

固定收益

配置盘仅青睐地方债，交易盘情绪有所分化

——9月托管量数据点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2020年10月12日

证券分析师

陈斐韵

021-63325888*6091

chenfeiyun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519080003

相关报告

摊余成本法债基一枝独秀，之后还有多大发行空间？ 2020-08-27

研究结论

- **利率债托管量显著增加。**由于一般国债延后发行，近2月国债托管量远超去年同期，9月国债托管量环比增加4458亿，较去年同期多增近3000亿。地方债托管量9月环比增加5591亿（8月环比增加8762亿），地方债的发行开始进入尾声阶段。政金债托管量9月环比增加1542亿，较去年同期多增近1300亿。总体来看，利率债月托管量环比增加1.16万亿，较去年同期大幅增长。
- **银行配置仅青睐地方债，大行减持政金债。**利率债方面，银行仅对地方债有较大配置需求，其余品种需求较弱。9月银行继续大幅增持地方债，地方债托管量环比增加3073亿，其中，全国性银行配置较多。而国债方面，9月银行的国债托管量环比仅增加1583亿（8月环比增加3008亿），相较于国债的大量供给而言，银行的配置力度并不强；政金债方面，9月银行的政金债托管量环比仅增加272亿，其中，全国性银行缩减667亿，仅靠中小银行的增持。
- **广义基金大幅增持地方债，但政金债需求明显下滑，主要原因或与摊余成本法债基发行体量下滑有关。**广义基金（含银行理财和非法人产品）的利率债托管量9月环比增加4402亿（8月环比增加2894亿），同时也高于去年同期。其中，广义基金同样主要增持地方债，9月环比大幅增加2722亿（8月仅增加760亿）；国债托管量9月环比增加855亿（8月环比增加231亿），略有增加；但政金债需求明显减弱，9月环比增加825亿（8月环比增加1903亿），同业也远低于去年同期，我们在上月托管量数据点评中提到，8月广义基金对政金债的需求猛增主要是由于摊余成本法债基的集中发行，但之后该类债基的发行量将明显下滑，预计对政金债的需求将会减弱。
- **广义基金的信用债托管量9月环比大幅减少1181亿，降幅较上月继续扩大（8月环比减少242亿），**其中主要以减持超短融为主，9月超短融托管量环比减少约1000亿。值得注意的是，广义基金的同业存单托管量9月环比大幅减少约980亿，不排除与理财产品到期遭遇赎回有关。
- **保险机构近两月显著增持地方债，其余品种配置力度一般。**保险机构的国债托管量9月环比增加168亿元，基本与去年同期相符。政金债9月环比仅增加42亿元，低于上月和往年同期；地方债9月环比增加593亿元（8月环比增加914亿），保险从8月以来一直对地方债具有较高的配置热情，但其余品种需求一般。信用债托管量9月环比减少43亿元，主要以减持中票。
- **券商交易热情提升，明显增持国债和政金债。**券商国债托管量9月环比大幅增加841亿（8月环比增加354亿），政金债托管量也由缩减转为增持，9月环比增加332亿。
- **外资的利率债配置力度依然强劲，**外资的利率债托管量9月环比增加1252亿，7月以来，均保持每月新增1000亿以上的规模。目前，全球三大债券指数均已将中国债券纳入。

风险提示

- 如果货币政策超预期发力，或将影响我们对机构行为的判断。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

一、分券种情况：利率债托管量大幅上升.....	3
二、分机构情况：配置盘仅青睐地方债，交易盘情绪有所分化.....	4
2.1 银行配置仅青睐地方债，大行减持政金债.....	4
2.2 广义基金投资力度转弱，政金债需求明显下滑	5
2.3 保险机构配置力度一般，券商交易热情提升	5
2.4 外资对利率债配置维持高增速	6
风险提示.....	7

