

商业银行大幅增持，同业存单托管规模上升

证券研究报告

2024年02月27日

2024年1月中债登和上清所托管数据点评

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com隋修平 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523110001
suixiuping@tfzq.com魏予陶 联系人
weiyutao@tfzq.com

摘要:

1月托管数据有哪些需要关注?

(1) 商业银行大幅增持，广义基金维持增持，保险机构小幅增持

受低基数影响，2024年1月信用债发行总量环比、同比均显著增长，净融资额大幅增加，各类型机构配置利率债规模保持平稳，主要增持同业存单。1月主要信用债托管规模有所上升，环比增加1.86%。

商业银行主要券种托管规模环比增加7764亿，主要增持同业存单。整体减少了主要利率债配置434亿，增加了主要信用债配置1039亿。

广义基金主要券种托管规模环比增加4573亿，主要增持同业存单。整体增加了主要利率债、信用债的配置99亿、1947亿。

保险机构主要券种托管规模环比增加331亿，主要增持国债。整体增加了主要利率债、信用债的配置211亿、40亿。

(2) 境外机构大幅增持

1月，境外机构继续大幅增持。境外机构主要券种托管规模环比增加1966亿，主要增持同业存单。整体增加了主要利率债配置796亿，减少了主要信用债配置6亿。

近期报告

- 《固定收益：转债下修因子&策略梳理盘点-转债量化专题》2024-02-26
- 《固定收益：细看各地两会报告：化债、债务调配……-信用债市场周报（2024-02-25）》2024-02-26
- 《固定收益：转债“深V”行情修复几何？-可转债市场周报（2024.02.25）》2024-02-25

风险提示：机构行为超预期、政策变化超预期、宏观经济下行风险

内容目录

1. 托管数据总览：同业存单为主要增量	4
2. 分券种	4
2.1. 利率债：境外机构显著增持，地方债托管规模增加明显	4
2.2. 信用债：同业存单为主要增量，超短融增量次之	5
3. 分机构：商业银行大幅增持，广义基金维持增持，保险机构小幅增持	7
4. 资金拆借：杠杆率环比上升	9
5. 小结	10

图表目录

图 1：中债登和上清所债券托管规模变化情况	4
图 2：主要券种托管规模变化情况	4
图 3：主要利率债分投资机构类型托管规模变化情况	4
图 4：国债托管规模变化情况	4
图 5：地方债托管规模变化情况	5
图 6：政策性银行债托管规模变化情况	5
图 7：企业债托管规模变化情况	5
图 8：上清所中票托管规模变化情况	5
图 9：短融托管规模变化情况	6
图 10：超短融托管规模变化情况	6
图 11：主要信用债分投资机构类型托管规模变化情况	6
图 12：同业存单托管规模变化情况	6
图 13：主要信用债托管规模走势及环比变化	6
图 14：商业银行托管债券规模变化情况	7
图 15：广义基金托管债券规模变化情况	7
图 16：保险机构托管债券规模变化情况	8
图 17：证券公司托管债券规模变化情况	8
图 18：信用社托管债券规模变化情况	8
图 19：境外机构托管债券规模变化情况	8
图 20：境外机构持有主要券种月度环比变化	8
图 21：境外机构不同券种托管规模走势	9
图 22：境外机构不同券种托管规模占比走势	9
图 23：R001 季节性	9
图 24：DR007 季节性	9
图 25：银行间杠杆率估算走势	10
图 26：广义基金和商业银行持有利率债月度环比变化	10
图 27：广义基金和商业银行持有信用债月度环比变化	10

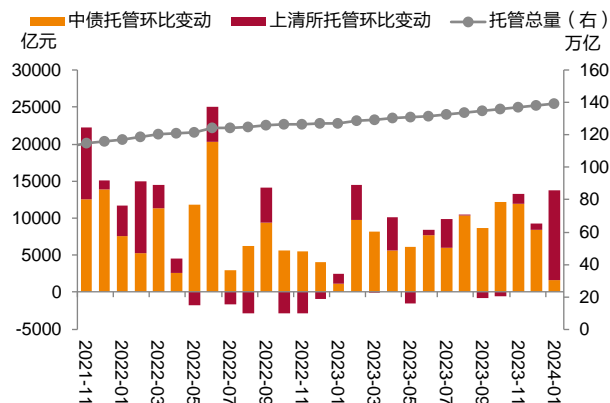
图 28: 信用债发行、偿还和净融资规模	11
图 29: 境外机构持有利率债月度环比变化	11

近日，中债登和上清所陆续公布了 2024 年 1 月的债券托管数据。

1. 托管数据总览：同业存单为主要增量

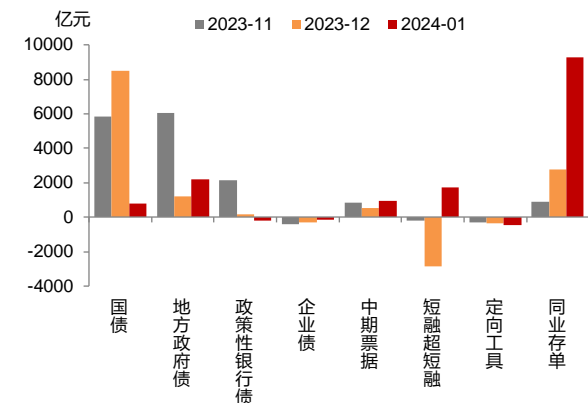
2024 年 1 月，中债登债券总托管量环比增加 1590 亿至 106.25 万亿，增量主要来源于国债和地方政府债；上清所债券总托管量环比增加 12228 亿至 33.21 万亿，增量主要来源于同业存单和超短期融资券。银行间债券总托管量增加 13818 亿至 139.46 万亿，环比增长 1.00%（12 月为增长 0.68%）。

