



Research and
Development Center

下周专项债大规模发行 央行灵活操作对冲缺口

—— 流动性与机构行为周度跟踪

2024 年 2 月 4 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

下周专项债大规模发行 央行灵活操作对冲缺口

2024年2月4日

- **货币市场:** 本周上半周央行大规模净投放逆回购, 跨月时点资金面维持平稳, 跨月后央行又快速净回笼, 周五重启 14 天逆回购, 但资金面整体仍维持紧平衡状态。
- 质押式回购规模先降后升, 全周日均成交量下降 1.31 万亿至 6.33 万亿; 质押式回购余额周四前持续回升, 周五降至 11.24 万亿, 仍较上周上升 0.53 万亿。分机构来看, 银行刚性净融出先升后降, 跨月当日达到 5.46 万亿后转为回落, 周五降至 4.92 万亿, 仍高于上周五的 4.76 万亿。货基与理财逆回购融出先降后升, 而主要非银机构正回购周四前持续上升周五有所回落。季调后的资金缺口震荡走低, 周五降至 -1054, 低于上周五的 965。在降准带来的乐观情绪下, 1 月主要机构跨月进度偏慢, 但央行呵护下跨月时点资金整体仍相对偏稳。而目前各类机构跨春节进度也同样偏慢。
- 与 1 月初类似, 跨月后 2 月初央行再度快速净回笼 OMO, 资金面仍然维持紧平衡状态。下周是春节前的最后一周, 取现需求将明显增加, 而地方政府专项债也将在下周大规模发行, 政府债缴款规模也将大幅上升, 叠加缴准以及逆回购到期的影响, 资金面仍然面临外生因素的扰动。而下周一降准落地将在一定程度上缓解流动性的压力, 但万亿左右的投放规模还不能完全对冲节前的流动性需求, 仍需央行逆回购投放。而央行近期对流动性供给的调控更加精准, 逆回购操作也更加灵活, 在年末甚至不排除以其他工具补充流动性缺口的可能, 资金面出现大幅波动的概率有限。
- **存单市场:** 本周 AAA 级 1 年期同业存单二级利率下行 5.0BP 至 2.35%。同业存单发行规模大幅下降至 3626.0 亿元, 偿还规模下降至 3282.7 亿, 存单净融资规模下降至 243.3 亿元。国有行、股份行、城商行、农商行净融资为 -559、141、638、71 亿元; 9M 期存单发行占比达到 45%, 1Y 期存单发行占比 8%。下周存单到期规模约 5650.5 亿元, 较本周上升 2367.8 亿元。农商行、城商行存单发行成功率较上周回升, 而股份行、国有行回落, 除股份行外, 其余银行存单发行成功率仍高于近一年均值水平。城商行-股份行 1Y 存单发行利差继续走阔。存单供需相对强弱指数震荡回升, 周五收于 5.1%, 较上周回升 3.3pct。
- **票据利率:** 票据利率跨月前维持高位, 跨月后大幅下降, 全周来看国股 3M、6M 期利率分别下行 44BP、37BP 至 1.78%、1.61%。
- **现券二级交易跟踪:** 本周债券市场继续维持强势, 收益率曲线呈现牛陡形态。交易型机构增持规模有所上升, 而配置型机构对债券整体增持规模升幅更大, 在机构行为上仍然没有呈现出过度极端的状态。
- 具体来看, 基金公司对政金债、二永债的净买入规模大幅上升, 对地方债和各类信用债的净买入规模也有所增加, 但对国债的净买入规模下降, 在利率债期限上对 5 年政金债的净买入规模大幅上升, 对 1 年政金债的净卖出规模减少, 但对 10 年及以上国债的净买入规模明显下降。而券商对国债、政金债均转为净卖出, 对信用债、存单和二永债的净卖出规模上升, 但增加净买入地方债, 在利率债期限上主要转为净卖出 7 年、10 年国债和 3 年、5 年政

金债。配置型机构中，农商行主要增持 10 年以内各期限国债和存单，对 5 年政金债净卖出大幅减少，保险公司转为净买入二永债和 3-7 年国债，对超长期国债的净买入规模上升，但对存单转为净卖出，理财产品转为净卖出存单、1 年和 10 年及以上国债，并对中票和二永债的净卖出规模小幅上升。

- **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.....	5
1.1 货币资金面.....	5
1.2 同业存单.....	8
1.3 票据市场.....	11
二、现券二级交易跟踪.....	11
风险因素.....	13

图目录

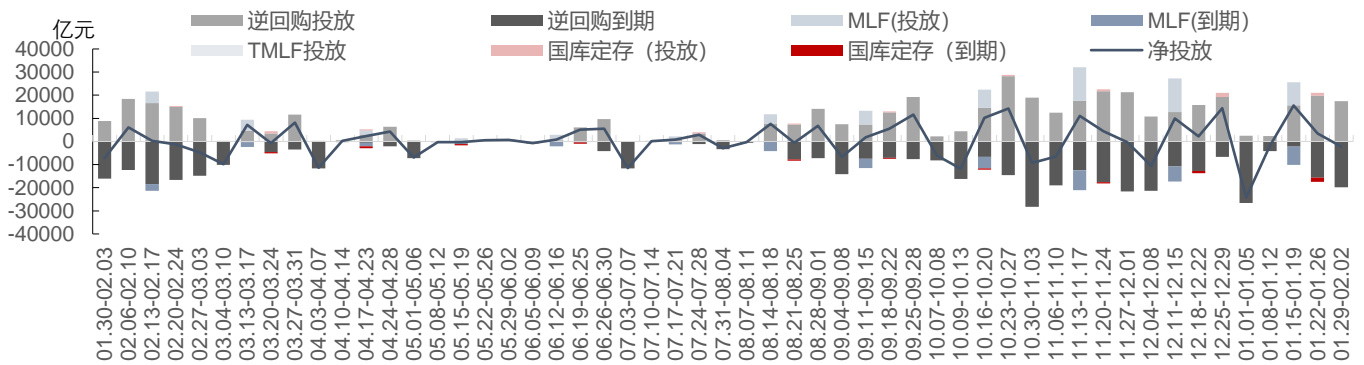
图 1: 公开市场操作投放与到期 (单位: 亿元)	5
图 2: 资金利率表现 (单位: %, BP)	5
图 3: 质押回购成交量走势 (单位: 亿元)	5
图 4: 刚性资金缺口走势 (单位: 亿元; %)	6
图 5: 资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势 (单位: 亿元; %)	6
图 6: 银行净融出规模 (单位: 亿元)	6
图 7: 1 月各机构资金跨月进度偏慢, 但月末资金仍偏稳.....	7
图 8: 24 年各机构资金跨春节进度偏慢.....	7
图 9: 下周政府债缴款净额上升.....	7
图 10: 逆回购余额规模.....	8
图 11: SHIBOR 利率走势 (单位: %)	8
图 12: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)	8
图 13: 分银行类型存单发行规模分布.....	9
图 14: 分银行类型存单到期规模分布.....	9
图 15: 分银行类型存单净融资规模分布.....	9
图 16: 存单发行规模期限分布.....	9
图 17: 各类型银行存单发行成功率.....	9
图 18: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差走阔.....	9
图 19: 存单供需相对强弱指数.....	10
图 20: 货币基金一级认购与二级净买入比例.....	10
图 21: 基金产品一级认购与二级净买入比例.....	10
图 22: 理财产品一级认购与二级净买入比例.....	10
图 23: 股份行一二级买入比例与其存单发行规模比较.....	10
图 25: 所有期限存单的需求结构占比.....	10
图 26: 1 年期存单的需求结构占比.....	10
图 26: 分期限存单供需相对强弱指数.....	11
图 27: 国股转贴现票据利率走势.....	11
图 28: 各机构主要现券二级市场净买入情况 (亿元)	12
图 29: 上周主要机构国债二级市场净买入期限分布.....	12
图 30: 本周主要机构国债二级市场净买入期限分布.....	12
图 31: 上周主要机构政金债二级市场净买入期限分布.....	13
图 32: 本周主要机构政金债二级市场净买入期限分布.....	13

