



继续博弈货币宽松？

2025 年 04 月 05 日

► 下周关注：继续博弈货币宽松？

本周资金面先紧后松，或主要受到跨季影响，对应资金利率先上后下。跨季后资金利率初现破位下行，4/3，隔夜资金下破 1.7%，7 天资金在 1.7% 附近，资金利率已下行至 2025 年以来的较低水平。

跨季后资金面如何展望？货币宽松空间是否打开？ 央行态度或仍是关键，对应至货币宽松的推进节奏和流动性投放情况。当前政策端重心或主要在于国内基本面和外部关税政策，随着不确定因素逐渐落地，尤其是关税冲击的超预期落地，货币政策“择机”的节奏或也将迎来验证。

短期内，从季节性规律出发，4 月资金利率中枢通常下移，或因 3 月末财政支出提速、信贷投放节奏放缓等季节性因素均形成利好。同时，也需要关注资金面的潜在扰动，央行如何配合操作或仍是关键。后续若专项债继续提速，政府债供给压力超预期，不排除央行采用降准或其他工具配合的可能，届时或将对资金面形成进一步利好。

聚焦下周而言，资金面或阶段性进入较为舒适的区间，一方面，结合内部和外部环境，资金面或不具备再度大幅收敛的基础；另一方面，下周政府债到期规模较大，净缴款压力不大，税期扰动也未至，但同业存单到期规模有所回升，近期银行负债端渐近修复，到期续发压力或也相对可控。

► 货币市场跟踪

截至 4/3，相较 3/28，DR001 下行 9.6BP 至 1.62%，DR007 下行 35.3BP 至 1.7%，R001 下行 12BP 至 1.66%，R007 下行 51.4BP 至 1.74%。

银行间质押式回购日均成交额 60780 亿元，比 3/24-3/28 减少 2839 亿元。其中，R001 日均成交额 52326 亿元，平均占比 86.4%；R007 日均成交额 7411 亿元，平均占比 12%。**银行体系资金净融出共计 5448 亿元**，较 3/24-3/28 变动 17256 亿元。其中，国股大行净融出-3470 亿元，较 3/24-3/28 变动-10587 亿元，城农商行净融出-1978 亿元，较 3/24-3/28 变动-6668 亿元。

► 同业存单一级跟踪

3/31-4/6 四类主要银行同业存单发行总额为 2624 亿元，净融资额为 1872 亿元，对比 3/24-3/30 主要银行发行总额 8229 亿元，净融资额-172 亿元，**发行规模减少，净融资额增加**。

各期限发行利率下行，各主体发行利率下行，此外，相较 3/28，股份行 1Y CD 与 R007 的利差变动 49.24BP 至 13.94BP，1Y CD 与 R001 的利差变动 9.84BP 至 21.89BP。1Y CD-1 年期 MLF 利差变动-2.18BP 至-11.78BP。

► 同业存单二级跟踪

各期限存单收益率下行。1M、3M、6M、9M、1Y 存单收益率分别变动-18.88BP、-9.24BP、-10.01BP、-11BP、-10BP 至 1.74%、1.79%、1.8%、1.8%、1.8%。**各主体存单收益率下行**。股份行、国有行、农商行 1Y 存单收益率分别变动-7.23BP、-7.74BP、-8.62BP 至 1.81%、1.8%、1.85%。**各等级存单收益率下行**。AAA、AA+、AA 等级 1 年期存单收益率分别变动-10BP、-11BP、-11BP 至 1.8%、1.85%、1.94%。

主体利差收窄，等级利差收窄，期限利差分化。此外，相较 3/28，“1Y CD-1Y MLF”利差变动-7.23BP 至-19.3BP，“1Y CD-10Y 国债”利差变动 0.73BP 至 8.9BP。

► **风险提示**：政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治风险。



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

邮箱：tanyiming@mszq.com

研究助理 何楠飞

执业证书：S0100123070014

邮箱：henanfei@mszq.com

相关研究

1. 转债策略研究系列：2025 年 4 月转债策略组合：关注低估值转债-2025/04/03
2. 利率专题：“负债荒”的演绎路径-2025/04/02
3. 可转债打新系列：鼎龙转债：创新材料平台型企业-2025/04/02
4. 金融债研究：一文全览“保险公司债”-2025/03/31
5. 债市跟踪周报 20250331：理财净值企稳修复-2025/03/31

目录

1 下周关注：继续博弈货币宽松？	3
2 公开市场：下周到期 9134 亿元	7
3 政府债：下周地方债净缴款 1234 亿元	9
4 超储跟踪预测	10
5 货币市场：资金利率下行	11
6 同业存单：收益率回落	14
6.1 同业存单一级市场	14
6.2 同业存单二级市场	17
7 风险提示	20
插图目录	21
表格目录	21

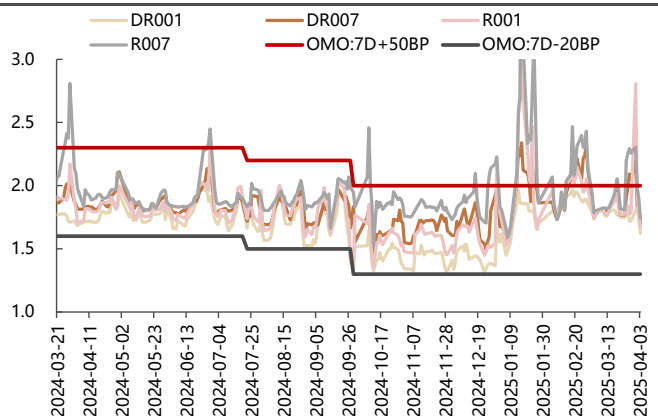
1 下周关注：继续博弈货币宽松？

本周迎来跨季，资金面先紧后松，跨季后资金利率大幅下行，DR001、DR007 下破 1.7%。3/31-4/3，DR001、R001 周均值分别较前周变动 0BP、+25BP，DR007、R007 周均值分别较前周变动-7BP、-12BP。

银行资金出规模继续回升，3/31-4/3 银行体系净供给平均 3.44 万亿元，较 3/24-3/28 变动 2927 亿元，周内净供给水平降低，4/4 较 3/31 变动-5448 亿元至 3.1 万亿元。

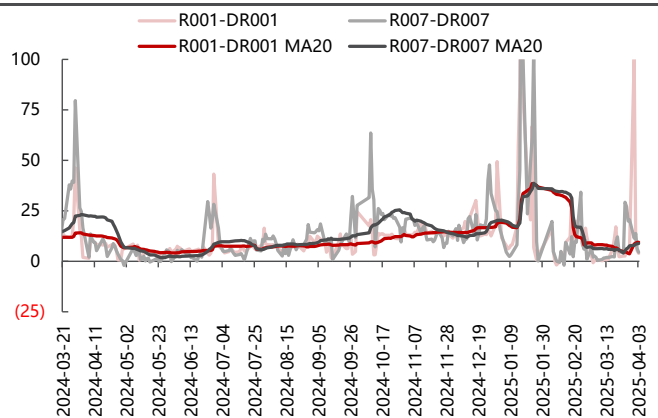
跨季后资金分层现象趋于减弱，3/30-4/3，R007-DR007 周均值为 30BP，较前周变动+25BP，R001-DR001 周均值为 9BP，较前周变动-11BP，GC001、GC007 周均值较前周变-14BP、-34BP。

图1：资金利率及利率走廊（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图2：流动性分层情况（BP）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