图 1：中债登和上清所债券托管规模变化情况



资料来源：中债登，上清所，Wind，天风证券研究所

图 2：主要券种托管规模变化情况



资料来源：中债登，上清所，Wind，天风证券研究所

2. 分券种

2.1. 利率债：境外机构显著增持，地方债托管规模增加明显

主要利率债（包括国债、地方债、政策性银行债）托管规模环比增加 2724 亿。分机构看，广义基金、商业银行、境外机构、证券公司、保险机构、分别增持 877 亿、666 亿、802 亿、338 亿、340 亿、信用社、其他、分别减持 68 亿、8 亿、此外，柜台市场增加 54 亿，交易所市场减少 277 亿。

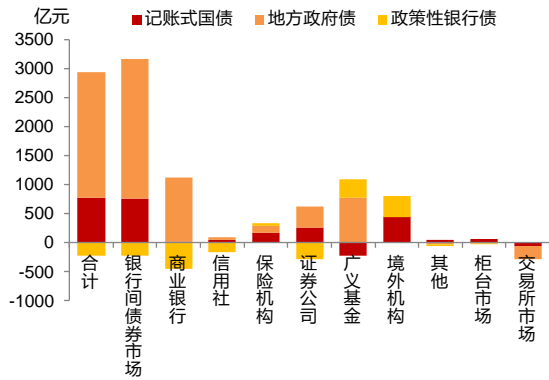
国债托管规模增加了 774 亿。境外机构、证券公司、保险机构为最主要的增持机构，增持 438 亿。证券公司、保险机构、其他、信用社、商业银行分别增持 259 亿、170 亿、51 亿、45 亿、21 亿；广义基金减持 216 亿。此外，柜台市场增加 64 亿，交易所市场减少 58 亿。

地方债托管规模增加 2173 亿。商业银行为最主要的增持机构，增持 1099 亿。广义基金、证券公司、保险机构、信用社、境外机构分别增持 777 亿、361 亿、129 亿、46 亿、6 亿；其他减持 21 亿。此外，柜台市场、交易所市场分别减少 6 亿、218 亿。

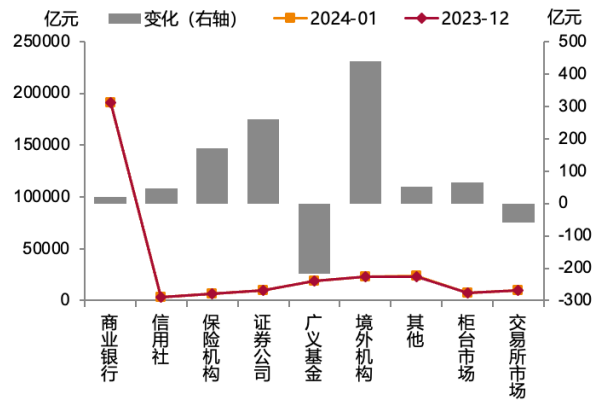
政策性银行债托管规模减少了 223 亿。境外机构为最主要的增持机构，增持 357 亿。广义基金、保险机构、分别增持 315 亿、41 亿；商业银行、证券公司、信用社、其他分别减持 455 亿、281 亿、159 亿、37 亿。此外，柜台市场减少 4 亿，交易所市场减少 0 亿。

