

分析师

张新文 010-88366060-8751

Email:zhxw@cgws.com

执业证书编号:S1070510120019

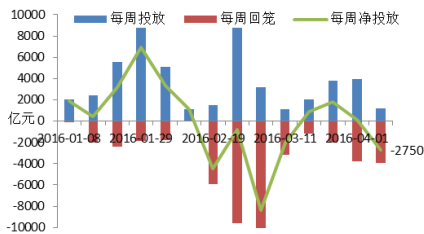
汪毅 021-61680675

Email:yiw@cgws.com

执业证书编号:S1070512120003

实习生: 肖承志

央行每周公开市场操作情况



数据来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

相关报告

《短期资金利率波动加大》2016.4.5

## 通胀和汇率压力略减 而债券供给加速

### ——固定收益研究\*流动性专题

#### 投资建议

CPI 和 PPI 指数双双好于市场预期, 通胀预期有所缓和、汇率短期企稳, 释放货币政策操作空间, 而 PPI 跌幅收窄有助于企业盈利的改善。3 月份外汇储备增加 102.58 亿美元, 结束连续四个月的快速下降, 虽然剔除估值因素后, 外汇资本仍为净流出, 但资本外流的趋势减缓。3 月末全国性商业银行债券回购净融出资金升至 8532 亿元, 银行间市场流动性仍相对宽裕。但仍面临 MLF 集中到期、企业缴税等短期流动性扰动因素, 此外, 3 月份新发行债券超 4 万亿元, 债券供给加速, 央行仍需适时释放流动性进行对冲。

#### 要点

- **短期资金面充裕, 3 月外汇储备回升:** 上周央行累计进行逆回购 1200 亿元, 7 天期回购利率维持在 2.25%, 逆回购到期 3950 亿元, 一周净回笼 2750 亿元。主要回购、拆借利率下行, 离岸人民币拆借利率上行。上周票据正回购利率上行, 利差收窄。转贴现买入、卖出加权平均利率双双下行, 利差收窄。6 个月直贴利率维持不变。温州民间借贷综合利率下行 10BP。上周人民币兑美元稳中有降, 中间价下调 70BP。人民币 NDF 小幅下跌。3 月新增外汇储备 102.58 亿美元, 5 个月来首次增加。美债收益率持续下行, 5 年和 7 年收益率为负。TED 利差维持在 40BP 附近, 流动性风险值得关注。日元欧元负利率加深, 英镑 3 月 Libor 震荡。上周债券收益率普遍上升。
- **股市资金持续净流出, 新增融资余额环比增加:** 沪深两市估值突破 2013 年以来 75% 分位点。从行业看, 有色金属、商业贸易和综合估值提升较大。上周 A 股市场日均成交额为 6738 亿元, 环比增加 603 亿元。创业板、中证 500 的换手率明显提升。上周 A 股资金净流出 1074 亿元, 环比减少 9 亿元。上周两市融资余额为 8822.64 亿元, 环比增加 104.54 亿元, 新增融资余额周环比增加 123.34 亿元。上周融资偏好的行业是机械设备、电子和化工, 上周涨幅分别为 1.02%、1.01% 和 1.21%。
- **3 月份物价涨幅低于市场预期:** CPI 同比为 2.3%, 持平于上月, PPI 同比 -4.3%, 跌幅继续缩窄。上周农产品批发价格指数环比下降 1.58%。油价持续攀升重回 40 美元上方。上周动力煤和螺纹钢上涨, PTA 和铜下跌。上周水泥价格上涨, 硫酸价格持平。年内 CPI 仍存在上涨空间。
- **理财产品收益下行, 上证基金成交下降:** 上周银行理财产品的平均预期收益率为 4.07%, 环比减少 3BP。截至 4 月 1 日新增投资者 46.68 万, 环比下降 6.82 万。上周新成立偏股型基金份额和上证基金成交额环比明显回落。

## 目录

1. 本期关注：3月外汇储备环比增加对流动性的影响	4
2. 利率与汇率：短期资金面充裕，3月外汇储备回升	5
3. 股市流动性：资金持续净流出，新增融资余额环比增加	8
4. 商品与通胀：农产品价格下降，油价重回40美元	10
5. 全球资金流向：理财产品收益下行，上证基金定投下降	11
6. 附录	14

## 图表目录

图 1: 美元指数年初以来跌幅达 4.5%	4
图 2: 3月外储结束 4 连跌，环比上涨 0.32%	4
图 3: 上周央行净回笼 2750 亿元，流动性相对宽松	5
图 4: 银行间资金充裕，回购利率小幅下降	5
图 5: 季后上证所隔夜回购恢复正常	5
图 6: Shibor 利率保持稳定	5
图 7: 银行间同业拆借利率小幅震荡	6
图 8: 季后离岸人民币拆借利率上行	6
图 9: 温州民间借贷综合利率略有下降	6
图 10: 票据正逆回购报价利差收窄	6
图 11: 转贴现买入、卖出加权利率下行	6
图 12: 6 个月票据贴现利率(月息)维持不变	6
图 13: 离岸价差扩大，人民币中间价下调 70BP	7
图 14: 人民币 NDF 贬值压力仍存	7
图 15: 3 月外储结束 4 连跌，环比增长 102.58 亿美元	7
图 16: 美国债收益率下行，5、7 年收益率徘徊负值	7
图 17: TED 利差维持 40 附近，流动性风险值得关注	7
图 18: 3 个月 Libor 英镑震荡，日欧拆借负利率加深	7
图 19: 国债收益率(中债)上升	8
图 20: 央票收益率(中债)短端下降中端上升	8
图 21: 国开行金融债收益率(中债)上升	8
图 22: 进出口和农发行金融债收益率(中债)上升	8
图 23: 中短期票据 AAA 收益率(中债)中短端下降	8
图 24: 企债 AAA 收益率(中债)长端上升	8
图 25: 创业板估值继续攀升，沪深市盈率突破 2013 年以来 3/4 分位点	9
图 26: 小盘股相对收益居前，上证 50 跌幅最大	9
图 27: 有色金属估值上升，国防军工估值下跌	9
图 28: 两市 A 股成交额降幅扩大	9
图 29: 小盘股换手率明显提升	9
图 30: A 股资金除周二外持续净流出	10
图 31: 投资者买入偏好港股，但买入占比收窄	10
图 32: 新增融资余额周环比增加 123.34 亿元	10

图 33: 上周融资偏好: 机械设备、电子和化工 .....	10
图 34: 南华工业品和农产品指数双双下降 .....	10
图 35: 上周农产品、菜篮子指数环比下降 1.58%、1.83% .....	10
图 36: 布油、WTI 原油重回 40 美元上方 .....	11
图 37: 动力煤价格达年内新高, PTA 短期回调 .....	11
图 38: 钢铁价格再创新高, 铜价持续下跌 .....	11
图 39: 上周水泥价格回升, 硫酸价格持平 .....	11
图 40: 上周新增投资者数量回落 .....	12
图 41: 上周新成立偏股型基金份额环比下降 .....	12
图 42: 上周上证基金成交金额环比下降 .....	12
图 43: 2 月公募基金规模、份额略有下降 .....	12
图 44: 债券发行总规模走势 .....	13
图 45: 分类型债券发行规模环比变化 .....	13
表 1: 官方储备资产(2016.01-2016.03) .....	5
表 2: 上周各期限固定收益类人民币理财产品收益率分布 .....	11
表 3: 2016 年 3 月各期限固定收益类人民币理财产品收益率分布 .....	12
表 4: 机构投资者债券托管存量变化(亿元) .....	13
表 5: 短期流动性调节工具(SLO)交易 .....	14
表 6: 中央国库现金管理商业银行定期存款招投标结果 .....	14
表 7: 其他货币政策工具 .....	14

# 1. 本期关注：3月外汇储备环比增加对流动性的影响

**事件回顾：**4月7日，国家外汇管理局公布了3月官方储备资产数据。数据显示，3月份外汇储备为32125.79亿美元，较2月份增加102.58亿美元。4月开始，人民银行同时发布以美元和SDR作为报告货币的外汇储备数据。

3月外储的上涨并不“意外”。一方面，3月美元受美联储暂缓加息预期影响走弱，美元指数下跌3.58%，由于1/3以上外汇储备是非美元资产，因此以美元计价的外汇储备理应上涨。另一方面，外管局采取的一系列措施维稳人民币汇率，同时美联储暂缓加息也对降低了人民币贬值预期，大量购买外汇的的动机也减轻了。

