

## 商业银行整体减持，广义基金持续加仓 ——7月中债登、上清所托管数据点评

### 基本结论

- **供给端：地方债发行放缓，信用债及存单净融资明显下降。**7月利率债发行同比增加，地方债发行明显放缓；利率债净融资同比下降，但国债净融资同比大增。信用债发行规模小幅下降，净融资大幅回落；短融净融资额有所提升，中票、企业债、公司债及定向工具净融资额均较上月有所下降，其中企业债及定向工具净融资额由正转负。7月利率债和信用债发行利率均有所下降，发行期限均有所缩短。同业存单净融资环比由正转负，发行利率小幅下降，发行期限变化不大。
- **需求端：商业银行由加仓转为减持，广义基金继续大幅增持。**7月中债登和上清所债券托管总量共计124.47万亿元，环比增长1750亿元。分券种来看，利率债各券种托管量均有所增加，信用债总托管量小幅增加，存单托管量由增加转为减少。分机构来看，广义基金加仓量有所提升，商业银行及证券公司大幅减仓，境外机构连续6个月减仓。具体来看：

**商业银行整体由增持转为减持。**利率券种中，国债及地方政府债增持力度环比均显著减小，政金债由增持转为减持；信用债各券种均减持；同业存单减持力度明显加大。

**广义基金增持力度有所加大。**利率债各券种均增持，国债和政金债的增持力度加大；信用券种中，短融超短融由减持转为增持，中期票据加仓量持续增加，企业债和定向工具由增持转为减持；同业存单由增持转为减持；商业银行债增量环比提升。

**保险公司整体加仓力度有所减小。**利率券种中，国债增持力度加大，地方债加仓量环比减少；信用债整体由增持转为减持，其中短融超短融和中期票据均减持；同业存单持仓量变化不大；商业银行债增量略有下降。

**证券公司整体由增持转为减持。**利率券种中，国债和政金债由加仓转为减仓，地方债增持力度变化不大；信用债各券种均减持；同业存单和商业银行债均维持减持，减仓力度有所加大。

**境外机构连续6个月减持境内债券，但减仓量小幅下降。**利率券种中，国债由减持转为小幅增持，地方债和政金债均维持减持；信用券种均减持；同业存单由增持转为减持；商业银行债减持量小幅增加。

- **从供给情况来看，7月利率债发行融资环比均有所下降，信用债及存单净融资额也明显减少。**利率券种中，国债净融资同比大幅增加，政金债净融资环比同比双回落，地方债发行明显放缓；信用债净融资环比显著下降，除短融超短融外其余券种净融资均环比下降。同业存单净融资较上月显著减少。
- **从配置情况来看，7月流动性持续宽松，广义基金增持力度有所加大，商业银行和证券公司由加仓转为减仓，外资持续流出。**具体来看，商业银行仅对国债和地方政府债继续增持；广义基金加仓量有所提升，主要增持国债、政金债和商业银行债；保险公司延续加仓态势，主要增持国债和地方政府债；证券公司由增持转为减持，主要减持国债和政金债；境外机构连续6个月减持境内债券，但减仓量有所下降，主要减持政金债。
- **风险提示：1）信用风险；2）宏观经济发展的不确定性；3）货币政策宽松不及预期。**

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001  
aixiongfang@gjzq.com.cn

朱蕾 联系人  
zhul@gjzq.com.cn

2022年7月债券托管数据已公布，我们的点评如下，供投资者参考。

### 一、供给端：地方债发行放缓，信用债及存单净融资明显下降

**地方债发行规模下降，利率债净融资环比明显回落。**7月利率债共发行2.03万亿元，同比增长8%，其中国债发行1.05万亿元，同比增长66%，增速有所提升；地方债及政金债分别发行4063亿元及5695亿元，发行规模分别同比下降38%和3%。利率债净融资额4256亿元，同比减少20%，环比大幅减少79%，其中国债净融资3940亿元，同比增长了2倍以上；政金债1068亿元，同比减少63%；地方债净融资额为-752亿元，环比由正转负，同比减少119%。

