一 诺 千 金　　德 厚 载 富

一德期货研究报告

（专题）

机构行为有所分化，债市或进入存量博弈

——7 月债市托管数据点评

一德期货期权部

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930

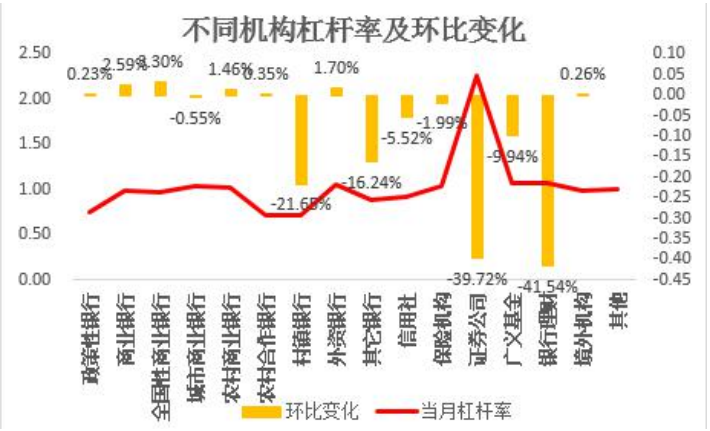
一德期货 FIRST FUTURES

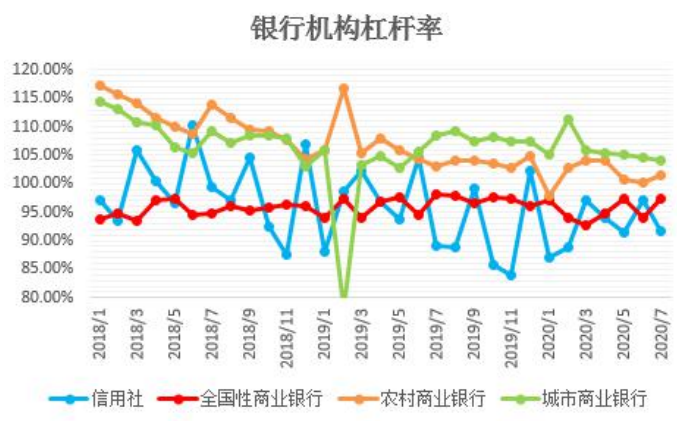
债券市场托管数据点评
2020. 08. 07

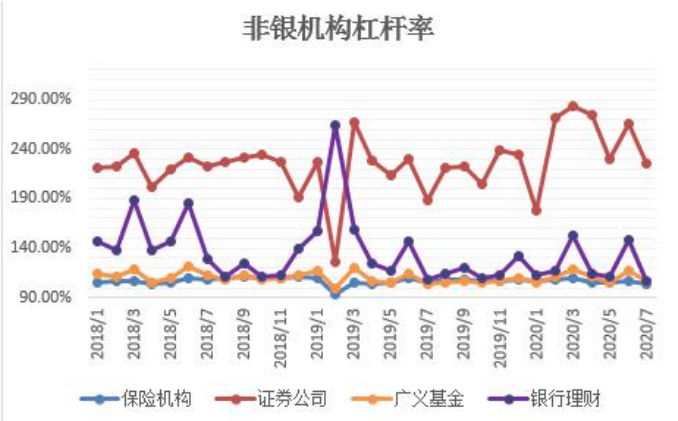
一、全市场托管数据变化

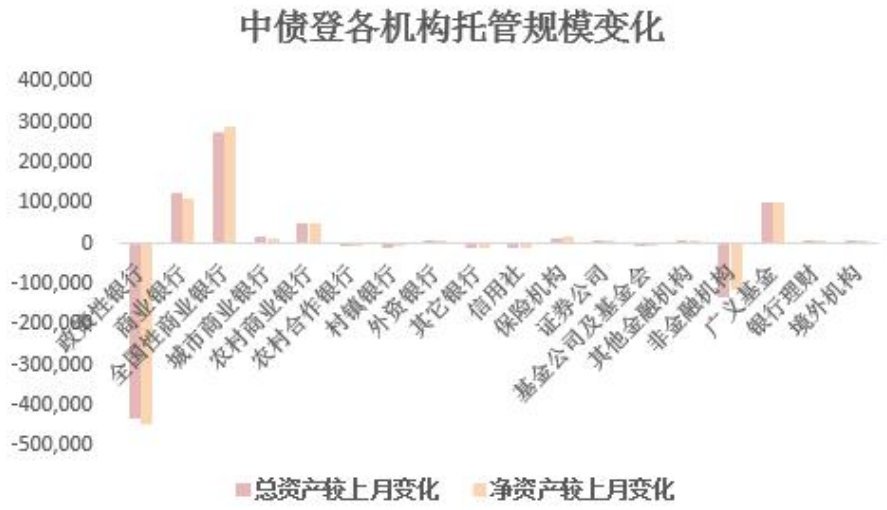
- 从全市场表现看，7 月底全市场债券托管量 95.65 万亿（环比增加 1.43 万亿元），其中中债登 71.16 万亿元（环比增加 0.93 万亿元），上清所 24.49 万亿（环比增加 0.5 万亿元）。7 月待回购债券余额的减少，全市场杠杆率环比降低 1.92%至 106.6%。7 月债市杠杆率下降既有季节性因素影响，也与 7 月初债市大幅调整机构被迫降杠杆有关。
- 各机构托管量：7 月主要机构普遍增持债券。其中全国性商业银行、城商行、农村商业银行、保险机构、证券公司、广义基金和境外机构分别增持 275303 亿元、14857 亿元、49921 亿元、11292 亿元、7891 亿元、101263 亿元和 7070 亿元。
- 各机构杠杆水平：7 月机构杠杆率表现分化。月初股市大涨叠加资金面紧张，债市快速回调，交易型机构被迫降低杠杆，而债市调整过后配置价值凸显是部分负债稳定的配置型机构加杠杆的原因。7 月全国性商业商业、农商行、农合行、境外机构杠杆率小幅增加，证券公司、广义基金和银行理财的明显降低。