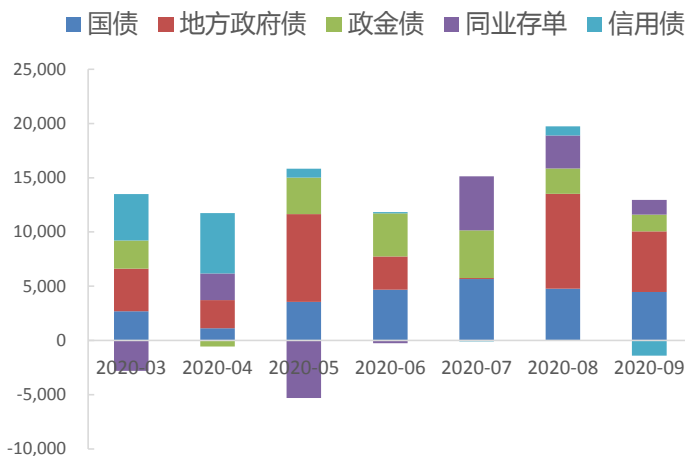
一、分券种情况：利率债托管量大幅上升

利率债托管量显著增加。由于一般国债延后发行，近2月国债托管量远超去年同期，9月国债托管量环比增加4458亿，较去年同期多增近3000亿。地方债托管量9月环比增加5591亿（8月环比增加8762亿），地方债的发行开始进入尾声阶段。政金债托管量9月环比增加1542亿，较去年同期多增近1300亿。**总体来看，利率债月托管量环比增加1.16万亿，较去年同期大幅增长。**

同业存单托管量小幅减少。9月同业存单托管量环比增加1368亿，虽然较上月有所减少，但较去年同期多1000亿左右。9月同业存单发行利率略有上行，市场加权平均利率维持在2.93左右。

信用债托管量明显缩减。9月信用债托管量环比缩减1402亿（8月环比增加134亿）。其中，超短融大幅缩减1451亿。信用债发行量持续回落主要原因是利率反弹，发行成本抬升。

图1：分券种托管量月环比变化 单位：亿元



数据来源：wind，东方证券研究所

二、分机构情况：配置盘仅青睐地方债，交易盘情绪有所分化

图 2：各类机构分债券品种的托管量变化情况 单位：亿元

9月环比增量	9月托管量环比变化								
	商业银行				广义基金		非银机构		境外机构
	全国性银行	城商行	农商行 (含信用社、 村镇银行)	外资银行及 其他	银行理财	非法人产品	保险	券商	
国债	634	794	10	37	52	803	168	841	770
地方政府债	2,439	268	246	10	985	1,737	593	92	2
政金债	-667	249	339	192	290	534	42	332	481
企业债	30	46	-10	0	37	-17	-5	36	-1
中票	-89	-22	-92	22	-276		-31	4	49
短融	-29	-9	1	0	84		0	-3	1
超短融	-144	-361	26	1	-1,010		-7	-37	11
同业存单	336	-86	-149	70	-984		77	-219	-47

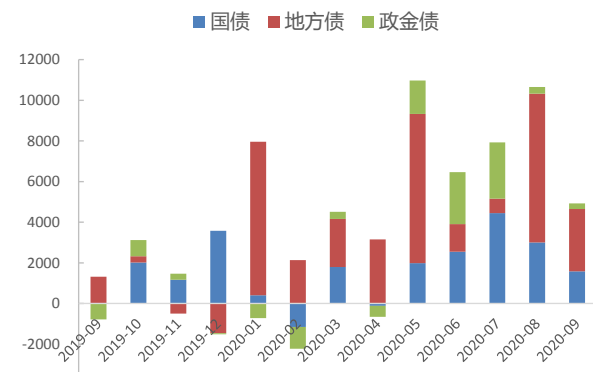
数据来源：wind，东方证券研究所

2.1 银行配置仅青睐地方债，大行减持政金债

利率债方面，银行仅对地方债有较大配置需求，其余品种需求较弱。9月银行继续大幅增持地方债，地方债托管量环比增加 3073 亿，其中，全国性银行配置较多。而国债方面，9月银行的国债托管量环比仅增加 1583 亿（8月环比增加 3008 亿），相较于国债的大量供给而言，银行的配置力度并不强；政金债方面，9月银行的政金债托管量环比仅增加 272 亿，其中，全国性银行缩减 667 亿，仅靠中小银行的增持。