但表面上的增长，掩盖了外汇储备仍然面临下滑的事实。3月份，欧元兑美元上涨4.13%，美元兑日元下跌1.27%，英镑兑美元上涨3.56%，澳元兑美元上涨7.55%，美元兑加元下跌3.89%，美元兑瑞郎下跌3.50%。如果按照1/3的比例（实际上可能更多）进行估算，此次美元下跌至少释放外储约380亿美元。若扣除汇率波动的影响，实际3月份流出的外储将达280亿美元以上。同理我们进行估计，2月份官方公布的外汇储备环比下降285.72亿美元，扣除美元指数下跌释放的140亿美元，实际2月份流出的外储达425亿，1月份流出的外储达850亿。从这个意义来说，经济下行压力犹在，尚未能完全阻止资本外流，但外流的速度明显放缓。

从另一个角度，以SDR作为计价单位的话，仍然可以反映出外汇储备实际上仍在减少。3月外储22803.34亿个SDR，较2月下降377.68亿个SDR；2月环比1月下降了222.83个SDR，甚至3月外储下降规模更大。因此，无论是从美元计价还是以更为稳定的一篮子货币SDR计价，中国外储下降趋势似乎都是不争的事实，但随着3月制造业PMI、1-2月工业利润等多项经济数据的回暖，经济环比改善仍然可期，资本外流终将趋缓。

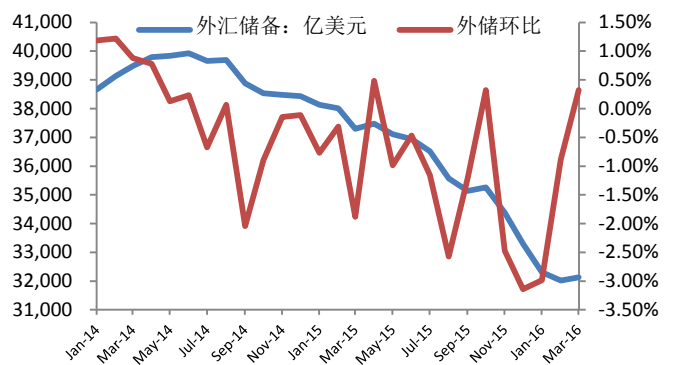
从流动性层面上看，外汇储备仍将缓慢消耗。短期来看，外汇仍然面临着美联储加息的不确定性，因此人民币汇率仍然会双向窄幅波动。央行已经把参考篮子汇率作为中间价主要定价规则，贬值预期逐渐稳定，外汇储备的下降速度也随之放缓。从短期稳定金融市场的角度出发，参考一篮子货币窄幅波动是风险较低的选择，配合资本管制，央行也能够保持一定的货币政策独立性。然而，从中长期的视角出发，还是需要进一步引入市场供需，逐渐过渡到浮动汇率制度。

图 1: 美元指数年初以来跌幅达 4.5%



资料来源：长城证券研究所，Wind 资讯

图 2: 3月外储结束 4 连跌，环比上涨 0.32%



资料来源：长城证券研究所，Wind 资讯

表 1: 官方储备资产 (2016.01-2016.03)

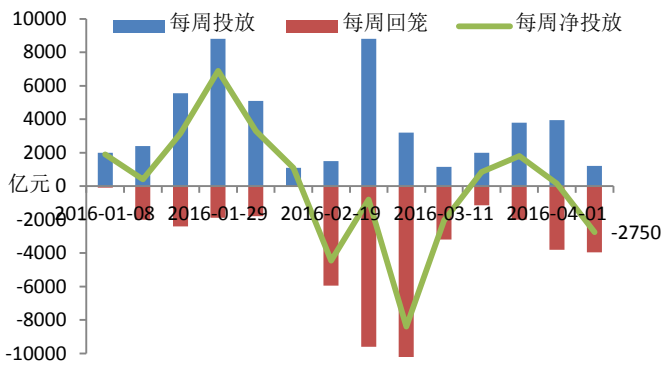
项目	2016.01		2016.02		2016.03	
	亿美元	亿 SDR	亿美元	亿 SDR	亿美元	亿 SDR
外汇储备	32308.93	23403.85	32023.21	23181.02	32125.79	22803.34
基金组织储备头寸	37.60	27.24	107.25	77.64	107.24	76.12
特别提款权 SDRs	102.73	74.42	102.80	74.42	104.85	74.42
黄金	635.70	460.49	710.06	514.05	714.85	507.41
其他储备资产	-2.05	-1.48	-3.30	-2.39	1.72	1.22
合计	33082.92	23964.52	32940.02	23844.74	33054.45	23462.51

资料来源: 长城证券研究所, 国家外汇管理局

## 2. 利率与汇率: 短期资金面充裕, 3月外汇储备回升

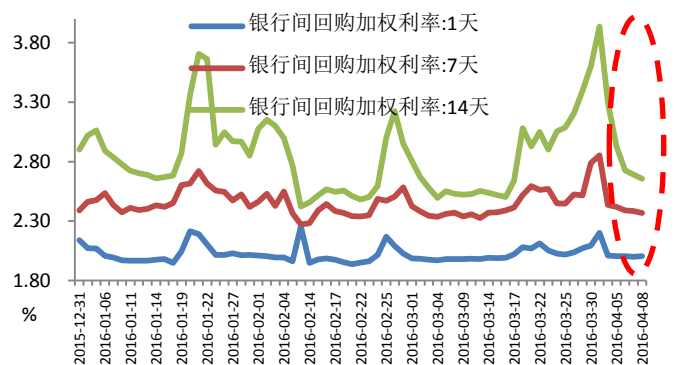
上周央行累计进行逆回购 1200 亿元, 利率维持在 2.25%, 逆回购到期 3950 亿元, 一周净回笼 2750 亿元。主要回购、拆借利率下行。银行间隔夜、7 天和 14 天利率分别下行 1BP、7BP 和 65BP; 上交所回购隔夜加权平均利率下行 82BP, 7 天加权平均利率下行 1BP。Shibor 利率保持稳定, 隔夜、7 天和 14 天利率分别下降 3BP、3BP 和 8BP。银行间同业拆借利率小幅震荡, 隔夜、7 天和 14 天利率分别下行 2BP、上行 3BP 和下行 41BP。离岸人民币拆借利率上升较大, 隔夜、7 天和 14 天利率分别上行 72BP、68BP 和 68BP。

图 3: 上周央行净回笼 2750 亿元, 流动性相对宽松



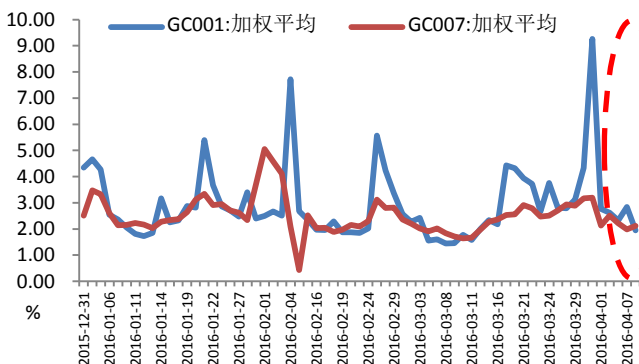
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 4: 银行间资金充裕, 回购利率小幅下降



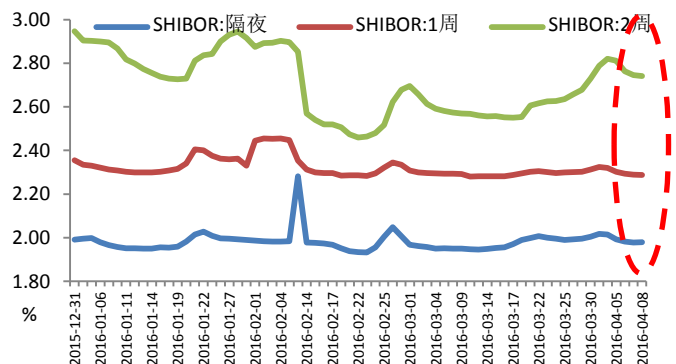
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 5: 季后上交所隔夜回购恢复正常



