

广义基金成唯一增持主力，外资减持规模大幅收窄

—— 2022年7月债券市场托管数据点评

分析师 于丽峰 冯琳

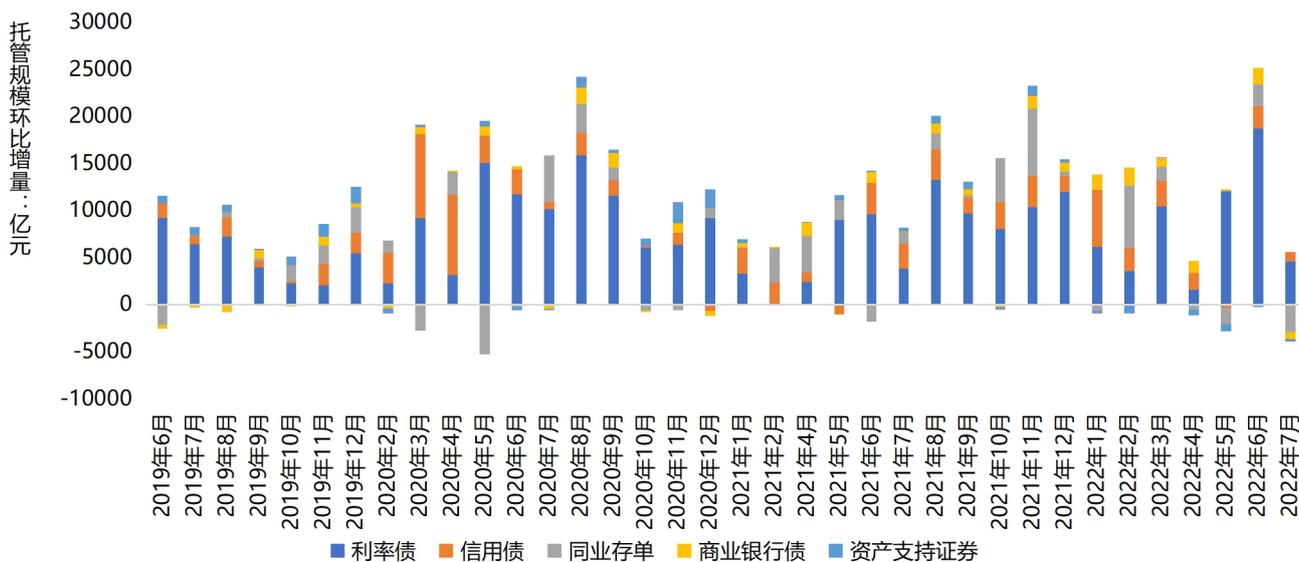
主要观点：

- ✚ 2022年7月债券市场托管规模延续增长，增幅环比回落。7月地方债净融资下降拖累利率债托管规模大幅少增，利率债托管规模环比增加4558亿元，较6月少增1.41万亿元；到期量增加导致信用债净融资减少，信用债托管规模环比增加1023亿元，较6月少增1338亿元；7月同业存单净融资为负，托管规模环比减少2932亿元。
- ✚ 7月机构配债行为分化明显：广义基金是7月增持主力，其他类型机构配债动能减弱。受地方政府债供给大幅缩量影响，7月商业银行整体减配债券，仅小幅增持国债和地方债，减持其他券种；保险机构继续增配债券，但增幅环比减半，主要增持地方债和国债，小幅增持企业债，其中国债增持规模创年内新高；证券公司债券配置出现年内第四个月净减持，全面减持除地方政府债以外的其他券种；广义基金债券增持规模继续上升，成为市场唯一配置债券规模环比增加的主体，全面增持利率债和信用债，小幅减持同业存单；7月中美利差倒挂幅度收窄，境外机构减持规模环比大幅收窄，且小幅增持国债。
- ✚ 展望后市，供给方面，7月政治局会议提出“支持地方政府用足用好专项债务限额”，下半年或增加新的专项债供给，同时准财政发力，政金债净融资规模也将增加，但利率债供给压力仍将小于上半年；随宽信用推进，产业债发行将保持高位，政策支持下地产债券融资也有望继续转暖，但仍将主要集中于国有房企及政策支持下的优质民企龙头；同时，随着基建稳增长提速，城投债融资环境边际改善，但严禁新增地方政府隐性债务背景下融资监管仍严，预计下半年城投债净融资同比仍将仍处收缩区间；今年前7个月同业存单发行和净融资规模明显低于去年同期、同业存单发行利率大幅低于政策利率，显示流动性整体充裕、信贷需求疲弱下银行负债端压力较轻。展望后续，在信贷需求未明显回暖前或难看到同业存单净供给明显增加。
- ✚ 需求方面，今年地方债发行前置，商业银行前七个月增持利率债规模达到4.79万亿元，已占到2021年和2020年商业银行全年配置利率债规模的89%和75%，若下半年增加新的地方政府专项债供给，或将挤压银行配置其他债券的空间；非标压降、权益市场持续调整背景下，保险资金债券投资比例上升，债市配置规模有望保持稳定增长，但下半年利率债供给减少或带来缺资产的压力；考虑到下半年经济运行的内外部环境仍面临一系列不确定和不稳定因素，市场风险偏好难以明显回升，理财产品发行规模将保持增长，广义基金配债规模有望保持高位；8月中美利差倒挂幅度再度走阔，外资净流出国内债市的趋势或延续，但8月SDR新权重正式生效将带来境外央行增配国债，或对外资流出形成一定对冲。

