清所债券托管总量共计141.8万亿元，环比增加1.38万亿元，增量环比多增3409亿元。利率债托管量增幅继续大幅收窄，信用债托管量转为多增，同业存单托管量增幅明显扩大。

具体来看，利率债方面，1月托管量增加2724亿元，增幅环比继续少增7123亿元。主要是由于国债、政金债托管量分别增加了774亿元（环比少增7708亿元）、下降了223亿元（环比少增369亿元），地方政府债增加了2173亿元，环比多增954亿元。

二级市场中，1月7-10年国债主要是基金在净买入。基金由23年12月的净买入360亿元下降至净买入135亿元，农商行净卖出规模由443亿元收窄至244亿元，保险净买入规模由38亿元提升至83亿元，境外机构（及其他）净买入规模由21亿元提升至127亿元，理财转为小幅净买入3亿元；7-10年政金债主要是基金在净买入。农商行由净卖出规模由1321亿元收窄至550亿元，基金净买入规模由732亿元下降至665亿元，保险净买入规模由214亿元下降至156亿元，理财由净卖出57亿元转为净买入17亿元，境外机构（及其他）小幅净买入85亿元。

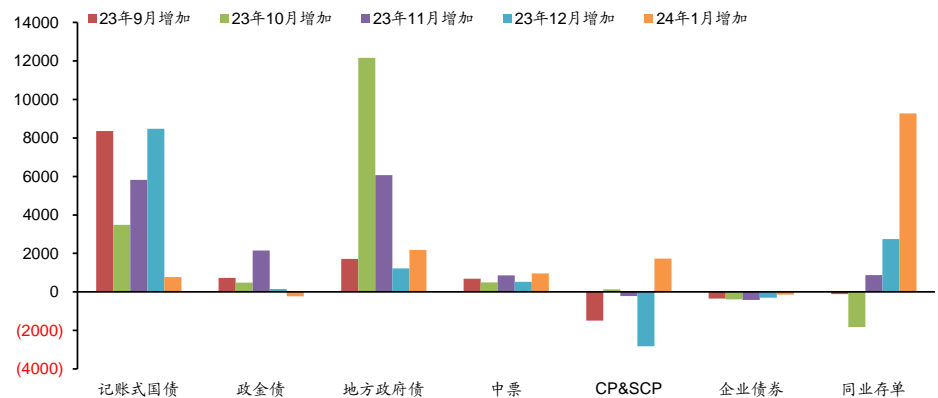
图1 7-10年政金债主要二级市场净买入机构（亿元）



资料来源：Chinamoney，海通证券研究所，截至1月31日

信用债方面，1月托管量规模转为多增2560亿元。主要是短融超短融由下降2829亿元转为增加1732亿元；企业债仍为负增，但托管量降幅由301亿元继续收窄至139亿元；中票托管量增幅由521亿元上升至967亿元。此外，1月存单托管量增幅由2749亿元大幅上升至9278亿元。

图2 主要券种托管量变化情况（亿元）

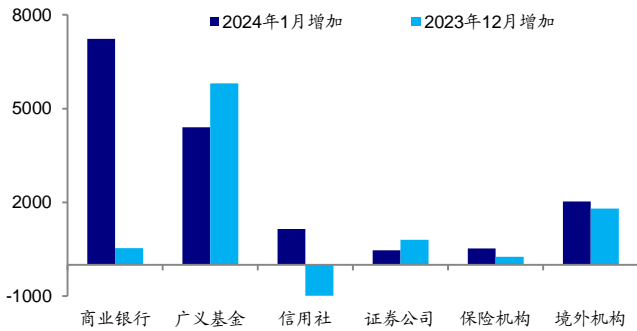


资料来源：中债登，上清所，Wind，海通证券研究所

### 第二，广义基金增持规模下降，主动增持信用债、对存单增持力度减弱。

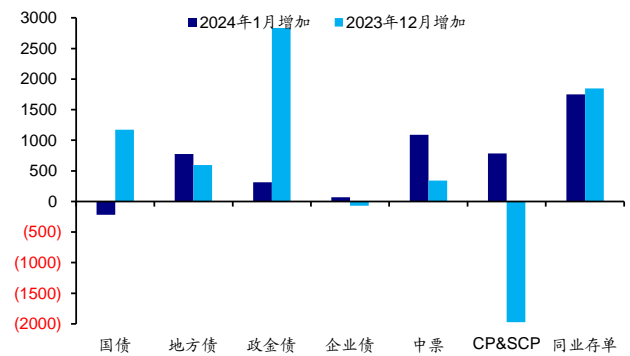
1月广义基金增持规模由5813亿元（23年12月，下同）下降至4407亿元。主要是政金债增持规模由2833亿元被动降至315亿元、国债由增持1171亿元转为减持216亿元。存单增持规模略降至1750亿元。对于信用债而言，广义基金对中票的增持规模由341亿元扩大至1091亿元，企业债和短融超短融也均转为增持。