表1：货币市场利率变动（%，BP）

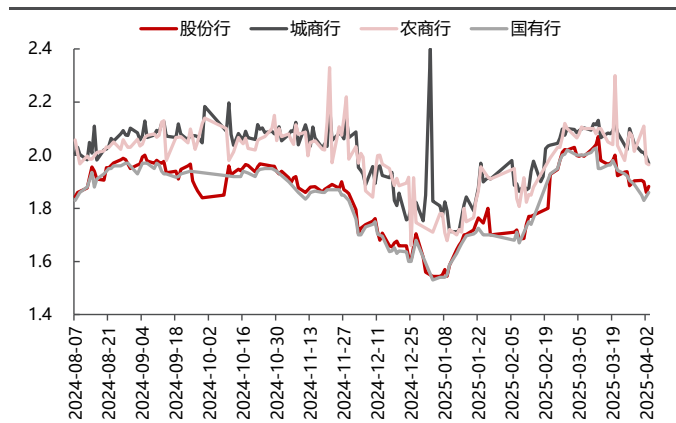
	DR001	DR007	R001	R007	GC001	GC007	CD:1M	CD:3M	CD:6M	CD(股份行):9M	CD(股份行):1Y
2025-04-03	1.62	1.70	1.66	1.74	1.64	1.74	1.89	1.94	1.97	1.88	1.88
2025-03-28	1.72	2.05	1.78	2.26	3.21	2.27	2.04	1.97	1.99	1.93	1.90
周度变化	-10	-35	-12	-51	-157	-53	-15	-3	-2	-5	-2
本周均值	1.75	1.89	2.05	2.05	2.01	1.93	1.94	1.93	2.01	1.88	1.89
上周均值	1.75	1.96	1.80	2.16	2.15	2.27	2.03	2.01	2.03	1.94	1.92
周度变化	0	-7	25	-12	-14	-34	-10	-7	-3	-5	-3

资料来源：iFinD，民生证券研究院

本周资金面先紧后松，或主要受到跨季影响，对应资金利率先上后下。跨季后资金利率初现破位下行，4/3，隔夜资金下破 1.7%，7 天资金在 1.7%附近，资金利率已下行至 2025 年以来的较低水平。

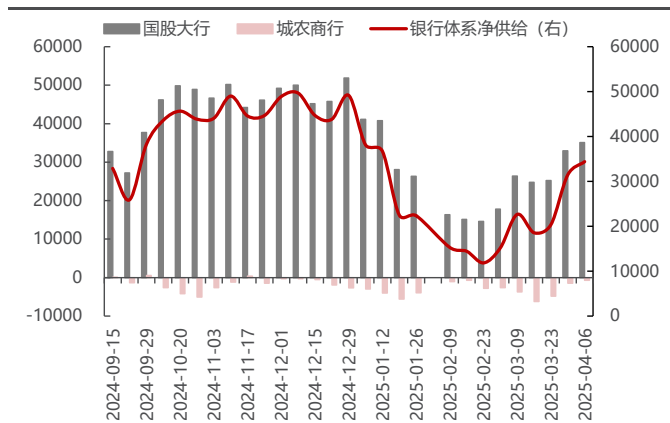
但银行负债端则是延续修复态势，一方面，本周银行融出水平未出现较大幅波

动，仍在 3.5 万亿元附近，为 2025 年以来的较高水平；另一方面，周内资金利率大幅波动的同时，存单发行利率未出现明显上行，指向银行负债端压力的逐步缓释，对应提价发行现象的弱化。

图3：同业存单发行利率（%）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/3

图4：银行体系资金净供给：周度（亿元）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至 2025/4/3

跨季后资金面如何展望？货币宽松空间是否打开？

整体而言，央行态度或仍是关键，对应至货币宽松的推进节奏和流动性投放情况。当前政策端重心或主要在于国内基本面和外部关税政策，随着不确定因素逐渐落地，尤其是关税冲击的超预期落地，货币政策“择机”的节奏或也将迎来验证。

国内基本面而言，1-2 月经济平稳开局，内需结构性修复，但呈现一定的政策驱动特征，内生动力待持续加强。4 月即将公布一季度经济金融数据为观测窗口，是否将持续验证经济的企稳回暖，或也将影响后续政策发力的节奏。

外部因素方面，当地时间 4/2，美国“对等关税”靴子落地，较为超预期，当日早盘债市即对此定价 4-5BP，至收盘 10 年国债活跃券收益率较前日大幅下行 7.8BP，市场对于 4 月降准落地的想象空间也有所增加。

降准方面，4 月或是重要的观察窗口期之一；降息方面，或需进一步等待触发信号，一方面是国内基本面的修复情况，短期来看表现尚可，另一方面需要关注美国等海外经济体降息路径，外围掣肘空间是否打开。

但短期内，从季节性规律出发，4 月资金利率中枢通常下移，或因 3 月末财政支出提速、信贷投放节奏放缓等季节性因素均形成利好。

同时，也需要关注短期内资金面的潜在扰动，主要有几方面：第一，4 月买断式逆回购到期 1.7 万亿元，关注央行投放情况；第二，4 月作为季初月份，通常也是缴税大月，关注税期扰动；第三，当前置换债发行进程过半，近期地方债也暂未大幅放量，政府债供给压力或环比回落，但相较往年同期而言规模或仍不低。

表2：地方债发行计划（亿元）

地区		2025-04						2025-05						2025-06					
		新增一般债	再融资一般债	新增专项债	再融资专项债	未披露类型再融资债	合计	新增一般债	再融资一般债	新增专项债	再融资专项债	未披露类型再融资债	合计	新增一般债	再融资一般债	新增专项债	再融资专项债	未披露类型再融资债	合计
合计		481	946	2930	1312	2060	7728	190	1234	3010	920	31	5384	362	1932	3123	1303	0	6720
直辖市	北京					217	217						0		155	40	335		531
	上海					0	0						0						0
	天津					0	0						0						0
	重庆		73	80	219		372		131	80			211		131	200			331
	江苏		319		94		414						0						0
华东	浙江			330			330		108	600	44		752			600			600
	安徽					380	380		149	300	81		530	82		283	13		378
	福建			556		65	621						0						0
	江西						0			200			200		108	200			308
	山东	30	183	317	194		724	36	147	300	104		587			318	288		606
华北	山西	37	52	200			289						0		45				45
	河北	60					60		20	90	12		122		84		19		103
	内蒙古			251			251			87			87	15	161				176
华南	广东						0						0						0
	广西	97			410		508		36		9		45	127	11	358			496
	海南	24		117		144	285						0		86		60		146
华中	河南						0						0						0
	湖北						0						0						0
	湖南	70		400	650		1120		117	400	3		520		236	600			836
东北	辽宁	15	54		154		223		113	22			135	32	160	82			274
	吉林			17		26	42	66			3		69		169	183	20		371
	黑龙江			37		484	521						0						0
西南	四川					350	350		213	350	3		566		63				63
	贵州					337	337		88	121	493		702		130		35		165
	云南						0				122		122		156		533		688
	西藏	9		12			21						0						0
西北	陕西	32		100			132	33	22	104	44		203	33	104	100	0		237
	甘肃			20		56	76		50	100			150		50	100			150
	青海						0						0	33	49				82
	新疆	63	14	106	1		183	55	6	80			141	30	17	50			97
	宁夏	44					44			9	1		10	10	17	9			36
计划单列市	大连						0						0						0
	青岛						0						0						0
	宁波			130			130		35				35						0
	深圳						0			166		31	197						0
	厦门			99			99						0						0

资料来源：iFinD，民生证券研究院

这当中，央行如何进行配合操作或仍是关键。若参考往年 4 月，逆回购通多为净回笼状态、MLF 多为等量或小幅超额续作，或因跨季后资金面往往有自发趋于均衡的动力，叠加近年来年内第一次降准通常在上半年落地，央行加码呵护的必要性降低。

今年二季度若专项债继续提速，政府债供给压力超预期，不排除央行采用降准或其他工具进行配合的可能，届时或将对资金面形成进一步利好。

聚焦下周而言，资金面或阶段性进入较为舒适的区间，一方面，结合内部和外部环境，资金面或不具备再度大幅收敛的基础；另一方面，下周政府债到期规模较大，净缴款压力不大，税期扰动也未至，但同业存单到期规模有所回升，近期银行负债端渐近修复，到期续发压力或也相对可控。

