

## 广义基金增配利率债，银行配债力度减弱

### ——2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:** 2月中债登和上清所债券托管总量共计 142.6 万亿元，环比增加 7934 亿元，增量环比少增 5884 亿元。

分券种来看，利率债托管量增幅小幅扩大，信用债托管量增幅下降，同业存单托管量增幅大幅回落。二级市场中，2月7-10年国债主要是农商行在净买入，7-10年政金债主要是基金在净买入。

分机构来看，广义基金积极增配利率债，银行配债力度减弱、主要增持政府债。2月广义基金增持规模由 4407 亿元上升至 5894 亿元，主动增持利率债、对存单增持力度继续减弱。商业银行持仓规模大幅回落，主要增持国债和地方债，减持政金债和信用债，存单增配规模被动下降。从二级现券市场来看，2月农商行净买入加强。保险增持规模下降，但主动增配地方政府债。券商转为减持。境外机构增持力度回落，外资行转为减持。

杠杆方面，债市杠杆率环比持平同比续升。2月末银行间债市杠杆率为 108.8%，环比持平，同比续升 1.7 个百分点。2月末质押式回购成交量为 5.23 万亿元（1月末为 5.05 万亿元）；月均值由 7.57 万亿元回落至 5.86 万亿元，隔夜回购成交量均值占比较 1月下降 10.2pcts 至 78%。此外，非银回购净融入余额下降。

债市策略：调整是机会，波段积极为之。债市牛市基础并未发生扭转，低票息+债市波动加快加大，建议波段行情积极为之，我们认为调整是机会，继续关注 7-10Y 利率债。超长债方面，配置户可继续关注超长期地方债和国开债，交易户可关注止盈、供给扰动等带来的超长期国债交易性机会。往后看需重点关注跨季、政府债供给影响，资金面波动或加大，关注央行货币政策配合情况，若降准或带动曲线走陡修复、积极关注短端行情。

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：

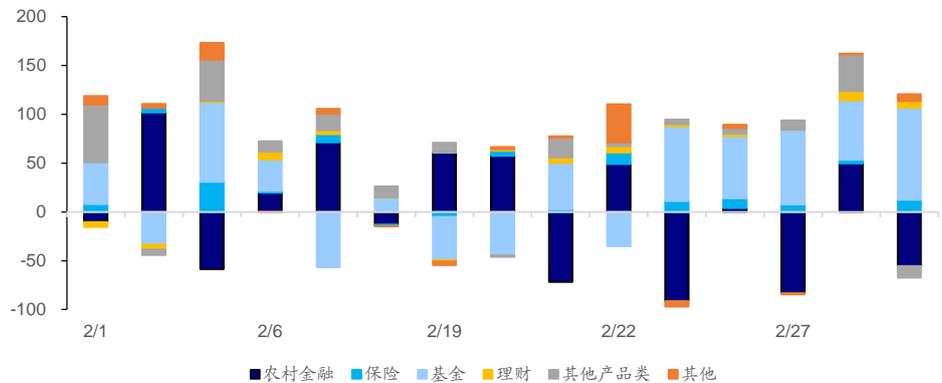
### 第一，利率债托管量增幅小幅扩大，信用债托管量增幅下降，同业存单托管量增幅大幅回落。

2月中债登和上清所债券托管总量共计142.6万亿元，环比增加7934亿元，增量环比少增5884亿元。利率债托管量增幅小幅扩大，信用债托管量增幅下降，同业存单托管量增幅大幅回落。

具体来看，利率债方面，2月托管量增加3025亿元，增幅环比转为小幅多增300亿元。主要是由于国债、地方政府债托管量分别增加了2626亿元（环比多增1852亿元）、增加3386亿元（环比多增1212亿元），政金债降幅由223亿元扩大至2987亿元。

二级市场中，2月7-10年国债主要是农商行在净买入。基金由1月的净买入135亿元下降至净买入57亿元，农商行由净卖出244亿元转为净买入533亿元，保险由净买入83亿元转为净卖出10亿元，境外机构（及其他）净买入规模略降至119亿元，理财净买入规模由3亿元上升至29亿元；7-10年政金债主要是基金在净买入。农商行由净卖出550亿元转为净买入30亿元，基金净买入规模由665亿元下降至377亿元，保险净买入规模由156亿元下降至112亿元，理财净买入规模由17亿元上升至37亿元，境外机构（及其他）净买入78亿元。

