

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

—— (专题) ——

信用债融资环境修复，
流动性收敛机构普降杠杆
——1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

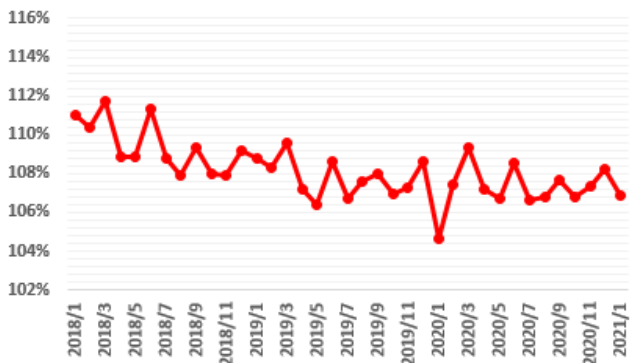
投资咨询号：Z0012930



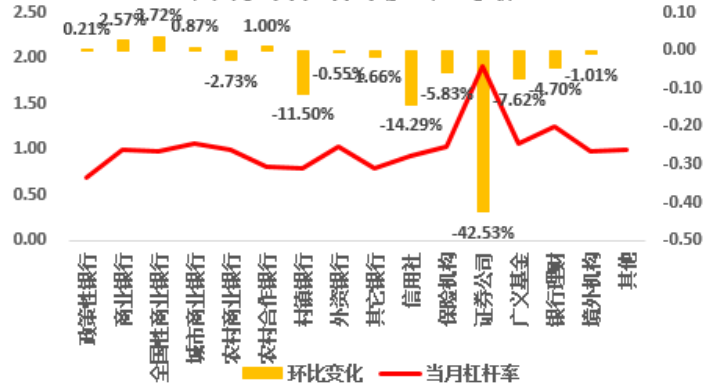
一、全市场托管数据变化

- 从全市场表现看，12月底全市场债券托管量 102.27 万亿（环比增加 0.61 万亿元），其中中债登 77.52 万亿元（环比增加 0.38 万亿元），上清所 24.75 万亿（环比增加 0.23 万亿元）。1 月待回购债券余额小幅增加，全市场杠杆率环比下降 1.31% 至 106.90%。
- 各机构托管量：1 月主要机构债券增减持力度不同，其中配置型机构多增持债券，交易型机构多减持债券。其中，全国性商业银行、农村商业银行、保险机构、广义基金和境外机构分别增持 3386 亿元、2071 亿元、384 亿元、365 亿元、5983 亿元和 1943 亿元，广义基金、银行理财和城商行分别减持 3399 亿元、2978 亿元和 208 亿元。
- 各机构杠杆水平：1 月，商业银行小幅加杠杆，非银机构大幅降杠杆。具体来说，全国性商业银行和城商行杠杆率分别增加 3.7% 和 0.9% 至 98.4% 和 105.7%，而农商行杠杆率下降 2.7% 至 98.9%，广义基金、银行理财、证券公司和保险机构杠杆率分别下降 7.6%、4.7%、42.5% 和 5.8%，至 106.8%、124.5%、190.8% 和 102.3%。1 月下旬流动性边际收紧，资金利率大幅抬升，前期加杠杆的非银机构主动降低杠杆，推动市场大幅调整。

