

广义基金仍为债市增持主力，境外机构减持规模延续下行

——2022年8月债券市场托管数据点评

分析师 于丽峰 梅佳 冯琳 李晓峰

主要观点：

2022年8月债券市场托管规模延续增长，增幅环比上升。8月利率债托管规模环比增加6226亿元，较7月多增1688亿元；信用债净融资减少，信用债托管规模环比增加944亿元，较7月少增80亿元；8月同业存单净融资延续为负，托管规模环比减少3878亿元，降幅较7月扩大946亿元。

从机构行为看，2022年8月商业银行连续第二个月净减持债券，但减持幅度环比收窄；7、8两月银行配债动能明显不及上半年，地方债发行前置和近期结构性政策工具推动下信贷投放在一定程度上挤占了银行的配债空间；保险机构配债规模环比回落，仅小幅增持利率债，或因保险资金运用规模环比增速下降的同时，地方债供给减少以及信用债性价比下降影响了保险机构的配债动能；证券公司再度增持利率债，今年前8月证券公司配置债券规模波动较大，或反映内外经济不确定较大情况下交易盘预期不稳；8月广义基金仍为债市增持主力，从券种看拉久期现象明显；虽然8月中美利差倒挂程度加大，境外机构净减持规模延续收窄。

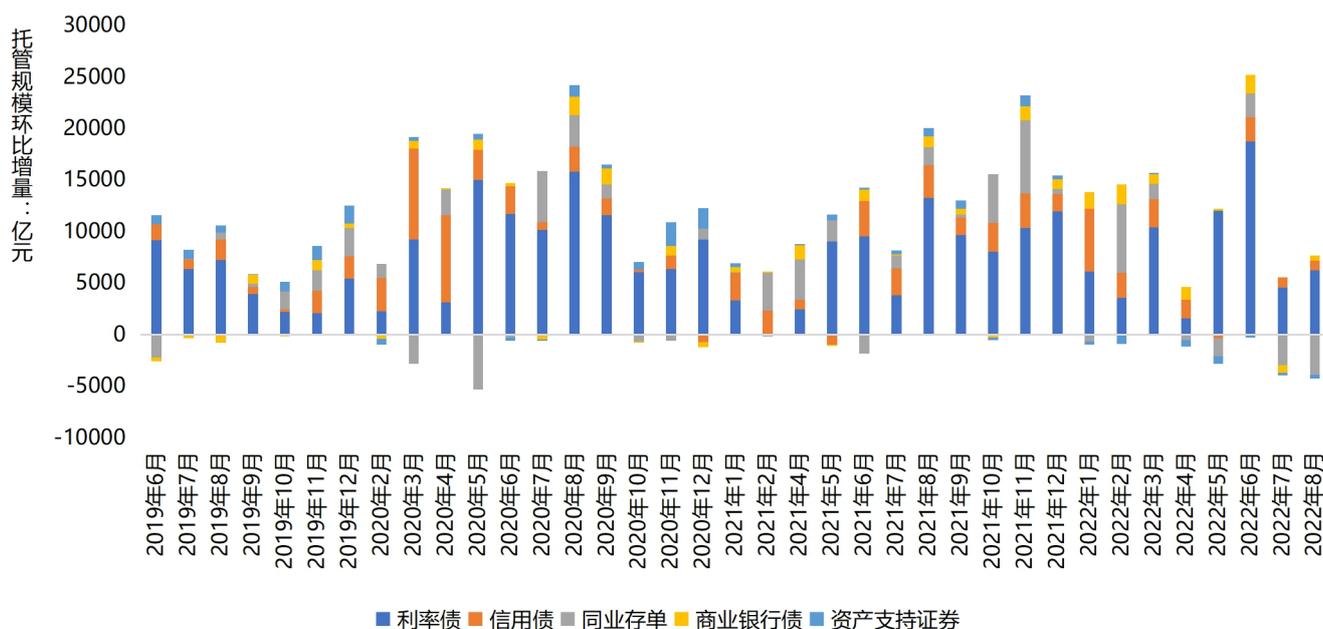
展望后市，供给方面，8月24日国常会决定3000亿元以上政策性开发性金融工具额度、依法用好5000多亿元专项债结存限额，地方债和政金债供给将增加，但预计利率债供给压力仍将小于上半年；信用债融资环境整体友好，预计产业债发行量保持平稳，但严禁新增地方政府隐性债务背景下城投债融资监管仍严，预计下半年城投债净融资同比仍将处收缩区间；今年前8个月同业存单发行和净融资规模明显低于去年同期、同业存单发行利率大幅低于政策利率，显示流动性整体充裕、信贷需求疲弱下银行负债端压力较轻。展望后续，随着结构性政策工具引导下的信贷投放增加，同业存单净融资将回升。

需求方面，同业存单净融资持续数月为负且发行利率保持低位显示银行负债端压力不大，银行配债规模有望随利率债供给增加有所修复；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；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；9月中美利差倒挂幅度继续走阔，目前已超过100bps，由于外资流动与中美利差相关性较强，预计外资净流出国内债市的趋势将延续。但在人民币SDR权重提升、人民币成为国际第四大支付货币背景下，人民币资产储备需求上升，将对债市的外资流出形成一定对冲。

一、2022年8月债券市场托管规模继续小幅上升，当月利率债、信用债和商业银行债托管规模环比增加，其他券种托管规模均环比下降。

8月债券市场托管规模继续小幅上升。截至8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125.00万亿元和18.88万亿元，环比均增长0.43%¹。分券种看，当月利率债、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）和商业银行债托管规模环比增加，同业存单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78.84万亿元，较上月末增加6226亿元，环比多增1668亿元；信用债托管规模29.42万亿元，较上月末增加944亿元，环比少增80亿元；商业银行债托管规模7.43万亿元，较上月末增加525亿元，环比多增1261亿元；同业存单托管量13.99万亿元，较上月末减少3878亿元，降幅扩大946亿元；资产支持证券托管规模4.31万亿元，较上月末减少381亿元，为连续第五个月减少。