4/7-4/11 资金面关注因素：

(1) 逆回购到期 7634 亿元，国库现金定存到期 1500 亿元，关注央行投放情况；

(2) 政府债净缴款-4512 亿元，其中，国债到期规模较大；

(3) 同业存单到期 5462 亿元，规模较前周回升，到期续发压力增加。

表3：下周资金面主要关注因素（亿元）

		周一 4月7日	周二 4月8日	周三 4月9日	周四 4月10日	周五 4月11日	合计	
公开市场	逆回购到期	2452	649	2299	2234		到期7634亿元	
	MLF/TMLF到期						到期0亿元	
	国库定存到期	1500					到期1500亿元	
政府债发行	国债发行						发行0亿元	净发行-5746亿元
	地方债发行		693		677	650	发行2019亿元	净发行1884亿元
	合计发行	0	693	0	677	650	合计发行2019亿元	合计净发行-3862亿元
政府债缴款	国债缴款						缴款0亿元	净缴款-5746亿元
	地方债缴款			693		677	缴款1369亿元	净缴款1234亿元
	合计缴款	0	0	693	0	677	合计缴款1369亿元	合计净缴款-4512亿元
政府债到期	国债到期			4196	1550		到期5746亿元	
	地方债到期				50	86	到期136亿元	
	合计到期	0	0	4196	1600	86	到期5882亿元	
同业存单	存单到期	1472	642	195	2225	930	到期5462亿元	

资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：国债数据不含储蓄国债；下周到期规模含本周末（除调休日外）的到期数据。

2 公开市场：下周到期 9134 亿元

3/31-4/3，公开市场净投放-5019 亿元。其中，逆回购投放 6849 亿元、到期 11868 亿元。

4/7-4/11，公开市场到期 9134 亿元。其中，逆回购到期 7634 亿元、国库现金定存到期 1500 亿元。

表4：近一个月公开市场操作情况

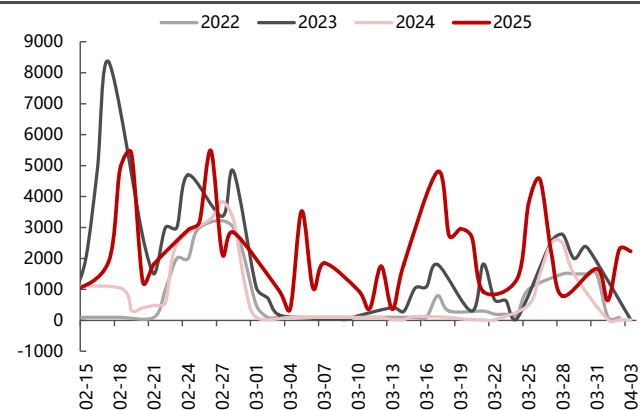
投放/到期	操作类型	发生日期	规模(亿元)	操作方向	利率(%)	利率变动(bp)	期限(天)
上周	净投放	3/24-3/28	3036				
资金投放	逆回购	2025-03-24	1350	发行	1.50	--	7
	逆回购	2025-03-25	3779	发行	1.50	0.00	7
	MLF	2025-03-25	4500	投放	--	--	365
	逆回购	2025-03-26	4554	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-03-27	2185	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-03-28	785	发行	1.50	0.00	7
资金到期	逆回购	2025-03-24	4810	到期	1.50	--	7
	逆回购	2025-03-25	2733	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-03-26	2959	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-03-27	2685	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-03-28	930	到期	1.50	0.00	7
本周	净投放	3/31-4/3	-5019				
资金投放	逆回购	2025-03-31	1667	发行	1.50	--	7
	逆回购	2025-04-01	649	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-04-02	2299	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-04-03	2234	发行	1.50	0.00	7
资金到期	逆回购	2025-03-31	1350	到期	1.50	--	7
	逆回购	2025-04-01	3779	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-04-02	4554	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-04-03	2185	到期	1.50	0.00	7
下周	净投放	4/7-4/11	-9134				
资金到期	国库现金定存	2025-04-07	1500	到期	2.08	--	28
	逆回购	2025-04-07	785	到期	1.50	--	7
	逆回购	2025-04-07	1667	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-04-08	649	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-04-09	2299	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-04-10	2234	到期	1.50	0.00	7

资料来源：iFinD，民生证券研究院

3/31-4/3，跨季后，资金面逐渐回归均衡宽松，公开市场连续两日大额净回笼，4/3 转为小额净投放，或释放呵护意图。

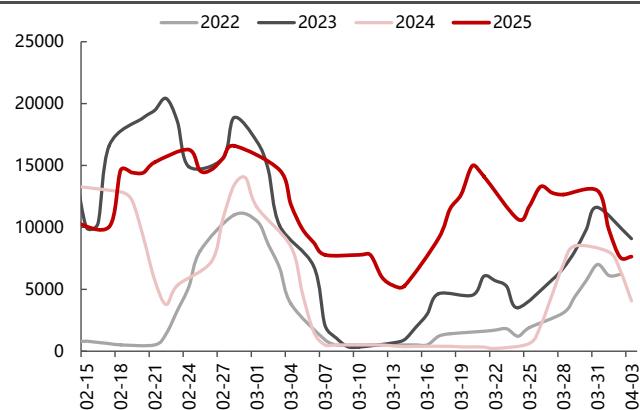
截至 4/3，逆回购余额为 7634 亿元，较 3/28 减少-5019 亿元。

图5：逆回购投放金额：季节性（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：逆回购余额：季节性（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

3 政府债：下周地方债净缴款 1234 亿元

3/31-4/3，国债、地方债净缴款 5318 亿元。其中，发行国债（不含储蓄国债）3801 亿元、地方债 1877 亿元，国债净缴款 3801 亿元、地方债净缴款 2284 亿元。

4/7-4/11，政府债净缴款-4512 亿元。其中，无国债（不含储蓄国债）发行、到期 5746 亿元，地方债净缴款 1234 亿元。

表5：近一个月政府债发行及净缴款情况（亿元）

日期	发行			缴款			到期			净缴款		
	国债	地方债	合计	国债	地方债	合计	国债	地方债	合计	国债	地方债	合计
上周	3505	3363	6868	3505	3936	7441	1055	331	1386	2450	3605	6054
2025-03-24	3505	1052	4557	0	979	979	650	121	771	-650	858	208
2025-03-25	0	1101	1101	3505	1052	4557	0	0	0	3505	1052	4557
2025-03-26	0	375	375	0	1101	1101	405	0	405	-405	1101	696
2025-03-27	0	428	428	0	375	375	0	46	46	0	329	329
2025-03-28	0	406	406	0	428	428	0	0	0	0	428	428
本周	3801	1877	5679	3801	2284	6085	401	367	768	3401	1917	5318
2025-03-31	0	1812	1812	0	406	406	0	164	164	0	242	242
2025-04-01	0	0	0	0	1812	1812	0	58	58	0	1755	1755
2025-04-02	3801	65	3867	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2025-04-03	0	0	0	3801	65	3867	401	1	402	3401	64	3464
2025-04-04	0	0	0	0	0	0	0	144	144	0	-144	-144
下周	0	2019	2019	0	1369	1369	5746	136	5882	-5746	1234	-4512
2025-04-07	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2025-04-08	0	693	693	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2025-04-09	0	0	0	0	693	693	4196	0	4196	-4196	693	-3503
2025-04-10	0	677	677	0	0	0	1550	50	1600	-1550	-50	-1600
2025-04-11	0	650	650	0	677	677	0	86	86	0	591	591

