



Research and
Development Center

如何看待存单一级提价与 5000 亿结存额度发行的影响？

—— 流动性与机构行为周度跟踪 251019

2025 年 10 月 19 日

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
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅
大厦 B 座
邮编: 100031

如何看待存单一级提价与 5000 亿结存额度发行的影响？

2025 年 10 月 19 日

- **货币市场：**本周央行OMO净回笼3479亿元，周二有8000亿3M买断式逆回购到期，央行在周三开展6000亿6M买断式逆回购操作，全月买断式逆回购净投放4000亿，创年内新高。此外本周有1500亿国库现金定存到期。本周上半周央行逆回购小额净投放，尽管周三6M买断式逆回购投放规模略低于3M到期量，周四后7D逆回购到期规模大幅上升后也转为净回笼，但资金面整体仍维持宽松。
- 本周质押式回购日均成交量上升2.9万亿至8.04万亿；质押式回购整体规模周三一度突破12万亿，此后大致维持震荡。分机构来看，大行净融出除周二外持续上升，股份行净融出先升后降但仍高于上周，城商行净融出在周一上行后窄幅震荡，银行整体刚性净融出周三一度重回5万亿上方，下半周有所回落。非银刚性融出震荡下行，主要是货基融出大幅下降；非银刚性融入先升后降，整体较上周小幅抬升，主要是基金和券商融入上升。新口径资金缺口指数周三下降至-9022，创下今年1月初以来的新低，下半周小幅抬升，周五为-6329，但仍低于上周六的-3276。
- 9月超储率较8月上升0.3pct至1.4%，与6月大致持平。9月政府存款环比下降7804亿元，降幅创近年来的新高，也与我们的预期大致相符，但结构却存在差异。一方面，广义财政收入同比增速为正，今年以来累计增速与年初预算大致相当，但一般公共预算支出增速虽有所改善，但仍却低于年初目标，而在近期专项债净融资同比大幅下滑的背景下，政府性基金支出却依然维持高增，累计增速同样与年初目标大致相当。
- 事实上，近年来政府性基金支出均大幅低于预算目标，除了土地出让收入不及预期之外，也与政府性基金持续大量调入一般公共预算以帮助第一本账的收支平衡密切相关。2025年，第一本账的收支目标也需要调入2.54万亿才能维持平衡，但今年以来政府性基金支出仍维持高位，本周财政部发布会表示前三季度专项债、超长期特别国债、注资特别国债资金支出4.21万亿，也低于相关债券发行的5.43万亿，显示Q4政府性基金仍有支出空间。另一方面，9月政府存款相较于广义财政盈余及政府债净缴款之和额外上升938亿元，24年11月置换债发行以来其累计变动规模与二者的差值扩大至1.2万亿，考虑央行利润上缴等因素规模有限，这一偏差也可能反映了部分置换债的支出或被纳入政府性基金中。此外，财政部在新闻发布会上还表示Q4将从地方债务结存限额安排5000亿下达地方，补充地方综合财力同时也用于经济大省精准扩大有效投资，可能为财政两本账都带来补充。
- 这些现象可能反映了在今年政府债发行规模大幅上升后，第一本账过度依赖政府性基金调入的现象可能有所缓解，政府性基金支出相较于目标的偏差可能明显缩窄，而一般公共预算支出可能将有所保留，财政基础有所夯实，为未来财政的扩张提供一定空间。而在9月的大幅下降后，政府存款相较于历年同期的增幅缩窄，尽管Q4广义财政支出相较去年同期或有所回落，但即便考虑5000亿增发后政府债净融资规模仍明显低于去年，政府存款仍有下降空间。
- 此外，9月央行对其他存款性公司债权上升8974亿元，与高频数据相差不大；9月信贷规模延续同比少增，央行法定存款准备金略低于预期，而货币发行和外汇占款与我们的预期相差不大。
- 9月银行信贷与债券投资增速下降使得M2增速降至8.4%，而财政存款与存

单净融资下降的影响被其他项的意外下降对冲。从负债端看，M2 增速下降主要受非银存款下降的拖累，这也使部分观点认为在 9 月 A 股陷入震荡后保证金存款再度撤回。但从结构上看，中小行非银存款变化有限，主要是大行非银存款降幅较大，这与保证金存款的变动特征不符。事实上，去年禁止手工补息后大行一般存款面临流失压力，开始大量吸收非银存款满足负债缺口，季末月更加明显。但今年 Q2 以来，随着信贷增速放缓、叠加央行中长期流动性投放增加，银行负债压力缓解，大行在季末月吸收非银存款补充缺口的动力进一步下降，而股市震荡环境下保证金存款增速也有所放缓，这可能是 9 月非银存款下降的主要原因。而 10 月以来存单净融资转正，出现一级提价带动利率上行的现象，但主要是中小行净融资规模上升，可能与央行资金投放更多向大行倾斜、中小行提前储备跨年资金有关，考虑后续流动性宽松确定性较强，银行整体负债压力可控，尽管短期可能还存在一些扰动，但后续存单利率大幅走高的概率有限。

- 9 月 M1 增速升至 7.2% 再创 2021 年以来的新高，这可能受到了企业短贷增加偿还欠款、财政存款投放以及 A 股活跃度上升提升居民持币入场的意愿。但 Q4 后 M1 基数将持续走高，近期 A 股波动也明显增大，M1 或已在顶部区间。
- 本周政府债实际净缴款规模为 1402 亿元。下周国债缴款规模预计为 4410 亿元。截至本周，2025 年累计发行新增一般债 6717 亿元，新增专项债 36973 亿元，普通再融资债 23384 亿元，特殊再融资债 95 亿元，置换债 19924 亿元。下周湖南、河北、山东等 12 个地区地方债发行规模 2472 亿元，新增一般债、新增专项债和再融资债分别发行 13 亿元、1124 亿元、1336 亿元，实际缴款规模为 2074 亿元。下周政府债净缴款规模将从本周的 1402 亿元上升至 2134 亿元，主要集中在周二。
- 以财政赤字以及专项债和两项特别国债规模推算，Q4 政府债供给规模约 1.9 万亿，月均规模明显低于前三季度的 1.3 万亿，因此此前市场担忧 2026 年的政府债券是否会提前发行。但本周财政部强调提前下达 2026 年额度符合往年惯例，大概率并不会在年内发行，仅提到将从结存限额安排 5000 亿下达地方，因此 Q4 政府债券可能仅会增发这 5000 亿特殊再融资债，政府债净供给 2.4 万亿仍低于前三季度。此前 8-9 月贵州已发行 95 亿这类偿还存量债务的特殊再融资债，下周贵州、海南、河北将再度发行相关债券 214 亿，其大规模发行或已开始。我们假设其在 10-12 月发行分别为 1400 亿、2500 亿和 1000 亿，则 10 月地方债发行规模或达 9100 亿，净融资约 6600 亿。10 月发行的 91D 贴现国债规模略高于预期，我们小幅上调 10 月国债净融资规模约 2200 亿元。整体来看，我们预计 10 月政府债发行规模约 2.14 万亿，净融资约 9100 亿，较 9 月下降约 3000 亿元。
- 下周逆回购到期规模下降至 7891 亿元；政府债净缴款规模将从本周的 1402 亿元上升至 2134 亿元，其中周二净缴款规模达 3666 亿元；目前下周无北交所新股发行信息披露。尽管缴税截止日顺延至 10 月 27 日，但由于 10 月为缴税大月，下周后半周可能仍将面临税期的扰动，但整体来看，下周外生扰动的影响仍然相对可控，本周央行超额续作 6M 买断式逆回购也释放了积极信号，因此我们预计下周资金面虽存在一定的波动可能，但整体宽松状态仍有望维持。
- **存单市场：**本周 1Y 期 Shibor 利率下行 0.4BP 至 1.67%，1 年期 AAA 级同业存单二级利率上行 1.6BP 至 1.67%。本周同业存单发行规模大幅上升而到期规模升幅较小，同业存单净融资规模上升至 2359 亿元。国有行、股份行、城商行、农商行净融资规模分别为 -135 亿元、1274 亿元、876 亿元、319 亿元；1Y 期存单发行占比持平前值于 19%，6M 期存单发行占比最高为 44%。下周存单到期规模约 6167 亿元，较本周上升 1231 亿元。本周国有行、股份



行存单发行成功率下降而城商行、农商行上升，除国有行存单发行成功率偏低外，其余银行均位于近年均值水平附近。城商行-股份行 1Y 存单发行利差收窄。本周存单供需相对强弱指数先升后降，与前一周大致持平。基金公司、理财产品和其他产品对存单的需求持续抬升，而货币基金的增持意愿在下半周明显下降，股份行对存单的减持意愿先升后降，指数在周二升至 40.8% 后下降至周五的 39.3%，与 10 月 11 日持平。分期限来看，1M、9M 和 1Y 供需指数上升，而 3M、6M 期限品种小幅下降。

- **票据利率：**本周票据利率震荡上行，3M、6M 期国股票据利率分别较 10 月 11 日上行 8BP、3BP 至 0.38%、0.71%。
- **债券交易情绪跟踪：**本周债券市场窄幅震荡，信用和二永利差收窄。大行对债券转而倾向于减持，对地方债、中票、存单、二永债的减持意愿均上升，对长端国债的增持意愿下降，对超长端国债倾向于减持，但对 1-3 年国债和长端政金债的增持意愿上升。此外，交易型机构对债券的增持意愿上升，其中基金公司和其他机构对债券的增持意愿上升，证券公司倾向于增持债券，而其他产品对债券的增持意愿下降。配置型机构对债券的增持意愿大致平稳，其中农商行对债券的减持意愿上升，而保险和理财对债券的增持意愿上升。
- **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	6
1.1 本周资金面回顾	6
1.2 下周资金展望	12
二、同业存单	15
三、票据市场	18
四、债券交易情绪跟踪	18
风险因素	18

