



Research and
Development Center

央行流动性管理更精细 存单收益率拐点待触发

—— 流动性与机构行为周度跟踪

2023年11月12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

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

央行流动性管理更精细 存单收益率拐点待触发

2023年11月12日

- **货币市场:** 本周央行公开市场净回笼流动性 6480 亿元, 资金面仍处于相对均衡的水平, 隔夜利率在 1.6%-1.7% 之间窄幅波动, DR007 在 OMO 利率 5BP 以内波动。
- 本周质押式回购成交规模在周一回升后逐日回落, 周五降至 6.99 万亿, 全周日均成交上升 1.61 万亿至 7.2 万亿; 质押式回购余额同样从周二开始小幅回落, 截至周五较前一周下降 0.23 万亿至 10.59 万亿, 显示机构对于杠杆策略整体相对谨慎。分机构看, 大行净融出全周维持在 4.2-4.3 万亿, 但股份行与城商行净融出从跨月后的高点逐步回落, 银行刚性净融出小幅回落, 周五降至 4.1 万亿, 非银方面货基与理财逆回购小幅回落, 券商、基金及其他非银产品正回购同样有所回落。资金缺口指数全周小幅震荡, 截至周五较上周小幅上升 175 至 1939, 仍低于中性水平。
- 本周在逆回购净回笼规模较大的状态下, 银行净融出仍维持在 4 万亿以上, 显示央行对于流动性供给更加精细的控制, 但目前这样的平衡状态仍有一定的脆弱性, 如果外生冲击增大, 仍然依赖于央行更大幅度的支持以维持资金面平稳。下周有 1.25 万亿逆回购和 8500 亿 MLF 到期, 政府债净缴款规模大幅上升 4301.4 亿元至 3321.8 亿元, 主要集中于周三, 且周三还有税期以及缴准因素扰动, 因此央行的对冲措施仍是关键。考虑当前资金利率并未领先于 MLF 利率下行, 本月降息的概率十分有限, 但由于基本面已出现边际走弱, 央行继续维持资金面紧张的概率同样偏低, 出于缓解银行负债压力的目的, MLF 续作的规模可能达到万亿以上。我们预计在央行的对冲措施下, 11 月税期很难重现 10 月的大幅波动。
- **存单市场:** 本周 AAA 级 1 年期同业存单二级利率上行 1.5BP 至 2.575%。本周同业存单发行规模较上周变化不大, 而到期规模大幅上升, 存单转为净偿还 1183.5 亿元。除国有行净融资 1183.5 亿外, 其余银行均为净偿还, 其中股份行净偿还规模较大达 2330 亿; 1Y 期存单发行占比回落至 21%。城商行存单发行成功率上升, 而股份行、农商行、国有行均有所回落, 其中股份行和农商行已明显低于近一年均值, 城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔。本周货币基金一二级整体大规模净卖出存单, 存单供需相对强弱指数较上周下行 2.1pct 至 16.7%, 显示存单的供需格局仍然偏弱, 存单利率的拐点仍需等待银行负债压力的缓解, 这可能需要货币政策力度更大的支持。
- **票据利率:** 本周票据利率维持低位震荡, 国股 3M 期利率较 11 月 3 日上行 10BP 至 0.6%, 而 6M 期利率上行 3BP 至 1.07%。
- **现券二级交易跟踪:** 本周交易盘对债券的增持规模小幅上升, 而主要配置机构对债券的整体增持规模有所下降。以基金公司为代表的交易型机构对政金债、二永债的净买入规模增加, 对中票转为净买入, 但对国债的净买入规模有所下降, 在利率债期限上主要减少净买入 1 年及以内国债, 但转为净买入 1 年及以内政金债。配置型机构中, 农商行对债券转为减持, 理财产品对债券的增持规模继续下降, 而保险公司转为增持。农商行转为净卖出 5 年以上国债和政金债, 但增加净买入存单, 理财产品对存单的净买入规模大幅下降, 而保险公司对存单转为大规模净买入。
- **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.....	7
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

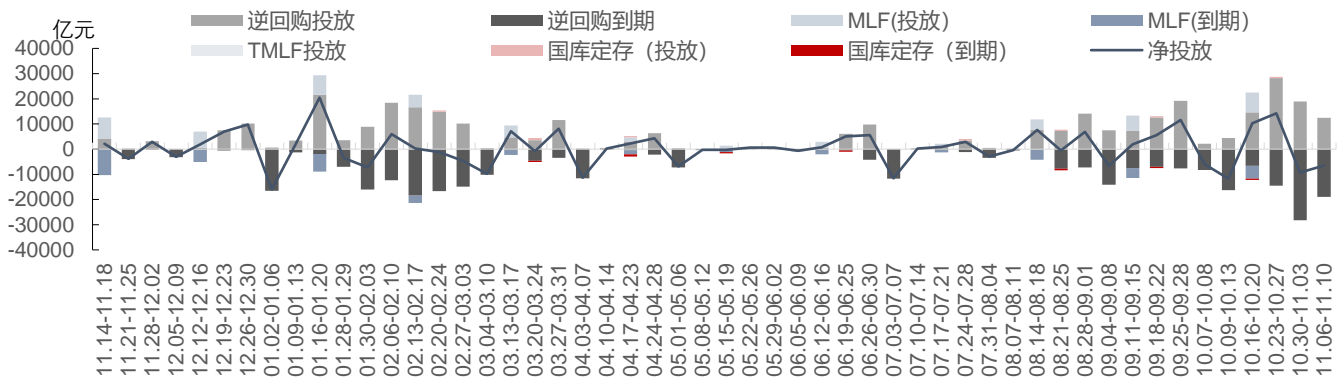
图 1: 公开市场操作投放与到期 (单位: 亿元)	4
图 2: 资金利率表现 (单位: %、BP)	4
图 3: 质押回购成交量走势 (单位: 亿元)	4
图 4: 刚性资金缺口走势 (单位: 亿元; %)	5
图 5: 资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势 (单位: 亿元; %)	5
图 6: 银行净融出规模 (单位: 亿元)	5
图 7: 特殊再融资债缴款日期与规模.....	6
图 8: 下周政府债缴款净额回落.....	6
图 9: 逆回购余额规模.....	7
图 10: SHIBOR 利率走势 (单位: %)	7
图 11: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)	7
图 12: 分银行类型存单发行规模分布	8
图 13: 分银行类型存单净融资规模分布.....	8
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 存单发行利差小幅走阔	8
图 17: 存单供需相对强弱指数.....	9
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	10
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

