一 诺 千 金　　德 厚 载 富

一德期货研究报告

（专题）

交易型机构杠杆大降，把握波段性交易机会

——5 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

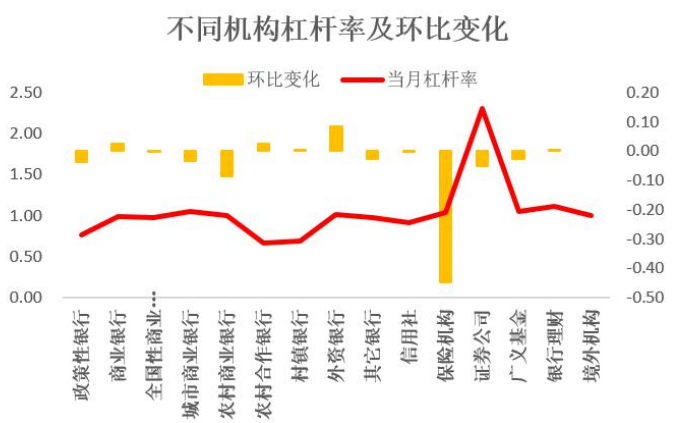
一德期货 FIRST FUTURES

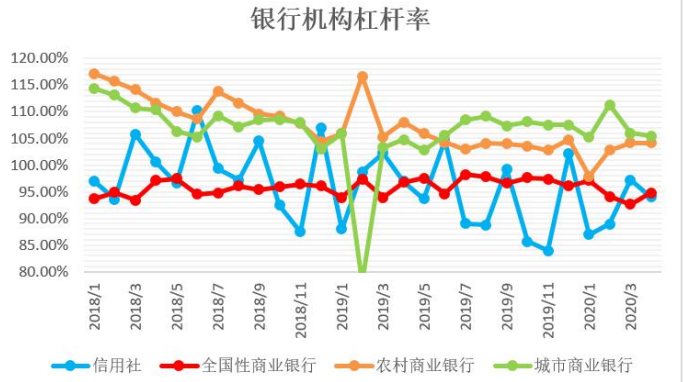
债券市场托管数据点评
2020. 06. 11

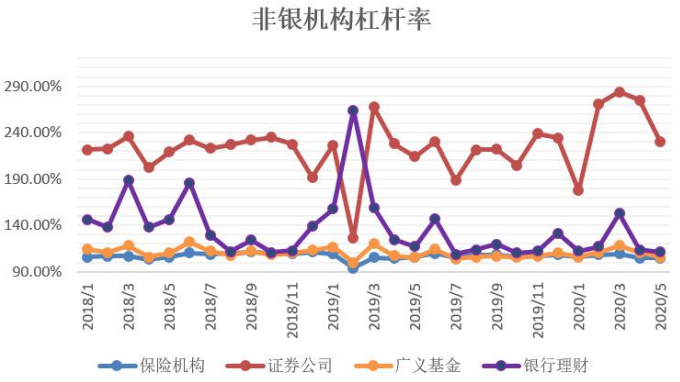
一、全市场托管数据变化

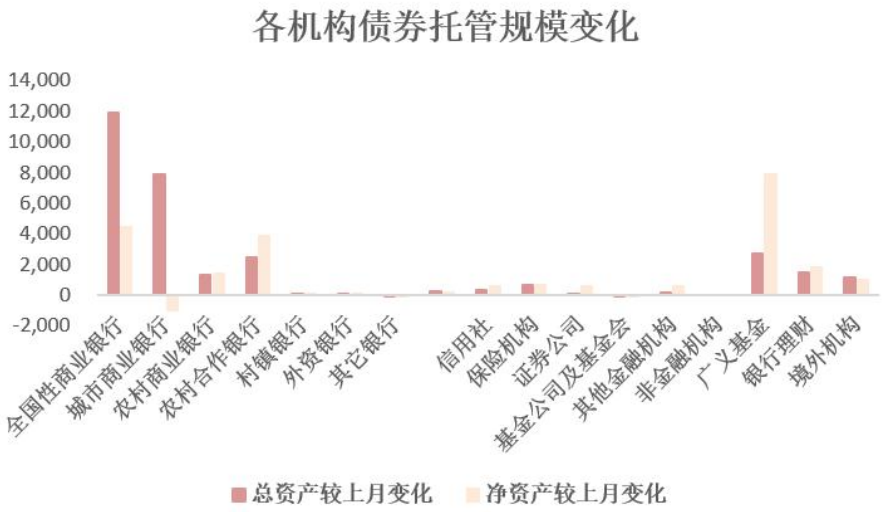
- 从全市场表现看，5 月底全市场债券托管量 91.65 万亿（环比增加 12578 亿元），其中中债登 69.03 万亿元（环比增加 1.71 万亿元），上清所 23.94 万亿（环比减少 3899 亿元）。由于待回购债券余额的回落，5 月全市场杠杆率环比下降 0.52%至 106.7%。
- 各机构托管量：5 月主要机构普遍增持债券。其中全国性商业银行、城商行、农村商业银行、农村合作银行、保险机构和境外机构分别增持 11927 亿元、7900 亿元、1319 亿元、2502 亿元、650 亿元和 1119 亿元，证券公司、广义基金、银行理财分别增持 31 亿元、2702 亿元和 1492 亿元。
- 各机构杠杆水平：5 月主要参与机构中除全国性商业银行加杠杆外，其他机构普遍降低杠杆率。商业银行中农村商业银行和农村合作银行杠杆明显下降，城商行杠杆率变化不大。非银机构中，证券公司、广义基金及银行理财杠杆率大幅下降，保险公司和境外机构杠杆率基本持平上月。**从杠杆率变化的原因看，全国性商业银行总资产较净资产大幅增加体现主动加杠杆特征，农合、农商行、证券公司、广义基金和银行理财的总资产增加不及净资产增加体现被动降杠杆特征。**