图 3：主要利率债分投资机构类型托管规模变化情况

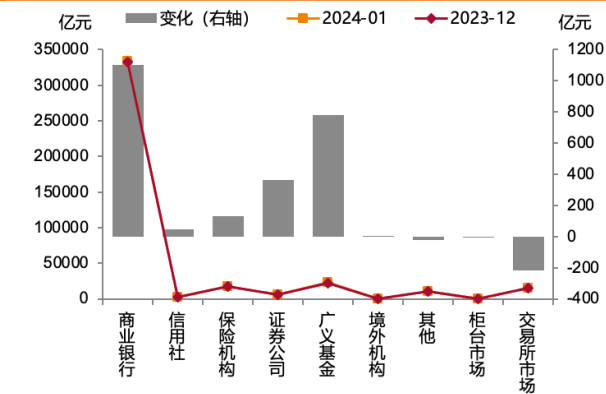
图 4：国债托管规模变化情况



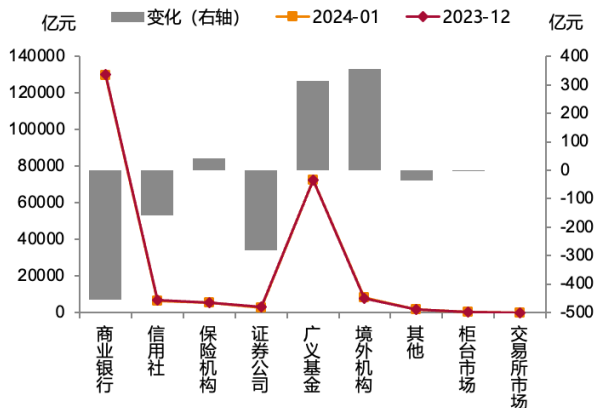
资料来源：中债登，Wind，天风证券研究所



资料来源：中债登，Wind，天风证券研究所

图 5：地方债托管规模变化情况


资料来源：中债登，Wind，天风证券研究所

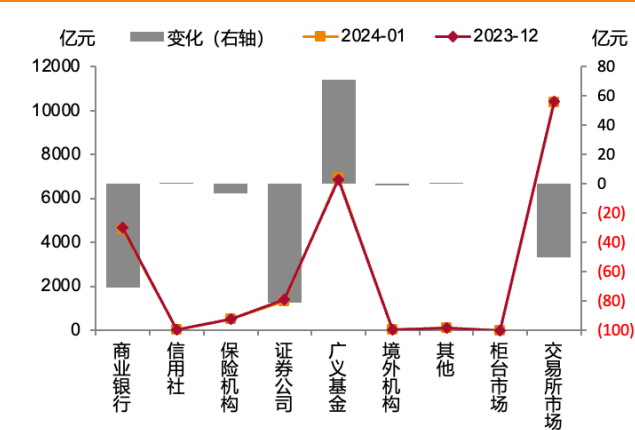
图 6：政策性银行债托管规模变化情况


资料来源：中债登，Wind，天风证券研究所

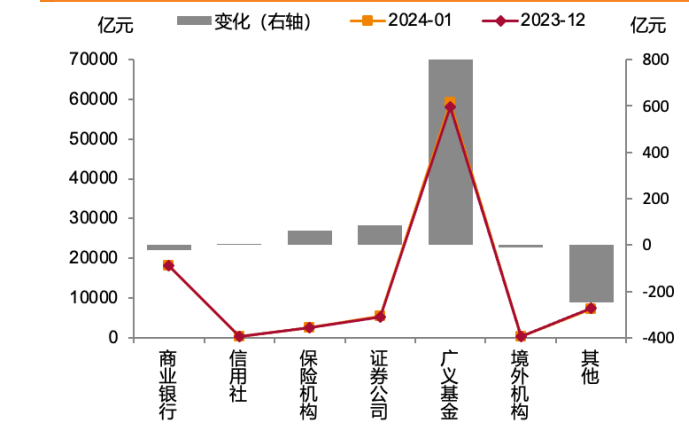
2.2. 信用债：同业存单为主要增量，超短融增量次之

企业债托管规模减少 139 亿。其中银行间债券市场减少 88 亿，交易所托管规模减少 50 亿。广义基金、信用社、其他分别增持 71 亿、1 亿、0 亿；证券公司、商业银行、保险机构、境外机构分别减持 81 亿、71 亿、7 亿、1 亿。

上清所中票托管规模增加 967 亿。广义基金、证券公司、保险机构、信用社分别增持 1091 亿、87 亿、64 亿、3 亿；其他、商业银行、境外机构、分别减持 248 亿、20 亿、9 亿。

图 7：企业债托管规模变化情况


资料来源：中债登，Wind，天风证券研究所

图 8：上清所中票托管规模变化情况


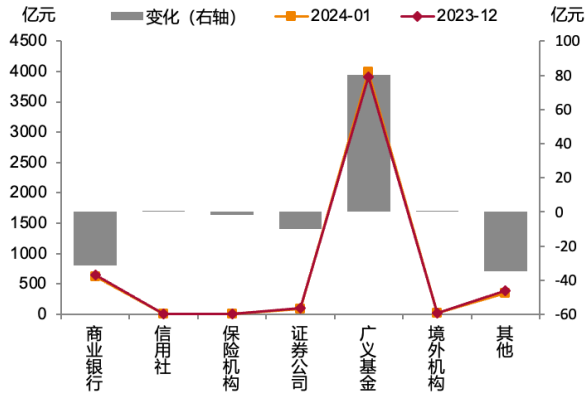
资料来源：上清所，Wind，天风证券研究所

短融托管规模增加 3 亿。广义基金、境外机构、信用社、分别增持 80 亿、1 亿、0 亿；

其他、商业银行、证券公司、保险机构分别减持 35 亿、31 亿、10 亿、2 亿。

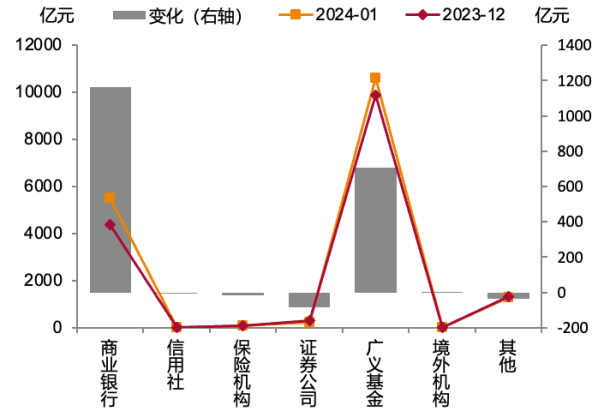
超短融托管规模增加 1728 亿。 商业银行、广义基金、境外机构、分别增持 1162 亿、704 亿、3 亿；证券公司、其他、保险机构、信用社分别减持 86 亿、36 亿、15 亿、3 亿。