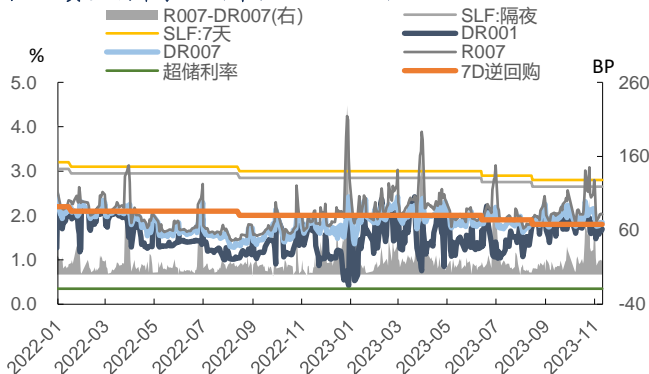
本周央行公开市场净回笼流动性 6480 亿元，资金面仍处于相对均衡的水平，隔夜利率在 1.6%-1.7% 之间窄幅波动，DR007 在 OMO 利率 5BP 以内波动。本周共有 19890 亿元逆回购到期，央行于周一至周五分别开展 180 亿元、3530 亿元、4740 亿元、2020 亿元、2030 亿元 7D 逆回购，全周净回笼流动性 6480 亿元。周一周二央行公开市场大规模净回笼 8990 亿元，周三后转为净投放，尽管全周逆回购到期规模较大导致资金价格略有抬升，但仍然处于相对均衡的水平，DR007 在 OMO 利率 5BP 以内波动，隔夜利率在 1.6%-1.7% 之间窄幅波动。截至 11 月 10 日，R001、DR001、R007、DR007 分别较 11 月 3 日上行 8.3BP、6.7BP、14.7BP、9.1BP 至 1.79%、1.69%、2.02%、1.85%，R007-DR007 利差走阔 5.6BP 至 17.6BP。

