



Research and
Development Center

禁止“手工补息”如何影响机构行为

—— 流动性与机构行为周度跟踪

2024年4月14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

禁止“手工补息”如何影响机构行为

2024年4月14日

- **货币市场:** 本周央行公开市场净回笼资金**3940**亿元, 主要集中于周日, 周一后逆回购到期的压力明显降低, 政府债维持净偿还, 资金面整体维持均衡偏松状态, **DR007**处于**1.83%**附近, 非银机构融资成本持续下降, 资金分层状态进一步缓解。
- 质押式回购成交规模先升后降, 全周日均成交量下降**0.66**万亿至**6.45**万亿; 而质押式回购余额小幅上升**0.01**万亿至**10.55**万亿。分机构来看, 大行和股份行净融出先升后降, 整体较节前相差不大, 而城商行净融出小幅上升, 银行刚性净融出规模周五约**4.36**万亿, 高于节前的**4.28**万亿; 非银方面, 货币基金与理财产品逆回购先降后升, 较节前共上升**148**亿元, 而主要非银机构正回购维持震荡, 较节前上升**487**亿元。新口径资金缺口指数先降后升, 周五回升至**1307**, 仍低于节前的**1824**。
- 本周的资金宽松与分层缓解, 一方面反映了资金面外生扰动偏弱, 另一方面也与禁止“手工补息”的措施对机构行为的影响有关。理财与保险等机构缺现金类资产造成了存单以及短久期信用债与资金利差的压缩, 这一方面降低了非银机构加杠杆的意愿, 另一方面非银逆回购融出的规模也明显回升, 使资金面维持了自发宽松的状态。但从下半周银行融出的下降来看, 央行的态度仍是相对中性的, 这还是会限制资金利率下行的幅度。下周逆回购到期规模降至**120**亿元, **17**日**MLF**到期规模**1700**亿元, 我们预计央行大概率仍会采取缩量等价续作的方式。尽管非银体系流动性可能维持充裕状态, 将限制资金面可能的分层, 但考虑下周政府债缴款规模抬升, 叠加税期扰动, 如果央行维持中性立场, 资金面也存在边际收紧的可能, 但幅度仍需观察, 需要密切关注下周央行的对冲措施。
- **存单市场:** 本周**AAA**级**1**年期同业存单二级利率下行**10.0BP**至**2.08%**。同业存单发行规模大幅上升至**10565**亿元, 偿还规模升至**5306**亿元, 存单净融资规模升至**5259**亿元。国有行、股份行、城商行、农商行净融资分别为**1875**亿元、**991**亿元、**2027**亿元、**237**亿元; **1Y**期存单发行占比下降**15pct**至**43%**。下周存单到期规模约**8982**亿元, 较本周大幅上升**3676**亿元。国有行、股份行存单发行成功率较上周回落, 而城商行、农商行均小幅回升, 除国有行、农商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**存单发行利差小幅走阔。存单供需相对强弱指数先降后升, 周五收于**19.9%**, 较**4月3日**下行**4.4pct**, 处于相对均衡的状态。
- **票据利率:** 本周票据利率窄幅震荡, 国股**3M**、**6M**期利率分别下行**2BP**、**3BP**至**1.58%**、**1.54%**。
- **现券二级交易跟踪:** 本周债券市场表现分化, 短端利率回落, 而长端维持震荡。分机构来看, 交易型机构整体对债券的增持规模大幅上升, 主要是基金公司和其他机构的净买入规模上升, 而券商的净卖出规模明显收窄; 配置型机构对债券的整体增持规模大幅下降, 主要是农商行的净买入规模大幅减少, 而理财产品和保险公司净买入规模均有所上升。值得注意的

是，在周中利空因素导致利率回升过程中，仍然是基金公司转为净卖出，反而是农商行在大规模净买入，后续需要观察的是如果短期利空继续释放导致基金公司继续净卖出后，农商行是否仍有力量限制利率上行的幅度。另一方面，在监管禁止银行手工补息高吸揽储的新闻公布后，周三后理财与保险机构在二级市场存单的净买入规模显著上升，后续其行为仍然值得关注。

- 基金公司对政金债、国债、各类信用债的净买入规模均有所上升，但对二永债的净买入规模下降，在利率债期限上主要增持 7 年及以上国债和 5 年及以上政金债，但对 1 年以内国债政金债均转为净卖出。而券商对各类利率债和短融券均转为净买入，对中票和二永债的净卖出规模下降，但增加净卖出存单，在利率债期限上对 1 年及以内政金债和 7 年、10 年国债政金债均转为净买入，但对 5 年国债政金债转为净卖出。
- 配置型机构中，农商行对 1 年以内、10 年国债和存单的净买入规模下降，对 10 年政金债转为净卖出；理财产品增持 3M 及期限以上存单和 5 年以内国债，保险公司对 10 年及以上国债和存单转为净买入。
- **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.....	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.....	12

