

非对称降息+2.40%，债市谁在追涨与止盈？

——债市技术面周报（2月第4周）

报告日期：2024-2-24

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：杨佩霖

执业证书号：S0010523070002

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

本周综述：

● 节后非对称降息超预期，债市谁在追涨、谁在止盈？

本周 5YLPR 下调 25bp 超预期，随后多家中小银行宣布补降存款利率，周内长短端收益率持续下行，短端下行 16bp 至 1.77%，长端下行 3bp 至 2.40%，曲线开始走陡。

在此行情下，从周度数据而言债市止盈机构并不多：本周债市 12 类机构中，9 类净买入，而净卖出的 3 类机构中包含城商行、股份行以及券商（券商虽整体净卖出，但主要由于其抛售同业存单 646 亿元所致），因此在利率下行的环境下，债市非银机构+大行+农商行延续增配，有以下三点值得关注：

第一，外资虽整体增配，但本周其抛售国债力度达 5 个月内最大。9 月以来，其他（含境外机构）在汇率等因素影响下持续净买入利率债，而本周其虽净买入 311 亿元债券，但主要增量为存单（393 亿元），抛售国债 211 亿元，力度为近 5 个月内最大。

第二，本周大行、农商行与非银机构操作同向，推动债市行情演绎至“极致”。通常而言农商行与基金互为对手方，但本周两者同向操作，分别增配利率债 655 亿元、396 亿元，此外大行延续增配（国债 284 亿元，政金债 104 亿元），该现象部分解释了机构行为视角下利率演绎至“极致”的原因，而我们提示在利率呈现下行的大环境与惯性下，行情的脆弱性也将因此增加，详见《历史上债券行情反转的十大指标》。

第三，进一步从日度数据来看，多头似乎并不“坚定”。首先，在 2 月 23 日利率下行突破 2.40% 时，农商行单日净卖出 205 与 130 亿元国债与政金债，小波段赚取了部分资本利得（含 10Y 与 30Y 超长债）；其次，基金等非银机构的追涨更多体现在中短期利率债上，本周其净买入 5Y 期限以下债券 1157 亿元（总净买入为 1207 亿元），说明其拉长期意愿边际减弱（上周增配 176 亿元 30Y 以上债券）。

结合以上三点，我们认为在当前 10Y 国债利率突破 2.40% 的惯性下，债市不空，但利多因素已摆在台面，且行情脆弱性出现边际增加的可能。

● 降息后资金面整体维持宽松

从资金面看，本周央行净回笼 7550 亿元，银行间债市资金面整体维持平稳：

第一，杠杆率上升，久期有所下降。本周杠杆率升至 108.70%，较节前周五（2 月 9 日）上升 0.33pct；久期小幅下降，周五中长期债券型基金久期中位数（去杠杆）降至 2.01 年，较节前周五下降 0.01 年。

第二，资金利率下行。本周五 DR001 与 DR007 分别为 1.74%、1.84%，较上周五下行，位于 2020 年以来的 55%和 31%分位点。

第三，银行系资净融出先升后降，中小行周内整体净融入。2 月 23 日大行资金融出降至 4.88 万亿元，银行系净融出升至 4.35 万亿元，同时，中小行周均净融入 0.56 万亿元。

● **风险提示：**

流动性风险，数据统计与提取产生的误差。

正文目录

1	杠杆率	5
1.1	杠杆率：升至 108.70%	5
1.2	流动性：本周质押式回购日均成交额 6.3 万亿元，日均隔夜占比 88.01%	6
1.3	资金面：银行系资金融出先升后降	7
2	久期	9
2.1	久期中位数（去杠杆）降至 2.01 年	9
3	收益曲线与期限利差	10
3.1	收益曲线：国债、国开债收益率整体下行	10
3.2	期限利差：息差升降互现	11
3.3	中美利差：利差倒挂加剧	12
3.4	隐含税率：整体下行	12
4	现券交易	13
4.1	本周现券交易跟踪：存单交易活跃	13
4.2	分券种：成交量普遍上涨	13
4.3	分机构：股份行大幅减持存单	15
5	风险提示：	19

图表目录

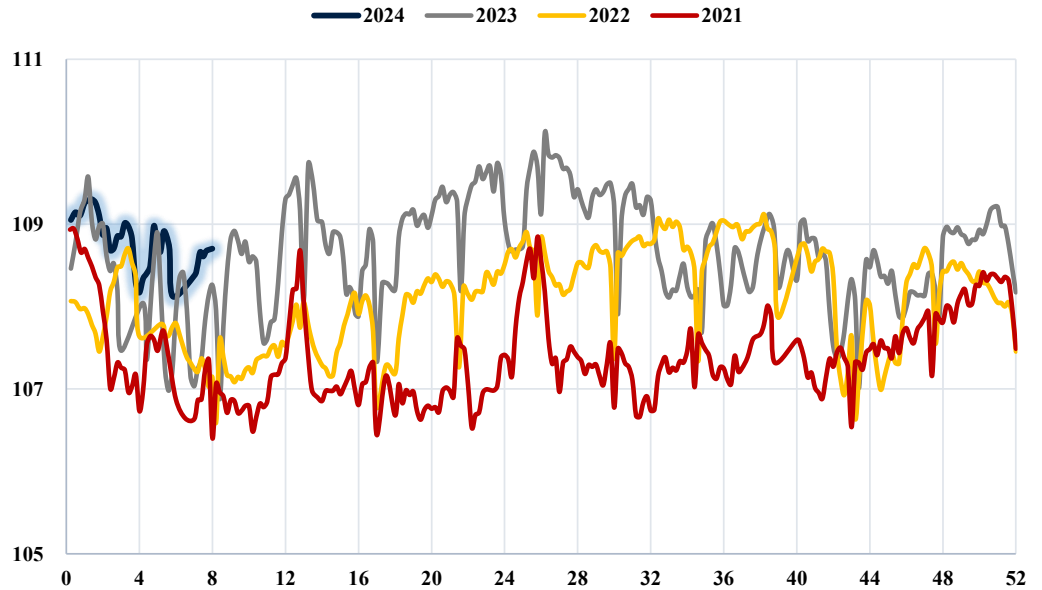
图表 1 银行间债市杠杆率 (单位: %, 周)	5
图表 2 银行间质押式回购余额 (单位: 万亿元, 周)	5
图表 3 银行间质押式回购成交额 (单位: 亿元, 交易日)	6
图表 4 银行间隔夜质押式回购金额占比 (单位: %, 交易日)	7
图表 5 2024 年 1 月以来分机构资金融出余额 (单位: 万亿元)	8
图表 6 2024 年 1 月以来分机构单日出钱量 (单位: 万亿元)	9
图表 7 10Y 国债收益率与中长期债券型基金久期不同口径测算值 (单位: 年, %)	10
图表 8 近 4 周国债国开债收益率 (单位: BP, %)	11
图表 9 近 4 周国债国开债期限利差 (单位: BP, %)	12
图表 10 近 4 周中美国债期限利差 (单位: BP, %)	12
图表 11 近 4 周国债国开债隐含税率 (单位: BP, %)	13
图表 12 2 月 18 日至 2 月 23 日各机构现券买卖情况 (单位: 亿元)	13
图表 13 利率债分机构成交 (单位: 亿元)	14
图表 14 信用债分机构成交 (单位: 亿元)	14
图表 15 同业存单分机构成交 (单位: 亿元)	15
图表 16 大行分券种成交 (单位: 亿元)	16
图表 17 股份行分券种成交 (单位: 亿元)	16
图表 18 基金公司分券种成交 (单位: 亿元)	17
图表 19 证券公司分券种成交 (单位: 亿元)	17
图表 20 保险机构分券种成交 (单位: 亿元)	18
图表 21 农村金融机构分券种成交 (单位: 亿元)	18
图表 22 理财分券种成交 (单位: 亿元)	19

