

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

——（专题）——

内资配置有所增强，
外资转为减持国债
——3月债市托管数据点评

一德期货期权部

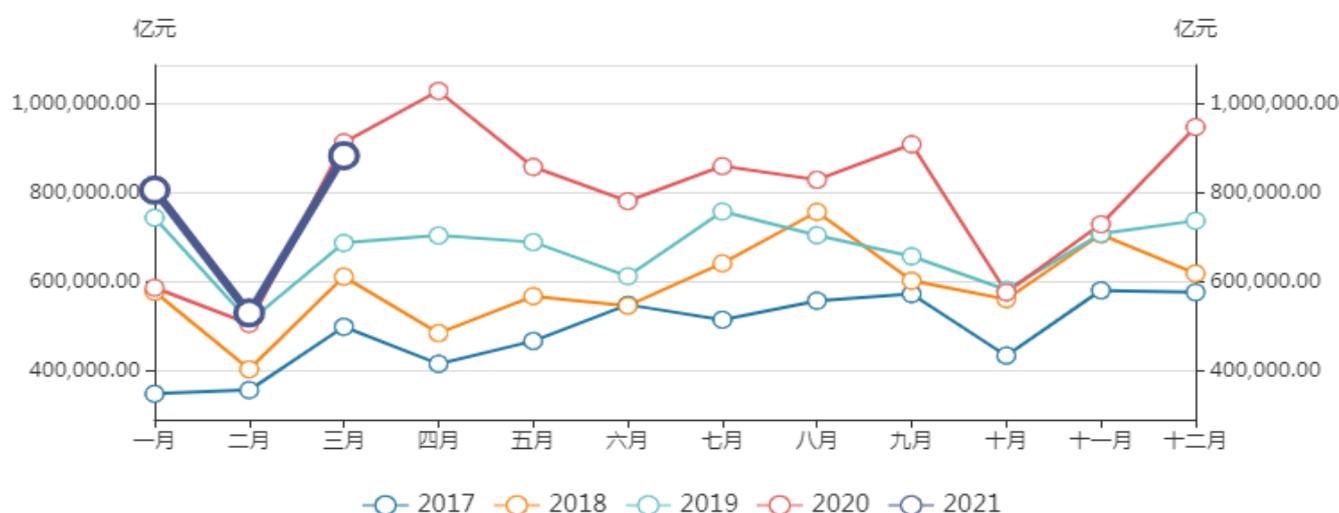
金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



一、全市场托管数据变化

- 从全市场表现看，3月底全市场债券托管量 104.24 万亿（环比增加 1.55 万亿元），其中中债登 78.44 万亿元（环比增加 0.91 万亿元），上清所 25.8 万亿（环比增加 0.64 万亿元）。
- 全市场杠杆率水平：2021 年 3 月开始中债登不再发布质押式回购余额数据，分机构的杠杆率情况也无从计算，于是我们根据质押式回购成交额来衡量债市杠杆的整体情况。3 月由于财政支出规模较大、政府债券发行量较低等原因，流动性缺口并不大，机构加杠杆意愿上升。3 月质押式回购日均成交额为 3.84 万亿，显著高于 2018 年和 2019 年同期的水平，环比来看相比 2 月也出现显著提升。

