



资金面平稳跨季

2025年03月29日

➤ 下周关注：资金平稳跨季

周内资金供需整体均衡，但资金利率大幅攀升，呈现“量稳价贵”格局。近期资金利率仍处相对高位，维持窄幅震荡形态，对债市行情还是有所压制，或指向当前资金面边际见好的同时，内外部因素约束下宽松仍有一定限度，如若跨季后资金仍在高位，市场约束则仍然存在。

近期流动性已度过压力最大阶段，当下逐渐步入缓和区间，资金或平稳跨季。下周政府债净缴款和同业存单到期续发规模均不大，扰动相对可控。但有近1.2万亿元逆回购到期，需要关注央行的投放情况，与此同时，季末月份财政投放加速或将对冲一部分到期压力。

但当前货币宽松的节奏仍存在较多不确定性，跨季后难言简单乐观，尤其是近期资金利率仍在相对高位震荡，中短期而言主要关注央行投放情况和资金价格的变化。进入二季度后，资金面在维持现有状态的基础上，有望迎来实质边际转松的契机，直接便是反映在资金价格中枢上，但具体取决于内外部环境的演绎，对应货币政策态度和行为的变化，需进一步关注：（1）政府债发行节奏；（2）一季度经济金融数据；（3）外部关税政策演绎；（4）美联储降息路径。

➤ 货币市场跟踪

截至3/28，相较3/21，DR001下行3BP至1.72%，DR007上行28.2BP至2.05%，R001上行1.1BP至1.78%，R007上行43.9BP至2.26%。

银行间质押式回购日均成交额**63620亿元**，比3/17-3/21增加3207亿元。其中，R001日均成交额52113亿元，平均占比81.8%；R007日均成交额9585亿元，平均占比15.2%。

3/24-3/28，银行体系资金净融出（考虑到期）共计**11808亿元**，较3/17-3/21变动-4750亿元。其中，国股大行净融出7117亿元，较3/17-3/21变动2184亿元，城农商行净融出4691亿元，较3/17-3/21变动2566亿元。

➤ 同业存单一级跟踪

3/24-3/30 四类主要银行同业存单发行总额为8235亿元，净融资额为96亿元，对比3/17-3/23主要银行发行总额11187亿元，净融资额3929亿元，发行规模减少，净融资额减少。

各期限发行利率下行，各主体发行利率下行，此外，相较3/21，股份行1Y CD与R007的利差变动-45.84BP至-35.3BP，1Y CD与R001的利差变动-3.03BP至12.05BP。1Y CD-1年期MLF利差变动-1.93BP至-9.6BP。

➤ 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-7.01BP、-3.99BP、-3.49BP、-2.5BP、-3.5BP至1.93%、1.88%、1.9%、1.91%、1.9%。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-5.49BP、-5.11BP、-2.45BP至1.88%、1.88%、1.94%。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-3.5BP、-2.5BP、-2.5BP至1.9%、1.96%、2.05%。

主体利差走阔，等级利差走阔，期限利差分化。此外，相较3/21，“1Y CD-1Y MLF”利差变动-5.49BP至-12.07BP，“1Y CD-10Y 国债”利差变动-2.17BP至6.67BP。

➤ **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.信用点评 20250328：跨季平稳，继续看好信用-2025/03/28
- 2.可转债打新系列：太能转债：光伏发电行业先行者-2025/03/27
- 3.信用策略系列：信用策略框架构建之成交-2025/03/27
- 4.固收点评 20250325：继续博弈货币宽松？-2025/03/25
- 5.债市跟踪周报 20250324：季末理财回表压力初显-2025/03/24

目录

1 下周关注：资金平稳跨季	3
2 公开市场：下周到期 11868 亿元	6
3 政府债：下周净缴款 1660 亿元	8
4 超储跟踪预测	9
5 货币市场：银行融出回升	10
6 同业存单：收益率回落	13
6.1 同业存单一级市场	13
6.2 同业存单二级市场	16
7 风险提示	19
插图目录	20
表格目录	20

1 下周关注：资金平稳跨季

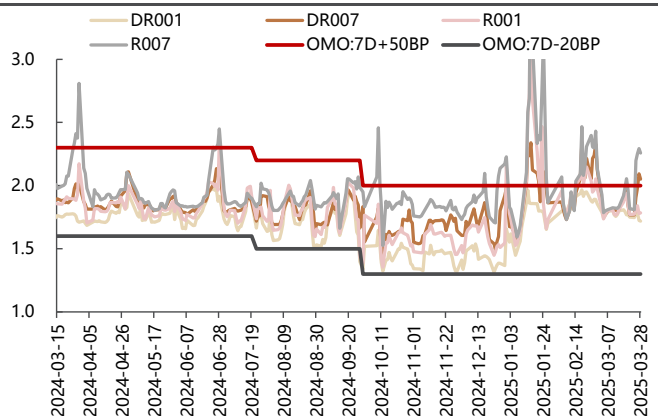
本周资金供需整体均衡，资金利率有所攀升，后半周 DR007、R007 突破 2%。

3/24-3/28，DR001、R001 周均值分别较前周变动-3BP、-7BP，DR007、R007 周均值分别较前周变动+7BP、+21BP。

银行资金出规模继续回升，3/24-3/28 银行体系净供给平均 2.25 万亿元，较 3/17-3/21 变动 2119 亿元，周内净供给水平增加，3/28 较 3/24 变动 10257 亿元至 3.64 万亿元，在负债端回流以及流动性呵护之下银行间资金面有所回暖。

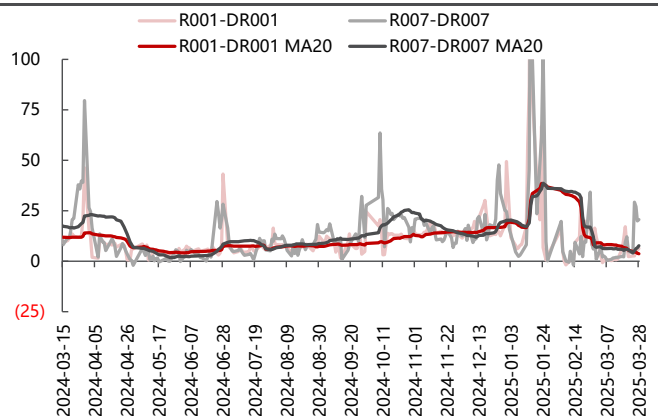
资金分层现象有所凸显，跨季非银资金压力相对较大。3/24-3/28，R007-DR007 周均值为 5BP，较前周变动-4BP，R001-DR001 周均值为 20BP，较前周变动+14BP，GC001、GC007 周均值较前周变动+19BP、+27BP。