图表18 月利率债、信用债和商业银行债托管量上升，其他券种托管量下降



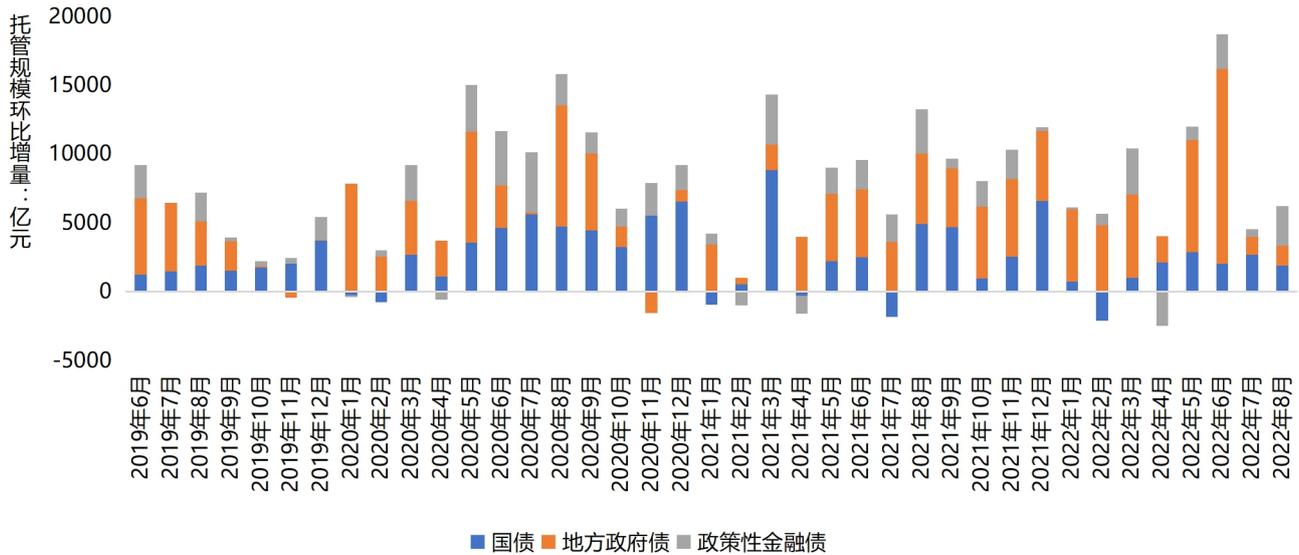
数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

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。

8月利率债各券种托管规模环比均增加，其中地方债和政金债增幅较7月扩大。8月末国债、地方债和政金债托管量分别为23.67万亿元、34.61万亿元和20.56万亿元，较上月末分别增加1918亿元、1427亿元和2881亿元，其中国债环比少增790亿元，地方债和政金债环比分别多增137亿元和2321亿元。展望后续，8月24日国常会决定新增3000亿元以上政策性开发性金融工具额度、依法用好5000多亿元专项债结存限额，将在后续几个月增加超8000亿元的利率债供给，但整体供给压力仍将小于上半年。

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。

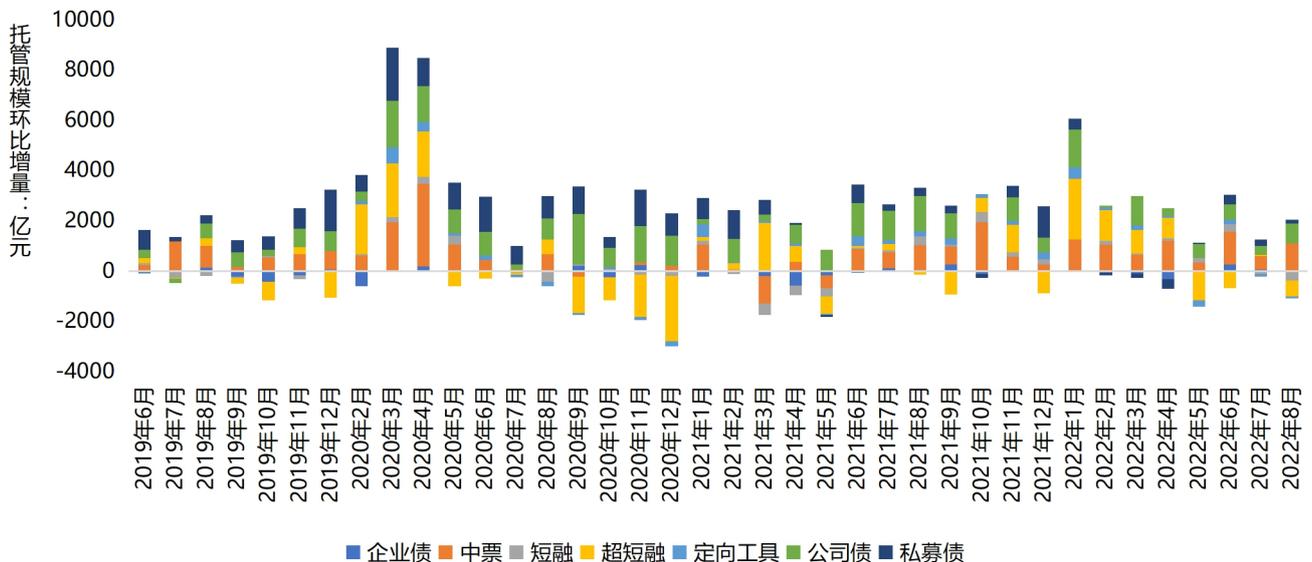
图表 2 2022 年 8 月利率债新增托管规模回升



数据来源：wind，东方金诚整理

8 月信用债托管规模继续增加，但增量环比下降。当月信用债托管规模共增长 944 亿元，较上月少增 80 亿元。8 月末中票、一般公司债和私募债托管规模最高且托管规模继续增加，月末托管规模分别为 8.71 万亿元、7.01 万亿元和 5.71 万亿元，较 7 月末分别增加 1110 亿元、786 亿元和 143 亿元，增幅环比变化分别为+586 亿元、+418 亿元和-98 亿元；8 月企业债、超短融、短融和定向工具托管规模下降，月末托管规模分别为 2.82 万亿元、2.17 万亿元、0.56 万亿元和 2.43 万亿元，较 7 月末分别减少 4 亿元、637 亿元、377 亿元和 79 亿元。