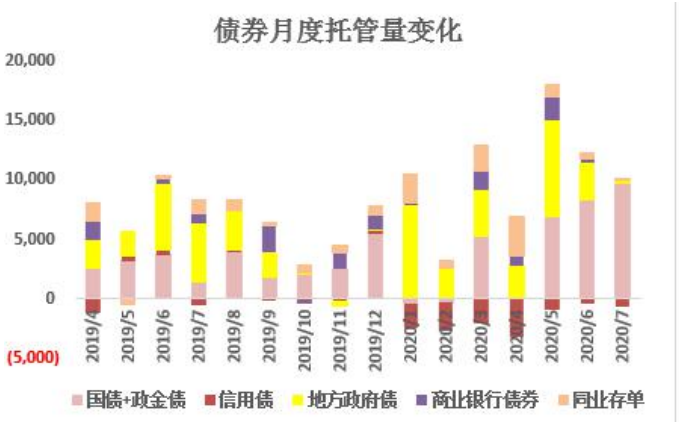


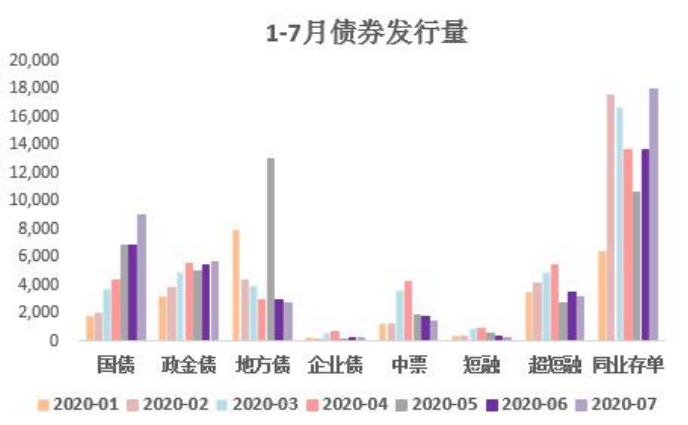




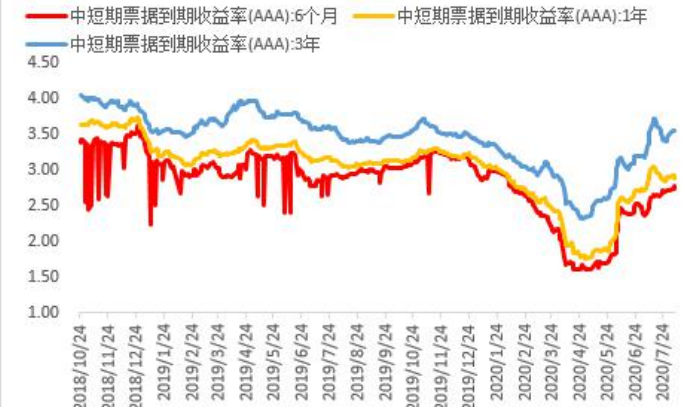
二、主要券种托管量变化

- 7月利率债托管量大幅增加，其中国债、地方债和政金债分别环比增加5655亿、99亿元和4405亿元。主要参与机构中以银行和保险为代表的配置型机构普遍增持利率债，而以广义基金和证券公司为代表的交易型机构大幅减持国债和地方债，或与7月初股债走势分化-市场风偏强化-债基遭到赎回-利率债抛售有关。
- 信用债托管量环比减少，不同券种变化不同，其中短融、超短融和企业债环比微减，中票托管量环比小幅增加。短融和中短融减持主体为广义基金和证券公司；企业债减持主体为广义基金，证券公司托管量微减；中票增持主体为城商行、农商行及农合行、保险机构和境外机构；主要参与机构均增持同业存单，其中全国性商业银行、农商行及农合行、广义基金和证券公司。
- 7月特别国债发行是国债托管量上升的主因；地方债发行节奏出现放缓，或有意让路特别国债，考虑上半年国债发行速度较慢，下半年地方债的发行节奏可能继续后移，供给压力可能会延续到四季度初；政金债发行环比微增情况下，机构增持力度较大，或为债市调整后配置价值吸引入场。7月上旬债市进一步调整后，继续关注机构增持力度。
- 7月信用债供需依然偏弱。一方面，受前期债市调整影响，企业融资成本上升，发行人动力不足；另一方面，7月初股强债弱，部分债基和银行理财产品遭到赎回，导致流动性较好的利率债和短久期信用债被迫抛售，进而加剧资产价格的下跌。







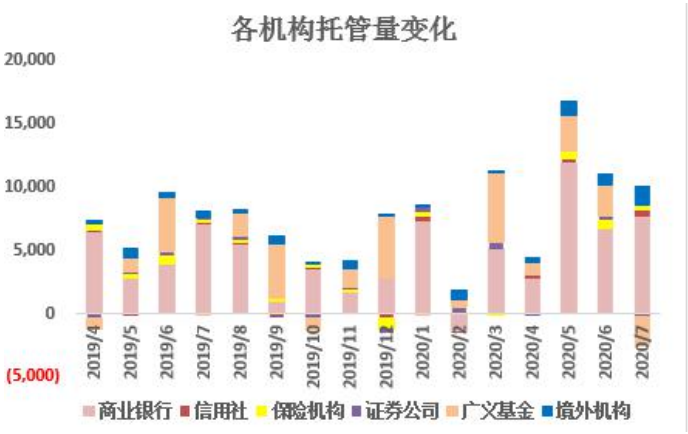


三、各机构托管量变化

- 7 月商业银行全面增持利率债，国债、政金债和地方债持仓环比均有所增加，大行多增持国债，农商和城商行增持政金债较多（7 月末政金债隐含税率持续回升），城商行增持国债和政金债幅度相似；信用债方面，大行增持同业存单、短融、超短融和企业债，但减持中票，城商行主要增持短融、超短融和同业存单，农商行增持同业存单、中票、企业债、短融和超短融，而增持 441 亿元同业存单。
- 7 月广义基金和证券公司利率债和信用债双双减持。具体券种上，除同业存单和政金债增持外，其他券种均有所减持。广义基金的信用债和利率债减持力度均大于证券公司，但同业存单增持量也大于证券公司。
- 保险和境外机构对于利率债和信用债双双增持。相比之下，境外机构对于国债和政金债配置力度更强。

主要机构7月各券种托管量变化

	全国性商行	城商行	农商行及农合行	证券公司	保险机构	广义基金	境外机构
国债	3953.17	401.08	276.00	(339.15)	73.40	(1124.19)	463.40
政金债	531.40	392.76	1661.05	119.79	(19.63)	14.94	999.22
地方债	353.84	64.49	259.09	(35.71)	230.10	(809.62)	0.70