图目录

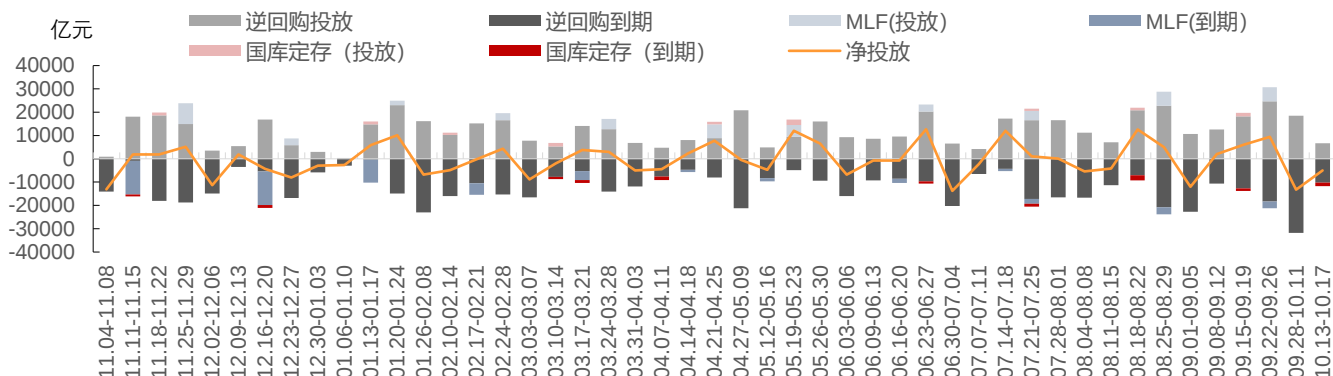
图 1: 公开市场操作投放与到期 (单位: 亿元)	6
图 2: 资金利率表现 (单位: %, BP)	6
图 3: 质押回购成交量走势 (单位: 亿元)	6
图 4: 逆回购余额规模	7
图 5: 刚性资金缺口走势 (单位: 亿元; %)	7
图 6: 资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势 (单位: 亿元; %)	8
图 7: 今年以来政府性基金支出维持高增	8
图 8: 9 月政府存款降幅创 2021 年以来最高	8
图 9: 今年前三季度政府性基金支出进度高于近年同期	9
图 10: 政府性基金调入一般公共预算规模或明显低于年初预算	9
图 11: 9 月政府存款较往年同期的增幅收窄	10
图 12: 9 月政府存款额外上升约 938 亿元	10
图 13: 根据央行资产负债表, 9 月超储率上升至 1.4% (单位: 亿元)	10
图 14: 9 月银行信贷与债券投资同比少增拖累 M2 增速回落	11
图 15: 9 月非银存款大幅下降拖累大行存款增速明显回落	11
图 16: 9 月中小行存款同比增速相对平稳	11
图 17: 央行货币政策工具继续向大行倾斜	11
图 18: 9 月非银存款大幅下降拖累 M2 同比增速回落	12
图 19: 9 月居民与单位活期存款大幅上升推动 M1 增速升至 7.2%	12
图 20: 国债净融资进度	12
图 21: 地方新增专项债发行进度	12
图 22: 下周政府债净缴款规模上升	13
图 23: 下周政府债净缴款主要集中在周二 (单位: 亿元)	13
图 24: 下周分期限政府债缴款规模 (单位: 亿元)	13
图 25: 部分省市已公布 2025 年第四季度地方债发行计划 (单位: 亿元)	14
图 26: 10-12 月国债净融资规模估计	15
图 27: 10-12 月地方债净融资规模估计	15
图 28: 地方债发行规模与平均发行期限	15
图 29: SHIBOR 利率走势 (单位: %)	16
图 30: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)	16
图 31: 分银行类型存单发行规模分布	16
图 32: 分银行类型存单到期规模分布	16
图 33: 分银行类型存单净融资规模分布	17
图 34: 存单发行规模期限分布	17
图 35: 各类型银行存单发行成功率	17
图 36: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差	17
图 37: 存单供需相对强弱指数	17
图 38: 分期限存单供需相对强弱指数	18
图 39: 国股转贴现票据利率走势	18

一、货币市场

1.1 本周资金面回顾

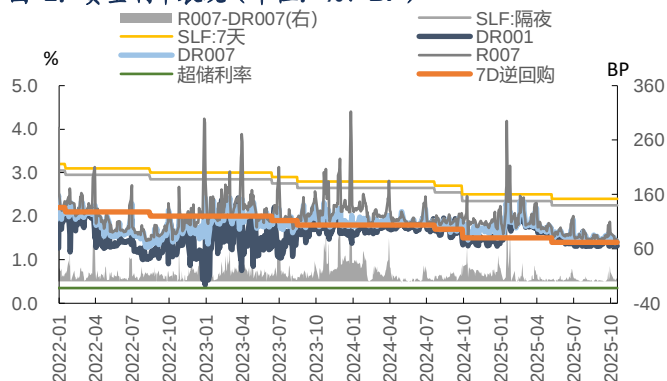
本周央行OMO净回笼3479亿元，周二有8000亿3M买断式逆回购到期，央行在周三开展6000亿6M买断式逆回购操作，全月买断式回购净投放4000亿，创年内新高。此外本周有1500亿国库现金定存到期。本周上半周央行逆回购小额净投放，尽管周三6M买断式逆回购投放规模略低于3M到期量，周四后7D逆回购到期规模大幅上升后也转为净回笼，但资金面整体仍维持宽松。本周共有10210亿元逆回购到期，央行在周一至周五分别开展1378亿、910亿、435亿、2360亿、1648亿7D质押式逆回购操作，净投放规模分别为1378亿、910亿、435亿、-3760亿、-2442亿，OMO全周净回笼3479亿。此外，周二有8000亿3M买断式逆回购到期，央行在周三开展6000亿6M买断式逆回购操作，全月买断式回购净投放4000亿元，创下年内新高；本周还有1500亿国库现金定存到期。本周上半周央行逆回购小额净投放，尽管周三6M买断式回购投放规模略低于3M到期量，周四后7D逆回购到期规模大幅上升后也转为净回笼，但月初资金扰动因素有限，资金面整体维持宽松，DR001稳定在略高于1.3%的水平。截至10月17日，R001、DR001、R007、DR007分别较10月11日上行4.7BP、0.9BP、5.7BP、1.4BP至1.36%、1.32%、1.47%、1.41%，R007-DR007利差上行4.3BP至6.0BP。

图 1：公开市场操作投放与到期（单位：亿元）



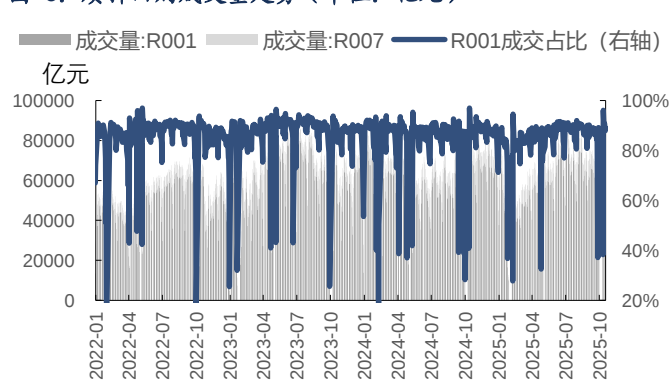
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 2：资金利率表现（单位：%、BP）



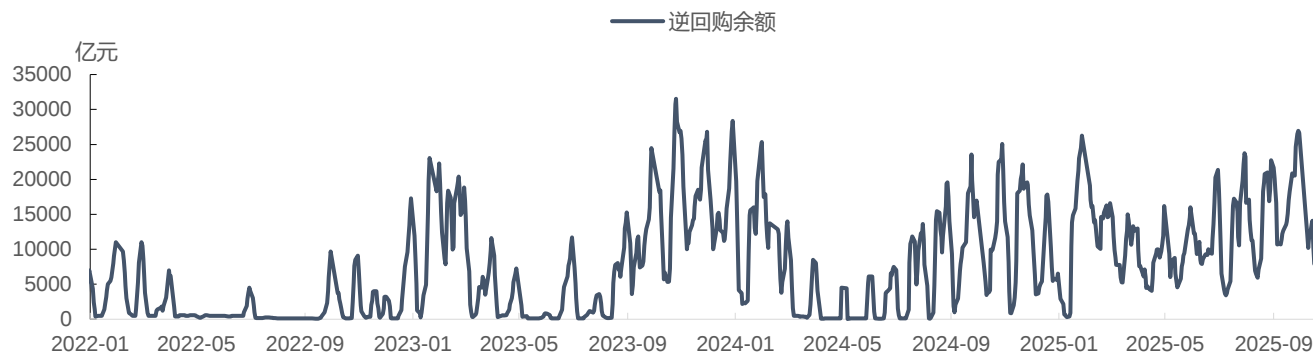
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 3：质押回购成交量走势（单位：亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