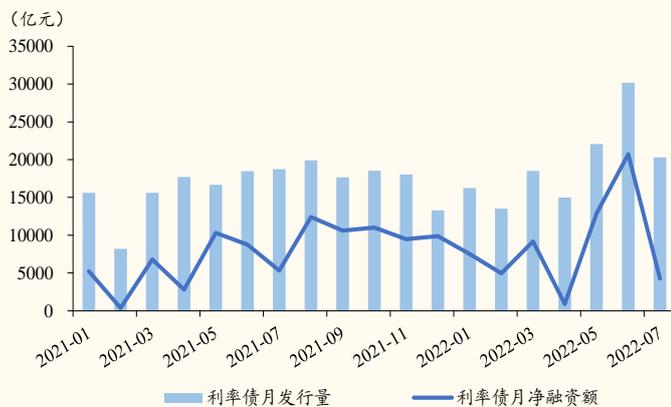
**利率债发行利率下降，发行期限缩短。**7月利率债加权平均发行期限<sup>1</sup>为5.92年，比上月减少5.30年，加权平均票面利率为2.40%，较上月减少33bps。

**信用债发行规模小幅下降，净融资大幅回落。**7月信用债发行9964亿元，同比减少7%；净融资额为721亿元，同比显著减少68%。与上月相比，短融净融资额有所提升，环比增长21%，而中票、企业债、公司债及定向工具净融资额均较上月有所下降，分别减少62%、116%、26%和146%，其中企业债及定向工具净融资额由正转负。

**信用债发行利率下降，发行期限缩短。**7月信用债加权平均发行期限为2.45年，较上月减少0.12年，加权平均发行利率为3.06%，较上月下降24bps。

**同业存单净融资环比由正转负，发行利率小幅下降，发行期限变化不大。**7月同业存单发行量为1.46万亿元，同比下降22%，环比下降23%，净融资缺口为2934亿元，环比由正转负。7月同业存单加权平均发行期限为0.71年，较上月无明显变化，加权平均发行利率为2.10%，环比下降11bps。