图表 3 2022 年 8 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 8 月，利率债方面，广义基金仍是利率债增持主力，地方债发行淡季，商业银行配置利率债动能较弱，保险机构小幅增持利率债，证券公司对于利率债再度转为净增持，境外机构继续减持利率债；8 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；8 月同业存单净供给延续为负，发行利率延续

下行，多数机构减持存单，仅保险机构小幅增持。

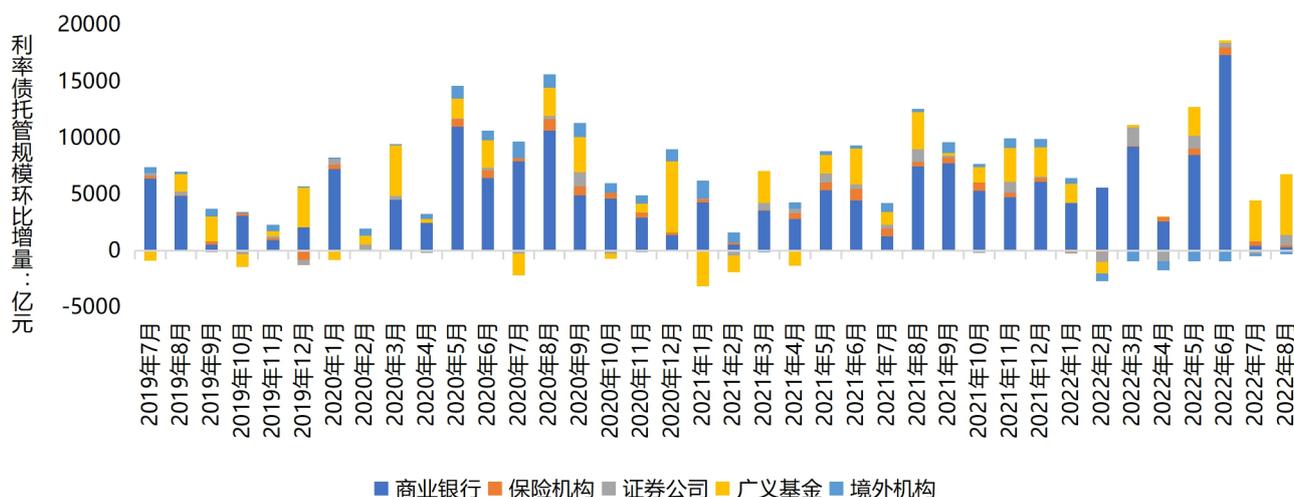
图表 4 2022 年 8 月主要机构利率债、信用债和同业存单月末托管规模及投资占比情况 (单位: 亿元)

	利率债				信用债				同业存单			
	本月	环比	本月占比	上月占比	本月	环比	本月占比	上月占比	本月	环比	本月占比	上月占比
商业银行	540866	312	88.5%	88.4%	28705	(326)	4.7%	4.7%	41567	(453)	6.8%	6.9%
保险公司	24019	191	68.5%	68.2%	10876	(94)	31.0%	31.4%	158	5	0.5%	0.4%
证券公司	13059	902	47.6%	44.9%	12962	(235)	47.2%	48.8%	1425	(285)	5.2%	6.3%
广义基金	105497	5416	29.4%	28.2%	171182	1498	47.7%	47.8%	81891	(3427)	22.8%	24.0%
境外机构	31385	(268)	94.0%	93.9%	809	(35)	2.4%	2.5%	1182	(36)	3.5%	3.6%

数据来源: wind, 东方金诚整理

8 月利率债净供给环比增加，商业银行增持利率债规模环比继续减少，证券公司和广义基金配置动能环比增强。因上半年地方政府债发行前置在一定程度上挤占了银行配债空间，8 月商业银行配置信用债规模继续下降。非银机构中，8 月保险机构继续增持利率债 191 亿元，较上月少增 215 亿元；广义基金增持利率债 5416 亿元，较上月增加 1152 亿元，单月增持规模续创 2021 年以来新高；证券公司配债规模波动较大，8 月再度转为增持，当月增持利率债 902 亿元；8 月中美利差倒挂幅度再度扩大，当月外资减持利率债规模小幅增加 75 亿元至 268 亿元。