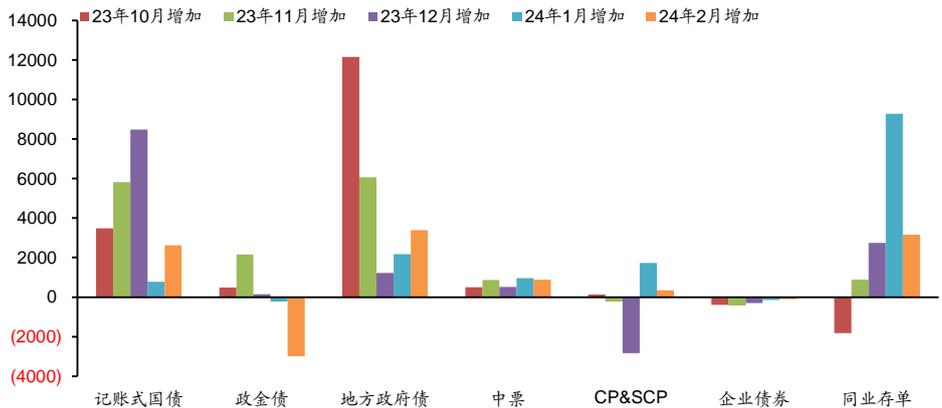
图1 7-10年政金债主要二级市场净买入机构（亿元）



资料来源：Chinamoney，海通证券研究所，截至2月29日

信用债方面，2月托管量规模增幅由2560亿元降至1136亿元。主要是短融超短融、中票托管量增幅分别由1732亿元降至342亿元、由967亿元降至890亿元。企业债券托管量仍为小幅负增。此外，2月存单托管量增幅由9278亿元大幅回落至3159亿元。

图2 主要券种托管量变化情况（亿元）

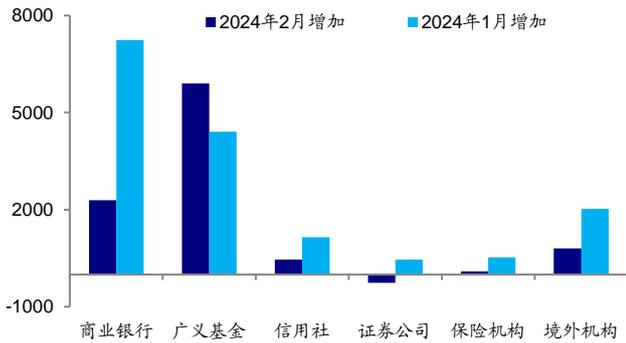


资料来源：中债登，上清所，Wind，海通证券研究所

### 第二，广义基金增持规模上升，主动增持利率债、对存单增持力度继续减弱。

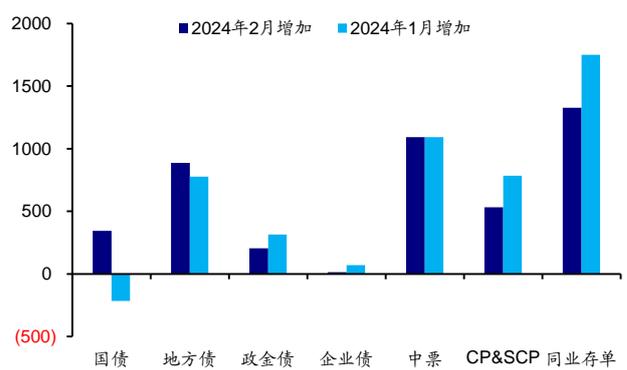
2月广义基金增持规模由4407亿元（1月，下同）上升至5894亿元。其中，国债由减持216亿元转为增持345亿元、地方债增持规模扩大至886亿元，政金债增持规模由315亿元被动降至204亿元。信用债方面，中票增持规模持平，短融超短融增持规模被动下降。存单增持规模由1750亿元降至1327亿元。

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, 商业银行持仓规模大幅回落, 主要增持国债和地方债, 减持政金债和信用债, 存单增配规模被动下降。

2月商业银行增持规模由7234亿元大幅回落至2288亿元, 增量环比少增4946亿元。分券种来看, 银行对国债、地方债的增持规模分别明显提升至2576亿元、2060亿元, 对政金债的减持规模由455亿元扩大至2705亿元。信用债由1月的增持1046亿元转为减持298亿元。存单增持规模由7826亿元降至1846亿元。从银行在各类债券总额中的占比来看, 除国债和存单有所上升外, 其余均有所下降。