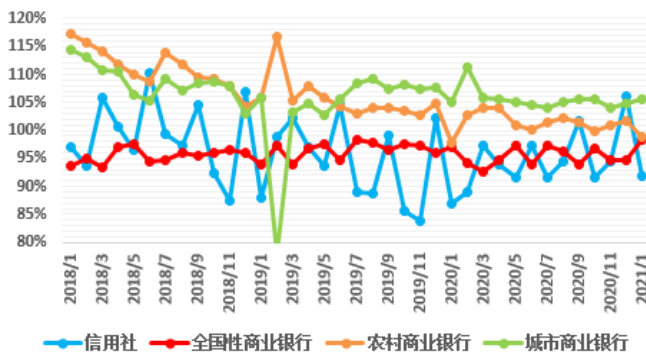
债券全市场杠杆率



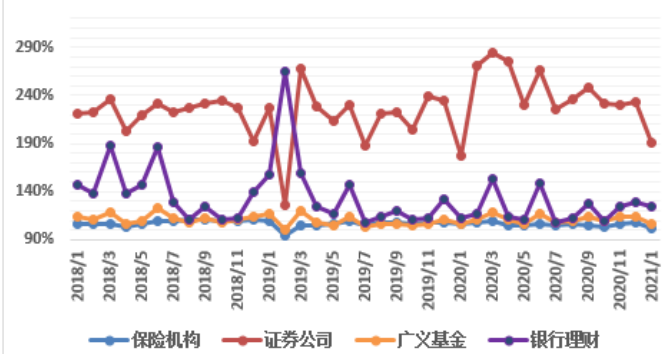
不同机构杠杆率及环比变化



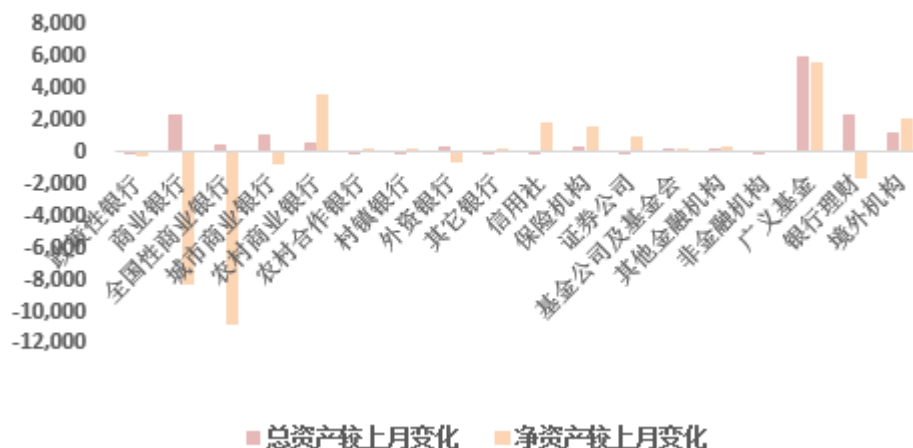
银行机构杠杆率



非银机构杠杆率

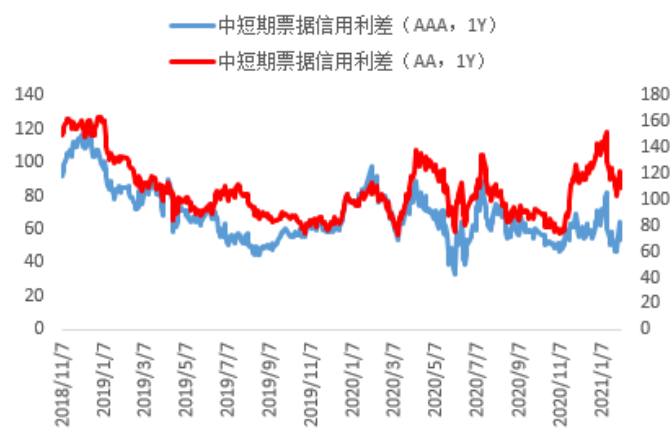
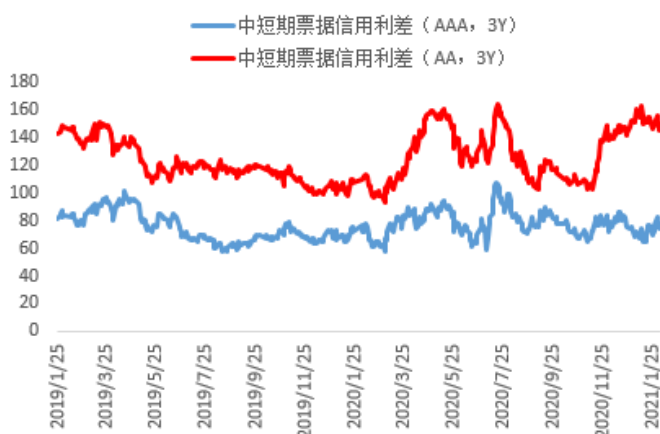
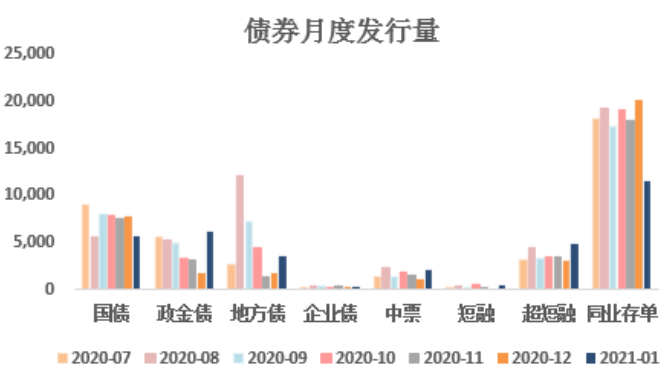
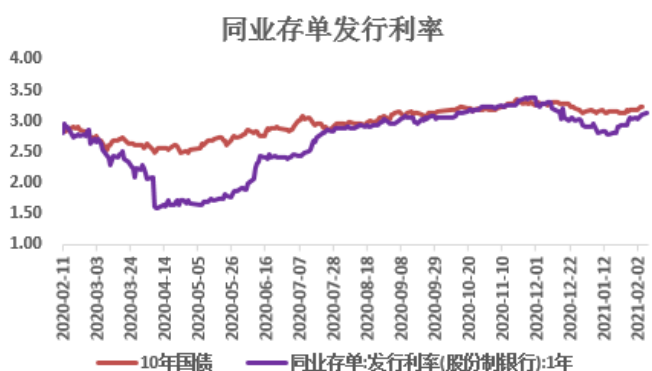
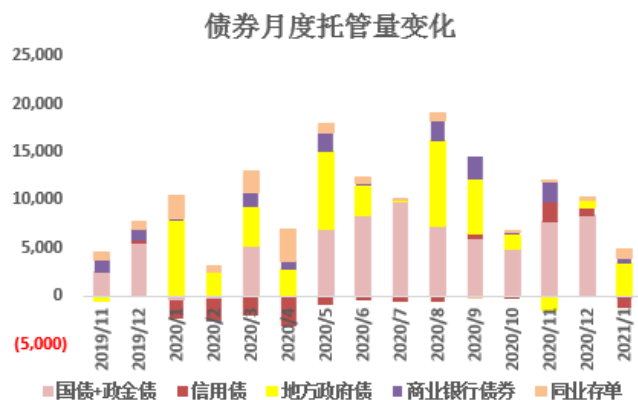
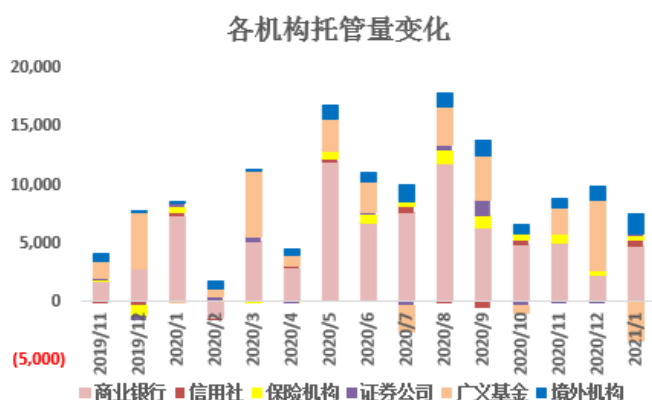


中债登各机构托管规模变化



二、主要券种托管量变化

- **1月债市主要参与机构增配利率债，同时增配信用债。**1月国债到期量较大，利率债净融资 5238 亿元，同时利率债托管量环比涨幅较上个月收窄。1月信用债一级市场发行和二级市场成交逐步恢复，机构由减配转为增配。从信用利差走势看，高低等级信用利差收窄，多数机构对于信用债态度转向乐观。