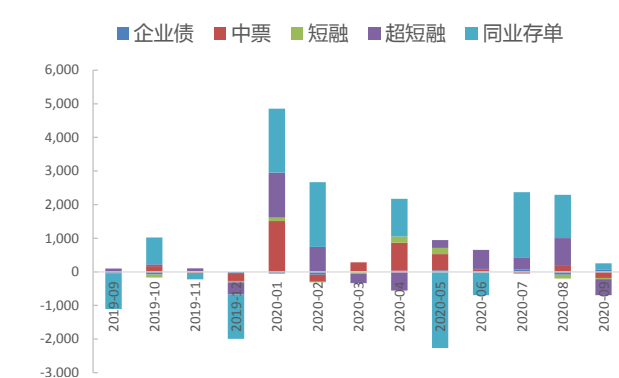
信用债方面，银行主要减持超短融。9月商业银行信用债托管量环比减少 621 亿元（8月环比增加 805 亿元）。其中，超短融托管量环比减少 479 亿元（8月环比增加 832 亿）；中票和短融的月托管量环比均有所缩减，仅企业债月托管量环比略增 75 亿。

图 3：银行的利率债月托管量环比变化 单位：亿元



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：银行的信用债月托管量环比变化 单位：亿元



数据来源：Wind，东方证券研究所

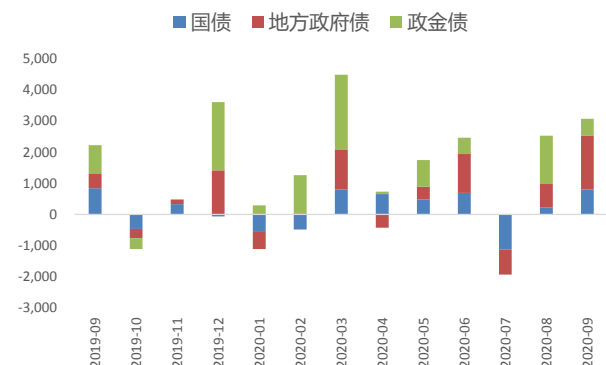
2.2 广义基金投资力度转弱，政金债需求明显下滑

广义基金大幅增持地方债，但政金债需求明显下滑，主要原因或与摊余成本法债基发行体量下滑有关。广义基金(含银行理财和非法人产品)的利率债托管量9月环比增加4402亿(8月环比增加2894亿)，同时也高于去年同期。其中，广义基金同样主要增持地方债，9月环比大幅增加2722亿(8月仅增加760亿)；国债托管量9月环比增加855亿(8月环比增加231亿)，略有增加；但政金债需求明显减弱，9月环比增加825亿(8月环比增加1903亿)，同业也远低于去年同期，我们在上月托管量数据点评中提到，8月广义基金对政金债的需求猛增主要是由于摊余成本法债基的集中发行，但之后该类债基的发行量将明显下滑，预计对政金债的需求将会减弱。

广义基金的信用债托管量9月环比大幅减少1181亿，降幅较上月继续扩大(8月环比减少242亿)，其中主要以减持超短融为主，9月超短融托管量环比减少约1000亿。

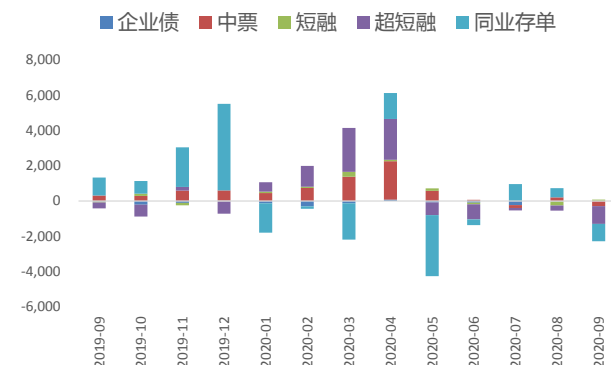
值得注意的是，广义基金的同业存单托管量9月环比大幅减少约980亿，不排除与理财产品到期遭遇赎回有关。

