

配置盘与交易盘行为分化明显，广义基金增持力度大幅走弱

—— 2021年9月债券市场托管数据点评

分析师 于丽峰 冯琳

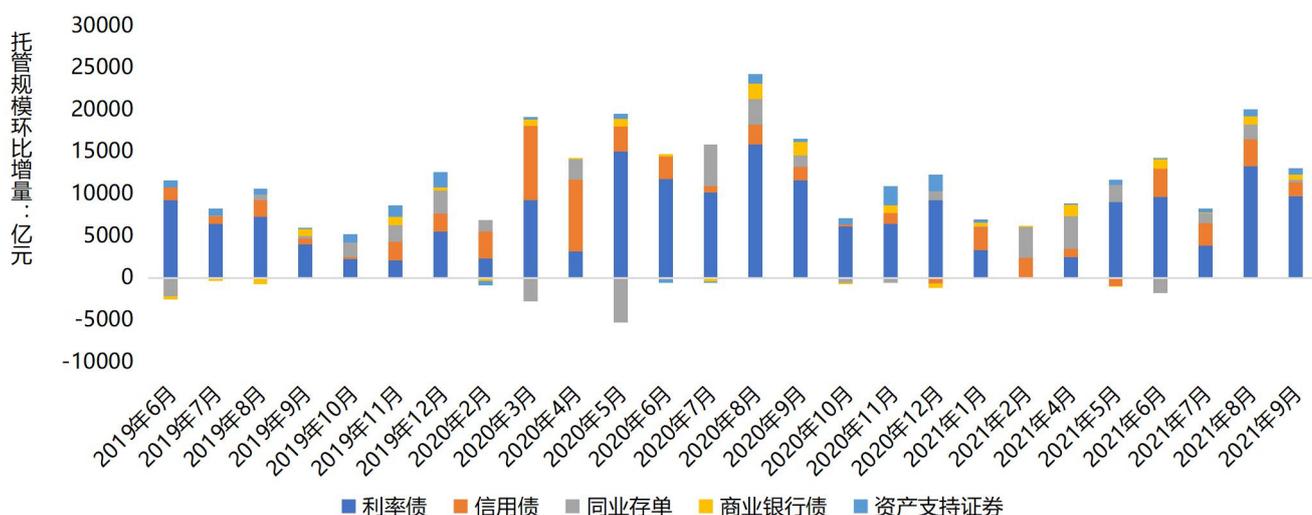
主要观点：

- 9月债券市场托管规模延续增长，但增幅较8月放缓。其中，利率债托管量增加9700亿元，较上月少增3569亿元；信用债托管量增长1672亿元，较上月少增1495亿元；同业存单托管量增加264亿元，较上月少增1490亿元。9月地方政府专项债发行进一步加速，截至9月末，今年共计已发行新增专项债2.37万亿元，占全年新增专项债务限额的68.23%，占比较8月大幅提高15个百分点。
- 9月主要机构继续全面增持利率债，为第五个月全面增持；银行、保险和境外机构等配置盘是增持主力，证券公司和广义基金等交易盘较为谨慎。9月广义基金和保险机构增持信用债力度继续放缓，其他机构减持为主；广义基金仍是同业存单的主要增持方。
- 9月银行债券配置继续增加，主要配置国债和地方政府债；保险机构配债动能有所回升，主要增持地方政府债、国债和公司债。不过，由于债市持续弱勢叠加信用风险上行，9月交易盘较为谨慎：证券公司整体减持债券，主要增持政金债；广义基金配置动能大幅下降，主要配置同业存单。另外，10月国债将正式被纳入罗素指数，9月境外机构增持利率债规模大幅回升。
- 展望后市，供给方面，财政部已明确今年新增专项债券额度尽量在11月底前发行完毕，但年内仍剩余近8000亿元新增专项债待发，11月底前地方债净融资规模将保持高位；城投、地产融资严监管背景下，年内后续信用债净融资难有大幅提升；同业存单前9个月净融资规模较大，在余额管理政策约束下，后续净供给将继续减少。
- 需求方面，首先，配置盘需求仍在，8月和9月商业银行配债规模大幅增加，欠配压力有所缓解，但票据利率低位指向信贷需求较弱，国有大行增持同业存单的行为显示表内仍有配债空间；10月开始国债纳入罗素指数将带来持续数月的增量资金，且10月27日国常会决定延长境外投资者投资境内债券市场税收优惠政策至2025年，利好境外机构持续流入，但需关注通胀压力下，美联储收紧货币政策的节奏；9月保险机构配债动能出现回升，协议存款收益下行、非标产品压降背景下，未来保险资金将保持一定的配债力度。其次，交易盘方面，9月券商和广义基金配债力度明显减弱，理财产品估值整改、理财公司流动性管理新规等监管政策不断出台、推动银行理财实现真正的净值化转型或持续扰动四季度广义基金债市配置需求，但长期看，债券市场仍是理财产品最主要的配置方向，扰动过后广义基金配置力度将会回升。

一、9月主要券种托管量延续增长，但增量均较8月下降

截至2021年9月末，银行间（中债登+上清所）和交易所（上交所+深交所）债券托管量分别为111.08万亿元和17.68万亿元，环比分别增加1.21万亿元和2141亿元¹。9月主要券种托管量继续增加，但增量均较8月下降：9月末利率债托管量较上月末增加9700亿元，较上月少增3569亿元；非金融企业信用类债券（以下简称“信用债”，统计口径包括短融、超短融、中票、定向工具、企业债和交易所一般公司债、私募债）托管量增加1672亿元，较上月少增1495亿元；同业存单托管量增加264亿元，较上月少增1490亿元；此外，9月末商业银行债、资产支持证券托管量分别较上月末增加608亿元和808亿元，较上月分别少增436亿元和14亿元。