图表 1：利率债发行规模和净融资规模



来源：Wind，国金证券研究所

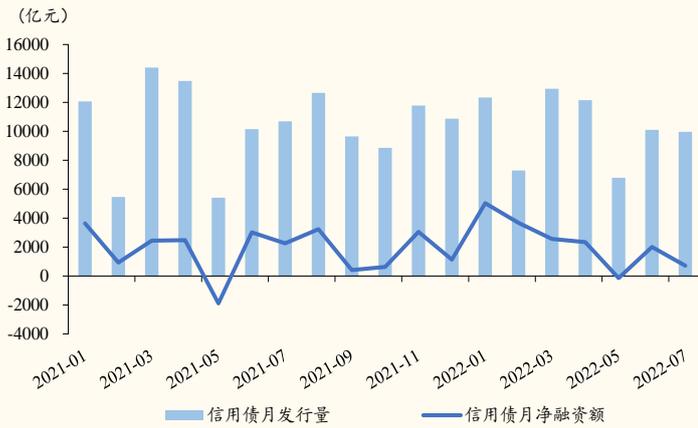
图表 2：利率债加权平均发行期限与发行利率走势情况



来源：Wind，国金证券研究所

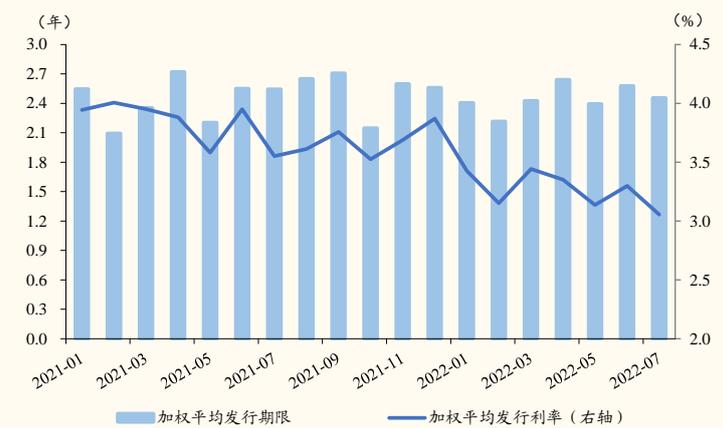
<sup>1</sup>以发行额为权数，下同。

图表 3: 信用债发行规模和净融资规模



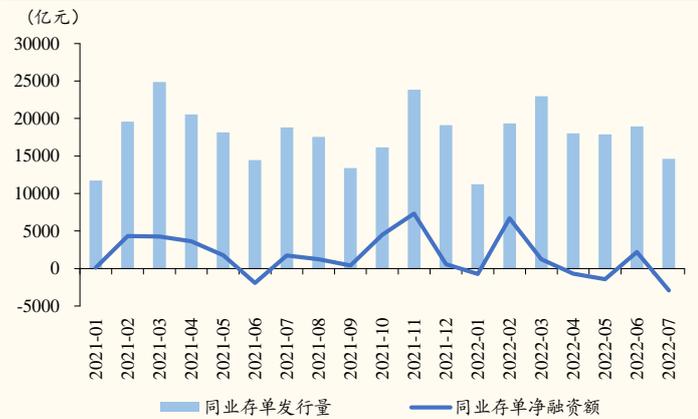
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 信用债加权平均发行期限与发行利率走势情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 同业存单发行规模和净融资规模



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 同业存单加权平均发行期限与发行利率走势情况



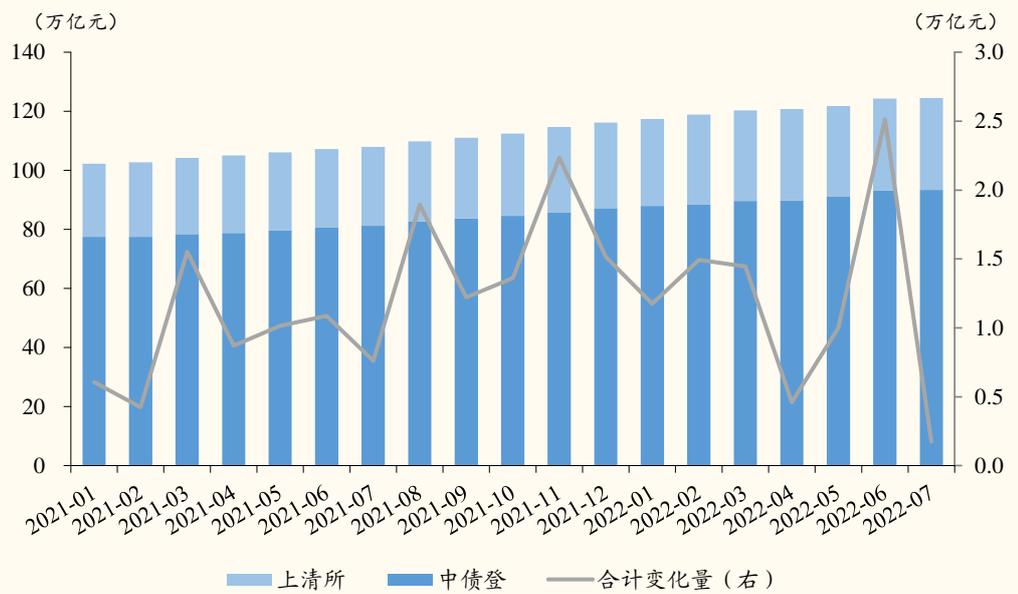
来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、需求端：商业银行由加仓转为减仓，广义基金继续大幅增持

### 1、托管数据总览

7月中债登和上清所债券托管总量共计 124.47 万亿元，环比增长 1750 亿元，其中中债登托管量为 93.4 万亿元，环比增长 2995 亿元；上清所托管量为 31.07 万亿元，环比减少 1245 亿元。