一、货币市场

1.1 货币资金面

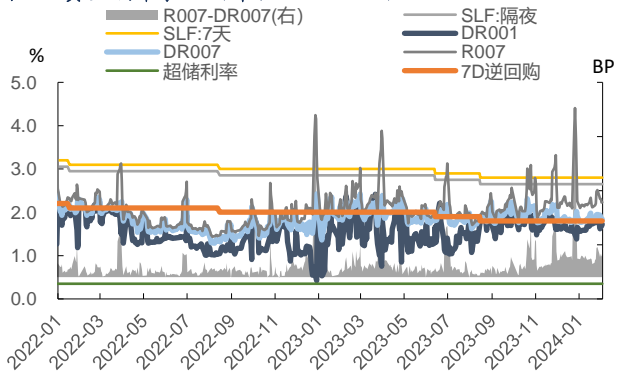
本周上半周央行大规模净投放逆回购，跨月时点资金面维持平稳，跨月后央行又快速净回笼，周五重启14天逆回购，但资金面整体仍维持紧平衡状态。本周共19770亿元逆回购到期，央行周一至周五分别开展5000亿元、5630亿元、5440亿元、430亿元、830亿元7D逆回购操作，此外为维护春节前流动性平稳，央行周五投放14D逆回购140亿元，全周净回笼流动性2300亿元。上半周央行逆回购持续大额净投放，月末资金利率并未明显提升，跨月当日DR001仅1.7%；跨月后逆回购转为大额净回笼，资金面整体仍维持紧平衡状态。截至2月2日，R001、DR001、R007、DR007分别较1月26日下行31.8BP、9.3BP、28.0BP、10.8BP至1.75%、1.72%、2.23%、1.84%，R007-DR007利差收窄17.2BP至38.7BP。