资料来源：iFinD，民生证券研究院

4 超储跟踪预测

预测 2025 年 4 月超储率约为 0.53%，环比回落约 0.62pct（3 月末预测为 1.15%），同比回落 0.98pct（去年同期为 1.52%）。

表6：月度超储影响因素跟踪及预测（亿元，%）

	2024/11	2024/12	2025/1	2025/2	2025/3	2025/4
外汇环比	-389	-425	-589	-667	220	-100
对其他存款性公司债权环比	5009	-14130	28198	4337	-1397	-6279
减：MO环比	1733	4014	14060	-9498	-3700	-100
减：政府存款环比	1724	-13616	2740	10079	3400	6700
减：缴准	3370	16654	-1267	7376	4000	-800
变动合计	-2206	-21607	12075	-4287	-4877	-12179
月末超储余额	49597	32753	44828	40541	35665	16515
超储基数	2977867	2977541	3017775	3044806	3105741	3097198
超储率	1.67%	1.10%	1.49%	1.33%	1.15%	0.53%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

预测 3 月末超储约为 3.57 万亿元。3/31-4/3，公开市场净投放-5019 亿元、政府债净缴款 5318 亿元，预测财政收支差额-305 亿元、缴准 76 亿元。

表7：周度超储影响因素跟踪及预测（亿元）

	2025/2	3/3-3/7	3/10-3/14	3/17-3/21	3/24-3/28	2025/3	3/31-4/3
超储余额	40541					35665	
公开市场净投放		-8813	-1917	3785	3036		-5019
逆回购		-8813	-2517	8855	-1464		-5019
MLF/TMLF		0	0	-3870	4500		0
国库定存		0	600	-1200	0		0
减：财政收支差额		-2309	-2309	-2309	-2309		-305
减：政府债净缴款		2773	1090	4178	6219		5318
减：缴准		952	952	952	952		76
减：缴税		0	0	11525	0		0
变动合计		-10230	-1650	-10561	-1826		-10108

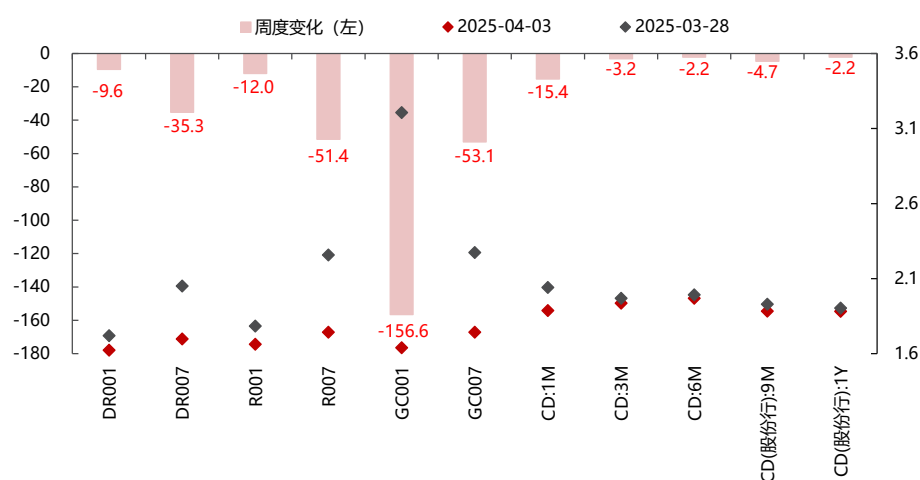
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

5 货币市场：资金利率下行

(1) 资金利率下行：截至 4/3，相较 3/28，DR001 下行 9.6BP 至 1.62%，DR007 下行 35.3BP 至 1.7%，R001 下行 12BP 至 1.66%，R007 下行 51.4BP 至 1.74%；

(2) 同业存单利率下行：截至 4/3，相较 3/28，CD:1M 下行 15.4BP 至 1.89%，CD:3M 下行 3.2BP 至 1.94%，CD:6M 下行 2.2BP 至 1.97%，CD(股份行):9M 下行 4.7BP 至 1.88%，CD(股份行):1Y 下行 2.2BP 至 1.88%。

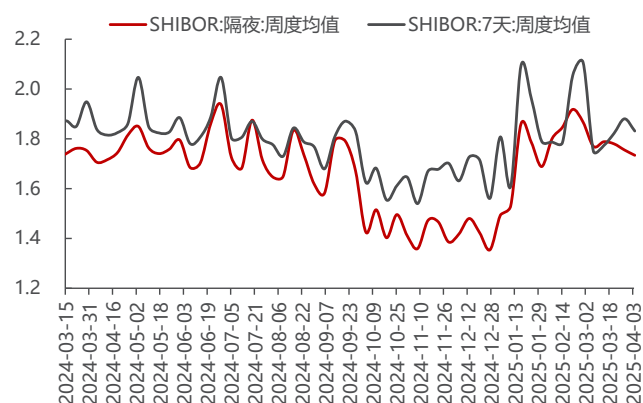
图7：货币市场利率变动情况 (BP, %)



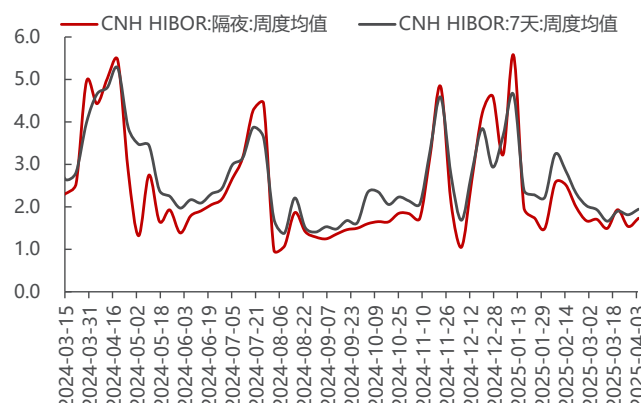
资料来源：iFinD，民生证券研究院

(3) SHIBOR 利率：隔夜、7 天利率周度均值分别较上周变动-2.14BP、-4.9BP 至 1.76%、1.88%；

(4) CNH HIBOR 利率：隔夜、7 天利率周度均值分别较上周变动 19.44BP、13.14BP 至 1.54%、1.81%。

图8: SHIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)


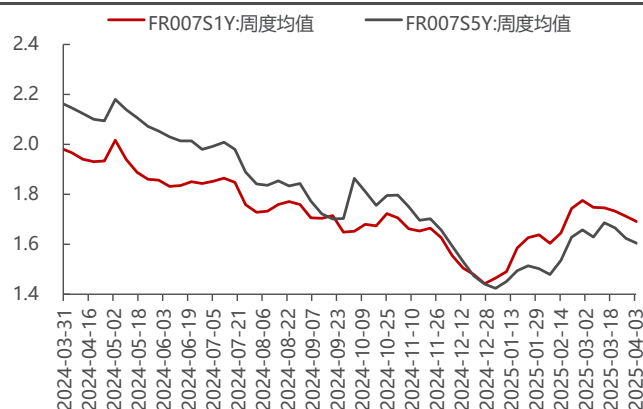
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图9: CNH HIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)


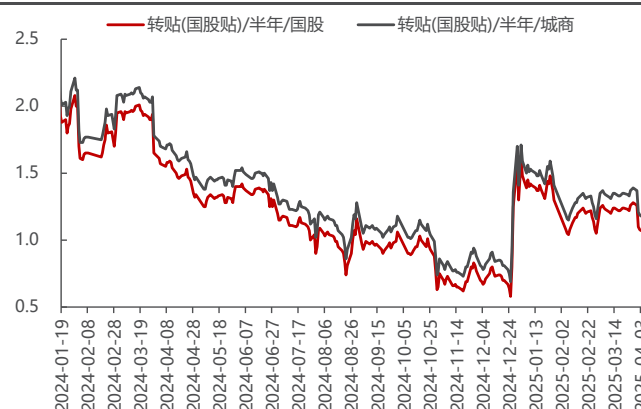
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

