



Research and
Development Center

降准后资金面的波动会缓和吗？

—— 流动性与机构行为周度跟踪

2023年9月17日

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

证券研究报告

债券研究

专题报告

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

降准后资金面的波动会缓和吗？

2023年9月17日

- **货币市场：**本周央行逆回购投放规模前高后低，全周净回笼70亿，但周五时隔8个月重启14天逆回购，利率跟随7天调降20BP。此外，周五MLF净投放1910亿，降准25BP也同时落地。周初随着逆回购大规模净投放，资金面逐步转松，但此后逆回购净回笼对于资金面仍然带来了一定冲击，降准与MLF的影响似乎还尚未显现，下半周资金面有所趋紧。尽管整体紧张程度相对前一周有所好转，但DR007仍然维持在政策利率之上。
- 质押式回购成交规模先升后降，周五降至7.15万亿，全周均值下降0.25万亿至7.08万亿；质押式回购余额周三达到高点后同样回落，周五降至10.64万亿，仍较前一周回升0.62万亿。周一银行各类银行刚性净融出降幅已显著收窄，周二后转为大幅增加，周三较周一回升0.86万亿至4.19万亿，但周四后再度回落，周五再度降至4万亿以下，而非银融出略有下降，融入规模整体有所回升。资金缺口指数先下后上，周五回升至1468，但相对于前一周的3222仍有所回落。
- 下周国债发行规模大幅增加，市场担忧这可能会削弱降准对资金面的影响，但考虑8月专项债发行偏缓，下周政府债净融资规模反而有所下降，我们预计其短期影响有限。尽管8月超储率降至1.1%，单纯依靠9月降准或难以使超储率回到以往季末月的1.5%-1.6%附近，月末预计仍需大规模逆回购投放，但央行选择降准而非MLF更大规模的续作，并在15日之前就落地，本身就说明这次降准可能与资金面有关，央行在控制不使隔夜利率过低的同时可能也不希望推动资金面持续收紧。因此我们预计尽管降准后资金面可能仍有波动，但中枢大概率不会持续提升，出现极端状态的概率大幅下滑，基于此短端利率的高点可能已经出现。
- **存单市场：**本周AAA级1年期同业存单二级利率上行1.5BP至2.44%。同业存单发行规模较上周大幅增加，且到期规模有所下降，存单转为净融资4673.4亿元。分银行类型来看，各类银行均为净融资，其中国有行、股份行、城商行净融资规模均超过1000亿元；本周6M期存单发行占比最高为38%，1Y期存单发行占比回落至36%。本周各类银行存单发行成功率均大幅回升，重回近一年均值水平上方；城商行-股份行1Y存单发行利差小幅收敛。尽管基金转为大规模净买入存单，但股份行同样大规模净买入，理财净卖出存单接近年新高，存单供需强弱指数全周累计下行6.3pct至10.1%。非银需求转弱，叠加短期资金面波动仍存，这可能也会对存单造成一定扰动，但降准落地反映了央行可能不愿意使资金面持续收紧，在前期大幅上行后，存单利率的高点可能已经出现，后续大概率将维持震荡回落的态势。
- **票据利率：**本周票据利率窄幅震荡，全周来看3M期票据利率较9月8日上行5BP至1.65%，而6M期票据利率持平上周于1.35%。
- **现券二级交易跟踪：**本周交易盘对债券转为小规模增持，而主要配置机构对债券整体转为减持。以基金公司为代表的交易型机构对政金债、国债、存单均转为净买入，对二永债的净卖出规模下降，在利率债期限上主要对3年以上国债和1-10年政金债转为净买入。配置型机构中，农商行转为小规模减持债券，而保险公司和理财产品增持规模较上周进一步下降。农商行转为净卖出5年以上国债和7-10年政金债，对存单的净买入规模也大幅减少，理财产品转为净卖出存单、减少净买入短期限政金债，而保险公司主要减少净买入地方债和二永债。
- **风险因素：**货币政策不及预期、资金面波动超预期。

目录

一、货币市场	4
1.1 货币资金面	4
1.2 同业存单	6
1.3 票据市场	10
二、现券二级交易跟踪	10
风险因素	11

图目录

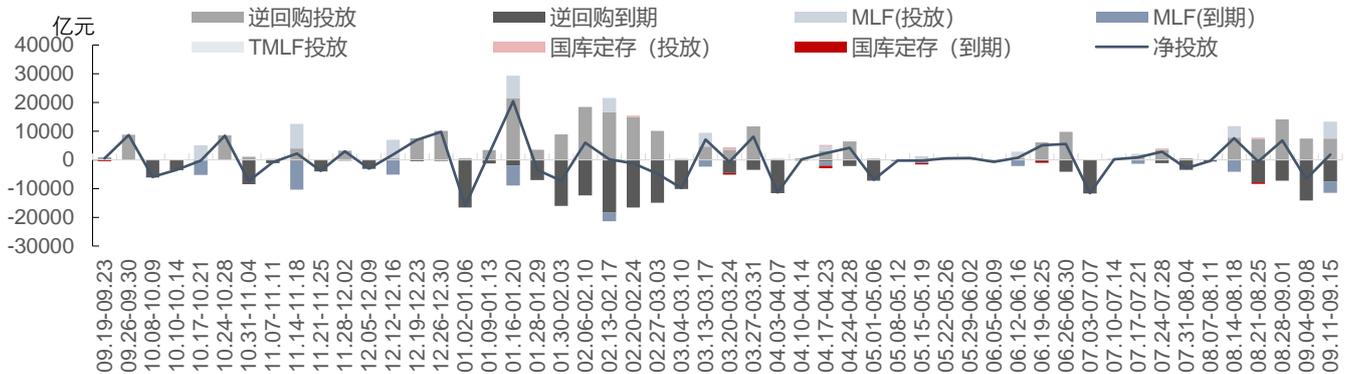
图 1: 公开市场操作投放与到期 (单位: 亿元)	4
图 2: 资金利率表现 (单位: %, BP)	4
图 3: 质押回购成交量走势 (单位: 亿元)	4
图 4: 刚性资金缺口走势 (单位: 亿元; %)	5
图 5: 资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势 (单位: 亿元; %)	5
图 6: 银行净融出规模 (单位: 亿元)	5
图 7: 2023 年以来 5 年期附息国债发行规模 (单位: 亿元)	6
图 8: 2023 年以来 10 年期附息国债发行规模 (单位: 亿元)	6
图 9: 8 月起储率环比上升 0.1pct 至 1.1%	6
图 10: SHIBOR 利率走势 (单位: %)	7
图 11: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)	7
图 12: 分银行类型存单发行规模分布	7
图 13: 分银行类型存单净融资规模分布	7
图 14: 存单发行规模期限分布	8
图 15: 各类型银行存单发行成功率	8
图 16: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅收敛	8
图 17: 存单供需相对强弱指数	8
图 18: 货币基金一级认购与二级净买入比例	9
图 19: 基金产品一级认购与二级净买入比例	9
图 20: 理财产品一级认购与二级净买入比例	9
图 21: 股份行一二级买入比例与其存单发行规模比较	9
图 22: 所有期限存单的需求结构占比	9
图 23: 1 年期存单的需求结构占比	9
图 24: 分期限存单供需相对强弱指数	9
图 25: 国股转贴现票据利率走势	10
图 26: 各机构主要现券二级市场净买入情况 (亿元)	11
图 27: 上周主要机构国债二级市场净买入期限分布	11
图 28: 本周主要机构国债二级市场净买入期限分布	11
图 29: 上周主要机构政金债二级市场净买入期限分布	11
图 30: 本周主要机构政金债二级市场净买入期限分布	11