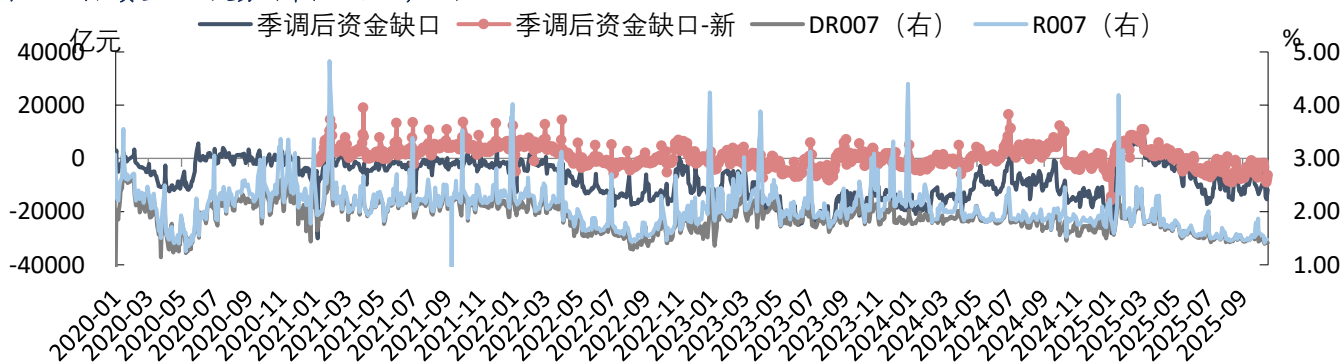
图 4：逆回购余额规模



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

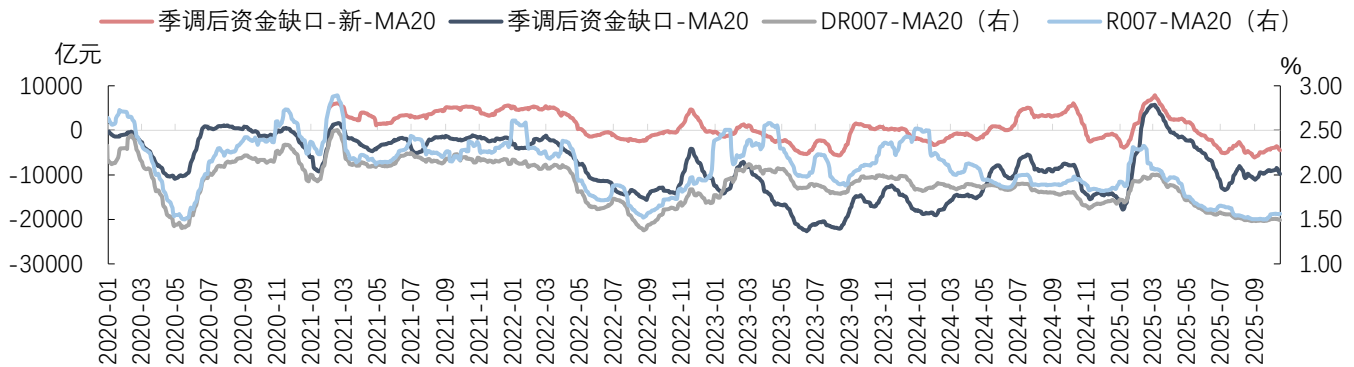
本周质押式回购日均成交量上升 2.9 万亿至 8.04 万亿；质押式回购整体规模周三一度突破 12 万亿，此后大致维持震荡。分机构来看，大行净融出除周二外持续上升，股份行净融出先升后降但仍高于上周，城商行净融出在周一上行后窄幅震荡，银行整体刚性净融出周三一度重回 5 万亿上方，下半周有所回落。非银刚性融出震荡下行，主要是货基融出大幅下降；非银刚性融入先升后降，整体较上周小幅抬升，主要是基金和券商融入上升。新口径资金缺口指数周三下降至-9022，创下今年 1 月初以来的新低，下半周小幅抬升，周五为-6329，但仍低于上周六的-3276。本周质押式回购成交量震荡回升，周四后突破 8 万亿，全周日均成交量较国庆假期前后两周上升 2.9 万亿至 8.04 万亿；质押式回购整体规模上半周持续回升，周三一度突破 12 万亿，此后略有回落。分机构来看，大行净融出除周二下降外持续上升，股份行净融出上半周显著抬升，但下半周随着央行净回笼而明显下滑，但仍高于上周，城商行净融出在周一上行后窄幅震荡，银行刚性净融出上半周持续上升周三一度重回 5 万亿上方，周四后有所回落。非银刚性融出规模震荡下行，其中货币金融融出大幅下降，理财产品和其他产品融出降幅较小，而保险公司融出小幅上升；非银刚性融入规模先升后降，整体较上周小幅抬升，其中基金和券商融入上升，理财和其他产品融入下降，而保险公司相对平稳。我们跟踪的新口径资金缺口指数周三下降至-9022，创下今年 1 月初以来的新低，下半周小幅抬升，周五为-6329，但仍低于上周六的-3276。

图 5：刚性资金缺口走势（单位：亿元；%）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

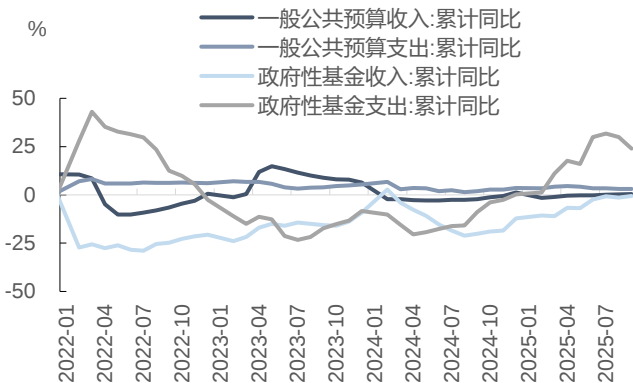
图 6：资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势（单位：亿元；%）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

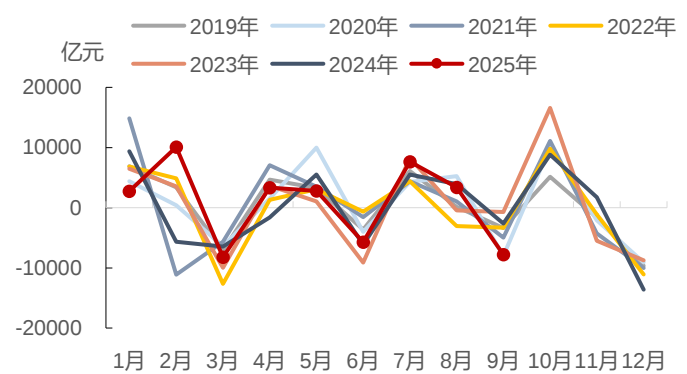
9 月超储率较 8 月上升 0.3pct 至 1.4%，与 6 月大致持平。9 月政府存款环比下降 7804 亿元，降幅创近年来的新高，也与我们的预期大致相符，但结构却存在差异。一方面，广义财政收入同比增速为正，今年以来累计增速与年初预算大致相当，但一般公共预算支出增速虽有所改善，但仍却低于年初目标，而在近期专项债净融资同比大幅下滑的背景下，政府性基金支出却依然维持高增，累计增速同样与年初目标大致相当。本周央行公布了 9 月资产负债表，9 月超储率较 8 月上升 0.3pct 至 1.4%，与 6 月大致持平，也与我们的预期相符。具体来看，9 月政府存款环比下降 7804 亿元，降幅明显超过了季节性特征，也与我们预期的-8146 亿元大致相当。观察 9 月财政收支数据，可以发现一般公共预算收入增速升至 2.6%，前三季度累计增速 0.5%，完成全年 0.1% 的增长目标难度不大；而一般公共预算支出增速升至 3.1%，占全年预算支出进度 9.7%，与过去几年均值 9.6% 大致相当，前三季度累计增速 3.1%，低于 4.4% 的支出目标。另一方面，9 月政府性基金收入同样转正，前三季度累计增速-0.5%，是 2021 年以来的最高水平，显示土地出让增速降幅收窄；但在近两月专项债净融资规模同比大幅下降的背景下，政府性基金支出仍然取得了正增长，大幅高于我们的预期，前三季度累计增速也达到 23.9%，仍高于全年 23.1% 的目标。

图 7：今年以来政府性基金支出维持高增



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：9 月政府存款降幅创 2021 年以来最高

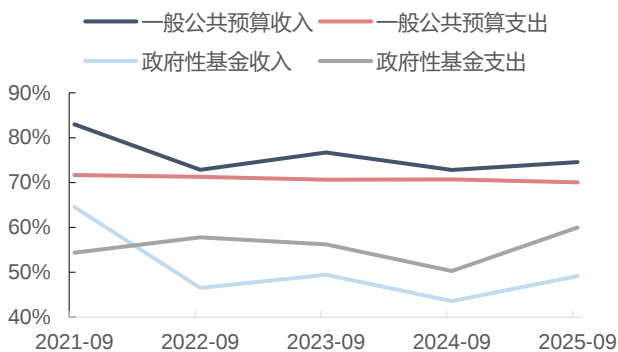


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

事实上，近年来政府性基金支出均大幅低于预算目标，除了土地出让收入不及预期之外，也与政府性基金持续大量调入一般公共预算以帮助第一本账的收支平衡密切相关。2025 年，第一本账的收支目标也需要调入 2.54 万亿才能维持平衡，但今年以来政府性基金支出仍维持高位，本周财政部发布会表示前三季度专项债、超长期特别国债、注资特别国债资金支出 4.21 万亿，也低于相关债券发行的 5.43 万亿，显示 Q4 政府性基金仍有支出空间。另一方面，9 月政府存款相较于广义财政盈余及政府债净缴款之和额外上升 938 亿元，24 年 11 月置换债发行以来其累计变动规模与二者的差值扩大至 1.2 万亿，考虑央行利润上缴等因素规模有限，这一偏差也可能反映了部分置换债的支出或被纳入政府性基金中。此外，财政部在新闻发布会上还表示 Q4 将从地方债务结存限额安排 5000 亿下达地方，补充地方综合财力同时也用于经济大省精准扩大有效投资，可能为财政两本账都带来补充。