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
2025-03-28	1.72	2.05	1.78	2.26	3.21	2.27	2.04	1.97	1.99	1.93	1.90
2025-03-21	1.75	1.77	1.77	1.82	1.84	1.97	2.08	2.05	2.02	1.98	1.92
周度变化	-3	28	1	44	137	31	-4	-7	-3	-5	-2
本周均值	1.75	1.96	1.80	2.16	2.15	2.27	2.03	2.01	2.03	1.94	1.92
上周均值	1.78	1.89	1.87	1.95	1.96	2.00	2.09	2.06	2.04	1.98	1.97
周度变化	-3	7	-7	21	19	27	-5	-6	-1	-4	-5

资料来源：iFinD，民生证券研究院

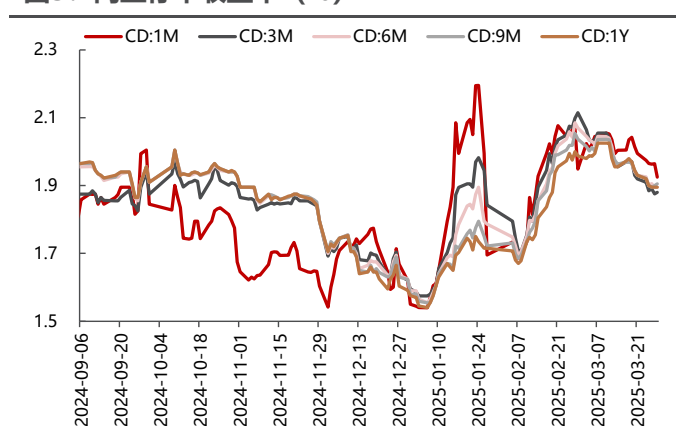
本周资金面迎来双重考验，一是政府债大额净缴款，规模超 6000 亿元，二是逆回购超 1.4 万亿元到期，而银行季末考核、跨季资金需求旺盛等也通常使得资金面出现季节性收敛。

周内资金供需整体均衡，但资金利率大幅攀升，呈现“量稳价贵”格局。当中

的支撑性因素在于以下几方面：首先，央行加大投放力度，3月MLF转为净投放，为2024年8月以来首次，释放边际宽松信号，逆回购也连续两日大额净投放；其次，本周同业存单利率继续回落，SHIBOR利率迎来拐点后也继续下探，或指向银行负债端压力趋于缓释；第三，月末财政支出或季节性提速，也将对资金面形成利好。

近期资金利率仍处相对高位，维持窄幅震荡形态，对债市行情还是有所压制，或指向当前资金面边际见好的同时，内外部因素约束下宽松仍有一定限度，如若跨季后资金仍在高位，市场约束则仍然存在。

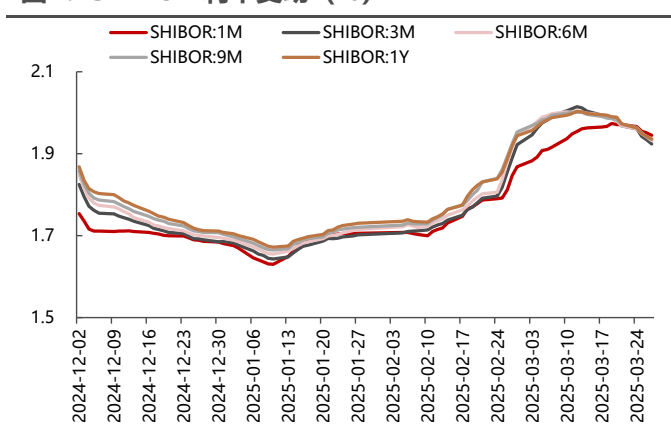
图3：同业存单收益率（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至2025/3/28

图4：SHIBOR利率变动（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：数据截至2025/3/28

那么，下周资金面如何展望？跨季后会出现边际改善的机会吗？

整体而言，近期流动性已度过压力最大阶段，当下逐渐步入缓和区间，资金或平稳跨季。下周政府债净缴款和同业存单到期续发规模均不大，扰动相对可控。但有近1.2万亿元逆回购到期，需要关注央行的投放情况，与此同时，季末月份财政投放加速或将对冲一部分到期压力，跨季流动性或无虞。

但当前货币宽松的节奏仍存在较多不确定性，跨季后难言简单乐观，尤其是近期资金利率仍在相对高位震荡，中短期而言主要关注央行投放情况和资金价格的变化。

进入二季度后，资金面在维持现有状态的基础上，有望迎来实质边际转松的契机，直接便是反映在资金价格中枢上，但具体取决于内外部环境的演绎，对应货币政策态度和行为的变化，有如下关注点：

（1）国内而言，进入二季度政府债发行或继续提速，尤其是当前专项债推进“自审自发”试点之下，部分区域或加快发行节奏，彼时货币政策重心是否将从防范资金空转、稳定汇率、防范利率风险等目标更多倾斜至配合财政发力，彼时资金面或将迎来宽松的契机。从节奏上来看预计供给高峰将出现在5-6月，4月供给压

力可控。

此外，4月公布的一季度经济金融数据也是重要观察窗口，经济修复向好节奏是否能够持续得到验证，或将影响货币政策发力经济增长的节奏和力度，也决定了债市的趋势中枢。

(2) 外部环境而言，4月初关税和贸易政策或迎来阶段性确认时点，后续美联储降息路径或取决于国内经济数据以及关税等政策的兑现情况，存在不确定性，若二季度降息预期重燃、人民币汇率压力阶段性缓释，或将打开国内货币宽松空间。

3/31-4/3 资金面关注因素：

- (1) 逆回购到期 11868 亿元，关注月末央行投放情况以及 3 月买断式逆回购操作规模；
- (2) 政府债净缴款 1660 亿元，对资金面影响整体可控；
- (3) 同业存单到期 1011 亿元，规模较前周大幅回落，到期续发压力不大。

表2：下周资金面主要关注因素（亿元）

		周一 3月31日	周二 4月1日	周三 4月2日	周四 4月3日	合计	
公开市场	逆回购到期	1350	3779	4554	2185	到期11868亿元	
	MLF/TMLF到期					到期0亿元	
	国库定存到期					到期0亿元	
政府债发行	国债发行					发行0亿元	净发行-401亿元
	地方债发行	1812		65		发行1877亿元	净发行1654亿元
	合计发行	1812	0	65	0	合计发行1877亿元	合计净发行1254亿元
政府债缴款	国债缴款					缴款0亿元	净缴款-401亿元
	地方债缴款	406	1812		65	缴款2284亿元	净缴款2061亿元
	合计缴款	406	1812	0	65	合计缴款2284亿元	合计净缴款1660亿元
政府债到期	国债到期				401	到期401亿元	
	地方债到期	164	58		1	到期223亿元	
	合计到期	164	58	0	402	到期624亿元	
同业存单	存单到期	289	335	20	368	到期1011亿元	