1 杠杆率

1.1 杠杆率：升至 108.70%

2月18日-2月23日,杠杆率周内先升后降。截至2月23日,杠杆率约为108.70%,较上上周五(2月9日)上升0.33pct,较上周日(2月18日)上升0.23pct。

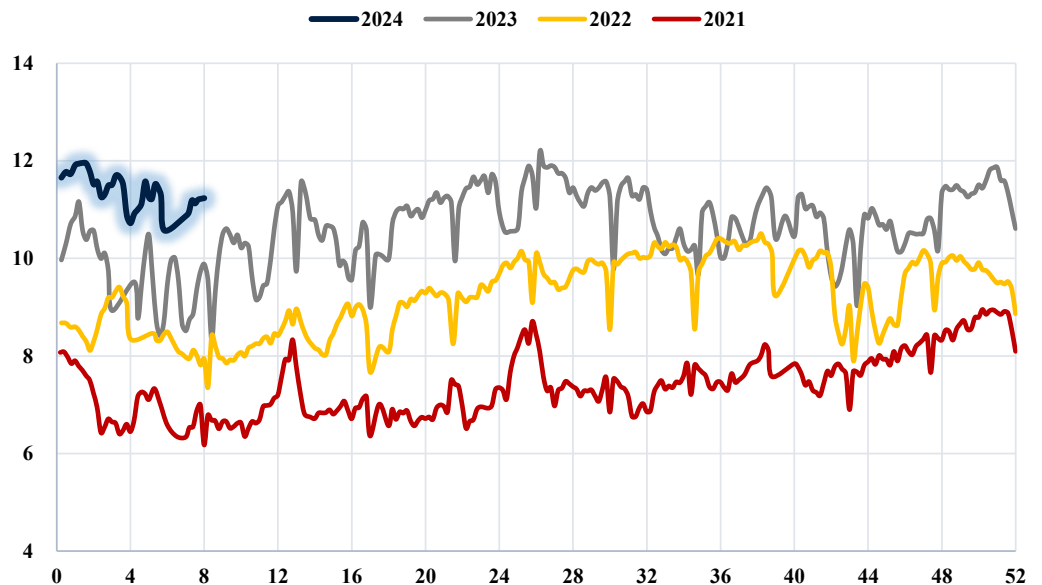
图表 1 银行间债市杠杆率 (单位: %, 周)



资料来源: CFETS, 华安证券研究所

2月23日,银行间质押式回购余额约为11.23万亿元,较上上周五上升0.36万亿元,较上周日上升0.29万亿元。

图表 2 银行间质押式回购余额 (单位: 万亿元, 周)

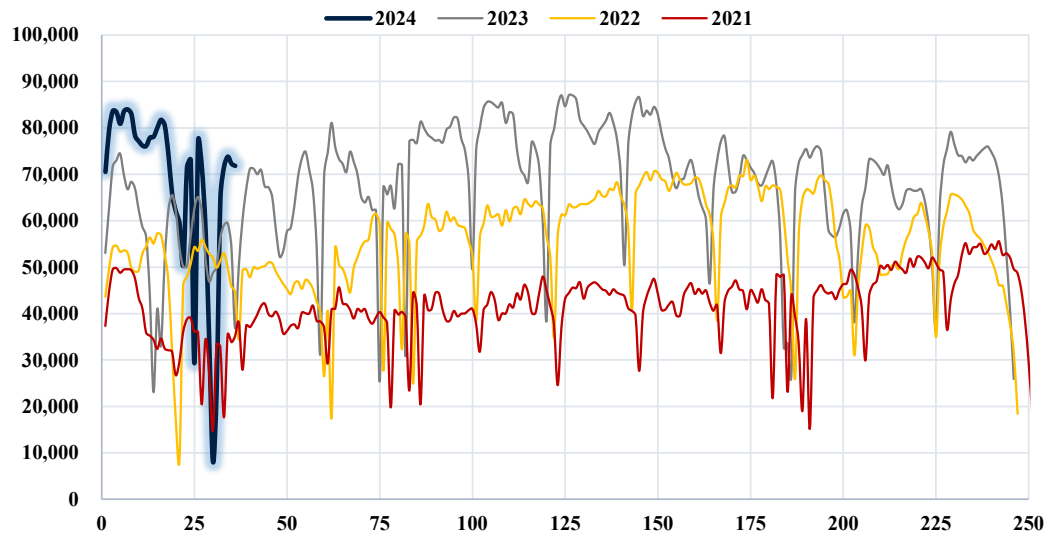


资料来源：CFETS，华安证券研究所

1.2 流动性：本周质押式回购日均成交额 6.3 万亿元，日均隔夜占比 88.01%

日均回购成交额较上周上升，2月23日质押式回购成交额为7.2万亿元。2月18日至2月23日，质押式回购日均成交额约为6.3万亿元，较上周上升1.7万亿元；周五质押式回购成交额约7.18万亿元，较上上周五上升6.37万亿元，较上周日上升4.77万亿元。