图 1：公开市场操作投放与到期（单位：亿元）



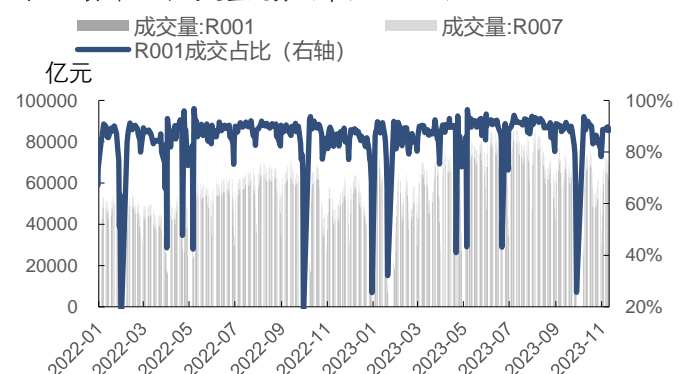
资料来源：万得，信达证券研发中心

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）

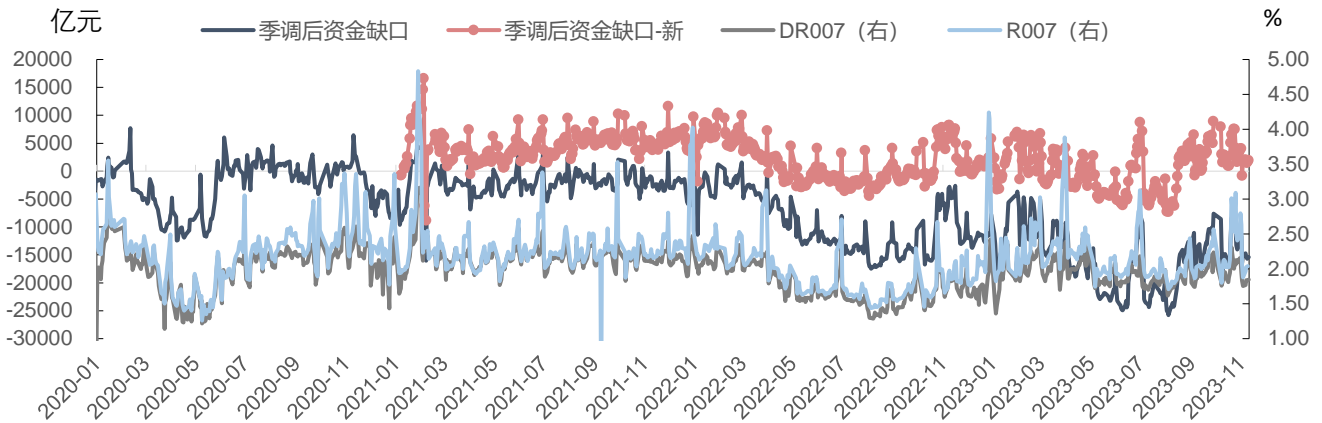


资料来源：万得，信达证券研发中心

本周质押式回购成交规模在周一回升后逐日回落，周五降至 6.99 万亿，全周日均成交上升 1.61 万亿至 7.2 万亿；质押式回购余额同样从周二开始小幅回落，截至周五较前一周下降 0.23 万亿至 10.59 万亿，显示机构对于杠杆策略整体相对谨慎。分机构看，大行净融出全周维持在 4.2-4.3 万亿，但股份行与城商行净融出从跨月后的高点逐步回落，银行刚性净融出小幅回落周五降至 4.1 万亿，非银方面货基与理财逆回购小幅回落，券商、基金及其他非银产品正回购同样有所回落。资金缺口指数全周小幅震荡，截至周五较上周小幅上升 175 至 1939，仍低于中性水平。本周一质押式回购成交规模升至 7.32 万亿，此后逐日小幅回落，周五降至 6.71 万亿，全周均值上升 1.61 万亿至 7.2 万亿；质押式回购余额在周一升破 11 万亿后同样小幅回落，截至周五较前一周下降 0.23 万亿至 10.59 万亿，显示机构对于杠杆策略整体相对谨慎。分机构来看，本周大行净融出稳定在 4.2-4.3 万亿之间，但股份行与城商行净融出规模从跨月后的高点逐步回落，周五分别降至 0.27 万亿与 -0.47 万亿，银行刚性净融出规模从上周五的 4.27 万亿小幅下降至 4.1 万亿。而在非银方面，货币基金与理财产品逆回购周初有所下滑，下半周随着资金面的边际收敛小幅抬升，但仍较上周略有回落，而券商、基金以及其他非银产品正

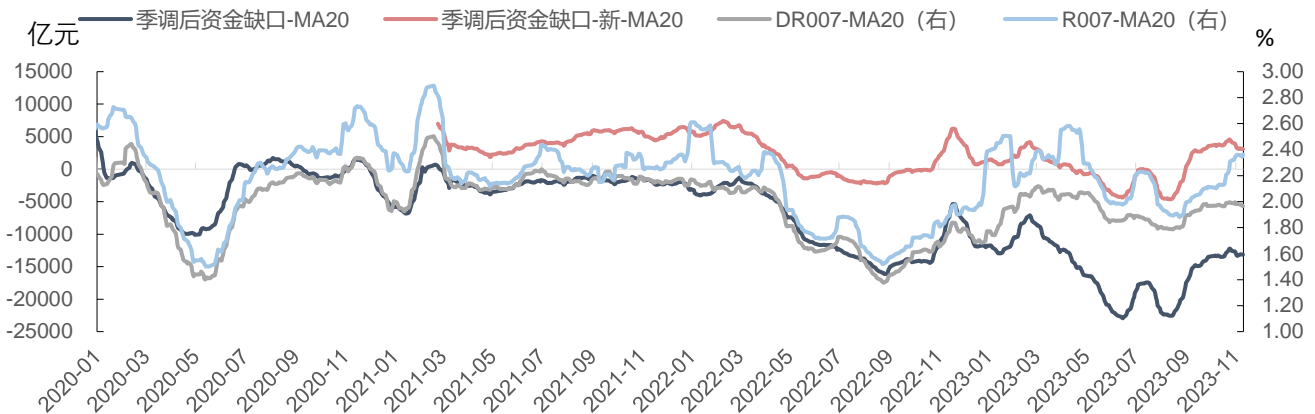
回购同样小幅回落。资金缺口指数全周维持了窄幅震荡的态势，截至周五较上周小幅上升 175 至 1939，仍然低于中性水平。

图 4：刚性资金缺口走势（单位：亿元；%）



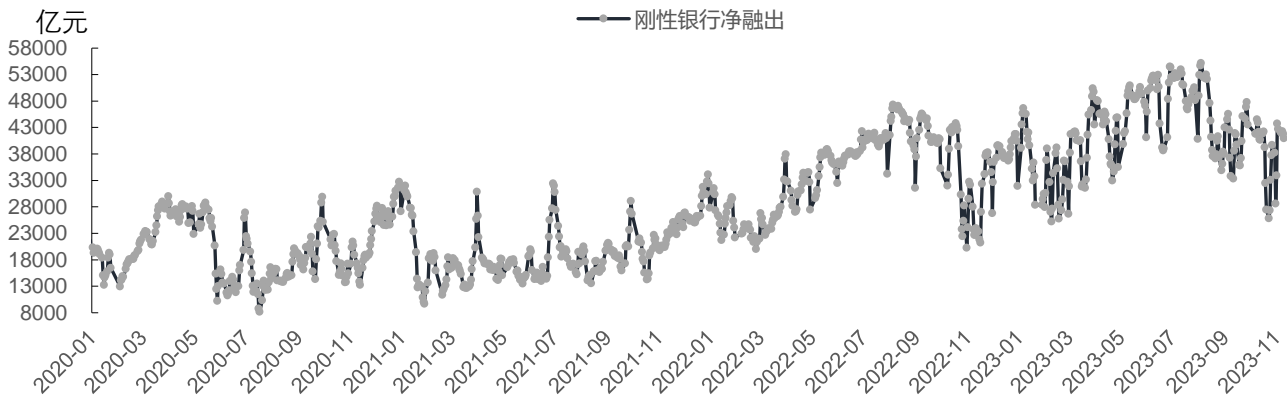
资料来源：万得，信达证券研发中心

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

本周在逆回购净回笼规模较大的状态下，银行净融出仍维持在 4 万亿以上，显示央行对于流动性供给更加精细的控制，但目前这样的平衡状态仍有一定的脆弱性，如果外生冲击增大，仍然依赖于央行更大幅度的支持以维持资金面平稳。下周有 1.25 万亿逆回购和 8500 亿 MLF 到期，政府债净缴款规模大幅上升 4301.4 亿元至 3321.8