一、2022年7月债券市场托管规模继续小幅上升，当月利率债和信用债托管规模环比增加，但增幅收窄；其他券种托管规模均环比下降。

7月债券市场托管规模继续小幅上升。截至7月末，银行间市场（中债登+上清所）和交易所（上交所+深交所）债券托管量分别为124.24万亿元和18.80万亿元，环比分别增长0.10%和0.93%¹。分券种看，当月利率债和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）托管规模环比增加，同业存单、商业银行债和资产支持证券托管规模均环比下降：月末利率债托管规模78.21万亿元，较上月末增加4558亿元，受6月底地方政府专项债基本发行完毕、7月地方政府债净融资大幅收窄影响，7月利率债托管规模环比少增1.41万亿元；信用债托管规模29.33万亿元，较上月末增加1023亿元，环比少增1338亿元；同业存单托管量14.37万亿元，较上月末减少2932亿元；商业银行债托管规模7.38万亿元，较上月末减少737亿元；资产支持证券托管规模4.35万亿元，较上月末减少284亿元，为连续第四个月减少。

图17 月仅利率债和信用债托管量继续上升且增幅收窄



数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

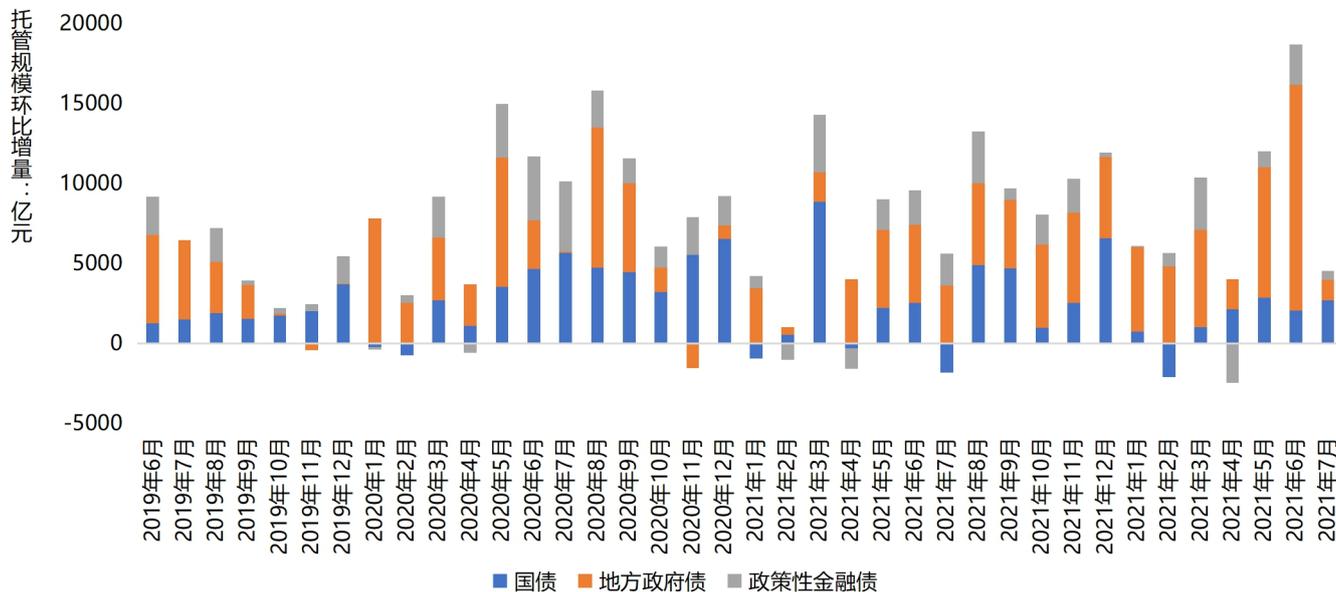
注：2020年1月、2021年3月分别有定向工具和金融债的统计口径发生调整，导致数据异常，故此删除这两个月数据。

由于6月底前2022年用于项目建设的新增专项债券额度已基本发行完毕，7月地方债净融资规模大幅下降，拖累利率债托管规模增量较6月大幅收缩。7月末国债、地方债和政金债托管量分别23.47万亿元、34.47万亿元和20.26万亿元，较上月末分别增加2707亿元、1290万亿元和560亿元，其中国债环比多增654亿元，地方债和政金债环比分别少增1.29万亿元和1948亿元。展望后续，地方债发行高峰过后，国债“错峰发行”将提速，同时，政策性金融加力，发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥，同时调增8000亿元信贷额度支持基建；此外，7月政治局会议提出“支持地方政府用足用好专项债务