图目录

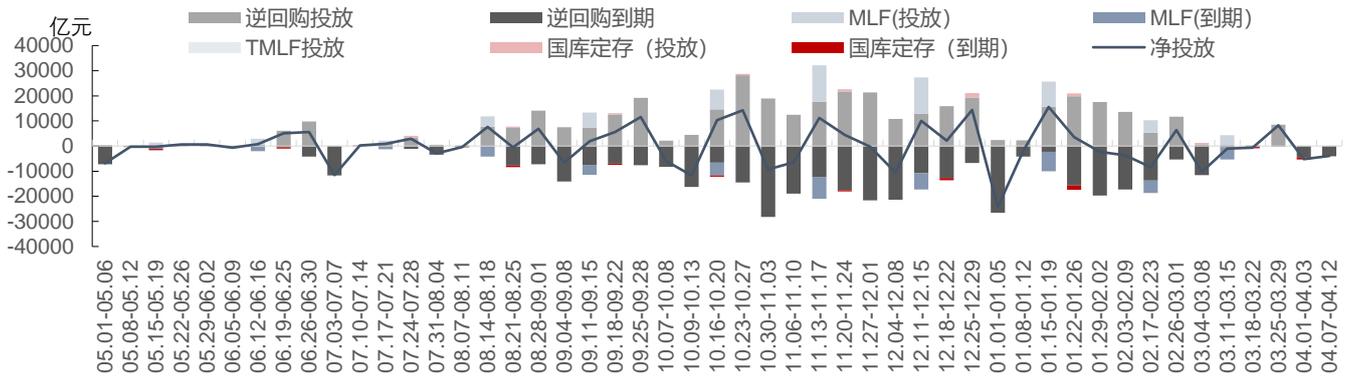
图 1: 公开市场操作投放与到期 (单位: 亿元).....	5
图 2: 资金利率表现 (单位: %、BP).....	5
图 3: 质押回购成交量走势 (单位: 亿元).....	5
图 4: 刚性资金缺口走势 (单位: 亿元; %).....	6
图 5: 资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势 (单位: 亿元; %).....	6
图 6: 银行净融出规模 (单位: 亿元).....	6
图 7: 下周政府债净缴款规模上升.....	7
图 8: 逆回购余额规模.....	7
图 9: SHIBOR 利率走势 (单位: %).....	8
图 10: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %).....	8
图 11: 分银行类型存单发行规模分布.....	8
图 12: 分银行类型存单到期规模分布.....	8
图 13: 分银行类型存单净融资规模分布.....	9
图 14: 存单发行规模期限分布.....	9
图 15: 各类型银行存单发行成功率.....	9
图 16: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔.....	9
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.....	10
图 19: 基金产品一级认购与二级净买入比例.....	10
图 20: 理财产品一级认购与二级净买入比例.....	10
图 21: 股份行一二级买入比例与其存单发行规模比较.....	10
图 22: 所有期限存单的需求结构占比.....	10
图 23: 1 年期存单的需求结构占比.....	10
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.....	11
图 26: 各机构主要现券二级市场净买入情况 (亿元).....	12
图 27: 上周主要非银机构国债二级市场净买入期限分布.....	12
图 28: 本周主要非银机构国债二级市场净买入期限分布.....	12
图 29: 上周主要非银机构政金债二级市场净买入期限分布.....	12
图 30: 本周主要非银机构政金债二级市场净买入期限分布.....	12

一、货币市场

1.1 货币资金面

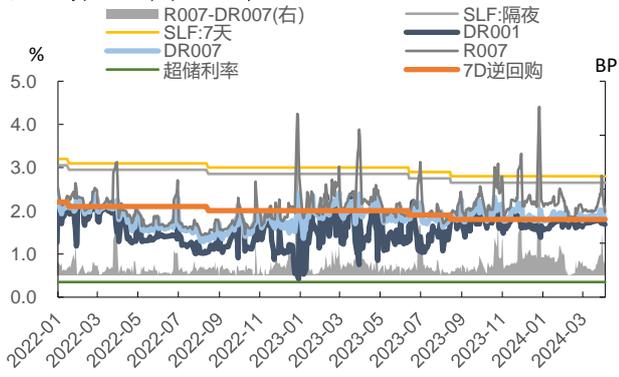
本周央行公开市场净回笼资金 3940 亿元，主要集中于周日，周一后逆回购到期的压力明显降低，政府债维持净偿还，资金面整体维持均衡偏松状态，DR007 处于 1.83% 附近，非银机构融资成本持续下降，资金分层状态进一步缓解。本周共有 4060 亿逆回购到期，央行每日开展 20 亿元 7D 逆回购操作，全周净回笼流动性 3940 亿元。周日公开市场大幅净回笼，但周一后逆回购到期的压力明显降低，政府债继续维持净偿还，资金面整体维持均衡偏松状态，DR007 处于 1.83% 附近，资金分层状态进一步缓解，非银机构融资成本持续下降，GC001 降至约 1.8%。截至 4 月 12 日，R001、DR001、DR007 分别较 4 月 3 日上升 9.3BP、2.8BP、1.9BP 至 1.80%、1.71%、1.83%，而 R007 较 4 月 3 日下行 9.2BP 至 1.89%，R007-DR007 利差收窄 11.1BP 至 5.3BP。

