

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

—— (专题) ——

信用违约冲击过后，
非银行为出现分歧
——11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，11月底全市场债券托管量 76.12 万亿（环比增加 1.04 万亿元），其中中债登 76.12 万亿元（环比增加 1.04 万亿元），上清所 24.63 万亿（环比减少 0.21 万亿元）。11 月待回购债券余额小幅增加，全市场杠杆率环比上升 0.58% 至 107.37%。
- 各机构托管量：11 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、广义基金、银行理财和境外机构分别增持 2796 亿元、895 亿元、1048 亿元、869 亿元、2185 亿元、545 亿元和 837 亿元，证券公司减持 120 亿元。
- 各机构杠杆水平：11 月，多数机构杠杆率环比不同程度上升，但商业银行和证券公司杠杆率小幅降低。全国性商业银行和城商行杠杆率分别降低 2% 和 1.6% 至 94.82% 和 104.1%，11 月广义基金和银行理财杠杆率分别上升 4.7% 和 14.9% 至 113.4% 和 124.8%。11 月 10 日永煤信用违约事件发生后，部分债基产品遭到赎回导致广义基金和银行理财净资产大幅减少，因此二者杠杆率的抬升有被动性质，不足以说明机构情绪转向乐观。

债券全市场杠杆率



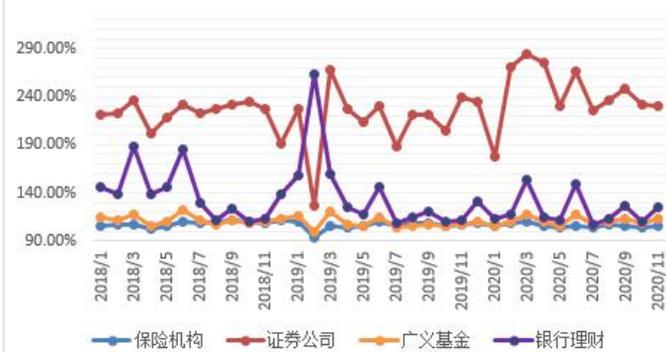
不同机构杠杆率及环比变化

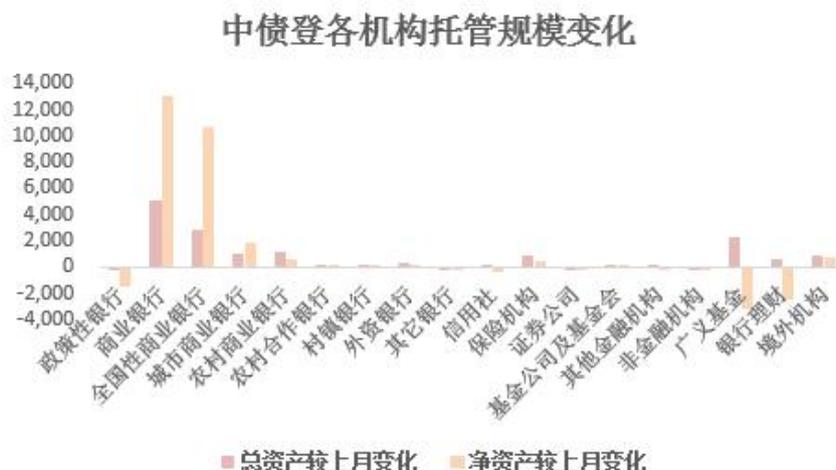


银行机构杠杆率



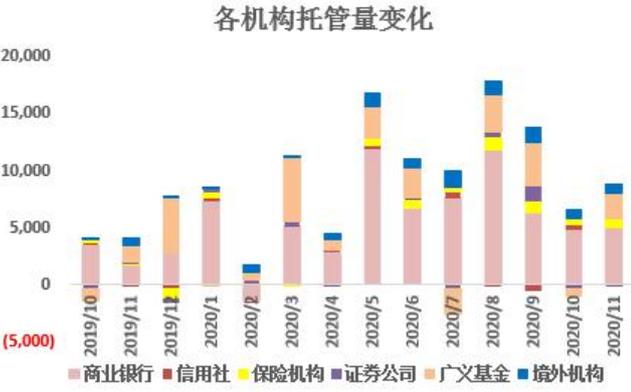
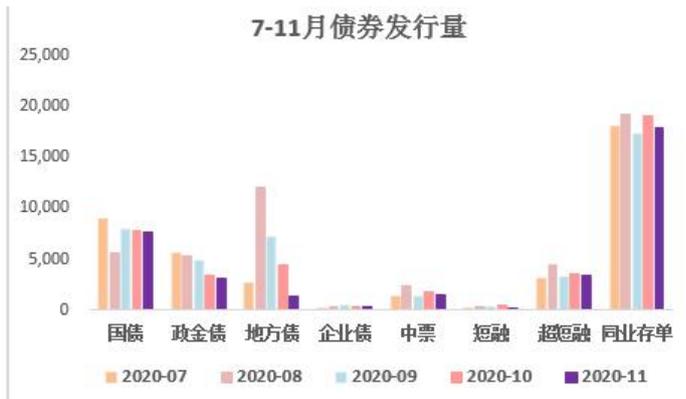
非银行机构杠杆率