(5) 利率互换收盘利率: FR007S1Y、FR007S5Y 利率周度均值分别较上周变动-2.12BP、-1.92BP 至 1.69%、1.6%。

(6) 票据利率: 半年国股转贴利率、半年城商转贴利率分别较上周变动 1.1BP、1.2BP 至 1.25%、1.36%。

图10: FR007S1Y、FR007S5Y (周度均值) (%)


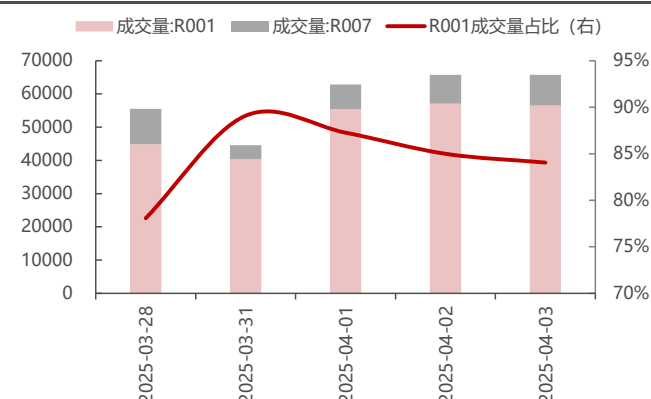
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图11: 票据利率 (%)


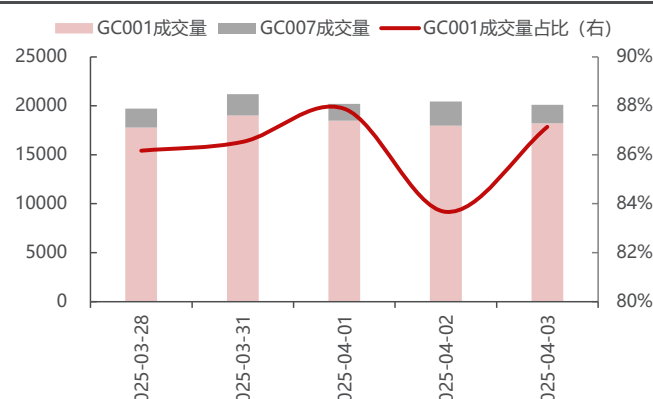
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

银行间质押式回购日均成交额 60780 亿元, 比 3/24-3/28 减少 2839 亿元。其中, R001 日均成交额 52326 亿元, 平均占比 86.4%; R007 日均成交额 7411 亿元, 平均占比 12%。

上交所新质押式国债回购日均成交额为 21344 亿元, 比 3/24-3/28 增加 241 亿元。其中, GC001 日均成交额 18418 亿元, 平均占比 86.3%; GC007 日均成交额 2063 亿元, 平均占比 9.5%。

图12：银行间质押式回购成交情况（亿元，%）


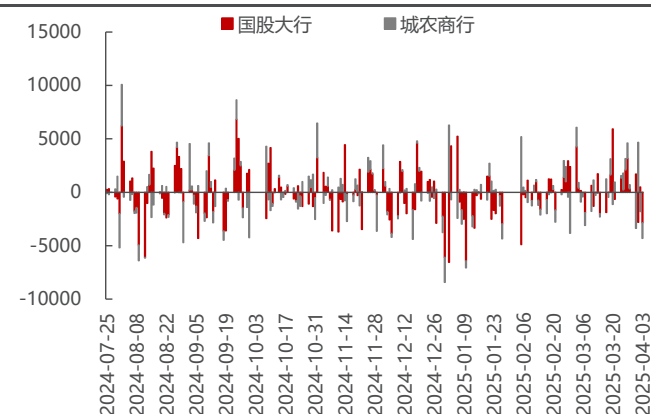
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图13：上交所新质押式回购成交情况（亿元，%）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

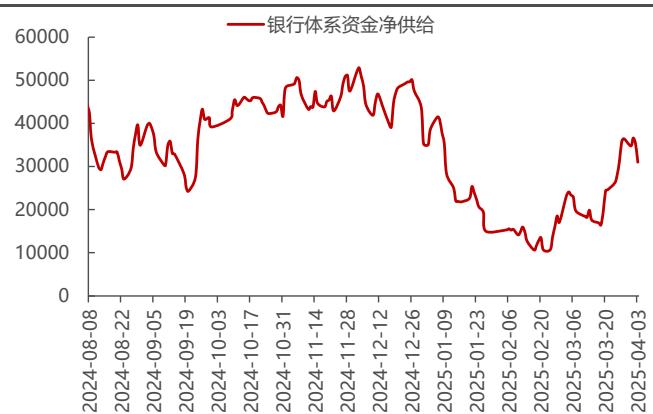
3/31-4/3，银行体系资金净融出（考虑到期）共计 5448 亿元，较 3/24-3/28 变动 17256 亿元。其中，国股大行净融出-3470 亿元，较 3/24-3/28 变动-10587 亿元，城农商行净融出-1978 亿元，较 3/24-3/28 变动-6668 亿元。

从净供给水平来看，从净供给水平来看，3/31-4/3 银行体系净供给平均 3.44 万亿元，较 3/24-3/28 变动 2927 亿元，周内净供给水平降低，4/4 较 3/31 变动 -5448 亿元至 3.1 万亿元。

图14：银行体系每日净融出（亿元）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：净融出=逆回购交易金额-正回购交易金额-（当日到期逆回购-当日到期正回购）

图15：银行体系日均资金净供给（亿元）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：净供给=逆回购余额-正回购余额

6 同业存单：收益率回落

6.1 同业存单一级市场

6.1.1 同业存单发行和净融资

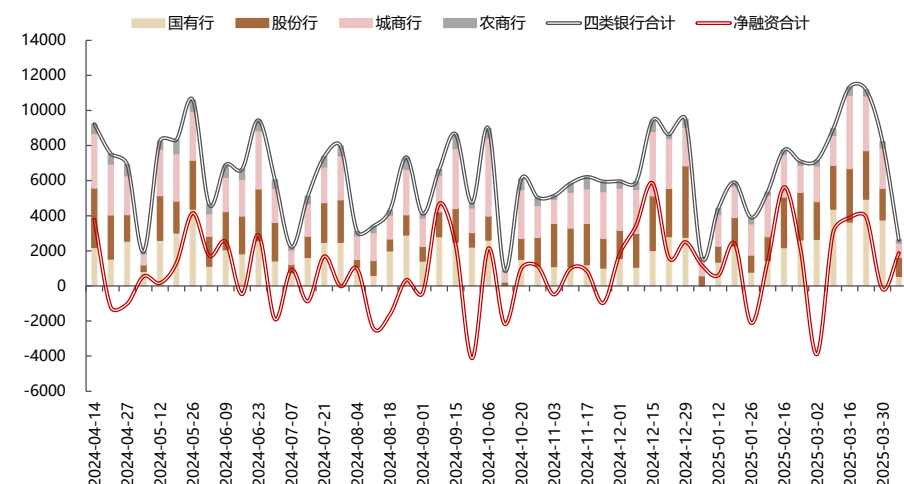
3/31-4/6 四类主要银行同业存单发行总额为 2624 亿元，净融资额为 1872 亿元，对比 3/24-3/30 主要银行发行总额 8229 亿元，净融资额-172 亿元，**发行规模减少，净融资额增加。**

分主体看，股份行存单发行规模最大，股份行存单净融资额最高。国有行、股份行、城商行、农商行分别发行 548 亿元、1077 亿元、819 亿元、181 亿元，占比分别为 21%、41%、31%、7%；净融资额分别为 412 亿元、730 亿元、574 亿元、156 亿元。