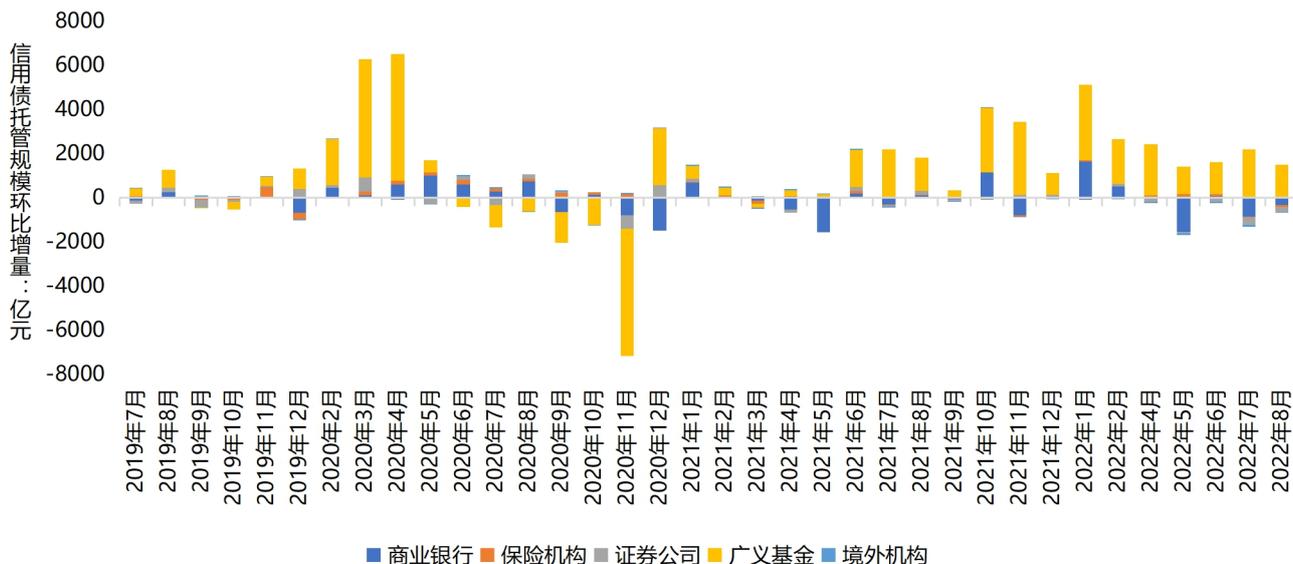
图表 5 2022 年 8 月，广义基金仍是利率债增持主力



数据来源: wind, 东方金诚整理

8 月信用债净供给较 7 月小幅下降，广义基金仍为唯一增持机构。广义基金年初至今配置动力始终较强，8 月增持信用债 1498 亿元，较 7 月少增 688 亿元；其他机构均减持信用债，8 月商业银行和保险机构分别减持信用债 326 亿元和 94 亿元，均为连续第二个月减持，商业银行减持规模有所收窄，保险公司减持规模环比扩大；证券公司连续第 5 个月减持信用债，当月减持信用债 253 亿元，减持规模较 7 月收窄 104 亿元；境外机构为连续第 9 个月减持信用债，当月减持信用债 35 亿元，减持规模较 7 月收窄 42 亿元。

图表 6 2022 年 8 月广义基金仍是信用债唯一增持方

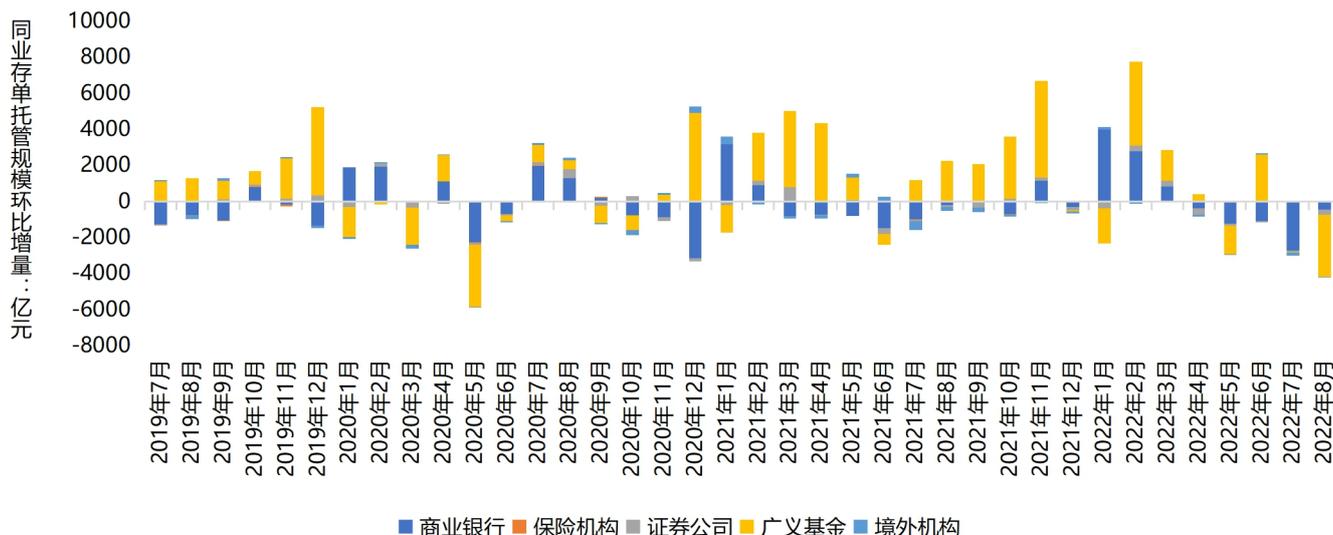


数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

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。

8月同业存单净融资仍为负，除保险机构外其他类型机构投资者均减持存单。其中广义基金减持规模最大，8月减持规模达到3427亿元，单月减持规模创2020年6月以来最高。其他机构中，仅保险机构小幅增持存单5亿元，商业银行、证券公司和境外机构8月分别减持同业存单453亿元、285亿元、36亿元。所有机构均减持存单，除因存单净供给为负外，投资性价比下降或为主要原因：MLF降息推动8月存单发行利率继续下降，至8月底1年期股份行同业存单发行利率已降至1.95%，较7月底继续下降18bps。

图表7 2022年8月仅保险机构小幅增持同业存单



数据来源：wind，东方金诚整理

图表8 2022年8月同业存单发行利率较7月继续下行



数据来源：wind，东方金诚整理

三、机构行为：2022年8月商业银行连续第二个月净减持债券，但减持幅度环比收窄；保险机构配债规模环比回落，仅小幅增持利率债；证券公司再度增持利率债，今年前8个月证券公司配置债券规模波动较大；8月广义基金仍为债市增持主力，从券种看拉久期现象明显；虽然8月中美利差倒挂程度加大，境外机构净减持规模延续收窄。