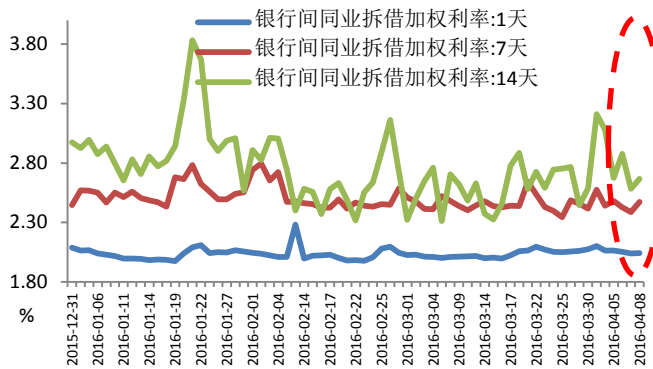
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 6: Shibor 利率保持稳定



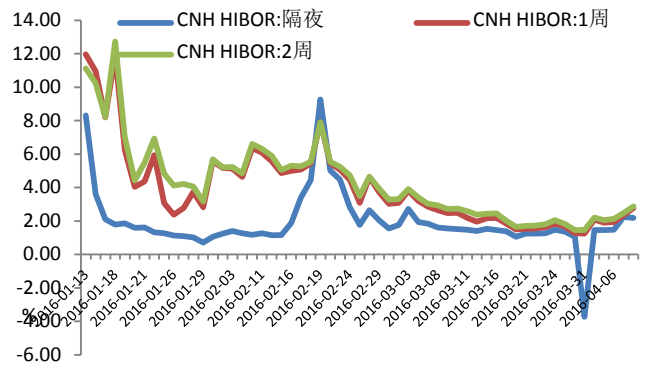
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 7: 银行间同业拆借利率小幅震荡



资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

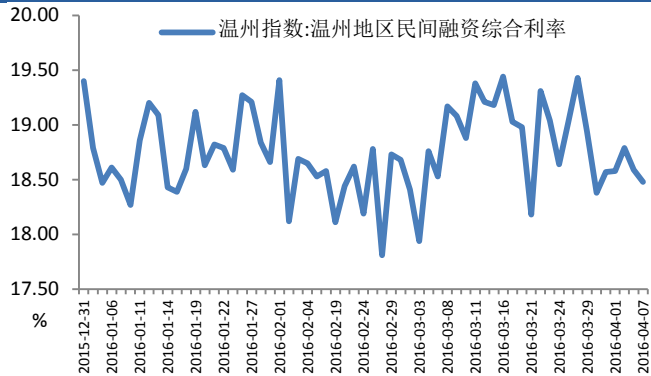
图 8: 季后离岸人民币拆借利率上行



资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

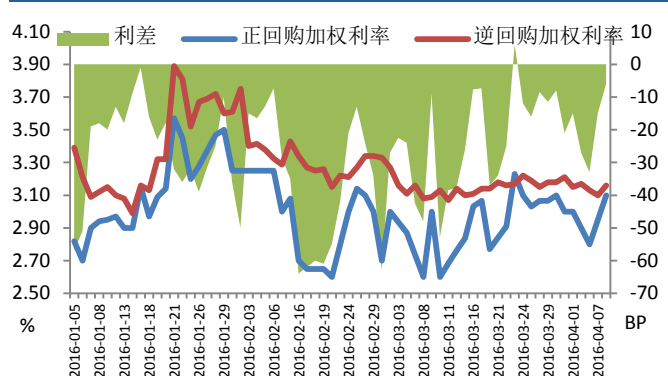
上周票据正回购利率上行, 逆回购小幅震荡, 利差收窄。转贴现买入、卖出加权平均利率双双下行, 利差收窄。6 个月直贴利率维持不变, 月息分别为珠三角 2.95%, 长三角 2.90%和环渤海 3.05%。温州民间借贷综合利率下行 10BP。

图 9: 温州民间借贷综合利率略有下降



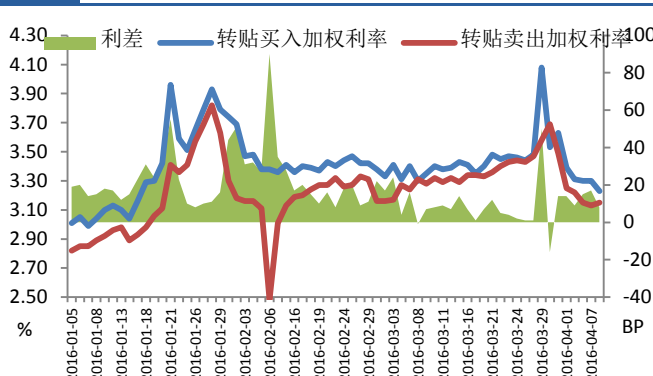
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 10: 票据正逆回购报价利差收窄



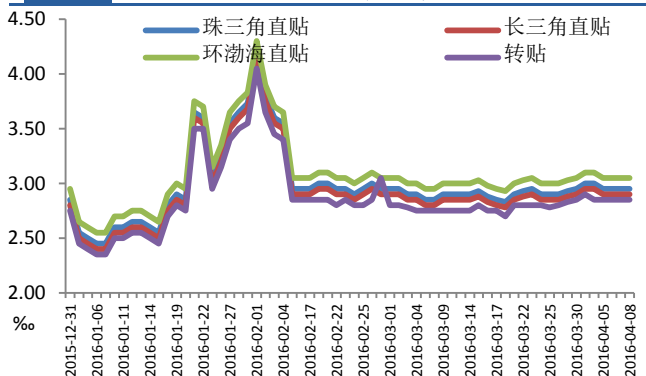
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 11: 转贴现买入、卖出加权利率下行



资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

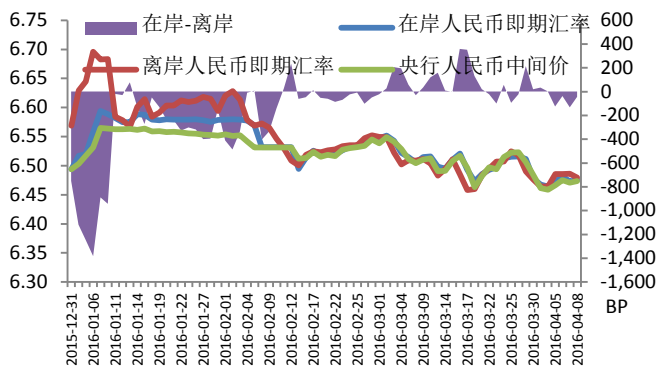
图 12: 6 个月票据贴现利率(月息)维持不变



资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

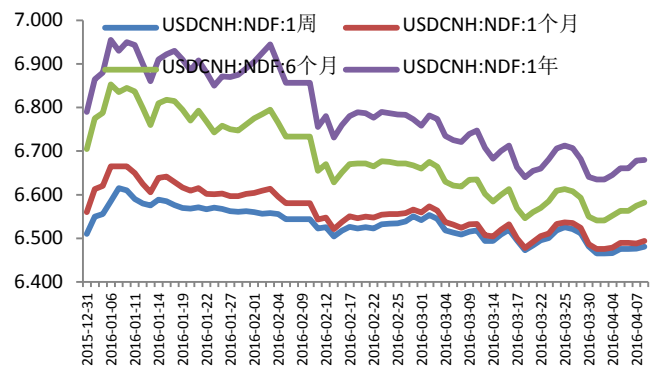
上周人民币兑美元稳中有降, 中间价下调 70BP, 在岸人民币即期汇率跌至 6.4753, 离岸人民币汇率跌至 6.4782。人民币 NDF 小幅下跌, 1 周、1 个月、半年和 1 年分别下行 15BP、18BP、41BP 和 45BP。3 月新增外汇储备 102.58 亿元, 5 个月来首次增加。美债收益率持续下行, 5 年和 7 年收益率为负。TED 利差维持在 40BP 附近, 流动性风险值得关注。日元欧元负利率加深, 英镑 3 月 Libor 震荡。