图 1：公开市场操作投放与到期（单位：亿元）



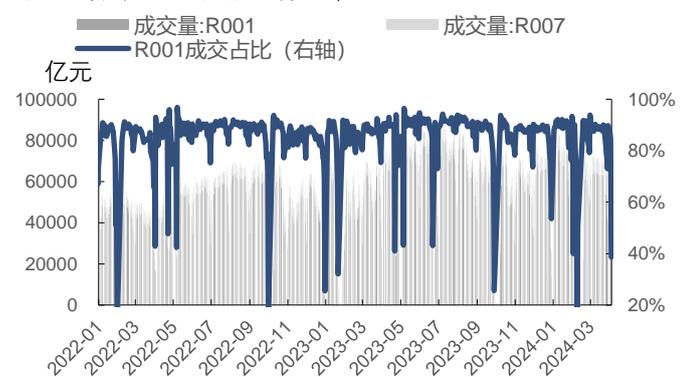
资料来源：万得，信达证券研发中心

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）

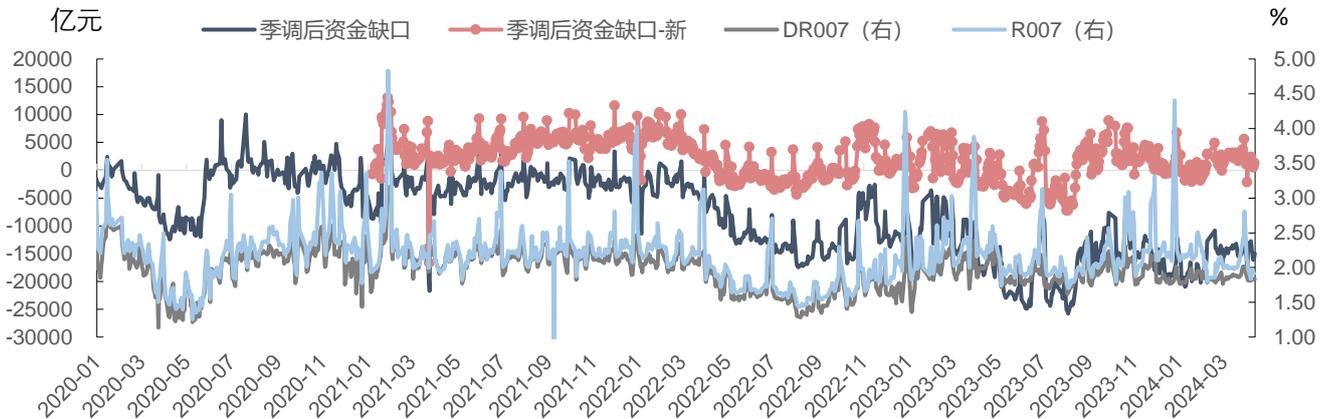


资料来源：万得，信达证券研发中心

质押式回购成交规模先升后降，全周日均成交量下降 0.66 万亿至 6.45 万亿；而质押式回购余额小幅上升 0.01 万亿至 10.55 万亿。分机构来看，大行和股份行净融出先升后降，整体较节前相差不大，而城商行净融出小幅上升，银行刚性净融出规模周五约 4.36 万亿，高于节前的 4.28 万亿；非银方面，货币基金与理财产品逆回购先降后升，较节前共上升 148 亿元，而主要非银机构正回购维持震荡，较节前上升 487 亿元。新口径资金缺口指数先降后升，周五回升至 1307，仍低于节前的 1824。4 月 7 日调休质押式回购成交规模大幅下滑，周一回升至 7.48 万亿，但周二后持续回落，全周日均成交规模约 6.45 万亿，较上周下降约 0.66 万亿；质押式回购余额在周一升至 10.79 万亿后回到 10.5 万亿附近震荡，周五余额为 10.55 万亿，较上周小幅上升 0.01 万亿。分机构来看，大行净融出在周一后震荡回落，周五降至 3.78 万亿，较节前小幅上升 0.02 万亿，而股份行净融出整体维持高位震荡，而城商行净融出整体持续恢复，银行整体刚性净融出先升后降，周五规模 4.36 万亿仍较节前的 4.28 万亿有所抬升；非银方面，货币基金与理财产品逆回购先降后升，较节前增加 148 亿元，而基金、券商和以理财为代表的其他非银机构正回购整体维持震荡，较节前上升 487 亿元。我们跟踪的新口径资金缺口指数先降后升，