一、货币市场

1.1 货币资金面

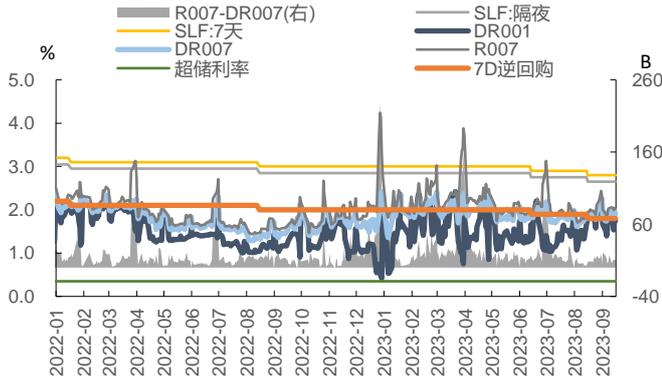
本周央行逆回购投放规模前高后低，全周净回笼 70 亿，但周五时隔 8 个月重启 14 天逆回购，利率跟随 7 天调降 20BP。此外，周五 MLF 净投放 1910 亿，降准 25BP 也同时落地。周初随着逆回购大规模净投放，资金面逐步转松，但此后逆回购净回笼对于资金面仍然带来了一定冲击，降准与 MLF 的影响似乎还尚未显现，下半周资金面有所趋紧。尽管整体紧张程度相对前一周有所好转，但 DR007 仍然维持在政策利率之上。本周共有 7450 亿元逆回购到期，央行于周一至周五分别开展 2150 亿元、2090 亿元、650 亿元、1100 亿元、1050 亿元 7D 逆回购，并在周五时隔 8 个月重启 14 天期逆回购操作，规模为 340 亿元，且跟随前期 7D 逆回购下调操作利率 20BP 至 1.95%。周五 MLF 净投放 1910 亿元，创今年 4 月以来新高，此外央行降准 25BP 也在周五落地，全周净投放资金超 6000 亿。上半周随着央行逆回购的大规模净投放，资金面开始逐步转松，至周三 DR001 已降至 1.53%，但 DR007 仍在政策利率之上，而周四之后随着逆回购重新开始大规模净回笼，资金面再度趋紧，尽管降准与 MLF 投放了大量资金，但其影响在短期还尚未显现。截至 9 月 15 日，R001、DR001、R007 分别较 9 月 8 日下行 15.3BP、14.5BP、1.1BP 至 1.83%、1.75%、2.02%，而 DR007 小幅上行 4.5BP 至 1.91%，R007-DR007 利差收敛 5.6BP 至 11.6BP。

图 1：公开市场操作投放与到期（单位：亿元）



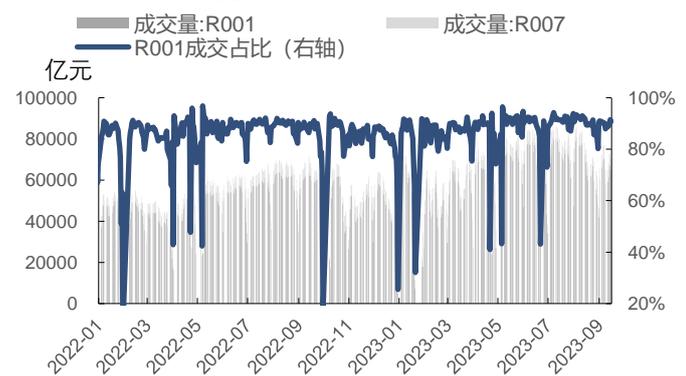
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：资金利率表现（单位：%、BP）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：质押回购成交量走势（单位：亿元）