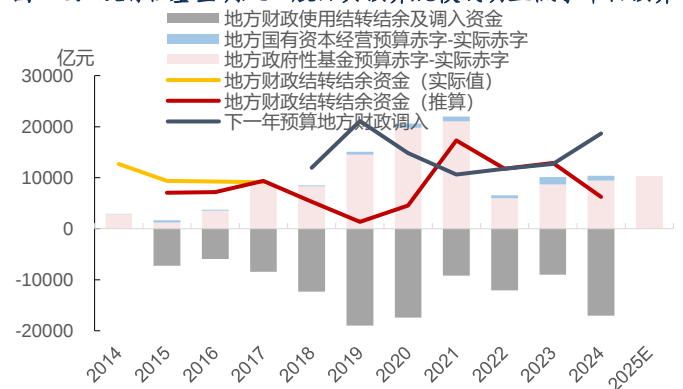
2019 年以来，政府性基金支出增速均大幅低于预算目标，这除了收入增速低于目标带来的拖累之外，也与政府性基金持续大量调入一般公共预算，帮助其在收入偏缓的情况下实现支出目标。但在持续的大规模调入后，政府性基金的结余资金已大幅减少。而在 2025 年，尽管财政赤字规模明显上升，但一般公共预算的收支目标仍需调入 2.54 万亿资金才能实现平衡，按照以往经验，这可能需要政府性基金支出增速大幅低于预算，但今年以来政府性基金增速仍然维持高位，10 月 17 日财政部在新闻发布会上表示“前三季度地方政府专项债券、超长期特别国债、中央金融机构注资特别国债等资金共支出 4.21 万亿元”，而今年前三季度相关债券的发行规模已达 5.43 万亿，这意味着政府性基金在 Q4 仍有潜在的支出空间。此外，9 月政府存款相较于广义财政盈余及政府债净缴款之和额外上升 938 亿元，已经连续第二个月上升，自 2024 年 11 月置换债发行以来其累计变动规模与二者的差值进一步扩大至近 1.2 万亿，考虑央行利润上缴等因素难以达到这样的规模，这一偏差可能反映了部分置换债的支出或被纳入政府性基金支出之中，这可能也是政府性基金支出增速较高的重要原因。另一方面，在 10 月 17 日的新闻发布会上，财政部还表示将“从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方”，规模较去年增加 1000 亿，“除用于补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款外，还安排额度用于经济大省符合条件的项目建设，精准支持扩大有效投资”，显示相关债券发行可能为财政两本账都带来一定的补充。

图 9：今年前三季度政府性基金支出进度高于近年同期



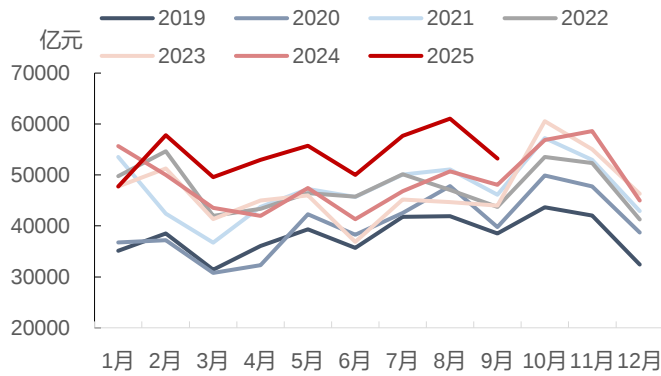
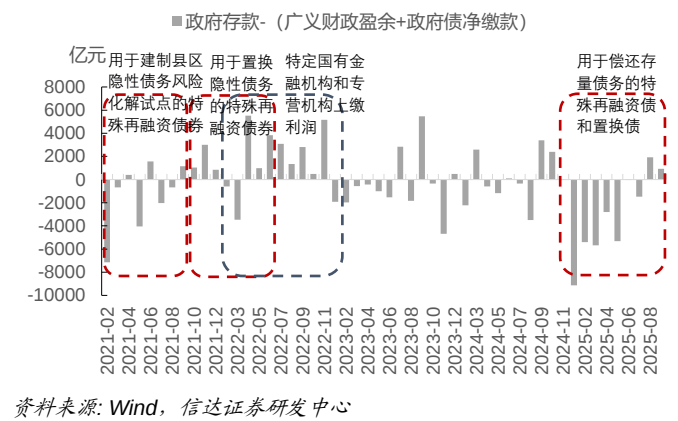
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 10：政府性基金调入一般公共预算规模或明显低于年初预算



资料来源：Wind，信达证券研发中心

这些现象可能反映了在今年政府债发行规模大幅上升后，第一本账过度依赖政府性基金调入的现象可能有所缓解，政府性基金支出相较于目标的偏差可能明显缩窄，而一般公共预算支出可能将有所保留，财政基础有所夯实，为未来财政的扩张提供一定空间。而在 9 月的大幅下降后，政府存款相较于历年同期的增幅缩窄，尽管 Q4 广义财政支出相较去年同期或有所回落，但即便考虑 5000 亿增发后政府债净融资规模仍明显低于去年，政府存款仍有下降空间。因此，从前三季度的财政收支特征来看，由于今年政府债券发行规模的大幅上升，前几年一般公共预算过度依赖政府性基金调入的现象可能有所缓解，财政的基础有所夯实，全年政府性基金支出相较于年初目标的偏差可能明显缩窄；而另一方面，由于 GDP 目标压力的减轻，财政第一本账的实际支出力度可能也将有所保留，实际支出可能略低于目标，为未来的财政扩张保留一部分空间。而在 9 月的大幅下降后，政府存款相较于历年同期的增幅有所缩窄。尽管 Q4 广义财政支出增速相较去年同期或有所回落，但即便考虑 5000 亿地方债增发后政府债净融资规模仍明显低于去年同期，政府存款可能仍有一定的下降空间。

图 11：9 月政府存款较往年同期的增幅收窄

图 12：9 月政府存款额外上升约 938 亿元


此外，9 月央行对其他存款性公司债权上升 8974 亿元，与高频数据相差不大；9 月信贷规模延续同比少增，央行法定存款准备金略低于预期，而货币发行和外汇占款与我们的预期相差不大。9 月央行对其他存款性公司债权上升 8974 亿元，与央行高频货币政策工具净投放的 9038 亿元和其他存款性公司对央行负债上升的 9171 亿元相差不大；9 月信贷规模延续同比少增，央行法定存款准备金上升 2482 亿元，略低于预期的 3093 亿元；9 月货币发行规模上升 2686 亿元，外汇占款下降 701 亿元，这两项与我们的预期相差不大。

图 13：根据央行资产负债表，9 月超储率上升至 1.4%（单位：亿元）

时间	负债端					资产端							其他	超储率 估计值
	(-)	(-)	(-)	(+)	(+)									
	货币发行	其他存款性公司存款	政府存款	外汇	央行政策操作汇总									
环比变化值估计值	M0与库存现金	法定准备金	政府存款	外汇占款	质押式逆回购	买断式逆回购	PSL	MLF	对其他存款性公司债权	国债买卖	降准			
2024年4月	-549	-2445	-1595	-231	-4000		-3431	-700	-8294			-2457	1.3%	
2024年5月	-540	-39	5486	-190	1640		-750	0	1208			-139	1.2%	
2024年6月	753	2313	-6131	-361	1360		-1274	-550	9069			-1283	1.5%	
2024年7月	1064	-1510	5491	-350	6127		-925	1970	-1104			-652	1.3%	
2024年8月	554	884	3891	-319	391		-778	-1010	-4025	1000		1331	1.0%	
2024年9月	2849	2333	-2631	-264	2933		-700	-2910	13872	2000	10426	589	1.8%	
2024年10月	148	-851	8819	-233	-195	5000	-800	-890	-8701	2000		645	1.3%	
2024年11月	1698	1124	1724	-389	-1894	8000	-1402	-5500	5009	2000		173	1.4%	
2024年12月	4482	2054	-13616	-425	-8330	14000	0	-11500	-14130	3000		-3953	1.1%	
2025年1月	14738	3267	2740	-589	19733	17000	0	-7950	28198			-10650	1.0%	
2025年2月	-9365	342	10079	-667	-9673	6000	-1000	-2000	4337			4630	1.2%	
2025年3月	-2638	4373	-8214	-662	-3622	1000	-2000	630	-13610			2570	1.0%	
2025年4月	160	-1497	3348	-746	3208	-5000	0	5000	-1459			2321	0.9%	
2025年5月	-287	477	2810	-737	-152	-2000	-2700	3750	-2579	10000		-1222	1.0%	
2025年6月	609	2639	-5722	-714	5359	2000	-3000	1180	7463			3351	1.4%	
2025年7月	836	-1535	7648	-715	1880	2000	-2300	1000	2184			-127	1.2%	
2025年8月	697	342	3370	-708	-534	3000	-1608	3000	5418			-3127	1.1%	
2025年9月	2686	2482	-7804	-701	3902	3000	-883	3000	8974			-2182	1.4%	

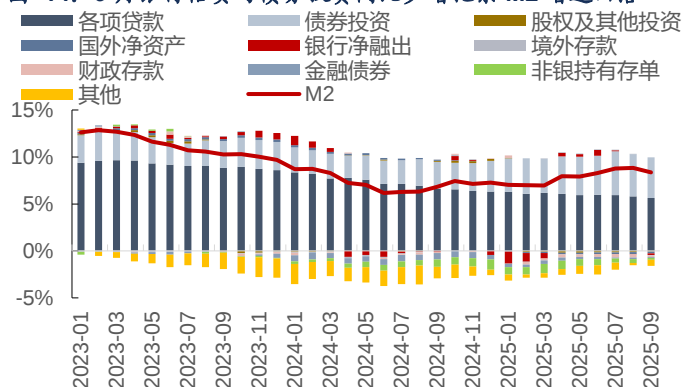
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