图1 9月主要券种托管规模环比增量均较8月下行



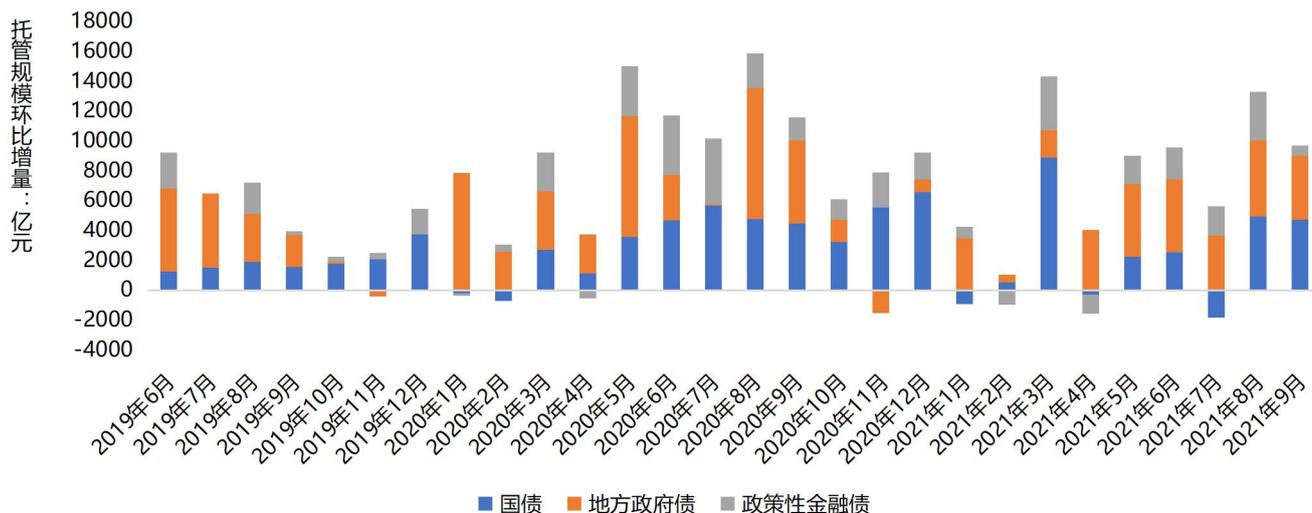
数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

注：2020年1月、2021年3月分别有定向工具和金融债的统计口径发生调整，导致数据异常，故此删除这两个月数据。

9月利率债主要券种托管增量均有所回落。9月国债发行量和到期量均有所减少，净融资小幅减少，9月末国债托管量较8月末增加4724亿元，增量环比减少193亿元。9月政策性银行债发行量环比小幅减少但到期量大幅增加，9月末托管量仅较8月末增加718亿元，增量环比减少2518亿元。9月地方债发行量环比减少，到期量亦小幅下降，9月末托管量较8月末增加4258亿元，增量环比减少857亿元。9月新增地方政府专项债发行进度明显加快，当月共发行地方政府专项债5231亿元，续创年内新高。截至9月末，今年共发行新增专项债2.37万亿元，占全年新增专项债务限额的68.23%，占比较8月大幅提高15个百分点。截至9月末，年内仍余1.1万亿新增专项债待发，而财政部要求今年新增专项债额度尽量在11月底前发行完毕。根据Wind数据，截至10月26日，10月已发行新增专项债3193亿元，剩余近8000亿元将在未来25个工作日内发完，给市场带来的供给压力将持续至11月底。

¹ 由于交易所国债、地方政府债、企业债等券种转托管至中债登，两部分托管债券有一定比例重合。

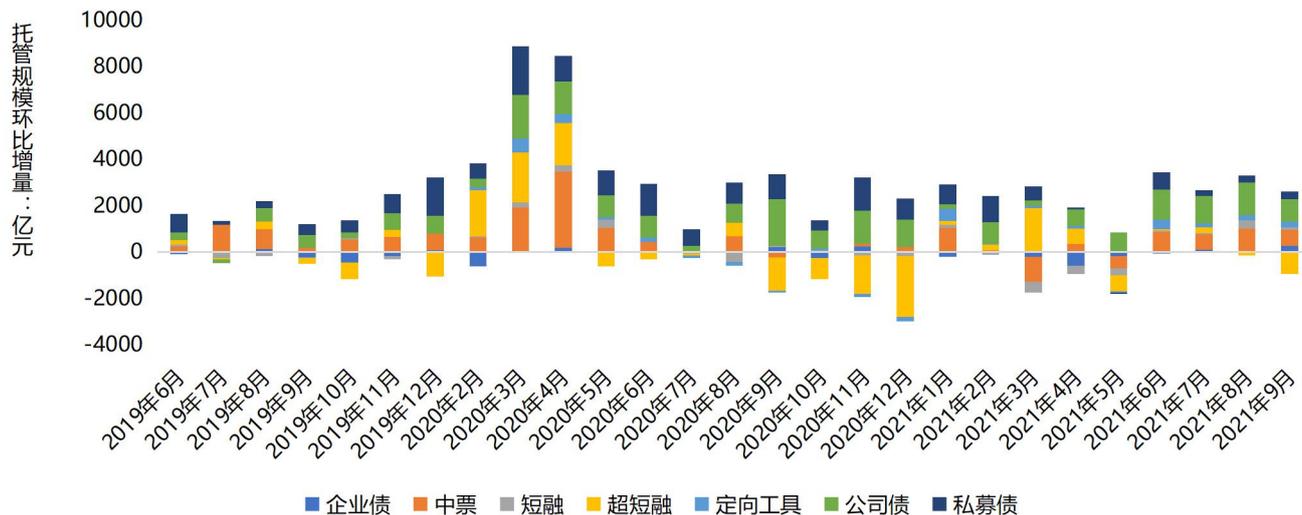
图 2 9 月政策性金融债净融资大幅减少



数据来源：wind，东方金诚整理

9 月信用债托管增量环比减少。分券种看，9 月托管量增加最多的券种是公司债（+980 亿元）和中票（+702 亿元），但托管增量分别较 8 月减少 421 亿元和 319 亿元。9 月末企业债托管规模较 8 月增加 265 亿元，比 8 月多增 285 亿元，创 2019 年 6 月以来新高。今年 1-6 月企业债托管规模持续减少，上半年共减少 1233 亿元，7 月起净融资有所恢复，三季度企业债托管规模回升 357 亿元。9 月超短融托管规模下降 941 亿元，是托管规模下降的唯一券种；短融托管量增加，但增量亦较 8 月下降。私募品种方面，9 月末定向工具和私募债托管规模分别较 8 月末增加 250 亿元和 320 亿元，分别多增 44 亿元/少增 6 亿元。