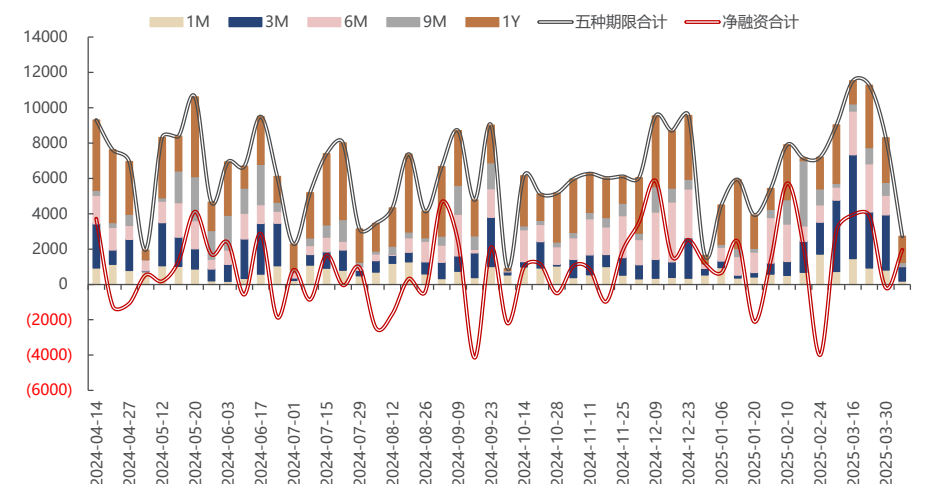
分期限看，1Y 存单发行规模最大，1Y 存单净融资额最高。1M、3M、6M、9M、1Y 期限发行规模分别为 188 亿元、822 亿元、31 亿元、197 亿元、1485 亿元，占比分别为 7%、30%、1%、7%、55%；净融资额分别为 54 亿元、659 亿元、31 亿元、136 亿元、1082 亿元。

从发行成功率来看，国有行发行成功率最高，城商行、股份行、国有行、农商行发行成功率分别为 85%、90%、100%、96%；6M 发行成功率最高，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单发行成功率分别为 78%、92%、100%、91%、90%；AAA 发行成功率最高，AA、AA+、AAA 同业存单发行成功率分别为 88%、89%、89%。

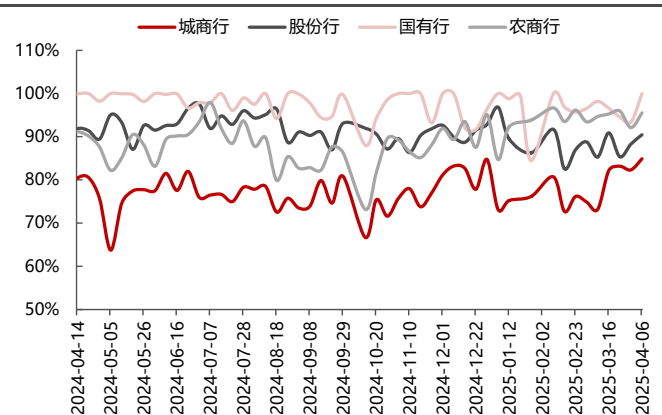
图16：主要银行同业存单发行情况（亿元）



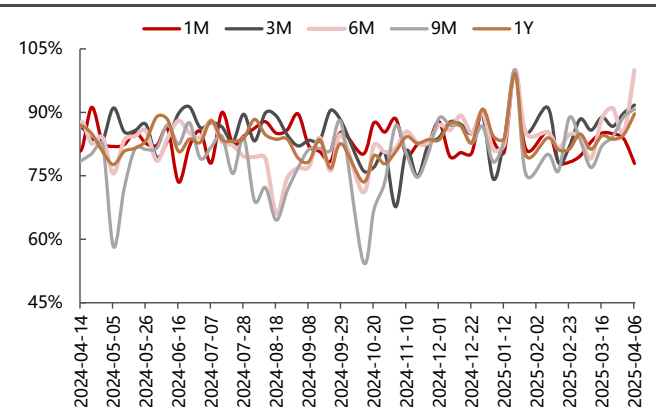
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图17：不同期限同业存单发行情况（亿元）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图18：不同银行 CD 发行成功率（%）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

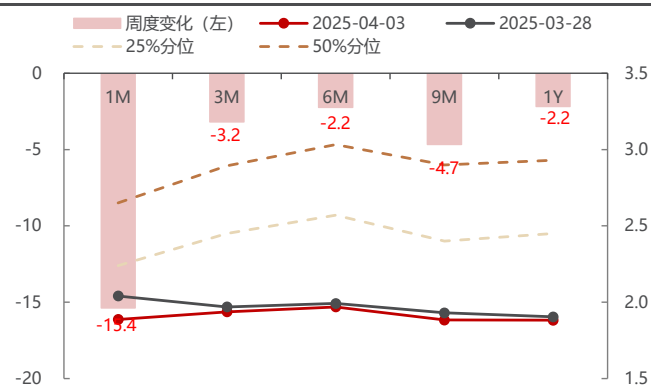
图19：不同期限 CD 发行成功率（%）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

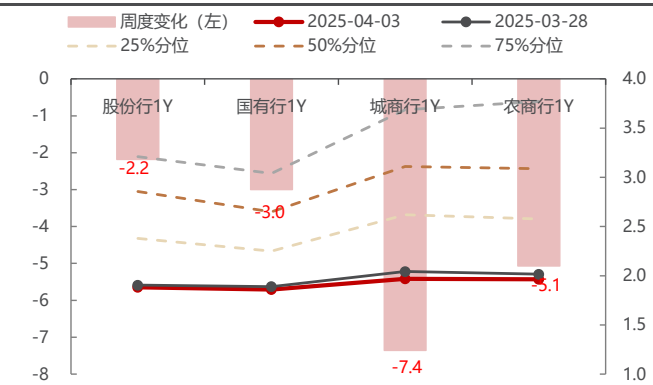
6.1.2 同业存单发行利率

从不同期限发行利率来看，3/30-4/3 各期限发行利率下行，1M、3M、6M、9M（股份行）、1Y（股份行）发行利率分别变动-15.4BP、-3.2BP、-2.2BP、-4.7BP、-2.2BP 至 1.9%、1.9%、2%、1.9%、1.9%。

从不同银行发行利率来看，3/30-4/3 各主体发行利率下行，股份行、国有行、城商行、农商行 1Y 同业存单发行利率分别变动-2.2BP、-3BP、-7.4BP、-5.1BP 至 1.9%、1.9%、2%、2%。

图20：不同期限 CD 发行利率一周变动 (BP, %)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图21：不同银行 CD 发行利率一周变动 (BP, %)


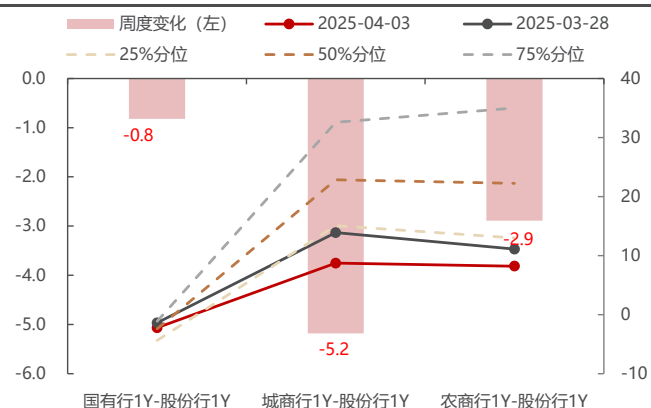
资料来源：iFinD，民生证券研究院

6.1.3 同业存单发行利差

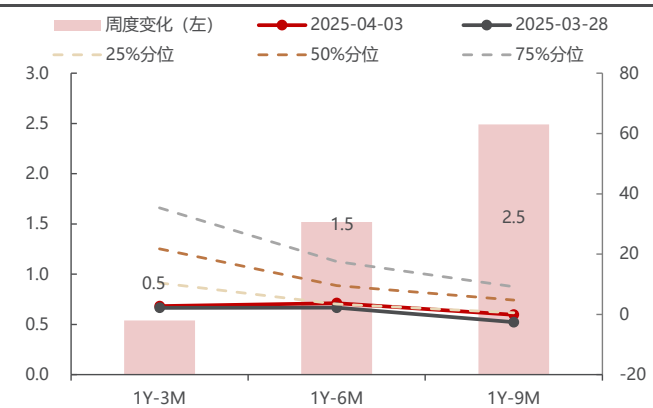
3/31-4/3 主体发行利差收窄, 国有行 1Y-股份行 1Y、城商行 1Y-股份行 1Y、农商行 1Y-股份行 1Y 同业存单发行利差分别变动-0.8BP、-5.2BP、-2.9BP 至-2.2BP、8.7BP、8.2BP。