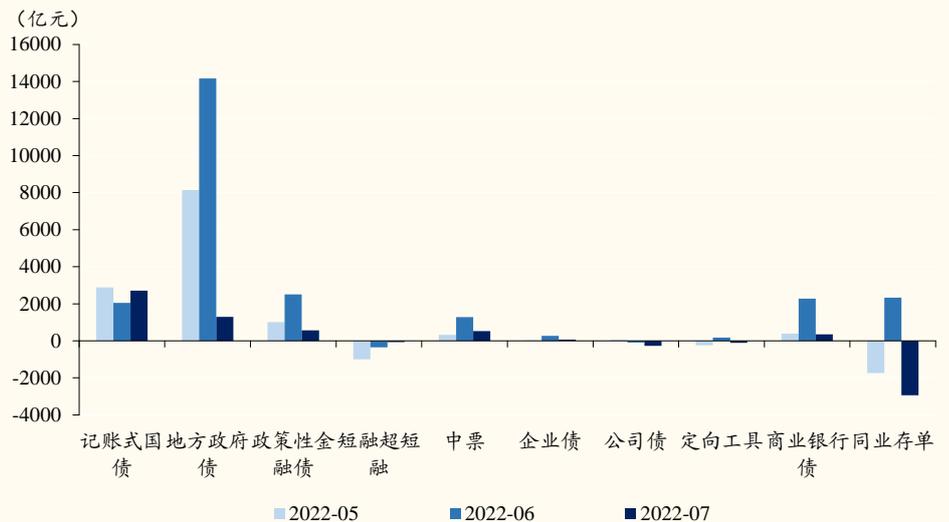
图表 7: 中债登和上清所托管总量及变化



来源: Wind, 国金证券研究所

分券种来看, 利率债各券种托管量均有所增加, 信用债总托管量小幅增加, 存单托管量由增加转为减少。本月利率债各券种托管量均有所增长, 其中国债增加 2708 亿元, 增量环比上升 654 亿元; 地方债与政金债托管量分别增加 1290 亿元和 560 亿元, 但增量环比显著回落。信用债托管总量提升 141 亿元, 增量环比有所下降, 其中中票和企业债分别增加 524 亿元和 67 亿元; 短融超短融、定向工具和公司债托管量分别下降 64 亿元、112 亿元和 273 亿元。商业银行托管量增加 350 亿元, 但增量环比大幅下降 1932 亿元。同业存单托管量由增加转为减少 2932 亿元。

图表 8: 主要券种托管量变化情况

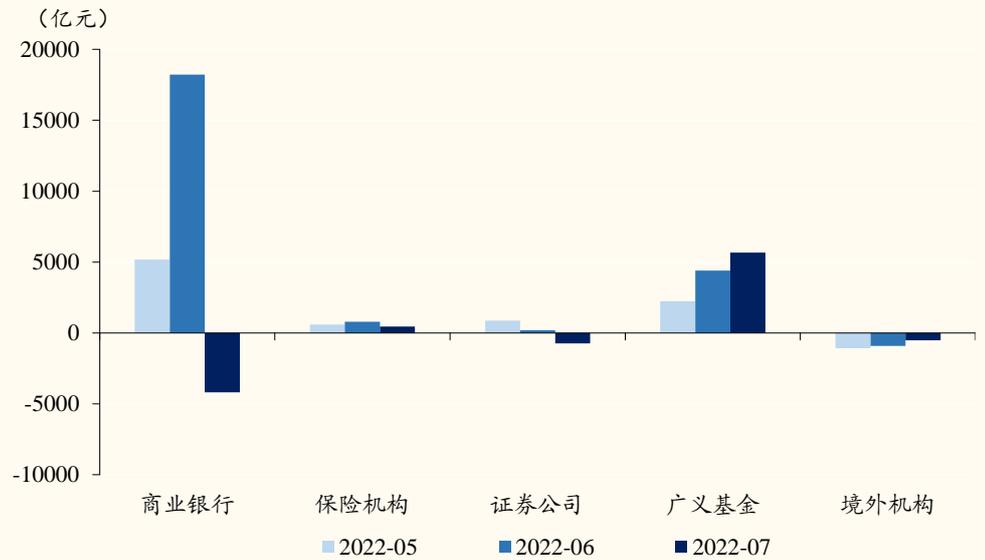


来源: Wind, 国金证券研究所

分机构来看, 广义基金加仓量有所提升, 商业银行及证券公司大幅减仓, 境外机构连续 6 个月减仓。本月广义基金加仓 5678 亿元, 加仓量环比提升 1284 亿元; 商业银行及证券公司分别减仓 4191 亿元和 733 亿元, 由加仓转为减仓;