9 月银行信贷与债券投资增速下降使得 M2 增速降至 8.4%，而财政存款与存单净融资下降的影响被其他项的意外下降对冲。从负债端看，M2 增速下降主要受非银存款下降的拖累，这也使部分观点认为在 9 月 A 股陷入震荡后保证金存款再度搬回。但从结构上看，中小行非银存款变化有限，主要是大行非银存款降幅较大，这与保证金存款的变动特征不符。事实上，去年禁止手工补息后大行一般存款面临流失压力，开始大量吸收非银存款满足负债缺口，季末月更加明显。但今年 Q2 以来，随着信贷增速放缓、叠加央行中长期流动性投放增加，银行负债压力缓解，大行在季末月吸收非银存款补充缺口的动力进一步下降，而股市震荡环境下保证金存款增速也有所放缓，这可能是 9 月非银存款下降的主要原因。而 10 月以来存单净融资转正，出现一级提价带动利率上行的现象，但主要是中小行净融资规模上升，可能与央行资金投放更多向大行倾斜、中小行提前储备跨年资金有关，考虑后续流动性宽松确定性较强，银行整体负债压力可控，尽管短期可能还存在一些扰动，但后续存单利率大幅走高的概率有限。本周公布的 9 月 M2 增速从 8.8%降至 8.4%，从信贷收支表反推，银行信贷与债券投资增速的下降是 M2 回落的主要原因。但是，理论上 9 月财政存款的超季节性回落以及存单净融资的下降也能为 M2 带来一定的补充，这部分的提振却被其他项的意外下降对冲。从负债的角度看，9 月 M2 增速的下降主要又是受到了非银存款增速下降的影响，这也使部分观点认为在 8 月因股市上行而大幅走高后，9 月权益市场的震荡格局使保证金存款再度



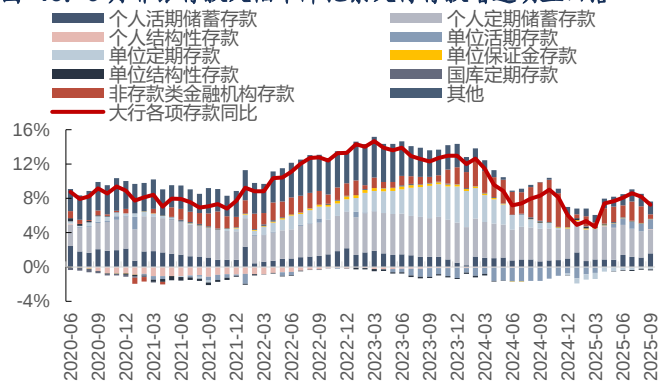
撤回。但如果观察非银存款的结构数据，不难发现中小行的变动有限，主要是大行非银存款增速明显下降，这与保证金存款变动的特征不同。事实上，在季末的时点，银行往往需要吸收大量非银存款满足负债缺口，尤其是去年在禁止手工补息后大行一般存款面临流失压力，存单备案额度也使其发行面临约束，因此吸收非银存款的规模可能进一步走高。但今年 Q2 以来，一方面信贷增速明显放缓，另一方面央行又加大了中长期流动性的投放，这些因素使得银行的负债压力明显缓解，存单净融资持续为负，而在去年末新规落地后银行吸收同业存款面临更严格的约束，因此在负债压力可控的状态下 9 月使得大行吸收非银存款补充负债缺口的动力下降，而股市震荡环境下保证金存款增速也明显放缓，这可能是 9 月非银存款大幅下降的主要原因。而本周部分银行存单一级提价发行，存单净融资规模也转正，但过去一年多来大行更依赖存单融资不同，近两周来中小行存单净融资规模明显上升，这可能也与近期央行资金投放更多向大行倾斜、中小行提前储备跨年资金有关。从信贷收支表上看，央行的政策工具对大行的投放达到了 6000 亿，对中小行仅约 2000 亿。但考虑资产扩张速度可能受限，Q4 政府债供给压力缓解，后续中小行负债压力明显上升的概率可能也相对有限，加之流动性宽松的确切性较强，我们认为尽管短期可能还存在一些扰动，但存单利率大幅走高的概率不大。

图 14：9 月银行信贷与债券投资同比少增拖累 M2 增速回落



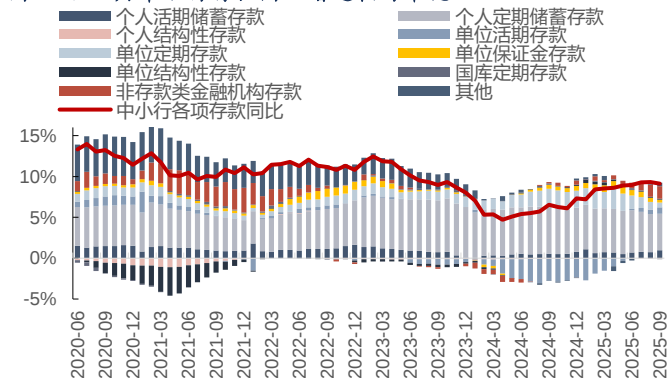
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 15：9 月非银存款大幅下降拖累大行存款增速明显回落



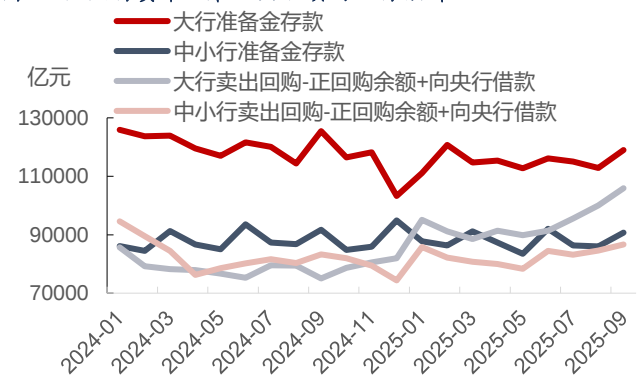
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 16：9 月中小行存款同比增速相对平稳



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 17：央行货币政策工具继续向大行倾斜



资料来源：Wind，信达证券研发中心

9 月 M1 增速升至 7.2% 再创 2021 年以来的新高，这可能受到了企业短贷增加偿还欠款、财政存款投放以及 A 股活跃度上升提升居民持币入场的意愿。但 Q4 后 M1 基数将持续走高，近期 A 股波动也明显增大，M1 或已在顶部区间。此外，9 月 M1 增速从 6% 升至 7.2%，再创 2021 年以来的新高，尽管低基数因素带来一定的提振，但其增幅仍然超过市场预期。这一方面可能与企业短贷增加偿还部分欠款有关，另一方面财政存款的释放也对企业活期存款带来了一定补充，但居民活期存款增速同样大幅提升，这可能还是与 A 股交易活跃度上升居民潜在的投资意愿上升有关。但在 Q4 后 M1 的基数将持续走高，近期 A 股波动的增大，居民潜在入市的意愿也会受到一定影响，M1 或已在顶部区间。



图 18: 9 月非银存款大幅下降拖累 M2 同比增速回落

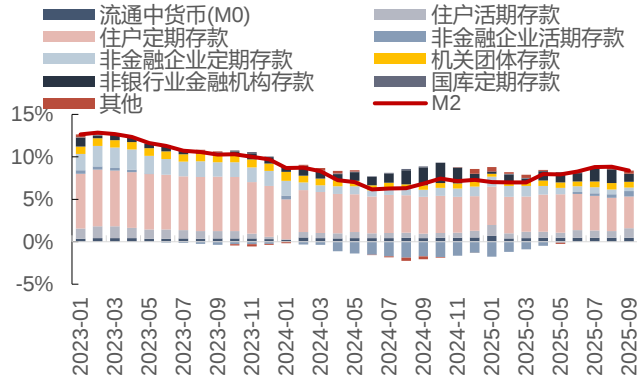
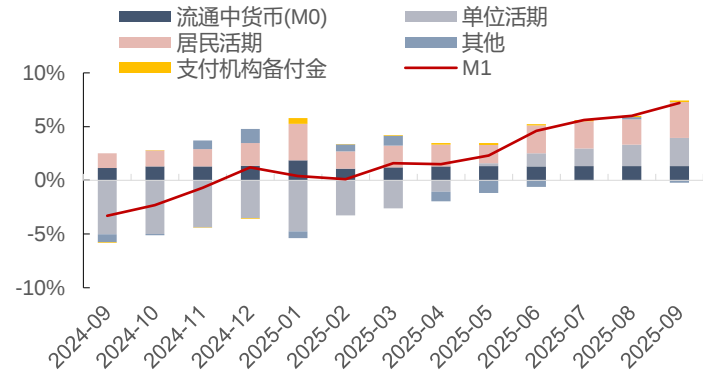


图 19: 9 月居民与单位活期存款大幅上升推动 M1 增速升至 7.2%



1.2 下周资金展望

本周政府债实际净缴款规模为 1402 亿元。下周国债缴款规模预计为 4410 亿元。截至本周，2025 年累计发行新增一般债 6717 亿元，新增专项债 36973 亿元，普通再融资债 23384 亿元，特殊再融资债 95 亿元，置换债 19924 亿元。下周湖南、河北、山东等 12 个地区地方债发行规模 2472 亿元，新增一般债、新增专项债和再融资债分别发行 13 亿元、1124 亿元、1336 亿元，实际缴款规模为 2074 亿元。下周政府债净缴款规模将从本周的 1402 亿元上升至 2134 亿元，主要集中在周二。本周 91D 贴现国债实际发行金额为 550 亿元，高于预期的 400 亿元，本周国债实际净缴款规模 1402 亿元。下周二 91D 贴现国债、3Y 付息国债、10Y 付息国债分别缴款 550 亿元、1270 亿元、1490 亿元，周四 182D 贴现国债缴款 550 亿元，此外，下周四还有 91D 贴现国债待缴款，我们假设规模与前值相同为 550 亿元，则下周国债累计缴款规模为 4410 亿元。**地方债方面**，截至本周，2025 年累计发行新增一般债 6717 亿元，新增专项债 36973 亿元，普通再融资债 23384 亿元，特殊再融资债 95 亿，置换债 19924 亿；下周湖南、河北、山东等 12 个地区地方债发行规模 2472 亿元，新增一般债、新增专项债和再融资债分别发行 13 亿元、1124 亿元、1336 亿元，其中特殊再融资债发行 214 亿元，但考虑缴款的时滞，地方债实际缴款规模为 2074 亿元。整体上看，下周政府债缴款规模上升至 6484 亿元，到期规模上升至 4350 亿元，政府债净缴款规模将从本周的 1402 亿元上升至 2134 亿元。