3/31-4/3 期限利差走阔, 1Y-3M、1Y-6M、1Y-9M 同业存单发行利差分别变动 0.5BP、1.5BP、2.5BP 至 2.7BP、3.7BP、-0.1BP。

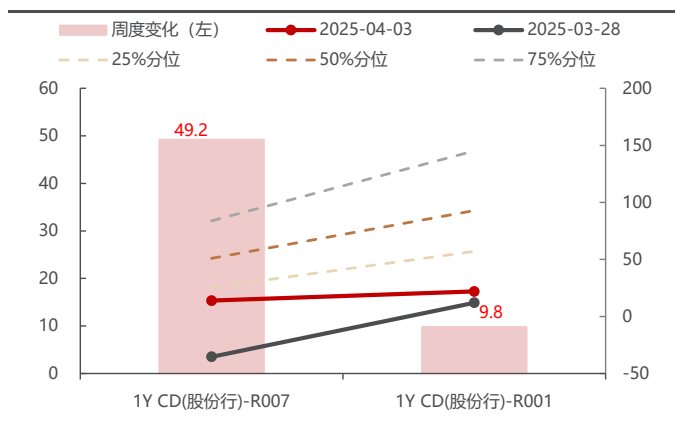
此外, 相较 3/28, 股份行 1Y CD 与 R007 的利差变动 49.24BP 至 13.94BP, 1Y CD 与 R001 的利差变动 9.84BP 至 21.89BP。1Y CD-1 年期 MLF 利差变动-2.18BP 至-11.78BP。

图22：主体发行利差一周变动 (BP, BP)


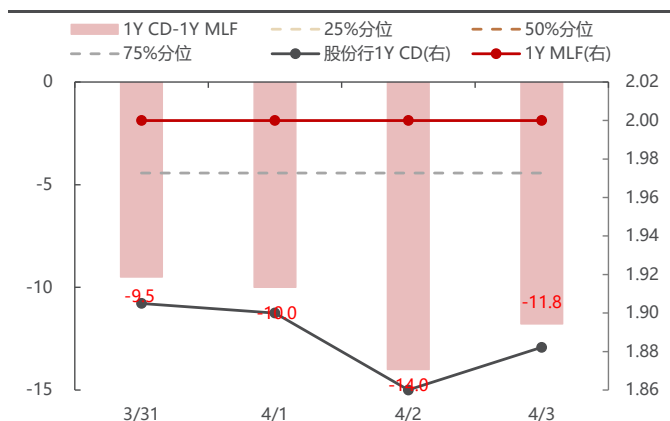
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图23：期限发行利差一周变动 (BP, BP)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图24：1YCD 与资金利率发行利差 (BP, BP)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图25：1YCD 与 1YMLF 发行利差 (BP, %)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

6.2 同业存单二级市场

6.2.1 同业存单收益率

分期限看，3/30-4/3 各期限存单收益率下行。1M、3M、6M、9M、1Y 存单收益率分别变动-18.88BP、-9.24BP、-10.01BP、-11BP、-10BP 至 1.74%、1.79%、1.8%、1.8%、1.8%。

分主体看，3/30-4/3 各主体存单收益率下行。股份行、国有行、农商行 1Y 存单收益率分别变动-7.23BP、-7.74BP、-8.62BP 至 1.81%、1.8%、1.85%。

分等级看，3/30-4/3 各等级存单收益率下行。AAA、AA+、AA 等级 1 年期存单收益率分别变动-10BP、-11BP、-11BP 至 1.8%、1.85%、1.94%。

6.2.2 同业存单收益率利差

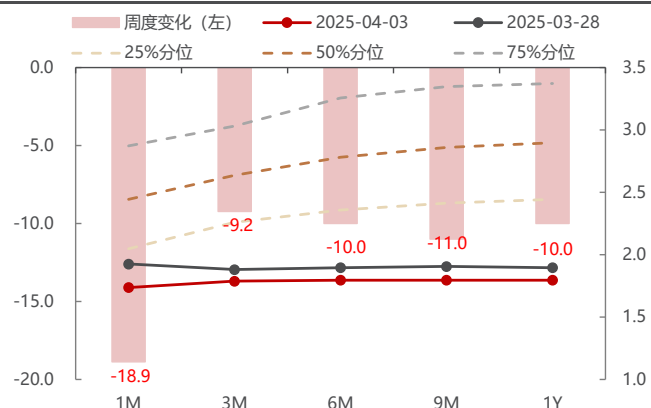
3/31-4/3，主体利差收窄。国有行 1Y-股份行 1Y、农商行 1Y-股份行 1Y 存单利差分别变动-0.51BP、-1.39BP 至 -0.62BP、4.77BP。

3/31-4/3，等级利差收窄。AA+(1Y)-AAA(1Y)、AA(1Y)-AAA(1Y)存单利差分别变动-1BP、-1BP 至 5.5BP、14.5BP。

3/31-4/3，期限利差分化。1Y-1M、1Y-3M、1Y-6M、1Y-9M 存单利差分别变动 8.88BP、-0.76BP、0.01BP、1BP 至 5.88BP、0.74BP、0BP、0BP。

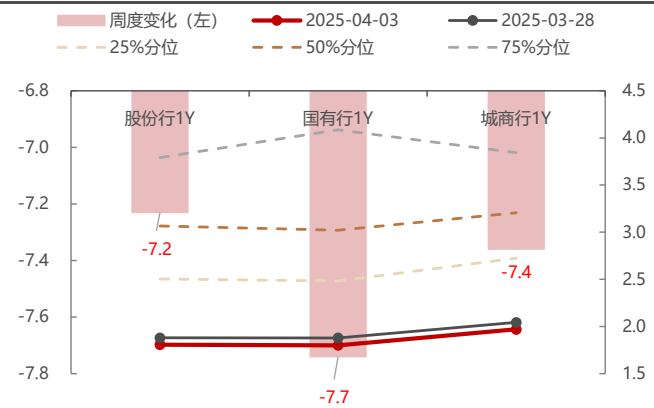
此外，相较 3/28，“1Y CD-1Y MLF” 利差变动-7.23BP 至-19.3BP，“1Y CD-10Y 国债” 利差变动 0.73BP 至 8.9BP。

图26: 不同期限 CD 收益率一周变动 (BP, %)



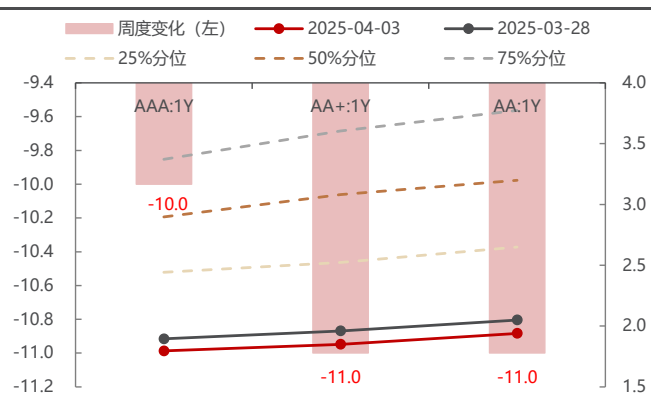
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图27: 不同银行 CD 收益率一周变动 (BP, %)