- **1月利率债托管量小幅增加，机构增持国债和政金债规模环比减少，增持地方债规模环比增加。**主要交易机构减持国债 40 亿元，增持政金债和地方债托管量 344 亿元和 3318 亿元。1月国债发行量环比减少 2025 亿元，偿还量环比增加 4704 亿元；地方债发行量环比增加 1787 亿元，政金债发行量环比增加 4369 亿元。托管数据显示，1月大行减持国债和政金债，大量增持地方债；城商行和证券公司减持国债、增持政金债和地方债；农商行主要增持政金债和地方债；保险机构和境外机构主要增持国债；广义基金同时减持国债、政金债和地方债。
- **1月信用债托管量由负转增，机构增持除企业债以外的信用品种，特别是此前 4 个月持续遭到减持的短融和超短融的托管量环比转增。**2020 年 11 月末信用违约事件发生后，信用债市场受到明显冲击，短融和超短融遭到大量减持，与此同时央行流动性投放开始加量以稳定市场信心，信用债市场情绪逐步好转。1月中上旬资金面较为宽松，机构倾向“早配早收益”，除广义基金和城商行外的机构均增持短融和超短融。相对短融和超短融，主要参与机构均大量增持中票，机构拉长信用债久期特征明显。除农商行和境外机构少量增持企业外，其他机构均减持企业债。
- **1月同业净融资环比小幅增加 1293 亿元，除广义基金和证券公司外多数机构增持存单。**1月同业存单发行量 1.15 万亿，环比减少 8459 亿，偿还量 9.93 万亿，环比减少 9752 亿。年初资金面宽松，机构纷纷增持同业存单利率带动利率快速下行。