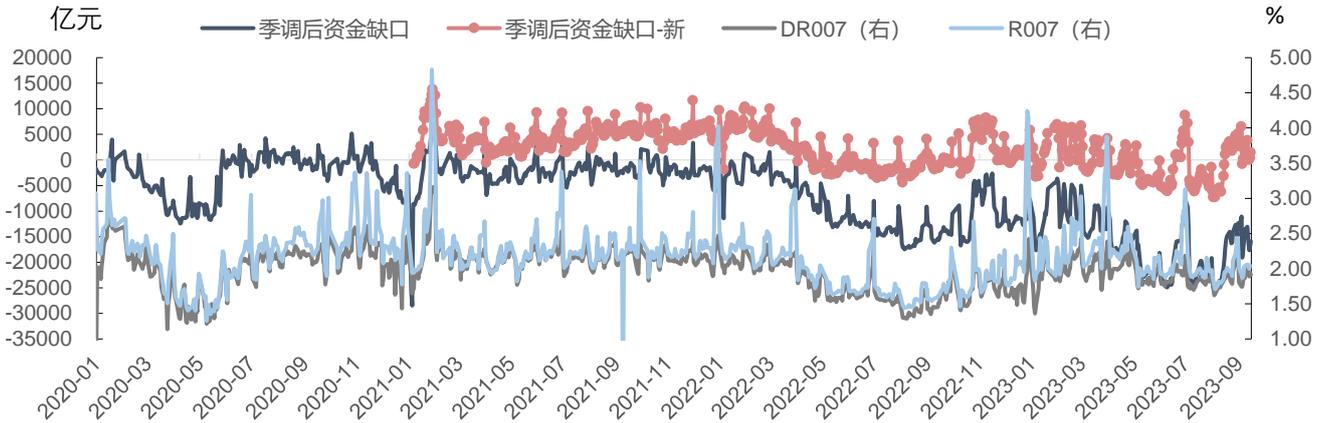


资料来源：万得，信达证券研发中心

质押式回购成交规模先升后降，周五降至 7.15 万亿，全周均值下降 0.25 万亿至 7.08 万亿；质押式回购余额周三达到高点后同样回落，周五降至 10.64 万亿，仍较前一周回升 0.62 万亿。周一各类银行刚性净融出降幅已显著收窄，周二后转为大幅增加，周三较周一回升 0.86 万亿至 4.19 万亿，但周四后再度回落，周五再度降至 4 万亿以下，而非银融出略有下降，融入规模整体有所回升。资金缺口指数先下后上，周五回升至 1468，但相对于前一周的 3222 仍有所回落。本周前三日质押式回购成交规模逐日上升，周三升至 7.40 万亿，而周四开始资金面收紧回购金额再度回落，周五降至 7.15 万亿，全周均值下降 0.25 万亿至 7.08 万亿；质押式回购余额同样

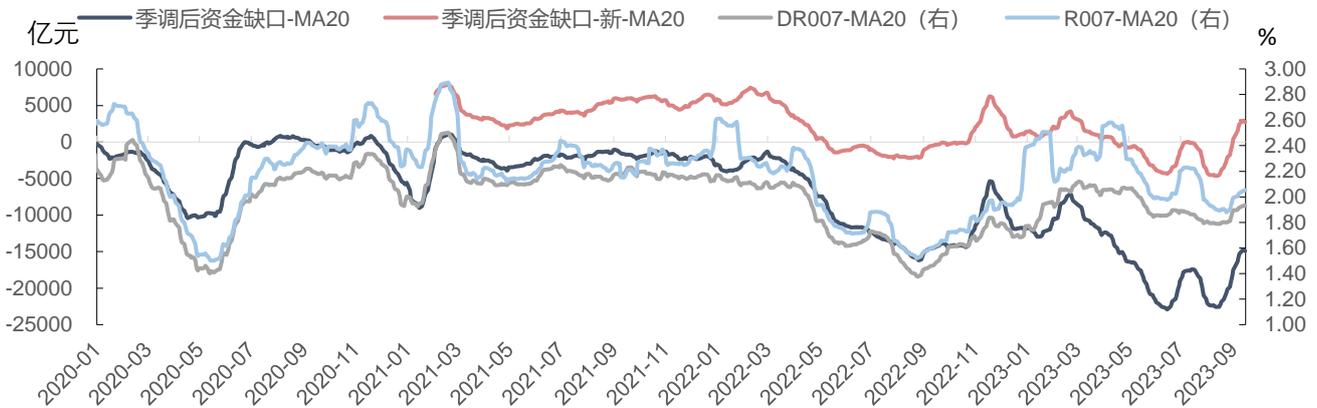
先升后降，周三一度升至 10.85 万亿，周五降至 10.64 万亿，仍较前一周回升 0.62 万亿。分机构来看，周一银行融出规模仍在下降，但降幅显著收窄，股份行和城商行净融出规模的降幅同样较小，银行整体净融出规模降至 3.33 万亿，而非银机构融入和融出规模变化有限；周二至周三，各类银行融出规模均转为大幅增加，银行刚性净融出整体上升 0.86 万亿至 4.19 万亿，尽管非银方面，货币基金与理财产品融出规模持续减少，证券、基金、其他非银机构正回购规模均有所增加，新口径的资金缺口指数仍持续回落至 31；而周四周五银行整体净融出规模再度下降，周五降至 4 万亿以下，尽管非银机构增加融出减少融入，但新口径的资金缺口指数仍在周五回升至 1468，但相对于前一周的 3222 仍有所回落。

图 4：刚性资金缺口走势（单位：亿元；%）



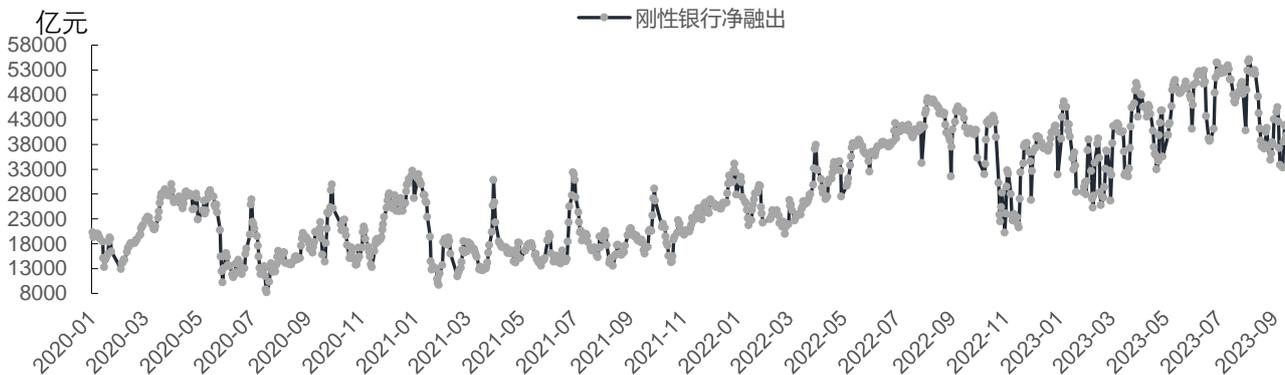
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势（单位：亿元；%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

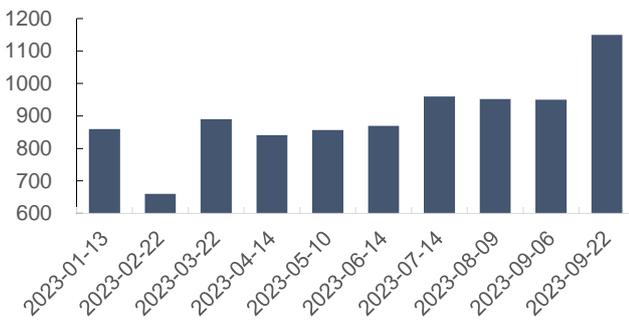
图 6：银行净融出规模（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