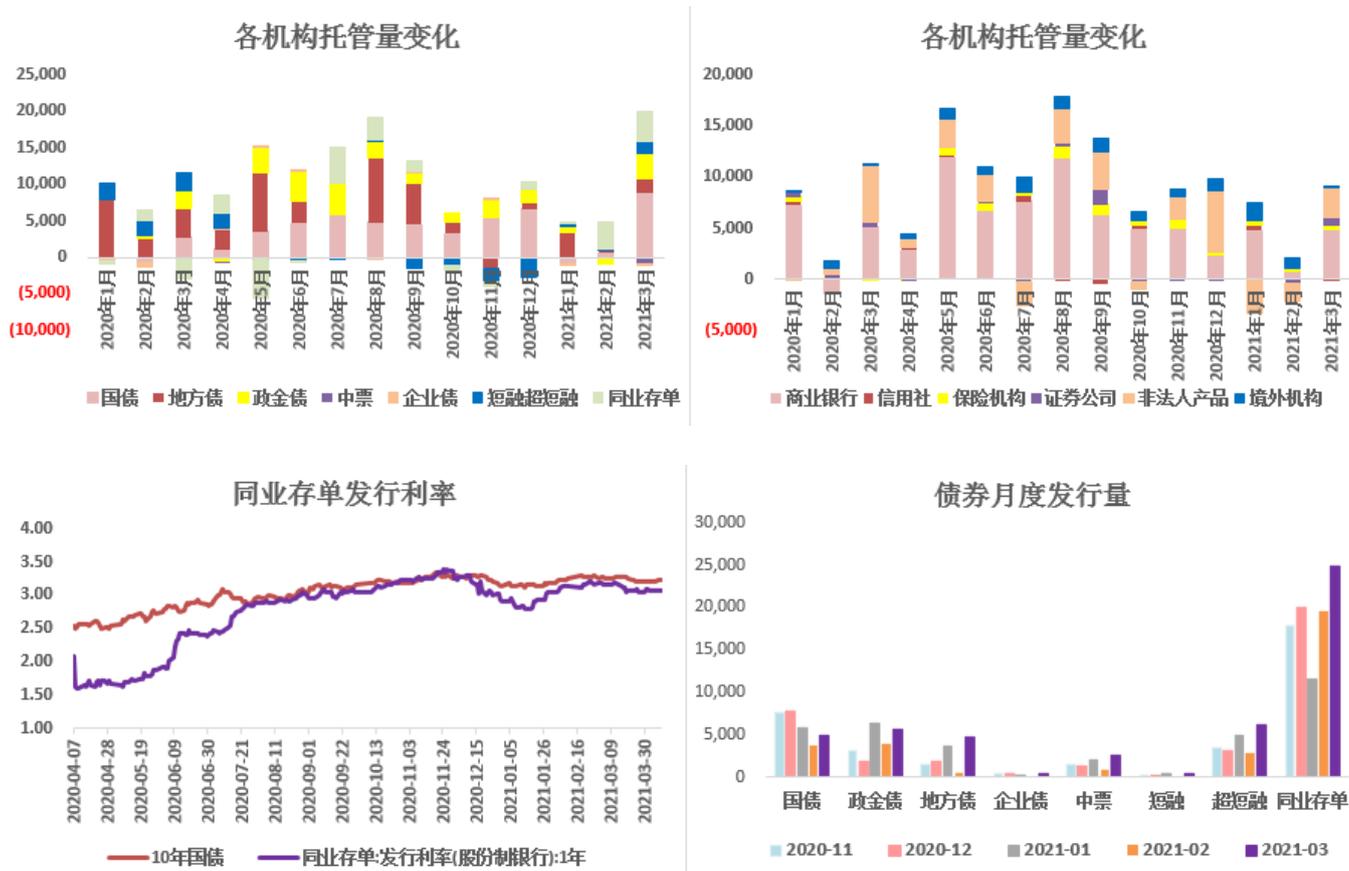


Wind

二、主要券种托管量变化

- 3 月利率债和信用债净融资均环比增加，利率债托管量大幅增加，信用债托管量小幅增加。3 月受地方债发行恢复影响，利率债净融资增加至 6557 亿元，机构大量增持国债、政金债和地方债。3 月信用债发行量放量，但信用利差和成交量显示市场信心依然不足，机构减配企业债和中票，少量增持短融和超短融。
- 3 月利率债托管量环比增加 14327 亿元，较上月增加 14297 亿元。商业银行和证券公司增持国债和政金债幅度大于地方债，广义基金主要增持政金债和地方债，保险机构利率债托管量变化不大，境外机构减持国债，为 2019 年 3 月以来首次。
- 3 月信用债托管量环比增加 290 亿元，较上月增加 147 亿元。主要贡献者为证券公司和广义基金，证券公司同时增持了企业债、中票、短融和超短融，但广义基金增持短融、超短融，减持企业债和中票，商业银行增持企业债、短融和短融，减持中票。相比证券公司，银行和广义基金有意降低组合久期，表现出对信用债较为谨慎的态度。
- 3 月同业存单环比增加 4169 亿元，较上月增加 485 亿元。3 月同业存单发行放量，但资金宽松，机构配置

动力较强，广义基金和证券成为最大买家，商业银行和境外机构少量减持同业存单。



三、各机构托管量变化

- **配债力量有所加强。**3月商业银行增持国债1068亿、地方债679亿、政金债1809亿、短融和超短融196亿，减持存单806亿、中票36亿。相比2月，3月利率债收益率配置价值凸显是商业银行加大配置的主要原因。相比银行，保险机构配置力度不及年初。存单方面，银行减持存单806亿与保险机构增持69亿形成对比，资金面宽松的情况下银行减持存单，侧面反映银行负债压力不大，资产端的配置意愿较为强烈。
- **交易盘增持大幅利率债。**3月广义基金和券商大量增持利率债，但对于信用债看法分歧。广义基金增持国债94亿、政金债1627亿、地方债1148亿、存单4238亿、短融和超短融1232亿，减持企业债319亿、中票332亿。证券公司增持国债230亿、政金债228亿、地方债156亿、企业债25亿、中票108亿、短融和超短融41亿、存单731亿。相比广义基金，证券公司对于信用债更为乐观，信用债配置上更偏好久期较长的中票。
- **境外机构减持国债。**3月境外机构减持国债165亿、存单148亿，增持政金债76亿。这是自2019年3月以来外资首次减持中国国债。3月美债收益率的进一步上行和美元指数走强一定程度吸引资金回流美国，中债的配置也受到了影响。目前来看，美国经济复苏预期下，美债收益率和美元继续上行趋势不改，短期

内外资配置中债节奏暂缓。



四、结论与展望

- 3月债市对于预期内基本面利空表现钝化，而对资金面变化更为敏感。得益于财政支出规模较大和政府债发行节奏偏慢，银行间资金面较为宽松，无论国内交易盘还是配置盘均增加了债券的配置。而境外机构在美债收益率和美元指数走强的情况下，在连续24个月增配中债后首次减持了中债。短期来看，美国经济复苏预期仍在，外资流入速度仍受到美债收益率和美元上行的影响。
- 3月利率债和信用债发行均有所放量，但多数交易机构偏好利率，而对信用债持谨慎态度。券商自营由于风险偏好相对广义基金更高，增持了利率债和信用债的所有品种，且信用债配置久期更长。商业银行在3月资金面宽松的情况下，减持了存单，说明商业银行负债压力不大，资产端的配置意愿较为强烈。

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