图 20: 国债净融资进度

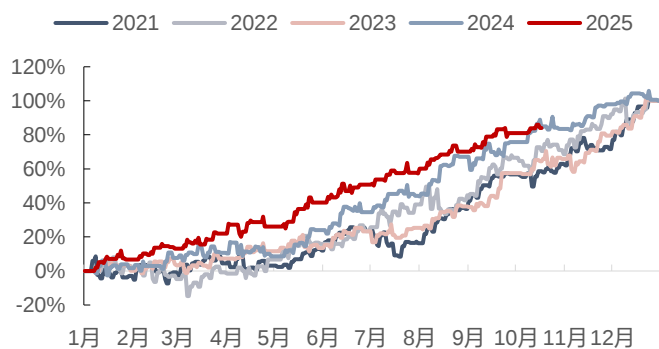


图 21: 地方新增专项债发行进度

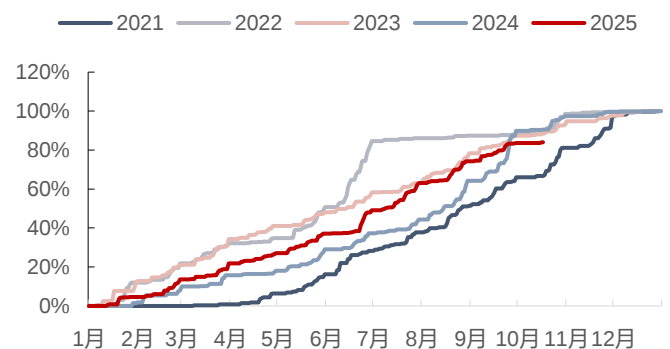
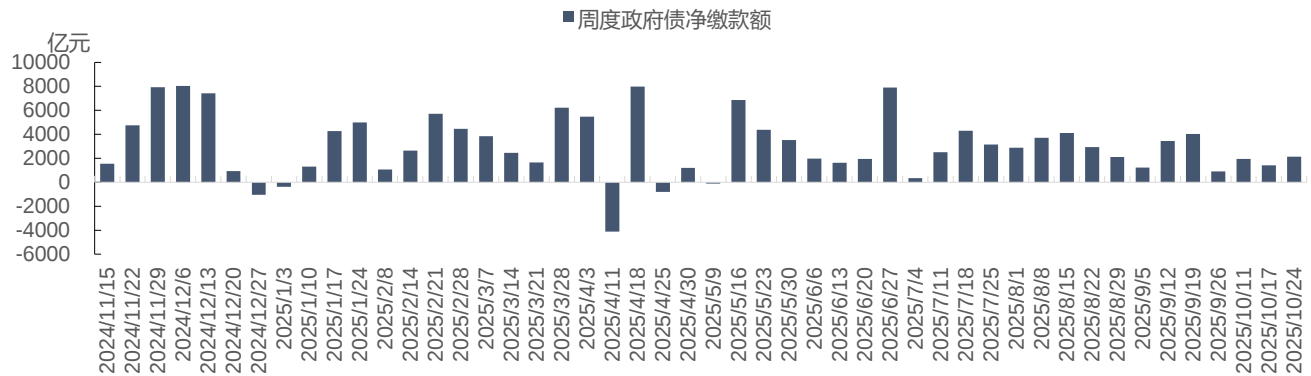


图 22：下周政府债净缴款规模上升



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 23：下周政府债净缴款主要集中在周二（单位：亿元）

日期	缴款					到期	净缴款
	普通国债	特别国债	地方新增一般债	地方新增专项债	地方再融资债	政府债	政府债
本周	2025-10-13	1345	300			103	250
	2025-10-14						381
	2025-10-15	1260	400				1114
	2025-10-16	1100		39			1335
	2025-10-17			115	60		238
	合计	3705	700	0	154	162	3319
下周	2025-10-20			47	62		250
	2025-10-21	3310		329	341		315
	2025-10-22			47	471		3420
	2025-10-23	1100					335
	2025-10-24			10	433	333	30
	合计	4410	0	10	857	1207	4350

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 24：下周分期限政府债缴款规模（单位：亿元）

日期	政府债缴款										合计
	1Y及以下	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	50Y	
本周	2025-10-13		1345			56	47			300	1748
	2025-10-14										0
	2025-10-15	1260						400			1660
	2025-10-16	1100			0	38					1139
	2025-10-17		13		18	77	13	30	24		175
	合计	2360	1358	0	18	94	123	13	430	24	4721
下周	2025-10-20							73	36		110
	2025-10-21	550		1270	6	71	1805	57	12	210	3980
	2025-10-22					10	102	5	216	185	518
	2025-10-23	1100									1100
	2025-10-24			2	125	355	122	12	139	21	776
	合计	1650	0	1272	131	436	2029	74	440	452	6484

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

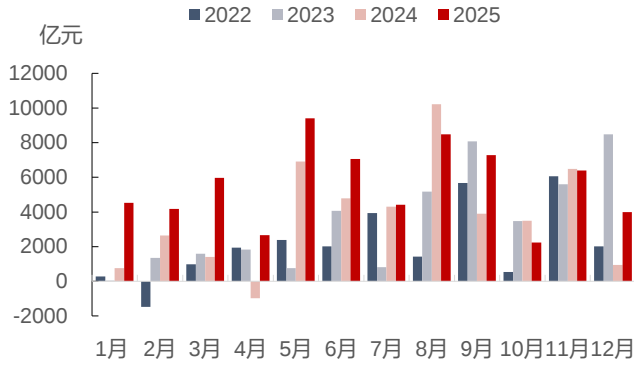
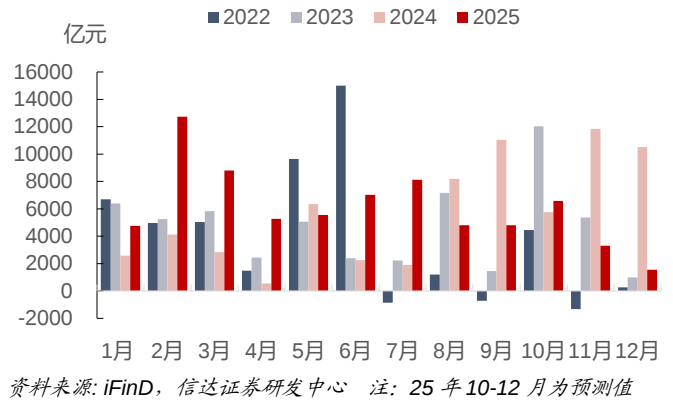
以财政赤字以及专项债和两项特别国债规模推算，Q4 政府债供给规模约 1.9 万亿，月均规模明显低于前三季度的 1.3 万亿，因此此前市场担忧 2026 年的政府债券是否会提前发行。但本周财政部强调提前下达 2026 年额度符合往年惯例，大概率并不会在年内发行，仅提到将从结存限额安排 5000 亿下达地方，因此 Q4 政府债券可能仅会增发这 5000 亿特殊再融资债，政府债净供给 2.4 万亿仍低于前三季度。此前 8-9 月贵州已发行 95 亿这类偿还存量债务的特殊再融资债，下周贵州、海南、河北将再度发行相关债券 214 亿，其大规模发行或已开始。我们假设其在 10-12 月发行分别为 1400 亿、2500 亿和 1000 亿，则 10 月地方债发行规模或达 9100 亿，净融资约 6600 亿。10 月发行的 91D 贴现国债规模略高于预期，我们小幅上调 10 月国债净融资规模约 2200 亿元。以今年的财政赤字以及专项债和两项特别国债的规模推算，Q4 剩余政府债净供给规模约为 1.9 万亿，月均规模明显低于前三季度的约 1.3 万亿，因此 9 月财政部提出靠前使用化债额度后，市场担忧 2026 年的政府债券是否会提前发行。但在本周的新闻发布会上，财政部强调提前下达部分 2026 年新增债务限额与往年惯例类似，年内发行的

概率不大，但也提到“从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方”，因此 Q4 可能仅会增发 5000 亿特殊再融资债。假设这部分债券在年内发行完毕，Q4 政府债供给规模也在 2.4 万亿左右，仍然低于前三季度。而偿还存量债务的特殊再融资债仅在今年 8-9 月由贵州发行 95 亿元。而下周贵州、海南与河北将再度发行相关债券 214 亿，可能也意味着其大规模发行已经开启，我们假设其在 10 月发行约 1400 亿、11 月和 12 月分别发行 2500 亿和 1000 亿，则我们估计 10 月地方债发行规模约 9100 亿，净融资规模约 6600 亿元。而在国债方面，本周公布的 91D 贴现国债发行规模为 550 亿元，高于我们此前预期的 400 亿元，而关键期限国债发行规模与预期相差不大，因此我们小幅上调 10 月国债发行规模至 1.19 万亿，考虑国债到期规模达到 9710 亿元，净融资规模约 2200 亿元。整体来看，我们预计 10 月政府债发行规模约 2.11 万亿，净融资约 8800 亿，较 9 月下降约 3300 亿元。11-12 月政府债净融资规模分别为 9700 亿和 5500 亿。