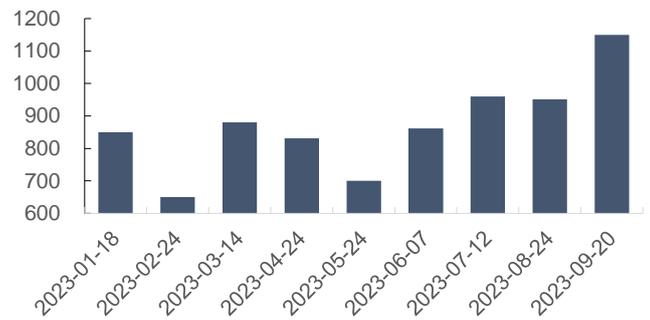
下周国债发行规模大幅增加，市场担忧这可能会削弱降准对资金面的影响，但考虑8月专项债发行偏缓，下周政府债净融资规模反而有所下降，我们预计其短期影响有限。尽管8月超储率降至1.1%，单纯依靠9月降准或难以使超储率回到以往季末月的1.5%-1.6%附近，月末预计仍需大规模逆回购投放，但央行选择降准而非MLF更大规模的续作，并在15日之前就落地，本身就说明这次降准可能与资金面有关，央行在控制不使隔夜利率过低的同时可能也不希望推动资金面持续收紧。因此我们预计尽管降准后资金面可能仍有波动，但中枢大概率不会持续提升，出现极端状态的概率大幅下滑，基于此短端利率的高点可能已经出现。尽管9月降准落地，但资金面尚未明显转松，叠加下周国债发行规模回升，市场对于资金面的担忧仍存。但是，尽管下周公布的关键期限国债的发行规模达到了1150亿，同时增发一期5年期国债规模也同样如此，而目前公布的地方政府债发行规模仍然偏低，我们估计政府债缴款规模或降至4548亿元，考虑到到期2238亿元后，政府债缴款净额约2310亿元，较本周仍将下降约1230亿元。而从全月来看，8月超储率由于五因素以外的因素已经降至1.1%，即便考虑到本次降准与MLF净投放，预计也难以使超储率达到历年同期1.5%-1.6%的水平，月末或仍需依赖部分逆回购的投放。但央行选择了降准而非MLF来补充这部分缺口，同时为赶上MLF利率调降带来的窗口，本次降准从公告到落地本身时间较短，这至少反映了央行政策基调可能也不愿意推动资金面持续收紧。尽管考虑后续跨季、政府债净融资可能放量等因素的影响，资金面可能仍然存在一定的波动，但中枢大概率不会持续提升，出现极端状态的概率大幅下滑，而短端对此已经有了定价，当前配置价值仍然凸显，高点可能已经到来。

图 7：2023 年以来 5 年期附息国债发行规模（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：2023 年以来 10 年期附息国债发行规模（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：8 月超储率环比上升 0.1pct 至 1.1%

时间	负债端			资产端					其他	超储率估计值
	(-)	(-)	(-)	(+)	(+)					
	货币发行	其他存款性公司存款	政府存款	外汇	对其他存款性公司债权					
环比变化值估计值	M0与库存现金	法定准备金	政府存款	外汇占款	逆回购净投放	MLF净投放	央行政策操作汇总	降准		
2022年8月	783	1603	-3076	-22	-60	-2000	-1945		-555	1.1%
2022年9月	1755	2605	-3310	-31	9580	-2000	11121		1413	1.5%
2022年10月	-476	-1121	9771	10	-580	0	249		1434	1.2%
2022年11月	1260	1904	-1146	636	-5890	-1500	-29		-200	1.2%
2022年12月	5177	1948	-11090	939	14070	1500	14102	5000	-2626	2.0%
2023年1月	12661	3990	6464	1537	4990	790	5035		-6086	1.1%
2023年2月	-8813	2320	3564	-67	-3400	1990	-4777		4172	1.2%
2023年3月	-2923	4844	-9982	1712	-7260	2810	3238	5000	-2671	1.7%
2023年4月	-34	-794	3666	1	-4340	200	-8726		304	1.3%
2023年5月	-1132	722	1032	-73	-6400	250	-6191		-436	1.0%
2023年6月	540	3770	-9143	-89	10820	370	11738		-214	1.6%
2023年7月	750	-1783	8281	91	-8110	30	-7666		-1040	1.0%
2023年8月	377	1525	-449	-151	11710	10	11053		-6772	1.1%
2023年9月-E	2000	2176	-5473	-50	1000	1910	2910	5500		1.5%

资料来源：万得，信达证券研发中心

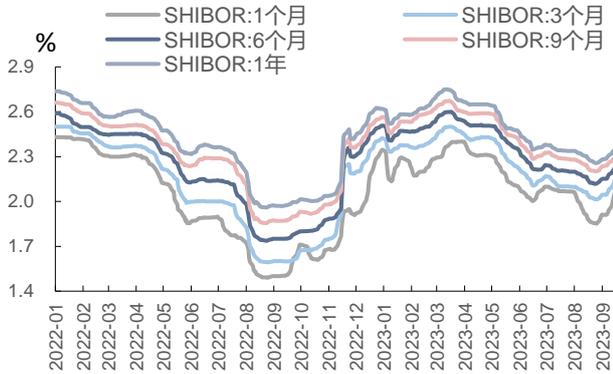
1.2 同业存单

本周 Shibor 利率整体上行，1Y 期 Shibor 利率上行 5.2BP 至 2.36%。截至 9 月 15 日，1M、3M、6M、9M、1Y 期

Shibor 利率分别较 9 月 8 日上行 13.8BP、8.4BP、5.8BP、4.4BP、5.2BP 至 2.08%、2.17%、2.24%、2.31%、2.36%。