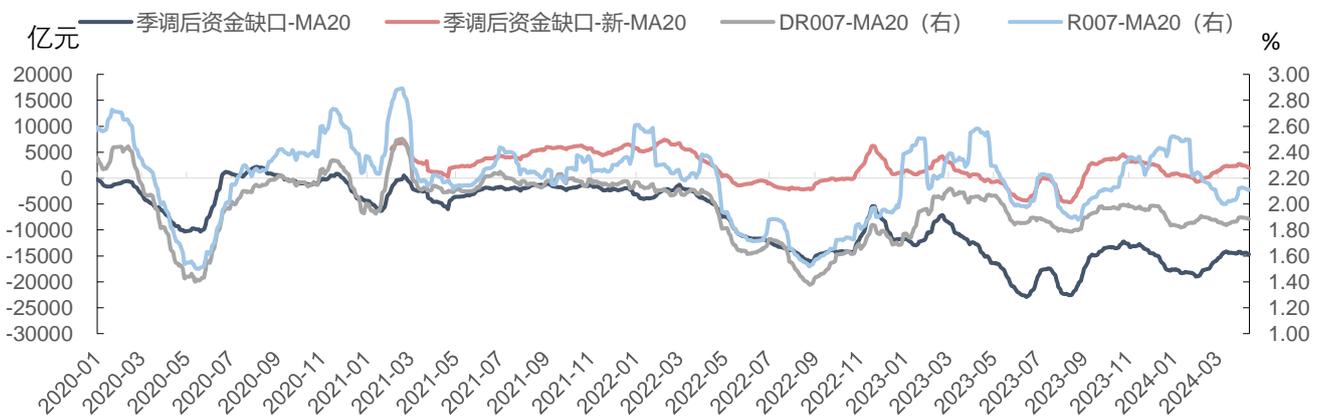
周三一度从节前的 1824 降至 491，但周五回升至 1307。

图 4：刚性资金缺口走势（单位：亿元；%）



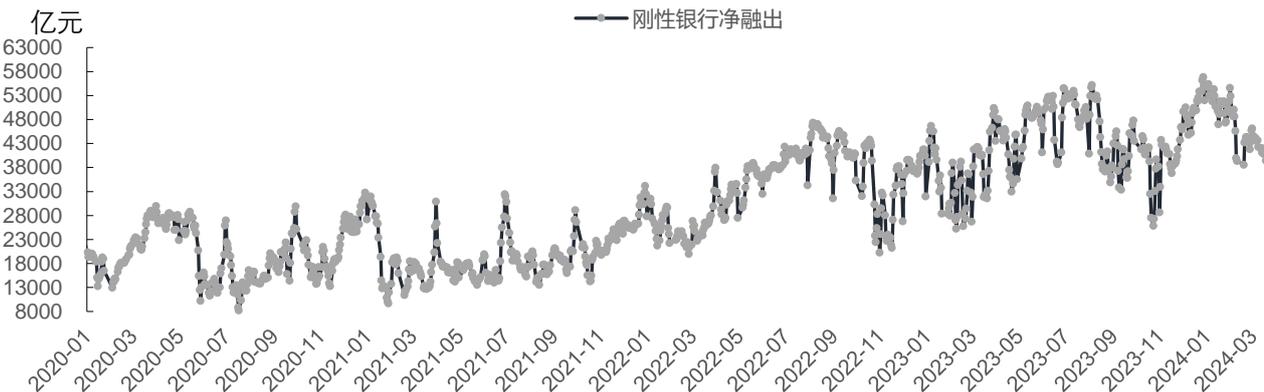
资料来源：万得，信达证券研发中心

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）



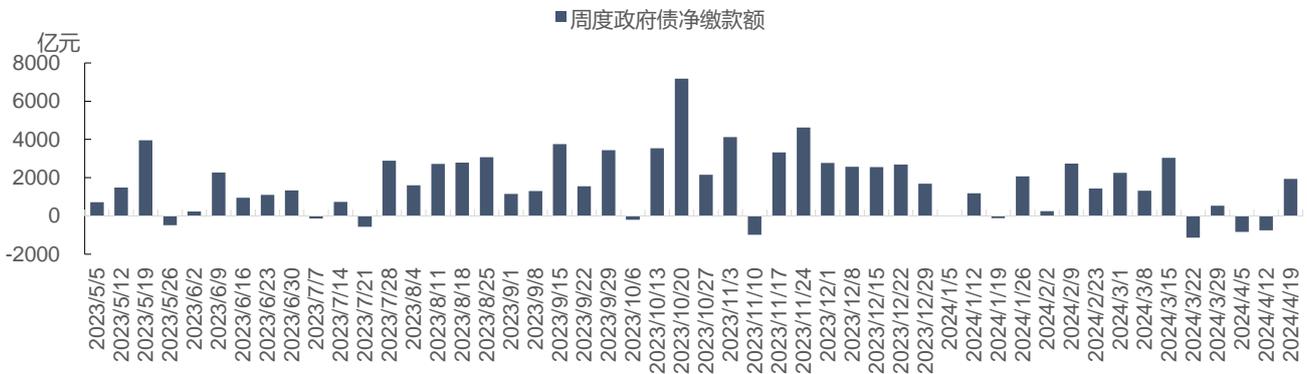
资料来源：万得，信达证券研发中心

本周的资金宽松与分层缓解，一方面反映了资金面外生扰动偏弱，另一方面也与禁止“手工补息”的措施对机构行为的影响有关。理财与保险等机构缺现金类资产造成了存单以及短久期信用债与资金利差的压缩，这一方面降低了非银机构加杠杆的意愿，另一方面非银逆回购融出的规模也明显回升，使资金面维持了自发宽松的状态。但从下半周银行融出的下降来看，央行的态度仍是相对中性的，这还是限制资金利率下行的幅度。本周资

金面宽松以及资金分层缓解，一方面与外生扰动偏弱有关，另一方面禁止“手工补息”高息揽储的监管措施也对机构行为造成了影响。理财与保险机构在现金类资产不足的状态下，大规模净买入存单等短久期资产，存单利率以及短期限信用债收益率大幅回落，尤其是存单与资金利率的利差已经压缩到低位。在这样的背景下，非银机构加杠杆意愿不足，货币基金逆回购融出规模也明显回升，使得资金面维持了自发性宽松的状态。但从下半周银行尤其是大行净融出的下降来看，央行的态度仍然是相对中性的，这还是限制资金利率下行的幅度。

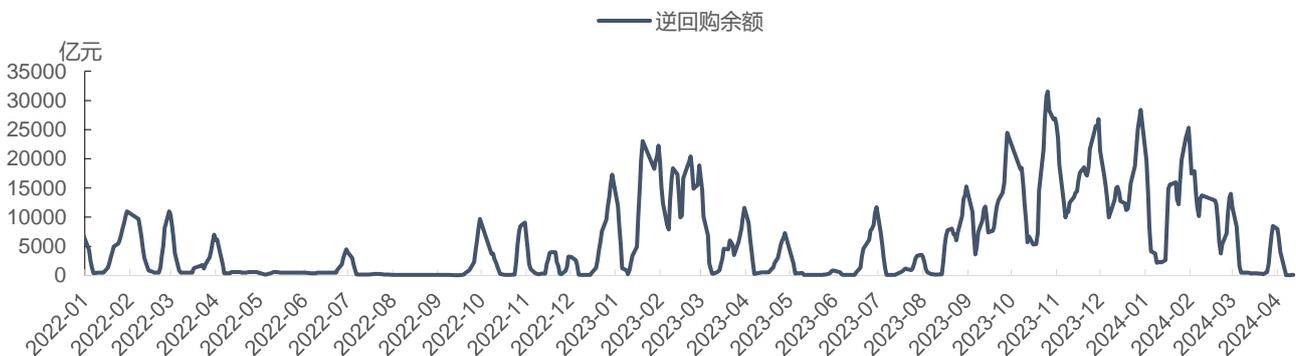
下周逆回购到期规模降至 120 亿元，17 日 MLF 到期规模 1700 亿元，我们预计央行大概率仍会采取缩量等价续作的方式。尽管非银体系流动性可能维持充裕状态，将限制资金面可能的分层，但考虑下周政府债缴款规模抬升，叠加税期扰动，如果央行维持中性立场，资金面也存在边际收紧的可能，但幅度仍需观察，需要密切关注下周央行的对冲措施。下周逆回购规模大幅下降至 120 亿元，周三还有 1700 亿 MLF 到期。尽管 3 月 M2 增速进一步回落至 8.3%，央行防空转的压力可能进一步减轻，但当前人民币汇率仍然存在一定的压力，且在 2 月 LPR 的大幅调降后央行可能对经济维持一段时间的观察期，我们预计下周 MLF 利率调降概率有限；同时考虑政府存款的大规模投放，3 月末超储率或在偏高水平，4 月 MLF 规模可能仍然存在缩量的可能，我们预计续作规模约为 1000 亿左右。政府债方面，下周一 5 年期付息国债缴款 1253.4 亿元，此外，周四还有 28D 和 63D 贴现国债待缴款，我们假设其单期规模为 500 亿元，则下周国债累计缴款规模 2253.4 亿元；地方债方面，下周无新增专项债缴款，内蒙古、甘肃、黑龙江、吉林 4 个地区新增一般债和再融资债计划缴款规模 725 亿元，政府债缴款规模大幅下降至 2979 亿元，而由于到期规模降幅更大，缴款净额由本周的-754 亿元上升至 1931 亿元，且主要集中在周一和周四；此外，下周一（4 月 15 日）为中旬缴准日，周四（4 月 18 日）为缴税截止日，而 4 月税期通常规模也相对较大。尽管当前利差偏低以及部分机构现金类资产荒的局面，可能使非银体系流动性维持充裕的状态，这也将限制资金面潜在的分层可能，但考虑政府债缴款规模明显上升，并且面临大税期扰动，资金面也会存在边际收紧的可能，但幅度仍需观察，密切关注下周央行的对冲措施。

图 7：下周政府债净缴款规模上升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：逆回购余额规模



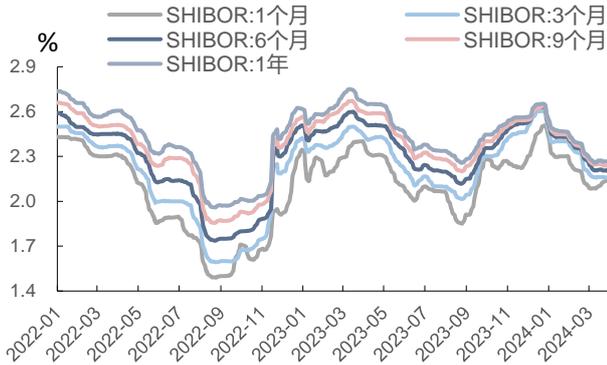
资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 同业存单