图 25：部分省市已公布 2025 年第四季度地方债发行计划（单位：亿元）

日期	2025年10月计划发行				2025年10月实际发行				2025年11月计划发行				2025年12月计划发行			
	新增一般债	新增专项债	再融资一般债	再融资专项债	新增一般债	新增专项债	再融资一般债	再融资专项债	新增一般债	新增专项债	再融资一般债	再融资专项债	新增一般债	新增专项债	再融资一般债	再融资专项债
青岛						47	5	14								
湖北		638		62		47		62								
河北		484		50		284	104	87			15	43		36		
山西	10	24														
江西		363	126	11						407					7	2
陕西						330		14								
辽宁	3	88									281					
广西	72	3								77	47	17	12		31	
宁夏	3	15			3	15	1	2		78	12	5				
宁波		10									24	15				
福建		122									58	153				
深圳		176				87		18				18				
海南	10	48	30	59	10	48	30	59	10	43		22				
四川			36	52			36	52								
贵州				364				364			37	190				
云南		56	180	46			180	46		110	142	65				
甘肃		40														
重庆		300	50							222						
山东		332				192			22	50	8					
湖南	45	24									183	27				
新疆	22	450								307						
江苏																
安徽			103				103									
广东																
北京			25	17			25	17			19	256				
天津						137	294	47								
河南										75						
厦门																
内蒙古	15	80									79	15				
吉林	46	177	1			69			50	40	70	58				
黑龙江	20	41				41										
浙江	126	176	133								21	109				
青海																
大连						28										
兵团		16														
上海																
西藏																
总计	372	3663	684	661	13	1325	779	782	82	1410	996	995	12	36	38	2

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 26：10-12 月国债净融资规模估计

图 27：10-12 月地方债净融资规模估计

图 28：地方债发行规模与平均发行期限

时间	发行规模 (亿元)									平均发行期限 (年)				
	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	总体	新增一般债	新增专项债	普通再融资债	置换债
2024-01	12		70	898	1287	1214	168	79	115	8.7	8.3	16.6	6.8	
2024-02		3	493	294	901	1025	820	795	1269	15.3	11.0	19.4	6.7	12.1
2024-03			270	937	1064	2010	444	613	955	12.8	9.0	18.5	9.0	14.3
2024-04		10	192	749	739	840	161	270	476	11.6	8.7	19.4	8.4	22.4
2024-05	22	44	62	1275	1116	2863	934	1500	1219	13.7	8.9	18.9	8.8	7.4
2024-06	7	7	229	539	1651	2389	610	668	614	11.9	8.2	16.0	7.7	
2024-07	176		413	1026	1370	3019	221	384	499	10.2	7.6	13.7	7.9	
2024-08	32	2	100	971	1604	4539	1033	1719	1998	14.3	8.6	17.1	8.8	
2024-09	32	8	228	1019	959	4847	1449	1857	2446	15.0	9.1	16.2	11.3	17.7
2024-10	6		134	409	893	2427	478	827	1656	15.6	8.7	20.2	9.8	13.8
2024-11			445	266	1266	3513	2330	1772	3548	17.0	9.8	16.3	6.6	17.7
2024-12		45	83	702	918	1345	1867	2992	2962	18.4	12.1	20.4	6.8	18.9
2025-01	3	6	216	342	525	1243	681	1404	1155	16.4	9.3	18.4	7.0	22.5
2025-02	38	4	193	474	1405	2604	2017	3138	3186	17.4	8.6	17.4	9.0	18.9
2025-03	0	0	6	279	1435	2471	1258	1555	2785	17.3	8.7	19.4	11.4	19.5
2025-04	19	18	118	372	1288	1779	359	1433	1546	15.8	9.5	18.6	7.7	19.4
2025-05	81	2	12	580	1549	2116	823	1598	1034	14.2	8.3	17.1	8.8	25.6
2025-06	64	88	422	947	2336	3459	887	1370	2180	13.9	10.6	16.3	8.3	21.0
2025-07	27	11	108	978	2267	3846	979	1524	2395	14.6	8.8	17.4	11.0	17.5
2025-08	38	68	176	1148	1146	3114	1009	1245	1832	14.4	9.9	18.5	9.6	21.7
2025-09	34	66	46	600	1436	2179	682	1187	2638	16.7	8.6	21.2	10.3	26.0
2025-10	0	13	20	175	562	770	139	480	739	16.0	8.4	18.8	12.7	18.6

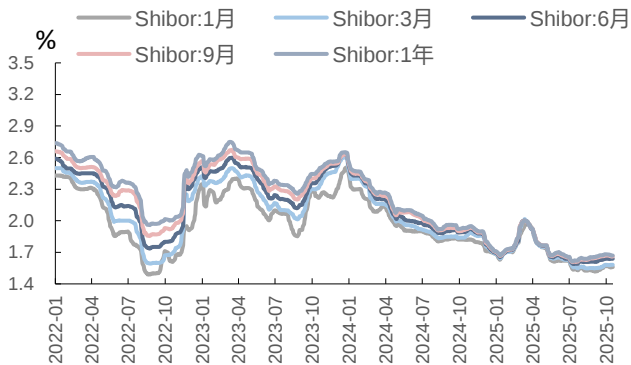
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

下周逆回购到期规模下降至 7891 亿元；政府债净缴款规模将从本周的 1402 亿元上升至 2134 亿元，其中周二净缴款规模达 3666 亿元；目前下周无北交所新股发行信息披露。尽管缴税截止日顺延至 10 月 27 日，但由于 10 月为缴税大月，下周后半周可能仍将面临税期的扰动，但整体来看，下周外生扰动的影响仍然相对可控，本周央行超额续作 6M 买断式逆回购也释放了积极信号，因此我们预计下周资金面虽存在一定的波动可能，但整体宽松状态仍有望维持。

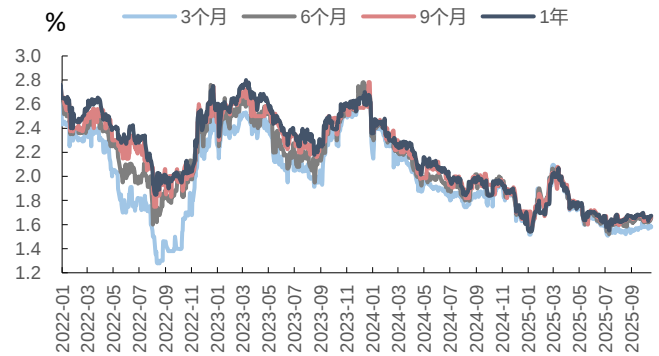
二、同业存单

本周 1Y 期 Shibor 利率下行 0.4BP 至 1.67%。截至 10 月 17 日，1M、6M 期 Shibor 利率分别较 10 月 11 日上行 0.1BP、0.2BP 至 1.56%、1.64%，而 3M、9M、1Y 期 Shibor 利率较 10 月 11 日下行 0.1BP、0.5BP、0.4BP 至 1.58%、1.66%、1.67%。

1 年期 AAA 级同业存单二级利率上行 1.6BP 至 1.67%。截至 10 月 17 日，6M、9M、1Y 期股份行存单发行利率分别较 10 月 11 日上行 2.8BP、1.4BP、1.4BP 至 1.66%、1.67%、1.67%，而 3M 期股份行存单发行利率较 10 月 11 日下行 1.2BP 至 1.58%。1M、3M、6M、9M、1Y 期 AAA 级同业存单二级利率分别上行 4.1BP、3.8BP、2.4BP、1.6BP、1.6BP 至 1.50%、1.59%、1.64%、1.66%、1.67%。

图 29: SHIBOR 利率走势 (单位: %)


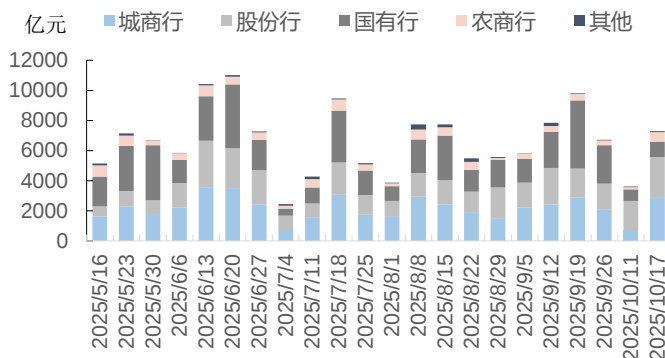
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 30: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)


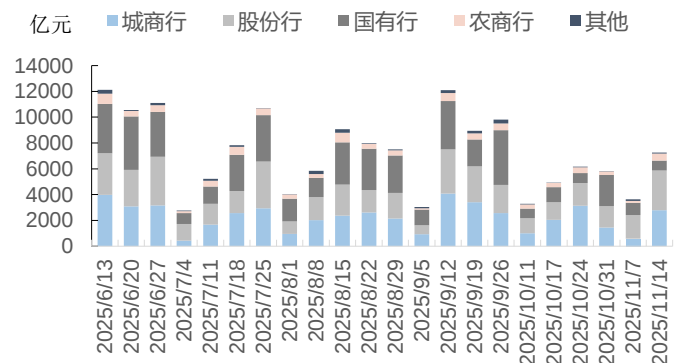
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

本周同业存单发行规模大幅上升而到期规模升幅较小, 同业存单净融资规模上升至 2359 亿元。国有行、股份行、城商行、农商行净融资规模分别为-135 亿元、1274 亿元、876 亿元、319 亿元; 1Y 期存单发行占比持平前值于 19%, 6M 期存单发行占比最高为 44%。本周同业存单发行规模较国庆假期前后两周 (9 月 28 日-10 月 11 日) 上升 3685 亿元至 7295 亿元, 偿还规模上升 1655 亿元至 4936 亿元, 存单净融资规模上升至 2359 亿元 (国庆假期前后两周为净融资 329 亿元)。分银行类型来看, 城商行、股份行、农商行、国有行存单发行规模环比分别上升 2191 亿元、730 亿元、502 亿元、242 亿元至 2915 亿元、2650 亿元、639 亿元、1019 亿元; 从净融资分布来看, 国有行存单净融资环比下降 186 亿元至-135 亿元, 而股份行、城商行、农商行存单净融资环比分别上升 534 亿元、1151 亿元、502 亿元至 1274 亿元、876 亿元、319 亿元。本周 1Y 期存单发行占比持平前值于 19%, 6M 期存单发行占比最高为 44%。下周存单到期规模约 6167 亿元, 较本周上升 1231 亿元。