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上升, 主动增持信用债和存单。

1月商业银行增持规模由533亿元大幅上升至7234亿元, 增量环比多增6702亿元。分券种来看, 银行主动增持信用债和存单, 分别由减持890亿元转为增持1046亿元、由减持197亿元转为增持7826亿元。对利率债而言, 银行对国债的增持规模大幅下降、对地方债转为增持、对政金债的减持规模明显收窄, 但在以上三种债券总额中的占比均有所下降。

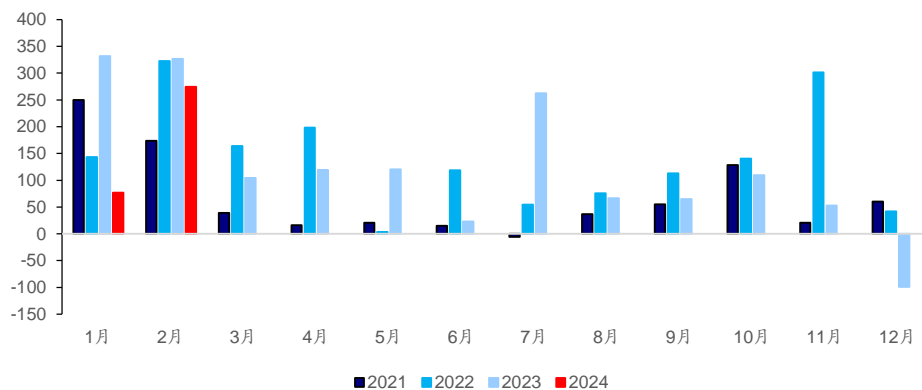
1月农商行转为现券净买入, 2月以来净买入力度加强。1月农商行存单由减持253亿元转为大幅增持2690亿元, 中票+短融超短融合计减持规模由55亿元收窄至28亿元。从二级现券市场高频数据来看, 1月农商行转为日均净买入77亿元, 2月净买入力度加大。截至2/23, 农商行2月日均净买入规模为274亿元。

表1 主要机构投资者债券托管量变化(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	
	24年 1月	23年 12月	24年 1月	23年 12月	24年 1月	23年 12月	24年 1月	23年 12月	24年 1月	23年 12月	24年 1月	23年 12月	24年 1月	23年 12月
债券余额 净增量	774	8482	2173	1220	-223	146	-139	-301	967	521	1732	-2829	9278	2749
商业银行	21	4950	1099	-201	-455	-2397	-71	-134	-15	-47	1132	-709	7826	-197
全国性商 业银行	-	-	-	-	-	-	-	-	-127	137	729	-395	2620	1223
城商行	-	-	-	-	-	-	-	-	86	-123	449	-301	686	5
农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	19	-72	-47	17	2690	-253
农合行	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
外资银 行	-	-	-	-	-	-	-	-	1	17	-1	-2	37	11
保险	170	65	129	13	41	2	-7	-6	64	22	-17	36	-49	-40
券商	259	853	361	220	-281	-168	-81	-60	87	99	-96	36	-52	-533
广义基金	-216	1172	777	596	315	2833	71	-68	1091	341	785	-1974	1750	1845
境外机构	438	955	6	-6	357	236	-1	-1	-9	-4	4	4	1170	568
信用社	-	-	-	-	0	0	-	-	3	-1	-3	-7	1200	-451

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)

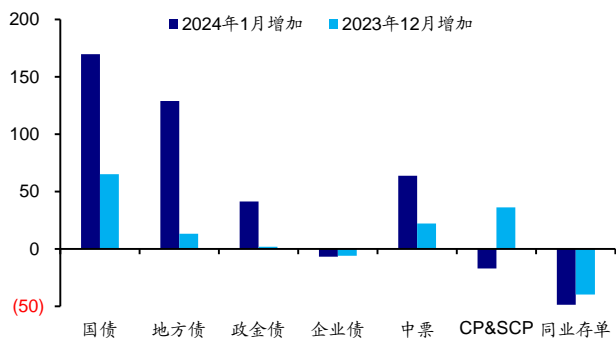


资料来源：CFETS，海通证券研究所；截至 2024/2/23

#### 第四，保险对利率债和中票增持力度加大，券商增持规模继续下降。

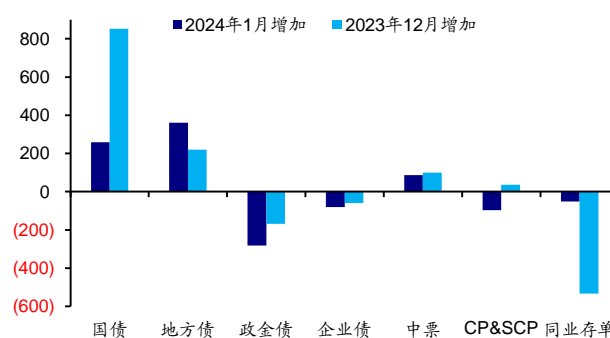
1月保险增持规模由264亿元提升至526亿元。除了存单和企业债维持减持、短融超短融转为减持外，其余券种增持力度均加大。券商增持规模由800亿元继续下降至463亿元，主要是国债增持规模下降、政金债减持力度加大；存单仍为减持但减持力度下降。