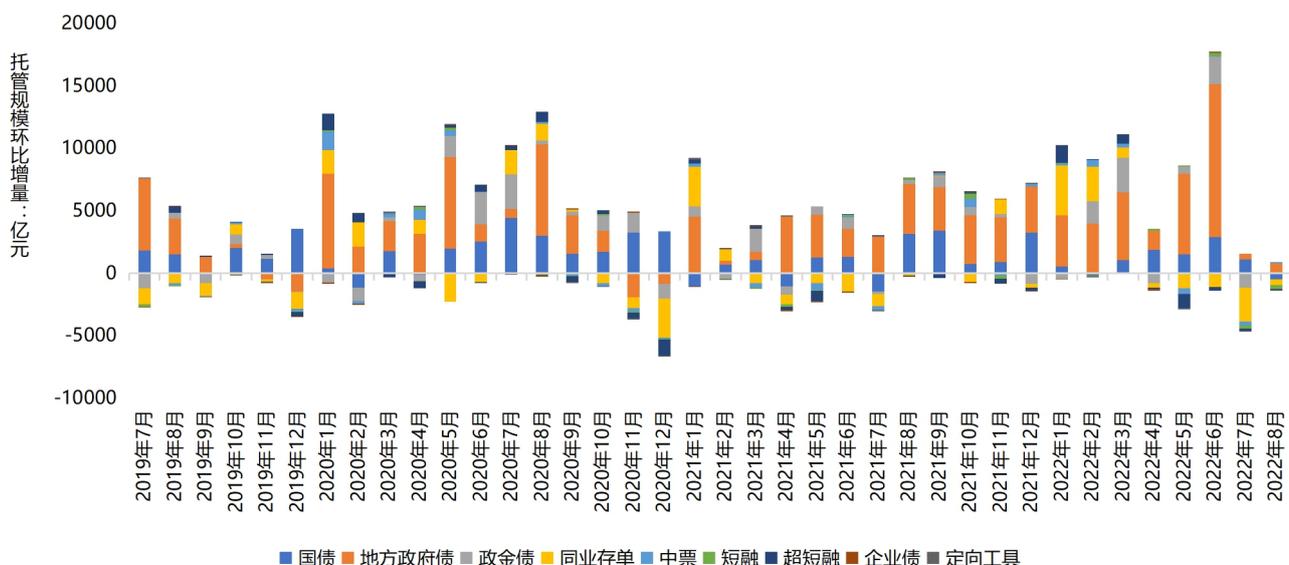
图表9 不同投资机构持券规模月度及环比变化情况（单位：亿元）

	国债		地方政府债		政金债		同业存单		中票		短融		超短融		企业债		定向工具		一般公司债		私募债		合计	
	本月	环比	本月	环比	本月	环比	本月	环比	本月	环比	本月	环比	本月	环比	本月	环比	本月	环比	本月	环比	本月	环比	本月	环比
商业银行	143073	(483)	288238	810	109555	(15)	41567	(453)	13689	73	872	(288)	4836	(77)	4892	(4)	4416	(30)	-	-	-	-	611138	(468)
保险公司	5950	51	12396	118	5673	22	158	5	2002	3	8	(0)	44	(8)	623	(12)	0	0	8073	(71)	127	(5)	35053	102
证券公司	6477	503	4258	326	2323	73	1425	(285)	4499	(4)	130	(16)	256	(26)	1902	(21)	710	(36)	3576	(150)	1889	18	21981	382
广义基金	18303	1612	14856	590	72338	3215	81891	(3427)	59533	909	4320	(80)	15959	(502)	9826	(50)	16412	(45)	39031	737	26102	529	293438	3488
境外机构	23252	23	100	(4)	8033	(287)	1182	(36)	749	(31)	10	1	5	1	44	(5)	1	1	-	-	-	-	33376	(340)
合计	197055	1706	319848	1839	197923	3008	126223	(4197)	80473	950	5339	(384)	21100	(613)	17287	(93)	21538	(110)	50680	516	28117	542	1065583	3165

数据来源：wind，东方金诚整理

8月商业银行配债规模延续为负，但减持规模较7月收窄，当且仅增持地方政府债和中期票据，其他券种均为减持。8月商业银行减持利率债、银行间市场信用债和同业存单共468亿元，上半年地方政府债发行前置及近期政策推动信贷投放增加，在一定程度上挤占银行配债空间，近两个月商业银行配债动能明显减弱。