本周 1Y 期 Shibor 利率下行 5.2BP 至 2.20%。截至 4 月 12 日，1M、3M、6M、9M、1Y 期 Shibor 利率分别较 4 月 3 日下行 7.2BP、5.3BP、5.9BP、5.7BP、5.2BP 至 2.03%、2.09%、2.13%、2.17%、2.20%。

本周 1 年期股份行存单发行利率下行 8.9BP 至 2.14%，AAA 级 1 年期同业存单二级利率下行 10.0BP 至 2.08%。本周 3M、6M、9M、1Y 期股份行存单发行利率分别较 4 月 3 日下行 9.8BP、8.4BP、6.7BP、8.9BP 至 1.98%、2.02%、2.14%、2.14%。此外，AAA 级 1 年期存单到期收益率累计下行 10.0BP 至 2.08%。

图 9: SHIBOR 利率走势 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 10: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)

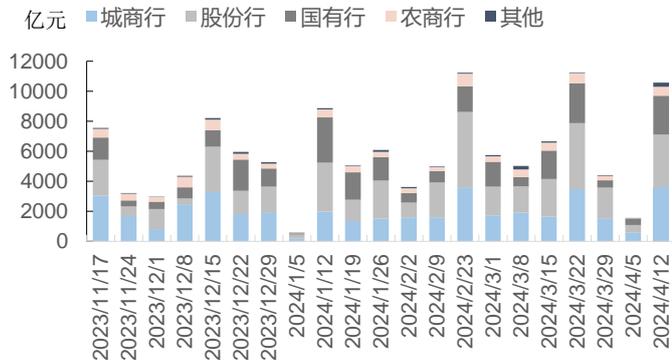


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

本周同业存单发行规模大幅上升至 10565 亿元，偿还规模升至 5306 亿元，存单净融资规模升至 5259 亿元。国有行、股份行、城商行、农商行净融资分别为 1875 亿元、991 亿元、2027 亿元、237 亿元；1Y 期存单发行占比下降 15pct 至 43%。本周同业存单发行规模较上周大幅上升 9003 亿元至 10565 亿元，偿还规模上升 4974 亿元至 5306 亿元，当周存单净融资规模上升至 5259 亿元（上周为净融资 1229 亿元）。分银行类型来看，股份行、城商行、国有行、农商行存单发行规模分别较上周上升 3026 亿元、2987 亿元、2186 亿元、554 亿元；从净融资分布来看，城商行、国有行、股份行、农商行存单分别净融资 2027 亿元、1875 亿元、991 亿元、237 亿元。本周 1Y 期存单发行占比较上周下降 15pct 至 43%。下周存单到期规模约 8982 亿元，较本周大幅上升 3676 亿元。

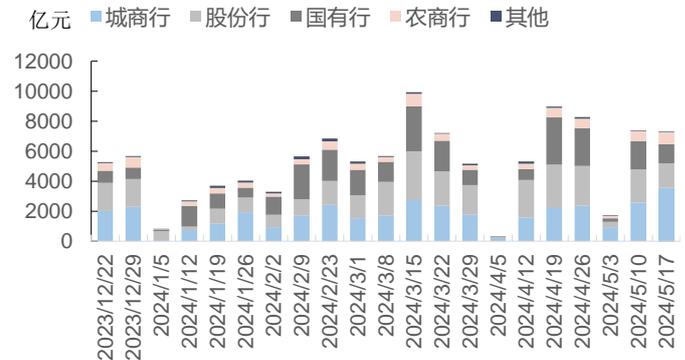
国有行、股份行存单发行成功率较上周回落，而城商行、农商行均小幅回升，除国有行、农商行外其余银行存单发行成功率仍高于近一年均值水平。城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔。截至 4 月 12 日，国有行、股份行存单发行成功率分别较上周下行 5.8pct、0.2pct，城商行、农商行存单发行成功率较上周上行 3.8pct、0.1pct，国有行、农商行存单发行成功率低于过去一年均值，而股份行与城商行相对更高。城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔 0.6BP 至 16.8BP，位于 2018 年以来 18%分位数水平。

图 11: 分银行类型存单发行规模分布

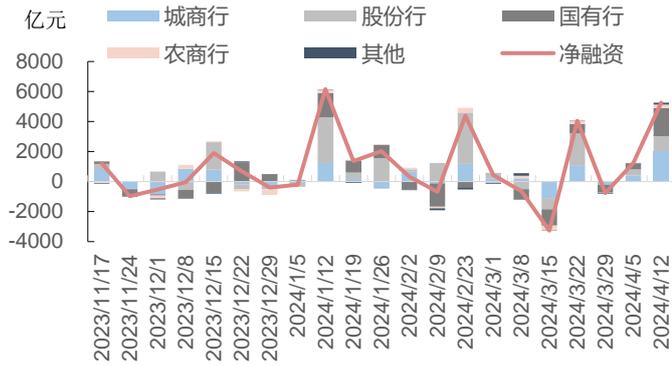


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

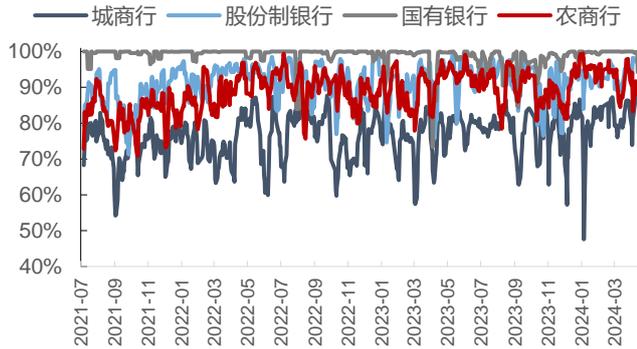
图 12: 分银行类型存单到期规模分布



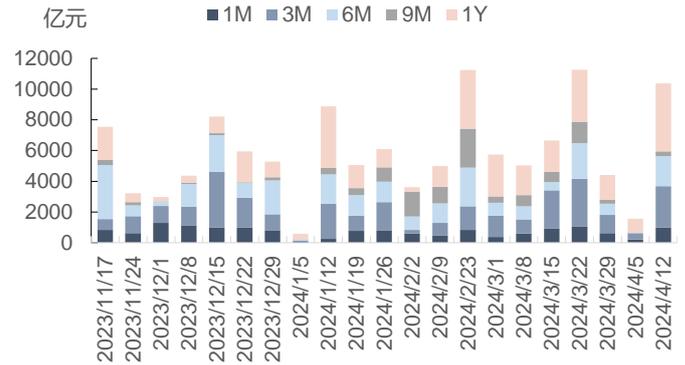
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 13: 分银行类型存单净融资规模分布


