



资金面或迎转松契机

2025年03月01日

➤ 下周关注：资金面或迎转松契机

本周资金面压力有所缓解，但也难言宽松，隔夜资金利率中枢下移，7天资金利率中枢小幅抬升。银行资金融出规模低位回升，资金分层现象缓解。

往后看，随着跨月+税期+MLF到期+大量同业存单到期+政府债发行高峰逐渐过去，资金面压力或趋于缓解，近期央行公开市场投放加码，显示呵护姿态，叠加临近两会，资金面往往存在“日历效应”，或将迎来转松的契机。

短期内，资金面还需要关注以下影响因素：一是公开市场投放情况，二是政府债发行节奏，三是海外经济体的外溢影响。

➤ 货币市场跟踪

截至2/28，相较2/21，DR001下行9.5BP至1.86%，DR007下行8.9BP至2.13%，R001下行17.2BP至1.98%，R007下行17.4BP至2.14%；

银行间质押式回购日均成交额49981亿元，比2/17-2/21增加382亿元。其中，R001日均成交额40109亿元，平均占比80.5%；R007日均成交额8949亿元，平均占比17.7%。

从净供给水平来看，2/24-2/28银行体系净供给平均1.52万亿元，较2/17-2/21变动3357亿元，周内净供给水平增加，2/28较2/24变动6405亿元至1.71万亿元。

➤ 同业存单一级跟踪

2/24-2/28四类主要银行同业存单发行总额为7152亿元，净融资额为-3828亿元，对比2/17-2/21主要银行发行总额7105亿元，净融资额2128亿元，发行规模增加，净融资额减少。

各期限发行利率上行，各主体发行利率上行，此外，相较2/21，股份行1Y CD与R007的利差变动26.6BP至-11.57BP，1Y CD与R001的利差变动26.39BP至4.41BP。1Y CD-1年期MLF利差变动9.17BP至2BP。

➤ 同业存单二级跟踪

各期限存单收益率分化。1M、3M、6M、9M、1Y存单收益率分别变动-12.79BP、8BP、5.3BP、4.63BP、3.25BP至1.95%、2.12%、2.07%、2.04%、1.99%。各主体存单收益率上行。股份行、国有行、农商行1Y存单收益率分别变动6.18BP、7.21BP、9.7BP至2.02%、2.02%、2.07%。各等级存单收益率上行。AAA、AA+、AA等级1年期存单收益率分别变动3.25BP、4.75BP、4.75BP至1.99%、2.07%、2.17%。

主体利差走阔，等级利差走阔，期限利差分化。此外，相较2/21，“1Y CD-1Y MLF”利差变动6.18BP至1.64BP，“1Y CD-10Y国债”利差变动6.66BP至30.12BP。

➤ 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.利率专题：3月，债市关键词-2025/03/01
- 2.城投择券系列：退名单后的城投区分与定价-2025/02/28
- 3.利率专题：负carry下机构行为的三重演绎-2025/02/26
- 4.债市跟踪周报 20250225：中长期债基降久期-2025/02/25
- 5.土地专题：专项债收储知多少？-2025/02/24

目录

1 下周关注：资金面或迎转松契机.....	3
2 公开市场：净投放 4331 亿元	6
3 政府债：下周净缴款 2486 亿元.....	8
4 超储跟踪预测.....	9
5 货币市场：银行融出规模回升	10
6 同业存单：收益率继续上行.....	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

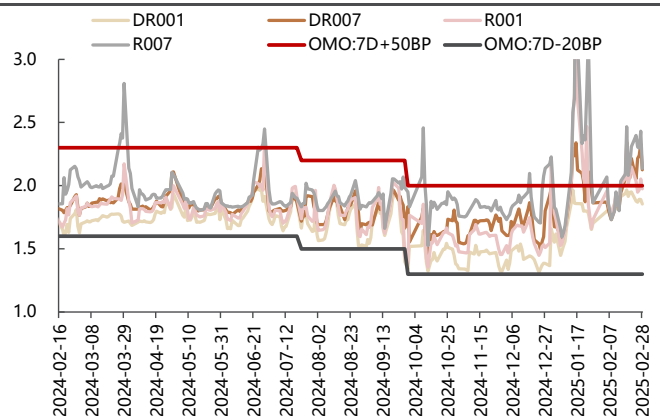
1 下周关注：资金面或迎转松契机

本周资金面压力有所缓解，但也难言宽松，隔夜资金利率中枢下移，7天资金利率中枢小幅抬升。2/24-2/28，DR001、R001 周均值分别较前周变动-7BP、-12BP，DR007、R007 周均值分别较前周变动+5BP、+9BP。