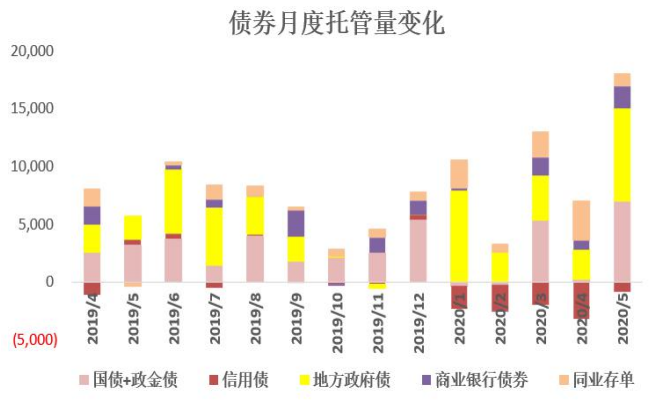


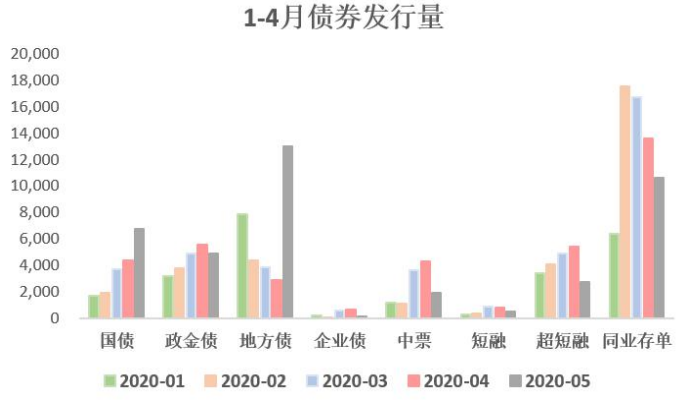




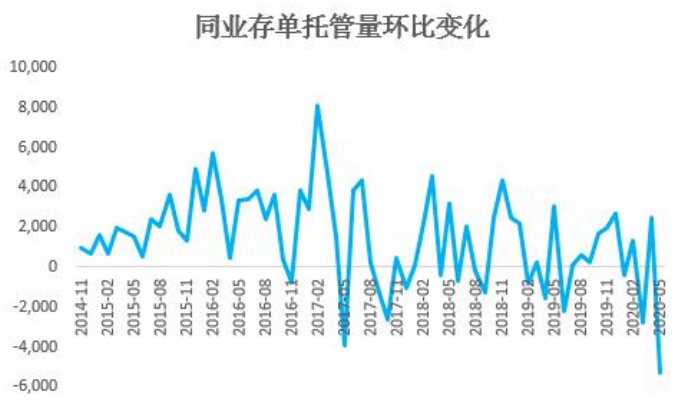
二、主要券种托管量变化

- 5 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 3561 亿、8080 亿元和 3369 亿元。主要参与机构均增持国债，特别是商业银行和境外机构增持规模较上月明显上升。政金债的主要购买力量为农商行、农合行及广义基金，全国性商行和证券公司减持政金债。5 月地方政府债放量发行，以全国性商行为代表的机构增持地方债，但证券公司和境外机构小幅减持。
- 信用债托管量环比下降，降幅较 4 月收窄，其中短融、同业存单环比增加 362 亿元、1064 亿元，超短融和中票环比分别减少 603 亿元、5336 亿元。企业债增持主体为全国性商行和农商行；中票增持主体为全国性商行和广义基金，减持主体为证券公司；短融和长短融增持主体为全国性商行，减持主体为广义基金和证券公司。
- 5 月利率债发行放量是利率债托管量上升的主因，而资金面收紧和债市快速调整，导致企业债券融资成本增加，信用债供需双双下降。
- 5 月同业存单托管量大幅下降，主要参与主体均出现减持，主要原因是当月到期量较大，叠加二级市场调整导致一级市场发行难度增加。