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 11868 亿元

3/24/3/28，公开市场净投放 3036 亿元。其中，逆回购投放 12653 亿元、MLF 投放 4500 亿元，逆回购到期 14117 亿元。

3/31-4/3，公开市场到期 11868 亿元。其中，逆回购到期 11868 亿元。

表3：近一个月公开市场操作情况

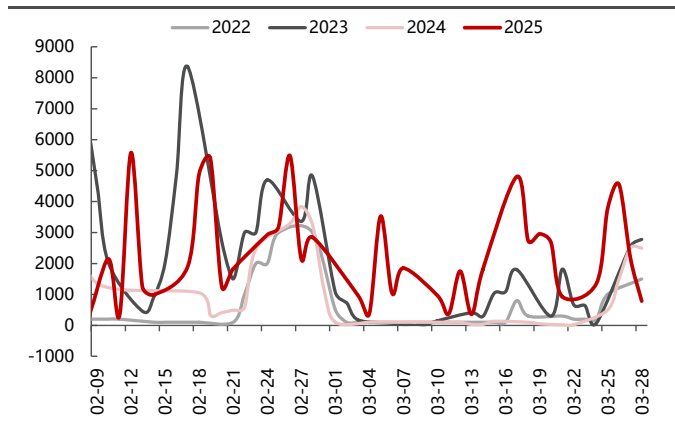
投放/到期	操作类型	发生日期	规模(亿元)	操作方向	利率(%)	利率变动(bp)	期限(天)
上周	净投放	3/17-3/21	3785				
资金投放	逆回购	2025-03-17	4810	发行	1.50	--	7
	逆回购	2025-03-18	2733	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-03-19	2959	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-03-20	2685	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-03-21	930	发行	1.50	0.00	7
资金到期	MLF	2025-03-17	3870	回笼	2.50	--	365
	逆回购	2025-03-17	965	到期	1.50	--	7
	国库现金定存	2025-03-18	1200	到期	2.15	--	63
	逆回购	2025-03-18	377	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-03-19	1754	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-03-20	359	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-03-21	1807	到期	1.50	0.00	7
本周	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
下周	净投放	3/31-4/3	-11868				
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

资料来源：iFinD，民生证券研究院

3/24-3/28，本周临近跨季，资金供给整体均衡，但价格偏高，呈现松紧反复状态。本月 MLF 实现净投放，为 2024 年 8 月以来首次，在政府债发行放量阶段，释放边际宽松信号。

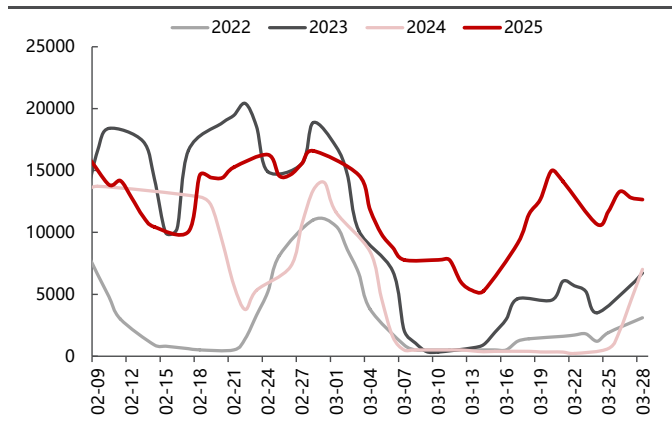
截至 3/28，逆回购余额为 12653 亿元，较 3/21 减少-1464 亿元。

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：下周净缴款 1660 亿元

3/24-3/28，国债、政府债净缴款 6219 亿元。其中，发行国债 3505 亿元、地方债 3363 亿元，国债净缴款 2450 亿元、地方债净缴款 3769 亿元。

3/31-4/3，政府债净缴款 1660 亿元。其中，无国债发行（不含储蓄国债），国债净缴款-401 亿元、地方债净缴款 2061 亿元。

表4：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	2221	1571	3791	4195	638	4833	2998	314	3312	1198	324	1521
2025-03-17	0	342	342	1975	46	2021	2596	61	2657	-621	-15	-636
2025-03-18	0	230	230	0	342	342	0	75	75	0	268	268
2025-03-19	2221	0	2221	0	230	230	0	58	58	0	173	173
2025-03-20	0	19	19	2221	0	2221	402	0	402	1819	0	1819
2025-03-21	0	979	979	0	19	19	0	0	0	0	19	19
本周	3505	3363	6868	3505	3936	7441	1055	167	1222	2450	3769	6219
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
下周	0	1877	1877	0	2284	2284	401	223	624	-401	2061	1660
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	0	65	65	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2025-04-03	0	0	0	0	65	65	401	1	402	-401	64	-337

资料来源：iFinD，民生证券研究院

4 超储跟踪预测

预测 2025 年 3 月超储率约为 1.15%，环比回落约 0.18pct（2 月末预测为 1.33%），同比回落 0.35pct（去年同期为 1.5%）。

表5：月度超储影响因素跟踪及预测（亿元，%）

	2024/10	2024/11	2024/12	2025/1	2025/2	2025/3
外汇环比	-233	-389	-425	-589	-667	220
对其他存款性公司债权环比	-8701	5009	-14130	28198	4337	-1397
减：MO环比	617	1733	4014	14060	-9498	-3700
减：政府存款环比	8819	1724	-13616	2740	10079	3400
减：缴准	-16880	3370	16654	-1267	7376	4000
变动合计	-1491	-2206	-21607	12075	-4287	-4877
月末超储余额	51803	49597	32753	44828	40541	35665
超储基数	2957882	2977867	2977541	3017775	3044806	3105741
超储率	1.75%	1.67%	1.10%	1.49%	1.33%	1.15%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

预测 2 月末超储约为 4.05 万亿元。3/24-3/28，公开市场净投放 3036 亿元、政府债净缴款 6219 亿元，预测财政收支差额-2309 亿元、缴准 952 亿元。