保险机构持仓量持续增加，但 7 月加仓量减少至 452 亿元；境外机构连续 6 个月减持境内债券，7 月减仓 523 亿元，减仓量环比有所下降。

图表 9：主要机构持仓变化情况



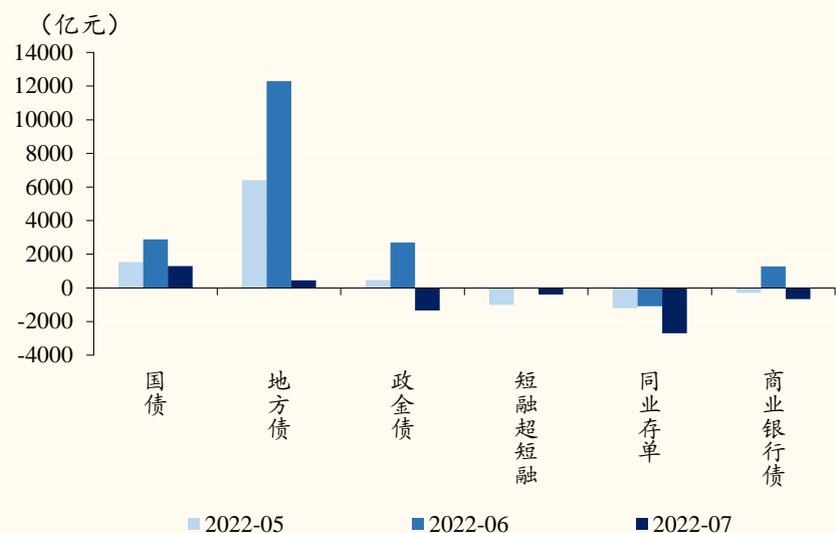
来源：Wind，国金证券研究所

## 2、机构行为

### 2.1 商业银行

商业银行由增持转为减持，主要增持国债，减持政金债和同业存单。商业银行 7 月整体由增持改为减持 4191 亿元。利率券种中，国债及地方政府债分别增持 1289 亿元和 442 亿元，但增持力度环比均显著减小，地方债加仓量环比大幅减少 1.18 万亿元；政金债减持 1350 亿元，由增持转为减持。信用债各券种均减持，短融超短融、中票、企业债、公司债和定向工具分别减持 403 亿元、319 亿元、27 亿元、161 亿元和 106 亿元。同业存单减持 2704 亿元，减持力度明显加大；商业银行债由增持转为减持 660 亿元。

图表 10：商业银行持仓变化情况

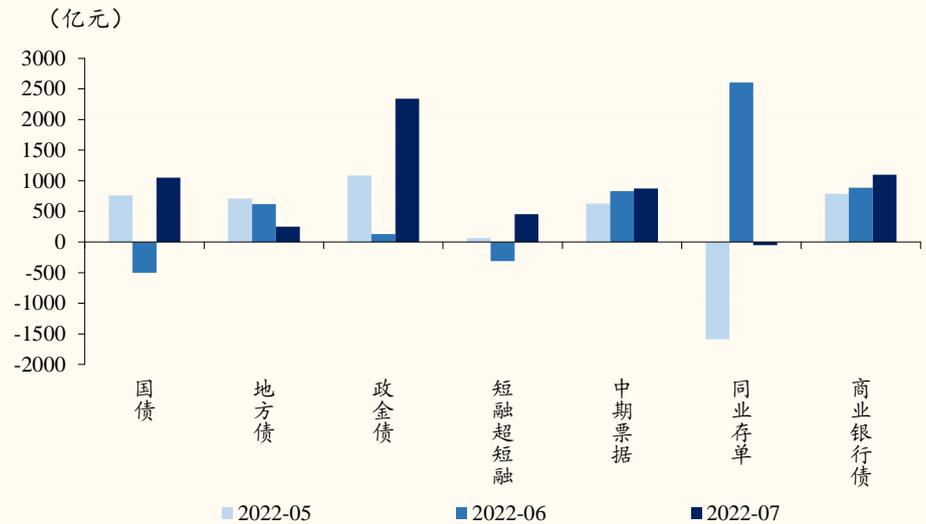


来源：Wind，国金证券研究所

## 2.2 广义基金

广义基金增持力度有所加大，主要增持利率债和商业银行债。广义基金 7 月整体增持 5678 亿元，环比增加 1284 亿元。利率债各券种均增持，其中对国债和政金债分别增持 1051 亿元和 2340 亿元，增持力度加大；地方政府债增持 252 亿元，增量环比下降 365 亿元。信用债中，短融超短融由减持转为增持 453 亿元；中期票据增持 873 亿元，加仓量持续增加；企业债和定向工具由增持转为减持；公司债减持 122 亿元，减仓力度有所加大。同业存单由增持转为减持 51 亿元；商业银行债增持 1099 亿元，增量环比增加 213 亿元。