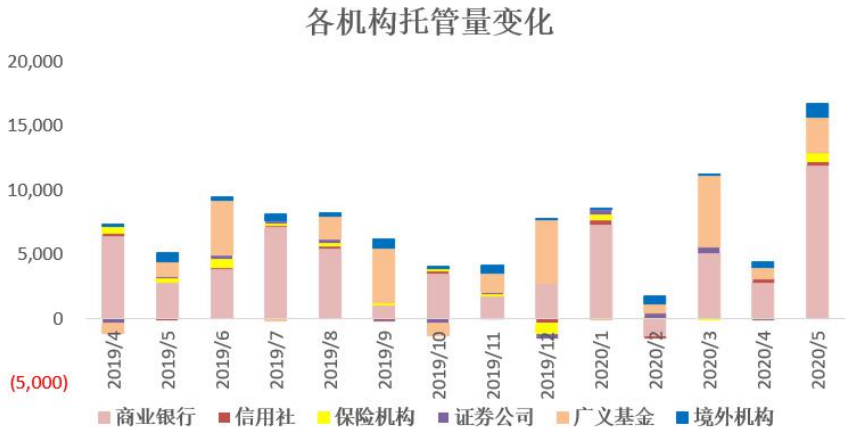


三、各机构托管量变化

- 5 月大型商业银行是地方债的主要买家，同时小幅增持国债，减持政金债；信用债方面，大行增持中票 592 亿元、短融和超短融 306 亿元，减持同业存单 904 亿元。**5 月债市大幅调整后，票息价值凸显，大行加大利率债配置，并有意拉长信用债久期。**
- 农商行、农合行和城商行的表现不同于大行，同时增持国债、政金债和地方债。利率债方面，农商行和农合行大量增持政金债 1510 亿元，而城商行重点配置地方债和国债；信用债方面，农商行、农合行和城商行总体托管量变化不大，城商行减持中票 88 亿元、增持短融和超短融 124 亿，农商行减持中票、短融和超短融共 32 亿元，减持同业存单 867 亿元。
- 证券公司仅增持国债 179 亿，其余券种均出现减持。相对政金债和地方债来看，对信用债的减持更为明显，企业债、中票、短融和超短融、同业存单共减持 371 亿元。
- 广义基金增持利率债和中长久期信用债，减持短久期信用债和同业存单。增持国债 481 亿元、政金债 857 亿元、地方债 411 亿元、中票 579 亿元，大幅减持短融超短融 576 亿元和同业存单 3462 亿元。
- 保险和境外机构在 5 月债市调整的过程中继续增持利率债，前者重点配置地方债和国债，后者重点配置国债和政金债。5 月人民币兑美元快速贬值至 7.2 附近，但境外机构对中债增持量有增无减，说明全球央行货币宽松背景下中债票息的相对优势对境外投资者具有较强吸引力。

主要机构5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	970.76	452.47	434.61	179.17	135.60	481.16	547.81
政金债	(214.45)	365.83	1510.20	(88.17)	63.00	856.78	597.30
地方债	6172.34	608.50	517.23	(34.00)	502.49	410.76	(1.40)
企业债	22.03	1.09	21.52	(22.79)	(4.97)	(88.02)	(5.90)
中期票据	591.99	(88.40)	(20.01)	(139.82)	17.55	578.69	14.33
短融超短融	306.33	124.40	(11.65)	(100.65)	27.05	(575.74)	0.00
同业存单	(903.68)	(24.29)	(866.94)	(108.05)	(6.50)	(3462.29)	(7.66)



四、后市展望

- 5 月债券托管量体现明显的重利率债轻信用特征。利率债发行放量是利率债托管量上升的主因，而资金面收紧和债市快速调整，导致企业债券融资成本增加，多数机构处于观望状态，信用债供需双双下降。
- 受基本面回暖、债券大量供给、资金边际收紧的影响，债市出现了大幅调整。以证券公司为代表的交易型机构在资金面收紧的情况下被迫降杠杆是导致行情快速剧烈波动的主因。目前其杠杆率一回落至 2019 年末水平。
- 5 月债市大幅调整后票息价值凸显，商业银行增加了利率债和信用债的配置，并拉长信用债久期。广义基金的行为也类似大行，减持信用增持利率，拉长信用久期。
- 6 月第一周债市延续调整，一方面近期监管层打击资金空转套利的信号令市场情绪恐慌，短端出现超预期的大幅调整，另一方面创新货币政策工具直接输血实体释放强烈宽信用信号施压债市。但考虑 5 月交易型机构杠杆大幅降低至去年年末水平，长端利率债已经对基本面预期进行定价（如果考虑 7 天逆回购利率已经较年初调降 30BP，疫情前十年国债收益率 3%），当前长债已经具备配置价值。但考虑当前资金面已有仍在，债市难以摆脱震荡格局，建议十年现券 2.85%以上买入。

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