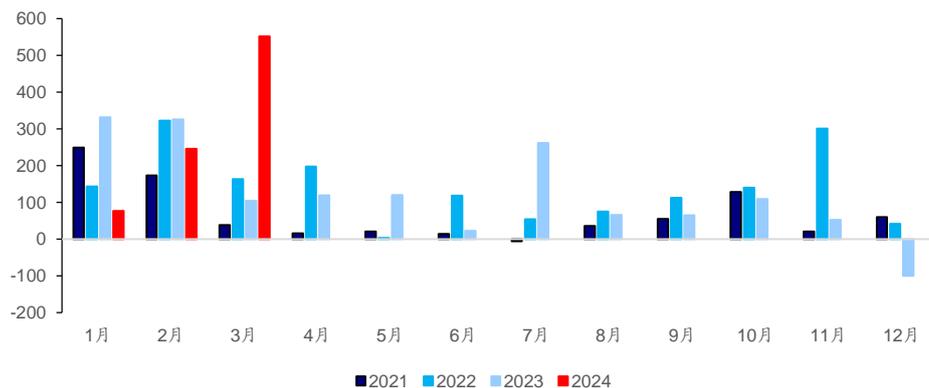
**2月农商行现券净买入力度加强。**2月农商行存单增持规模由2690亿元降至515亿元, 中票+短融超短融合计减持规模由28亿元扩大至35亿元。从二级现券市场高频数据来看, 2月农商行日均净买入规模由1月的77亿元上升至246亿元, 3月以来进一步加大。截至3/15, 农商行3月日均净买入规模为552亿元。

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	
	2月	1月	2月	1月	2月	1月	2月	1月	2月	1月	2月	1月	2月	1月
<b>债券余额净增量</b>	2626	774	3386	2173	-2987	-223	-96	-139	890	967	342	1732	3159	9278
<b>商业银行</b>	2576	21	2060	1099	-2705	-455	-58	-71	-53	-15	-187	1132	1846	7826
<b>全国性商业银行</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-52	-127	-54	729	1460	2620
城商行	-	-	-	-	-	-	-	-	34	86	-154	449	-92	686
农商行	-	-	-	-	-	-	-	-	-29	19	-6	-47	515	2690
农合行	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>外资银行</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-8	1	2	-1	-126	37
<b>保险</b>	-172	170	232	129	-114	41	1	-7	35	64	-11	-17	-32	-49
<b>券商</b>	4	259	-191	361	-140	-281	-17	-81	-27	87	1	-96	120	-52
<b>广义基金</b>	345	-216	886	777	204	315	14	71	1091	1091	532	785	1327	1750
<b>境外机构</b>	-88	438	0	6	-76	357	-0	-1	-15	-9	-3	4	958	1170
<b>信用社</b>	-	-	-	-	0	0	-	-	-0	3	9	-3	226	1200

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）

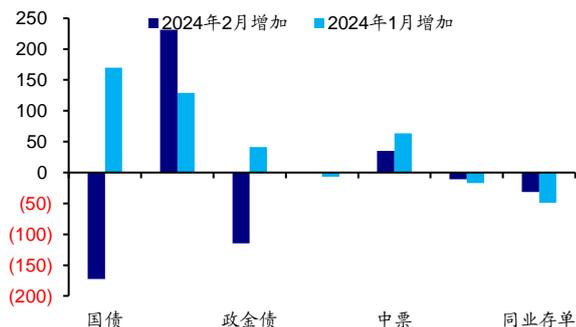


资料来源：CFETS，海通证券研究所；截至 2024/3/15

#### 第四，保险主要增配地方政府债，券商转为减持。

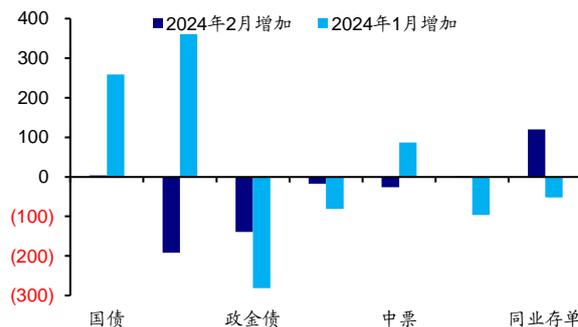
2月保险增持规模由526亿元降至94亿元。除了地方债增持规模由129亿元上升至232亿元外，国债、政金债均转为减持。存单和短融超短融维持减持，中票增持规模下降。券商由增持463亿元转为减持257亿元，除了存单由减持52亿元转为增持120亿元外，其余各券种均为减持或略有增持。