图1：公开市场操作投放与到期（单位：亿元）



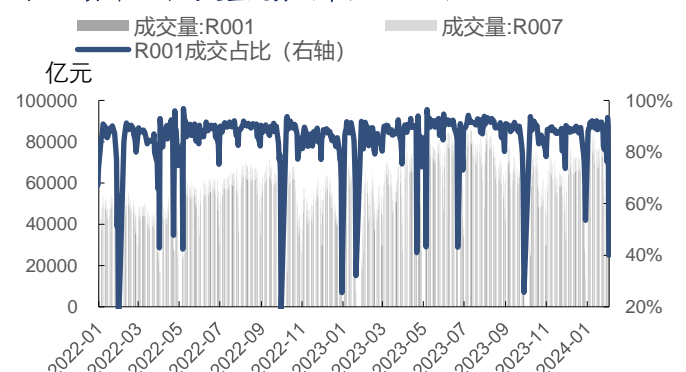
资料来源：万得，信达证券研发中心

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）

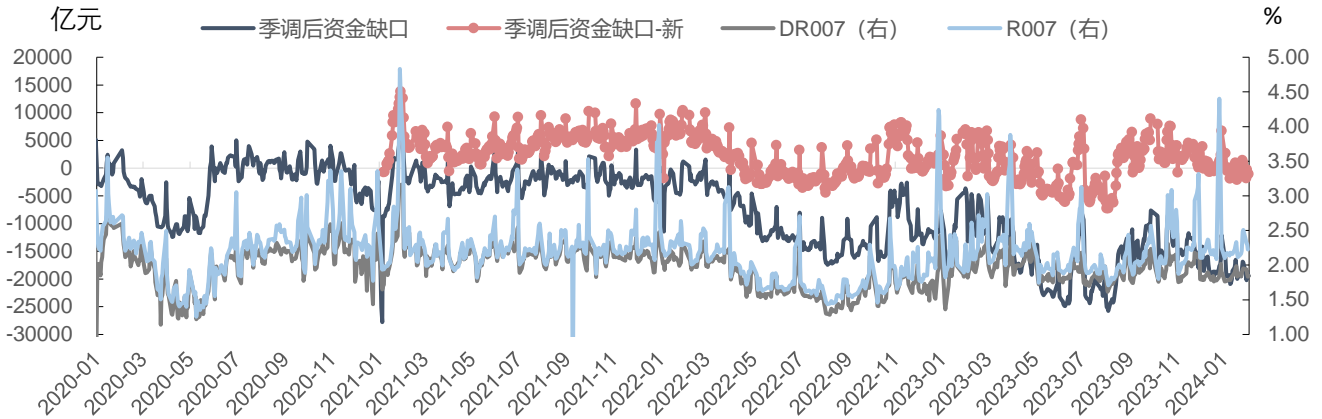


资料来源：万得，信达证券研发中心

质押式回购规模先降后升，全周日均成交量下降1.31万亿至6.33万亿；质押式回购余额周四前持续回升，周五降至11.24万亿，仍较上周上升0.53万亿。分机构来看，银行刚性净融出先升后降，跨月当日达到5.46万亿后转为回落，周五降至4.92万亿，仍高于上周五的4.76万亿。货基与理财逆回购融出先降后升，而主要非银机构正回购周四前持续上升周五有所回落。季调后的资金缺口震荡走低，周五降至-1054，低于上周五的965。跨月因素影响下，本周上半周质押式回购成交规模持续回落，周三降至5.05万亿，但此后大幅回升，周五升至7.31万亿，高于前一周的6.57万亿，全周日均成交规模约6.33万亿，较前一周大幅下降1.31万亿；而由于机构融入长期限资金的占比上升，质押式回购余额在周四前持续上升，周五降至11.24万亿，较前一周上升0.53万亿。分机构来看，在跨月因素影响下，银行刚性净融出先升后降，在周三升至5.46万亿后回落，周五降至4.92万亿，但仍高于上周五的4.76万亿；非银方面，货币基金与理财产品逆回购融出规模上半周持续下降下半周有所抬升，而基金、券商和以理财为代表的其他非银正回购在周四前抬升周五回落。我们跟踪的季调后新口径资金缺口指数周二降至-1846后周三跨月当日回升至-265，周四后再度回落，周五降至-1054，低于上周五的

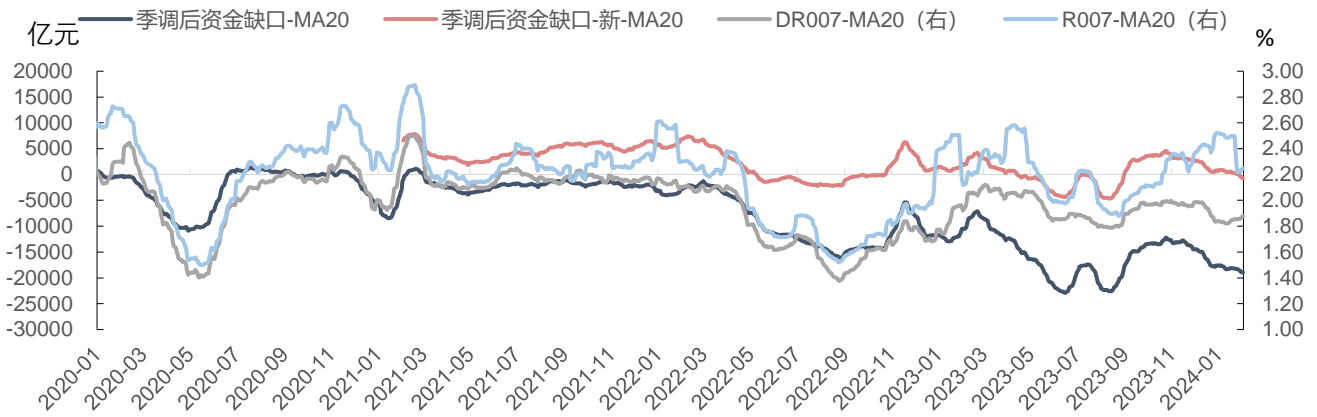
965。

图 4：刚性资金缺口走势（单位：亿元；%）



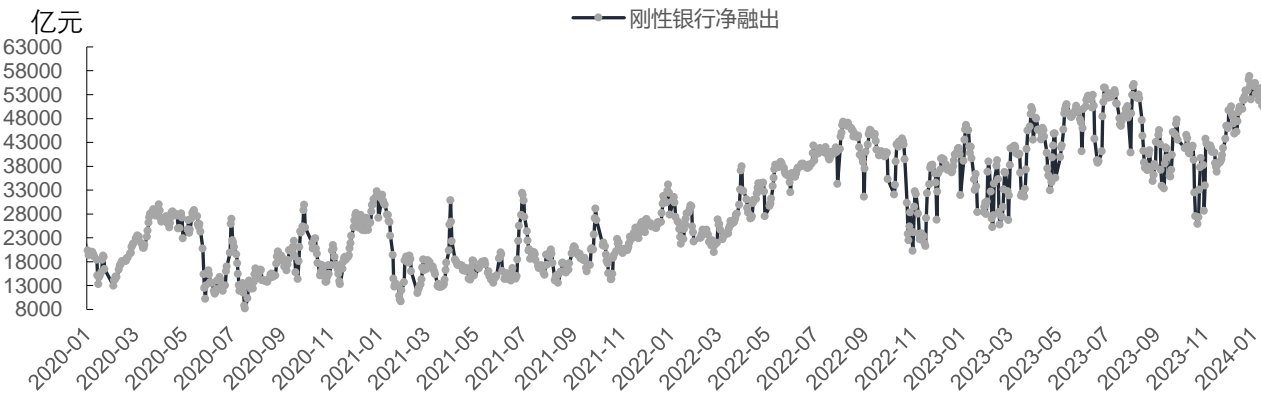
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势（单位：亿元；%）



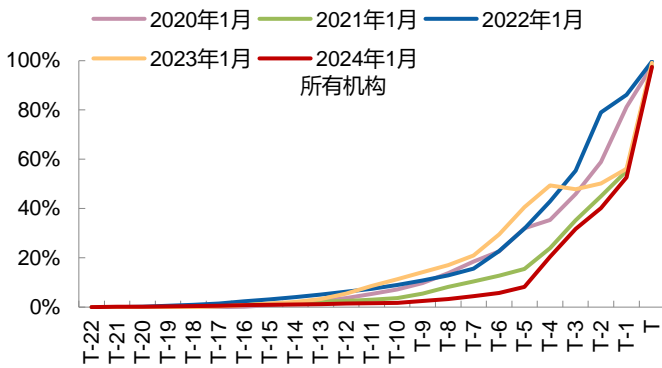
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：银行净融出规模（单位：亿元）