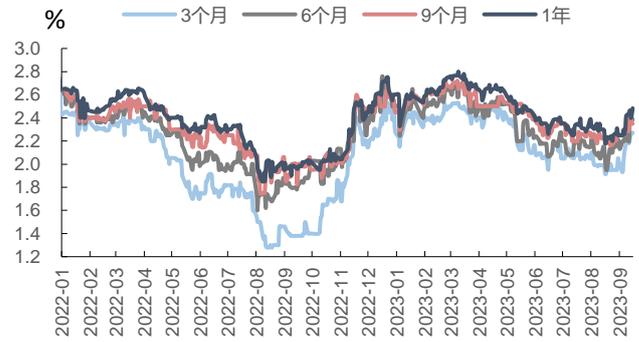
1 年期股份行存单发行利率上行 6.6BP 至 2.48%，AAA 级 1 年期同业存单二级利率上行 1.5BP 至 2.44%。本周 3M、6M、9M、1Y 期股份行存单发行利率分别较 9 月 8 日上行 7.8BP、13.4BP、6.0BP、6.6BP 至 2.27%、2.38%、2.35%、2.48%。此外，AAA 级 1 年期存单到期收益率上行 1.5BP 至 2.44%。

图 10: SHIBOR 利率走势 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 11: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)

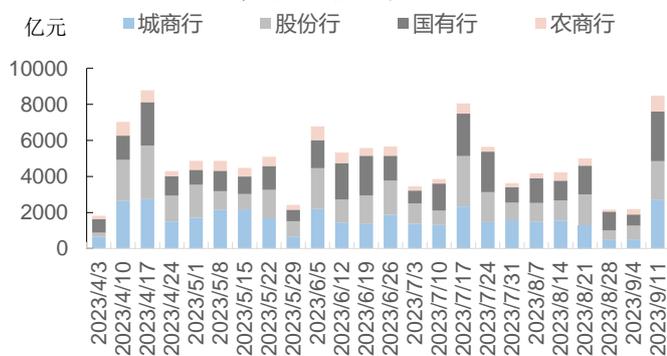


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

本周同业存单发行规模较上周大幅增加, 且到期规模有所下降, 存单转为净融资 4673.4 亿元。分银行类型来看, 各类银行均为净融资, 其中国有行、股份行、城商行净融资规模均超过 1000 亿元; 本周 6M 期存单发行占比最高为 38%, 1Y 期存单发行占比回落至 36%。本周, 同业存单发行规模较上周大幅增加 6445.9 亿元至 8686.1 亿元, 而偿还规模下降 1963.9 亿元至 4012.7 亿元, 当周存单转为净融资 4673.4 亿元 (上周为净偿还 3736.4 亿元)。分银行类型来看, 城商行、国有行、股份行、农商行存单发行规模分别较上周增加 2225 亿元、2138 亿元、1357 亿元、577 亿元; 从净融资分布来看, 国有行、股份行、城商行、农商行存单分别净融资 1699 亿元、1288 亿元、1157 亿元、399 亿元。本周 6M 期存单发行占比最高, 为 38%, 1Y 期存单发行占比较上周小幅回落 2pct 至 36%

本周各类银行存单发行成功率均大幅回升, 重回近一年均值水平上方; 城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅收敛。截至 9 月 15 日, 城商行、国有行、股份行、农商行存单发行成功率分别较上周上行 13.8pct、12.0pct、11.6pct、7.0pct, 已回升至近一年均值水平上方。城商行-股份行 1Y 存单发行利差下行 3.5BP 至 13.8BP, 位于 2018 年以来 8%分位数水平。

图 12: 分银行类型存单发行规模分布

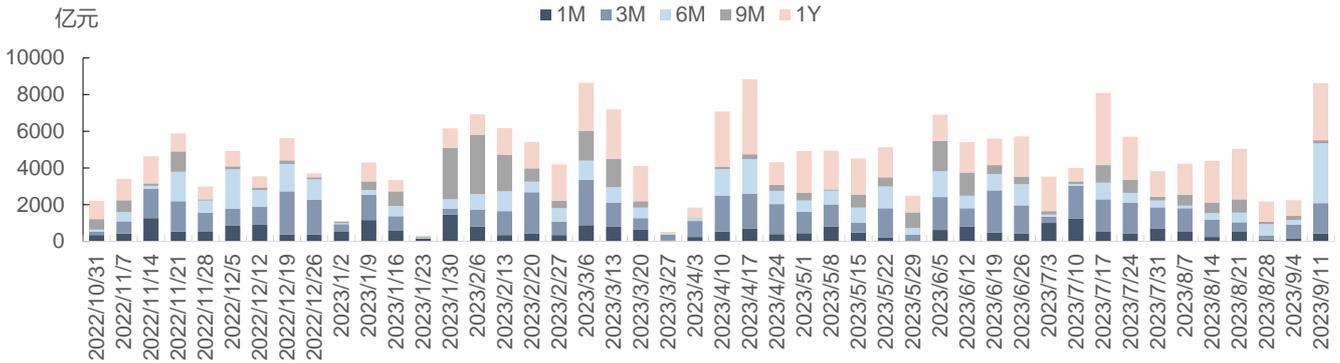


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

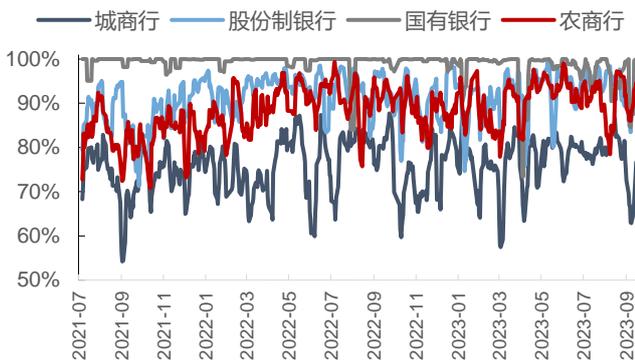
图 13: 分银行类型存单净融资规模分布



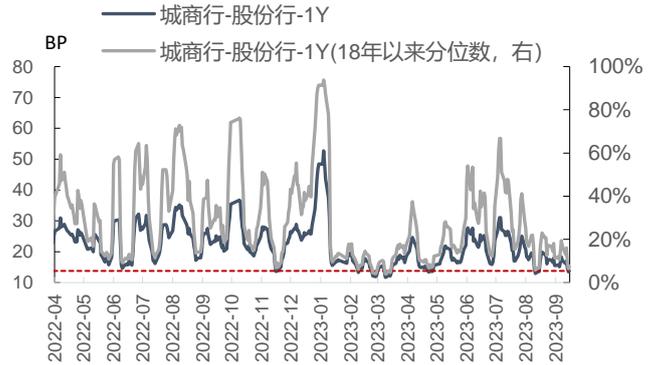
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 存单发行规模期限分布


