

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

—— (专题) ——

信用债融资尚待修复，  
广义基金成为反弹中赢家  
——12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

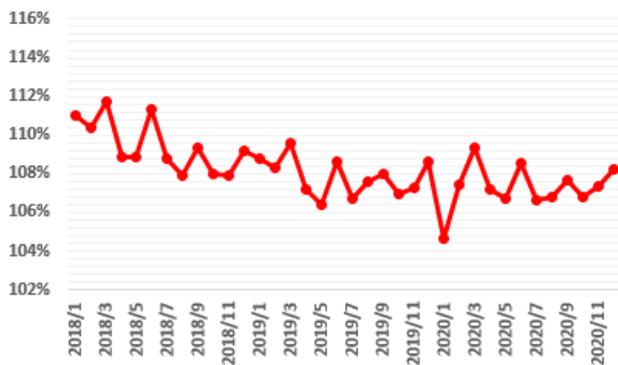
投资咨询号：Z0012930



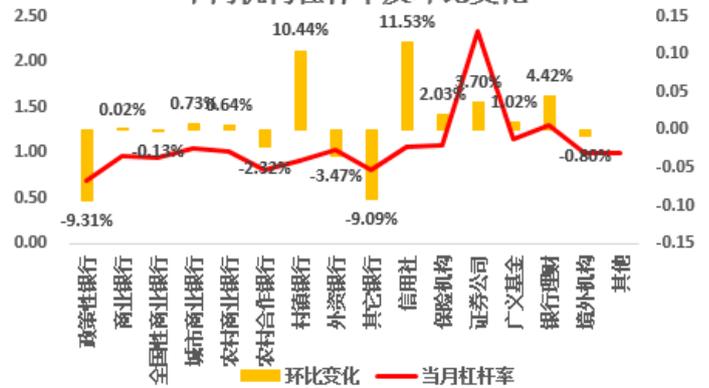
## 一、全市场托管数据变化

- 从全市场表现看，12月底全市场债券托管量 101.66 万亿（环比增加 0.91 万亿元），其中中债登 77.14 万亿元（环比增加 1.02 万亿元），上清所 24.52 万亿（环比减少 0.11 万亿元）。12 月待回购债券余额小幅增加，全市场杠杆率环比上升 0.84% 至 108.21%。
- 各机构托管量：12 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 463 亿元、1024 亿元、612 亿元、365 亿元、5983 亿元、2340 亿元和 837 亿元，证券公司减持 79 亿元。
- 各机构杠杆水平：12 月，非银机构杠杆率环比不同程度上升，但商业银行杠杆率维持稳定。其中，全国性商业银行和农村商业银行杠杆率分别降低 0.13% 和 2.32% 至 94.69% 和 80.49%，12 月广义基金、银行理财、证券公司和保险机构杠杆率分别上升 1.02%、4.42%、3.7% 和 2.03%，至 114.42%、129.22%、233.33% 和 108.17%。12 月央行加大流动性投放致资金面宽松是非银机构加杠杆的动力，而临近年末商业银行面临考核，以大行为代表的商业银行杠杆率维持稳定。

