

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

（专题）

大行负债压力凸显，  
机构行为进一步分化  
——9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

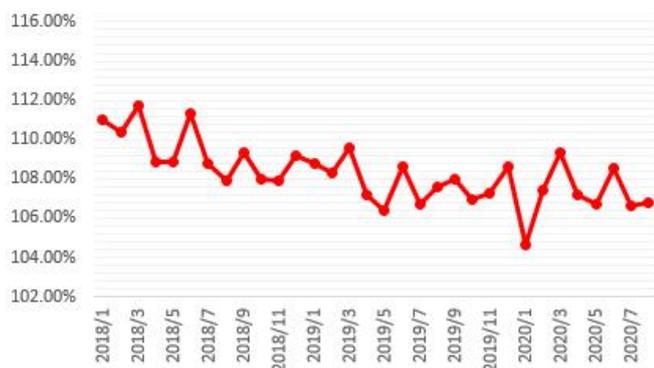
投资咨询号：Z0012930



## 一、全市场托管数据变化

- 从全市场表现看，8月底全市场债券托管量 97.92 万亿（环比增加 2.27 万亿元），其中中债登 73.01 万亿元（环比增加 1.85 万亿元），上清所 24.91 万亿（环比增加 0.42 万亿元）。8 月待回购债券余额微增，全市场杠杆率环比增加 0.17% 至 106.77%。
- 各机构托管量：8 月主要机构多增持债券。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 8585 亿元、1584 亿元、1476 亿元、1064 亿元、433 亿元、3366 亿元和 1178 亿元。
- 各机构杠杆水平：8 月机构杠杆率环比变化不明显。相对来说，证券公司和银行理财的杠杆率升幅较大，证券公司杠杆率环比上升 10.16% 至 236%，银行理财杠杆率环比上升 5.04% 至 112%。8 月股市结束了大幅上涨行情，债券市场的波动也较 7 月有所收敛，机构对于后市看法存在分歧，导致是多数机构杠杆率维持前期水平的主要原因。而银行间 7 天回购利率稳定在政策利率 2.2% 附近，是非银加杠杆的重要原因。