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 各类型银行存单发行成功率


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

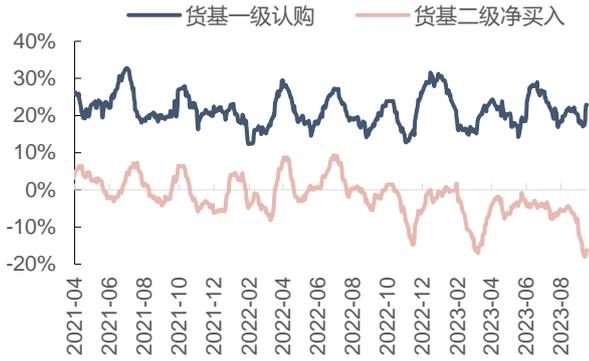
图 16: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅收敛


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

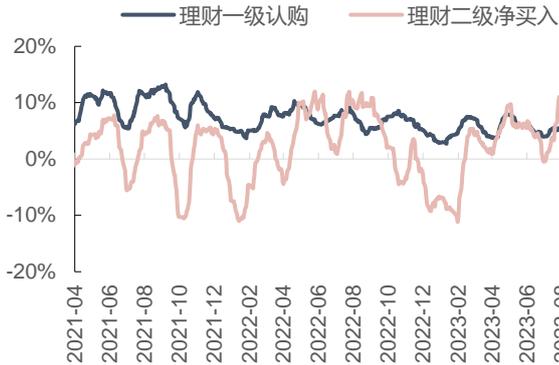
尽管基金转为大规模净买入存单, 但股份行同样转为大规模净买入, 理财产品二级净卖出存单规模接近年内最高水平, 存单供需强弱指数震荡回落, 近一周累计下行 6.3pct 至 10.1%。非银需求进一步转弱, 叠加短期资金面波动可能仍存, 这可能也会对存单造成一定扰动, 但降准落地反映了央行可能不愿意使资金面持续收紧, 在前期大幅上行后, 存单利率的高点可能已经出现, 后续大概率将维持震荡回落的态势。本周基金公司和货币基金在一级市场认购存单规模均大幅上升, 二级净卖出存单规模显著减少, 但是理财产品二级净卖出存单接近年内最高水平, 并且股份行一二级市场对存单转为大规模净买入, 存单供需相对强弱指数较 9 月 8 日下行 6.3pct 至 10.1%, 显示非银需求进一步转弱。短期资金面波动可能仍存, 这可能也会对存单造成一定扰动, 但降准落地反映了央行可能不愿意使资金面持续收紧, 在前期大幅上行后, 存单利率的高点可能已经出现, 后续大概率将维持震荡回落的态势。从分期限的强弱指数来看, 本周各期限品种的供需指数均有所回落, 其中 6M、9M 期限品种供需格局相对较强。

图 17: 存单供需相对强弱指数

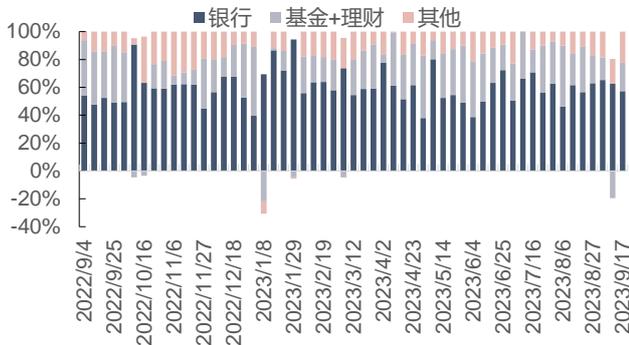

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 货币基金一级认购与二级净买入比例


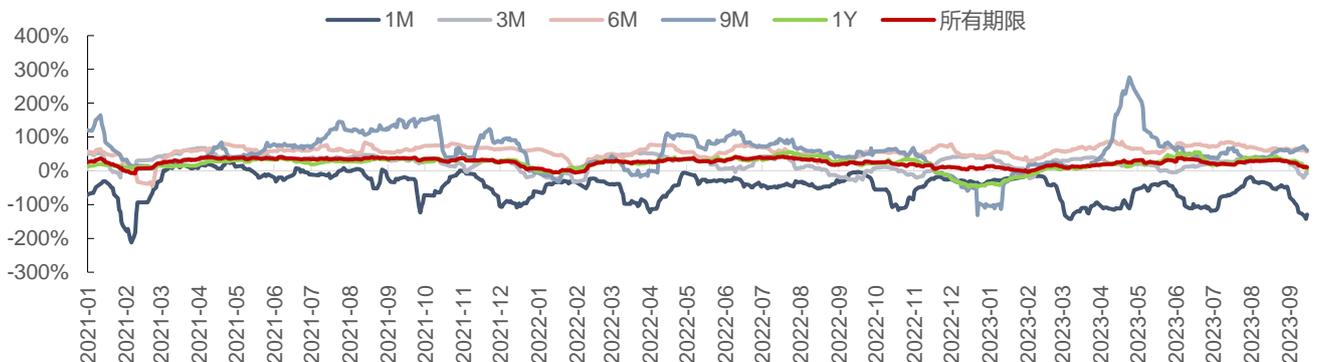
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 理财产品一级认购与二级净买入比例


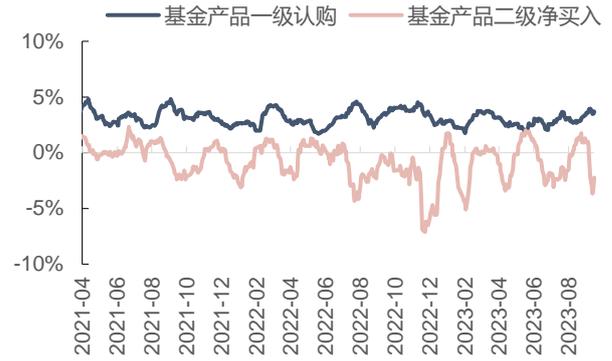
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 22: 所有期限存单的需求结构占比