图 3 9 月信用债净融资环比减少，超短融托管量延续下降



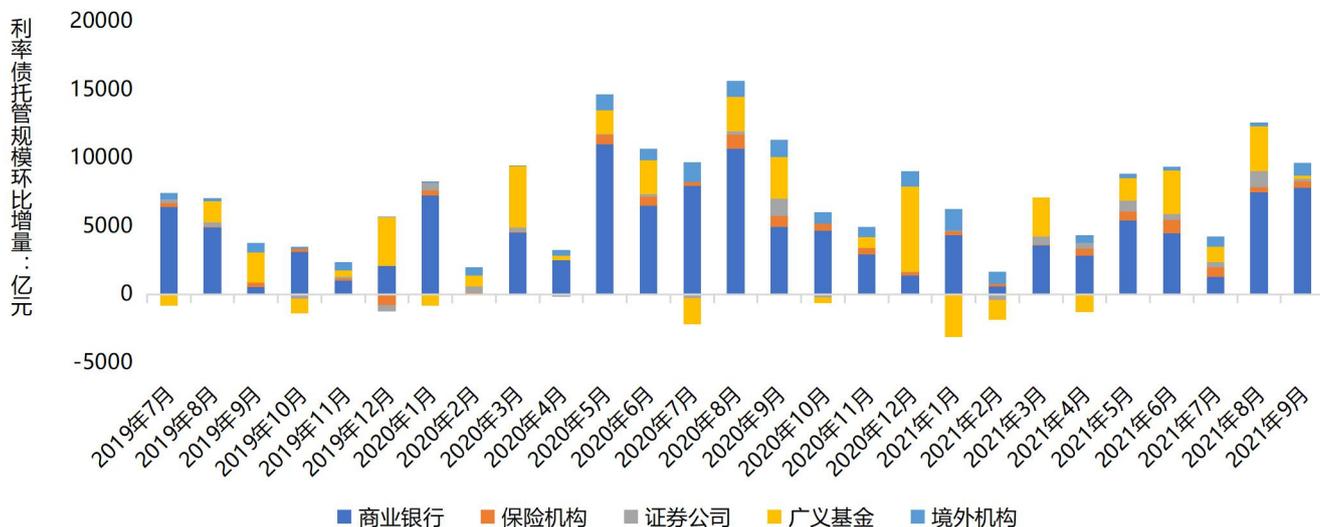
数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

二、9 月主要机构继续全面增持利率债，配置盘是增持主力，交易盘较为谨慎；广义基金和保险机构增持信用债力度继续放缓，其他机构以减持为主；广义基金仍是同业存单的主要增持方。

9 月主要机构继续全面增持利率债，为第五个月全面增持。其中，商业银行增持规模最大，达到 7779 亿元，续创 2020 年 9 月以来新高，较 8 月多增持 313 亿元；境外机构和保险机构增持幅度亦较 8 月上升，两者增持规

模分别为 939 亿元和 484 亿元，较 8 月分别增加 644 亿元和 80 亿元，其中境外机构增持规模创今年 2 月以来新高；9 月广义基金和证券公司分别增持利率债 243 亿元和 183 亿元，较 8 月分别减少 3045 亿元和 968 亿元，显示交易盘态度较为谨慎。

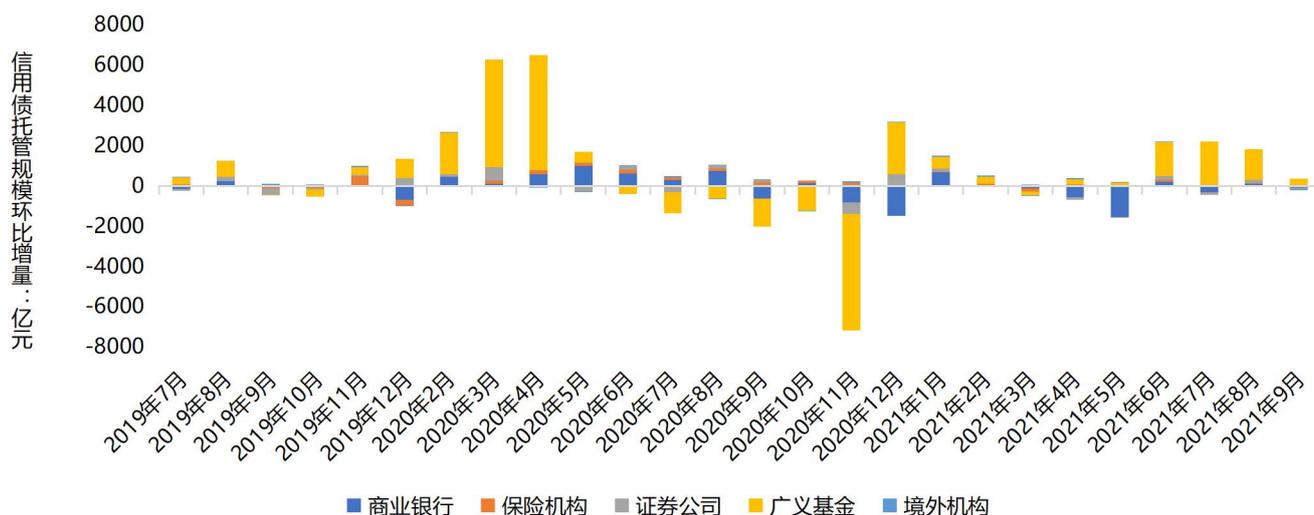
图 4 主要机构连续第 5 个月全面增持利率债，商业银行和境外机构是主要增持方



数据来源：wind，东方金诚整理

9 月信用债净融资较 8 月减少，主要机构中仅广义基金和保险机构增持信用债，且增持力度均减弱。9 月末广义基金和保险机构信用债托管量分别较 8 月末增加 333 亿元和 21 亿元，较 8 月分别少增 1173 亿元和 11 亿元。9 月商业银行、证券公司和境外机构减持信用债规模分别为 68 亿元、79 亿元和 16 亿元。