表6：周度超储影响因素跟踪及预测（亿元）

	2025/1	1/27-2/8	2/10-2/14	2/17-2/21	2/24-2/28	2025/2	3/3-3/7	3/10-3/14	3/17-3/21	3/24-3/28
超储余额	44828					40541				
公开市场净投放	-8323	-4849	-182	4331		-8813	-1917	3785	3036	
逆回购	-8323	-5749	4818	1331		-8813	-2517	8855	-1464	
MLF/TMLF	0	0	-5000	3000		0	0	-3870	4500	
国库定存	0	900	0	0		0	600	-1200	0	
减：财政收支差额	157	-326	-326	-326		-2309	-2309	-2309	-2309	
减：政府债净缴款	4214	2690	5703	4492		2773	1090	4178	6219	
减：缴准	1098	1941	1941	1941		952	952	952	952	
减：缴税	0	0	36349	0		0	0	11525	0	
变动合计	-13792	-9154	-43849	-1776		-10230	-1650	-10561	-1826	

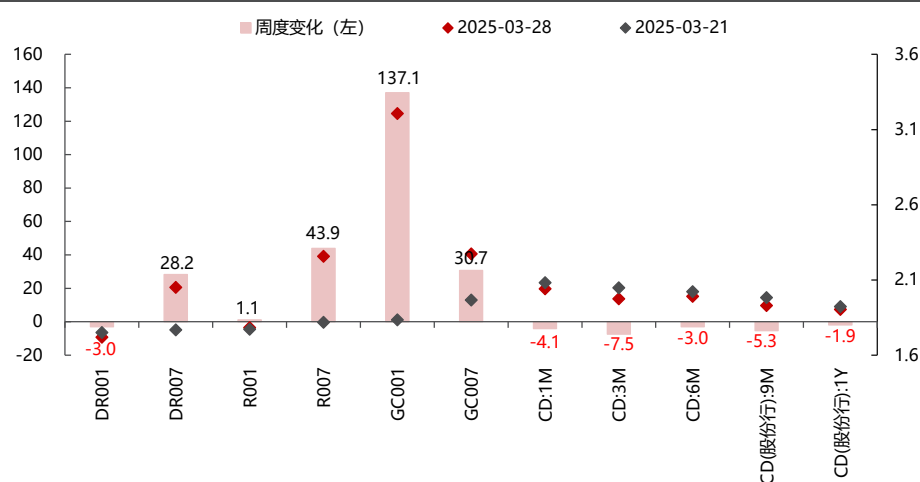
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

5 货币市场：银行融出回升

(1) 资金利率分化：截至 3/28，相较 3/21，DR001 下行 3BP 至 1.72%，DR007 上行 28.2BP 至 2.05%，R001 上行 1.1BP 至 1.78%，R007 上行 43.9BP 至 2.26%；

(2) 同业存单利率下行：截至 3/28，相较 3/21，CD:1M 下行 4.1BP 至 2.04%，CD:3M 下行 7.5BP 至 1.97%，CD:6M 下行 3BP 至 1.99%，CD(股份行):9M 下行 5.3BP 至 1.93%，CD(股份行):1Y 下行 1.9BP 至 1.9%。

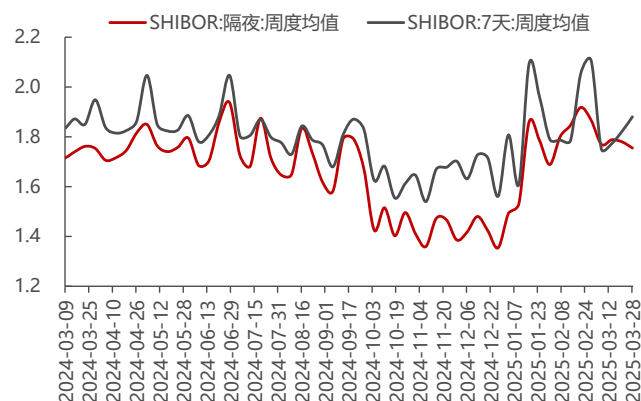
图7：货币市场利率变动情况 (BP, %)



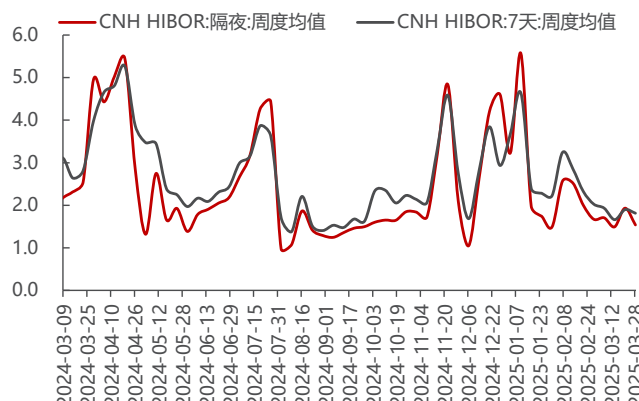
资料来源：iFinD，民生证券研究院

(3) SHIBOR 利率：隔夜、7 天利率周度均值分别较上周变动-0.86BP、4.96BP 至 1.78%、1.82%；

(4) CNH HIBOR 利率：隔夜、7 天利率周度均值分别较上周变动 43.95BP、23.55BP 至 1.93%、1.9%。

图8: SHIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)


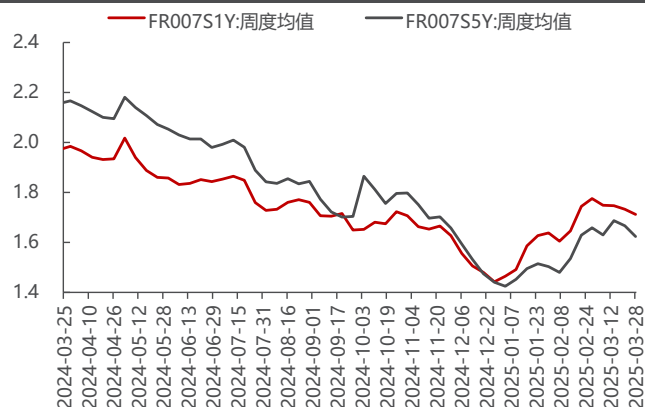
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图9: CNH HIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)


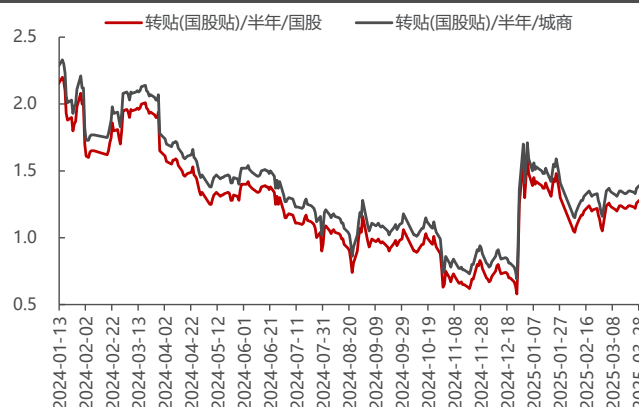
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