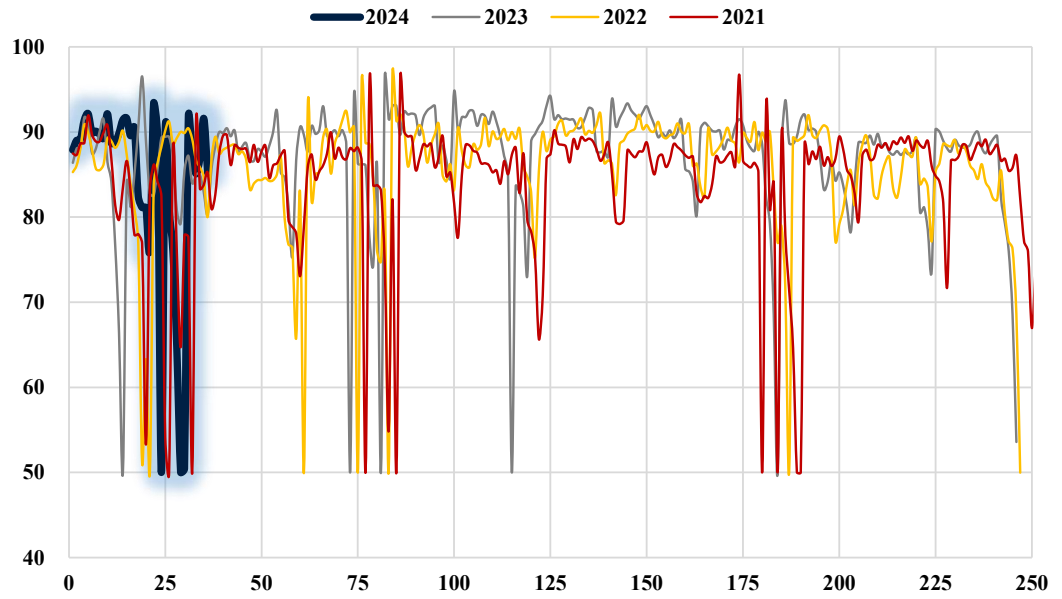
图表3 银行间质押式回购成交额（单位：亿元，交易日）



资料来源：CFETS，华安证券研究所

2月18日-2月23日，隔夜质押式回购成交额均值为5.5万亿元，环比下降2.3万亿元。隔夜成交占比均值为88.01%，环比下降25.21pct。

图表 4 银行间隔夜质押式回购金额占比（单位：% ，交易日）



资料来源：CFETS，华安证券研究所，注释：低于 50%以 50%代替

1.3 资金面：银行系资金融出先升后降

2月18日至2月23日，银行系资金融出先升后降。大行与政策行2月23日资金降至4.88万亿元；股份行与城农商行资金周均净融入0.56万亿元，周五净融入降至0.52万亿元。银行系净融出升至4.35万亿元。

主要资金融入方为基金，券商净融入先升后降。2月23日券商净融入为1.64万亿元，基金净融入升至2.18万亿元。

2月18日至2月23日，银行单日出钱量先升后降。2月23日，大行单日出钱量升至3.82万亿元，中小行单日融入发生额降至0.31万亿元。

图表 5 2024 年 1 月以来分机构资金融出余额 (单位: 万亿元)

日期	分机构净融入余额							
	主要资金融出机构				主要资金融入机构			
	银行合计	政策行+大行	股份行+城农商行	货基	基金	券商	保险	理财
2024-2-23	-4.35	-4.88	0.52	-1.26	2.18	1.64	0.60	-0.02
2024-2-22	-4.37	-5.03	0.66	-1.28	2.17	1.65	0.59	0.05
2024-2-21	-4.45	-4.96	0.51	-1.27	2.20	1.68	0.60	0.05
2024-2-20	-4.40	-4.83	0.44	-1.32	2.18	1.67	0.61	0.03
2024-2-19	-4.41	-4.80	0.39	-1.28	2.16	1.65	0.61	0.05
2024-2-18	-3.86	-4.70	0.84	-1.61	2.11	1.65	0.63	-0.03
2024-2-9	-3.75	-4.95	1.20	-1.61	2.11	1.64	0.64	-0.14
2024-2-8	-3.84	-4.67	0.83	-1.61	2.11	1.64	0.65	-0.07
2024-2-7	-4.45	-4.79	0.34	-1.39	2.19	1.65	0.68	0.12
2024-2-6	-4.77	-5.08	0.32	-1.26	2.24	1.70	0.64	0.21
2024-2-5	-4.92	-5.05	0.13	-1.05	2.25	1.66	0.62	0.24
2024-2-4	-4.80	-4.78	-0.03	-1.06	2.24	1.61	0.55	0.26
2024-2-2	-4.82	-4.80	-0.02	-1.06	2.24	1.61	0.53	0.28
2024-2-1	-5.24	-4.99	-0.25	-0.83	2.30	1.64	0.53	0.40
2024-1-31	-5.26	-5.20	-0.06	-0.78	2.29	1.67	0.48	0.40
2024-1-30	-5.05	-4.77	-0.28	-0.87	2.23	1.67	0.47	0.34
2024-1-29	-4.88	-4.81	-0.08	-0.93	2.19	1.66	0.47	0.28
2024-1-26	-4.61	-4.65	0.04	-1.00	2.17	1.65	0.43	0.18
2024-1-25	-4.59	-4.78	0.19	-0.97	2.19	1.65	0.45	0.16
2024-1-24	-4.77	-5.04	0.28	-0.88	2.19	1.63	0.46	0.19
2024-1-23	-5.00	-5.15	0.15	-0.83	2.24	1.70	0.43	0.24
2024-1-22	-4.93	-5.34	0.42	-0.81	2.20	1.70	0.43	0.22
2024-1-19	-4.88	-5.19	0.32	-0.79	2.16	1.65	0.45	0.20
2024-1-18	-4.96	-5.16	0.21	-0.81	2.17	1.67	0.47	0.25
2024-1-17	-4.70	-4.97	0.27	-0.91	2.14	1.66	0.46	0.21
2024-1-16	-4.54	-5.04	0.50	-0.93	2.13	1.64	0.46	0.17
2024-1-15	-4.82	-5.12	0.29	-0.85	2.12	1.70	0.48	0.20
2024-1-12	-4.92	-5.02	0.11	-0.86	2.14	1.72	0.48	0.22
2024-1-11	-5.15	-5.09	-0.05	-0.73	2.18	1.69	0.49	0.30
2024-1-10	-5.36	-5.10	-0.26	-0.68	2.24	1.70	0.48	0.37
2024-1-9	-5.33	-5.19	-0.14	-0.65	2.20	1.65	0.48	0.41
2024-1-8	-5.16	-5.25	0.09	-0.73	2.19	1.63	0.50	0.39
2024-1-5	-5.23	-5.30	0.08	-0.73	2.16	1.63	0.50	0.44
2024-1-4	-5.27	-5.03	-0.24	-0.66	2.17	1.57	0.54	0.49
2024-1-3	-5.51	-5.00	-0.51	-0.58	2.20	1.59	0.57	0.56
2024-1-2	-5.42	-4.92	-0.49	-0.60	2.18	1.59	0.60	0.53

资料来源: CFETS, 华安证券研究所

图表 6 2024 年 1 月以来分机构单日出钱量 (单位: 万亿元)