图 5 9 月仅广义基金和保险机构增持信用债，且广义基金增持力度大幅放缓



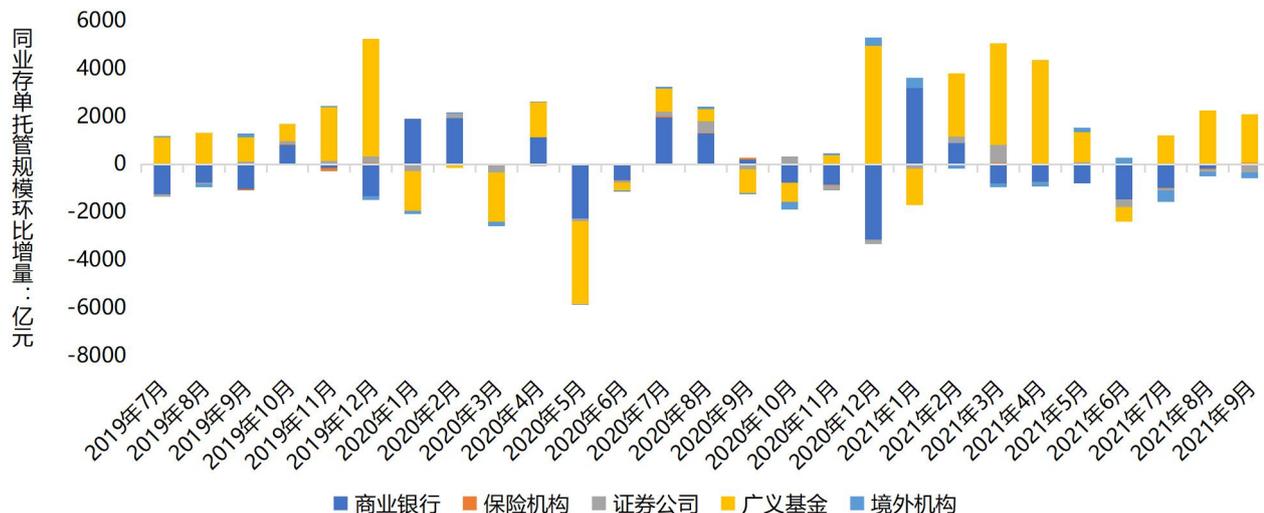
数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

注：信用债统计口径含短融、超短融、中票、定向工具、企业债和交易所一般公司债、私募债，由于 2020 年 1 月定向工具首次纳入统计口径，增量没有意义，且影响其他数据呈现，因此删除了 2020 年 1 月数据。交易所广义基金统计含基金、基金专户、信托、券商资管、年金、社保基金。

9 月同业存单净融资规模较 8 月下降，广义基金仍为主要增持方。广义基金 9 月增持同业存单 2038 亿元，较 8 月小幅少增 205 亿元。广义基金对同业存单的需求主要来自货币基金和理财产品——理财产品净值化转型

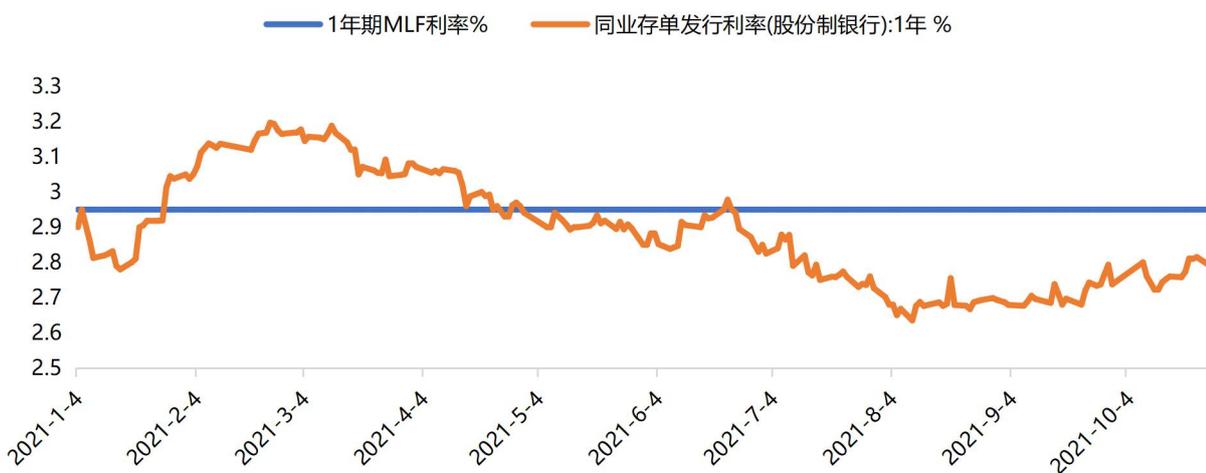
进入冲刺阶段，流动性要求提升，风险偏好下降，对同业存单需求较高。9月同业存单利率小幅上行，与MLF利率之间的利差逐步收窄，性价比有所修复，带动商业银行和保险机构小幅增持存单，9月增持规模分别为22亿元和24亿元。不过，9月证券公司和境外机构仍继续减持存单，减持规模分别为350亿元和222亿元。