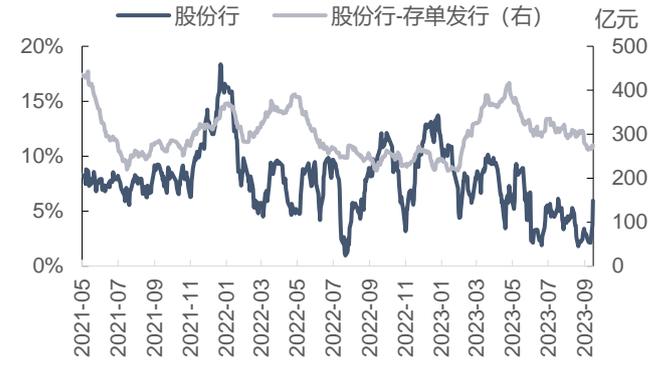
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 24: 分期限存单供需相对强弱指数


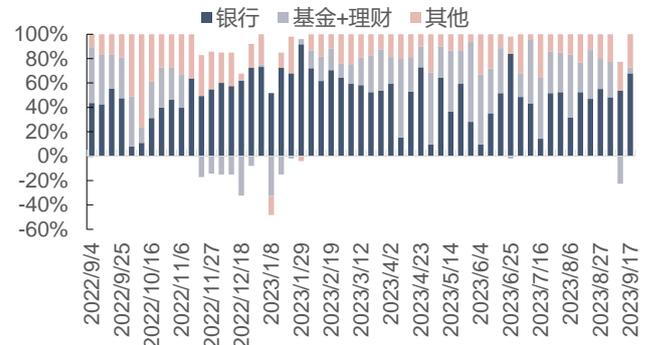
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 基金产品一级认购与二级净买入比例


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21: 股份行一二级买入比例与其存单发行规模比较


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

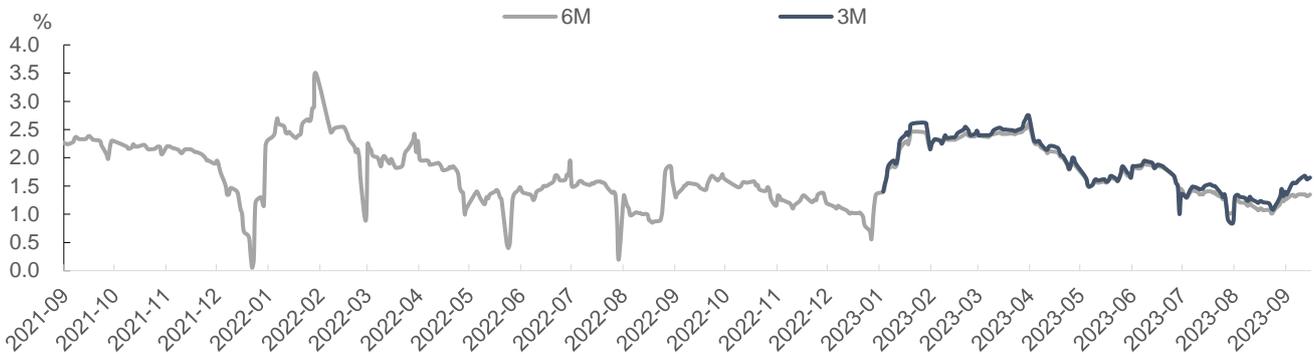
图 23: 1 年期存单的需求结构占比


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.3 票据市场

本周票据利率窄幅震荡，全周来看 3M 期票据利率较 9 月 8 日上行 5BP 至 1.65%，而 6M 期票据利率持平上周于 1.35%。周一周二年内票收口难寻，股份行积极出票，3M 期票据利率震荡上行，而 6M 期票据供需均衡，票据利率持稳；周三随着买盘配置需求释放，票据利率小幅回落；周四周五，资金面收敛抑制买盘收票情绪，票据利率小幅回升。截至 9 月 15 日，3M 期票据利率较 9 月 8 日上行 5BP 至 1.65%，而 6M 期票据利率持平上周于 1.35%。

图 25: 国股转贴现票据利率走势



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、现券二级交易跟踪

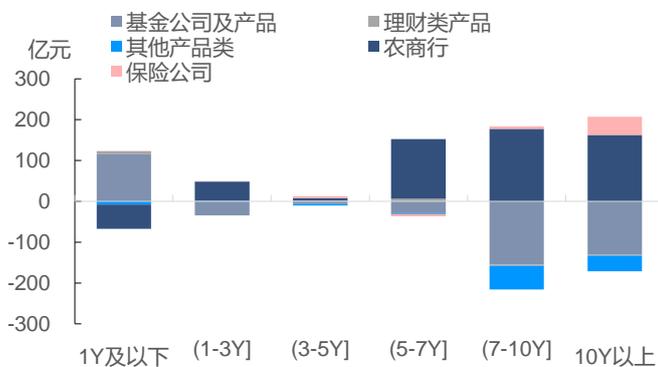
本周交易盘对债券转为小规模增持，而主要配置机构对债券整体转为减持。以基金公司为代表的交易型机构对政金债、国债、存单均转为净买入，对二永债的净卖出规模下降，在利率债期限上主要对 3 年以上国债和 1-10 年政金债转为净买入。其他产品对国债、政金债、存单和二永债转为净买入，并增加净买入中票和短融券，在利率债期限上主要转为净买入 10 年及以上国债和 3-10 年政金债。

配置型机构中，农商行转为小规模减持债券，而保险公司和理财产品增持规模较上周进一步下降。农商行转为净卖出 5 年以上国债和 7-10 年政金债，对存单的净买入规模也大幅减少，理财产品转为净卖出存单、减少净买入短期限政金债，而保险公司主要减少净买入地方债和二永债。具体来看，农商行对国债和政金债均转为大规模净卖出，对存单的净买入规模也大幅减少；而理财产品主要转为净卖出存单，对政金债的净买入规模小幅减少，但对短融券的净买入规模有所增加；保险公司主要减少净买入地方债和二永债，但对存单转为净买入。从期限上看，农商行主要转为净卖出 5 年以上国债和 7-10 年政金债；理财产品主要减少净买入 1 年及以下政金债；保险公司减少净买入 10 年以上国债，转为净卖出 3-5 年政金债，并增加净卖出 5-7 年、10 年以上政金债。