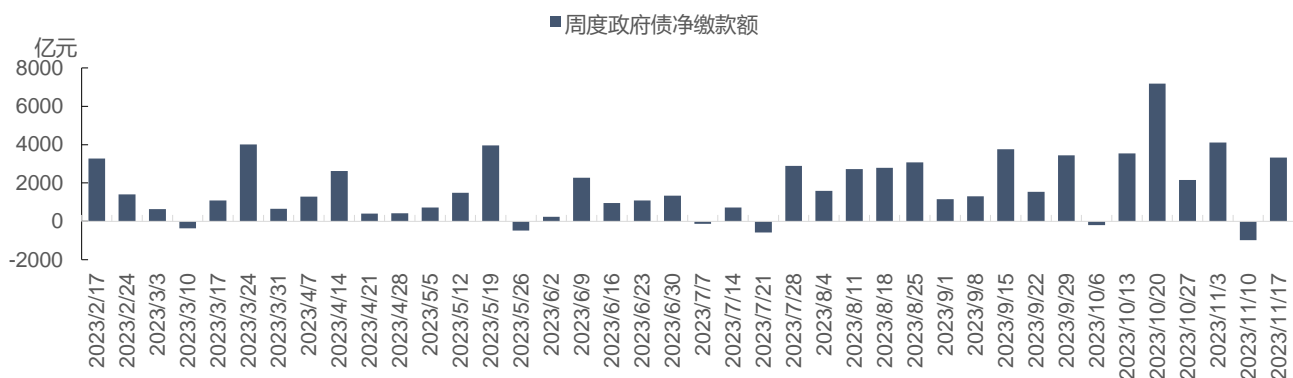
亿元，主要集中于周三，且周三还有税期以及缴准因素扰动，因此央行的对冲措施仍是关键。考虑当前资金利率并未领先于 MLF 利率下行，本月降息的概率十分有限，但由于基本面已出现边际走弱，央行继续维持资金面紧张的概率同样偏低，出于缓解银行负债压力的目的，MLF 续作的规模可能达到万亿以上。我们预计在央行的对冲措施下，11 月税期很难重现 10 月的大幅波动。尽管本周逆回购净回笼规模较大，但大行净融出仍相对稳定，银行刚性净融出整体仍维持在 4 万亿以上，似乎显示了央行对于流动性供给的控制更加精细，在维持 DR007 在政策利率附近的同时又不使隔夜利率过低。但在逆回购余额仍然较大的状态下，这样的平衡仍有一定的脆弱性。如果政府债发行等外生冲击加大，仍然需要央行更大规模的投放来维持资金面的平稳。下周有 1.25 万亿逆回购到期，下周三还有 8500 亿 MLF 到期；特殊再融资债缴款规模上升至 1272.82 亿，较本周回升 423.64 亿元，政府债总体缴款规模升至 4959.3 亿元，政府债到期规模大幅下降至 1637.5 亿，政府债缴款净额达到 3321.8 亿元，较本周增加 4301.4 亿元，且主要集中在周三；此外，下周三（11 月 15 日）为缴税截止日和中旬缴准日。因此，在下周三市场仍然面临一定的扰动，需要央行更大力度的支持。考虑 22 年 4 月以来，央行将货币市场利率与存款利率挂钩，一般都在降息前都会先行引导资金利率下行，因此在当前状态下，15 日 MLF 利率调低的概率十分有限。但考虑基本面已出现边际走弱，央行持续引导资金面趋紧的概率同样偏低，出于缓解银行负债压力的目的，MLF 的规模可能进一步上升，我们预计续作规模将在万亿以上。我们预计在央行的对冲措施下，11 月税期很难重现 10 月的大幅波动。

图 7：特殊再融资债缴款日期与规模

本周 (11.06-11.10)	
11月8日	安徽 (620亿)
11月9日	天津 (27.51亿)
11月10日	吉林 (201.77亿)
合计	849.28亿
下周 (11.13-11.17)	
11月14日	贵州 (565.1788亿)
11月15日	云南 (180亿)
11月16日	海南 (24亿)
11月17日	湖南 (478.7446亿)、宁波 (25亿)
合计	1272.9234亿

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：下周政府债缴款净额回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

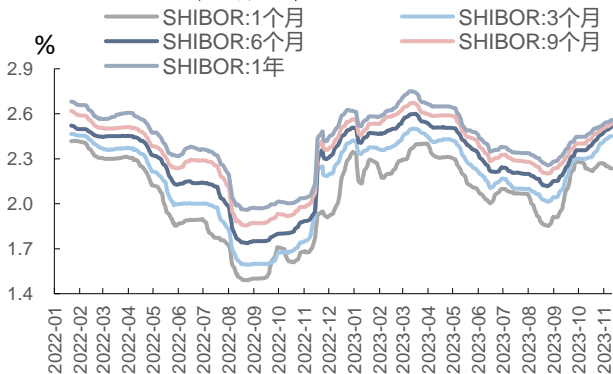
图 9：逆回购余额规模


资料来源：万得，信达证券研发中心

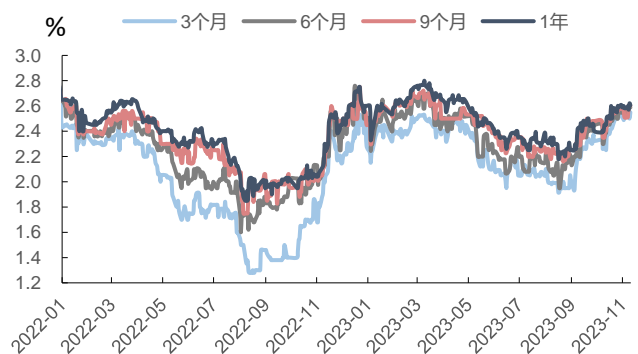
1.2 同业存单

1Y 期 Shibor 利率上行 1.7BP 至 2.56%。截至 11 月 10 日，3M、6M、9M、1Y 期 Shibor 利率分别较 11 月 3 日上行 2.1BP、2.3BP、2.3BP、1.7BP 至 2.45%、2.51%、2.54%、2.56%，而 1M 期 Shibor 利率下行 1.5BP 至 2.24%。

1 年期股份行存单发行利率上行 2.4BP 至 2.61%，AAA 级 1 年期同业存单二级利率上行 1.5BP 至 2.575%。本周 3M、6M、9M、1Y 期股份行存单发行利率分别较 11 月 3 日上行 4.3BP、3.1BP、9.2BP、2.4BP 至 2.55%、2.59%、2.60%、2.61%。此外，AAA 级 1 年期存单到期收益率累计上行 1.5BP 至 2.575%。