图 9：短融托管规模变化情况



资料来源：上清所，Wind，天风证券研究所

图 10：超短融托管规模变化情况

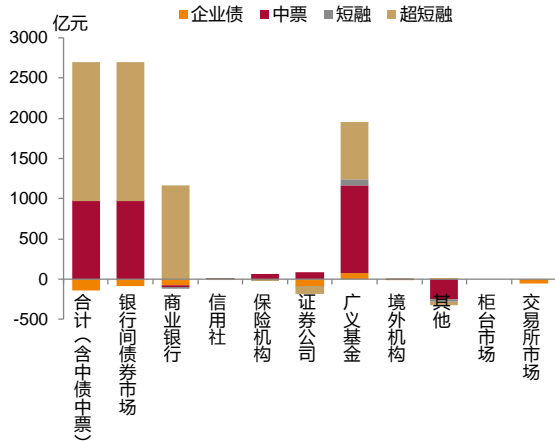


资料来源：上清所，Wind，天风证券研究所

非金融信用债（包括企业债、中票、短融、超短融）合计托管规模增加 2560 亿。 分债券类型来看，超短融、中票、短融分别增加了 1728、967、3 亿；企业债减少了 139 亿。在不考虑中债托管的中票情况下，分机构来看，广义基金、商业银行、保险机构、信用社分别增持 1947 亿、1039 亿、40 亿、0 亿；其他、证券公司、境外机构分别减持 319 亿、91 亿、6 亿。

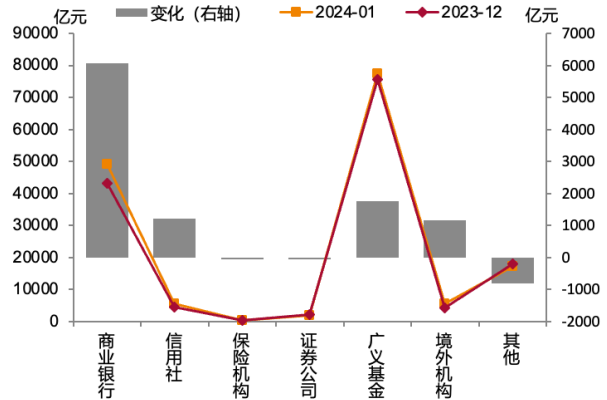
同业存单托管规模增加 9278 亿，商业行为最主要的增持机构，增持 6060 亿。 广义基金、信用社、境外机构、分别增持 1750 亿、1200 亿、1170 亿；其他、证券公司、保险机构分别减持 801 亿、52 亿、49 亿。

图 11：主要信用债分投资机构类型托管规模变化情况



资料来源：中债登，上清所，Wind，天风证券研究所

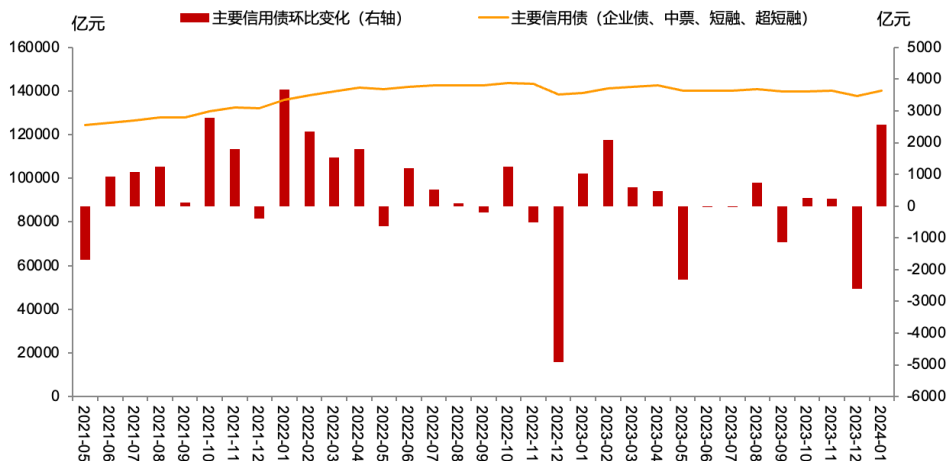
图 12：同业存单托管规模变化情况



资料来源：上清所，Wind，天风证券研究所

1 月主要信用债（企业债、中票、短融、超短融）托管规模有所上升，环比增加 1.86%（12 月为环比减少 1.86%）。

图 13：主要信用债托管规模走势及环比变化



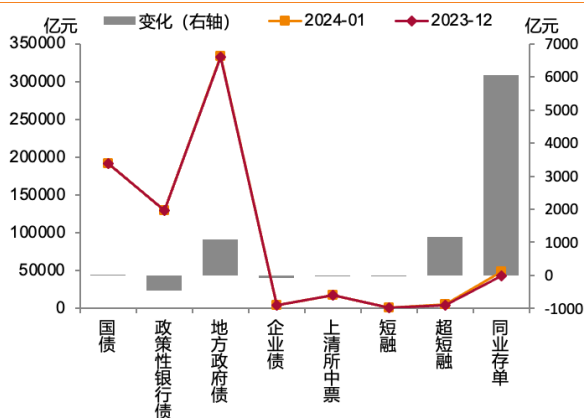
资料来源：中债登，上清所，Wind，天风证券研究所

3. 分机构：商业银行大幅增持，广义基金维持增持，保险机构小幅增持

商业银行主要券种托管规模环比增加 7764 亿，主要增持同业存单。利率债方面，商业银行分别增持国债 21 亿，增持地方政府债 1099 亿，减持政策性银行债 455 亿；信用债方面，商业银行分别增持超短融 1162 亿，减持企业债、短融、上清所中票 71 亿、31 亿、20 亿。此外，商业银行增持同业存单、地方政府债 6060 亿、1099 亿。商业银行整体减少了主要利率债配置 434 亿，增加了主要信用债配置 1039 亿。