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。

限额”，截至6月末还有1.5万亿左右专项债限额未使用，下半年或增加新的专项债供给，预计8月以后利率债供给将有所恢复，但供给压力仍将明显小于上半年。

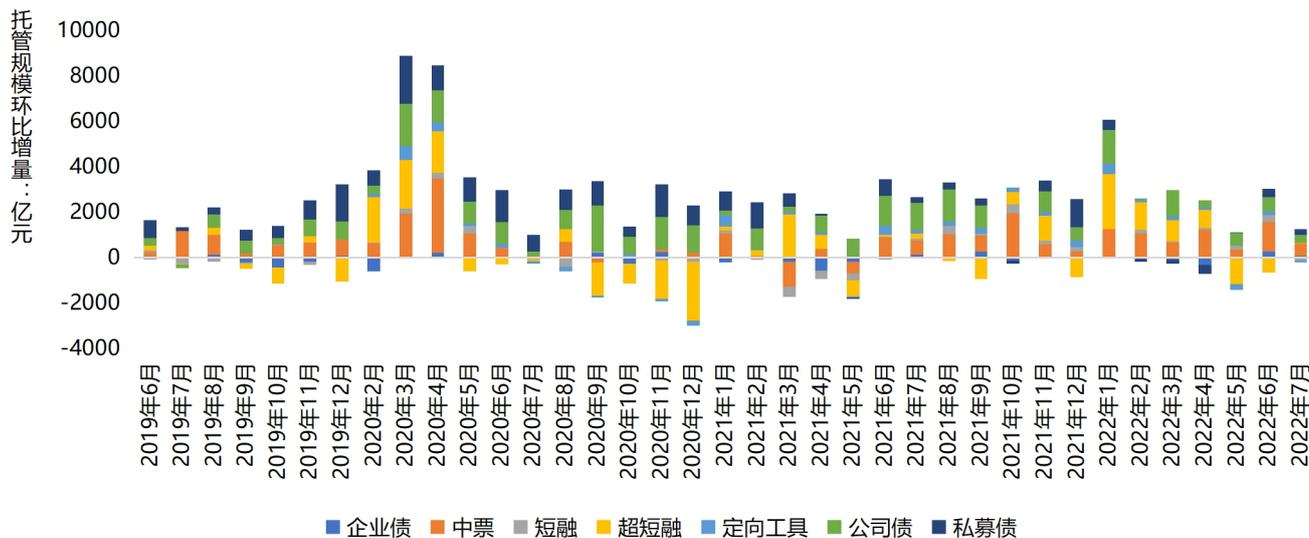
图2 2022年7月利率债新增托管规模大幅收窄



数据来源：wind，东方金诚整理

受到期量大增影响，7月信用债净融资大幅下行，所有券种托管增量均下降。7月末中票、一般公司债、私募债托管规模最高，分别为8.60万亿元、6.93万亿元和5.70万亿元，分别较6月末增长524亿元、368亿元和241亿元，环比分别少增751亿元、237亿元和146亿元；企业债、定向工具、超短融和短融的托管规模分别为2.82万亿元、2.45万亿元、2.23万亿元和6110亿元，分别较6月末变化+67亿元、-112亿元、+51亿元和-115亿元。当月信用债托管规模共增长1024亿元，较上月少增1338亿元。

图3 2022年7月信用债托管增量环比减少



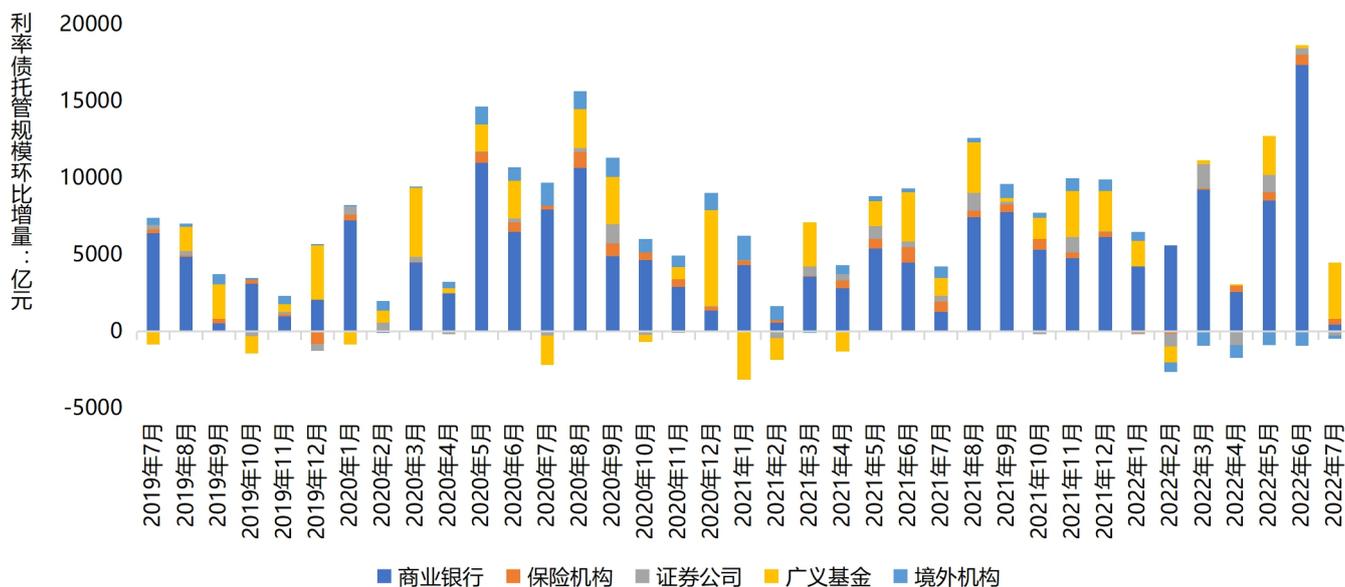
数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

二、2022年7月，除券商和境外机构外，其他机构均增持利率债，但机构行为有所分化：受地方政府债净

融资大幅下降影响，商业银行增持利率债规模大幅收窄，保险公司增持利率债规模亦有所下行，广义基金增持规模环比大幅增长；中美利差倒挂幅度收窄，境外机构减持利率债规模明显压缩；7月信用债净供给减少，仅广义基金增持信用债，其他机构均为减持；7月同业存单净供给转负，所有机构均减持同业存单。

7月利率债净供给大幅下降，商业银行增持利率债规模环比明显减少，广义基金大幅增持。由于7月地方债净融资大幅下降，作为地方债承接主体的商业银行当月仅增持利率债438亿元，较上月少增1.69万亿元。非银机构中，7月保险机构继续增持利率债406亿元，较上月少增269亿元；广义基金增持利率债3643亿元，较上月大幅多增3398亿元，单月增持规模创2021年以来新高；证券公司继6月缩减利率债增持规模后转为减持，7月共减持利率债250亿元；7月中美利差倒挂幅度大幅收窄，境外资金减持规模明显下降，当月共减持利率债193亿元，减持规模较6月减少721亿元。