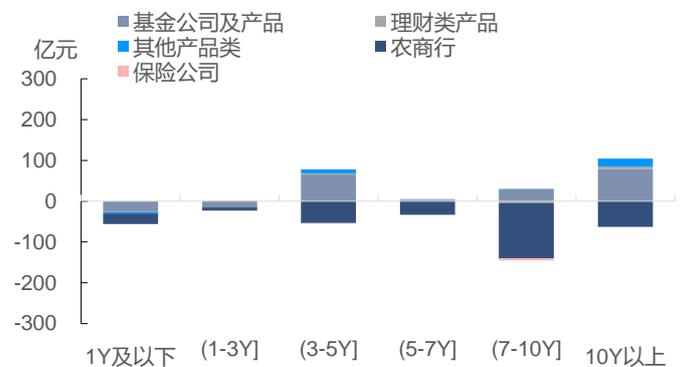
图 26: 各机构主要现券二级市场净买入情况 (亿元)

债券类型	周度	大型银行	股份行	城商行	外资行	农商行	证券公司	保险公司	基金公司及产品	理财类产品	其他产品类	其他	货币基金
国债	09.11-09.17	238	-215	-302	137	-320	331	-2	137	4	27	-55	18
	09.04-09.10	160	133	-205	91	480	-445	51	-238	8	-108	-87	161
	08.28-09.03	-213	-45	-64	-75	346	-348	67	34	29	34	72	164
政金债	09.11-09.17	164	47	-287	28	-627	51	-109	565	9	109	-14	63
	09.04-09.10	129	-247	-27	-21	644	81	-31	-698	133	-35	27	45
	08.28-09.03	37	-190	-320	-13	402	-271	17	96	99	25	28	90
地方政府债	09.11-09.17	-180	105	-4	7	-60	19	50	28	2	15	19	0
	09.04-09.10	-18	46	14	0	3	-206	178	-19	5	3	-6	0
	08.28-09.03	-144	81	-27	-5	-111	-111	298	13	0	6	0	0
中票	09.11-09.17	-16	-28	5	2	-19	-51	-1	-187	159	90	10	37
	09.04-09.10	116	27	34	-2	11	-21	-12	-352	164	27	4	6
	08.28-09.03	56	-36	12	-2	7	-93	4	-39	56	23	2	10
短融	09.11-09.17	-206	-118	-126	1	7	33	7	-164	294	112	12	147
	09.04-09.10	-78	-130	-67	1	10	-40	6	31	175	33	31	28
	08.28-09.03	-27	-79	-55	0	15	-18	2	78	105	2	7	-30
企业债	09.11-09.17	1	-4	0	0	-1	-5	6	-3	-2	8	-1	0
	09.04-09.10	1	1	-7	0	-1	-4	-1	1	7	4	0	0
	08.28-09.03	2	0	-1	0	1	-11	-1	4	0	6	0	0
同业存单	09.11-09.17	202	53	-392	44	465	-355	44	32	-402	141	450	-283
	09.04-09.10	127	-196	227	26	974	-281	-33	-428	181	-126	526	-997
	08.28-09.03	93	-70	-358	58	156	-184	3	178	475	167	-23	-496
其他	09.11-09.17	-161	32	55	-3	65	-85	114	-142	0	52	8	64
	09.04-09.10	2	9	122	-2	64	61	234	-546	53	-24	1	26
	08.28-09.03	-26	-27	3	5	12	-104	90	29	29	23	-10	21
合计	09.11-09.17	43	-127	-1051	217	-490	-62	109	268	65	553	430	46
	09.04-09.10	438	-357	92	93	2184	-855	390	-2250	724	-225	496	-731
	08.28-09.03	-222	-366	-810	-32	828	-1139	480	348	792	286	75	-241

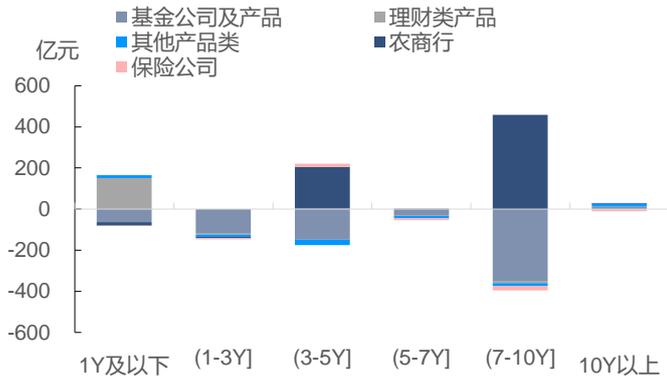
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 上周主要机构国债二级市场净买入期限分布


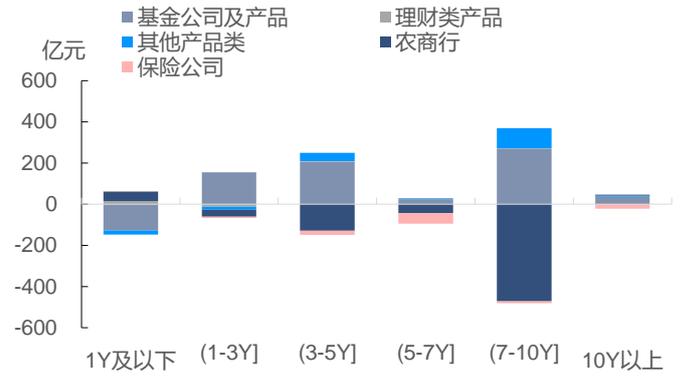
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 28: 本周主要机构国债二级市场净买入期限分布


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 29: 上周主要机构政金债二级市场净买入期限分布


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 30: 本周主要机构政金债二级市场净买入期限分布


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

风险因素

货币政策不及预期、资金面波动超预期

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，8年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究2016年第一名、2017年第四名。

王明路，南开大学保险硕士，曾供职于长江证券、苏宁金融、平安普惠等从事研究与投资工作。

朱金保，复旦大学金融硕士，曾供职于资管机构从事信评工作。

沈扬，华东理工大学硕士，曾供职于中泰证券从事宏观利率研究工作。

张弛，复旦大学硕士，曾供职于资管类机构从事市场营销和研究相关工作。

芦静，南开大学金融硕士，曾供职于评级机构、资管机构、方正证券从事信用研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在地市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。