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：%）


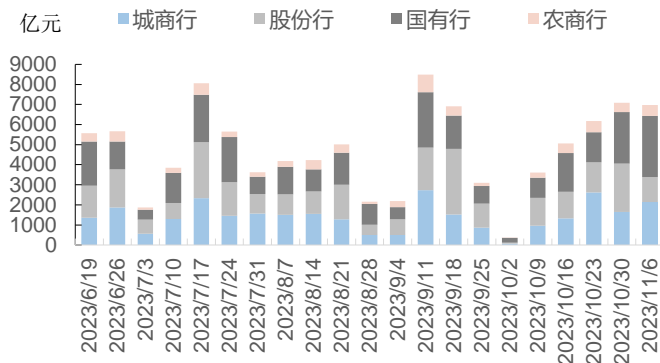
资料来源：万得，信达证券研发中心

本周同业存单发行规模较上周变化不大，而到期规模大幅上升，存单转为净偿还 1183.5 亿元。除国有行净融资 1183.5 亿外，其余银行均为净偿还，其中股份行净偿还规模较大达 2330 亿；1Y 期存单发行占比回落至 21%。本周，同业存单发行规模较上周小幅下降 75.6 亿元至 7118.0 亿元，而偿还规模大幅上升 4156.5 亿元至 8301.5 亿元，当周存单净偿还 1183.5 亿元（上周为净融资 3048.6 亿元）。分银行类型来看，城商行、国有行、农商行存单发行规模分别较上周上升 499 亿元、481 亿元、91 亿元，而股份行存单发行规模较上周下降 1179 亿元；从净融资分布来看，股份行、城商行、农商行存单分别净偿还 2330 亿元、145 亿元、117 亿元，而国有行存单净融资 1359 亿元。本周 6M 期存单发行占比最高为 29%，而 1Y 期存单发行占比较上周大幅回落 25pct 至 21%。

城商行存单发行成功率上升，而股份行、农商行、国有行均有所回落，其中股份行和农商行已明显低于近一年均值，城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔。截至 11 月 10 日，股份行、农商行、国有行存单发行成功率分别较上周下行 12.2pct、5.4pct、0.2pct，而城商行存单发行成功率较上周上行 3.7pct，国有行与城商行与近一年均值水平接近，而股份行和农商行明显偏低。城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅上行 0.1BP 至 19.2BP，

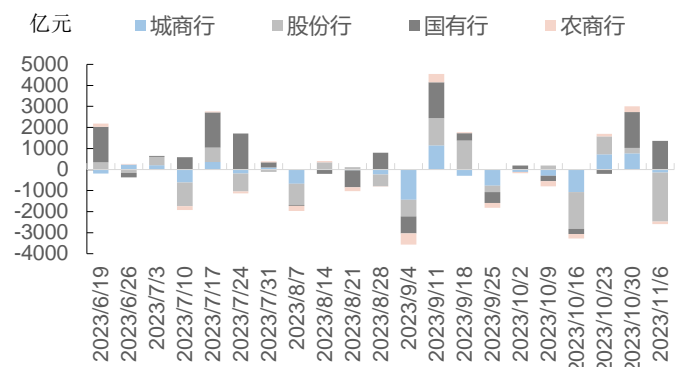
位于 2018 年以来 23% 分位数水平。

图 12: 分银行类型存单发行规模分布



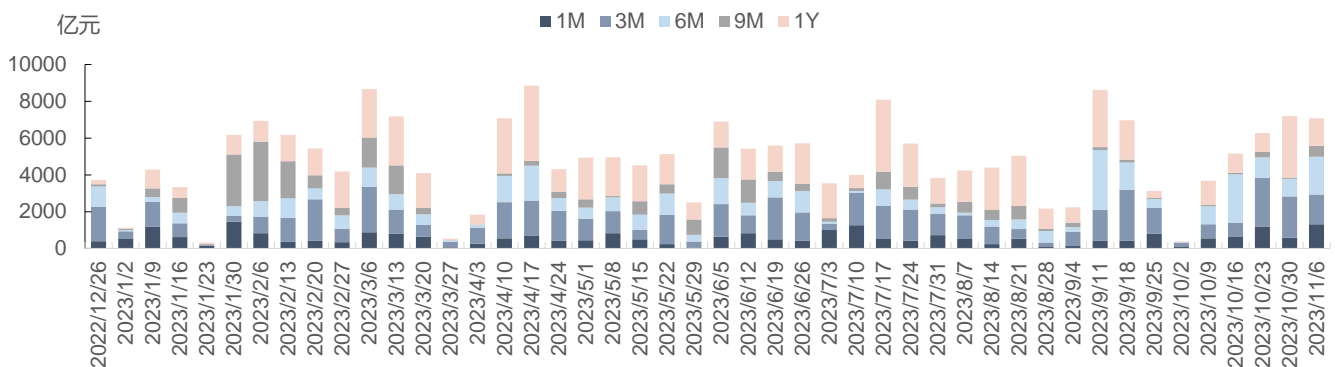
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 分银行类型存单净融资规模分布



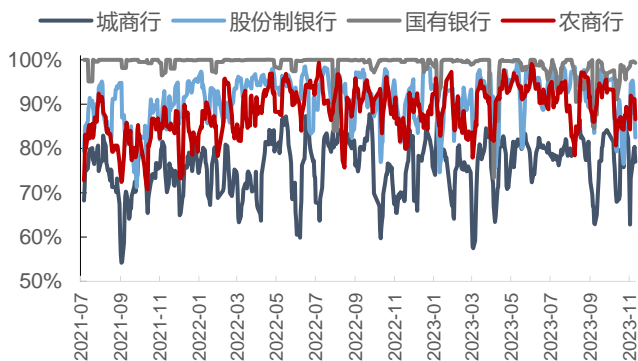
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 存单发行规模期限分布