日期	分机构单日出钱量							
	银行合计	政策行+大行	中小行	货基	基金	券商	保险	理财
2024-2-23	-3.51	-3.82	0.31	0.18	1.64	1.09	0.21	0.00
2024-2-22	-3.62	-3.91	0.30	0.14	1.67	1.12	0.22	0.06
2024-2-21	-3.67	-3.86	0.19	-0.01	1.79	1.19	0.22	0.04
2024-2-20	-3.43	-3.75	0.32	-0.05	1.64	1.16	0.19	0.04
2024-2-19	-3.05	-3.46	0.40	0.11	1.35	0.99	0.16	0.07
2024-2-18	-0.42	-1.61	1.19	0.00	0.00	0.08	0.13	0.13
2024-2-9	-0.01	-0.62	0.61	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2024-2-8	-1.39	-2.17	0.77	0.16	0.60	0.40	0.08	0.02
2024-2-7	-2.68	-3.12	0.44	0.12	1.15	0.69	0.20	0.18
2024-2-6	-3.51	-4.01	0.50	0.11	1.56	0.94	0.25	0.19
2024-2-5	-3.92	-4.23	0.32	0.27	1.80	1.07	0.23	0.11
2024-2-4	-0.59	-2.10	1.51	0.00	0.01	0.03	0.22	0.24
2024-2-2	-3.72	-3.97	0.24	0.30	1.66	0.99	0.20	0.13
2024-2-1	-3.79	-3.76	-0.04	0.43	1.55	0.91	0.21	0.28
2024-1-31	-2.74	-2.95	0.21	0.51	0.99	0.59	0.12	0.26
2024-1-30	-3.09	-2.92	-0.17	0.33	1.21	0.74	0.15	0.25
2024-1-29	-3.21	-3.27	0.06	0.32	1.32	0.82	0.17	0.19
2024-1-26	-3.34	-3.48	0.14	0.27	1.52	0.96	0.14	0.08
2024-1-25	-3.74	-4.07	0.33	0.21	1.76	1.12	0.20	0.11
2024-1-24	-3.95	-4.28	0.33	0.27	1.78	1.12	0.22	0.16
2024-1-23	-4.17	-4.34	0.17	0.31	1.80	1.17	0.19	0.23
2024-1-22	-4.05	-4.46	0.41	0.39	1.72	1.16	0.18	0.18
2024-1-19	-3.98	-4.30	0.32	0.42	1.67	1.09	0.20	0.16
2024-1-18	-4.04	-4.24	0.21	0.35	1.68	1.09	0.22	0.22
2024-1-17	-3.81	-4.07	0.26	0.21	1.66	1.09	0.23	0.18
2024-1-16	-3.64	-4.17	0.54	0.18	1.67	1.08	0.21	0.14
2024-1-15	-3.86	-4.23	0.38	0.38	1.62	1.11	0.22	0.13
2024-1-12	-4.00	-4.20	0.20	0.34	1.69	1.17	0.23	0.12
2024-1-11	-4.31	-4.34	0.03	0.42	1.77	1.18	0.25	0.21
2024-1-10	-4.53	-4.29	-0.24	0.45	1.82	1.22	0.24	0.28
2024-1-9	-4.48	-4.37	-0.11	0.47	1.79	1.16	0.22	0.32
2024-1-8	-4.22	-4.44	0.21	0.52	1.71	1.13	0.21	0.25
2024-1-5	-4.37	-4.61	0.24	0.47	1.72	1.20	0.21	0.27
2024-1-4	-4.49	-4.33	-0.15	0.42	1.80	1.17	0.26	0.34
2024-1-3	-4.53	-3.94	-0.59	0.48	1.75	1.15	0.25	0.37
2024-1-2	-3.93	-3.22	-0.71	0.38	1.51	1.03	0.23	0.31

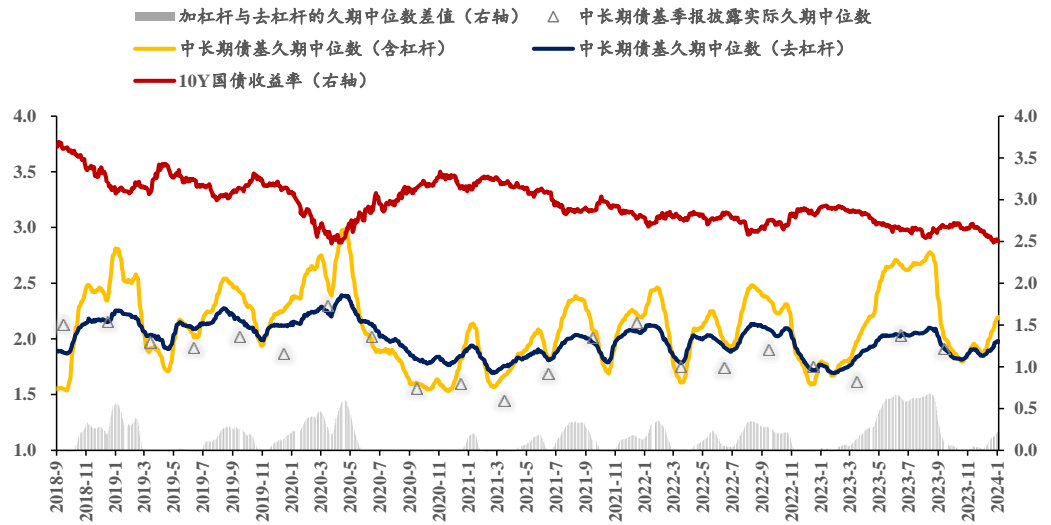
资料来源: CFETS, 华安证券研究所

2 久期

2.1 久期中位数 (去杠杆) 降至 2.01 年

本周 (2 月 18 日-2 月 23 日), 中长期债券型基金久期中位数测算值为 2.01 年 (去杠杆)、2.35 年 (含杠杆)。周五久期中位数 (去杠杆) 降至 2.01 年, 较上上周五下降 0.01 年; 久期中位数 (含杠杆) 升至 2.35 年, 较上周五上升 0.02 年。

图表 7 10Y 国债收益率与中长期债券型基金久期不同口径测算值 (单位: 年, %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

注: 样本剔除定开类与摊余成本发估值基金, 及部分与转债指数相关性较大的基金, 共 715 支。

3 收益曲线与期限利差

3.1 收益曲线: 国债、国开债收益率整体下行

国债: 短端收益率下行 16bp, 3Y 收益率下行 7bp, 5Y 收益率下行 4bp, 10Y 收益率下行 3bp, 30Y 收益率下行 7bp。分位点方面, 短端降至 9%分位点, 3Y 降至 5%分位点。

国开债: 短端收益率下行 17bp, 3Y 收益率下行 12bp, 5Y 收益率下行 9bp, 10Y 收益率下行 5bp, 30Y 收益率下行 3bp。分位点方面, 短端降至 9%分位点, 3Y 降至 3%分位点。

图表 8 近 4 周国债国开债收益率 (单位: bp, %)

国债	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
1月26日收益率	2.02	2.24	2.34	2.48	2.50	2.58	2.73
2月2日收益率	1.89	2.19	2.28	2.41	2.42	2.51	2.64
2月9日收益率	1.93	2.19	2.29	2.43	2.43	2.51	2.65
2月23日收益率	1.77	2.12	2.25	2.38	2.40	2.47	2.58
1月26日分位点	32%	12%	6%	3%	2%	2%	2%
2月2日分位点	18%	6%	4%	1%	1%	1%	1%
2月9日分位点	22%	6%	5%	2%	1%	1%	1%
2月23日分位点	9%	5%	4%	1%	0%	0%	0%
国开债	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
1月26日收益率	2.18	2.36	2.48	2.65	2.65	2.76	2.81
2月2日收益率	2.10	2.32	2.40	2.59	2.59	2.69	2.72
2月9日收益率	2.05	2.33	2.44	2.59	2.61	2.70	2.71
2月23日收益率	1.88	2.21	2.35	2.54	2.56	2.66	2.68
1月26日分位点	34%	12%	6%	2%	3%	2%	2%
2月2日分位点	29%	7%	3%	1%	1%	1%	1%
2月9日分位点	21%	8%	4%	1%	1%	1%	1%
2月23日分位点	9%	3%	2%	0%	0%	0%	0%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

