

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

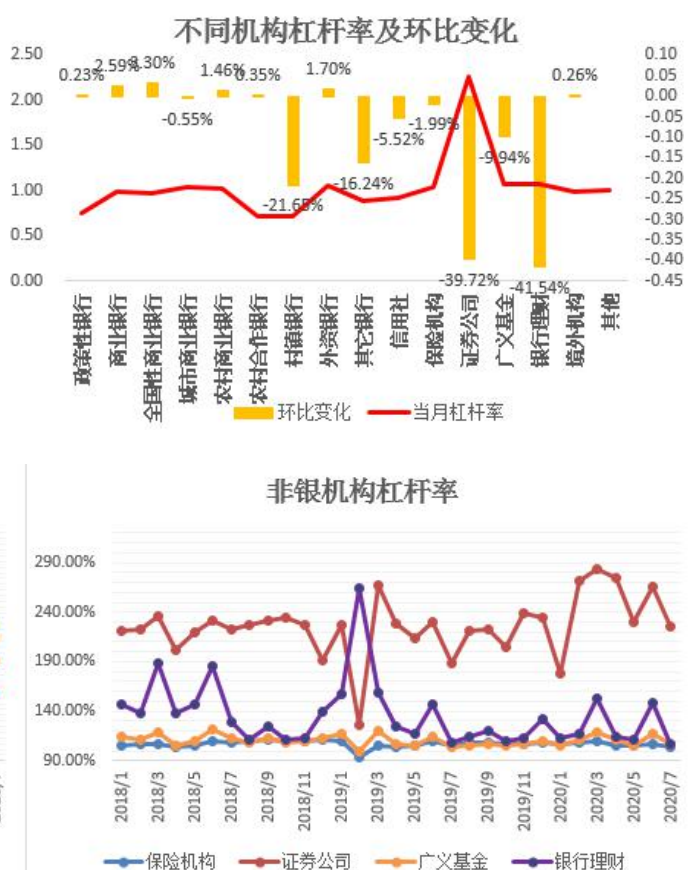
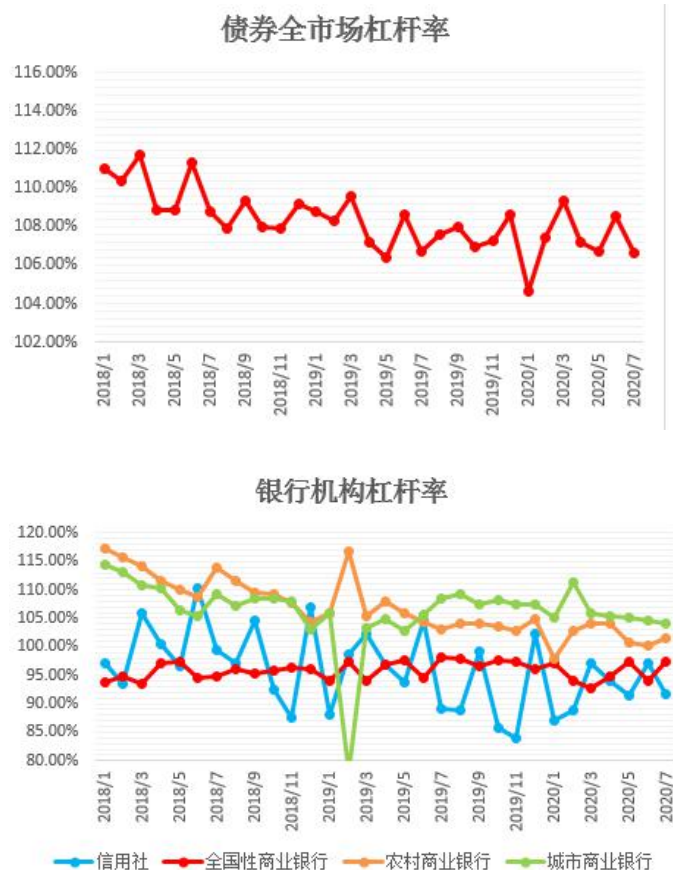
金融衍生品分析师 刘晓艺