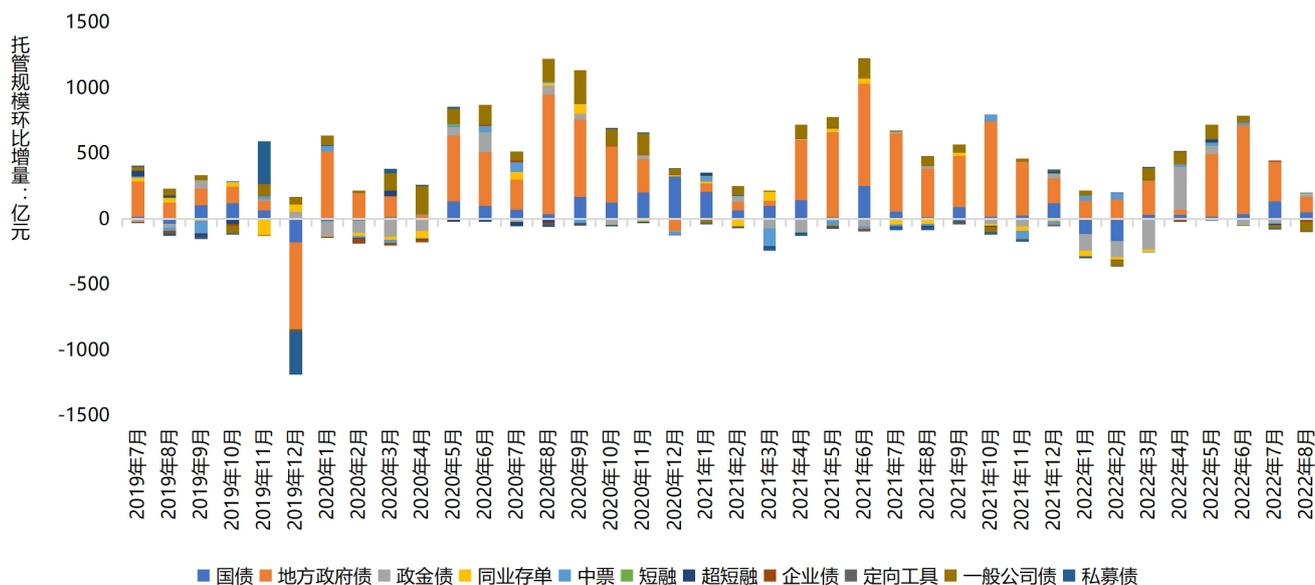
图表10 2022年8月商业银行净减持债券幅度收窄



数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

8月保险机构债券配置规模环比延续回落，当月共增持利率债、同业存单和主要信用债102亿元，环比下降266亿元。分券种看，当月保险机构增持规模最大的券种为地方债（118亿元）和国债（51亿元），此外还小幅增持政金债、同业存单和中票，减持其他券种。在非标压降、股市调整幅度较大背景下，上半年保险机构债市配置动力较强，但7、8月配置动能明显减弱，一方面，这或与保险资金运用规模增速下降有关：根据银保监会数据，今年7月、8月保险资金运用规模环比增速分别为-0.48%和0.53%，低于上半年0.87%的月平均增速。从险资投资债券的数据看，尽管7、8两个月增持债券的规模明显下降，但债券投资占比却升至40.44%的历史高位。另一方面，近两个月受到险资偏爱的地方债供给明显减少、信用利差不断压缩下信用债性价比下降也是险资增持债券动能减弱的重要原因。

图表 11 2022年8月保险机构配债规模环比回落，主要增持地方债和政金债

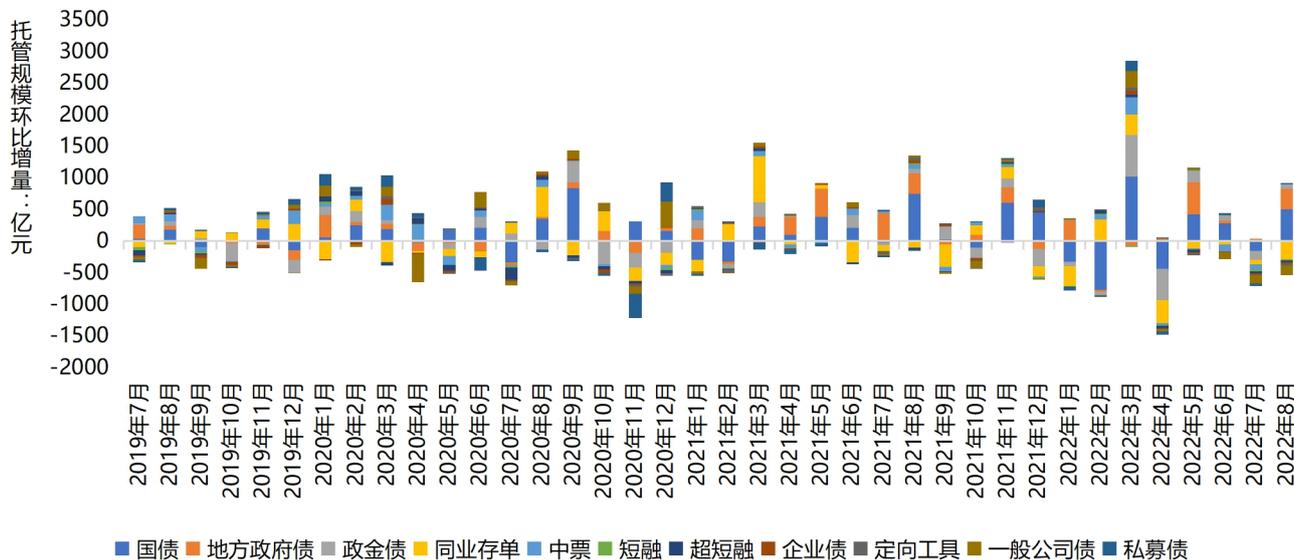


数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

8月证券公司债券配置再度转为净增持，当月共增持利率债、同业存单和主要信用债382亿元。当月主要

增持国债（503 亿元）、地方债（326 亿元）和政金债（73 亿元），并小幅增持私募债，其他券种均为减持。年初以来，证券公司债券配置行为波动较大，8 个月中有 4 个月增持、4 个月减持，反映出复杂的内外部经济环境下，交易盘预期的不稳定。