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)

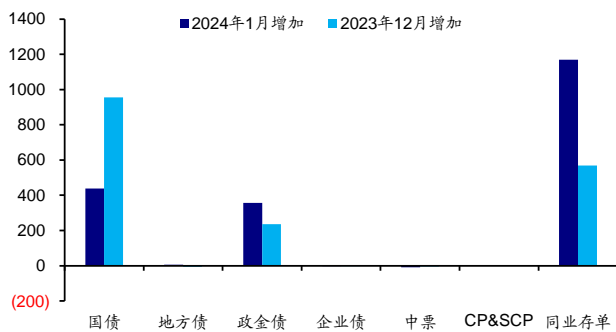


资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

#### 第五，境外机构和外资行增持力度均加强。

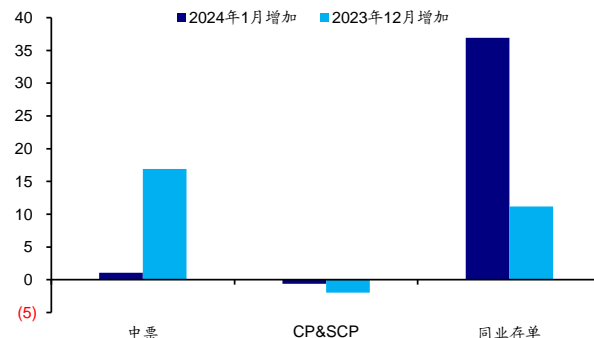
1月境外机构增持规模由1805亿元上升至2028亿元，国债增持规模继续下降、政金债增持规模上升、存单增持规模由568亿元上升至1170亿元。外资行增持存单规模由11亿元上升至37亿元。

图8 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9 外资行债券持仓量变化情况(亿元)

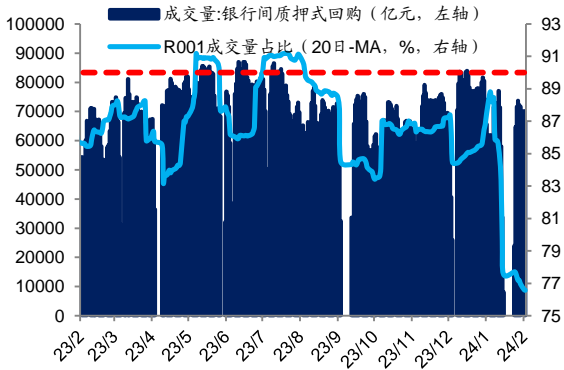


资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

### 第六，债市杠杆率同比环比均续升，非银回购净融入余额上升。

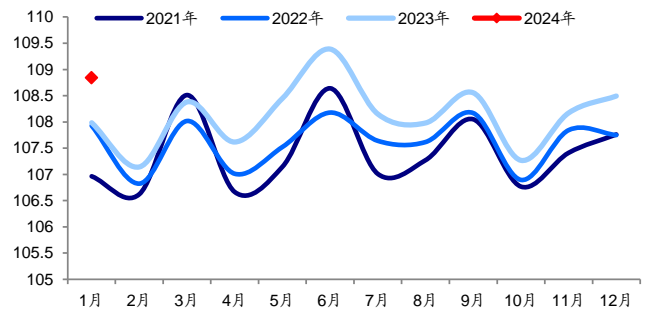
1月末银行间债市杠杆率为108.8%（我们使用CFETS口径的正回购余额来计算银行间杠杆率），创21年以来次高。环比续升0.4个百分点，同比续升0.9个百分点。

图10 回购成交量规模



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023/2/26

图11 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，1月月内高点为8.39万亿元，较23年12月高点的7.92万亿元继续上升；1月末为5.05万亿元（23年12月末为2.59万亿元）；月均值由6.83万亿元继续上行至7.57万亿元，隔夜回购成交量均值占比较23年12月上行2.4pcts至89%。

**非银回购净融入余额回升。**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23年12月末的7.49万亿元上升至7.55万亿元，同期回购净融入余额（正回购减逆回购）由5.6万亿元回升至6.0万亿元。

### 第七，债市策略：资金面支撑短债，长端调整后再配置。

**资金面支撑短债，长端调整后再配置。**节后资金面均衡宽松，DR007中枢大体在政策利率水平，月末财政支出加快、全国两会即将召开，预计资金面或继续支撑短债，关注1Y存单、1-3Y国开债的投资机会。长端建议等待调整后机会，2月以来10Y国债利率基本在2.4-2.45%区间波动，建议等利率调整至区间上沿后加大配置力度。继续关注10Y国开-国债利差缩窄的机会。预期差方面，关注3月全国两会的召开和定调。

**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：郑子勋

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。