银行资金出规模低位回升，2/24-2/28 银行体系净供给平均 1.52 万亿元，较 2/17-2/21 变动 3357 亿元，周内净供给水平增加，2/28 较 2/24 变动 6405 亿元至 1.71 万亿元。

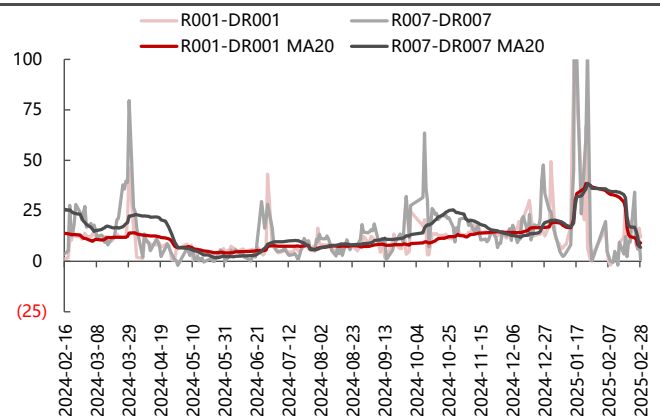
资金分层现象缓解，2/24-2/28，R007-DR007 周均值为 12BP，较前周变动-5BP，R001-DR001 周均值为 12BP，较前周变动+5BP；GC001、GC007 周均值较前周变动+5BP、+12BP。

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
2025-02-28	1.86	2.13	1.98	2.14	2.32	2.16	2.10	2.11	2.06	2.02	2.02
2025-02-21	1.95	2.22	2.15	2.31	2.38	2.35	2.01	2.02	1.99	1.97	1.93
周度变化	-9	-9	-17	-17	-5	-20	9	10	8	5	9
本周均值	1.88	2.19	2.00	2.31	2.20	2.31	2.10	2.07	2.06	2.02	2.00
上周均值	1.94	2.15	2.12	2.22	2.15	2.19	1.96	1.97	1.96	1.93	1.86
周度变化	-7	5	-12	9	5	12	14	10	10	9	13

资料来源：iFinD，民生证券研究院

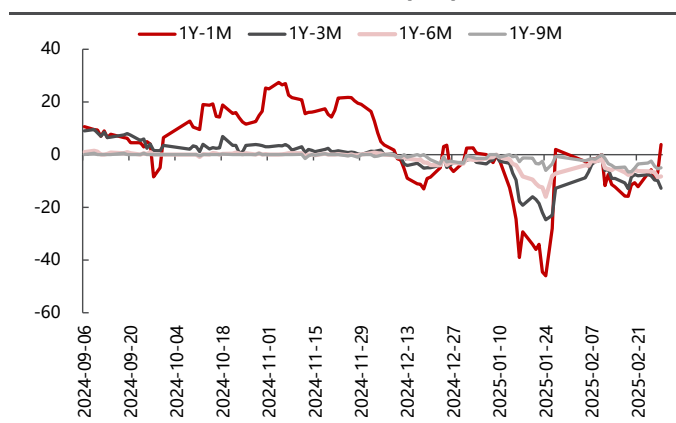
2月，公开市场累计回笼流动性 4773 亿元。其中，逆回购净投放-9673 亿元，MLF 净投放-2000 亿元，国库现金定存发行 900 亿元，开展买断式逆回购 14000 亿元，并有 8000 亿元买断式逆回购到期，未开展公开市场国债买卖操作。