(5) 利率互换收盘利率: FR007S1Y、FR007S5Y 利率周度均值分别较上周变动-2.04BP、-4.22BP 至 1.71%、1.62%。

(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 1.3BP、1.4BP 至 1.23%、1.34%。

图10: FR007S1Y、FR007S5Y (周度均值) (%)


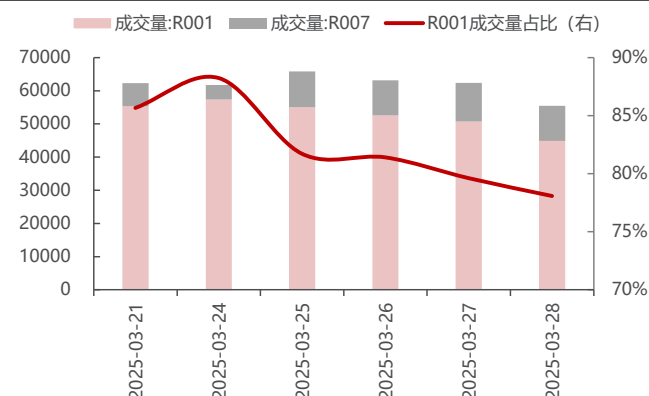
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图11: 票据利率 (%)


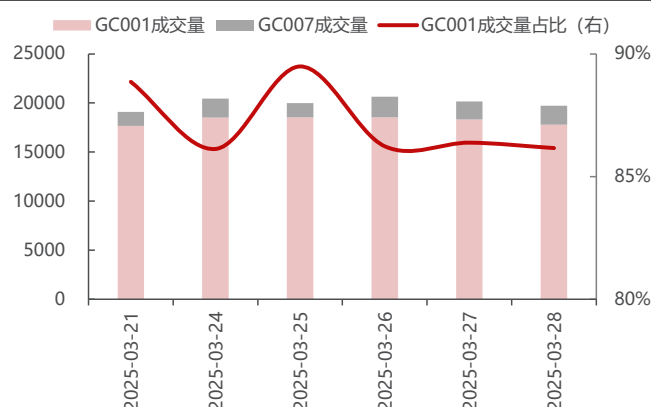
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

银行间质押式回购日均成交额 63620 亿元, 比 3/17-3/21 增加 3207 亿元。其中, R001 日均成交额 52113 亿元, 平均占比 81.8%; R007 日均成交额 9585 亿元, 平均占比 15.2%。

上交所新质押式国债回购日均成交额为 21103 亿元, 比 3/17-3/21 增加 336 亿元。其中, GC001 日均成交额 18332 亿元, 平均占比 86.9%; GC007 日均成交额 1862 亿元, 平均占比 8.8%。

图12：银行间质押式回购成交情况（亿元，%）


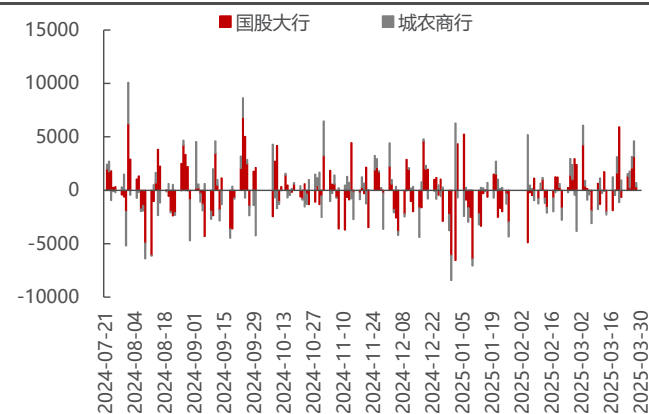
资料来源：iFinD，民生证券研究院

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

3/24-3/28，银行体系资金净融出（考虑到期）共计-11808 亿元，较 3/17-3/21 变动-4750 亿元。其中，国股大行净融出 7117 亿元，较 3/17-3/21 变动 2184 亿元，城农商行净融出 4691 亿元，较 3/17-3/21 变动 2566 亿元。

从净供给水平来看，3/24-3/28 银行体系净供给平均 2.25 万亿元，较 3/17-3/21 变动 2119 亿元，周内净供给水平增加，3/28 较 3/24 变动 10257 亿元至 3.64 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

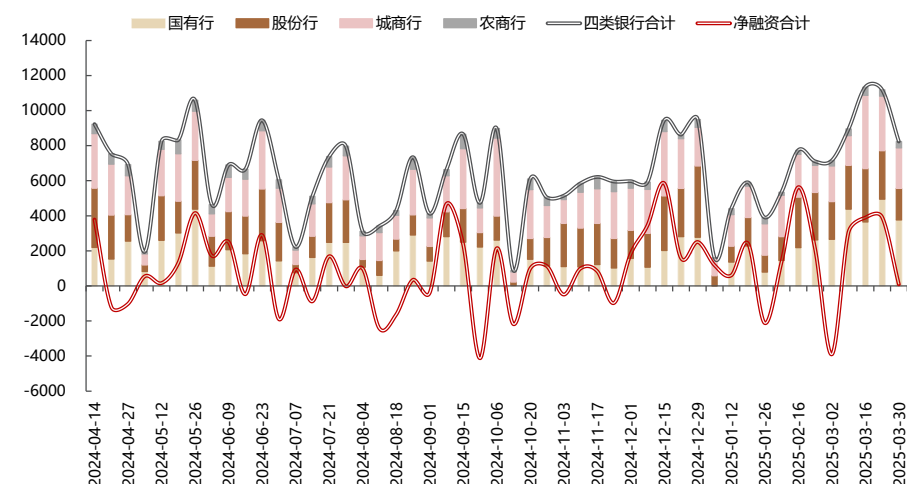
3/24-3/30 四类主要银行同业存单发行总额为 8235 亿元，净融资额为 96 亿元，对比 3/17-3/23 主要银行发行总额 11187 亿元，净融资额 3929 亿元，**发行规模减少，净融资额减少。**

分主体看，国有行存单发行规模最大，国有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 3759 亿元、1805 亿元、2309 亿元、363 亿元，占比分别为 46%、22%、28%、4%；净融资额分别为 1713 亿元、-747 亿元、-925 亿元、55 亿元。

分期限看 3M 存单发行规模最大，3M 存单净融资额最高。M、3M、6M、9M、1Y 期限发行规模分别为 817 亿元、3122 亿元、1119 亿元、730 亿元、2514 亿元，占比分别为 10%、38%、13%、9%、30%；净融资额分别为-932 亿元、918 亿元、-503 亿元、184 亿元、416 亿元。