图表 11: 广义基金持仓变化情况



来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.3 保险公司

保险公司整体增持力度有所减小，主要增持地方政府债。保险公司 7 月整体增持 452 亿元，加仓量有所下降。利率券种中，国债和地方政府债分别增持 137 亿元和 300 亿元，国债增持力度加大，但地方债加仓量环比减少 381 亿元。信用债由增持转为减持，其中短融超短融和中期票据均减持 5 亿元。同业存单持仓量变化不大。商业银行债增持 52 亿元，增量略有下降。

图表 12: 保险公司持仓变化情况

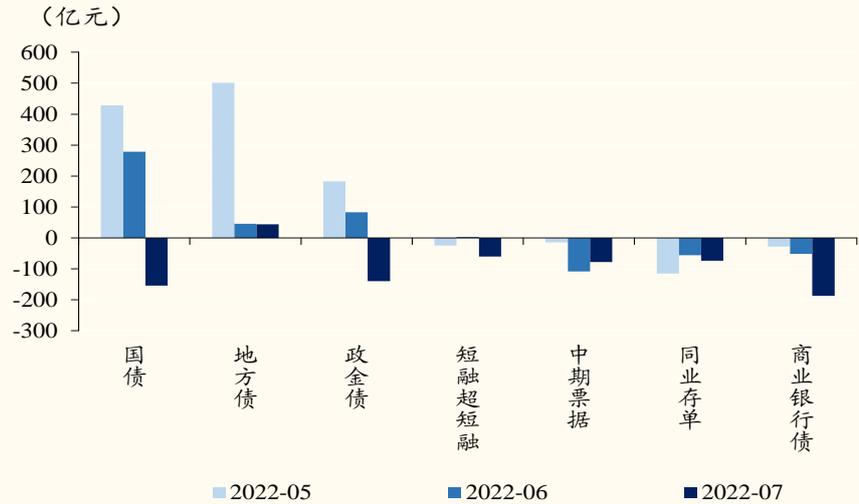


来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.4 证券公司

证券公司由增持转为减持，主要减持国债和政金债。证券公司 7 月整体减持 733 亿元，由增持转为减持。利率券种中，国债和政金债由加仓转为减仓，分别减持 154 亿元和 140 亿元；地方债增持 44 亿元，增持力度变化不大。信用债各券种均减持，短融超短融、中票和企业债分别减持 60 亿元、78 亿元和 24 亿元。同业存单和商业银行债均持续减持，分别减持 74 亿元和 187 亿元，减仓力度有所加大。

图表 13: 证券公司持仓变化情况

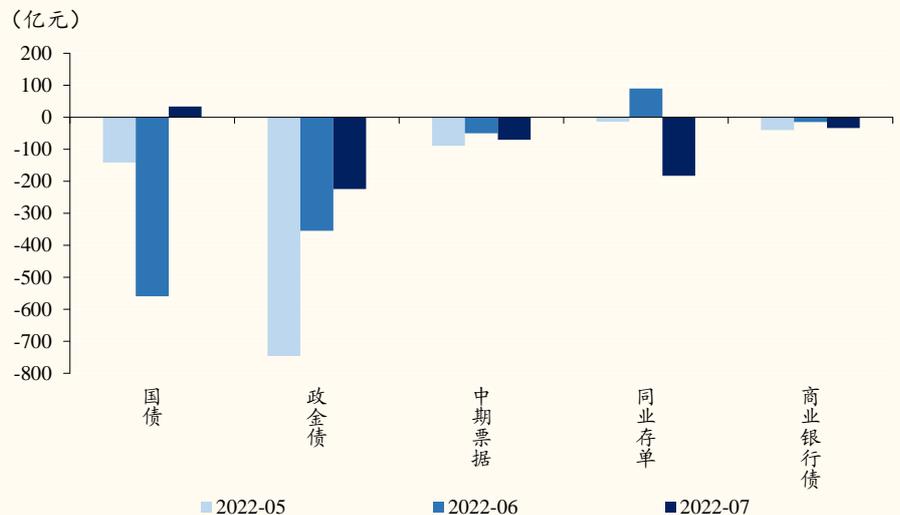


来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.5 境外机构

境外机构连续 6 个月减持境内债券，但减仓量小幅下降，主要减持政金债。境外机构 7 月整体减持 523 亿元，减仓量环比下降 385 亿元。利率券种中，国债由减持转为小幅增持 33 亿元，地方债和政金债均维持减持，分别减持 2 亿元和 224 亿元。信用券种均减持，其中中期票据减持 71 亿元，减仓力度小幅加大。同业存单由增持转为减持 183 亿元。商业银行债减持 34 亿元，减持量小幅增加。

