

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

——（专题）——

银行负债端压力仍在，
机构观点愈加谨慎
——10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

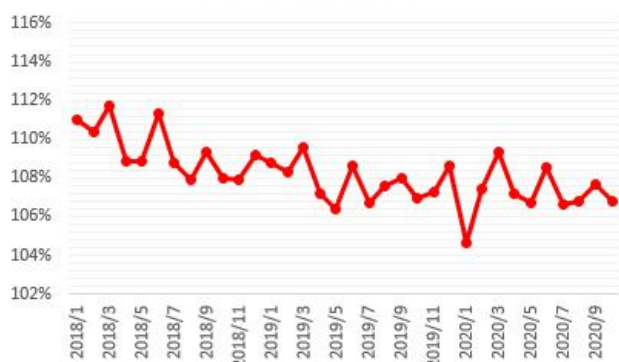
投资咨询号：Z0012930



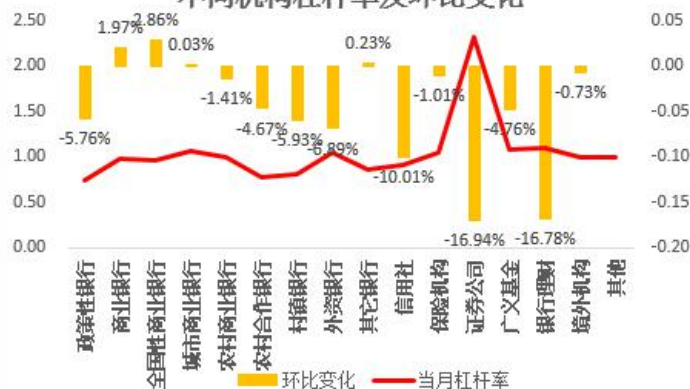
一、全市场托管数据变化

- 从全市场表现看，10月底全市场债券托管量 75.08 万亿（环比增加 1.46 万亿元），其中中债登 75.08 万亿元（环比增加 0.64 万亿元），上清所 24.84 万亿（环比减少 0.10 万亿元）。10 月待回购债券余额减少，全市场杠杆率环比下降 0.87% 至 106.79%。
- 各机构托管量：10 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、保险机构和境外机构分别增持 2703 亿元、918 亿元、1052 亿元、552 亿元和 866 亿元，证券公司、广义基金和商业银行理财分别减持 288 亿元、659 亿元和 1063 亿元。
- 各机构杠杆水平：10 月，多数机构杠杆率环比不同程度降低，仅大行杠杆率小幅增加。全国性商业银行杠杆率小幅增加 1.97% 至 96.82%，以证券公司和银行理财为代表的交易型机构杠杆率大幅降低。10 月证券公司杠杆率环比下降 17% 至 232%，银行理财杠杆率环比下降 17% 至 109%。10 月银行间资金面整体宽松，同时利率债发行环比减弱，多数机构主动调降债券交易杠杆，反映市场情绪转向谨慎。