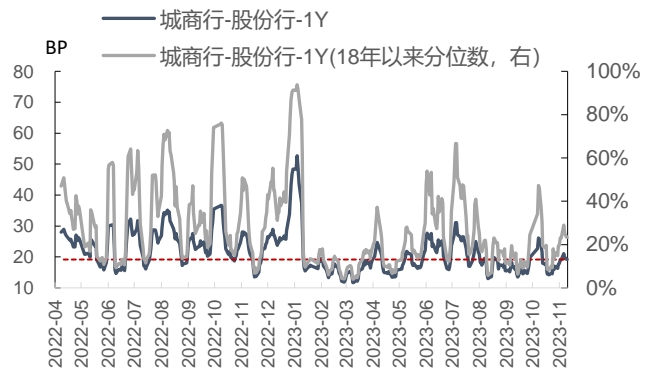
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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 存单发行利差小幅走阔

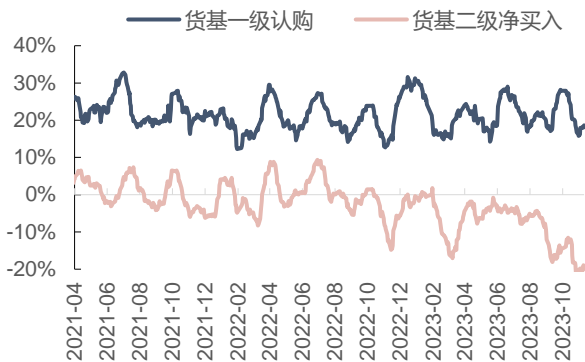


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

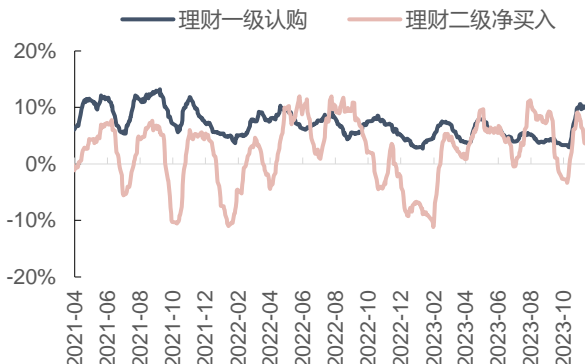
本周理财和其他产品一二级净买入存单规模大幅上升, 股份行转为净卖出存单, 但由于货币基金二级净卖出存单规模大幅上升, 一级认购规模大幅减少, 存单供需相对强弱指数较 11 月 3 日下行 2.1pct 至 16.7%, 显示存单的供需格局仍然偏弱, 存单利率的拐点仍需等待银行负债压力的缓解, 这可能需要货币政策力度更大的支持。本周基金公司一二级市场认购存单规模维持高位, 理财产品和其他产品净买入存单规模均大幅回升, 股份行对存单转为净卖出, 但由于货币基金二级市场净卖出存单的规模升至 21 年 2 月以来新高, 一级认购规模也大幅下滑, 存单供需相对强弱指数较 11 月 3 日下行 2.1pct 至 16.7%, 显示存单的供需格局仍然相对偏弱, 存单利率的拐点似乎仍需等待银行负债压力的缓解, 这可能需要货币政策力度更大的支持。从分期限的强弱指数来看, 本周 1M、1Y 期限品种的供需指数有所回落, 而其余期限均小幅回升。

图 17: 存单供需相对强弱指数

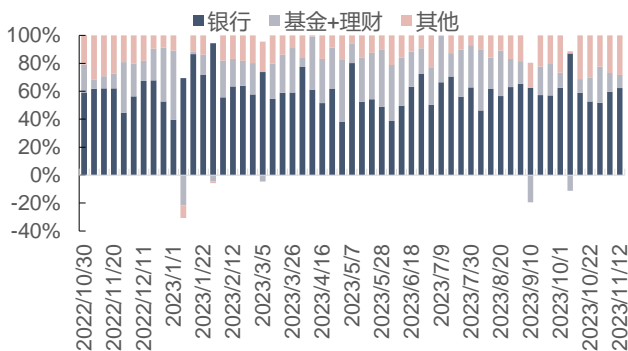

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 货币基金一级认购与二级净买入比例


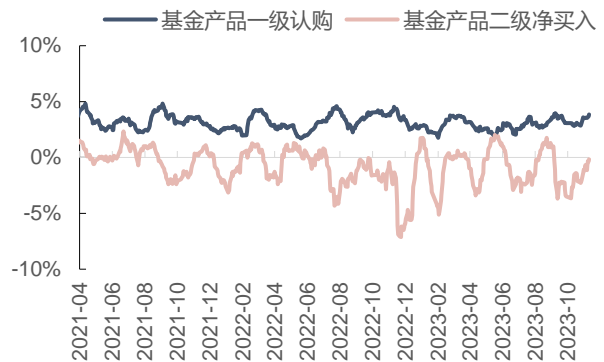
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 理财产品一级认购与二级净买入比例


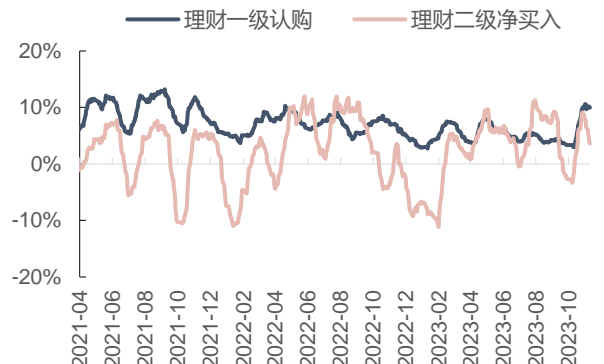
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 22: 所有期限存单的需求结构占比


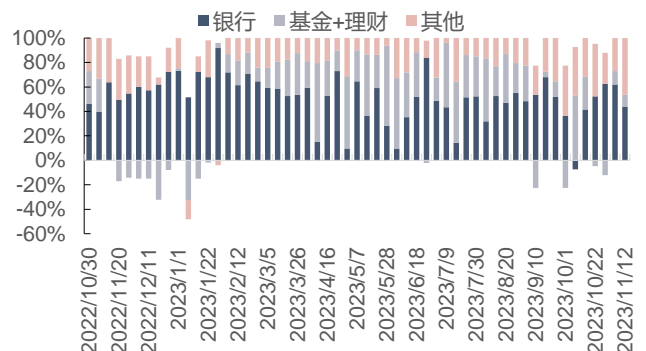
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 基金产品一级认购与二级净买入比例