图表 14: 境外机构持仓变化情况

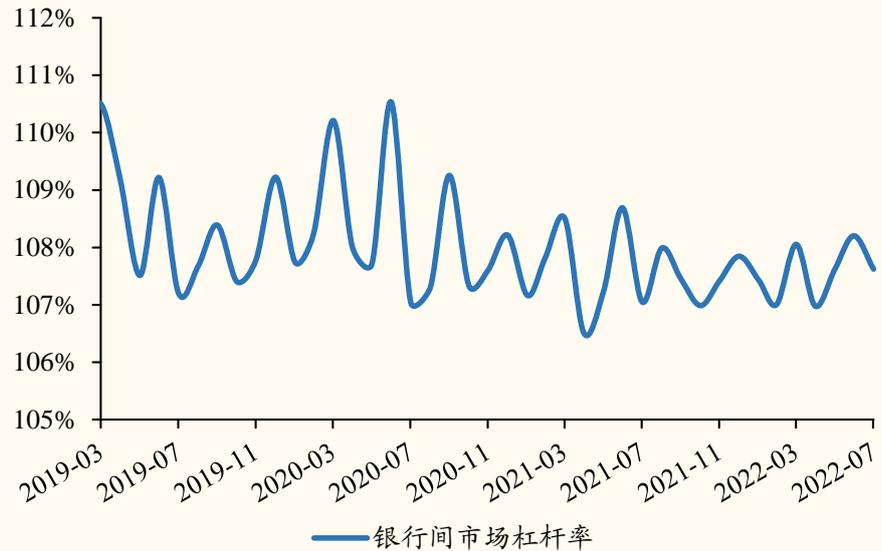


来源：Wind，国金证券研究所

### 3、杠杆情况

7月市场资金面较为充裕，但月末受到央行逆回购缩量的影响，资金面略微收紧。全月来看，银行间市场杠杆率<sup>2</sup>由108.20%下降至107.62%，环比下降0.58个百分点。

图表 15：银行间市场杠杆率



来源：Wind，国金证券研究所

### 三、小结

从供给情况来看，7月利率债发行融资环比均有所下降，信用债及存单净融资额也明显减少。具体来看，利率券种中，国债净融资同比大幅增加，政金债净融资环比同比双回落，由于二季度已完成大部分新增专项债券的发行工作，7月地方债发行明显放缓；信用债净融资环比显著下降，其中短融超短融净融资环比有所提升，其余券种净融资均环比下降。同业存单净融资较上月显著减少。

从配置情况来看，7月市场流动性持续宽松，广义基金增持力度有所加大，商业银行和证券公司由加仓转为减仓，外资持续流出。具体来看，商业银行仅对国债和地方政府债继续增持；广义基金加仓量有所提升，主要增持国债、政金债和商业银行债；保险公司延续加仓态势，主要增持国债和地方政府债；证券公司由增持转为减持，主要减持国债和政金债；境外机构连续6个月减持境内债券，但减仓量有所下降，主要减持政金债。

### 四、风险提示

- 1) 信用风险：若超预期信用风险事件发生，可能导致流动性收缩；
- 2) 宏观经济发展不确定性：新冠疫情反复扰动，可能导致经济下行超预期；
- 3) 货币政策宽松不及预期：未来政策落地情况仍有不确定性，货币政策宽松节奏可能不及预期。

<sup>2</sup> 银行间市场杠杆率=银行间债券托管量/(银行间债券托管量-银行间质押式回购余额)，由于2021年3月起中债登不再公布银行间质押式回购余额，在考虑实际占用天数的前提下，使用各期限银行间质押式回购期间成交量(未到期)求和计算。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402