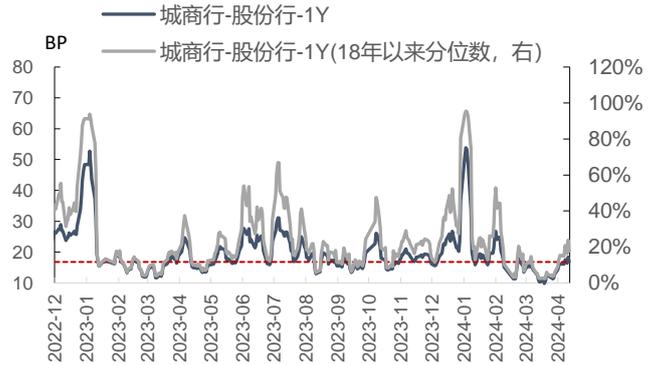
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 15: 各类型银行存单发行成功率


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 14: 存单发行规模期限分布


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

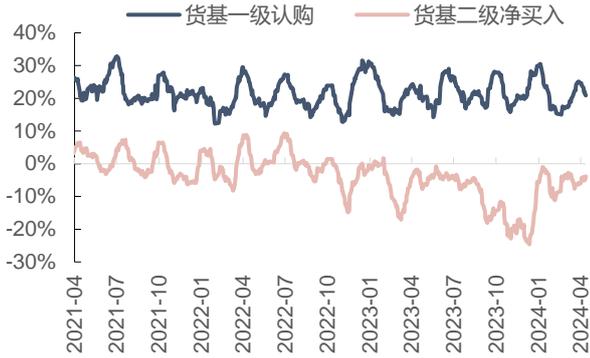
图 16: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

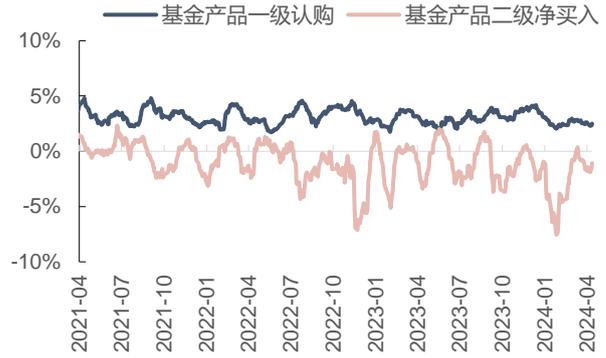
本周存单供需相对强弱指数先降后升，周五收于 19.9%，较 4 月 3 日下行 4.4pct，处于相对均衡的状态。上半周，尽管基金公司和货币基金在一级市场对存单转为净买入，理财产品和其他产品净买入存单规模有所增加，但股份行净买入存单规模也大幅上升，存单供需相对强弱指数持续回落；周四以后，货币基金、理财产品和其他产品净买入存单规模继续上升，而股份行净买入存单规模回落，存单供需强弱指数转为回升，周五收于 19.9%，较 4 月 3 日下行 4.4pct，处于相对均衡的状态。从分期限的强弱指数来看，本周 1M、9M 期限品种的供需指数小幅回升，而其余期限品种的供需指数均有所回落。

图 17: 存单供需相对强弱指数

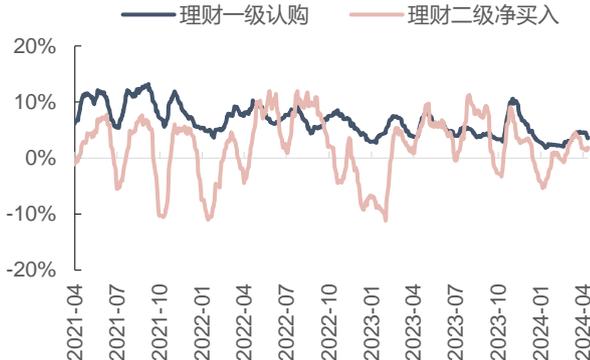

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 货币基金一级认购与二级净买入比例


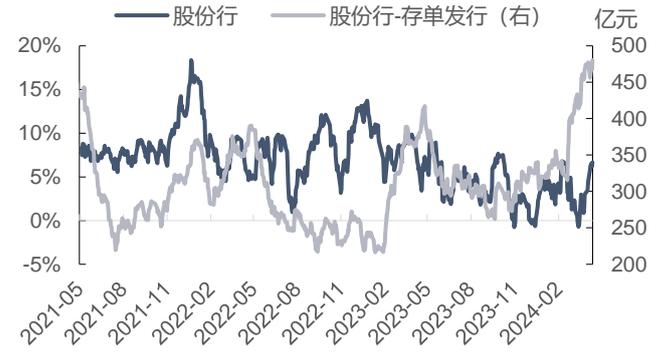
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 基金产品一级认购与二级净买入比例


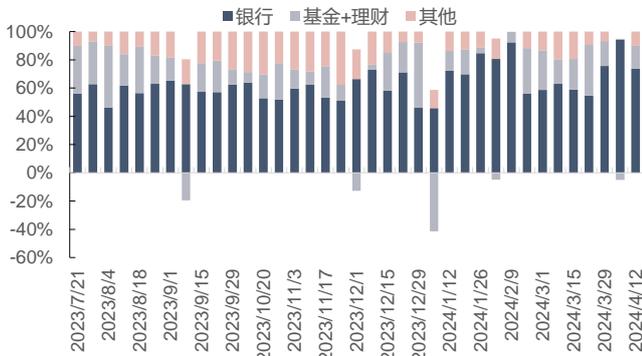
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 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 21: 股份行一二级买入比例与其存单发行规模比较