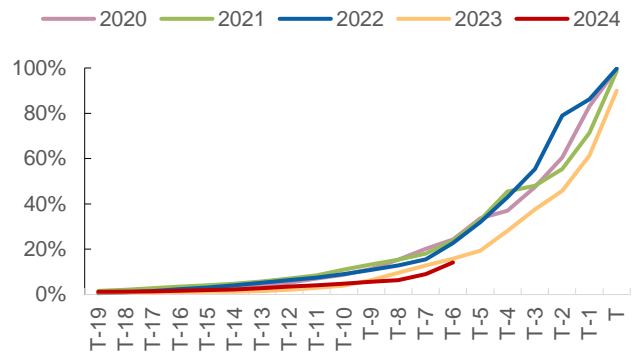


资料来源：万得，信达证券研发中心

在降准带来的乐观情绪下，1 月主要机构跨月进度偏慢，但央行呵护下跨月时点资金整体仍相对偏稳。而目前各类机构跨春节进度也同样偏慢。在降准带来的乐观情绪下，1 月主要机构跨月进度普遍偏慢，但在央行月末大规模逆回购投放维稳资金面的背景下，资金面在跨月时点仍然相对平稳。但目前各类机构跨春节进度也同样偏慢。

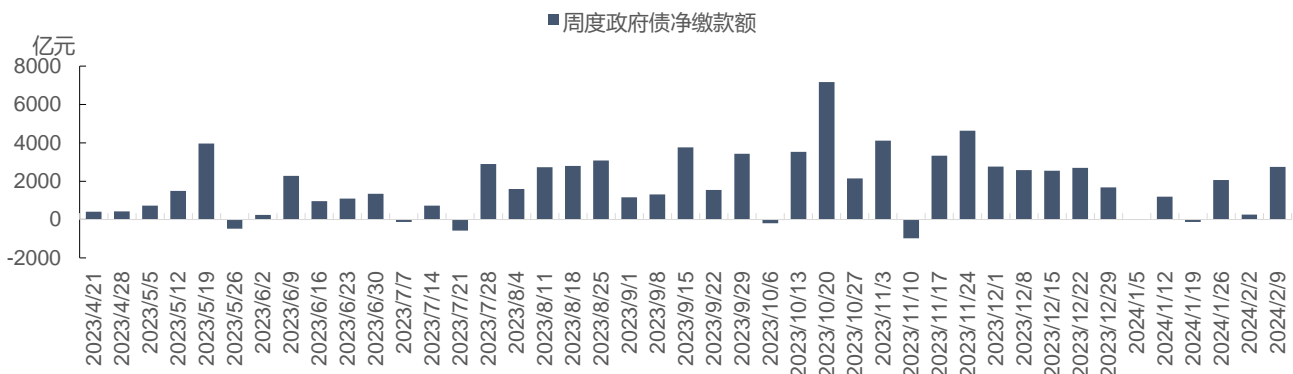
图 7：1 月各机构资金跨月进度偏慢，但月末资金仍偏稳


资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 8：24 年各机构资金跨春节进度偏慢


资料来源:万得, 信达证券研发中心

与 1 月初类似，跨月后 2 月初央行再度快速净回笼 OMO，资金面仍然维持紧平衡状态。下周是春节前的最后一周，取现需求将明显增加，而地方政府专项债也将在下周大规模发行，政府债缴款规模也将大幅上升，叠加缴准以及逆回购到期的影响，资金面仍然面临外生因素的扰动。而下周一降准落地将在一定程度上缓解流动性的压力，但万亿左右的投放规模还不能完全对冲节前的流动性需求，仍需央行逆回购投放。而央行近期对流动性供给的调控更加精准，逆回购操作也更加灵活，在年末甚至不排除以其他工具补充流动性缺口的可能，资金面出现大幅波动的概率有限。与 1 月初类似，跨月后 2 月初周四周五两日，央行再度快速净回笼 OMO，资金面仍然维持紧平衡状态。下周逆回购到期规模 17330 亿元；此外，下周贵州新发行的特殊再融资债缴款 325 亿元，江西、厦门、山东、安徽和河南等地密集发行新增专项债，规模达到 1449 亿，假设 63D、91D 贴现国债的发行规模分别为 200 亿、300 亿，则下周政府债缴款规模大幅上升至 5344 亿元，缴款净额 2742 亿元，较本周大幅上升 2489 亿元，且主要集中在周二和周四；此外，下周一（2 月 5 日）为上旬缴准日。下周是春节前的最后一周，取现需求将明显增加，叠加缴准、缴款等因素影响，资金面面临的扰动增加。而下周一降准落地释放万亿左右的中长期资金，这将在一定程度上缓解流动性的压力，但这样的投放规模还不能完全对冲节前的流动性需求，资金面的平稳仍然需要投放央行逆回购投放。央行近期对流动性供给的调控更加精准，逆回购操作也更加灵活，在年末甚至不排除以其他工具补充流动性缺口的可能，资金面出现大幅波动的概率有限。

图 9：下周政府债缴款净额上升


资料来源:万得, 信达证券研发中心

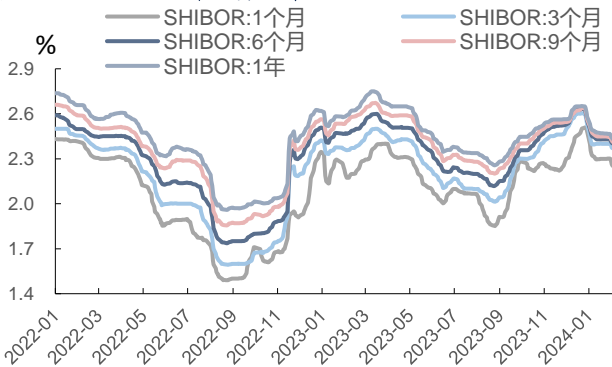
图 10: 逆回购余额规模


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

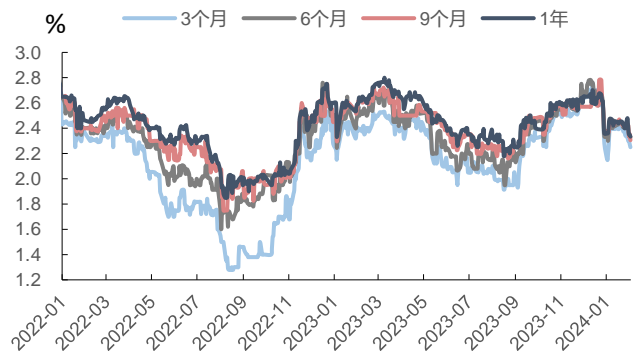
1.2 同业存单

1Y 期 Shibor 利率下行 3.5BP 至 2.43%。截至 2 月 2 日, 1M、3M、6M、9M、1Y 期 Shibor 利率分别较 1 月 26 日下行 4.9BP、3.1BP、2.8BP、3.4BP、3.5BP 至 2.25%、2.37%、2.40%、2.41%、2.43%。