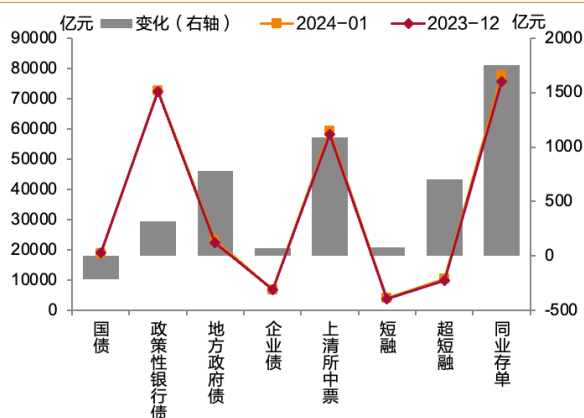
广义基金主要券种托管规模环比增加 4573 亿，主要增持同业存单。利率债方面，广义基金分别减持国债 216 亿，增持地方政府债 777 亿，增持政策性银行债 315 亿；信用债方面，广义基金分别增持上清所中票、超短融、短融、企业债 1091 亿、704 亿、80 亿、71 亿。此外，广义基金增持同业存单、地方政府债 1750 亿、777 亿。广义基金整体增加了主要利率债、信用债的配置 99 亿、1947 亿。

图 14：商业银行托管债券规模变化情况



资料来源：中债登，上清所，Wind，天风证券研究所

图 15：广义基金托管债券规模变化情况



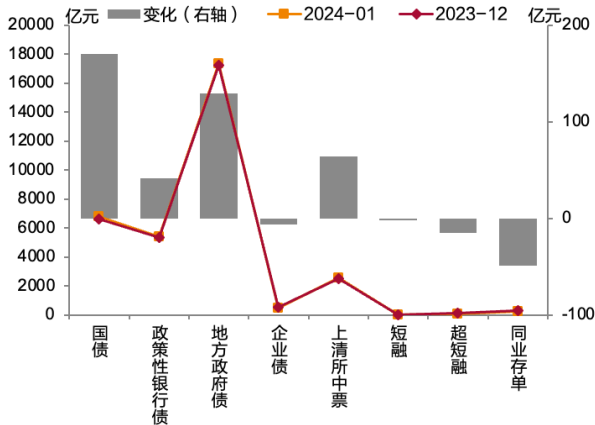
资料来源：中债登，上清所，Wind，天风证券研究所

保险机构主要券种托管规模环比增加 331 亿，主要增持国债。利率债方面，保险机构分别增持国债 170 亿，增持地方政府债 129 亿，增持政策性银行债 41 亿；信用债方面，保险机构分别增持上清所中票 64 亿；减持超短融、企业债、短融 15 亿、7 亿、2 亿、此外，保险机构增持地方政府债 129 亿、减持同业存单 49 亿。保险机构整体增加了主要利率债、信用债的配置 211 亿、40 亿。

证券公司主要券种托管规模环比增加 196 亿，主要增持地方政府债。利率债方面，证券公司分别增持国债 259 亿，增持地方政府债 361 亿，减持政策性银行债 281 亿；信用债方面，证券公司分别增持上清所中票、87 亿，减持超短融、企业债、短融、86 亿、81 亿、

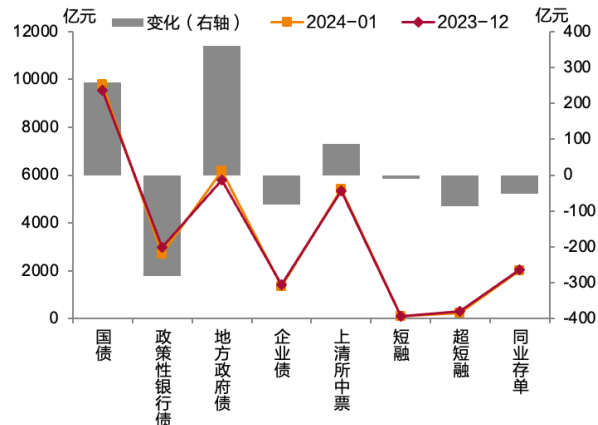
10 亿。此外，证券公司增持地方政府债 361 亿，减持同业存单 52 亿。证券公司整体减少了主要利率债、信用债的配置 22 亿、91 亿。

图 16：保险机构托管债券规模变化情况



资料来源：中债登，上清所，Wind，天风证券研究所

图 17：证券公司托管债券规模变化情况

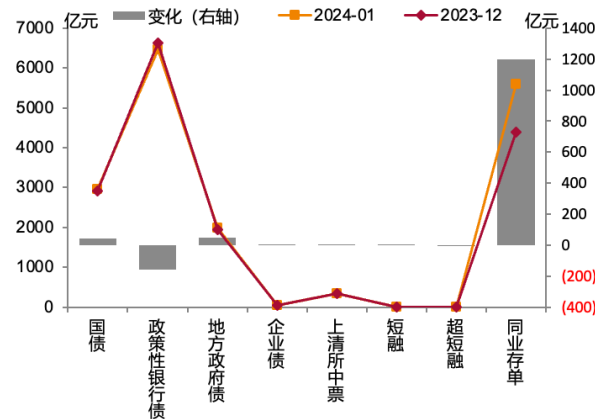


资料来源：中债登，上清所，Wind，天风证券研究所

信用社主要券种托管规模环比增加 1133 亿，主要增持同业存单。利率债方面，信用社分别增持国债 45 亿，增持地方政府债 46 亿，减持政策性银行债 159 亿；信用债方面，信用社分别增持上清所中票、企业债、短融 3 亿、1 亿、0 亿，减持超短融 3 亿。此外，信用社增持同业存单、地方政府债 1200 亿、46 亿。信用社整体减少了主要利率债配置 114 亿，增加了主要信用债配置 0 亿。