图 13: 离岸价差扩大, 人民币中间价下调 70BP



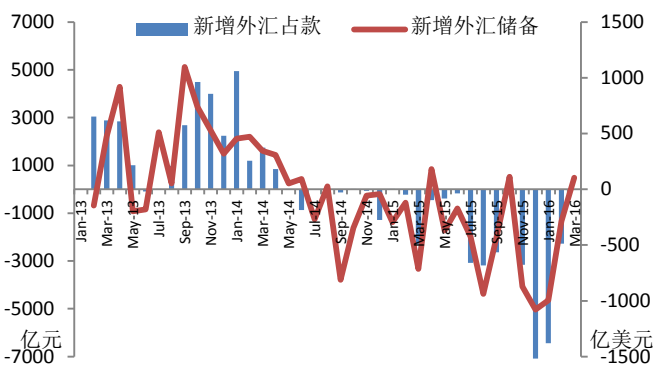
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 14: 人民币 NDF 贬值压力仍存



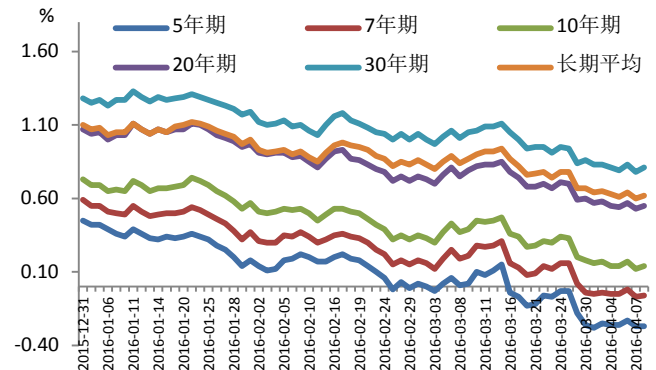
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 15: 3 月外储结束 4 连跌, 环比增长 102.58 亿美元



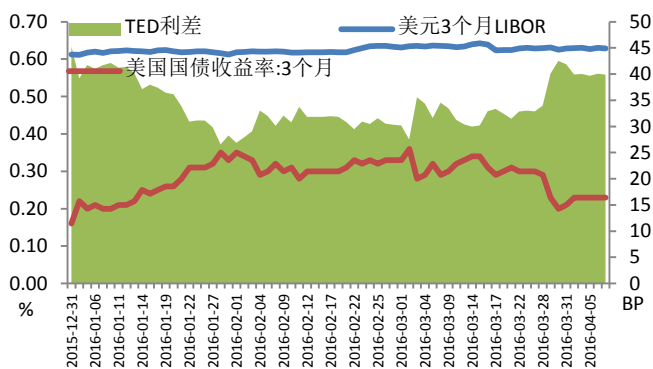
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 16: 美国债收益率下行, 5、7 年收益率徘徊负值



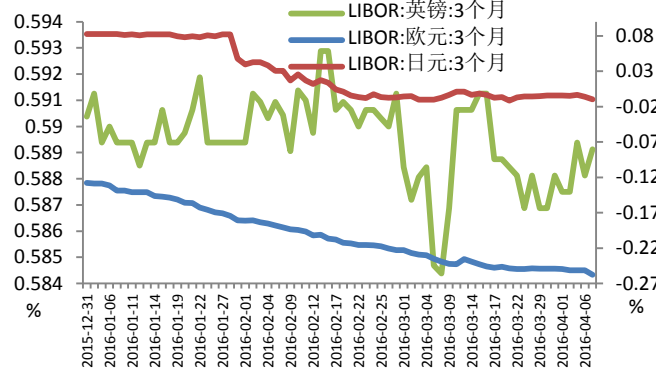
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 17: TED 利差维持 40 附近, 流动性风险值得关注



资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 18: 3 个月 Libor 英镑震荡, 日欧拆借负利率加深

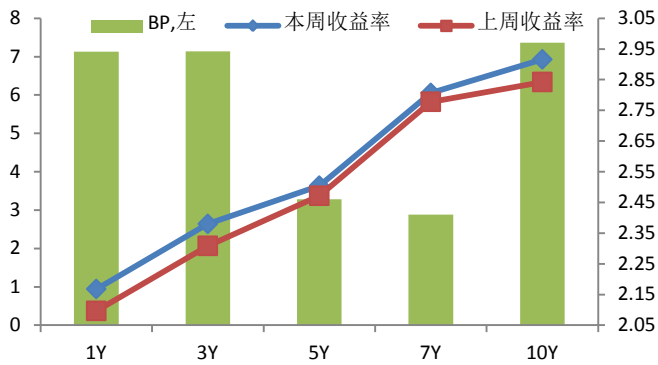


资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

上周债券收益率普遍上升。

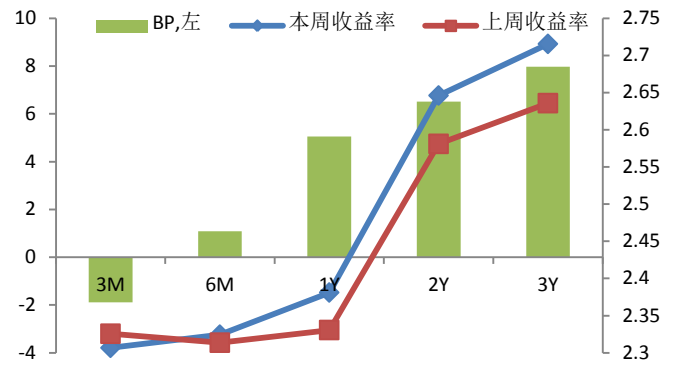
国债收益率 1Y、3Y、5Y、7Y 和 10Y 分别上行 7.13BP、7.14BP、3.28BP、2.88BP 和 7.36BP。央票收益率 3M、6M、1Y、2Y 和 3Y 分别下行 1.89BP，上行 1.08BP、5.05BP、6.51BP 和 7.97BP。国开行金融债收益率 1Y、3Y、5Y、7Y 和 10Y 分别上行 7.09BP、5.56BP、5.31BP、3.98BP 和 6.25BP。进出口和农发行金融债收益率 1Y、3Y、5Y、7Y 和 10Y 分别上行 7.2BP、7.93BP、4.57BP、2.85BP 和 2.29BP。中短期票据 AAA 收益率 3M、6M、1Y、3Y、5Y 和 7Y 分下行 7.68BP、0.73BP，上行 0.47BP，下行 0.51BP，上行 3.39 和 3.19BP。企业债 AAA 收益率 1Y、3Y、5Y、7Y 和 10Y 分别上行 0.46BP，下行 0.01BP，上行 3.89BP、3.41BP 和 5.19BP。

图 19: 国债收益率(中债)上升



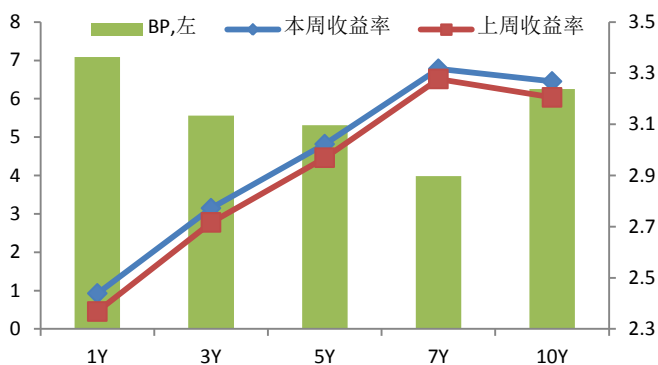
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 20: 央票收益率(中债)短端下降中端上升