1 年期股份行存单发行利率下行 6.7BP 至 2.33%，AAA 级 1 年期同业存单二级利率下行 5.0BP 至 2.35%。本周 3M、6M、9M、1Y 期股份行存单发行利率分别较 1 月 26 日下行 9.6BP、7.7BP、10.1BP、6.7BP 至 2.25%、2.33%、2.31%、2.33%。此外, AAA 级 1 年期存单到期收益率累计下行 5.0BP 至 2.35%。

图 11: SHIBOR 利率走势 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 12: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)


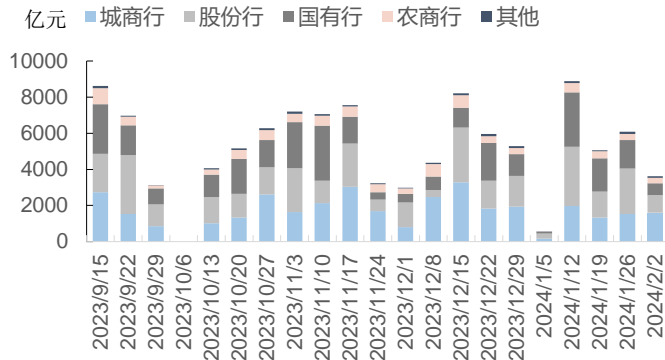
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

本周同业存单发行规模降至 3626.0 亿元, 偿还规模降至 3282.7 亿, 存单净融资规模降至 243.3 亿元。国有行、股份行、城商行、农商行净融资为-559、141、638、71 亿元; 9M 期存单发行占比达到 45%, 1Y 期存单发行占比 8%。本周, 同业存单发行规模较上周大幅下降 2454.8 亿元至 3626.0 亿元, 而偿还规模下降 764.0 亿元至 3282.7 亿元, 当周存单净融资 243.3 亿元 (上周为净融资 2034.1 亿元)。分银行类型来看, 股份行、国有行、农商行存单发行规模分别较上周下降 1552 亿元、920 亿元、43 亿元, 而城商行存单发行规模较上周上升 82 亿元; 从净融资分布来看, 城商行、股份行、农商行存单分别净融资 638 亿元、141 亿元、71 亿元, 而国有行存单净偿还 559 亿元。本周 9M 期存单发行占比最高为 45%, 而 1Y 期存单发行占比较上周下降 11pct 至 8%。下周存单到期规模约 5650.5 亿元, 较本周上升 2367.8 亿元。

农商行、城商行存单发行成功率较上周回升, 而股份行、国有行回落。除股份行外, 其余银行存单发行成功率仍高于近一年均值水平。城商行-股份行 1Y 存单发行利差继续走阔。截至 2 月 2 日, 农商行、城商行存单发行成功率分别较上周上行 5.2pct、2.6pct, 而股份行、国有行存单发行成功率较上周下行 2.9pct、0.7pct, 除股

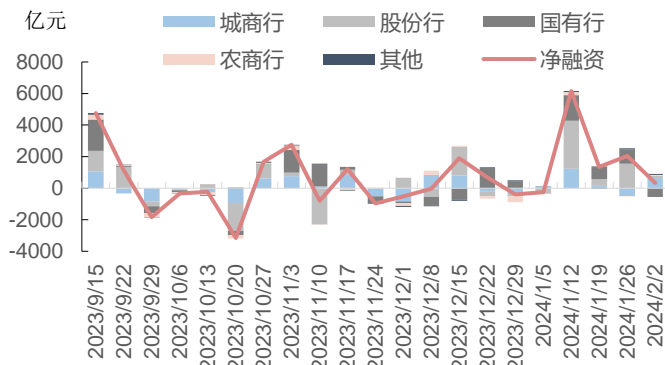
份行外，其余银行存单发行成功率仍高于近一年均值水平。城商行-股份行 1Y 存单发行利差走阔 5.8BP 至 25.3BP，位于 2018 年以来 46%分位数水平。

图 13: 分银行类型存单发行规模分布



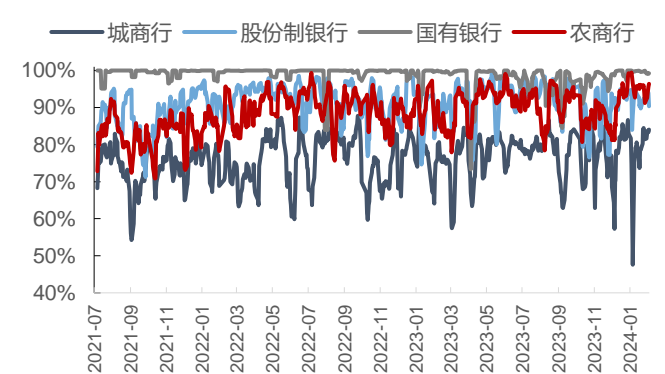
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 分银行类型存单净融资规模分布



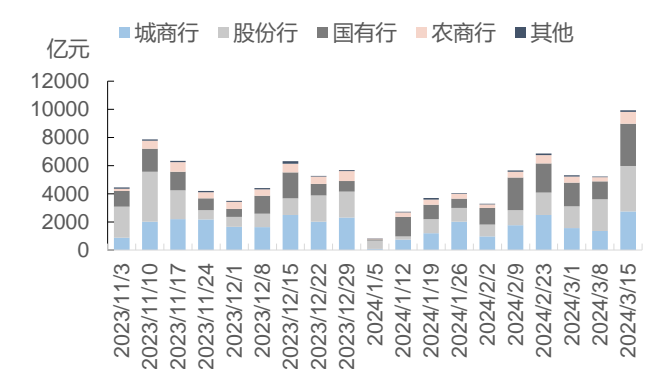
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 17: 各类型银行存单发行成功率