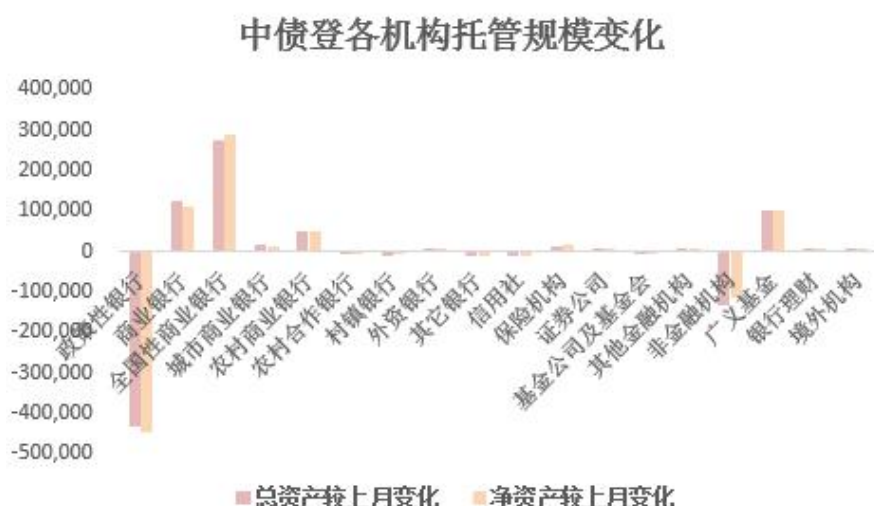
投资咨询号：Z0012930



一、全市场托管数据变化

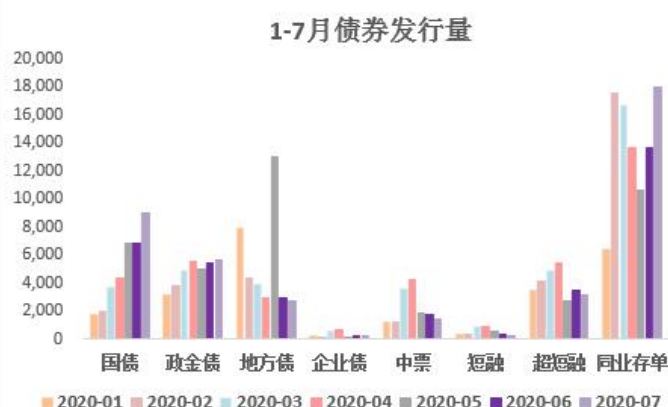
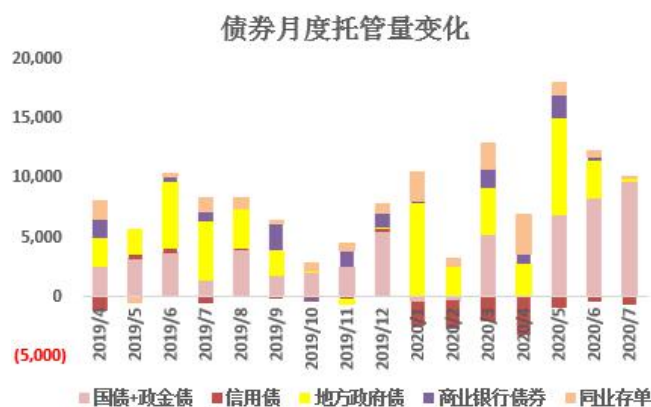
- 从全市场表现看，7月底全市场债券托管量 95.65 万亿（环比增加 1.43 万亿元），其中中债登 71.16 万亿元（环比增加 0.93 万亿元），上清所 24.49 万亿（环比增加 0.5 万亿元）。7 月待回购债券余额的减少，全市场杠杆率环比降低 1.92% 至 106.6%。7 月债市杠杆率下降既有季节性因素影响，也与 7 月初债市大幅调整机构被迫降杠杆有关。
- 各机构托管量：7 月主要机构普遍增持债券。其中全国性商业银行、城商行、农村商业银行、保险机构、证券公司、广义基金和境外机构分别增持 275303 亿元、14857 亿元、49921 亿元、11292 亿元、7891 亿元、101263 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。

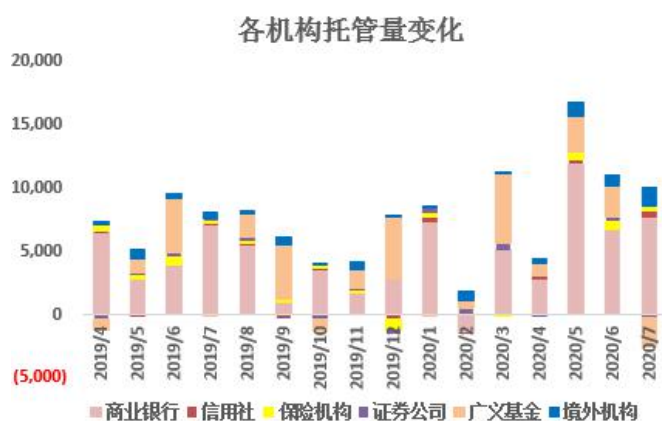


三、各机构托管量变化

- 7月商业银行全面增持利率债，国债、政金债和地方法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。

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_3393