二、主要券种托管量变化

- **11月债市主要参与机构增配利率债，并继续减配信用债。**11月利率债供给压力减弱，但利率债环比增持幅度较10月有所降低，说明市场配置动力仍然不足。受信用违约事件冲击影响，二级市场信用债遭到大量减持，为连续第三个月减持。信用利差低位环境下，收益率上行压力较大，同时国企违约致债市信仰打破，后期企业债券融资形势不容乐观。
- **11月利率债托管量小幅增加。**主要交易机构分别增持国和政金债托管量4764亿元和2474亿元，减持地方债2530亿元。11月地方债发行量环比减少3045亿元，政金债发行量环比减少214亿元，国债发行量环比减少261亿元。托管数据显示，11月大行、城商行、农商行、保险机构、广义基金和境外机构均大量增持利率债，其中大行、城商行和广义基金大量增持国债和政金债，减持地方政府债，农商行和保险机构对于国债、政金债和地方债均有增持。
- **11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全国性商业银行大量减持，企业债被广义基金行大量减持，中期票据被全国性商业银行大量减持。
- **11月同业存单发行缩量，事件冲击致存单利率快速上行。**11月同业存单发行量1.8万亿，环比减少1156亿。但考虑到到期量，实际净融资增量有限。11月商业银行结构性存款继续压降，叠加跨年资金需求上升，是同业存单利率持续走升的重要原因。信用违约事件冲击导致部分债基被赎回，机构抛售存单换取流动性也导致同业存单利率在10号之后快速走升，直至30日MLF投放后存单利率才停止上行。



三、各机构托管量变化

- **11月商业银行配置行为有所分化。**利率债方面，大行和城商行减持地方债，同时大量增持政金债和国债，农城商行对国债、政金债和地方债均有增持，主要增持国债和政金债；信用债方面，大行减持短融超短融和中票，但少量增持企业债，城商行主要减持短融超短融，小幅增持企业债，相比大行和城商行，农商行对于信用债更为乐观，主要券种托管量基本持平前值；存单方面，大行和城商行大量减持同业存单，农商行小幅增持同业存单。总的来看，11月信用事件冲击后，大行和城商行更倾向配置利率债，而受负债端压力影响，同业存单出现明显减持。
- **11月证券公司和广义基金债券托管量大降，与信用债违约事件影响关系较大。**11月证券公司减持了除国债以外的全部券种，结合杠杆率小幅下降，可见证券公司对于债市整体较为谨慎。受债基被赎回影响，广义基金大量减持短融和超短融，净资产规模大降导致杠杆率被动抬升，信用冲击消退后增加了对同业存单和利率债的配置，说明其对于后市看法的偏乐观。
- **11月保险机构全面增持利率债，信用债持仓变动不大。**11月境外机构增持国债和政金债，同时增持同业存单。11月美国大选落地后，外部不确定性降低，境外机构对于种植配置力量再度加强。

主要机构11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	2030.69	436.97	474.89	312.81	202.99	695.15	610.00
政金债	1041.37	369.01	332.56	(233.49)	28.58	785.59	150.48
地方债	(1848.33)	(115.84)	55.13	(182.08)	253.37	(692.45)	0.50
企业债	39.23	55.00	9.29	(19.75)	2.74	(130.07)	2.70
中期票据	(265.82)	9.80	(18.40)	(0.78)	(8.01)	134.79	37.46
短融超短融	(413.09)	(145.02)	10.62	(44.34)	(8.01)	(1333.48)	0.00
同业存单	(587.25)	(187.24)	75.62	(210.18)	(13.70)	376.43	89.65

四、结论与展望

- 11月受信用违约事件冲击影响，债市情绪受到较大影响，多数机构大量减持信用债增持利率债，风险偏好明显回落。但受累于结构性存款压降，大型商业银行负债压力仍存并制约了配置力度。受债基被赎回影响，广义基金净资产规模明显下降，杠杆率被动提升。伴随央行加大公开市场投放，资金面缓和，信用冲击影响消退，广义基金加大对同业存单和利率债的配置，表现对后市较乐观的看法。而证券公司减持了除国债以外的全部券种，并降低杠杆，表现对后市更为谨慎的看法。
- 经历11月调整后，当前债市情绪回归平稳。考虑月中MLF续作，月末财政资金投放，年底前资金面预期并不悲观，同业存单利率上行可能不大。基本面看，高频数据和先行指标显示，当前国内经济加快修复，债市缺乏趋势性做多机会。

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