债券全市场杠杆率



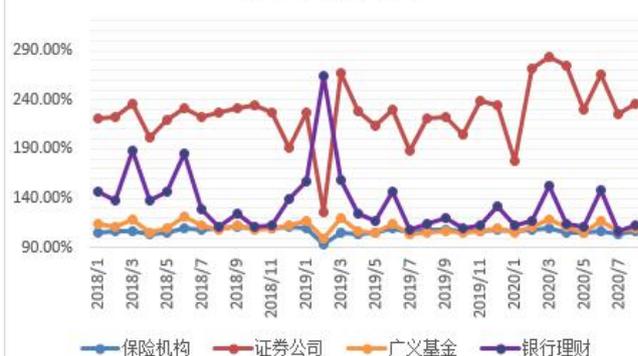
不同机构杠杆率及环比变化



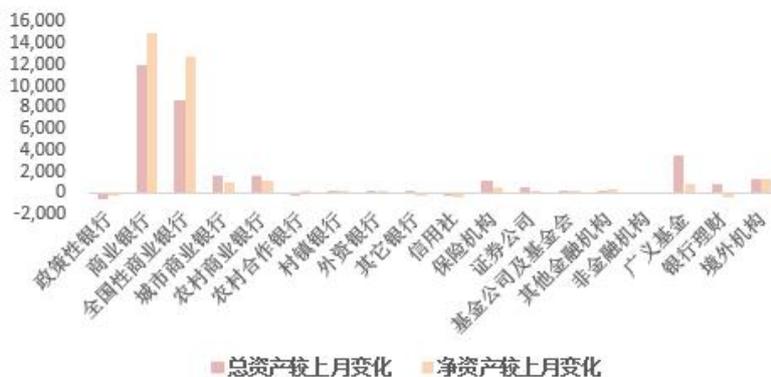
银行机构杠杆率



非银机构杠杆率



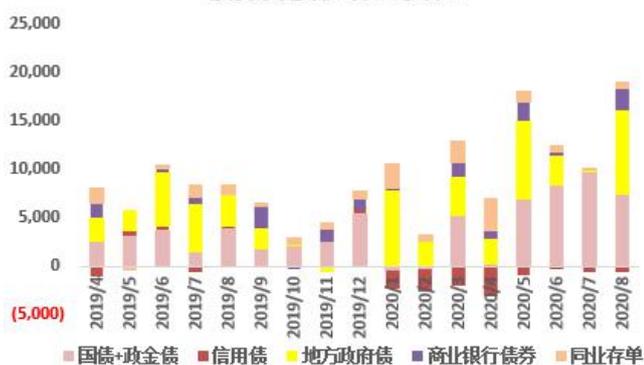
中债登各机构托管规模变化



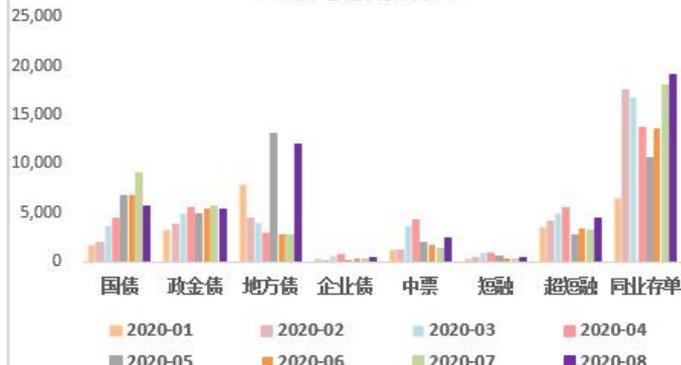
## 二、主要券种托管量变化

- **8月主要参与机构托管环比变化显示，机构对利率债相对偏爱，对信用债配置一般。**原因可能有二：一是8月股市涨势暂缓，机构风险偏好略有回落，利率债在前期大跌后具有一定配置价值，吸引资金再度入场；另一方面，8月地方债大量发行，部分机构增加地方债配置推升利率债托管量。
- **8月利率债托管量大幅增加。**主要交易机构国债、地方债和政金债托管量分别环比增加3956亿元、2487亿元和9007亿元。8月地方债发行量较大，但政金债和国债需求受到地方债挤压的现象并不明显。托管数据显示，地方债主要由全国性商业银行消化。总的来看，不仅以商业银行、保险和境外机构为代表的配置型机构增持利率债，交易型机构中广义基金增持利率债的现象也较为明显。
- **8月信用债托管量环比变化由负转正，不同券种变化不同。**其中部分机构减持企业债、短融和超短融导致其成为信用债托管量增长的主要拖累。短融和中短融减持主体为广义基金；企业债整体减持量不高，但包括大行、城商行、农商行及农合行、保险机构、广义基金和境外机构在内的机构均出现减持。
- **8月同业存单延续量价齐升态势。**主要参与机构继续增持同业存单，其中农商行及农合行、广义基金的同业存单增持量较大。

债券月度托管量变化



1-8月债券发行量





### 三、各机构托管量变化

- **8月商业银行配置行为有所分化。**利率债方面，大行因消化地方债而少量增持国债、减持政金债，城商行增持国债较多、政金债增持较少，农商行及农合行增持政金债更多；信用债方面，大行和城商行均减持企业债，增持中票、短融超短融、同业存单，城商行（相比大行）对信用债配置力度更强，农商行减持企业债和中票、增持同业存单、短融和超短融，体现债券短久期的偏好。
- **8月广义基金和证券公司交易行为形成鲜明对比。**证券公司减持政金债，增持国债、同业存单和中票，其他券种增加均不足100亿。广义基金大量增持政金债、地方债、国债、同业存单和中票，减持短融和企业债，久期偏好更倾向中长期。前者反映出对于市场谨慎的态度，后者与摊余成本债建仓和理财资金返场有关，或说明其对于后市更为乐观。
- **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8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	1509.74	832.31	386.87	353.93	37.97	226.26	609.14
政金债	(386.67)	45.46	758.01	(131.77)	66.20	1554.23	581.47
地方债	6321.08	686.17	304.73	29.41	914.50	751.29	0.40
企业债	(56.37)	(14.10)	(17.45)	34.13	(13.81)	(24.10)	(3.82)
中期票据	141.16	50.25	(10.74)	108.33	12.83	208.78	11.45
短融超短融	269.47	394.62	37.06	65.59	17.93	(518.98)	0.00
同业存单	114.59	260.00	588.03	474.77	17.90	515.19	119.30

### 四、结论与展望

- **8月全国性商业银行对除地方债以外的其他券种配置力度不及城商行和农商行。**结合8月同业存单利率继续上行，可以得出，当前大行的同业负债压力可能更大：一方面，此前结构性存款受限后，股份行和城商行在负债压力下降低了对债券市场的配置，而大行相似操作不多；另一方面，8月地方债大多被国有大行消化，一定程度制约大行配置其他券种的能力。

## 债券市场托管数据点评

2020.09.09

- 8月股市结束了大幅上涨行情，债券市场的波动也较7月有所收敛，机构对于后市看法存在分歧，导致是多数机构杠杆率维持前期水平的主要原因。随着收益率反弹和资金利率趋向稳定，息差增厚，非银机构逐渐增加杠杆。8月摊余成本法债基的建仓和银行理财的重新返场说明此类机构对市场较为乐观。
- 8月无论配置型机构还是交易型机构的行为进一步分化。8月债市反应了一系列的利空，资金面收紧、基本面继续回暖、供给压力，目前这些利空在9月市场仍然存在。虽然我们看到8月下旬央行增加公开市场投放后资金利率稳定，但该操作只能缓解短期资金面压力。10月底以前利率债供给压力依然不小，央行可能继续公开市场投放平抑资金面波动。更值得关注的是商业银行中长期的负债压力，此前有观点猜测降准操作，但如果基本面没有明显走弱迹象，降准的可能性并不大。盘面上，十年国债突破3.1%后市场情绪较弱。短期博弈利率下行胜率很低，中长期利率难改回升势头。

## 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。



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