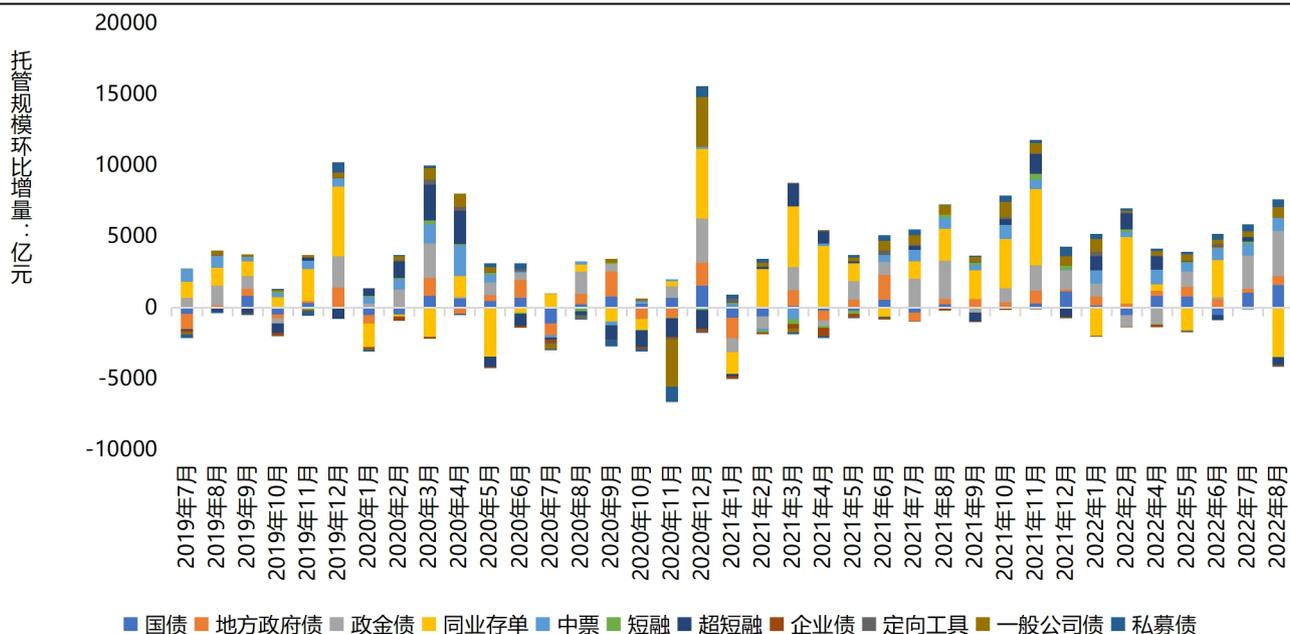
图表 12 2022 年 8 月证券公司增持利率债，减持同业存单和信用债



数据来源：wind、上交所网站、深交所网站，东方金诚整理

8 月广义基金债券配债动能继续上行，连续第二个月成为债券市场增持的绝对主力。8 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 3488 亿元，环比少增 2292 亿元，连续第二个月成为债券市场增持的绝对主力。8 月广义基金增持的主要券种为政金债（3215 亿元）、国债（1612 亿元）和中票（909 亿元），此外，地方债、一般公司债和私募债亦获增持。8 月广义基金主要减持同业存单 3427 亿元，另外减持（超）短融（582 亿元），小幅减持企业债和定向工具。从券种配置情况看，8 月广义基金拉久期现象明显：目前债券市场信用利差、品种利差、等级利差等均较年初大幅压缩且处于历史低位水平，唯有期限利差仍高，成为交易盘挖掘超额收益的重要方向。

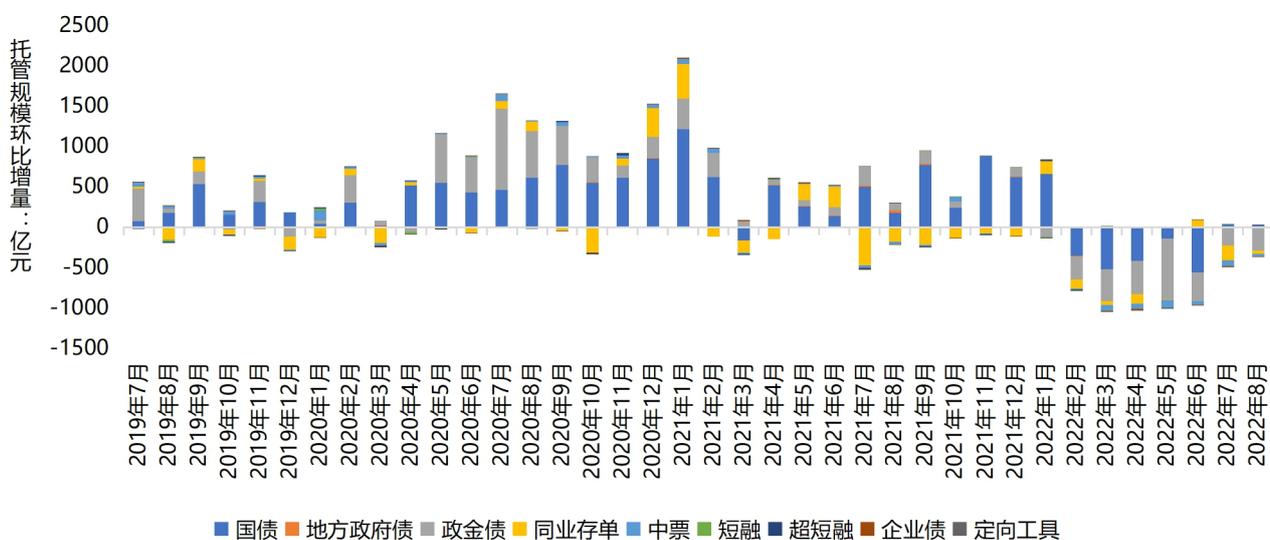
图表 13 2022 年 8 月广义基金配债规模有所提升，增持利率债和信用债，减持同业存单



数据来源: wind、上交所网站、深交所网站, 东方金诚整理

8月境外机构减持国内债券规模继续下降, 小幅增持国债和部分信用债。 8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340亿元, 降幅较7月收窄114亿元, 为连续第三个月收窄。分券种看, 8月境外机构小幅增持国债23亿元, 超(短融)2亿元和定向工具1亿元, 其余券种均为减持, 其中减持规模最大的为政金债(287亿元)。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月美国10年期国债收益率大幅上升叠加国内降息, 中美利差倒挂幅度从7月底的8.6bps快速扩大至8月底的53bps。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, 国外央行增配国债对因中美利差倒挂产生的外资流出形成一定对冲, 因此从数据上看, 外资在7、8两个月小幅增持国债。