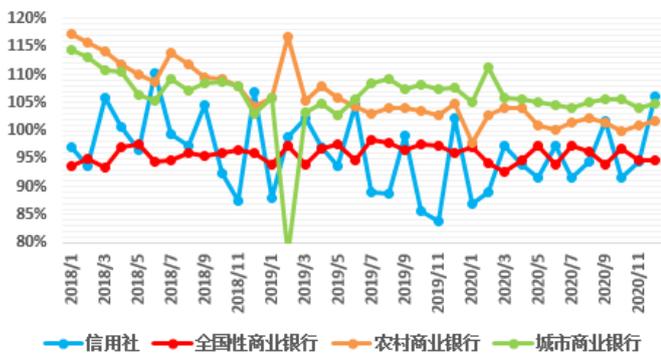
债券全市场杠杆率



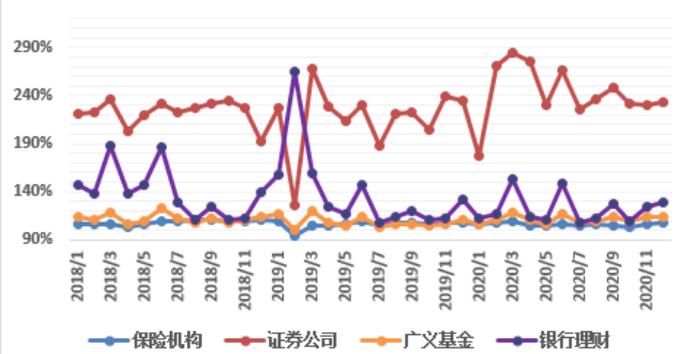
不同机构杠杆率及环比变化



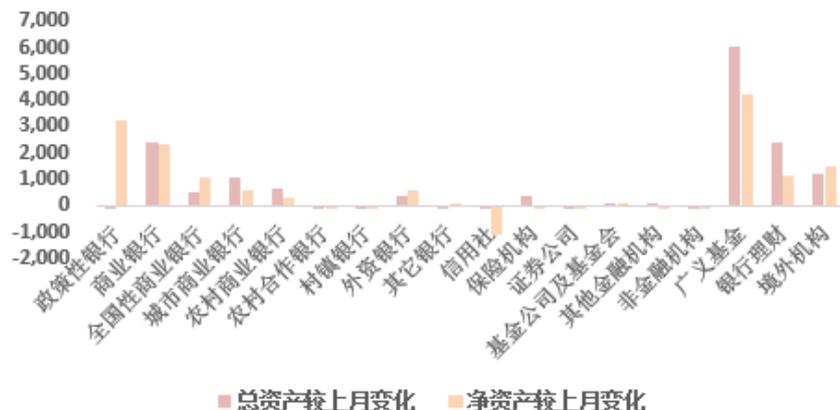
银行机构杠杆率



非银机构杠杆率

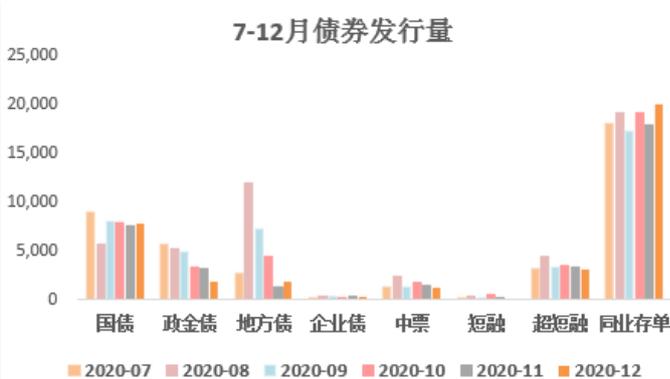
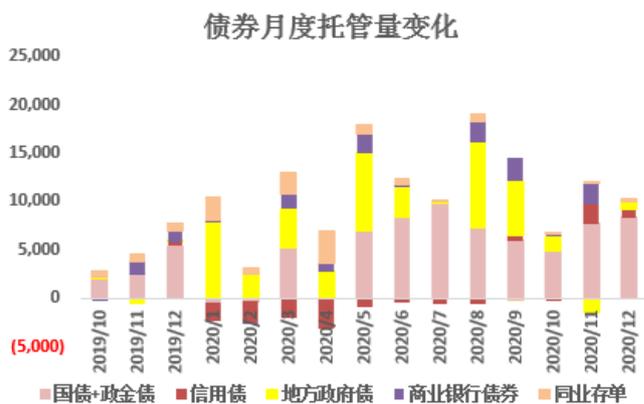
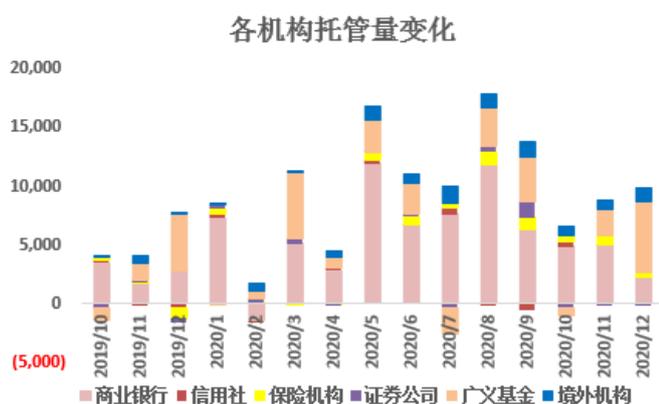