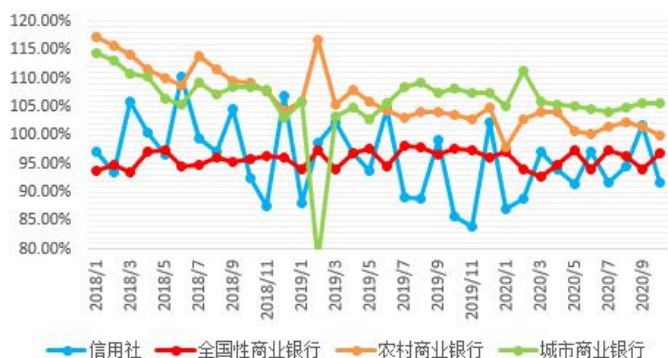
债券全市场杠杆率



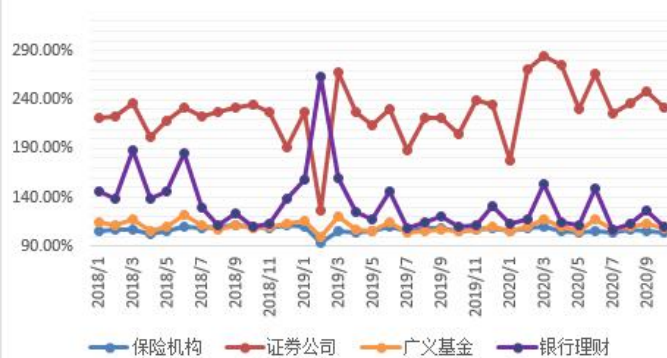
不同机构杠杆率及环比变化



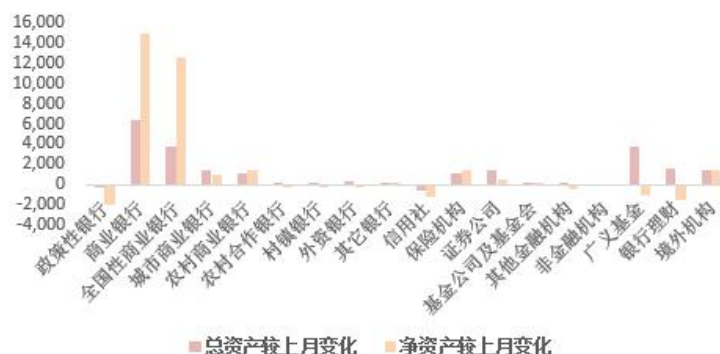
银行机构杠杆率



非银机构杠杆率

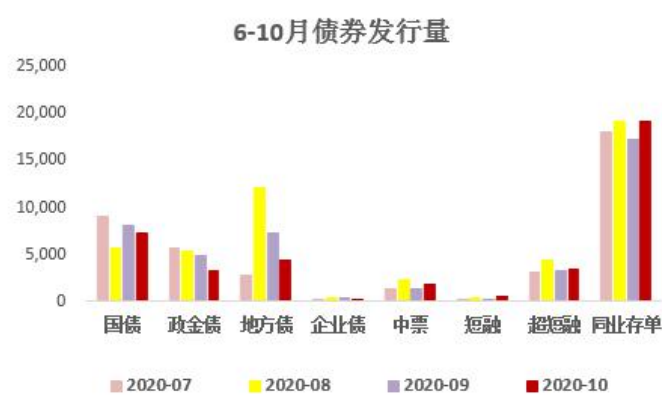


中债登各机构托管规模变化



二、主要券种托管量变化

- **10月债市主要参与机构增配利率债，并继续减配信用债。**10月利率债供给压力减弱，但利率债环比增持幅度较9月有所降低，说明市场配置动力不足。同时信用债连续第二个月出现减持，意味着收益率上行后企业债券融资受到影响，结合债市杠杆率降低，进一步说明债市情绪并不乐观。
- **10月利率债托管量小幅增加。**主要交易机构国债、地方债和政金债托管量分别环比增加2623亿元、1471亿元和1053亿元。10月地方债发行量环比减少2780亿元，政金债发行量环比减少1570亿元，国债发行量环比减少661亿元。托管数据显示，10月大行、城商行、农商行、保险公司和境外机构均大量增持利率债，其中大行地方债、国债和政金债均大量增持，城商行多配国债，农商行和境外机构多配国债和政金债，保险公司偏好地方债，证券公司大量减持政金债，广义基金大量减持地方债。
- **10月信用债托管量延续负增，不同券种变化不同。**其中短融和超短融减持其成为信用债托管量增长的主要拖累，而企业债和中期票据也有不同幅度的减持。从减持主体看，短融和超短融被广义基金和证券公司大量减持，企业债被广义基金、证券公司和大行减持，中票被大行和证券公司大量减持。
- **10月同业存单发行量价态势有所放缓，但双双仍维持高位。**10月同业存单发行量1.9万亿，但考虑到到期量，实际净融资较为有限，由此说明同业存单需求不足。10月一年期同业存单进一步上行至3.2%，说明商业银行负债端的压力仍然存在。



三、各机构托管量变化

- **10月商业银行配置行为有所分化。**利率债方面，大行除继续配置地方债以外，对于政金债和国债增持幅度均在600亿左右，城商行增持国债较多，增持政金债和地方债较少，农商行及农合行增持政金债和国债较多；信用债方面，大行减持企业债和中票，但少量增持短融超短融，城商行主要增持短融超短融，小幅增持企业债和中票，农商行小幅企业债、中票、短融和超短融；存单方面，大行和城商行大量减持同业存单，但农商行增持同业存单。总的来看，大行和城商行更倾向于短久期品种，农商行更倾向中久期品种。在存单方面的不同表现说明大行和城商行相对农商行操作更为谨慎，同时也反映出大行和城商行负债端压力较农商行更大。
- **10月证券公司和广义基金配置债券托管量大降。**10月广义基金大量减持地方债、短融和超短融、企业债和同业存单，少量增持国债、政金债、中期票据。证券公司大量减持政金债和信用债的配置，仅小幅增持同业存单和地方政府债。券商和广义基金对于利率债和信用债整体减持，并主动降杠杆，一方面与权益市场升温有关，另一方面也说明交易机构对于债市态度更加谨慎。
- **10月保险机构继续偏爱地方债，其他券种持仓变动不大。10月境外机构增持国债和政金债，但幅度减弱，同时减持同业存单。**10月受海外疫情发酵和美国总统大选前风偏影响，外资配置情绪不高，11月美国大选落地后，外部不确定性降低，境外机构配置力量或再度加强。

主要机构10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	678.44	608.47	347.55	21.54	125.60	290.60	551.08
政金债	652.96	47.50	415.60	(362.39)	(34.30)	21.71	312.59
地方债	1307.60	183.66	189.79	139.01	430.98	(780.21)	0.20
企业债	(50.20)	10.88	20.10	(62.41)	5.20	(151.04)	(3.02)
中期票据	(301.75)	25.68	50.49	(35.95)	(5.00)	166.54	6.85
短融超短融	101.52	274.61	25.45	(47.28)	(4.60)	(1199.83)	0.00
同业存单	(1209.93)	(345.87)	541.36	311.14	(4.30)	(783.53)	(317.10)

四、结论与展望

- 10月利率债和信用债供给均环比回落，同时资金面整体宽松情况下，债券全市场杠杆率的回落说明市场情绪转向谨慎。尽管商业银行继续增持利率债，但增持幅度降低，结合同业存单利率继续走高，可以判断当前大行的负债端压力仍然没有得到缓解。相比之下，农商行负债压力较大行略轻，存单上行高位后主动配置的特征较为明显。以证券公司和广义基金为代表的交易机构主动大幅降低杠杆，且同时减配利率债和信用债，表现出对债市看法的不乐观。
- 展望后市，伴随着美国大选等外部风险事件的落地，海外因素的扰动逐渐下降，债市逐渐回归资金面和基本面。目前国内基本面的拐点出现前，债市缺乏趋势性做多机会。从近期央行官员讲话看，货币政策预计维持中性，利率债供给压力缓和背景下，债市预计维持区间震荡。不确定性方面，关注的国内权益市场和美国新一轮财政刺激计划规模和落地时间。

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