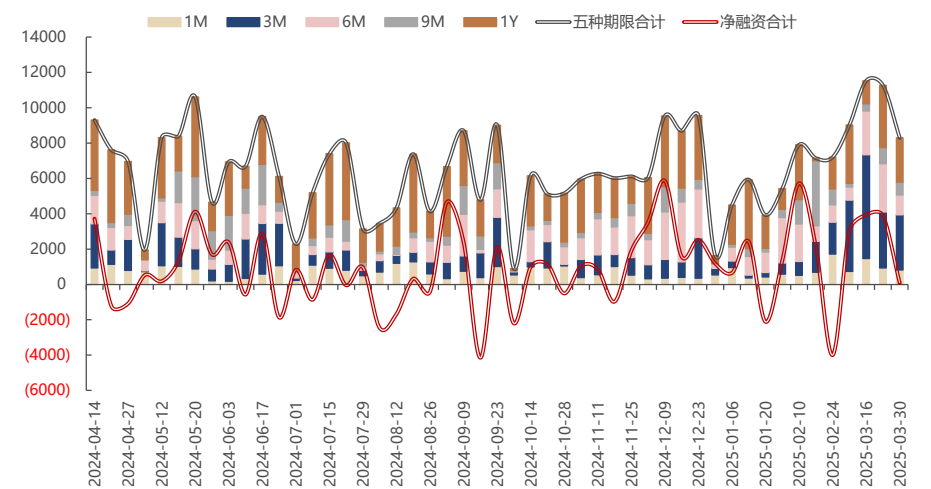
从发行成功率来看，国有行发行成功率最高，城商行、股份行、国有行、农商行发行成功率分别为 82%、88%、93%、92%；3M 发行成功率最高，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单发行成功率分别为 84%、90%、85%、89%、85%；AAA 发行成功率最高，AA、AA+、AAA 同业存单发行成功率分别为 82%、83%、89%。

图16：主要银行同业存单发行情况（亿元）



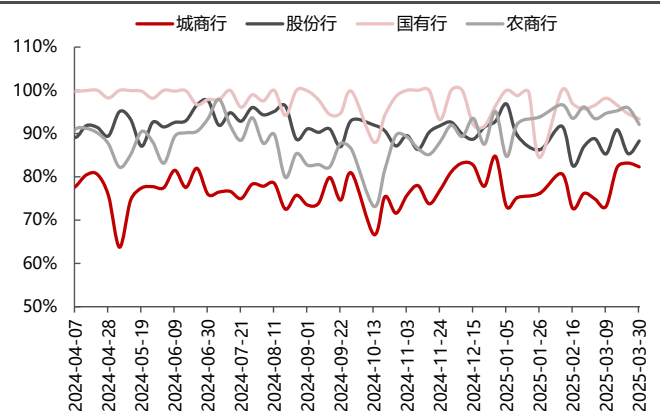
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图17：不同期限同业存单发行情况（亿元）



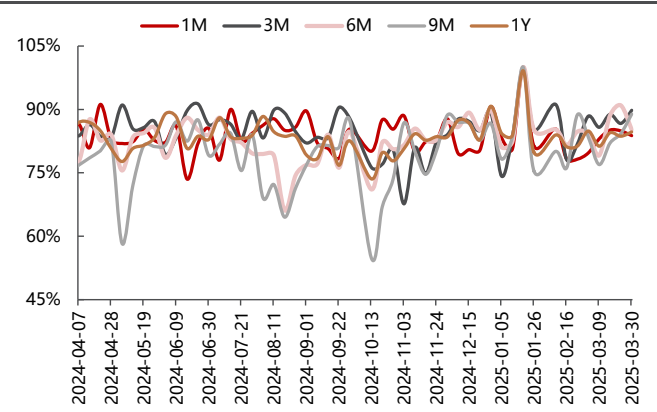
资料来源：iFinD，民生证券研究院

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（%）

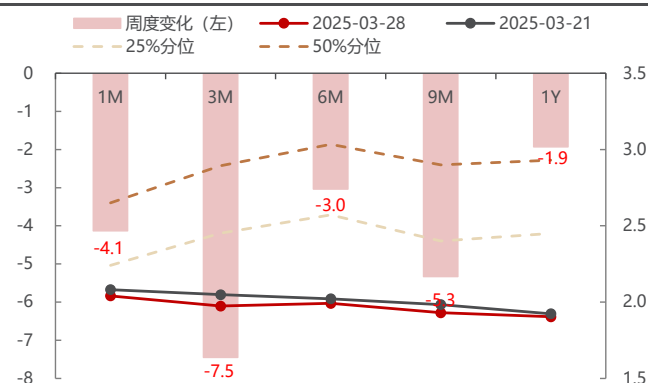


资料来源：iFinD，民生证券研究院

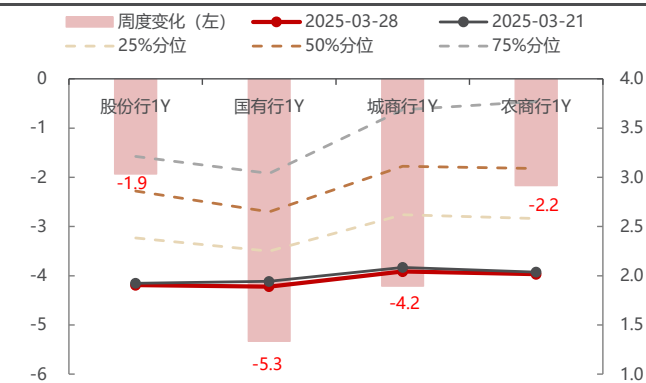
6.1.2 同业存单发行利率

从不同期限发行利率来看，3/24-3/28 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-4.1BP、-7.5BP、-3BP、-5.3BP、-1.9BP至2%、2%、2%、1.9%、1.9%。

从不同银行发行利率来看，3/24-3/28 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-1.9BP、-5.3BP、-4.2BP、-2.2BP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, %)