图6 9月广义基金仍是同业存单的主要增持方



数据来源: wind, 东方金诚整理

图7 9月同业存单发行利率逐步上行



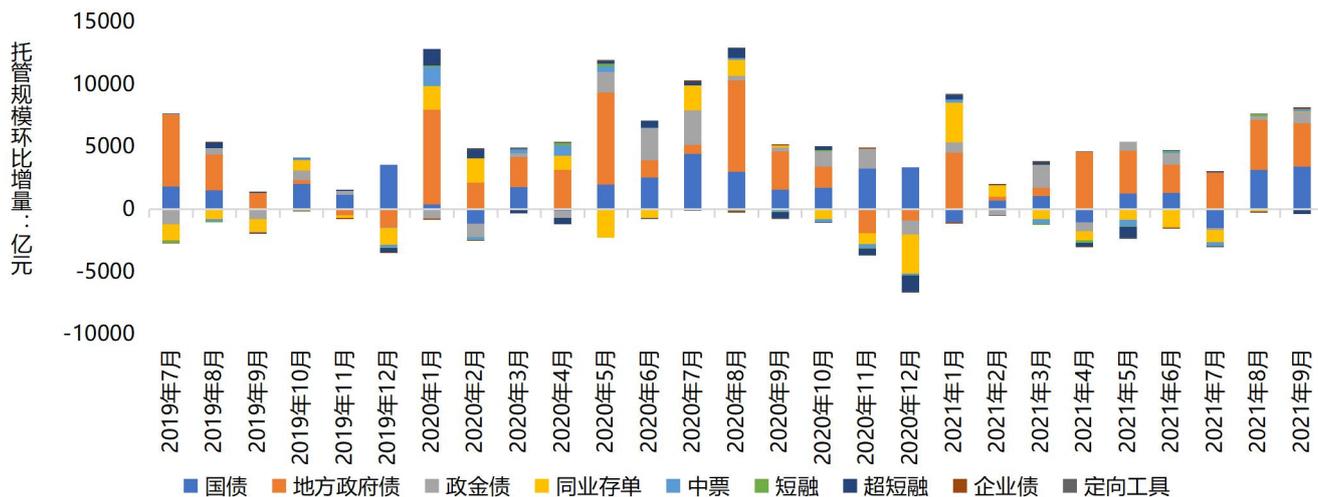
数据来源: wind, 东方金诚整理

三、机构行为：银行债券配置继续增加，主要配置国债和地方政府债；保险机构配债动能有所回升，主要增持地方政府债、国债和公司债。但因债市持续弱势叠加信用风险上行，交易盘较为谨慎；证券公司整体减持债券，主要增持政金债；广义基金配置动能大幅下降，主要配置同业存单。此外，10月国债将正式被纳入罗素指数，9月境外机构增持利率债规模大幅回升。

9月商业银行债券配置力度继续增强，主要增持利率债。9月末商业银行利率债、信用债和同业存单托管量分别较8月末增加7779亿元、减少68亿元和增加22亿元。利率债中，国债和地方政府债增持规模分别达到3428亿元和3458亿元，分别占当月国债和地方政府债新增托管规模的73%和81%，占比较8月进一步上升；商业银

行国债增持规模创去年8月以来新高，地方债增持规模环比小幅下降。受政金债净融资规模较少影响，商业银行增持政金债规模仅893亿元，但占到当月政金债托管增量的124%。信用债方面，9月商业银行主要增持中票、企业债和定向工具，增持规模分别为210亿元、94亿元和19亿元，同时大幅减持短融和超短融，减持规模分别达到85亿元和306亿元——可以看出，9月商业银行在信用债配置中明显拉长久期，或因信用利差较低，但期限利差尚可。

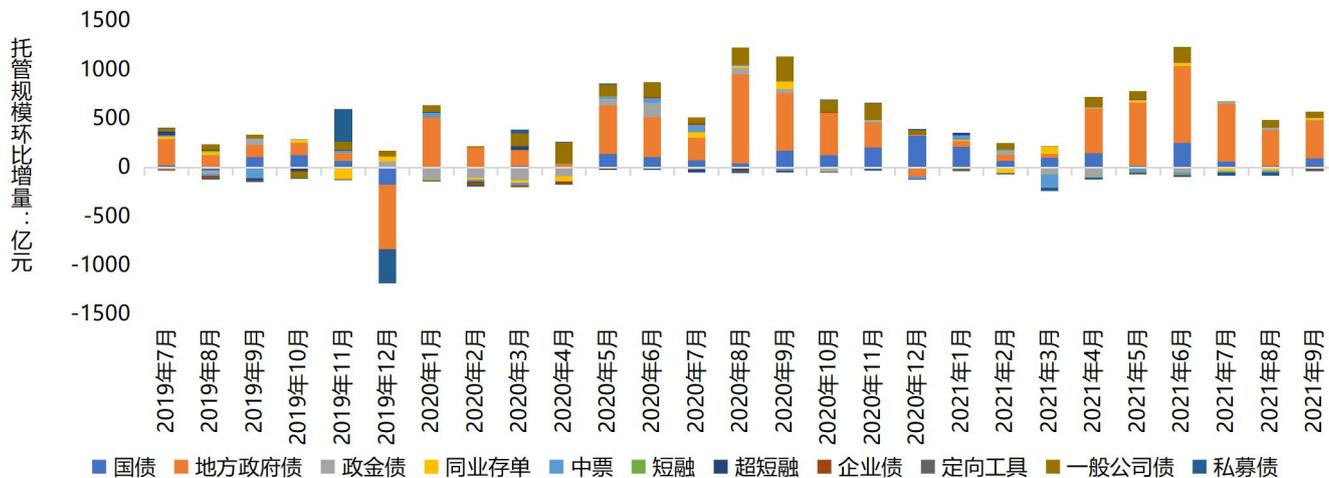
图8 9月商业银行配债力度继续加大，主要增持国债和地方债



数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

9月保险机构债券配置规模有所上升，主要券种增持规模为528亿元，较8月多增127亿元。分券种看，9月保险机构主要增持地方债和国债，规模分别为388亿元和91亿元，较8月分别多增18亿元和78亿元。信用债方面，保险机构主要增持公司债62亿元，其他券种均小幅减持，同时与商业银行类似，9月保险公司小幅增持同业存单，或与信用风险上行导致风险偏好下降，以及同业存单性价比提升有关。