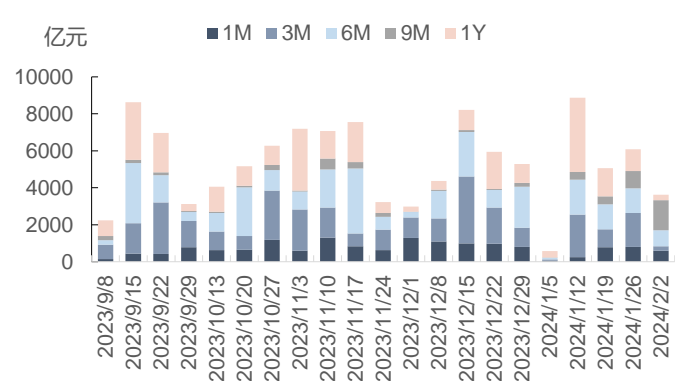
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 分银行类型存单到期规模分布



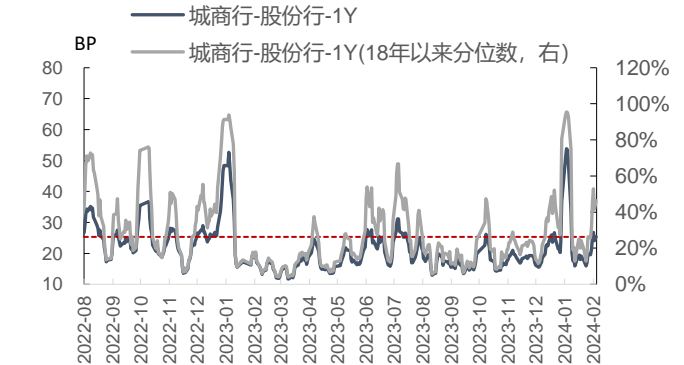
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 16: 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 18: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差走阔

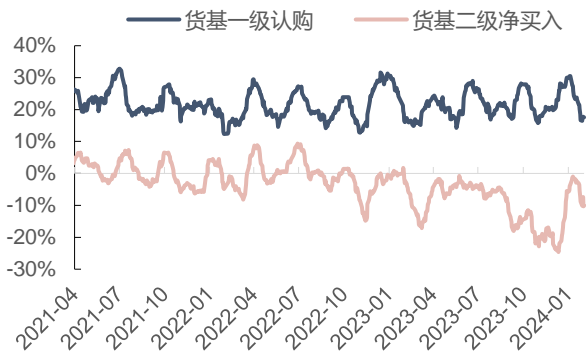


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

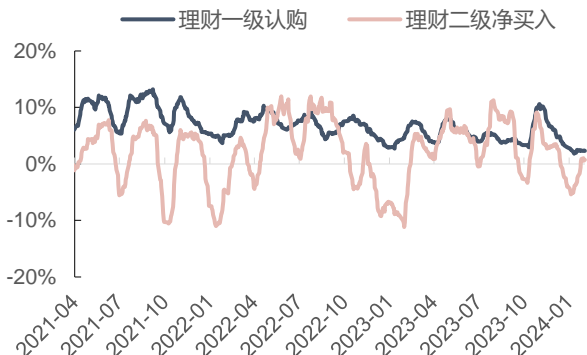
存单供需相对强弱指数震荡回升，周五收于 5.1%，较上周回升 3.3pct。尽管本周货币基金和理财产品在一二级市场均转为净卖出存单，但股份行同样对存单转为净卖出，叠加基金公司和其他产品对存单的净卖出规模均有所收窄，存单供需相对强弱指数震荡回升，周五收于 5.1%，较上周五回升 3.3pct。尽管当前指数仍显著低于中性水平，但这在一定程度上受到了季节性因素的影响，而当前指数已略高于近三年同期水平。从分期限的强弱指数来看，本周 1M、3M 期限品种的供需指数小幅回落，而其余期限品种的供需指数均有所回升。

图 19: 存单供需相对强弱指数

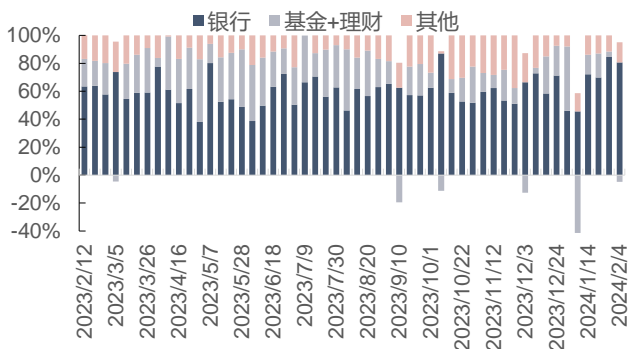

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 货币基金一级认购与二级净买入比例


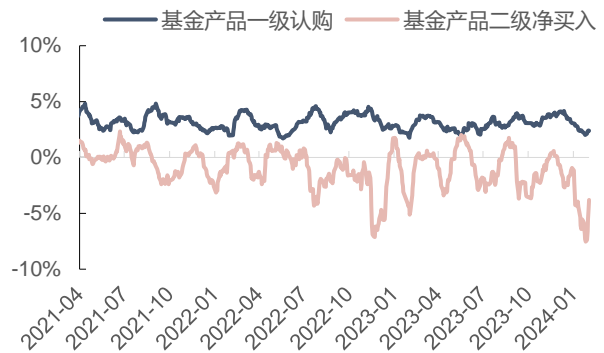
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 22: 理财产品一级认购与二级净买入比例


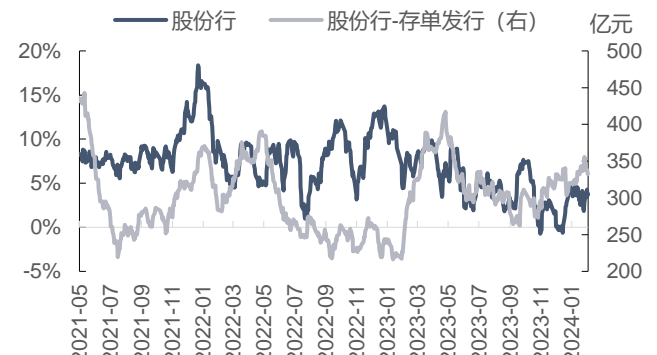
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 24: 所有期限存单的需求结构占比