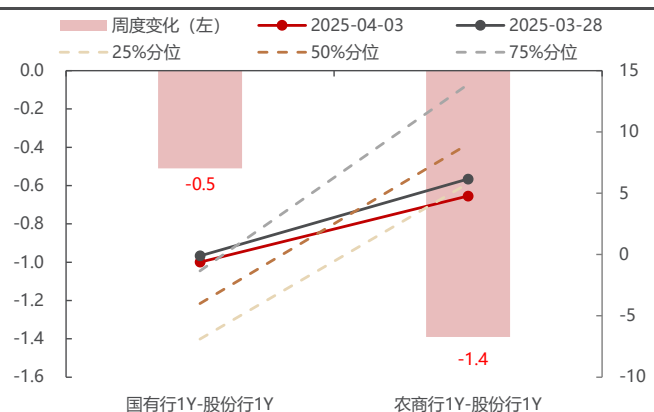
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图28: 不同等级 CD 收益率一周变动 (BP, %)



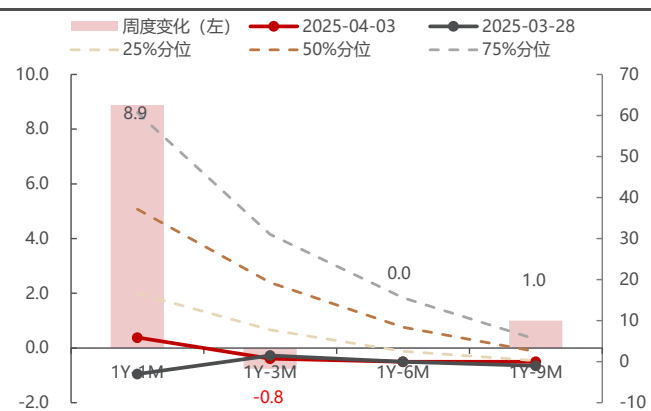
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图29: 主体利差一周变动 (BP, BP)



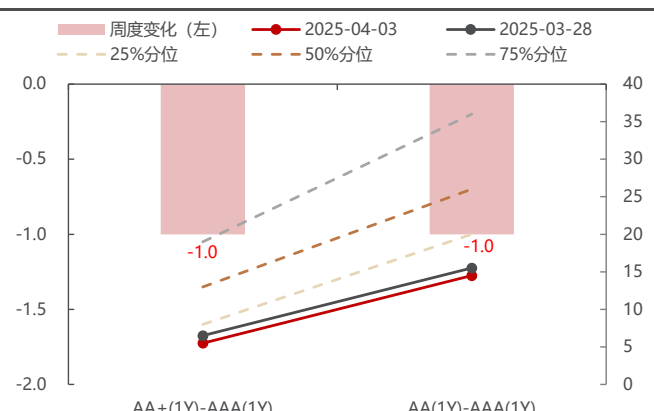
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图30: 期限利差一周变动 (BP, BP)

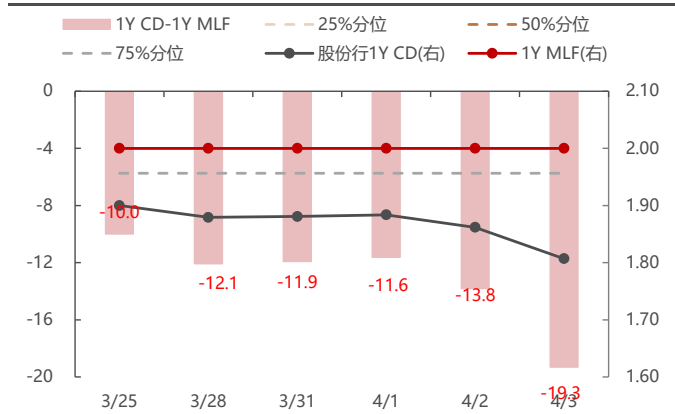


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

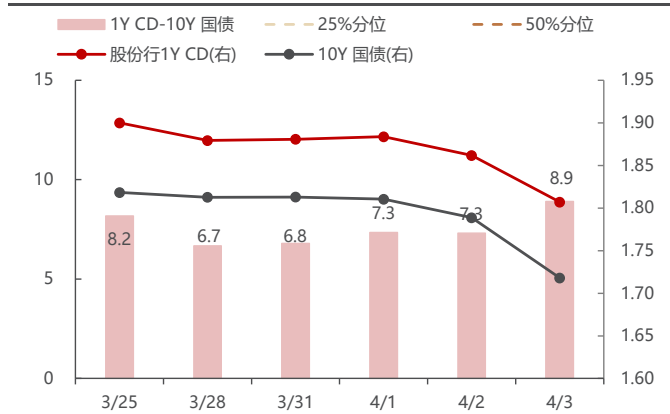
图31: 等级利差一周变动 (BP, BP)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图32: 1YCD 与 1YMLF 利差一周变动 (BP, %)


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图33: 1YCD 与 10Y 国债利差一周变动 (BP, %)


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

7 风险提示

- 1、**政策不确定性**：货币政策、财政政策可能超预期变化；
- 2、**基本面变化超预期**：经济基本面变化可能超预期；
- 3、**海外地缘政治风险**：海外地缘政治风险可能超预期，海外市场波动存在不确定性。

插图目录

图 1: 资金利率及利率走廊 (%)	3
图 2: 流动性分层情况 (BP)	3
图 3: 同业存单发行利率 (%)	4
图 4: 银行体系资金净供给: 周度 (亿元)	4
图 5: 逆回购投放金额: 季节性 (亿元)	8
图 6: 逆回购余额: 季节性 (亿元)	8
图 7: 货币市场利率变动情况 (BP, %)	11
图 8: SHIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)	12
图 9: CNH HIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)	12
图 10: FR007S1Y、FR007S5Y (周度均值) (%)	12
图 11: 票据利率 (%)	12
图 12: 银行间质押式回购成交情况 (亿元, %)	13
图 13: 上交所新质押式回购成交情况 (亿元, %)	13
图 14: 银行体系每日净融出 (亿元)	13
图 15: 银行体系日均资金净供给 (亿元)	13
图 16: 主要银行同业存单发行情况 (亿元)	14
图 17: 不同期限同业存单发行情况 (亿元)	15
图 18: 不同银行 CD 发行成功率 (%)	15
图 19: 不同期限 CD 发行成功率 (%)	15
图 20: 不同期限 CD 发行利率一周变动 (BP, %)	16
图 21: 不同银行 CD 发行利率一周变动 (BP, %)	16
图 22: 主体发行利差一周变动 (BP, BP)	16
图 23: 期限发行利差一周变动 (BP, BP)	16
图 24: 1YCD 与资金利率发行利差 (BP, BP)	17
图 25: 1YCD 与 1YMLF 发行利差 (BP, %)	17
图 26: 不同期限 CD 收益率一周变动 (BP, %)	18
图 27: 不同银行 CD 收益率一周变动 (BP, %)	18
图 28: 不同等级 CD 收益率一周变动 (BP, %)	18
图 29: 主体利差一周变动 (BP, BP)	18
图 30: 期限利差一周变动 (BP, BP)	18
图 31: 等级利差一周变动 (BP, BP)	18
图 32: 1YCD 与 1YMLF 利差一周变动 (BP, %)	19
图 33: 1YCD 与 10Y 国债利差一周变动 (BP, %)	19

表格目录

表 1: 货币市场利率变动 (% , BP)	3
表 2: 地方债发行计划 (亿元)	5
表 3: 下周资金面主要关注因素 (亿元)	6
表 4: 近一个月公开市场操作情况	7
表 5: 近一个月政府债发行及净缴款情况 (亿元)	9
表 6: 月度超储影响因素跟踪及预测 (亿元, %)	10
表 7: 周度超储影响因素跟踪及预测 (亿元)	10

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048