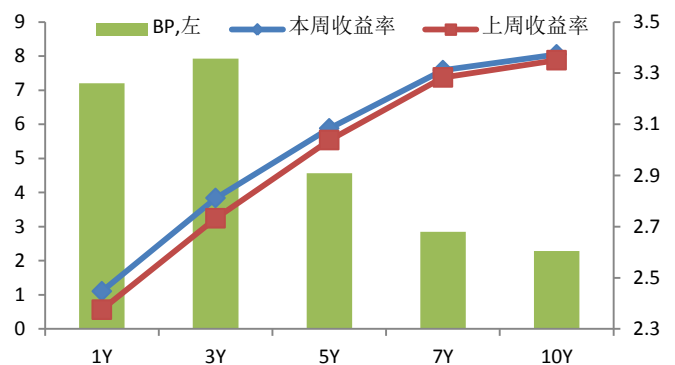
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 21: 国开行金融债收益率(中债)上升



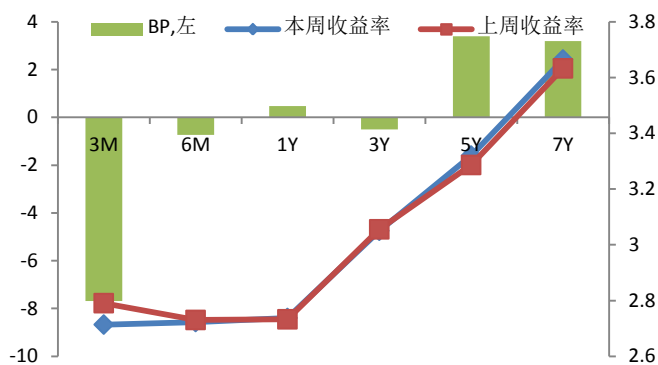
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 22: 进出口和农发行金融债收益率(中债)上升



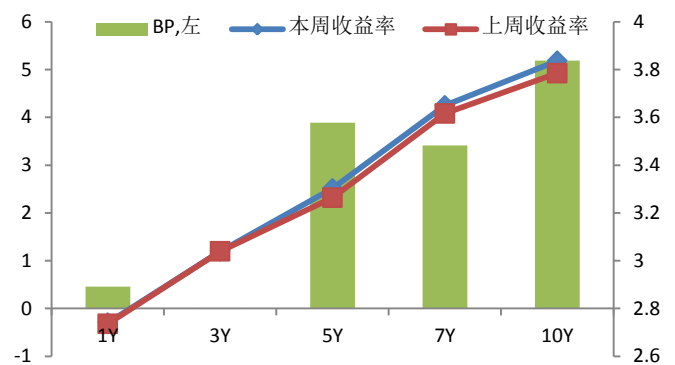
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 23: 中短期票据 AAA 收益率(中债)中短端下降



资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 24: 企债 AAA 收益率(中债)长端上升

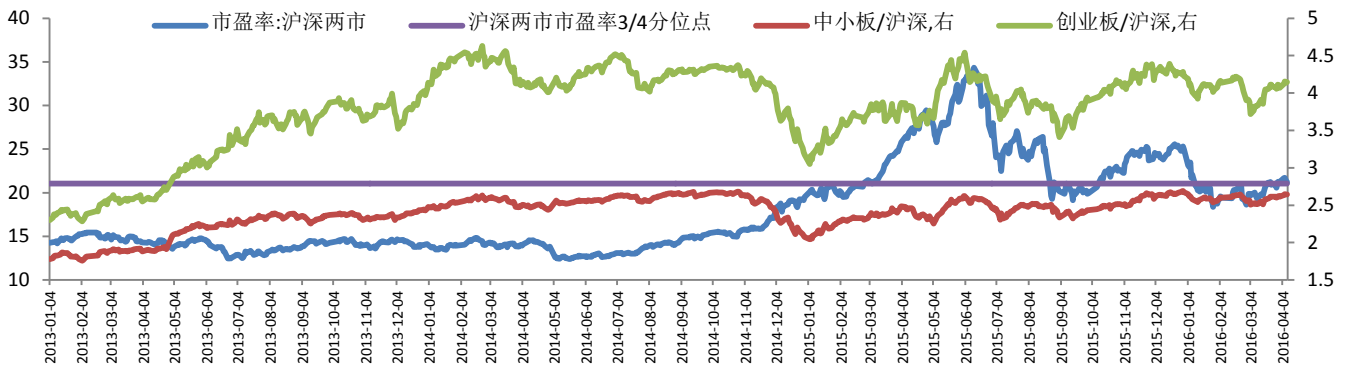


资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

### 3. 股市流动性: 资金持续净流出, 新增融资余额环比增加

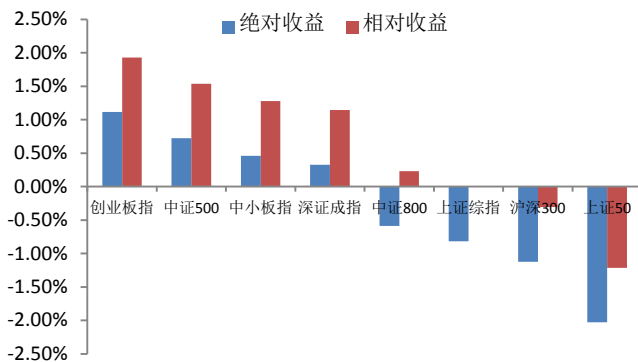
上周小盘相对收益居前。上证综指收于 2984.96, 下跌 0.82%, 中小板指收于 6830.38, 上涨 0.46%, 创业板指收于 2229.93, 上涨 1.11%。上周沪深两市估值突破 2013 年以来 75% 分位点, 创业板估值/沪深两市估值继续上涨, 维持 4 倍以上。申万一级行业分类中, 有色金属、商业贸易和综合估值提升较大, 国防军工、非银金融估值下降较大。

图 25: 创业板估值继续攀升, 沪深市盈率突破 2013 年以来 3/4 分位点



资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

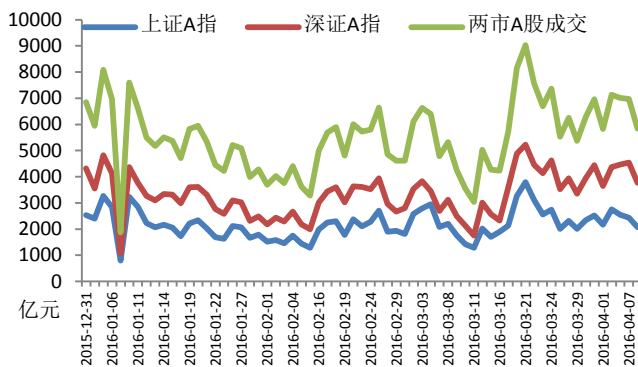
图 26: 小盘股相对收益居前, 上证 50 跌幅最大



资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

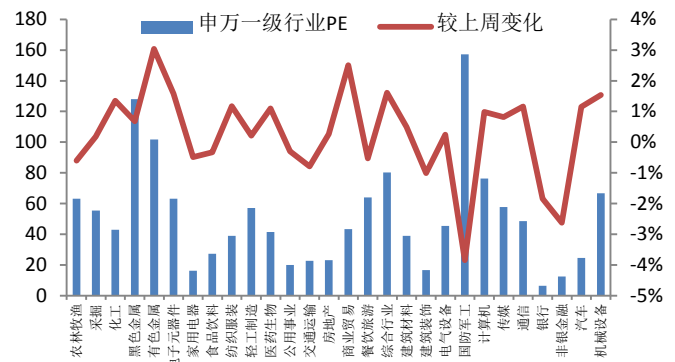
上周 A 股市场日均成交额为 6738 亿元, 环比增加 603 亿元。创业板、中证 500 的换手率明显提升。换手率前三依次是创业板、中小板和中证 500, 换手率居后的分别是上证 50 和沪深 300。

图 28: 两市 A 股成交额降幅扩大



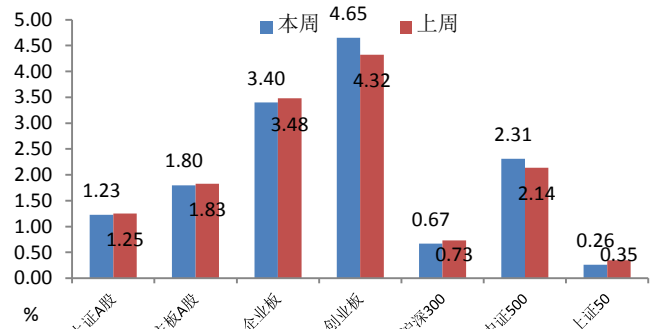
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 27: 有色金属估值上升, 国防军工估值下跌