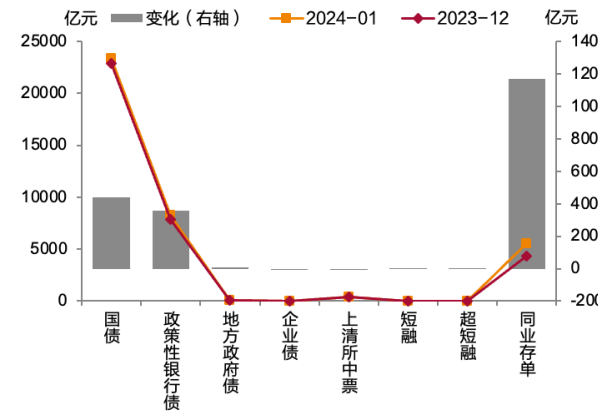
境外机构主要券种托管规模环比增加 1966 亿，主要增持同业存单。利率债方面，境外机构分别增持国债 438 亿。增持地方政府债 6 亿，增持政策性银行债 357 亿；信用债方面，境外机构分别增持超短融、短融 3 亿、1 亿、减持上清所中票、企业债 9 亿、1 亿。此外，境外机构增持同业存单、地方政府债 1170 亿、6 亿。境外机构整体增加了主要利率债配置 796 亿，减少了主要信用债配置 6 亿。

图 18：信用社托管债券规模变化情况



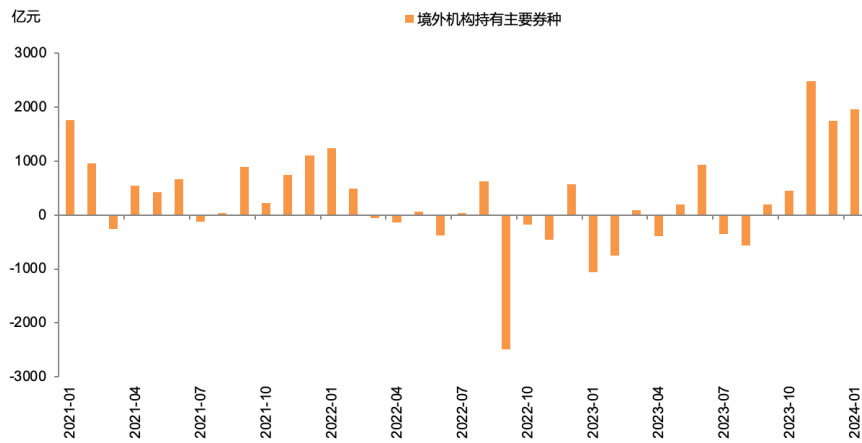
资料来源：中债登，上清所，Wind，天风证券研究所

图 19：境外机构托管债券规模变化情况



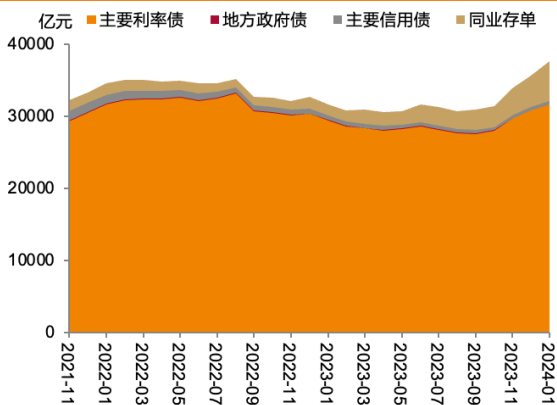
资料来源：中债登，上清所，Wind，天风证券研究所

图 20：境外机构持有主要券种月度环比变化



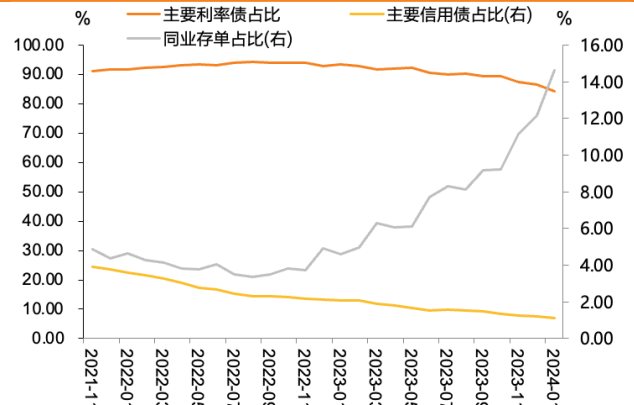
资料来源：中债登，上清所，Wind，天风证券研究所

图 21: 境外机构不同券种托管规模走势



资料来源：中债登，上清所，Wind，天风证券研究所
注：主要利率债包括记账式国债、国开债、进出口债和农发债。主要信用债包括企业债、中票、短融、超短融。

图 22: 境外机构不同券种托管规模占比走势



资料来源：中债登，上清所，Wind，天风证券研究所
注：考虑市场主要机构包括商业银行、信用社、保险机构、广义基金、证券公司、境外机构。

4. 资金拆借：杠杆率环比上升

我们采用 $\text{银行间债券托管量} / (\text{银行间债券托管量} - \text{银行间质押式回购余额})$ 这一公式对 2016 年以来的杠杆水平进行估算。