图9 9月保险机构配置动能回升，主要增持地方债、国债和公司债

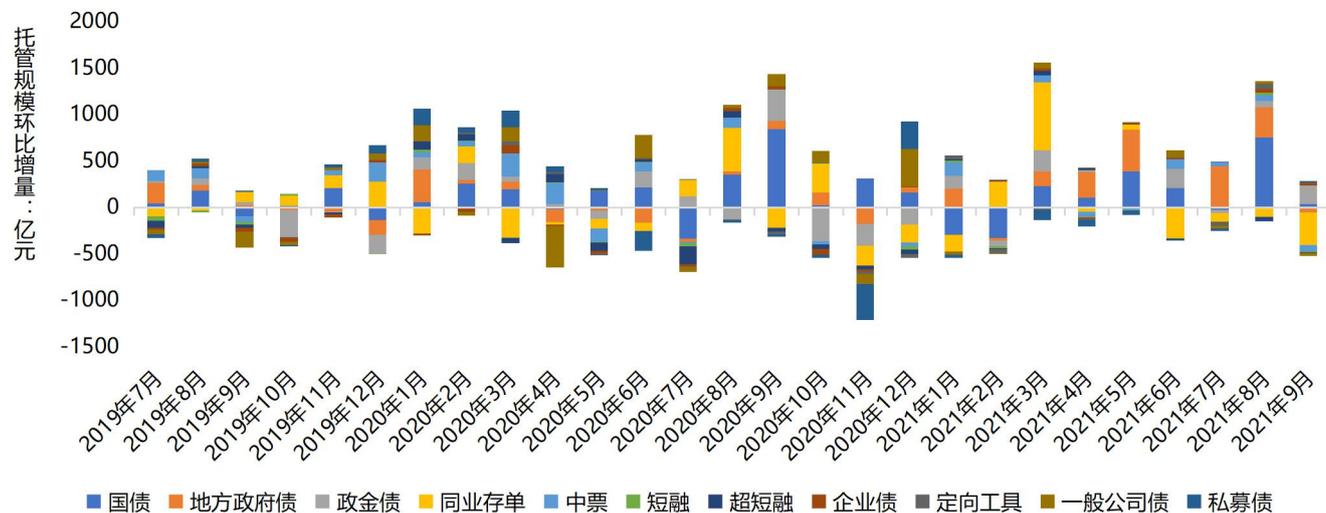


数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

9月证券公司债券配置力度显著减弱，对债券市场总体净减持247亿元，创去年12月以来新低。当月证券公司仅增持国债、政金债、企业债、定向工具和私募债，规模分别为32亿元、205亿元、22亿元、10亿元和5

亿元，除政金债外增持规模均较8月大幅下降。9月证券公司减持同业存单、地方债、中票、（超）短融和公司债规模分别达到350亿元、54亿元、71亿元、10亿元和34亿元。我们认为，9月证券公司全面减持债券、主要增持流动性较好的政金债显示其对后市态度非常谨慎。

图 10 8月证券公司配债需求上升，主要增持国债和地方政府债



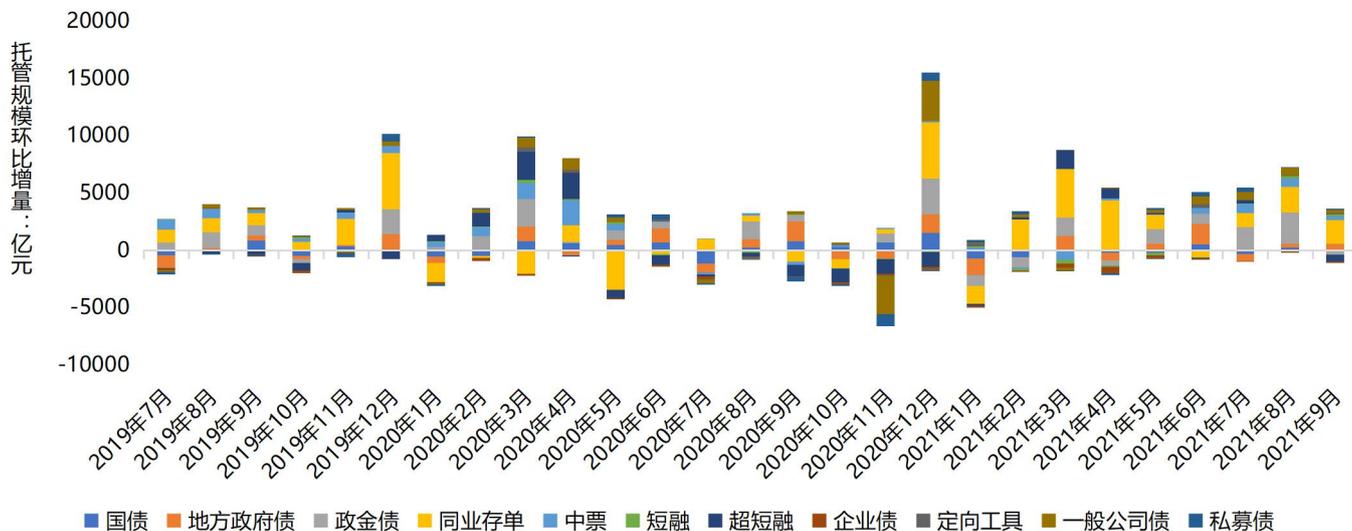
数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