三、各机构托管量变化

➤ **1月大行增持地方债，农商行配置力量较强。**利率债方面，大行少量减持国债和政金债，同时大量增持地方债，城商行大量减持国债，少量增持政金债和地方法债，而农商行增持了所有利率品种，特别是政金债；信用债方面，大行的企业债托管量变化不大，增持了短融超短融和中票，城商行各品种托管量变化不大，主要增持中票，农商行同时增持企业债、中票、短融和超短融，但主要增持短融和超短融；存单方面，大行、城商行和农商行均增持同业存单，农商行增持规模较大。相对大行和城商行，农商行信贷资源有限，年初流动性宽松环境下大量增持利率债和同业存单。

- **1月广义基金大量减持债券，证券公司持债规模稳中有升。**1月证券公司和广义基金的行为分化加重。证券公司主要减持了国债和同业存单，增持政金债、地方债、中期票据。广义基金减持了除中票外的所有品种，特别是前期大幅增持的利率债全品种和同业存单。1月末央行收紧流动性，广义基金和证券公司主动调降杠杆率，并减持了无风险资产，本轮利率债反弹行情中交易节奏把控较准。
- **1月保险机构和境外机构继续增持国债。**1月保险机构在增持国债的同时，少量增了地方债、中票和短融超短融。境外机构继续加大国债、政金债和存单的配置。

主要机构1月各券种托管量变化

	全国性商行	城商行	商行及农合	证券公司	保险机构	广义基金	境外机构
国债	(71.76)	(684.78)	275.60	(296.04)	211.35	(685.53)	1211.05
政金债	(322.27)	105.41	1022.74	134.46	0.18	(974.61)	377.69
地方债	3800.90	209.91	513.69	200.42	60.52	(1465.09)	(1.90)
企业债	(5.37)	(27.51)	9.34	(0.35)	(0.75)	(197.14)	5.17
中期票据	198.06	39.68	64.96	150.95	41.30	242.07	60.11
短融超短融	178.97	(2.62)	104.39	32.63	41.30	(58.85)	0.00
同业存单	172.85	314.67	1515.31	(181.22)	13.10	(1533.72)	429.98

四、结论与展望

- 1月信用融资环境明显改善，多数机构开始增加信用债配置，信用利差明显收敛，且机构倾向于拉长信用债久期。
- 相对信用债，利率债在经历前期流动性宽松的反弹行情后，1月下旬央行收紧流动性的情况下，出现快速调整。以广义基金和证券公司为代表的交易型机构在去年末今年初的行情中，反映较为敏感，通过杠杆的及时调整对行情把握较为精准，同时也加大了市场的波动。
- 1月商业银行的配置表现分化。年初银行间资金充足，叠加自身信贷资源有限，是农商行配置力度较强的原因。
- 1月信用融资环境恢复、股市楼市价格的快速上涨、内外基本面环境压力不大，是央行收紧流动性的主因。而债市经历了11月-12月机构普遍加杠杆行情后，资金面的收紧放大了市场的波动。目前来看，央行货币政策回归稳健，质押式回购规模和隔夜回购规模的占比显示杠杆已经下滑到位。结合央行四季报中“引导市场利率围绕央行政策利率波动”的措辞，我们认为后期DR007将在2.2%-2.4%范围波动，十年国债将维持3.1%-3.4%区间震荡。

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作为其服务对象。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