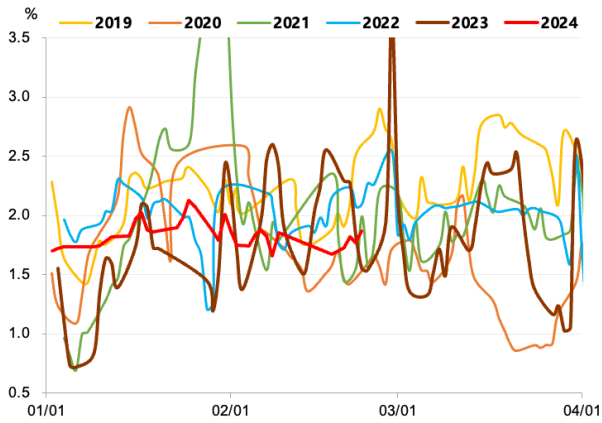
具体来说，银行间债券托管量我们手动计算了 2016 年以来各月月末，在银行间交易的债券余额；银行间质押式回购余额方面，我们在考虑实际占用天数的前提下，使用“当天隔夜成交量+7 天以内 R007 成交量之和+14 天以内 R014 成交量+……+1 年内 R1Y 成交量”来进行计算。

梳理 1 月，主要是货币和地产层面，以及政策发声呵护市场信心。货币层面，1 月 8 日央行披露新增 5000 亿 PSL，1 月 24 日央行发布会领导披露将于次日降专项在贷款和再贴现利率、2 月初降准，引导社会综合融资成本稳中有降。地产层面，多部委联合建立地产融资协调机制，着力解决各类房地产企业合理融资需求与推进项目建设，反映房企纾困和流动性支持确实是 2024 年政策关切所在。

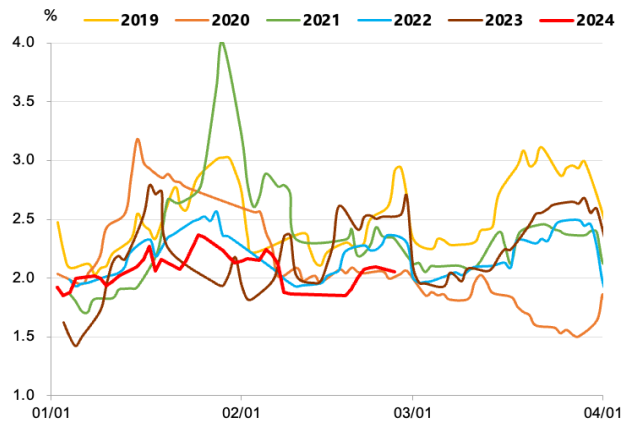
银行间杠杆较上月上升，1 月为 108.88% (12 月为 108.51%)。

图 23: R001 季节性

图 24: DR007 季节性

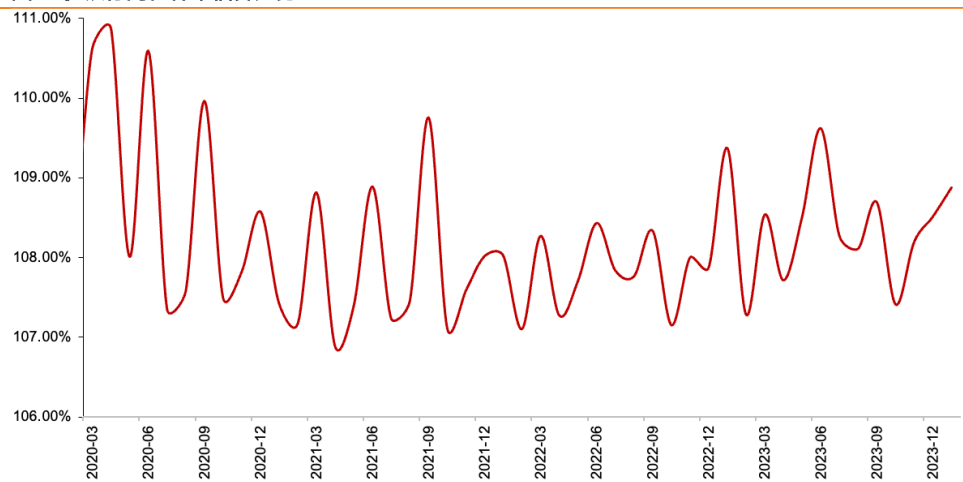


资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：银行间杠杆率估算走势



资料来源：中债登，上清所，Wind，天风证券研究所

5. 小结

1 月托管数据有哪些需要关注？

(1) 商业银行大幅增持，广义基金继续增持，保险机构小幅增持

受 2023 年 12 月信用债低基数影响，2024 年 1 月信用债发行总量同环比均显著增长，净融资额大幅增长转为正。各类型机构配置利率债规模保持平稳，主要增持同业存单、信用债。1 月主要信用债托管规模有所上升，环比增加 1.86%。