3.2 期限利差: 息差升降互现

国债: 1Y-DR001 息差下行 4bp, 1Y-DR007 息差下行 15bp; 3Y-1Y 上行 9bp, 5Y-3Y 上行 3bp, 10Y-7Y 上行 2bp, 30Y-15Y 下行 3bp, 其余期限利差波动在 1bp 以内。分位点方面, 本周 1Y-DR001 降至 9%分位点, 1Y-DR007 降至 14%分位点, 超长端利差(15Y-10Y/30Y-15Y)下行 2%/下行 3%。

国开债: 1Y-DR001 息差下行 6bp, 1Y-DR007 息差下行 16bp; 3Y-1Y 上行 5bp, 5Y-3Y 上行 2bp, 7Y-5Y 上行 4bp, 其余期限利差波动在 1bp 以内。分位点方面, 本周 1Y-DR001 降至 7%分位点, 1Y-DR007 降至 13%分位点, 超长端利差(15Y-10Y/30Y-15Y)均上行 1%。

图表 9 近 4 周国债国开债期限利差 (单位: bp, %)

国债	1Y-DR001	1Y-DR007	3Y-1Y	5Y-3Y	7Y-5Y	10Y-7Y	15Y-10Y	30Y-15Y
1月26日利差	21	7	22	11	14	2	8	15
2月2日利差	17	5	30	9	13	1	8	13
2月9日利差	7	8	26	10	14	0	8	14
2月23日利差	3	-7	35	13	13	2	7	11
1月26日分位点	22%	33%	15%	11%	18%	62%	3%	6%
2月2日分位点	18%	28%	43%	6%	12%	59%	3%	1%
2月9日分位点	12%	33%	28%	9%	20%	38%	2%	3%
2月23日分位点	9%	14%	62%	19%	12%	70%	0%	0%
国开债	1Y-DR001	1Y-DR007	3Y-1Y	5Y-3Y	7Y-5Y	10Y-7Y	15Y-10Y	30Y-15Y
1月26日利差	37	23	18	12	17	0	11	7
2月2日利差	38	26	22	8	19	0	10	3
2月9日利差	20	20	28	11	15	2	10	1
2月23日利差	14	4	33	13	19	2	10	2
1月26日分位点	24%	31%	7%	12%	28%	37%	2%	2%
2月2日分位点	26%	37%	11%	1%	43%	35%	1%	1%
2月9日分位点	11%	27%	19%	7%	18%	55%	0%	0%
2月23日分位点	7%	13%	30%	20%	42%	56%	1%	1%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

3.3 中美利差: 利差倒挂加剧

从美国国债的利差情况来看, 本周倒挂现象加剧, 1Y 下行 30bp, 2Y 下行 26bp, 3Y 下行 27bp, 5Y 下行 18bp, 7Y 下行 16bp, 10Y 下行 12bp, 30Y 下行 7bp; 从分位点来看, 1Y/2Y/3Y/5Y/7Y/10Y/30Y 分别为 9%/9%/6%/4%/3%/3%/3%分位点。

图表 10 近 4 周中美国债期限利差 (单位: bp, %)

国债: 中国-美国	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y
1月26日利差	-276	-215	-191	-170	-162	-165	-165
2月2日利差	-292	-222	-195	-171	-161	-161	-158
2月9日利差	-293	-233	-206	-185	-174	-174	-172
2月23日利差	-323	-259	-233	-203	-190	-186	-179
1月26日分位点	18%	19%	17%	13%	9%	7%	5%
2月2日分位点	15%	16%	16%	12%	9%	8%	6%
2月9日分位点	14%	14%	13%	8%	6%	5%	3%
2月23日分位点	9%	9%	6%	4%	3%	3%	3%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

3.4 隐含税率: 整体下行

截至 2 月 23 日, 隐含税率 1Y 下行 2bp, 3Y 下行 5bp, 5Y 下行 5bp, 10Y 下行 2bp, 30Y 上行 4bp, 其余期限隐含税率波动在 1bp 以内。从分位点看, 短端 (1Y/3Y/5Y) 分别变动至 38%/9%/13%分位点。

图 11 近 4 周国债国开债隐含税率 (单位: bp, %)

国债-国开	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	30Y
1月26日隐含税率	16	12	14	16	15	18	7
2月2日隐含税率	21	13	12	18	16	19	8
2月9日隐含税率	13	14	15	16	17	19	6
2月23日隐含税率	11	9	10	15	15	19	10
1月26日分位点	64%	18%	26%	23%	21%	9%	7%
2月2日分位点	85%	23%	20%	31%	29%	14%	12%
2月9日分位点	47%	26%	30%	21%	34%	18%	3%
2月23日分位点	38%	9%	13%	19%	23%	16%	17%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

4 现券交易

4.1 本周现券交易跟踪: 存单交易活跃

2月18日至2月23日, 现券交易主力买盘来自农商行、基金, 农商行净买入1286亿元, 主要配置券种为存单和国债, 基金净买入1207亿元, 主要配置券种为政金债、短融/超短; 主力卖盘来自股份行, 净卖出2872亿元, 主要卖出存单、国债和短融/超短; 12类机构中9类净买入。

图 12 2月18日至2月23日各机构现券买卖情况 (单位: 亿元)