资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

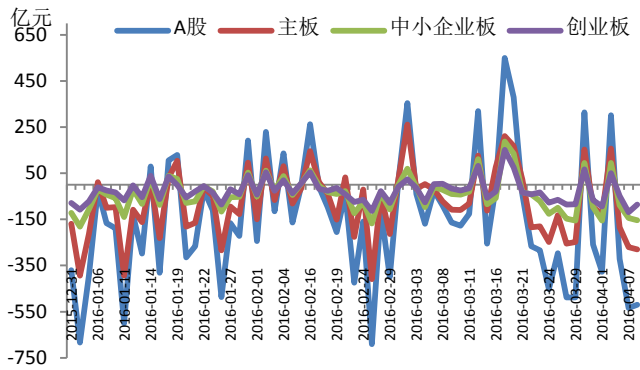
图 29: 小盘股换手率明显提升



资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

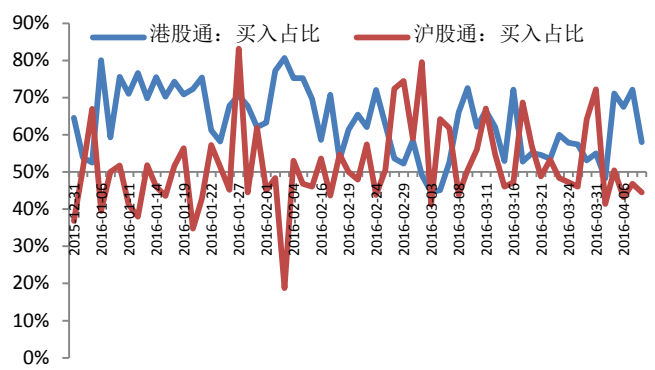
上周 A 股资金净流出 1074 亿元, 环比减少 9 亿元。上周两市融资余额为 8822.64 亿元, 环比增加 104.54 亿元, 新增融资余额周环比增加 123.34 亿元。我们发现新增融资余额与中证 500 涨幅关系密切, 表明新增融资余额主要投向中小盘股票。我们通过融资净买入额判断上周融资偏好的行业是机械设备、电子和化工, 上周涨幅分别为 1.02%、1.01%和 1.21%。

图 30: A 股资金除周二外持续净流出



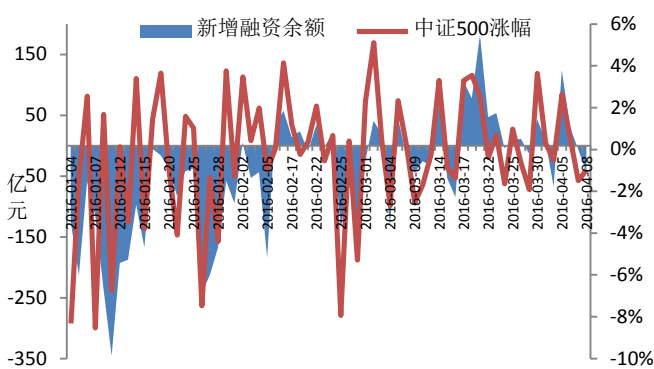
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 31: 投资者买入偏好港股, 但买入占比收窄



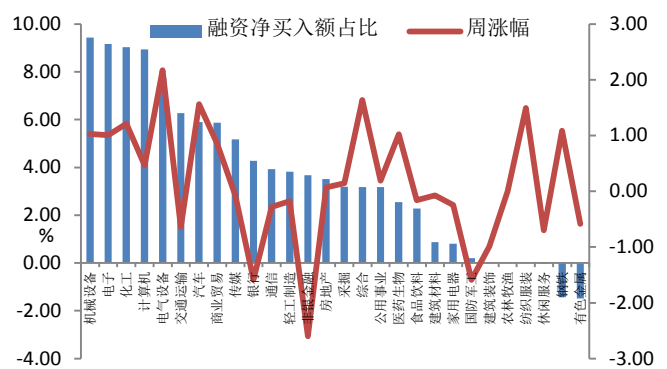
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 32: 新增融资余额周环比增加 123.34 亿元



资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 33: 上周融资偏好: 机械设备、电子和化工

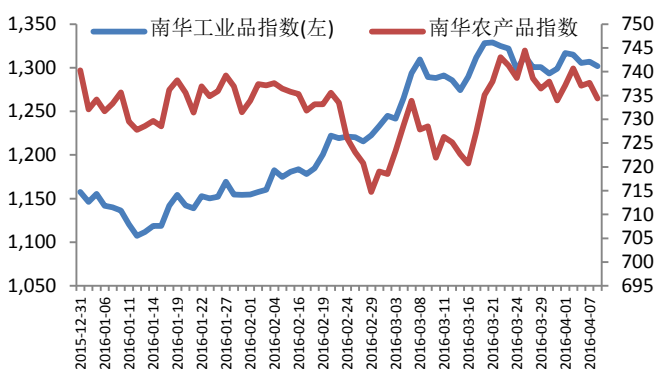


资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

## 4. 商品与通胀: 农产品价格下降, 油价重回 40 美元

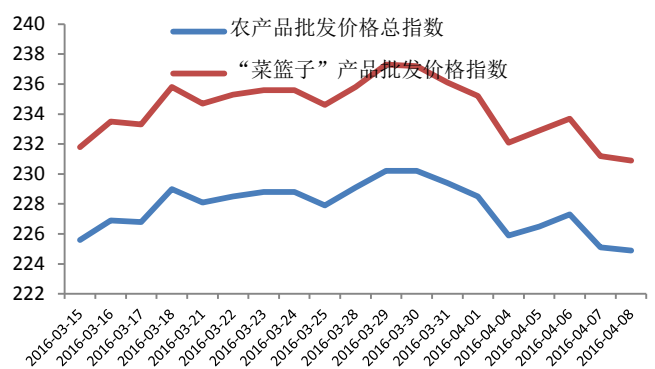
上周南华工业品和农产品指数双双下降。农产品和“菜篮子”批发价格指数环比下降 1.58% 和 1.83%，通胀压力有所缓解。受美国原油产量下降和库存下降等因素影响，油价持续攀升重回 40 美元上方。上周动力煤和螺纹钢上涨，PTA 和铜下跌。上周水泥价格上涨，硫酸价格持平。

图 34: 南华工业品和农产品指数双双下降



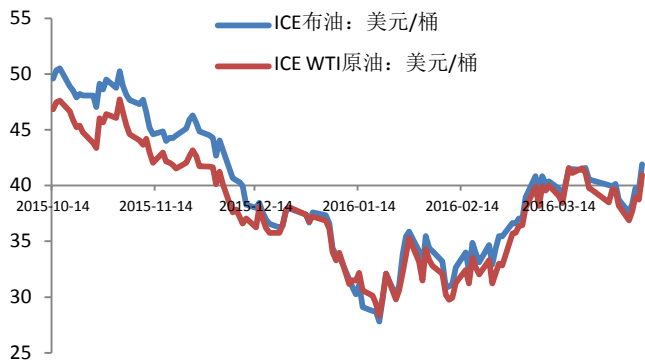
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 35: 上周农产品、菜篮子指数环比下降 1.58%、1.83%