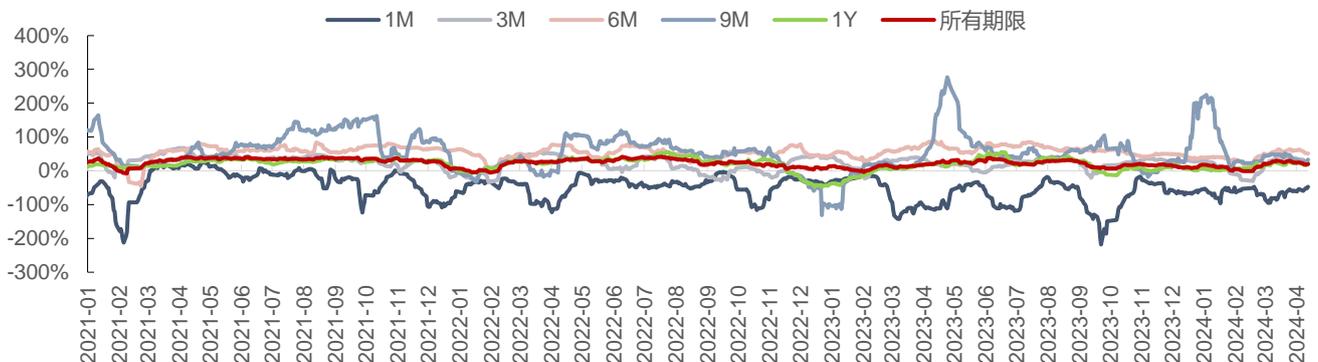
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 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 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

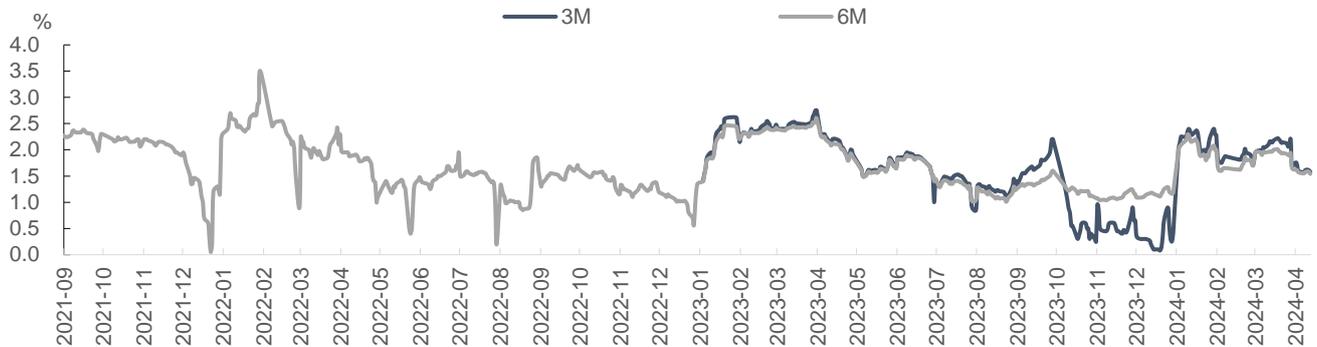
图 24: 分期限存单供需相对强弱指数


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.3 票据市场

本周票据利率窄幅震荡，国股 3M、6M 期利率分别下行 2BP、3BP 至 1.58%、1.54%。周日，卖盘延续低价出票，而买盘需求稳步释放，票据利率继续回落；周一至周三，票源供给有所回暖，主要大行抬价收票，买盘收票情绪有所降温，票据利率小幅回升；周四周五，买盘情绪较高而卖盘惜售，票据利率再度回落。截至 4 月 12 日，国股 3M、6M 期利率分别较 4 月 3 日下行 2BP、3BP 至 1.58%、1.54%。

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

本周债券市场表现分化，短端利率回落，而长端维持震荡。分机构来看，交易型机构整体对债券的增持规模大幅上升，主要是基金公司和机构的净买入规模上升，而券商的净卖出规模明显收窄；配置型机构对债券的整体增持规模大幅下降，主要是农商行的净买入规模大幅减少，而理财产品和保险公司净买入规模均有所上升。值得注意的是，在周中利空因素导致利率回升过程中，仍然是基金公司转为净卖出，反而是农商行在大规模净买入，后续需要观察的是如果短期利空继续释放导致基金公司继续净卖出后，农商行是否仍有力量限制利率上行的幅度。另一方面，在监管禁止银行手工补息高吸揽储的新闻公布后，周三后理财与保险机构在二级市场存单的净买入规模显著上升，后续其行为仍然值得关注。

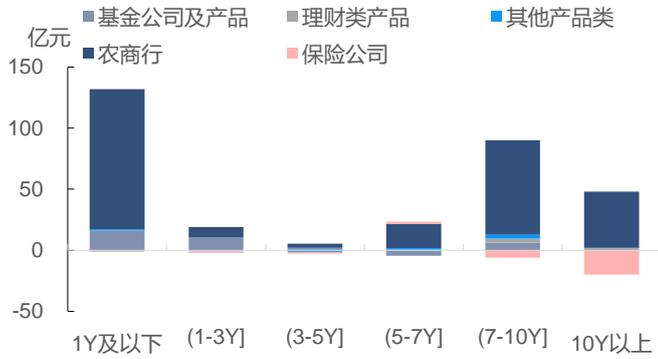
基金公司对政金债、国债、各类信用债的净买入规模均有所上升，但对二永债的净买入规模下降，在利率债期限上主要增持 7 年及以上国债和 5 年及以上政金债，但对 1 年以内国债政金债均转为净卖出。而券商对各类利率债和短融券均转为净买入，对中票和二永债的净卖出规模下降，但增加净卖出存单，在利率债期限上对 1 年及以内政金债和 7 年、10 年国债政金债均转为净买入，但对 5 年国债政金债转为净卖出。其他机构对国债转为净买入，并增加净买入存单，但对短融券的净买入规模下降，在利率债期限上主要增加净买入 3-5 年国债，对 1 年以内国债的净卖出规模大幅下降，但减持 10 年及以上国债和 1 年以内政金债。其他非银产品增持 5 年、7 年、超长期国债和 5 年和 10 年政金债，但对 10 年国债和超长期政金债转为净卖出。其他机构大幅增加净买入 1-3 和 3-5 年国债以及 5 年和 10 年政金债，对 1 年以内国债的净卖出规模大幅下降，但减持 10 年及以上国债和 1 年以内政金债。