银行间现券交易跟踪 20240218-20240223										
分机构、分券种现券净买入 (单位: 亿元, 下同)										
机构分类	国债	政金债	地方债	中期票据	短期/超短	企业债	同业存单	ABS	其他	合计
大行及政策性银行	282	104	(119)	3	(109)	(0)	281	0	(81)	361
股份制商业银行	(472)	(260)	(278)	(146)	(495)	(5)	(970)	(1)	(246)	(2872)
城市商业银行	(318)	(572)	0	(38)	(229)	(3)	(697)	0	(109)	(1965)
外资银行	110	(67)	(7)	(0)	2	0	26	0	(5)	59
农村金融机构	501	(104)	259	(6)	3	(7)	612	0	29	1286
证券公司	39	(35)	(34)	(64)	1	(7)	(646)	0	(0)	(747)
保险公司	(86)	30	145	(4)	(0)	(1)	80	0	(36)	128
理财类产品	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
理财子公司及理财类	(3)	177	0	(8)	187	1	238	1	15	607
其他产品类	51	88	10	72	113	14	178	0	163	688
货币市场基金	1	272	0	23	229	(2)	356	0	57	936
基金公司及产品	108	274	14	159	296	10	149	0	197	1207
其他	(213)	94	8	11	1	(0)	393	0	16	311
分机构、分期限现券净买入										
机构分类	1年及以下	1-3年	3-5年	5-7年	7-10年	10-15年	15-20年	20-30年	30年以上	合计
大行及政策性银行	670	(168)	(1)	(72)	(74)	19	(5)	(8)	0	361
股份制商业银行	(1820)	(264)	(214)	(103)	(394)	(0)	(17)	(56)	(5)	(2872)
城市商业银行	(1228)	(350)	(200)	(5)	(132)	(17)	17	(51)	0	(1965)
外资银行	(115)	135	24	(1)	20	(0)	0	(3)	1	59
农村金融机构	1036	(29)	(26)	33	217	13	10	41	(9)	1286
证券公司	(738)	(185)	22	48	161	(23)	(6)	(11)	(15)	(747)
保险公司	58	13	2	(8)	44	9	2	48	(39)	128
理财类产品	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
理财子公司及理财类	570	16	19	3	43	(0)	(1)	(2)	(41)	607
其他产品类	326	76	65	46	103	6	5	4	57	688
货币市场基金	882	54	0	0	0	0	0	0	0	936
基金公司及产品	397	476	283	43	(46)	(5)	(6)	17	49	1207
其他	(37)	227	26	14	60	(1)	0	21	1	311
国债现券净买入										