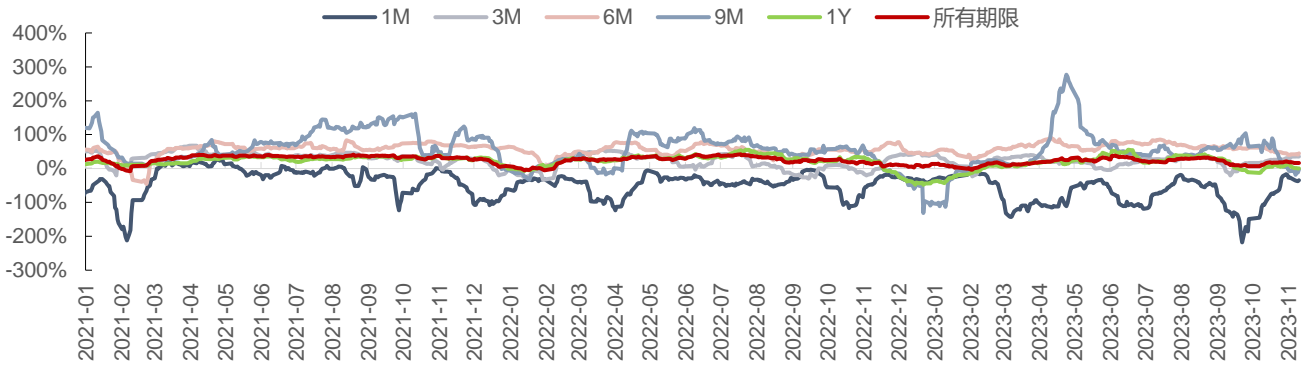
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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


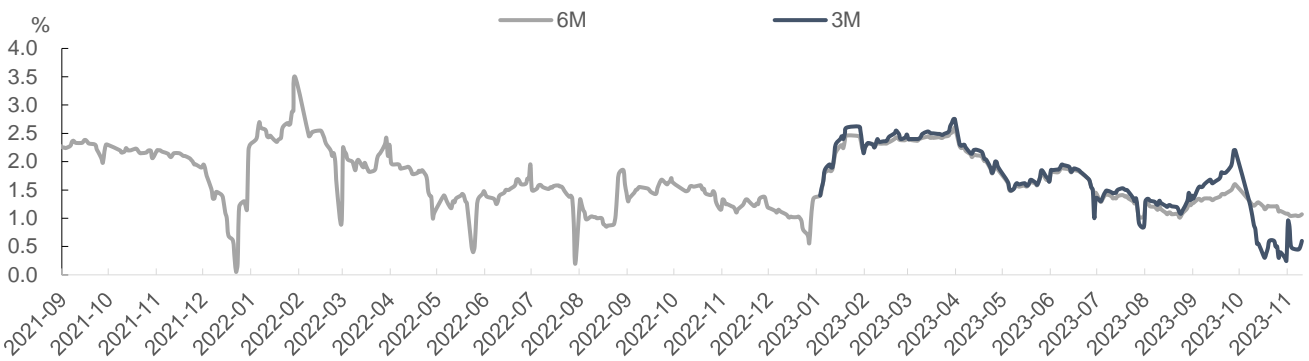
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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

1.3 票据市场

本周票据利率维持低位震荡, 国股 3M 期利率较 11 月 3 日上行 10BP 至 0.6%, 而 6M 期利率上行 3BP 至 1.07%。周一周二, 买盘收票情绪延续, 随后卖盘陆续入场, 供需力量平衡; 周三大行进场买盘情绪释放, 利率略有回落; 周四后一级市场票源供给强劲, 卖盘出票力度增强, 大行再度进场但并未带动买盘整体配置意愿, 票据利率整体上行。截止 11 月 10 日, 国股 3M 期利率较 11 月 3 日上行 10BP 至 0.6%, 而 6M 期利率上行 3BP 至 1.07%。

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

本周交易盘对债券的增持规模小幅下降, 而主要配置机构对债券的整体增持规模大幅上升。以基金公司为代表的交易型机构对国债、政金债的净买入规模下降, 但对存单的净买入规模上升, 在利率债期限上主要减少净买入 1 年及以下国债和 7-10 年政金债, 对 10 年以上超长期国债和 3-5 年政金债均转为净卖出。而其他产品增加净买入存单和二永债, 但对各类利率债和信用债的增持规模均小幅下降, 在利率债期限上主要转为净卖出 7-10 年国债, 减少净买入 7-10 年政金债。

配置型机构中, 农商行对债券转为增持, 理财产品增持规模大幅上升, 而保险公司的增持规模小幅下降。农商行转为净买入 5-7 年国债和 10 年及以下各期限政金债, 对 7 年以上国债的净卖出规模大幅下降, 但对存单的净买入规模下降, 理财产品对存单的增持规模大幅上升, 而保险公司增加净卖出二永债, 减少净买入存单。具体来看, 农商行对政金债转为大规模净买入, 减少净卖出国债, 但对存单的净买入规模下降, 而理财产品对存单的增持规模大幅上升, 保险公司对二永债的净卖出规模增加, 减少净买入存单, 但对地方债的净买入规模有所上升。从期限上看, 农商行转为净买入 5-7 年国债和 10 年及以下各期限政金债, 对 7 年以上国债的净卖出规模

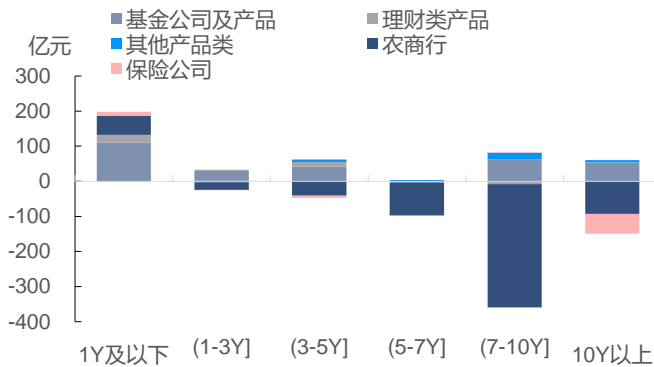
大幅下降，理财产品对 7-10 年政金债的净卖出规模增加，而保险公司减少净卖出 10 年以上国债，对 7 年以上政金债的净买入规模增加。