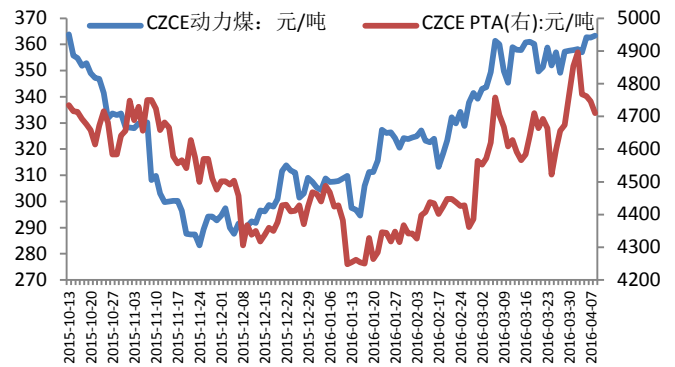
资料来源: 长城证券研究所, 全国农产品批发市场参考价格信息网

图 36: 布油、WTI 原油重回 40 美元上方



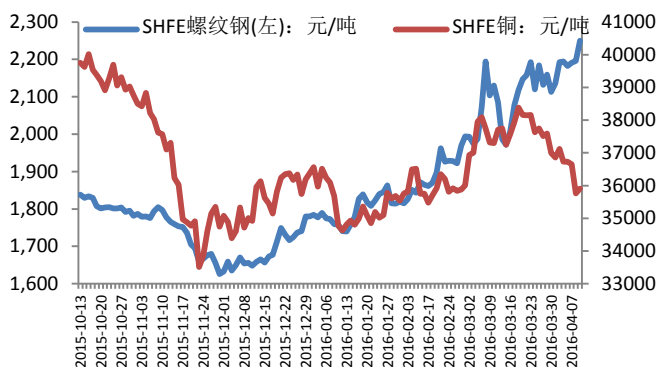
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 37: 动力煤价格达年内新高, PTA 短期回调



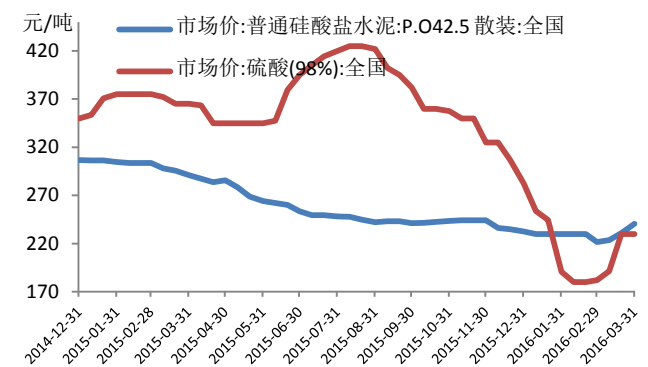
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 38: 钢铁价格再创新高, 铜价持续下跌



资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图 39: 上周水泥价格回升, 硫酸价格持平



资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

## 5. 全球资金流向: 理财产品收益下行, 上证基金定投下降

上周, 银行理财产品的平均预期收益率为 4.07%, 环比减少 3BP。其中, 预期最高收益率在 6.00% 及以上的理财产品共 3 款, 市场占比为 0.36%, 环比下降 0.29%。

上周固定收益类人民币理财产品共发行 763 款。其中, 1 个月以下理财产品 8 款, 平均预期收益率为 3.96%, 环比增加 74BP; 1 个月至 3 个月期理财产品 383 款, 平均预期收益率为 4.08%, 环比下降 1BP; 3 个月至 6 个月期理财产品 224 款, 平均预期收益率为 4.17%, 环比下降 9BP; 6 个月至 12 个月期理财产品 136 款, 平均预期收益率为 4.2%, 环比下降 6BP; 1 年以上期理财产品 12 款, 平均预期收益率为 4.15%, 环比下降 24BP。

表 2: 上周各期限固定收益类人民币理财产品收益率分布

期限	产品数量(款)	占比	平均预期年化收益率
1 个月以下	8	1.05%	3.96%
1-3 个月	383	50.20%	4.08%
3-6 个月	224	29.36%	4.17%
6-12 个月	136	17.82%	4.20%
1 年以上	12	1.57%	4.15%

资料来源: 长城证券研究所, 普益标准

3月共发行7779款银行理财产品，预期平均收益率为4.14%，其中，91款产品预期最高收益率在6.00%及以上，占比1.17%。

3月固定收益类人民币理财产品共发行7205款。其中，1个月以下理财产品76款，平均预期收益率为3.43%，环比下降14BP；1个月至3个月期理财产品3724款，平均预期收益率为4.10%，环比下降10BP；3个月至6个月期理财产品2187款，平均预期收益率为4.21%，环比下降13BP；6个月至1年期理财产品1090款，平均预期收益率为4.30%，环比下降11BP；1年以上期理财产品128款，平均预期收益率为4.27%，环比下降29BP。

表3: 2016年3月各期限固定收益类人民币理财产品收益率分布

期限	产品数量(款)	占比	平均预期年化收益率
1个月以下	76	1.05%	3.43%
1-3个月	3724	51.69%	4.10%
3-6个月	2187	30.35%	4.21%
6-12个月	1090	15.13%	4.30%
1年以上	128	1.78%	4.27%

资料来源: 长城证券研究所, 普益标准

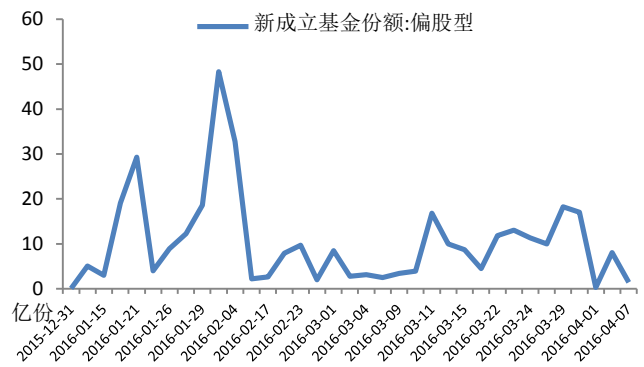
上周(截至4月1日)新增投资者46.68万, 环比下降6.82万。上周新成立偏股型基金份额和上证基金成交额环比明显回落。

图40: 上周新增投资者数量回落



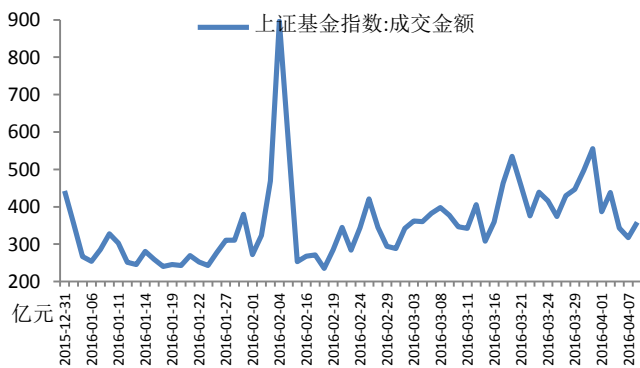
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图41: 上周新成立偏股型基金份额环比下降



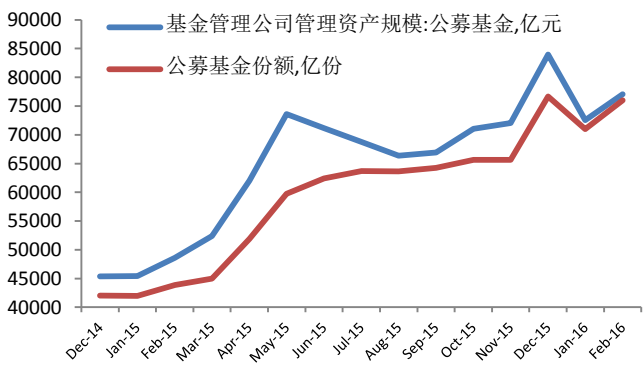
资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图42: 上周上证基金成交额环比下降



资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

图43: 2月公募基金规模、份额略有下降

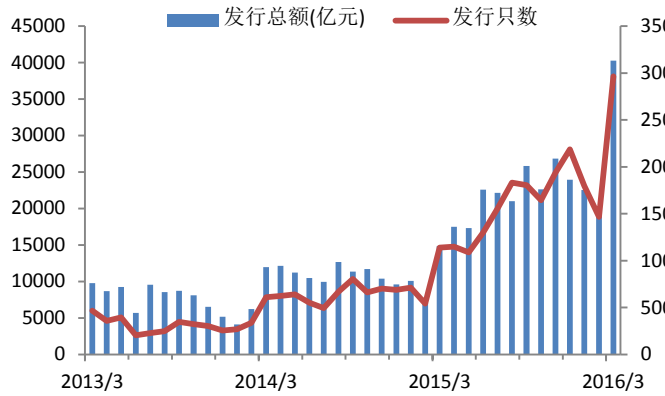


资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

3月新发行债券4.03万亿元, 环比上升107%, 累计同比升157%。同业存单发行12083亿元, 虽然发行规模创新高, 但扣除到期规模后, 托管存量增加3430亿元, 低于2月份