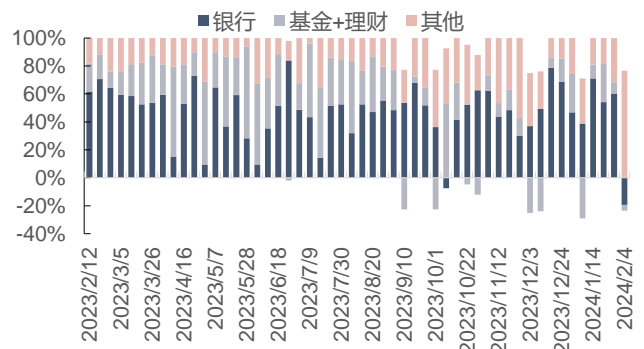
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21: 基金产品一级认购与二级净买入比例


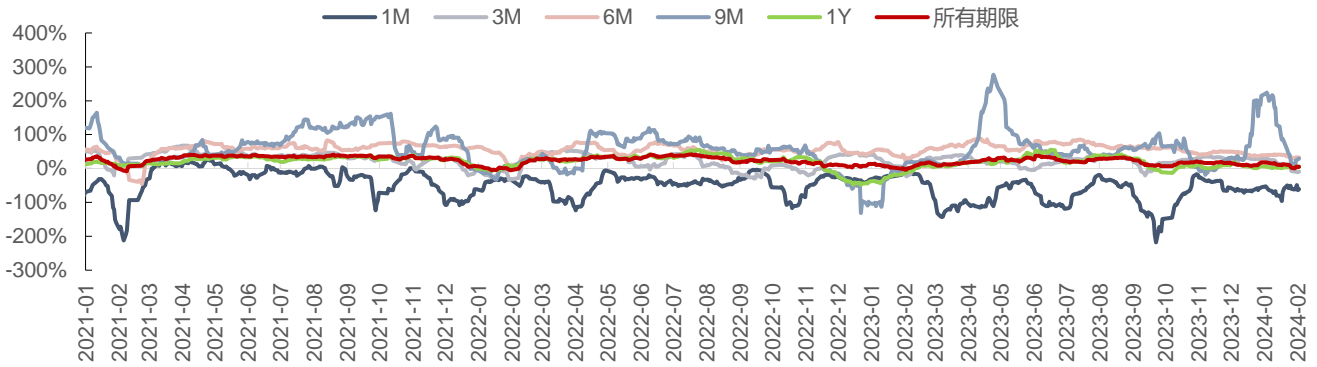
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 23: 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 25: 1 年期存单的需求结构占比


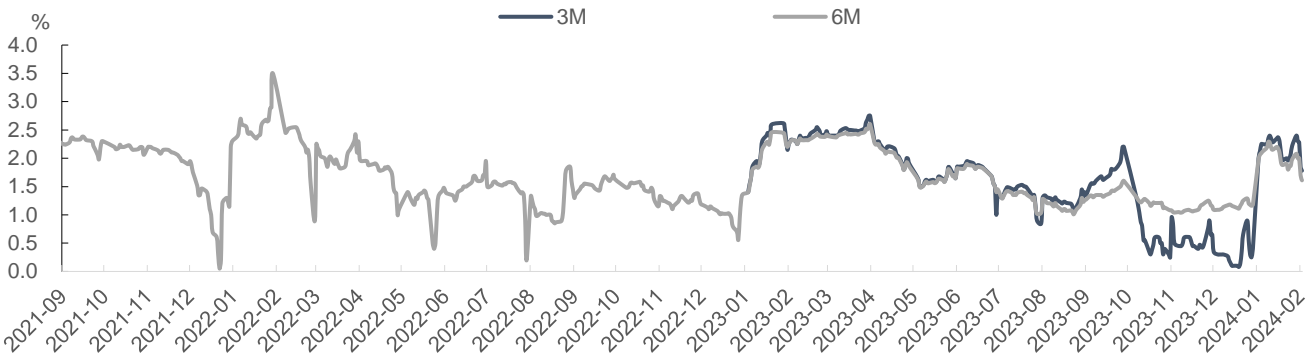
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 26: 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

票据利率跨月前维持高位, 跨月后大幅下降, 全周来看国股 3M、6M 期利率分别下行 44BP、37BP 至 1.78%、1.61%。周一票源供给充足, 买盘提高收票价格, 票据利率延续上行趋势; 周二周三, 卖盘出票力量持稳, 部分大行与非银进场释放需求, 票价转而下降; 周四以后, 主要大行进场配置带动买盘收票情绪继续释放, 而卖盘不断压价出票, 票据利率大幅下行。截至 2 月 2 日, 国股 3M、6M 期利率分别较 2 月 6 日下行 44BP、37BP 至 1.78%、1.61%。

图 27: 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

本周债券市场继续维持强势, 10 年期国债利率降至 2.42%, 创下 2002 年以来的新低, 收益率曲线呈现牛陡形态。交易型机构增持规模有所上升, 而配置型机构对债券整体增持规模升幅更大, 在机构行为上仍然没有呈现出过度极端的状态。

基金公司对政金债、二永债的净买入规模大幅上升, 对地方债和各类信用债的净买入规模也有所增加, 但对国债的净买入规模下降, 在利率债期限上对 5 年政金债的净买入规模大幅上升, 对 1 年政金债的净卖出规模减少, 但对 10 年及以上国债的净买入规模明显下降。而券商对国债、政金债均转为净卖出, 对信用债、存单和二永债的净卖出规模上升, 但增加净买入地方债, 在利率债期限上主要转为净卖出 7 年、10 年国债和 3 年、5 年政金债。其他产品对存单的净卖出规模上升, 减少净买入国债、中票和二永债, 但对政金债、地方债和短融券的净买入规模小幅上升, 在利率债期限上对 10 年及以上国债的净买入规模下降, 但增加净买入 5 年国债和 10 年及以上政金债。