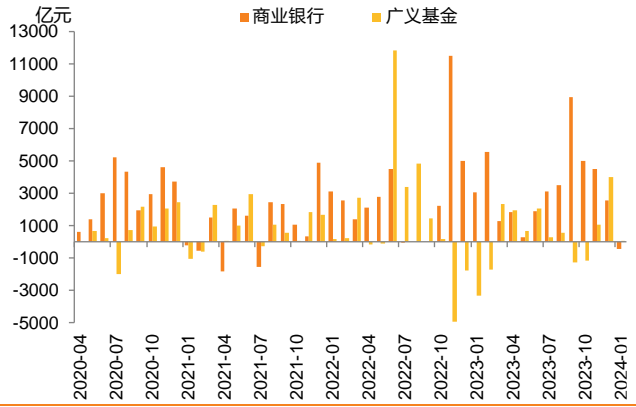
商业银行主要券种托管规模环比增加 7764 亿，主要增持同业存单。整体减少了主要利率债配置 434 亿，增加了主要信用债配置 1039 亿。

广义基金主要券种托管规模环比增加 4573 亿，主要增持同业存单。整体增加了主要利率债、信用债的配置 99 亿、1947 亿。

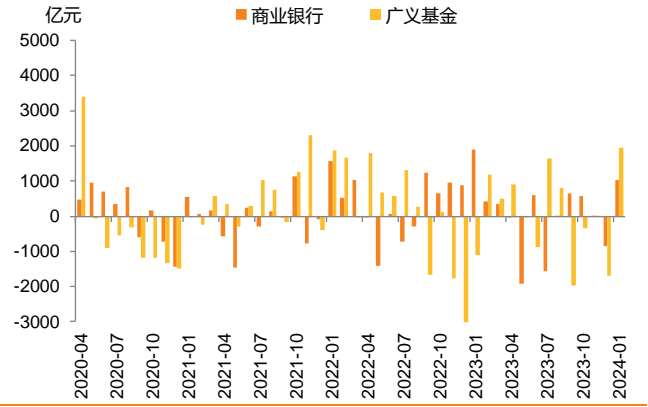
保险机构主要券种托管规模环比增加 331 亿，主要增持国债。整体增加了主要利率债、信用债的配置 211 亿、40 亿。

图 26：广义基金和商业银行持有利率债月度环比变化

图 27：广义基金和商业银行持有信用债月度环比变化

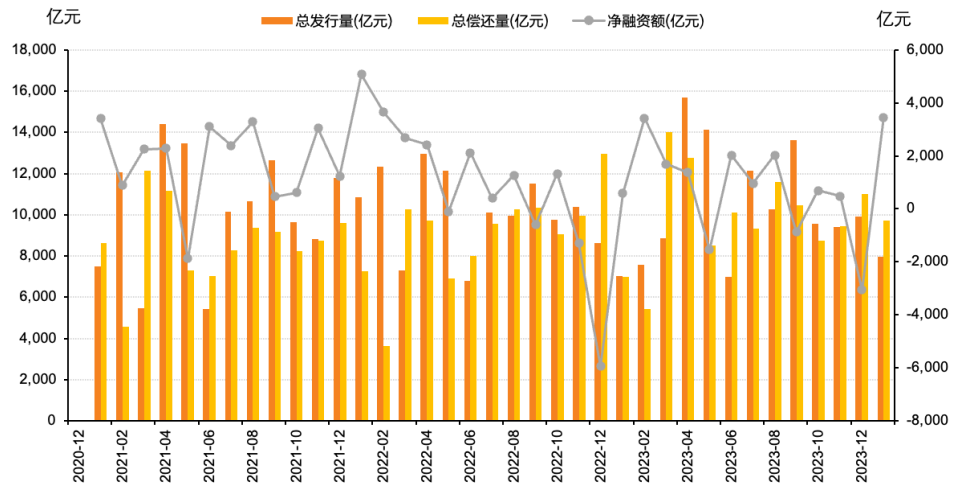


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 28: 信用债发行、偿还和净融资规模

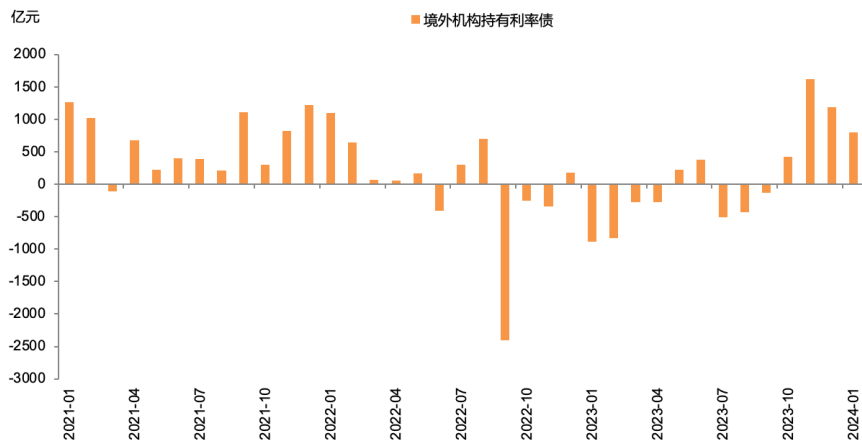


资料来源: Wind, 天风证券研究所

(2) 境外机构大幅增持

1 月, 境外机构继续大幅增持。境外机构主要券种托管规模环比增加 1966 亿, 主要增持同业存单。整体增加了主要利率债配置 796 亿, 减少了主要信用债配置 6 亿。

图 29: 境外机构持有利率债月度环比变化



资料来源: Wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5% - 5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com