9月广义基金配置动能继续减弱，增持利率债和信用债规模均大幅减少，仅同业存单增持规模小幅下降。9月末广义基金利率债、信用债和同业存单托管量之和较8月末增加2614亿元，较8月大幅少增4422亿元。分券种看，9月末广义基金利率债托管规模较8月末仅增加243亿元，较8月少增3045亿元，其中政金债增持规模从8月的2686亿元降至9月的-358亿元，为主要拖累项。当月广义基金地方债配置规模有所增加，国债配置较8月减少，9月末托管规模分别较8月末增加551亿元和50亿元。9月末广义基金对同业存单、主要信用债托管量分别较8月末增加2038亿元和333亿元，增量分别较8月减少1173亿元和205亿元。9月广义基金对信用债主要增持品种为中票（+360亿元）、一般公司债（+293亿元）、短融（+144亿元）、定向工具（+111亿元）和私募债（+90亿元），超短融和企业债则遭减持，减持规模分别为616亿元和49亿元。9月广义基金增持私募债规模较8月有所回升，但仍远低于1-7月均值，或与资管新规过渡期即将结束背景下，银行理财风险偏好下降、流动性偏好上升有关。

广义基金配置动能下降或与理财新规过渡期即将结束、监管持续收严有关。8月底监管对六大行理财产品摊余成本法估值适用范围提出较为严格的整改意见，要求9月1日起除现金管理类产品外所有理财产品直接和间接投资的资产（除未上市企业股权外）均应采用市值法进行估值，已适用成本法估值的理财产品存量资产要在10月底前完成整改，9月又推广至股份制银行。9月初出台的《理财公司理财产品流动性风险管理办法（征求意见稿）》对于低流动性资产提出比例限制，9月30日财政部发布的《资产管理产品相关会计处理规定（征求意见稿）》提出，非公开债券将无法继续使用摊余成本法估值等监管规则将推动理财产品流动性需求提升、风险偏好下降。四季度理财产品估值整改期间出现的净值波动或影响理财规模扩张，进一步压制理财产品债券配

置动能。但长期看，理财产品投资者风险偏好较低，固定收益类资产仍是理财产品配置的主要方向，在非标压降背景下，理财产品对标准化债券的配置力度将进一步提升。

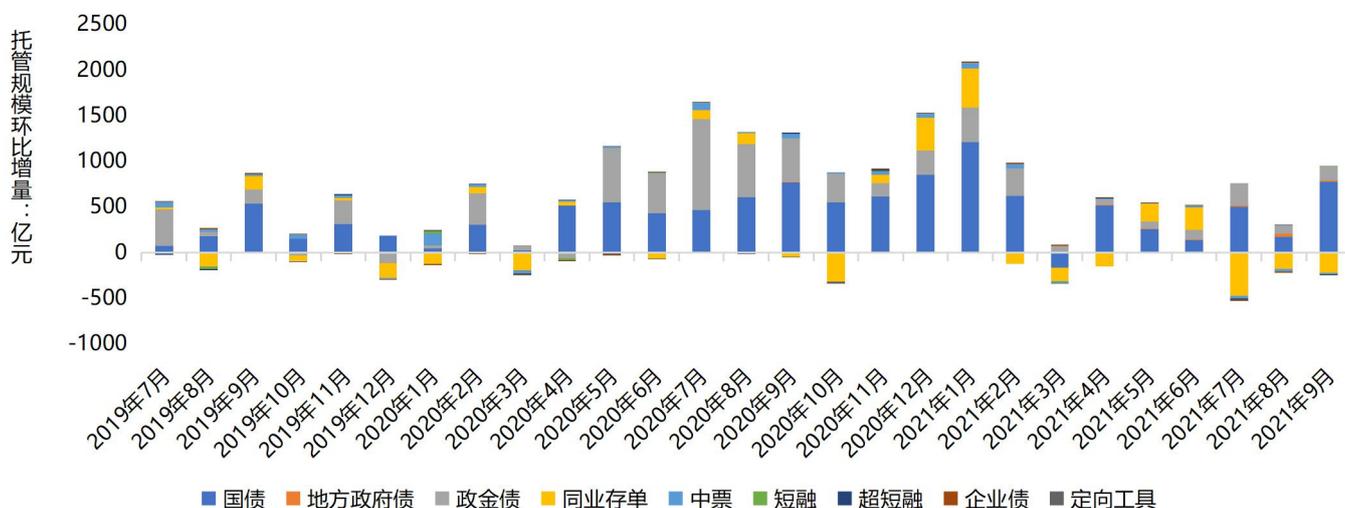
图 11 9月广义基金配置动能大幅减弱，主要增持同业存单



数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

9月境外机构增持规模显著回升，月末对利率债、同业存单和主要信用债托管规模合计较8月末增加702亿元，创今年3月以来新高。分券种来看，9月境外机构主要增持利率债，国债和政金债增持量分别达到771亿元和151亿元，较8月分别多增598亿元、64亿元，其中国债增持规模创今年2月以来新高。当月境外机构增持地方债17亿元，较8月少增19亿元。9月境外机构减持存单222亿元，为连续第三个月净减持；主要信用债（除短融外）亦遭减持，中票减持规模14亿元，为史上首次连续三个月净减持——近期恒大集团风险事件持续发酵，或导致境外资金风险偏好下降，进而连续减持信用债。我们判断，10月中国国债将正式纳入罗素全球政府债券指数，预计将在未来36个月内带来至少1300亿美元的资金流入，部分主动型资金也会跟随进入国内债市，外资将持续流入国内债市。