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）

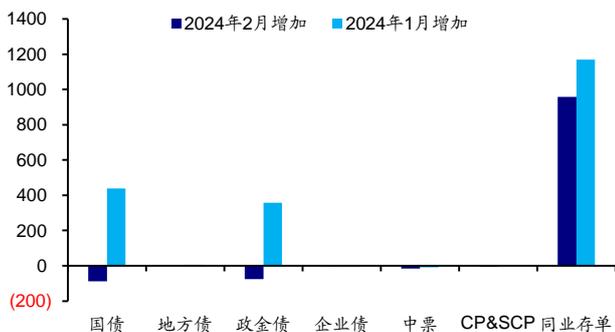


资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

#### 第五，境外机构增持力度回落，外资行转为减持。

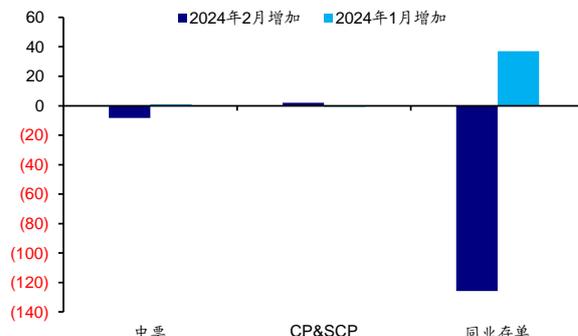
2月境外机构增持规模由2028亿元回落至803亿元，国债和政金债分别转为减持88亿元、减持76亿元，存单增持规模下降至958亿元。外资行由增持存单37亿元转为减持126亿元。

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）

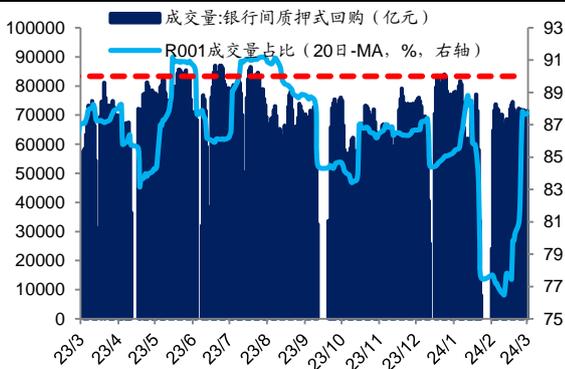


资料来源：中债网，上清所，Wind，海通证券研究所

### 第六，债市杠杆率环比持平同比续升，非银回购净融入余额下降。

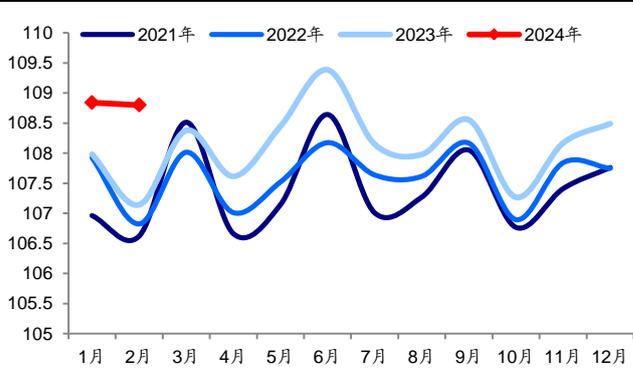
2月末银行间债市杠杆率为108.8%（我们使用CFETS口径的正回购余额来计算银行间杠杆率）。环比持平，同比续升1.7个百分点。

图10 回购成交量规模



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2024/3/18

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回落。**从市场总的质押式回购成交量高点情况来看，2月月内高点为7.71万亿元，较1月高点的8.39万亿元回落；2月末为5.23万亿元（1月末为5.05万亿元）；月均值由7.57万亿元回落至5.86万亿元，隔夜回购成交量均值占比较1月下降10.2pcts至78%。

**非银回购净融入余额下降。**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1月末的7.55万亿元下降至7.36万亿元，同期回购净融入余额（正回购减逆回购）由6.0万亿元下降至5.6万亿元。

### 第七，债市策略：调整是机会，波段积极为之。

**调整是机会，波段积极为之。**从经济基本面，资金面均衡宽松、后续仍然有降准空间，资产荒延续的角度考量，债市牛市基础并未发生扭转，低票息+债市波动加快加大，建议波段行情积极为之，我们认为调整是机会，继续关注7-10Y利率债。超长债方面，配置户可继续关注超长期地方债和国开债，交易户可关注止盈、供给扰动等带来的超长期国债交易性机会。3月以来资金利率DR007趋于上行，3/18-22当周面临银行走款但政府债缴款规模&存单到期规模环比下降，资金面压力或边际缓解，再往后看需重点关注跨季、政府债供给影响，资金面波动或加大，关注央行货币政策配合情况，若降准或带动曲线走陡修复、积极关注短端行情。

**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。

## 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。