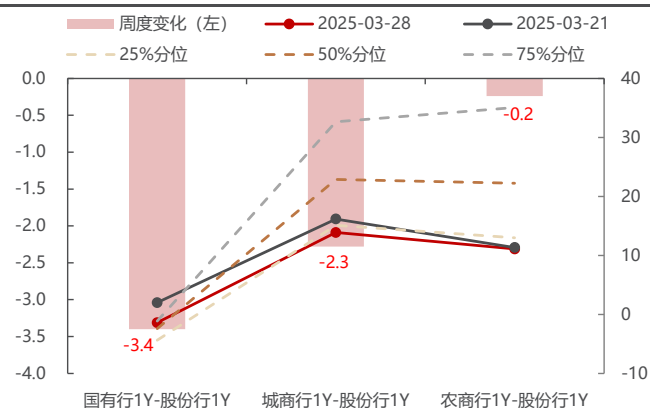
资料来源：iFinD，民生证券研究院

6.1.3 同业存单发行利差

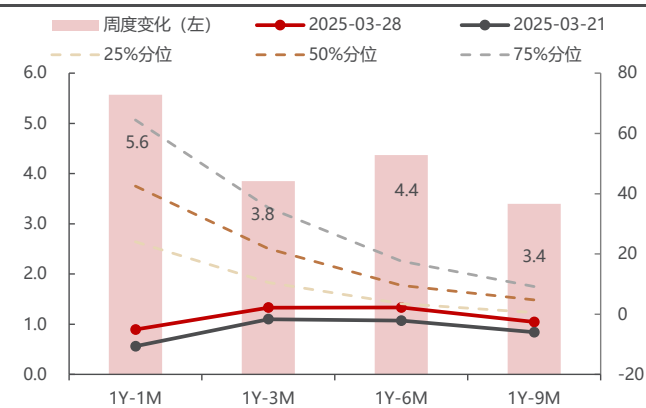
3/24-3/28 主体发行利差收窄, 国有行 1Y-股份行 1Y、城商行 1Y-股份行 1Y、农商行 1Y-股份行 1Y 同业存单发行利差分别变动-3.4BP、-2.3BP、-0.2BP 至-1.4BP、13.9BP、11.1BP。

3/24-3/28 期限利差走阔, 1Y-1M、1Y-3M、1Y-6M、1Y-9M 同业存单发行利差分别变动 5.6BP、3.8BP、4.4BP、3.4BP 至-5.1BP、2.2BP、2.2BP、-2.6BP。

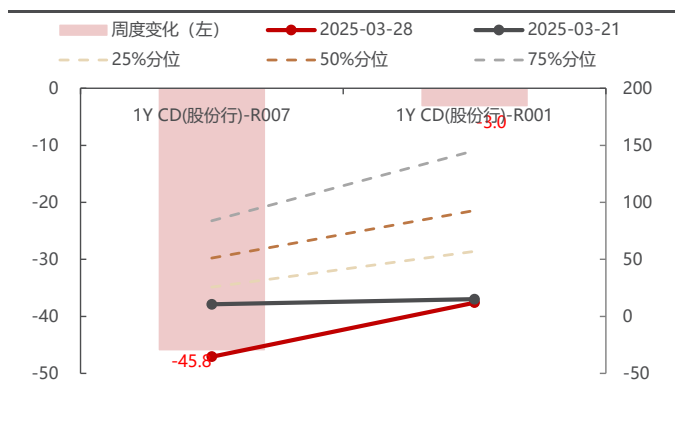
此外, 相较 3/21, 股份行 1Y CD 与 R007 的利差变动-45.84BP 至-35.3BP, 1Y CD 与 R001 的利差变动-3.03BP 至 12.05BP。1Y CD-1 年期 MLF 利差变动-1.93BP 至-9.6BP。

图22：主体发行利差一周变动 (BP, BP)


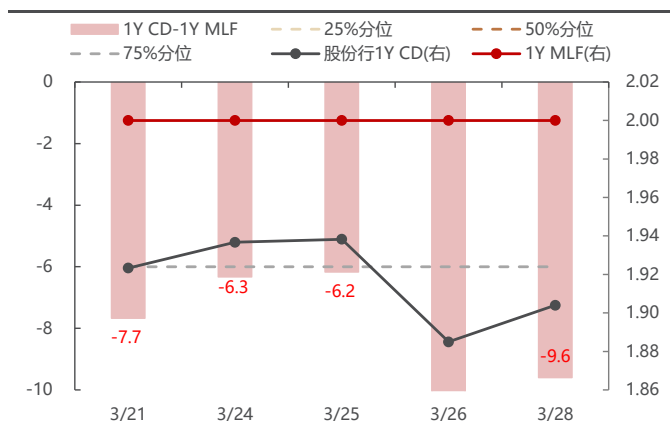
资料来源：iFinD，民生证券研究院

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，3/24-3/28 各期限存单收益率下行。1M、3M、6M、9M、1Y 存单收益率分别变动-7.01BP、-3.99BP、-3.49BP、-2.5BP、-3.5BP 至 1.93%、1.88%、1.9%、1.91%、1.9%。

分主体看，3/24-3/28 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-5.49BP、-5.11BP、-2.45BP 至 1.88%、1.88%、1.94%。

分等级看，3/24-3/28 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-3.5BP、-2.5BP、-2.5BP 至 1.9%、1.96%、2.05%。

6.2.2 同业存单收益率利差

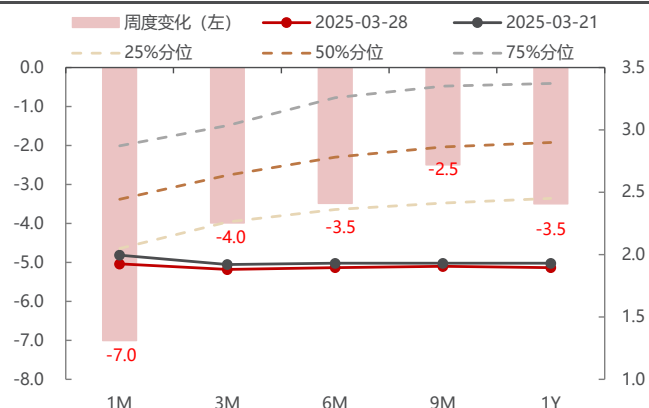
3/24-3/28，主体利差走阔。国有行 1Y-股份行 1Y、农商行 1Y-股份行 1Y 存单利差分别变动 0.38BP、3.04BP 至 -0.11BP、6.16BP。

3/24-3/28，等级利差走阔。AA+(1Y)-AAA(1Y)、AA(1Y)-AAA(1Y)存单利差分别变动 1BP、1BP 至 6.5BP、15.5BP。

3/24-3/28，期限利差分化。1Y-1M、1Y-3M、1Y-6M、1Y-9M 存单利差分别变动 3.51BP、0.49BP、-0.01BP、-1BP 至 -3BP、1.5BP、-0.01BP、-1BP。

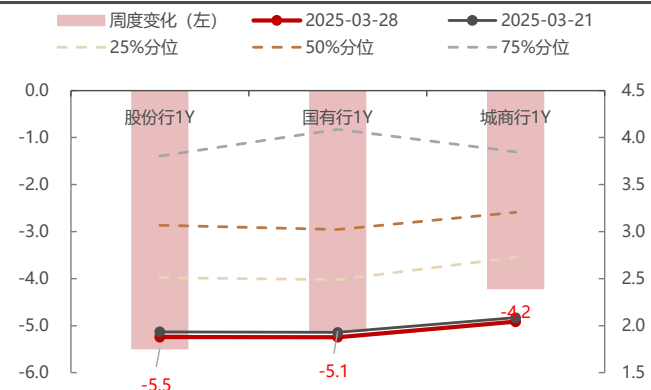
此外，相较 3/21，“1Y CD-1Y MLF” 利差变动-5.49BP 至 -12.07BP，“1Y CD-10Y 国债” 利差变动-2.17BP 至 6.67BP。