图表 14 2022年8月境外机构净减持规模继续收窄

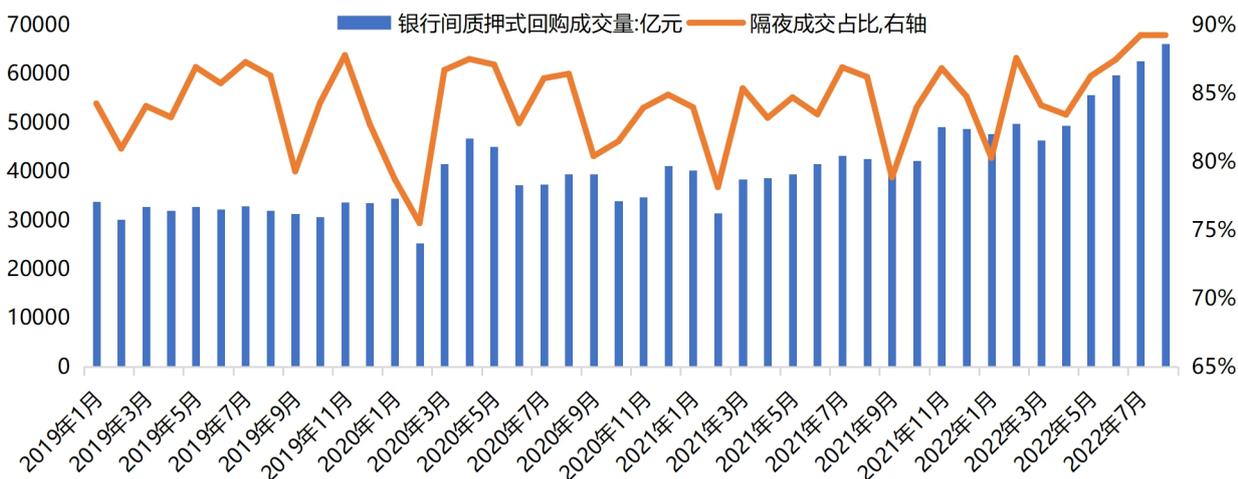


数据来源: wind、上交所网站、深交所网站, 东方金诚整理

四、2022年8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

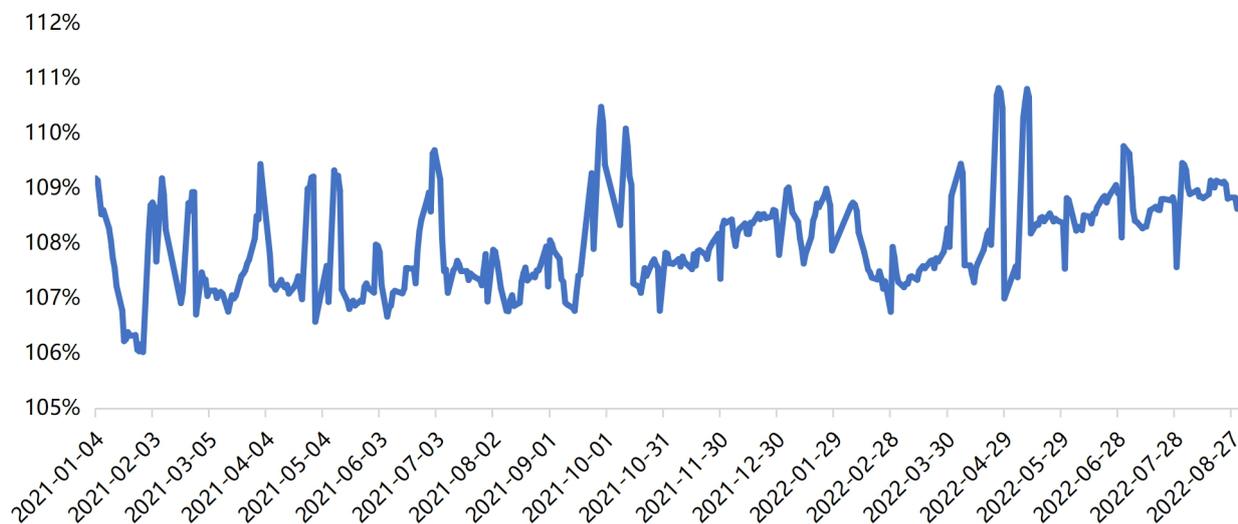
8月资金利率继续低于政策利率运行，机构杠杆率上行。银行间市场质押式回购日均值达到6.61万亿元，续创历史新高，较上月均值继续增加0.35亿元，其中隔夜成交占比89.27%，环比微增0.01%。8月机构杠杆率保持上行趋势，日均杠杆率108.9%，较7月继续上升0.27%。

图表 15 2022年8月日均质押式回购成交规模续创历史新高



数据来源：wind，东方金诚整理

图表 16 8月机构日均杠杆率继续上行



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，8月24日国常会决定新增3000亿元以上政策性开发性金融工具额度、依法用好5000多亿元专项债结存限额，地方债和政金债供给将增加，但预计利率债供给压力仍将小于上半年；信用债融资环境整体友好，预计产业债发行量保持平稳，但严禁新增地方政府隐性债务背景下城投债融资监管仍严，预

计下半年城投债净融资同比将仍处收缩区间；今年前8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，随着结构性政策工具引导下的信贷投放增加，同业存单净融资将回升。

需求方面，需求方面，同业存单净融资持续数月为负且发行利率保持低位显示银行负债端压力不大，银行配债规模有望随利率债供给增加有所修复；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；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；9月中美利差倒挂幅度继续走阔，目前已超过100bps，由于外资流动与中美利差相关性较强，预计外资净流出国内债市的趋势将延续。但在人民币SDR权重提升、人民币成为国际第四大支付货币背景下，人民币资产储备需求上升，将对债市的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、引用或以任何方式传播。未获书面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。

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。