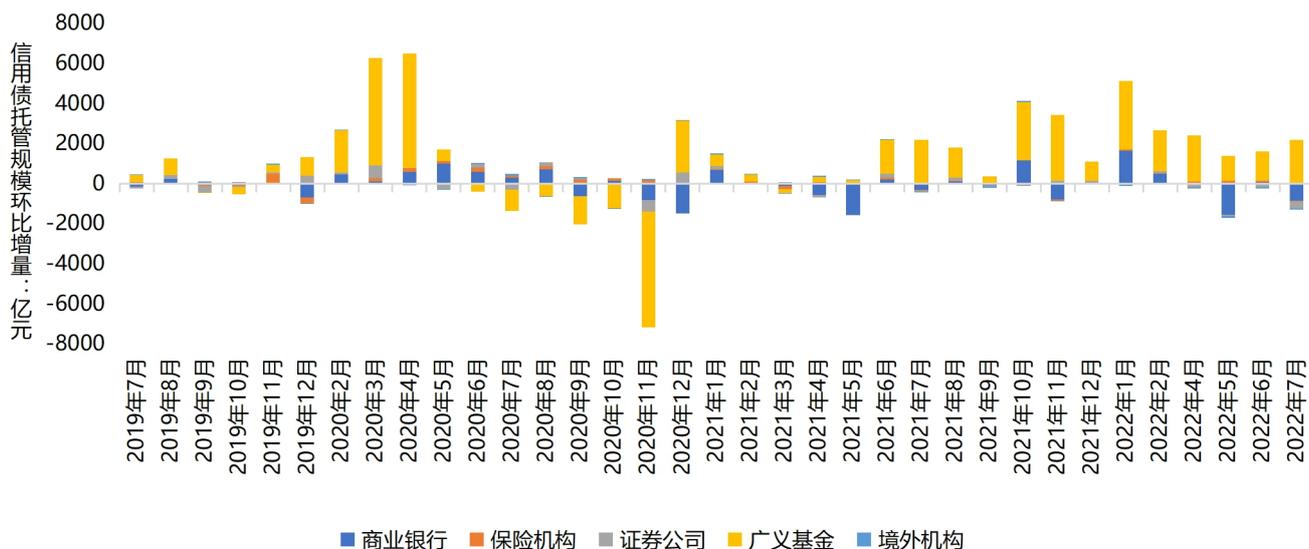
图4 2022年7月，广义基金是利率债增持主力



数据来源：wind，东方金诚整理

7月信用债净供给较6月明显下降，仅广义基金增持信用债，其他机构均为减持。广义基金年初至今配置动力始终较强，7月增持信用债2186亿元，较6月多增719亿元；7月商业银行和保险机构分别减持信用债852亿元和36亿元，商业银行增持规模由正转负，保险机构年内首度减持信用债；证券公司连续第4个月减持信用债，当月减持信用债339亿元，减持规模较6月扩大151亿元；境外机构为连续第8个月减持信用债，当月减持信用债77亿元，减持规模较6月扩大26亿元。

图5 2022年7月广义基金是信用债唯一增持方

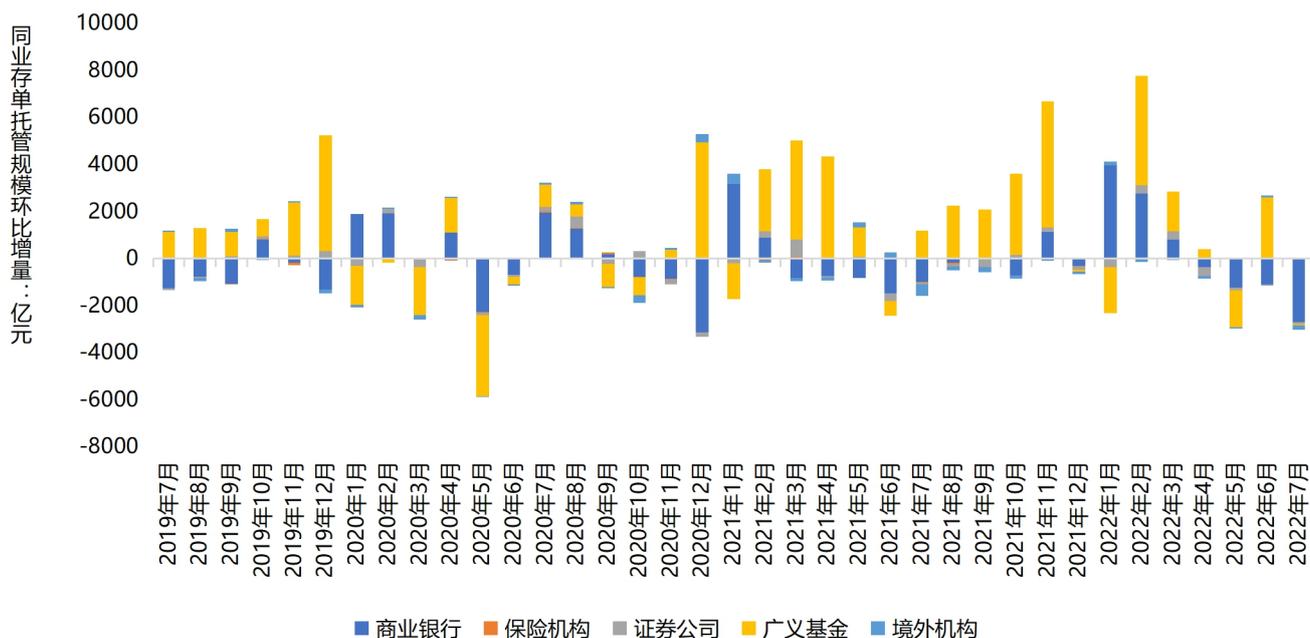


数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

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；2022年3月交易所托管数据统计口径发生变化，影响其他月份数据呈现，因此删除了2022年3月的数据。交易所公司债投资者中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、私募基金。

7月同业存单发行量减少且到期量增加，净融资转负，所有类型机构投资者均减持存单。其中商业银行减持规模最大，7月减持规模达到2704亿元，单月减持规模创2021年以来新高，商业银行已连续4个月减持同业存单。其他机构亦减持存单，保险机构、证券公司、广义基金和境外机构7月分别减持1.5亿元、74亿元、50亿元和183亿元。所有机构均减持存单，除存单净供给为负外，投资性价比下降或为主要原因：7月存单发行利率继续下降，至7月底1年期股份行同业存单发行利率已降至2.13%，较3月底下降近50bps。