图 5：非法人产品的利率债月托管量环比变化 单位：亿元



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：非法人产品的信用债月托管量环比变化 单位：亿元

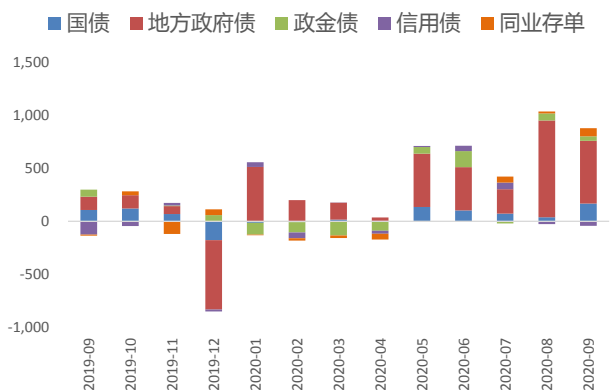


数据来源：Wind，东方证券研究所

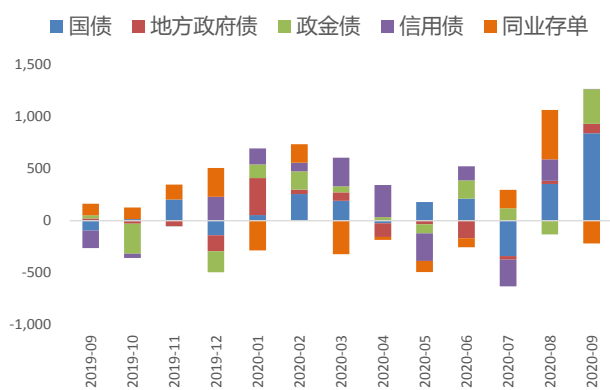
2.3 保险机构配置力度一般，券商交易热情提升

保险机构近两月显著增持地方债，其余品种配置力度一般。保险机构的国债托管量9月环比增加168亿元，基本与去年同期相符。政金债9月环比仅增加42亿元，低于上月和往年同期；地方债9月环比增加593亿元(8月环比增加914亿)，保险从8月以来一直对地方债具有较高的配置热情，但其余品种需求一般。信用债托管量9月环比减少43亿元，主要以减持中票。

券商交易热情提升，明显增持国债和政金债。券商国债托管量9月环比大幅增加841亿(8月环比增加354亿)，政金债托管量也由缩减转为增持，9月环比增加332亿。

图 7：保险的月托管量环比变化 单位：亿元


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：券商的月托管量环比变化 单位：亿元


数据来源：Wind，东方证券研究所

2.4 外资对利率债配置维持高增速

外资的利率债配置力度依然强劲，外资的利率债托管量 9 月环比增加 1252 亿，7 月以来，均保持每月新增 1000 亿以上的规模。其中，国债 9 月环比增加 770 亿（8 月环比增加 609 亿）；政金债环比增加 481 亿。

目前，全球三大债券指数均已将中国债券纳入。9 月 25 日，富时罗素公司宣布将中国国债纳入富时罗素全球政府债券指数（WGBI），预计将于 2021 年 10 月生效（具体纳入日期须经过 2021 年 3 月的半年度评估，才能最终确定），市场预计，本次纳入 WGBI 指数后，将有望给中国债市带来 1250 亿至 1500 亿美元的资金流入。

由于目前外资流入的资金主要是被动投资资金，因此，在相继纳入国际债券指数后，外资流入资金保持稳定增量，之后仍将维持高增速。但对于主动投资资金而言，主要是与考虑对冲成本后的中美利差走势高度相关，而由于 8 月至今掉期大幅扩大，外汇对冲成本上升，未必使得外资加大买入。

图 9：境外机构的月托管量环比变化 单位：亿元
图 10：外资流入节奏与考虑外汇对冲后的中美利差相关

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2155