资料来源: CFETS, 华安证券研究所

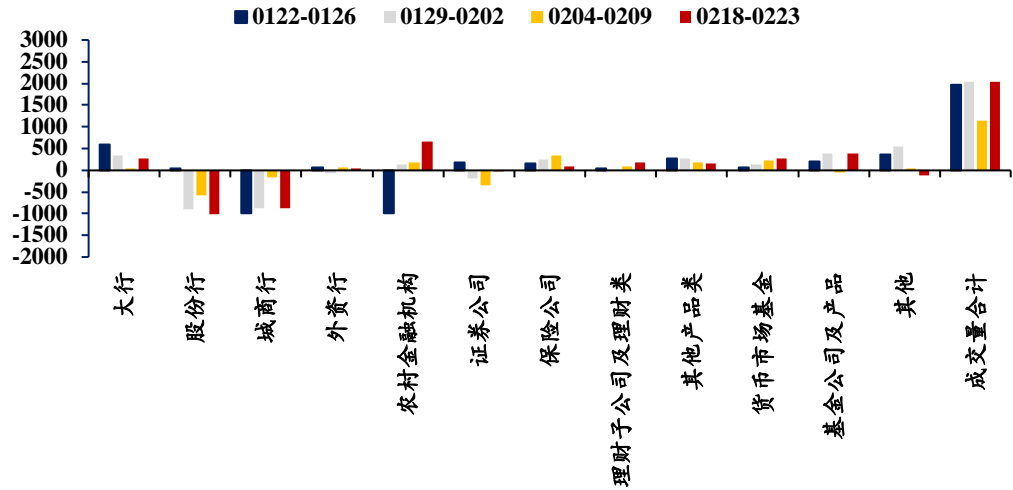
4.2 分券种: 成交量普遍上涨

2月18日至2月23日, 利率债整体成交2038亿元, 成交量环比上升891亿元。分

机构来看：

- 股份行、城商行大幅减持；外资行、保险净买入减少。
- 大行、农商行、理财、货基增持；券商净卖出减少，基金由负转正增配。

图表 13 利率债分机构成交（单位：亿元）

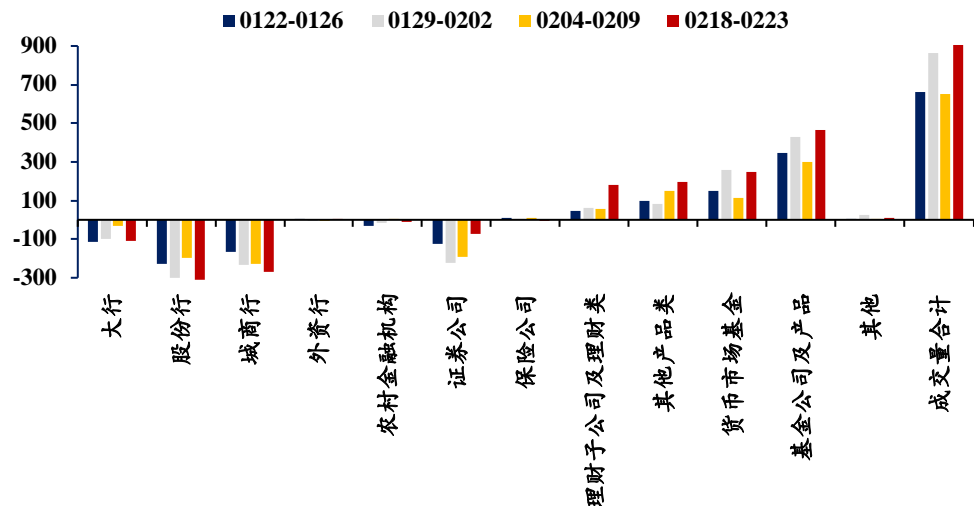


资料来源：CFETS，华安证券研究所

信用债整体成交量 1107 亿元，成交量环比上升 459 亿元。分机构来看：

- 外资行由负转正增持；券商净卖出减少；理财、基金、货基增加净买入。
- 大行、股份行、城商行增加净卖出；农商行、保险由正转负减持。

图表 14 信用债分机构成交（单位：亿元）



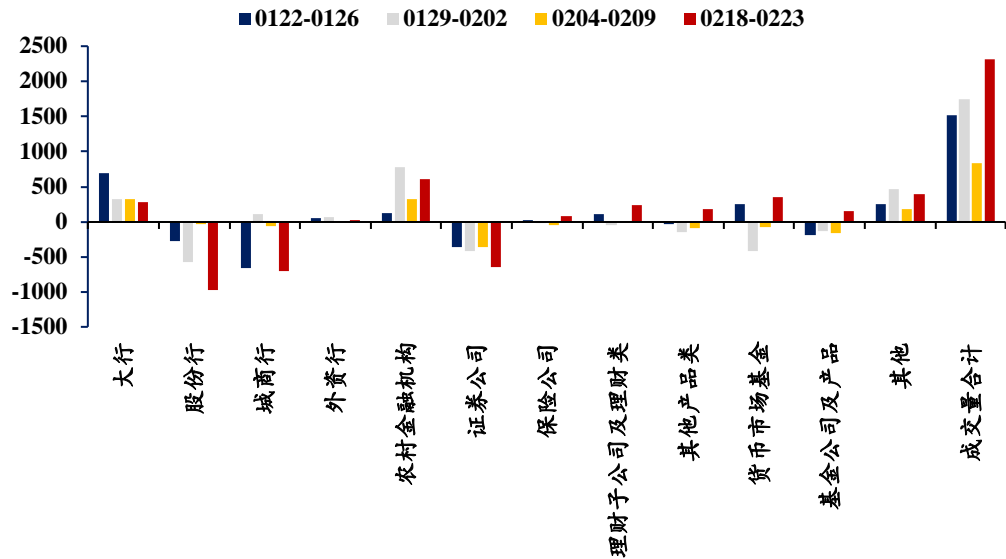
资料来源：CFETS，华安证券研究所

同业存单成交量 2313 亿元，环比增加 1479 亿元。分机构来看：

- 大行减少净买入；股份行、城商行和券商增加净卖出。

- 外资行、农商行和理财增加净买入；保险、货基和基金由负转正增持。

图表 15 同业存单分机构成交（单位：亿元）

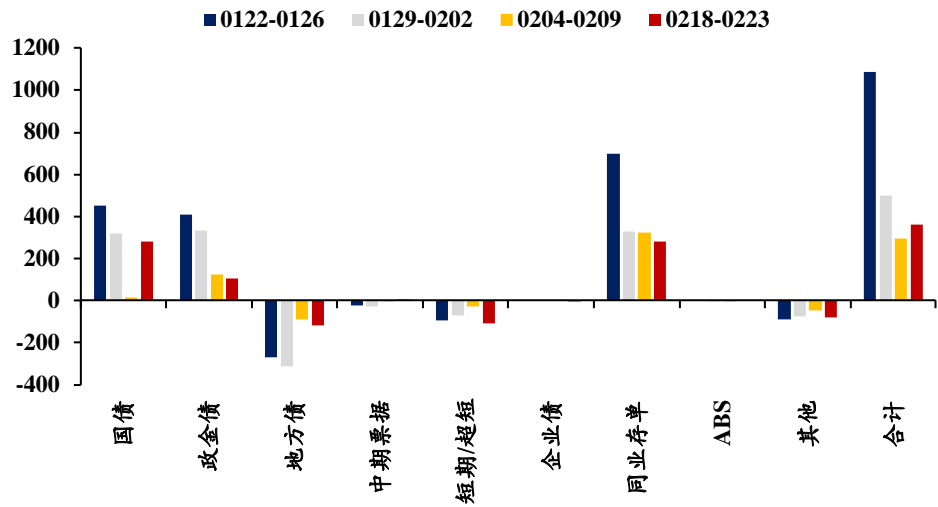


资料来源：CFETS，华安证券研究所

4.3 分机构：股份行大幅减持存单

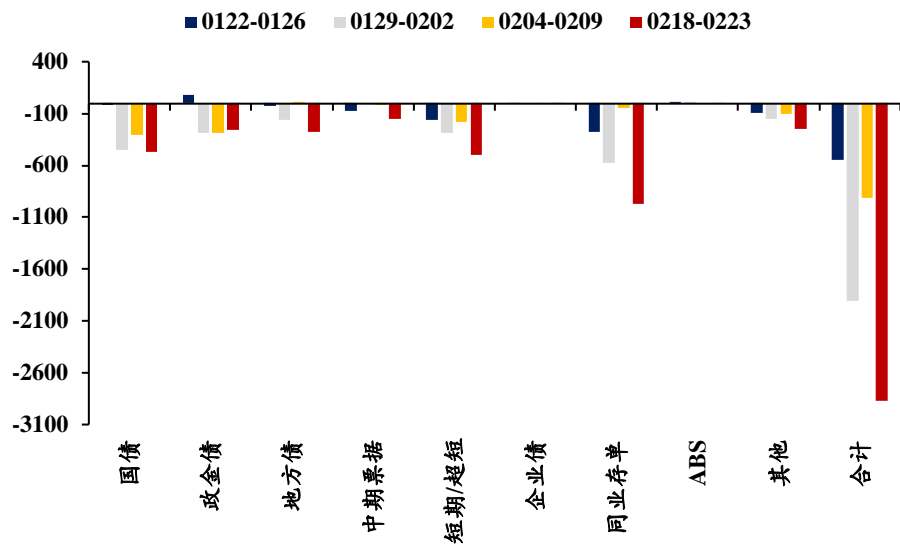
本周大行增配国债，政金债、存单净买入减少，地方债、短融/超短、企业债净卖出增加；股份行由正转负减持地方债，增加国债、信用债、存单净卖出，政金债净卖出减少；基金由负转正增持政金债、存单，增配国债、信用债，减少地方债净买入；券商由负转正增持国债、短融/超短，由正转负减持政金债、企业债，减少地方债、中票净卖出，增加存单净卖出；保险由负转正增持存单，由正转负减持国债、中票，政金债、地方债净买入减少，企业债、短融/超短净卖出减少；农商行由正转负减持中票，增配国债、地方债、存单，政金债净卖出减少，企业债净卖出增加，短融/超短净买入减少；理财由正转负减持中票，由负转正增持企业债，增配政金债、短融/超短、存单，国债净卖出减少，地方债净买入减少。

图表 16 大行分券种成交 (单位: 亿元)



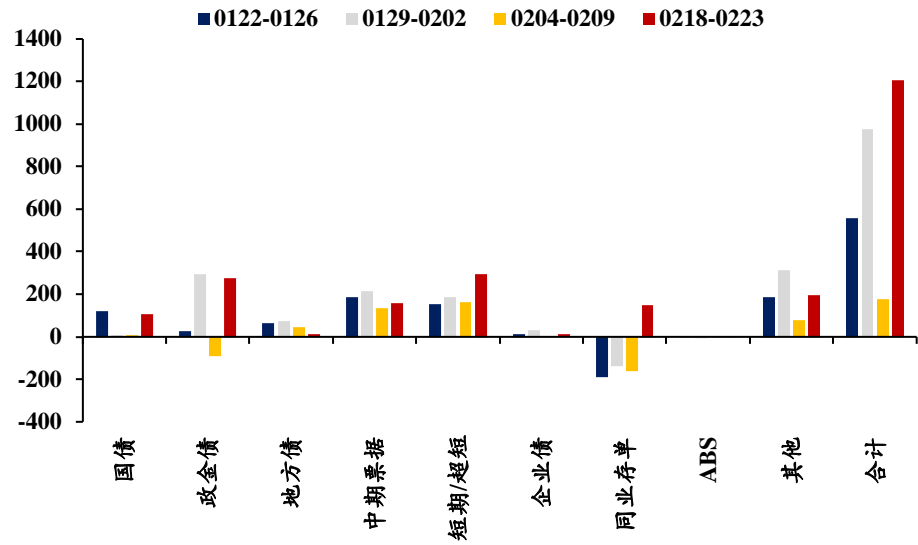
资料来源: CFETS, 华安证券研究所

图表 17 股份行分券种成交 (单位: 亿元)