配置型机构中，农商行对 1 年以内、10 年国债和存单的净买入规模下降，对 10 年政金债转为净卖出；理财产品增持 3M 及期限以上存单和 5 年以内国债，保险公司对 10 年及以上国债和存单转为净买入。具体来看，农商行对国债、存单的净买入规模大幅下降，对政金债、地方债转为净卖出；理财产品对存单的净买入规模上升，并转为净买入二永债；保险公司转为净买入国债和存单。从期限上看，农商行对 1 年以内、10 年及以上国债的净买入规模下降，对 1-7 年国债、1-10 年政金债、3-10 年地方债均转为净卖出，但转为净买入 1 年以内政金债；保险公司转为小规模净买入 10 年及以上国债，对 5 年、10 年政金债的净买入规模小幅增加；理财产品主要小幅增持 5 年以内国债，但对 10 年国债转为减持，对 1 年以内政金债的增持规模下降。

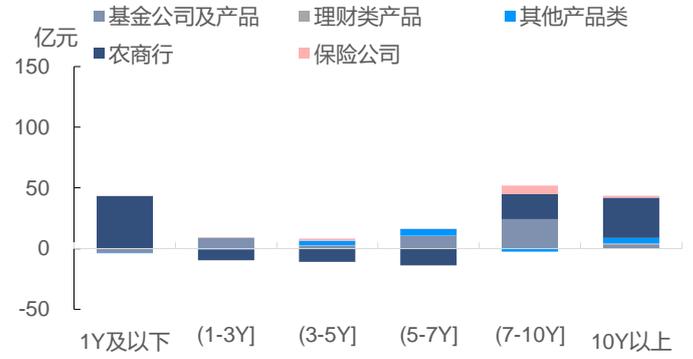
图 26: 各机构主要现券二级市场净买入情况 (亿元)

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	04.06-04.12	-1	-173	-36	19	63	12	11	45	3	11	48	0
	03.30-04.05	-13	-160	-44	4	271	-72	-26	30	4	3	-13	16
	03.23-03.29	36	-83	26	-16	51	-96	78	28	1	-17	-2	-6
政金债	04.06-04.12	-70	-41	-117	13	-14	0	7	115	23	36	24	24
	03.30-04.05	-68	-16	-109	-2	76	-45	2	48	24	17	29	47
	03.23-03.29	-66	-49	-69	-1	-1	-82	27	240	2	9	5	-14
地方政府债	04.06-04.12	-23	-27	11	-1	-9	6	37	3	0	0	3	0
	03.30-04.05	-21	-26	7	0	16	-12	37	-3	0	2	1	0
	03.23-03.29	-9	-11	28	1	-15	-24	42	-9	1	-3	1	0
中票	04.06-04.12	-16	-45	-24	1	3	-33	9	59	10	27	0	10
	03.30-04.05	-3	-34	-12	-1	3	-53	9	43	8	25	1	14
	03.23-03.29	-4	-7	-11	0	-5	-30	8	13	11	18	2	6
短融	04.06-04.12	-30	-97	-32	0	3	0	1	54	24	15	1	61
	03.30-04.05	-27	-126	-38	0	5	-18	0	46	23	26	13	95
	03.23-03.29	-21	-50	-35	0	-2	-13	0	32	25	23	0	40
企业债	04.06-04.12	0	0	-1	0	-1	-2	0	3	0	1	0	0
	03.30-04.05	0	0	0	0	-1	-4	0	2	1	3	0	0
	03.23-03.29	0	0	-1	0	-2	-2	0	2	0	3	0	0
同业存单	04.06-04.12	-4	-36	-47	4	127	-114	13	-14	88	60	34	-111
	03.30-04.05	-17	-61	-99	6	230	-72	-3	-16	18	48	4	-38
	03.23-03.29	187	-39	-51	4	20	-43	-50	-29	-27	-15	35	9
其他	04.06-04.12	-50	-38	-18	-1	12	-5	-1	56	9	32	0	5
	03.30-04.05	-34	-39	-1	-1	30	-78	0	80	-8	45	4	3
	03.23-03.29	-13	-20	-12	-1	0	-27	17	-32	24	46	5	13
合计	04.06-04.12	-195	-457	-265	34	184	-136	76	322	157	183	109	-11
	03.30-04.05	-183	-464	-297	6	630	-355	20	228	70	169	39	137
	03.23-03.29	111	-258	-126	-14	45	-318	121	245	37	64	45	47

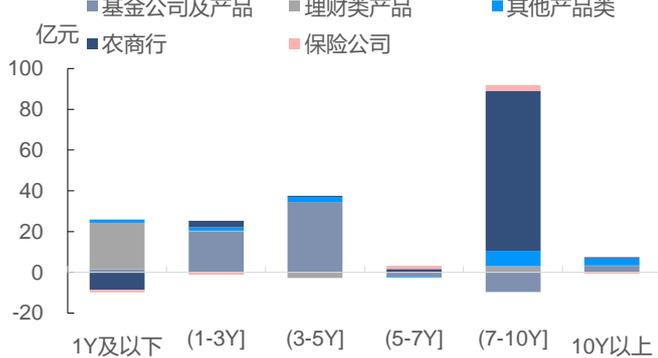
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 上周主要非银机构国债二级市场净买入入期限分布


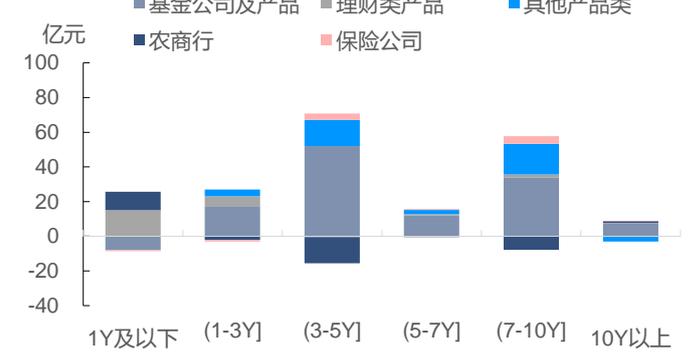
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 28: 本周主要非银机构国债二级市场净买入入期限分布


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 29: 上周主要非银机构政金债二级市场净买入入期限分布


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 30: 本周主要非银机构政金债二级市场净买入入期限分布


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。

李劲锋，复旦大学金融学博士，1年房地产行业研究经验。

赵雪成，上海财经大学金融硕士，1年信评研究经验。

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15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	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。