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	理财产品	其他产品类	其他	货币基金
国债	11.06-11.12	35	-98	-251	-20	-170	-23	-50	106	19	22	402	28
	10.30-11.5	-87	-102	-197	82	-546	70	-53	297	28	32	338	139
	10.23-10.29	-196	-77	-93	-121	412	-120	54	-5	31	3	51	61
政金债	11.06-11.12	13	-291	-242	-2	260	-3	12	165	-40	6	120	3
	10.30-11.5	66	-96	-204	32	-630	157	-21	453	46	32	190	-26
	10.23-10.29	50	-295	-152	-30	461	-77	-4	-275	150	-39	190	20
地方政府债	11.06-11.12	-358	23	-50	0	-41	141	191	93	-13	14	0	0
	10.30-11.5	-376	9	29	0	-20	140	129	46	3	37	2	0
	10.23-10.29	-201	135	78	11	-128	32	34	35	-2	6	1	0
中票	11.06-11.12	2	-83	-31	-1	-3	-83	-13	102	42	64	0	3
	10.30-11.5	-5	-75	-37	2	-14	-54	-6	86	-19	127	-4	-2
	10.23-10.29	55	-33	3	3	-10	-14	-7	-78	7	73	12	-10
短融	11.06-11.12	-91	-233	-103	-2	2	-33	5	172	174	48	7	53
	10.30-11.5	-81	-305	-242	-1	0	-8	17	162	138	82	30	207
	10.23-10.29	-61	-193	-77	0	4	-15	-2	98	146	77	1	21
企业债	11.06-11.12	0	-2	-4	0	-6	-8	3	11	-1	7	0	0
	10.30-11.5	0	1	-5	0	-14	4	0	9	-7	11	0	0
	10.23-10.29	2	0	-3	0	-6	-7	2	7	-3	7	1	0
同业存单	11.06-11.12	106	-373	-1052	52	331	-383	373	223	703	413	644	-1037
	10.30-11.5	-166	-133	-417	62	785	-266	445	52	79	91	523	-1055
	10.23-10.29	198	-102	-689	-2	-9	-381	296	128	845	288	541	-1113
其他	11.06-11.12	-166	-65	-55	-1	19	-85	-132	217	23	262	-7	-12
	10.30-11.5	-234	-20	-50	-9	-6	-45	-47	251	-38	175	5	19
	10.23-10.29	-18	-26	23	1	36	-34	5	-258	95	171	10	-4
合计	11.06-11.12	-458	-1122	-1788	25	392	-476	388	1089	908	838	1166	-961
	10.30-11.5	-881	-719	-1124	168	-446	-2	463	1357	231	588	1083	-719
	10.23-10.29	-170	-591	-909	-139	761	-616	378	-349	1269	587	806	-1025

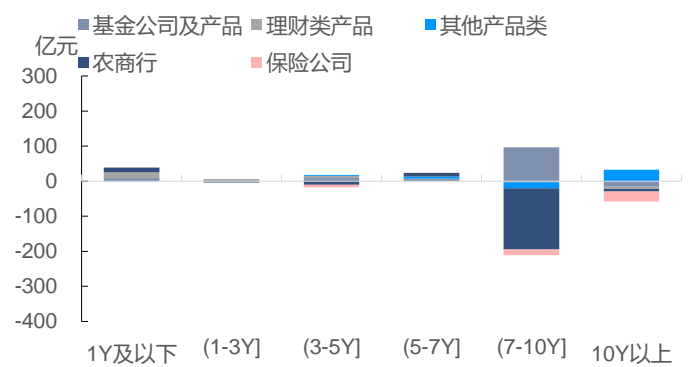
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 上周主要机构国债二级市场净买入期限分布



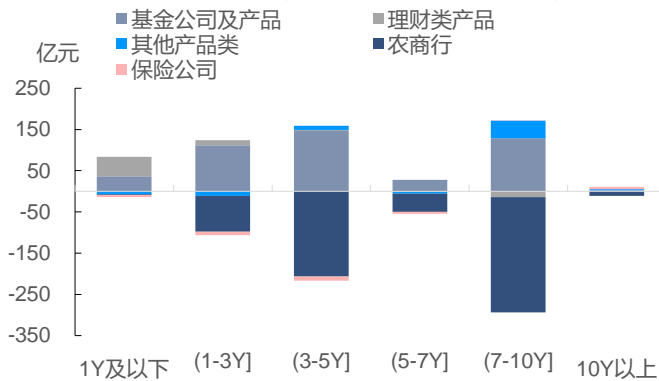
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 28: 本周主要机构国债二级市场净买入期限分布



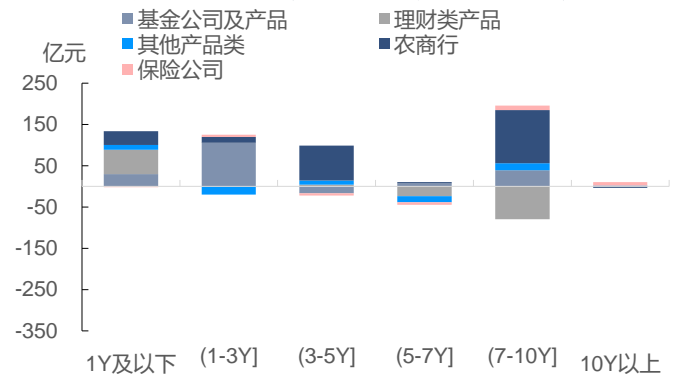
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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，9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，在国内外宏观、大类资产配置以及流动性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。

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。