图6 2022年7月所有机构均减持同业存单



数据来源：wind，东方金诚整理

图7 2022年7月同业存单发行利率延续下行

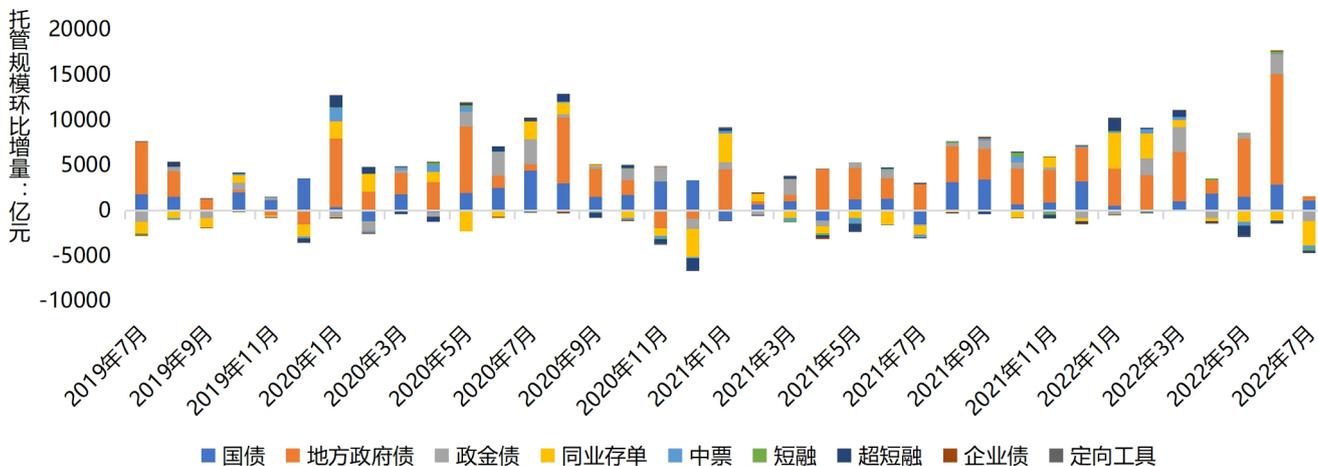


数据来源：wind，东方金诚整理

三、机构行为：2022年7月商业银行整体减持债券，仅增持国债和地方债且环比大幅少增，其他券种均为减持；保险机构继续增配债券，但配置规模环比下降，主要增持地方债和国债，其中国债增持规模创年内新高；**广义基金债券增持债券规模继续上升，全面增持利率债和信用债，小幅减持同业存单，成为市场增持主力；**证券公司再度减持债券，全面减持除地方债以外的其他券种；境外机构减持规模显著收窄，小幅增持国债。

7月商业银行配债规模转负，仅增持国债和地方政府债，其他券种均为减持。商业银行7月减持利率债、银行间市场信用债和同业存单共3119亿元，从历史上看商业银行仅在2020年12月出现过类似规模的净减持，主要原因或在于6月商业银行配债规模、新增信贷高增透支7月配置空间，同时主要券种，特别是地方债供给大幅减少共同影响。分券种看，商业银行7月分别增持国债、地方债1131亿元和454亿元，环比分别少增1777亿元和1.18万亿元，同时减持政金债1148亿元。7月商业银行主要信用债托管规模减少852亿元，主要减持（超）短融（403亿元）、中票（231亿元）和定向工具（106亿元）；7月商业银行减持同业存单2704亿元，为连续第四个月减持，减持规模较6月扩大1616亿元。

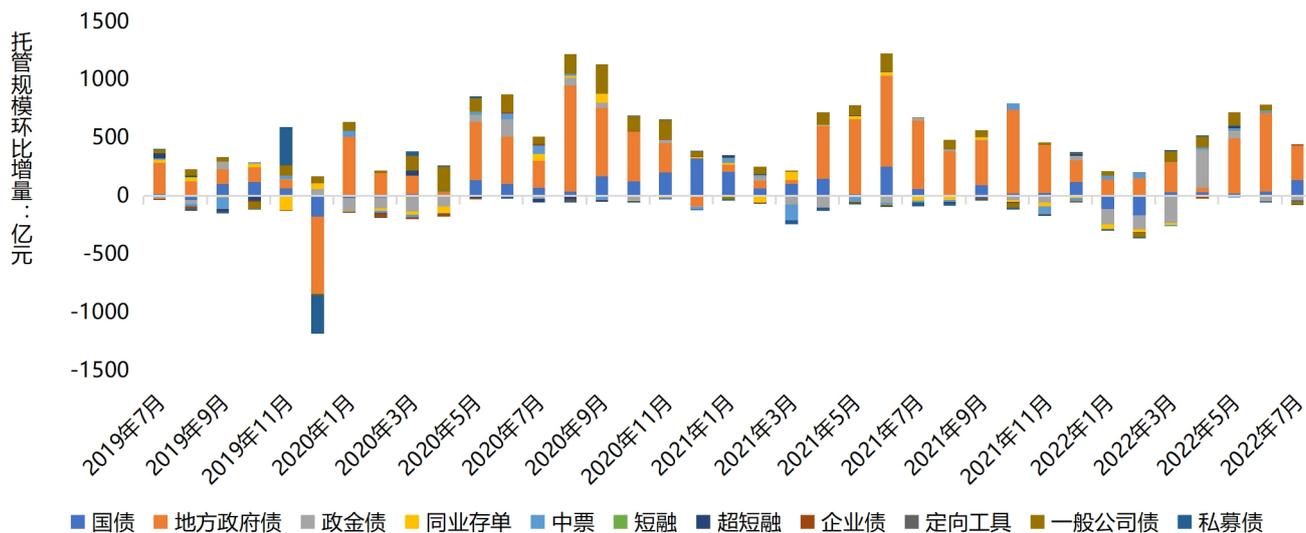
图8 2022年7月商业银行净减持债券



数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

7月保险机构债券配置规模环比回落，当月共增持利率债、同业存单和主要信用债 368 亿元，环比下降 372 亿元。其中增持利率债 406 亿元，分别减持同业存单和信用债 2 亿元和 37 亿元。分券种看，当月保险机构增持规模最大的券种为地方债（300 亿元）和国债（137 亿元），其中国债增持规模创年内新高。此外还小幅增持企业债（5 亿元），减持其他券种。在非标压降、股市调整幅度较大背景下，年初以来保险机构债市配置动力较强，7月配债规模下降、年内首度减持信用债主要与供给减少、信用利差不断压缩下信用债性价比下降有关。