中债登各机构托管规模变化



## 二、主要券种托管量变化

- **12月债市主要参与机构增配利率债，并继续减配信用债。**12月利率债净供给小幅增加，同时利率债托管量环比增持幅度较11月有所放大。受前期信用违约事件冲击影响，12月信用债一级市场发行和二级市场成交受到冲击，市场主要参与机构连续第四个月减持信用债。目前来看，高低等级信用利差走势分化，国企债券违约打破债市信仰，券商等交易型机构对于信用债态度谨慎。
- **12月利率债托管量小幅增加。**主要交易机构分别增持国、政金债和地方债托管量6009亿元、2124亿元和697亿元。12月国债发行量环比增加195亿元，地方债发行量环比增加452亿元，政金债发行量环比减少1264亿元。托管数据显示，12月城商行、农商行、保险机构、广义基金和境外机构大量增持利率债，城商行和农商行减持政金债、增持国债和地方债，保险公司和全国性商业银行增持国债、减持政金债和地方债，广义基金对国债、政金债和地方债均有增持。
- **12月信用债托管量延续负增，不同券种变化不同。**其中短融和超短融遭到大量减持，成为信用债托管量增长的主要拖累，企业债和中期票据也有不同幅度的减持。从减持主体看，短融和超短融减持主体为广义基金和全国性商业银行，企业债减持主体为广义基金，中期票据减持主体为全国性商业银行。
- **12月同业存单发行缩量，事件冲击致存单利率快速上行。**12月同业存单发行量2万亿，环比增加2118亿。但考虑到到期量1.97万亿，实际净融资增量有限。12月商业银行结构性存款压降压力缓解，叠加年末财政资金投放和央行公开市场投放，资金面宽松，同业存单利率快速下行至政策利率2.95%附近。前期长端利率的重要制约打破，十年国债收益率自3.3%高点回落。



### 三、各机构托管量变化

- **12月商业银行配置力度不强。**利率债方面，大行减持政金债和地方债，同时大量增持国债，城商行和农城商行增持国债和地方债，减持政金债；信用债方面，大行大量减持短融超短融和中票，但少量增持企业债，农商行和城商行主要减持短融超短融，小幅减持企业债，中票托管量基本持平前值；存单方面，大行和农商行大量减持同业存单，城商行小幅增持同业存单。相对大行和农商行，城商行对利率债和存单的配置力度更大。
- **12月证券公司态度延续谨慎，广义基金加大利率债配置。**12月证券公司和广义基金的行为分化加重。证券公司减持了除国债和地方债以外的全部券种，且增持幅度较小。而广义基金在资金面宽松的情况下，大

幅增持利率债全品种和同业存单，特别是银行理财杠杆率大幅增加，表现出较为乐观的态度。从市场表现来看，广义基金成为本轮债市上涨过程中的大赢家。

- **12月保险机构增持国债，境外机构加快配置。**12月保险机构增配国债和同业存单，减配政金债、地方债和企业债，境外机构在中美高利差和汇率升值预期下加大国债、政金债和存单的配置。

**主要机构12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	1496.07	1074.86	553.63	161.20	325.24	1549.18	849.25
政金债	(423.36)	(372.85)	(274.09)	(187.49)	(2.40)	3115.37	268.72
地方债	(1175.26)	121.64	188.89	53.80	(89.61)	1594.55	3.10
企业债	19.65	(15.71)	(8.99)	5.12	4.59	(174.48)	0.50
中期票据	(106.77)	(3.95)	6.36	(41.73)	(23.37)	114.84	48.15
短融超短融	(876.45)	(375.83)	(78.20)	(82.40)	(23.37)	(1449.52)	0.00
同业存单	(1023.07)	407.73	(1370.17)	(192.02)	10.50	4921.13	353.21

#### 四、结论与展望

- 从12月债券托管数据来看，前期信用违约的“后遗症”仍在作用市场，多数机构仍大量减持信用债增持利率债，风险偏好明显回落。得益于央行加大流动性投放和年末财政资金投放，以及商业银行结构性存款压降进入尾声，银行间资金面重回宽松，同业存单利率明显回落，并带动国债收益率牛陡变化。
- 12月交易型机构普遍加杠杆增厚收益，而商业银行顾及年末指标考核压力其杠杆率维持稳定。从机构相对表现看，城商行相对其他银行表现更加积极，广义基金成为市场中最耀眼的星，证券公司的表现较为谨慎，境外机构仍在加快中债的配置。
- 本轮债市反弹自12月下旬开始，资金面宽松是最重要的推手。目前这一驱动并未发生改变，略超预期。我们认为近期国内疫情的反复和当前小微企业经济恢复不及预期或许是央行在元旦后春节前呵护资金面的考量。但当前企业中长期信贷延续高增，表明国内经济仍处于复苏过程当中，基本面潜在压力意味着债券表现仍将受到制约。短期资金面宽松情况下，债市预计维持高位震荡。一旦资金面出现收敛，建议多头立即离场。

## 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