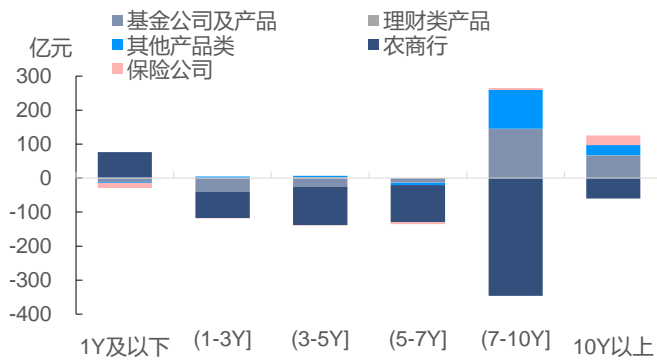
配置型机构中，农商行主要增持10年以内国债和存单，对5年政金债的净卖出规模大幅减少，保险公司转为净买入二永债和3-7年国债，对超长期国债的净买入规模上升，但对存单转为净卖出，理财产品转为净卖出存单、1年和10年及以上国债，并对中票和二永债的净卖出规模小幅上升。具体来看，农商行对国债转为净买入，对存单的净买入规模大幅上升，减少净卖出政金债；保险公司转为净买入二永债，增加净买入国债、政金债，但对存单转为净卖出；理财产品转为净卖出存单和国债，增加净卖出中票和二永债，但对政金债、短融券的净买入规模小幅增加。从期限上看，农商行主要增持3M以内存单和10年以内国债，对5年政金债的净卖出规模大幅减少；保险公司转为净买入3-7年国债和5年政金债，对超长期国债的净买入规模上升；理财产品主要减持3M以内存单及1年和10年及以上国债，但增持3年以内政金债。

图 28: 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	01.29-02.04	318	-453	-337	-42	267	-219	76	8	-42	103	342	-21
	01.22-01.28	451	-11	-356	-24	-630	71	11	118	8	143	237	-18
	01.15-01.21	-47	-463	-37	79	237	18	52	146	16	13	50	-64
政金债	01.29-02.04	332	-290	-479	-18	-292	-100	39	295	56	132	180	145
	01.22-01.28	408	85	-570	70	-462	75	27	27	22	114	117	88
	01.15-01.21	199	-179	-331	-1	-132	-140	-1	277	44	47	114	103
地方政府债	01.29-02.04	-311	-156	-57	-6	147	129	127	75	1	25	27	0
	01.22-01.28	-267	-27	-62	15	105	37	126	62	1	9	1	0
	01.15-01.21	-241	-248	45	-1	241	-39	235	3	-2	-6	13	0
中票	01.29-02.04	-29	-7	-55	-3	-13	-134	13	213	-25	9	9	21
	01.22-01.28	-20	-70	-52	3	-11	-121	6	185	0	46	5	30
	01.15-01.21	-8	-58	-32	1	3	-81	5	137	-21	1	10	44
短融	01.29-02.04	-68	-287	-171	0	0	-64	-5	186	87	70	15	237
	01.22-01.28	-93	-158	-110	2	-14	4	3	152	49	49	-1	119
	01.15-01.21	-88	-187	-71	0	2	-52	-1	169	42	71	2	112
企业债	01.29-02.04	0	-4	-5	0	-3	-22	-1	29	-2	7	0	0
	01.22-01.28	0	-1	-4	0	-4	-7	1	11	1	3	-1	1
	01.15-01.21	0	-2	-8	0	-3	-7	-4	22	0	-1	3	0
同业存单	01.29-02.04	330	-574	114	67	778	-413	-13	-139	-53	-149	464	-412
	01.22-01.28	697	-272	-654	48	123	-367	22	-188	115	-32	257	252
	01.15-01.21	541	-247	-446	57	45	-510	70	-51	286	170	204	-119
其他	01.29-02.04	-75	-145	-58	-9	46	-109	46	312	-48	31	50	-41
	01.22-01.28	-88	-95	-61	-14	-4	-11	-1	186	-17	101	-6	9
	01.15-01.21	-149	-79	-59	-2	42	-57	114	222	-83	-7	10	48
合计	01.29-02.04	497	-1915	-1047	-10	930	-932	282	979	-26	227	1086	-71
	01.22-01.28	1088	-549	-1869	101	-898	-320	193	554	177	432	609	480
	01.15-01.21	207	-1464	-938	132	435	-868	472	925	283	287	405	124

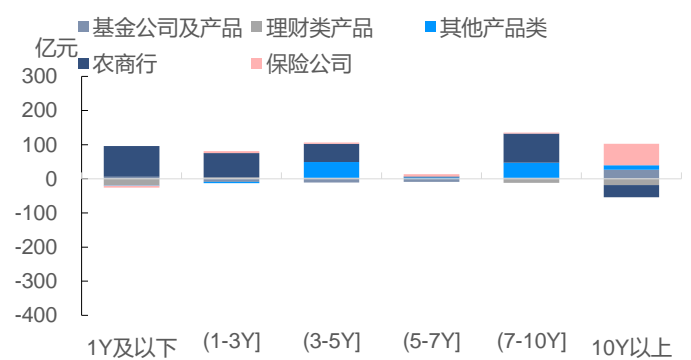
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 29: 上周主要机构国债二级市场净买入期限分布

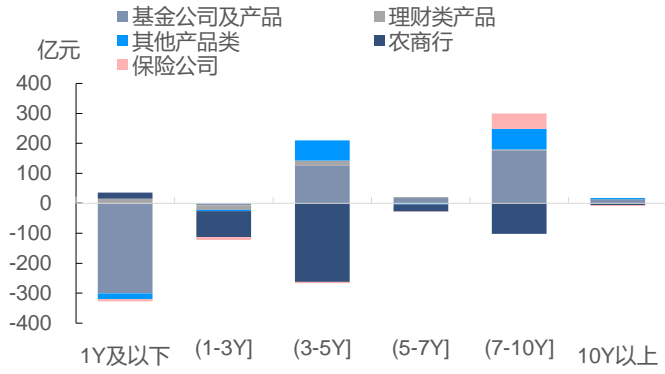


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

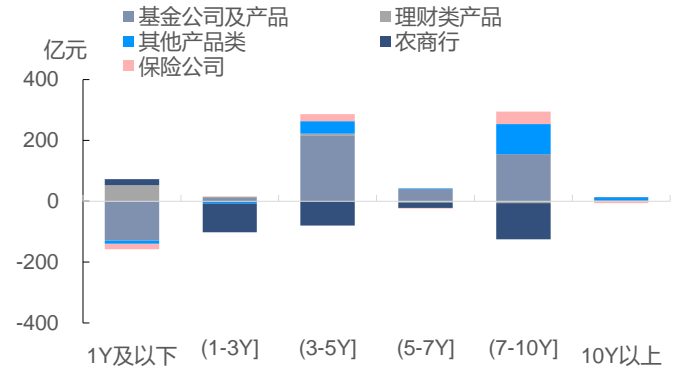
图 30: 本周主要机构国债二级市场净买入期限分布



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 31: 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 32: 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。