图 12 9月境外机构债市配置动能显著提升

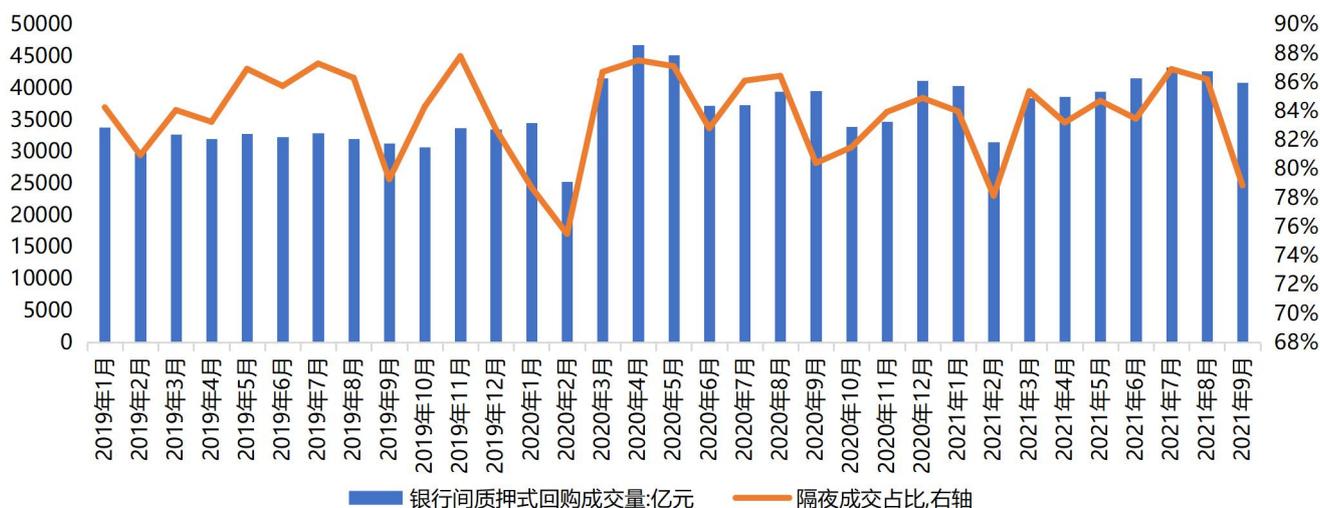


数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

四、9月质押式回购成交规模和隔夜占比下降，因假日因素机构杠杆率有所提升

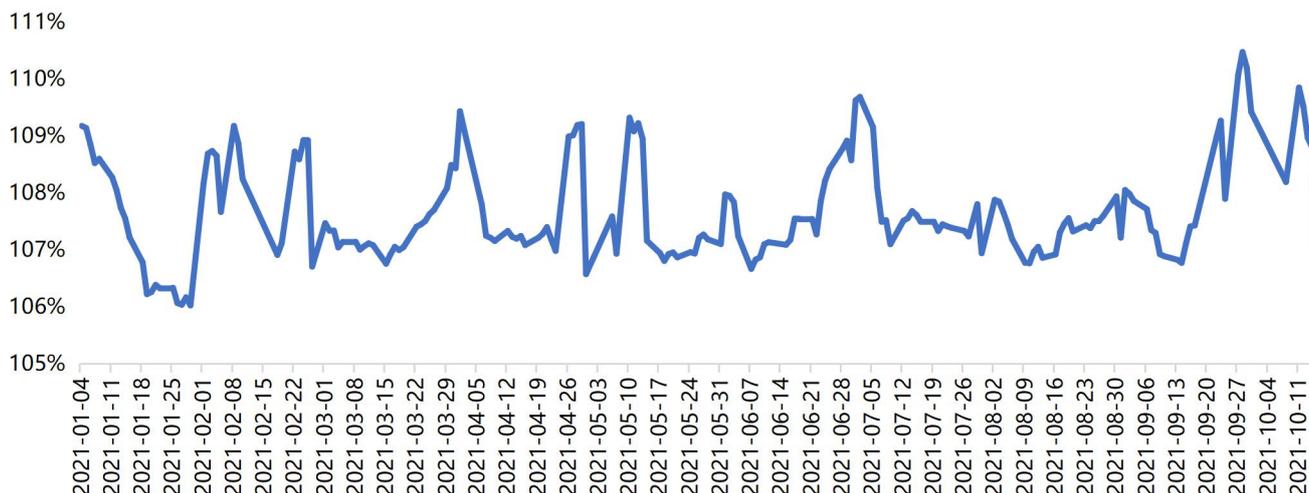
9月债券市场偏弱震荡，信用债收益率跟随走高，同时货币政策进一步宽松预期暂时落空，DR007 仍然围绕 2.2% 的政策利率波动，当月机构加杠杆热情下降，质押式回购成交规模和隔夜占比走低。9月银行间市场质押式回购日均值小幅下降至 4.08 万亿元，较 8 月下降 0.18 万亿，隔夜成交占比下行至 79%，较 8 月下降 7 个百分点。9月中上旬债市杠杆率稳中有降，接近月末因国庆假期导致回购期限加长，杠杆率出现上行，假期结束后即如期回落。

图 13 8月质押式回购成交量和隔夜成交小幅下行



数据来源：wind，东方金诚整理

图 14 节前债市杠杆率上行，节后回落



数据来源：wind，东方金诚整理

注：杠杆水平=银行间债券市场托管余额/(银行间债券市场托管余额+待回购质押式回购余额)，其中银行间债券市场托管余额日数据用月数据插值估计；待回购质押式回购余额用各期限质押式回购成交量滚动加和估计。

展望后市，供给方面，财政部已明确今年新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕，但年内仍剩余近 8000 亿元新增专项债待发，11 月底前地方债净融资规模将保持高位；城投、地产融资严监管背景下，年内后续

信用债净融资难有大幅提升；同业存单前9个月净融资规模较大，在余额管理政策约束下，后续净供给将继续减少。

需求方面，商业银行8月和9月配债规模大幅增加，欠配压力有所缓解，但从国有大行增持同业存单的行为看，表内仍有配置空间；10月开始国债纳入罗素指数将持续数月带来增量资金，且10月27日国常会决定延长境外投资者投资境内债券市场税收优惠政策至2025年，利好境外机构持续流入，但需关注通胀压力下，美联储收紧货币政策的节奏；9月保险机构配债动能出现回升，协议存款收益下行、非标产品压降背景下，未来保险资金将保持一定的配债力度；券商和广义基金配债力度明显减弱，理财产品估值整改、理财公司流动性管理新规等监管政策不断出台、推动银行理财实现真正的净值化转型或持续扰动四季度广义基金债市配置需求，但长期看，债券市场仍是理财产品最主要的配置方向，扰动过后广义基金配置力度将会回升。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。