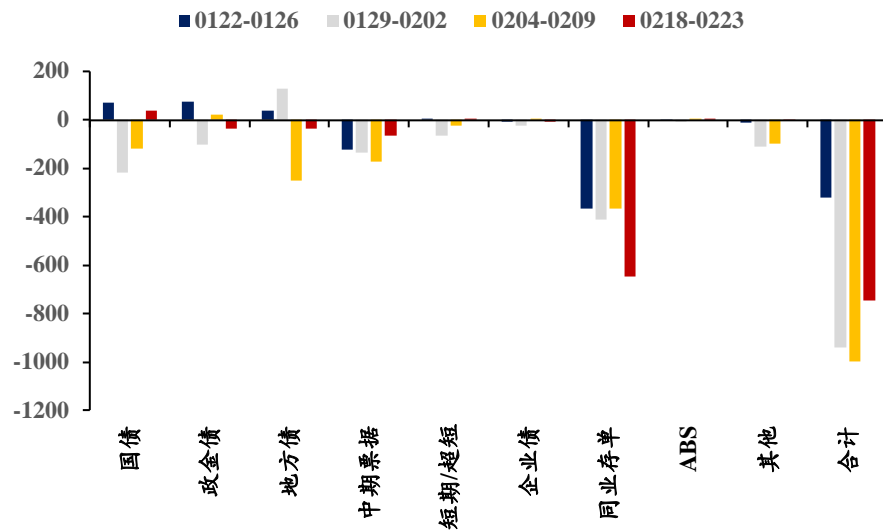
资料来源: CFETS, 华安证券研究所

图表 18 基金公司分券种成交 (单位: 亿元)



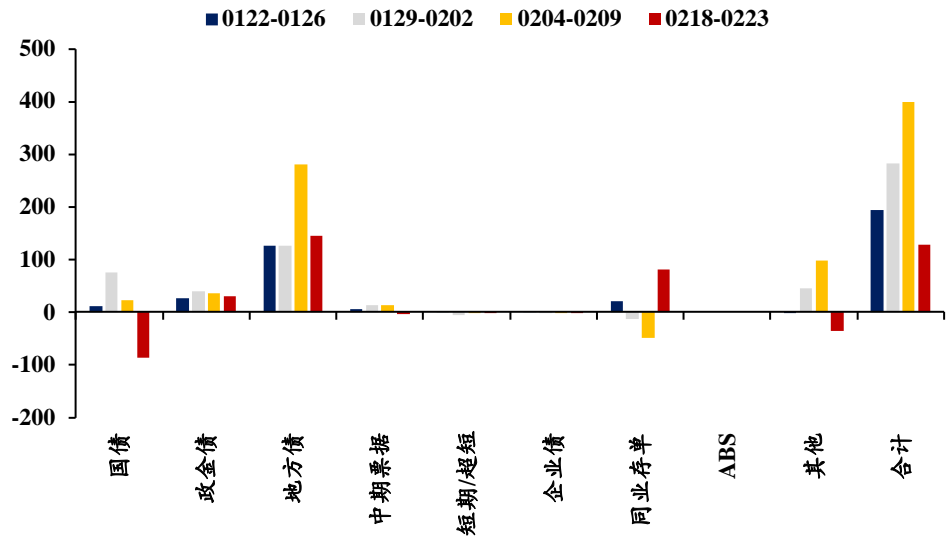
资料来源: CFETS, 华安证券研究所

图表 19 证券公司分券种成交 (单位: 亿元)



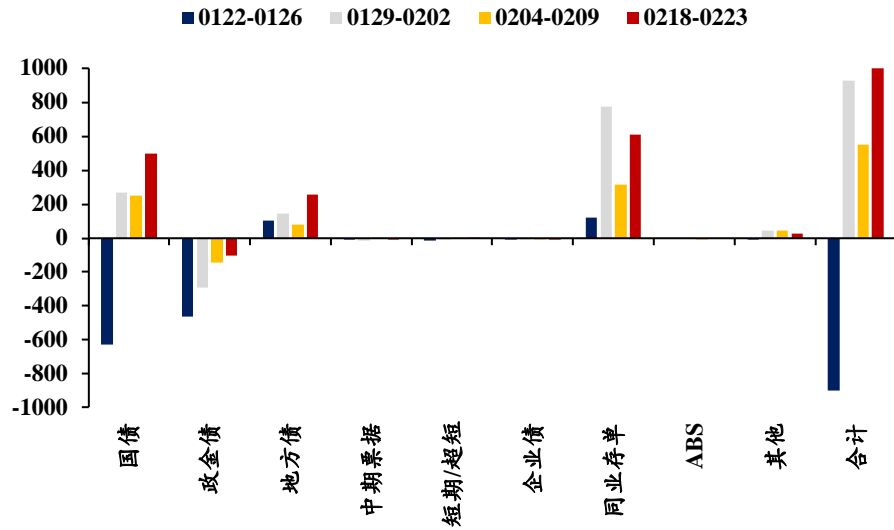
资料来源: CFETS, 华安证券研究所

图表 20 保险机构分券种成交 (单位: 亿元)



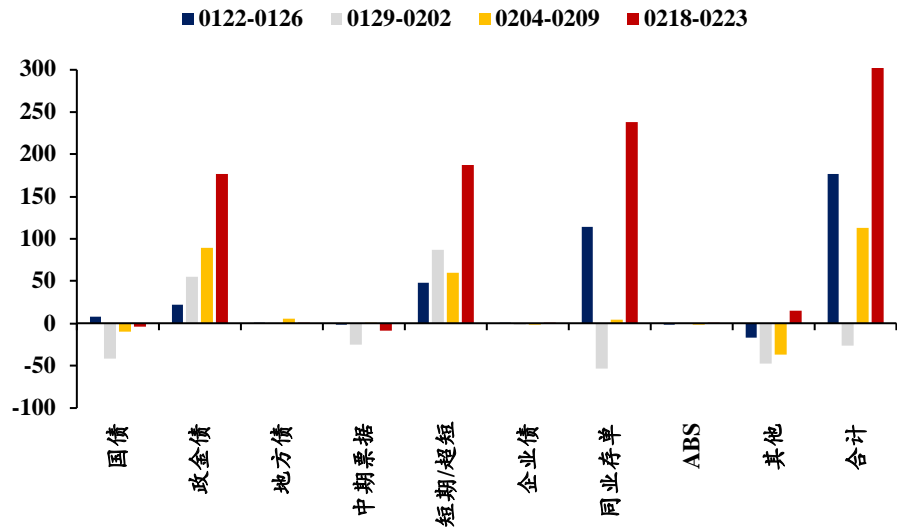
资料来源: CFETS, 华安证券研究所

图表 21 农村金融机构分券种成交 (单位: 亿元)



资料来源: CFETS, 华安证券研究所

图表 22 理财分券种成交 (单位: 亿元)



资料来源: CFETS, 华安证券研究所

5 风险提示:

流动性风险, 数据统计与提取产生的误差。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安证券研究所所长助理，固收首席分析师，7年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2021年入围水晶球（公募）榜单，2023年获WIND金牌分析师第四名。

分析师：杨佩霖，华安固收分析师，英国布里斯托大学理学硕士，3年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

研究助理：林虎，华安固收研究助理，中央财经大学金融硕士，2年卖方固收研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。