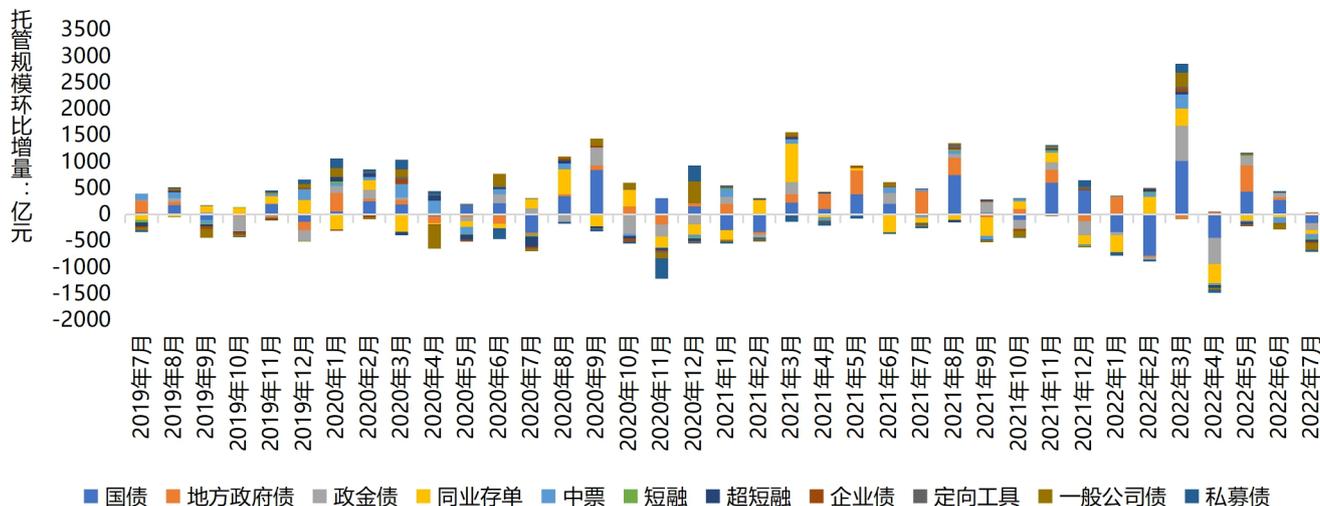
图 9 2022 年 7 月保险机构配债规模环比回落，主要增持国债和地方债



数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

7月证券公司债券配置再度转为净减持，当月共减持利率债、同业存单和主要信用债 663 亿元，为年内第四个月净减持。当月证券公司仅增持地方债 44 亿元，其他券种均为减持，其中减持规模最大的为国债（154 亿元）、政金债（139 亿元）和公司债（129 亿元），其他券种亦小幅减持。年初以来，证券公司债券配置行为波动较大，除 3 月、5 月和 6 月外，其他 4 个月均为净减持，近 3 个月证券公司配债动能不断减弱，反映出一定的观望态度。

图 10 2022 年 7 月证券公司全面减持除地方债以外的其他券种

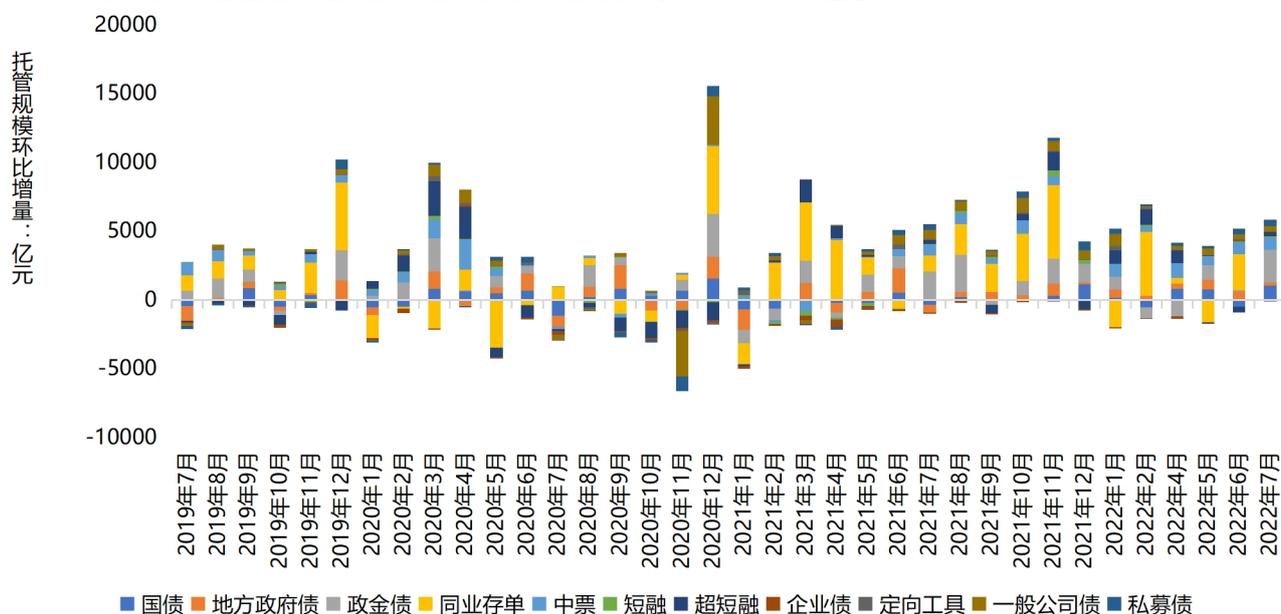


数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

7月广义基金债券配债动能继续上行，成为债券市场增持的绝对主力。7月末广义基金利率债、主要信用债和同业存单托管量之和较上月末共增加5780亿元，环比多增1463亿元，为7月配置债券规模环比增加的唯一主体。分券种看，7月末广义基金利率债托管规模较上月末增加3643亿元，环比多增3399亿元，其中分别增持国债、地方债和政金债1051亿元、252亿元和2339亿元；7月末广义基金持有主要信用债规模较6月末增加2186亿元，环比多增719亿元，主要增持中票（872亿元）、私募债（459亿元）、（超）短融（453亿元）和一般公司债（417亿元），小幅减持企业债和定向工具；7月广义基金小幅减持同业存单50亿元。