图26: 不同期限 CD 收益率一周变动 (BP, %)



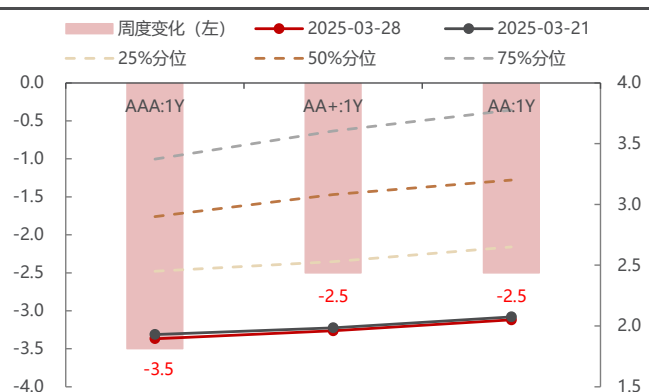
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图27: 不同银行 CD 收益率一周变动 (BP, %)



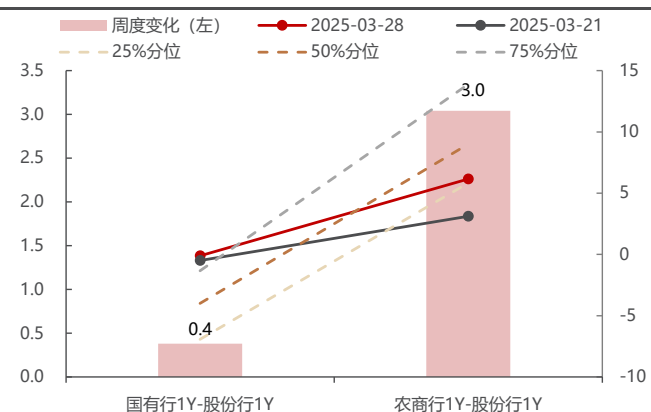
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图28: 不同等级 CD 收益率一周变动 (BP, %)



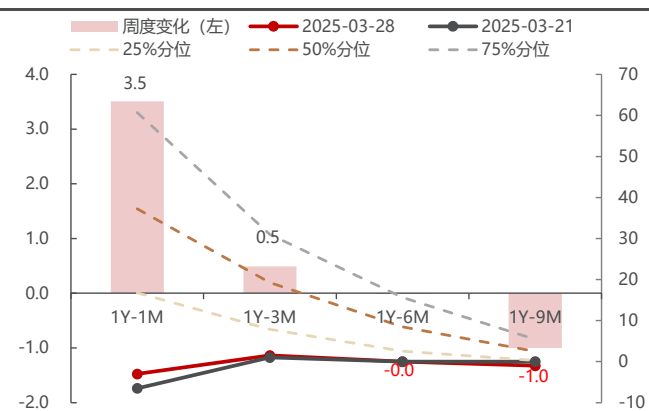
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图29: 主体利差一周变动 (BP, BP)



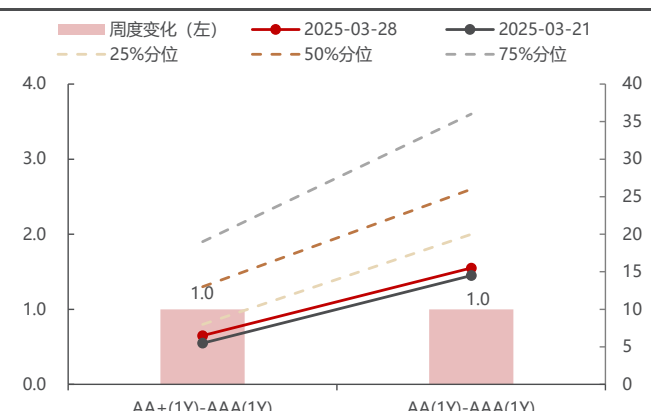
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图30: 期限利差一周变动 (BP, BP)

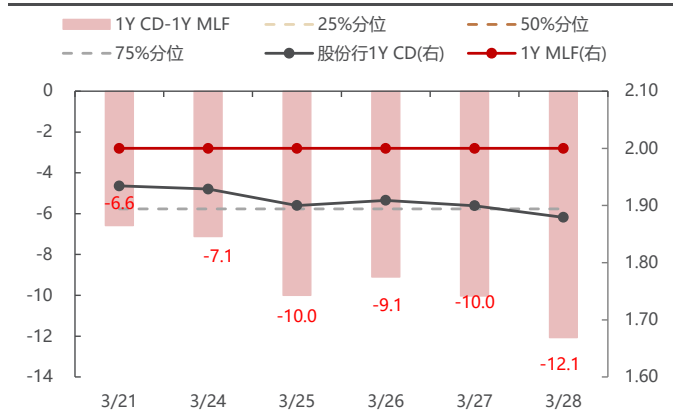


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

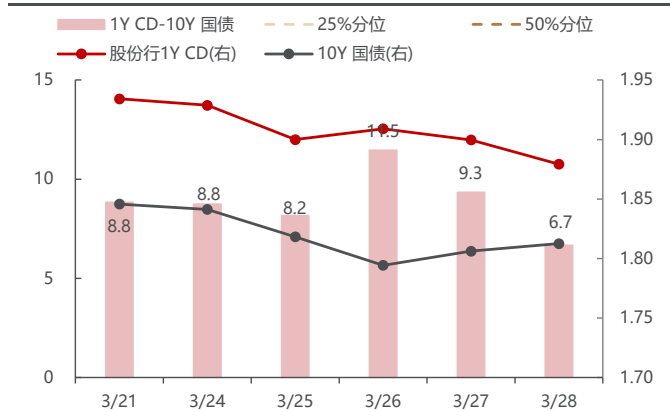
图31: 等级利差一周变动 (BP, BP)



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

表格目录

表 1: 货币市场利率变动 (% , BP)	3
表 2: 下周资金面主要关注因素 (亿元)	5
表 3: 近一个月公开市场操作情况	6
表 4: 近一个月政府债发行及净缴款情况 (亿元)	8
表 5: 月度超储影响因素跟踪及预测 (亿元, %)	9
表 6: 周度超储影响因素跟踪及预测 (亿元)	9

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。本报告清晰准确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