企业债	21.43	(6.12)	59.98	(19.55)	16.13	(230.52)	0.50
中期票据	(155.61)	37.27	74.75	(8.05)	73.27	(161.82)	86.72
短融超短融	89.02	217.80	31.86	(229.52)	73.27	(142.80)	0.00
同业存单	592.78	81.20	912.80	177.17	57.40	953.74	96.22





四、后市展望

- 7 月底 1 万亿特别国债发行完毕，目前主要持仓集中在全国性商业银行手中。考虑部分特别国债为国债期货交割券，持仓分布不广泛，因此在 2009 合约临近交割的过程中可能会影响基差走势，需要特别关注。
- 相比 6 月债市调整后配置型机构和交易型机构均增持利率债，7 月配置型机构和交易型机构利率债交易行为分化。而 7 月同业存单大幅上行，说明目前中小行的中长期负债仍存压力。8 月初央行官员的表态和货币政策二季度执行报告再次确认了货币政策难有大幅放松。在这样背景下，债市难有增量资金，市场交易更多是存量博弈。目前市场情绪偏谨慎，国开隐含税率维持高位，谨慎参与多国开空国债（期货）套利。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

一德期货 FIRST FUTURES

总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457
天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel：022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161
天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel：022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042
天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel：022-2330 3538

郑州营业部 450008
河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

大连营业部 116023
辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间
Tel：0411-8480 6701

淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-358 6709

宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000
浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel：0571-8799 6673