7月广义基金继续大幅增配债券，主要有两方面原因：一方面，6月理财产品新发数量增加，7月有所回落但仍处高位，新增理财资金进入债券市场；另一方面，资金利率持续下行，杠杆策略收益较好，也是助推广义基金增配债券的重要原因之一。

图 11 2022 年 7 月广义基金配债规模继续上行，仅小幅减持同业存单、企业债和定向工具

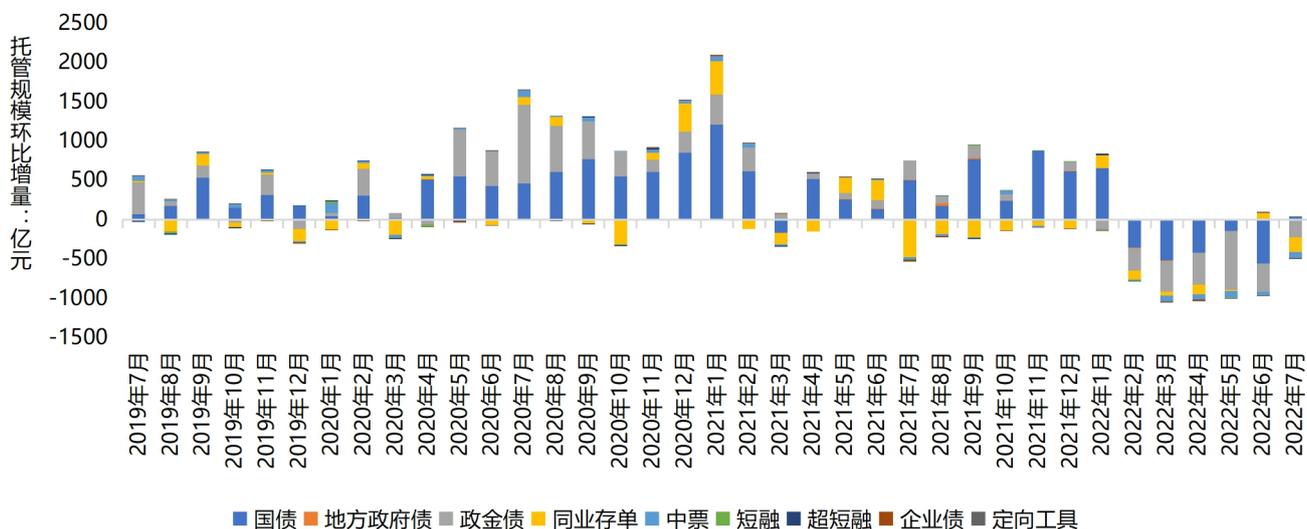


数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

7月境外机构减持国内债券规模明显下降，其中中国债重回净增持。7月末境外机构对利率债、同业存单和主要信用债托管规模合计较上月末下降454亿元，降幅较6月收窄422亿元，为连续第二个月收窄。其中利率债减持规模显著收窄，信用债减持规模有所扩大，同业存单由6月的净增持转为净减持。利率债中，7月境外机构小幅增持国债（33亿元），分别减持地方债、政金债2.3亿元和224亿元。7月美国10年期国债收益率大幅下降，中美利差倒挂幅度显著收窄甚至一度转正，外资在连续5个月大幅净减持共计近2000亿元国债后小幅增持，同时，7月外资对政金债减持幅度环比也明显收窄（6月减持355亿元）。信用债方面，7月外资共减持主要信用债品种77亿元，幅度较6月扩大26亿元，其中主要减持的券种为中票（71亿元），其他券种亦小幅减持，仅小幅增持短融（2.1亿元）。整体上看，外资配置国内债市的力度与中美利差相关性较强，8月国内政策利率下调后中美利差倒挂幅度再度扩大，外资配置国内债市动能或再次遭遇扰动。但随着8月1日新的特别

提款权（SDR）货币篮子正式生效，人民币权重由 10.92% 上调至 12.28%，推动国外央行进一步增持人民币资产，7 月外资小幅净增持国债或亦为国外央行提前行动。国外央行增配国债将对因中美利差倒挂产生的外资流出形成一定对冲，预计外资流出规模不会重现今年 3-5 月每月净流出超千亿元的情景。