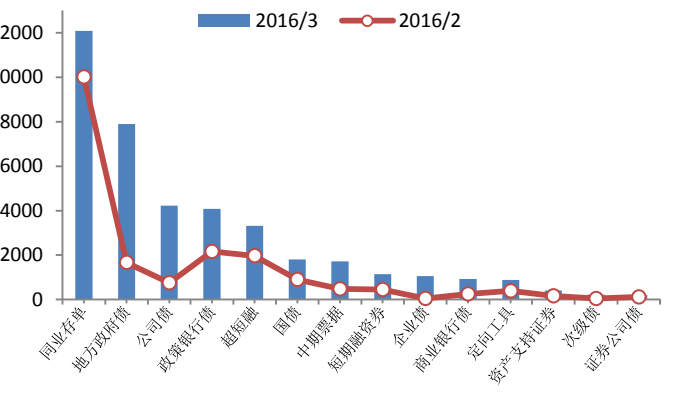
的 5700 亿元。地方政府债发行 7887 亿元，地方债发行节奏加快，供给压力将持续上升。公司债发行 4220 亿元，一般公司债和私募公司债发行规模均大幅增加。企业债发行 1058 亿元，据路透消息，交易商协会近期正在研究放开部分符合条件城建类企业的发债资金用途限制，包括对省会城市的区县平台放开发债募集资金用途，在原有基础上还可用于存量债务置换，以及补充运营资金或其他经营性项目建设。

图 44: 债券发行总规模走势



资料来源: 长城证券研究所

图 45: 分类型债券发行规模环比变化



资料来源: 长城证券研究所

全国行托管规模增加 6315 亿元，仅次于 2015 年 6 月，其中，超过九成均为地方政府债，当月地方政府债发行规模接近 8000 亿元，地方债发行创出历史新高，此外，全国行减持国开债、企业债和短融，而增持同业存单的规模也大幅下降。广义基金托管规模增加 5082 亿元，主要增持企业债、中票和短融，占增持总规模的比例超过 60%，同时增持政策银行债 1153 亿元，但减持同业存单 128 亿元，而此前 6 个月同业存单的平均增持规模为 2201 亿元。城商行托管规模增加 1193 亿元，主要增持利率债，包括政金债、地方政府债以及国债，而对信用债减持相对较多。特殊结算会员增持同业存单 2226 亿元，创出增持纪录，当月占同业存单托管增量的 65%。保险机构增持 439 亿元，绝大部分为短融；农商行增持约 600 亿元，主要为同业存单和政金债，减持国债和企业债；境外机构大幅增持国债 280 亿元，创出单月增持纪录，央行日前决定允许符合条件的境外机构投资者依法合规投资银行间债券市场，并取消额度限制。券商增持债券 693 亿元，近半年来的最高值。

表 4: 机构投资者债券托管存量变化(亿元)

机构类型	国债	国开行	口农行	企业债	中票	短融	商银债	资本工具	同业存单	其他	增量	存量
全国行	29.8	-329.2	159.7	-186.8	-84.9	-169.3	462.6	-5.1	686.6	5751.2	6,315	207,021
基金	155.6	459.5	693.2	852.4	1137.9	1156.3	270.7	182.7	-128.0	301.9	5,082	99,390
城商行	181.7	294.7	419.5	-71.4	-172.5	-107.9	59.4	21.6	83.9	484.0	1,193	35,556
特殊	-41.4	0.0	29.0	0.0	-13.9	-51.6	14.0	0.0	2226.3	747.2	2,910	27,565
保险	-14.0	21.9	55.6	-30.3	-2.0	364.7	-52.0	0.0	-2.0	97.3	439	23,839
农商行	-123.1	133.8	186.6	-139.7	-37.1	-44.0	18.6	13.2	407.1	182.8	598	20,607
交易所	95.1	0.0	0.0	115.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	227.5	438	15,239
信用社	-48.7	252.8	107.0	-10.2	-76.0	-109.1	3.9	6.8	8.5	43.9	179	12,496
境外	279.5	104.0	-93.8	14.8	-29.0	10.7	0.0	0.0	-12.1	15.5	290	5,984
券商	43.7	-16.8	-0.7	131.2	165.1	161.8	28.2	10.5	139.7	30.1	693	5,903
外资行	50.1	64.1	88.2	-0.8	1.8	21.7	0.5	0.0	10.5	-25.3	211	3,862
合计	608.6	990.1	1640.0	676.1	901.8	1242.1	804.2	231.0	3430.3	7853.4	18,378	465,606

资料来源: 长城证券研究所, 其他债券主要为地方政府债、资产支持证券等。

## 6. 附录

**表 5: 短期流动性调节工具 (SLO) 交易**

操作日期	操作方向	期限	交易量	中标利率
2016 年 1 月 20 日	投放流动性	6 天	1500	2.25%
2016 年 1 月 18 日	投放流动性	6 天	550	2.10%
2015 年 8 月 31 日	投放流动性	6 天	1400	2.35%
2015 年 8 月 28 日	投放流动性	7 天	600	2.35%
2015 年 8 月 26 日	投放流动性	6 天	1400	2.30%
2015 年 1 月 21 日	投放流动性	2-6 天	1600	3.66%
2015 年 1 月 19 日	投放流动性	1 天	200	2.63%

资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

**表 6: 中央国库现金管理商业银行定期存款招投标结果**

名称	中标总量	期限	起息日	到期日	中标利率
2016 年一期	800	九个月	2016 年 1 月 19 日	2016 年 10 月 18 日	3.02%
2015 年十期	500	三个月	2015 年 11 月 24 日	2016 年 2 月 23 日	3.20%
2015 年九期	600	六个月	2015 年 9 月 24 日	2016 年 3 月 24 日	3.40%
2015 年八期	600	三个月	2015 年 8 月 28 日	2015 年 11 月 27 日	2.95%
2015 年七期	600	三个月	2015 年 8 月 25 日	2015 年 11 月 24 日	3.00%
2015 年六期	500	三个月	2015 年 7 月 30 日	2015 年 10 月 29 日	3.20%
2015 年五期	500	六个月	2015 年 6 月 16 日	2015 年 12 月 15 日	3.50%
2015 年四期	500	三个月	2015 年 6 月 16 日	2015 年 9 月 15 日	3.40%
2015 年三期	300	九个月	2015 年 3 月 19 日	2015 年 12 月 17 日	5.25%
2015 年二期	500	六个月	2015 年 2 月 27 日	2015 年 8 月 28 日	4.97%
2015 年一期	500	六个月	2015 年 1 月 22 日	2015 年 7 月 23 日	4.68%

资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

**表 7: 其他货币政策工具**

货币政策工具	2016 年 2 月期末余额 (亿元)	2016 年 2 月操作	利率
常备借贷便利 (SLF)	13.4	隔夜, 18.4 亿元	2.75%
		7 天, 14.1 亿元	3.25%
		1 个月, 1.7 亿元	3.60%
中期借贷便利 (MLF)	13313	3 个月, 475 亿元	2.75%
		6 个月, 620 亿元	2.85%, 下调 15 个基点
		1 年, 535 亿元	3.00%, 下调 25 个基点
抵押补充贷款 (PSL)	12602.89	356 亿元	
货币政策工具	2016 年 3 月期末余额 (亿元)	2016 年 3 月操作	利率
常备借贷便利 (SLF)	166.7	隔夜, 96.5 亿元	2.75%
		7 天, 70.2 亿元	3.25%
中期借贷便利 (MLF)	13313	“引而不发”	下调各期限利率 25 个基点
抵押补充贷款 (PSL)	13947.89	1345 亿元	

资料来源: 长城证券研究所, Wind 资讯

**研究员介绍及承诺**

**张新文:** 金融学硕士, 2009 年加入长城证券金融研究所, 2006-2008 年曾任职于天相投资金融创新部。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 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他人作出邀请。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。在任何情况下, 本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liiss@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>