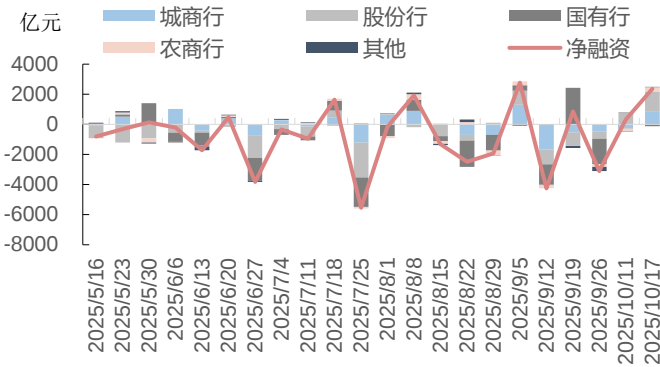
本周国有行、股份行存单发行成功率下降而城商行、农商行上升, 除国有行存单发行成功率偏低外, 其余银行均位于近年均值水平附近。城商行-股份行 1Y 存单发行利差收窄。截至 10 月 17 日, 国有行、股份行的存单发行成功率分别较国庆假期先后两周下降 14.6pct、6.3pct, 而城商行、农商行存单发行成功率上升 4.3pct、1.2pct, 除国有行存单发行成功率偏低外, 其余银行存单发行成功率均位于近年均值水平附近。城商行-股份行 1Y 存单发行利差下行 7.7BP 至 9.2BP, 位于 2018 年以来 6.3%分位数水平。

图 31: 分银行类型存单发行规模分布


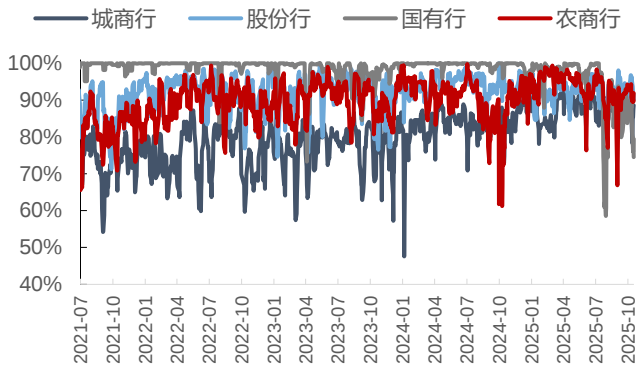
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 32: 分银行类型存单到期规模分布


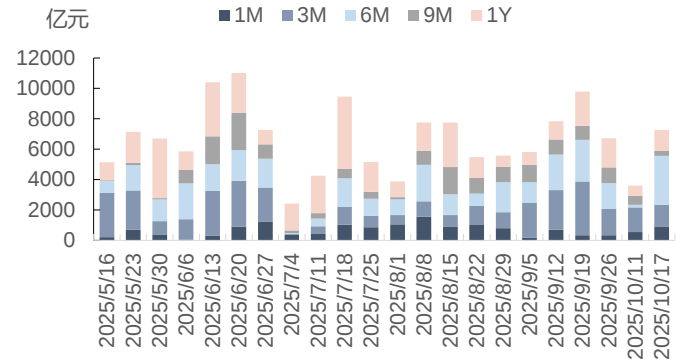
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 33：分银行类型存单净融资规模分布


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 35：各类型银行存单发行成功率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 34：存单发行规模期限分布


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 36：城商行-股份行 1Y 存单发行利差

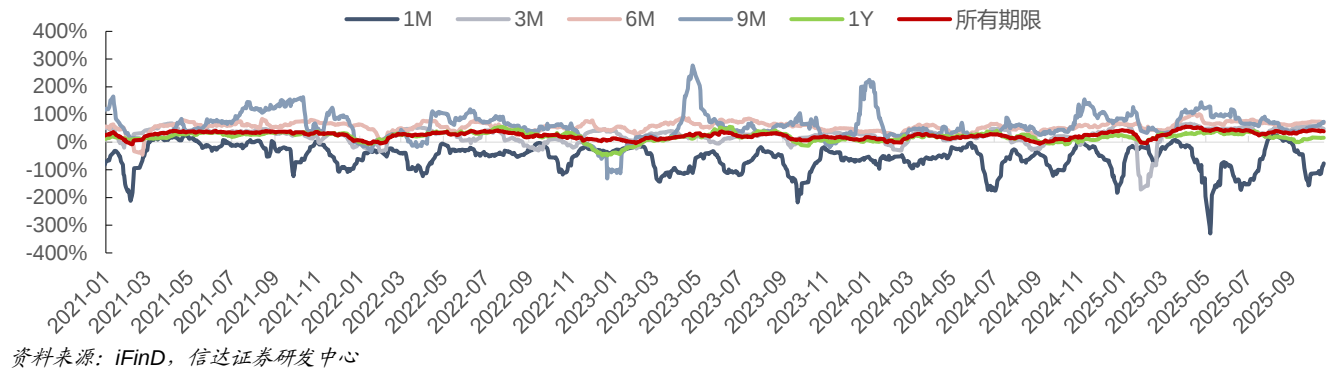

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

本周存单供需相对强弱指数先升后降，与前一周大致持平。基金公司、理财产品和其他产品对存单的需求持续抬升，而货币基金的增持意愿在下半周明显下降，股份行对存单的减持意愿先升后降，指数在周二升至 40.8% 后下降至周五的 39.3%，与 10 月 11 日持平。分期限来看，1M、9M 和 1Y 供需指数上升，而 3M、6M 期限品种小幅下降。本周存单供需相对强弱指数先升后降。上半周基金公司和货币基金对存单倾向于增持，理财产品和其他产品对存单的增持意愿上升，股份行对存单的减持意愿上升，指数在周二上升至 40.8%；尽管周三后基金公司、理财产品和其他产品对存单的增持意愿继续上升，但货币基金对存单的增持意愿大幅下降，股份行对存单的减持意愿减弱，存单供需相对强弱指数持续下行，周五降至 39.3%，与 10 月 11 日持平，仍处于偏高水平。从分期限的强弱指数来看，本周 1M、9M 和 1Y 品种的供需指数上升，而 3M、6M 期限品种的供需指数均小幅下降。

图 37：存单供需相对强弱指数


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

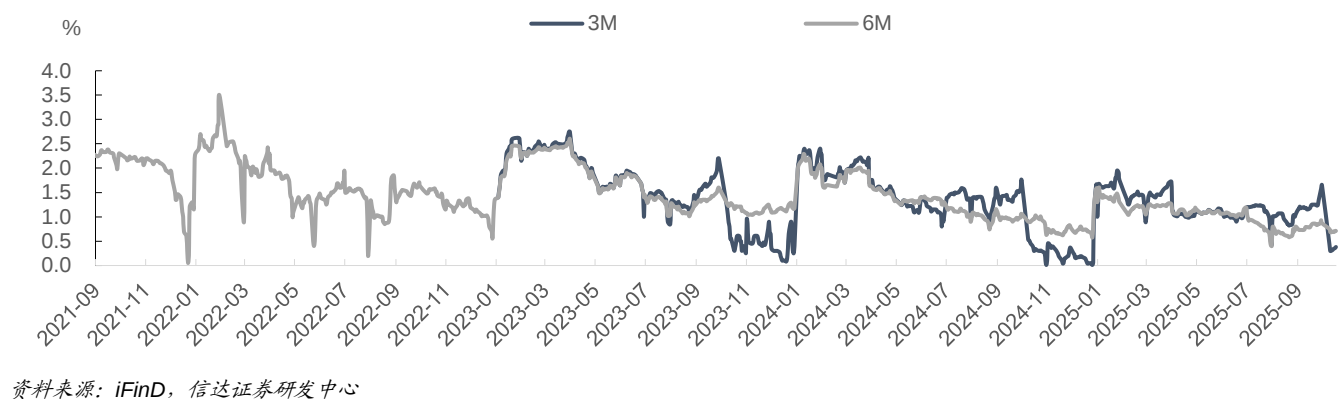
图 38：分期限存单供需相对强弱指数



三、票据市场

本周票据利率震荡上行，3M、6M 期国股票据利率分别较 10 月 11 日上行 8BP、3BP 至 0.38%、0.71%。本周票源供给持续充裕，卖盘出票意愿积极，而大行收票需求稳步释放，报价逐步抬升，中小行亦跟随高价收票，票据利率整体震荡上行。截至 10 月 17 日，国股 3M、6M 期票据利率较 10 月 11 日上行 8BP、3BP 至 0.38%、0.71%。

图 39：国股转贴现票据利率走势



四、债券交易情绪跟踪

本周债券市场窄幅震荡，信用和二永利差收窄。大行对债券转而倾向于减持，对地方债、中票、存单、二永债的减持意愿均上升，对长端国债的增持意愿下降，对超长端国债倾向于减持，但对 1-3 年国债和长端政金债的增持意愿上升。此外，交易型机构对债券的增持意愿上升，其中基金公司和其他机构对债券的增持意愿上升，证券公司倾向于增持债券，而其他产品对债券的增持意愿下降。基金公司对 10 年及以上国债、长端政金债、中票和二永债的增持意愿上升，但对 5 年以内政金债倾向于减持，其他机构对中短端国债的增持意愿上升，对存单倾向于增持，但对长端政金债倾向于减持，证券公司对超长端国债和长端政金债的增持意愿上升，对长端国债倾向于增持，对存单的减持意愿下降，其他产品对中票和二永债倾向于减持，但对长端政金债的增持意愿上升。配置型机构对债券的增持意愿大致平稳，其中农商行对债券的减持意愿上升，而保险和理财对债券的增持意愿上升。农商行对存单、长端政金债、1-3 年国债的减持意愿均上升，对 1 年以内国债倾向于减持，保险对存单和地方债的增持意愿上升，对二永债倾向于增持，但对超长端国债倾向于减持，理财对存单、中票、短端政金债的增持意愿上升，对长端国债倾向于增持。

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。

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。