图 12 2022 年 7 月境外机构净减持规模明显收窄

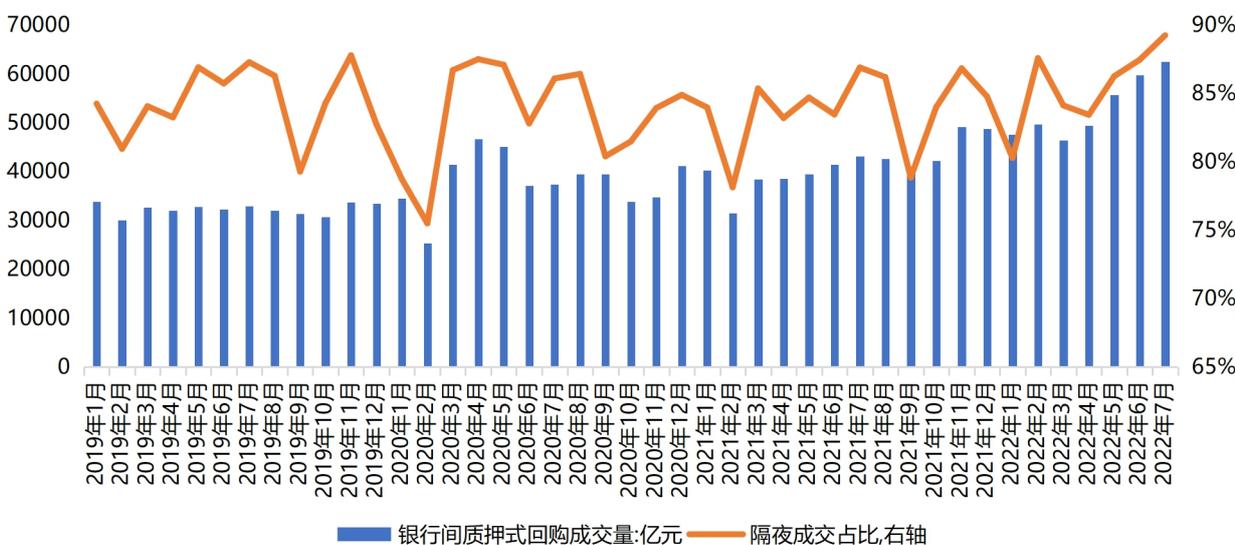


数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

四、2022 年 7 月质押式回购成交日均值续创历史新高，机构杠杆率保持上行趋势

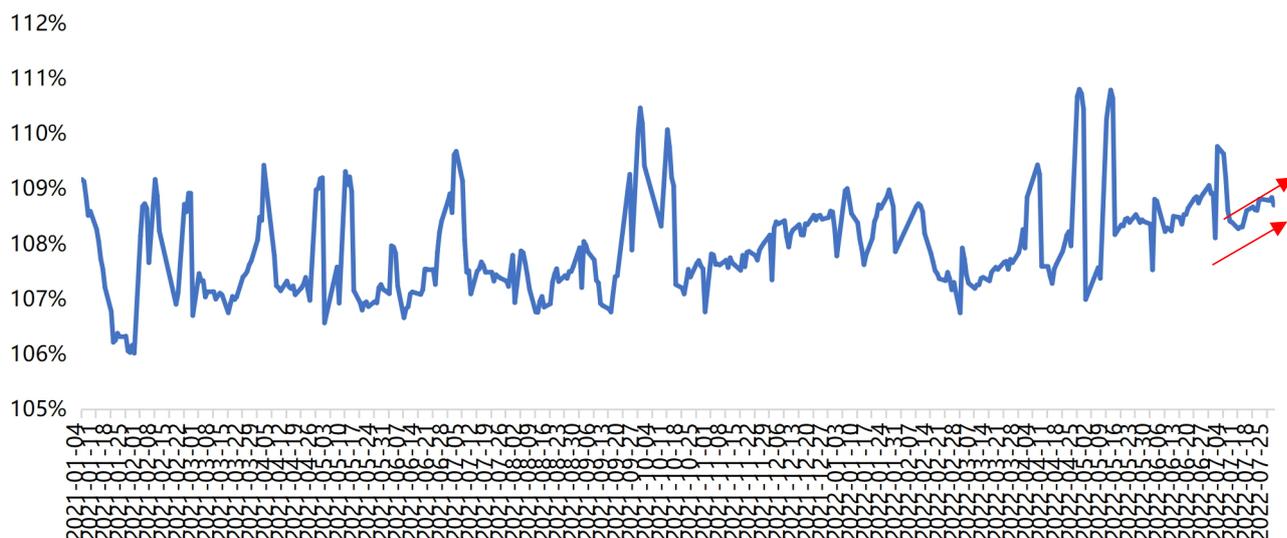
7 月资金利率持续低于政策利率且不断下行，机构继续加杠杆。银行间市场质押式回购日均值上升至 6.26 万亿元的历史新高，较上月继续增加 2825 亿元，隔夜成交占比 89%，环比上升 1.8 个百分点。7 月机构杠杆率保持上行趋势，日均杠杆率 108.7%，较 6 月继续上升 0.1%。

图 13 2022 年 7 月日均质押式回购成交规模和隔夜成交占比攀升至历史新高



数据来源：wind，东方金诚整理

图 14 7 月机构杠杆率保持上行趋势



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，7月政治局会议提出“支持地方政府用足用好专项债务限额”，下半年或增加新的专项债供给，同时准财政发力，政金债净融资规模也将增加，但利率债供给压力仍将小于上半年；随宽信用推进，产业债发行将保持高位，政策支持下地产债券融资也有望继续转暖，但仍将主要集中于国有房企及政策支持下的优质民企龙头；同时，随着基建稳增长提速，城投债融资环境边际改善，但严禁新增地方政府隐性债务背景下融资监管仍严，预计下半年城投债净融资同比仍将处收缩区间；今年前7个月同业存单发行和净融资规模明显低于去年同期、同业存单发行利率大幅低于政策利率，显示流动性整体充裕、信贷需求疲弱下银行负债端压力较轻。展望后续，在信贷需求未明显回暖前或难看到同业存单净供给明显增加。

需求方面，今年地方债发行前置，商业银行前七个月增持利率债规模达到4.79万亿元，已占到2021年和2020年商业银行全年配置利率债规模的89%和75%，若下半年增加新的地方政府专项债供给，或将挤压银行配置其他债券的空间；非标压降、权益市场持续调整背景下，保险资金债券投资比例上升，债市配置规模有望保持稳定增长，但下半年利率债供给减少或带来缺资产的压力；考虑到下半年经济运行的内外部环境仍面临一系列不确定和不稳定因素，市场风险偏好难以明显回升，理财产品发行规模将保持增长，广义基金配债规模有望保持高位；8月中美利差倒挂幅度再度走阔，外资净流出国内债市的趋势或延续，但8月SDR新权重正式生效将带来境外央行增配国债，或对外资流出形成一定对冲。

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、研究观点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、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他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。

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或/及发布方负责，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。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

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。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，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。