央行投放仍偏谨慎、资金面松紧反复之下，同业存单一二级收益率持续攀升的

同时，一度出现“期限倒挂”现象，当前大行资金压力或相对更大。截至 2/28，国有行与股份行 1 年期存单利差仍在高位徘徊，反映了国有大行负债端压力仍存。

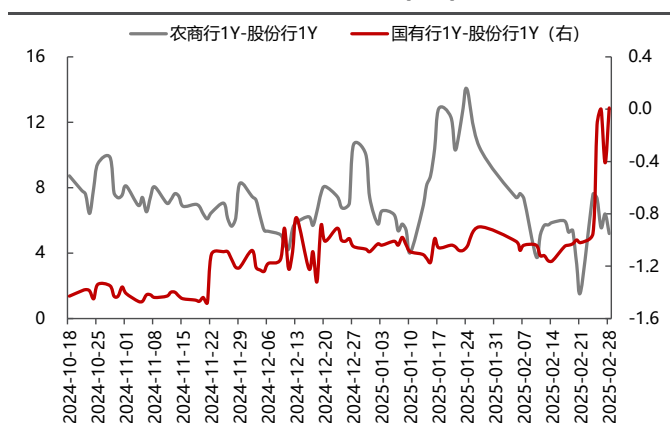
这背后，一方面因信贷投放挤占流动性、央行投放也较为克制，另一方面是非银同业存款自律新规影响下，大行非银存款流失较为明显，故而增加存单发行，且提价现象明显，以在一定程度上引导流失的同业存款切换至存单。

图3：同业存单收益率期限利差（BP）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图4：同业存单收益率主体利差（BP）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

本周跨月时点，公开市场转为净投放，显示央行呵护态度。往后看，随着跨月+税期+MLF到期+大量同业存单到期+政府债发行高峰逐渐过去，资金面压力或趋于缓解。

此外，下周临近两会召开，一方面，资金面往往存在“日历效应”，或将迎来转松的契机，另一方面，本周 DR001、DR007 中枢为 1.86%、2.13%，近期持续位于政策利率之上，突破利率走廊上沿，持续上行的动力或趋于降低。

短期内，资金面还需要关注以下影响因素，整体而言央行态度仍是当中关键，3-4月或是重要节点：

一是公开市场投放情况。若央行加大流动性投放，资金面或将趋于平稳，市场预期也将逐渐稳定，同时或也将一定程度缓和大行资金压力和存单提价现象；但若跨月后央行投放仍偏谨慎，大行负债端资金压力或仍存，或持续通过提价发行存单缓解资金压力。

二是政府债发行节奏。今年将实施更加积极的财政政策，当前政府债发行节奏也较为前置，或将给资金面带来压力，需要关注央行配合力度，以及是否将重启国债买卖操作以配合。

三是海外经济体的外溢影响。2/27，美国宣布对中国再加 10% 关税，外部环境的扰动下，关注国内宏观政策的重心和节奏。短期内央行降息预期或边际减弱，降准方面，或可进一步关注股市以及银行体系超储消耗压力，3月或存在博弈机会。

表2：历年两会前后 DR007 走势 (%)

时点	均值	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
T-30	2.34	3.83	2.33	2.41	2.83	2.61	1.28	2.18	2.07	2.26	1.98
T-20	2.48	4.03	2.43	2.50	2.85	2.75	1.31	3.17	2.31	2.00	1.87
T-15	2.26	4.41	2.27	2.42	2.71	2.51	1.38	2.35	1.98	1.90	1.97
T-10	2.26	4.63	2.25	2.74	2.83	2.26	1.55	2.00	2.09	2.14	1.79
T-7	2.34	4.87	2.27	2.86	2.86	2.29	1.25	2.28	2.19	2.18	1.82
T-5	2.43	4.73	2.30	2.87	2.85	2.67	1.32	2.21	2.34	2.29	1.91
T-3	2.37	4.83	2.34	2.73	3.00	2.80	1.29	2.20	1.99	2.09	1.83
T-1	2.25	4.73	2.29	2.81	2.92	2.41	1.41	1.84	1.97	1.92	1.82
开幕	2.21	4.73	2.27	2.50	2.88	2.25	1.42	2.13	2.04	1.83	1.83
走势图											
T+1	2.25	4.69	2.27	2.54	2.87	2.53	1.52	1.97	2.06	1.88	1.86
T+3	2.24	4.77	2.28	2.62	2.75	2.40	1.86	2.04	2.05	1.93	1.84
T+5	2.28	4.74	2.28	2.53	2.83	2.32	2.18	2.04	2.10	1.97	1.87
T+7	2.33	4.71	2.27	2.61	2.87	2.43	1.71	2.30	2.13	2.12	1.90
T+10	2.40	4.61	2.30	2.93	2.82	2.76	1.98	2.18	2.06	2.19	1.88
T+15	2.40	3.96	2.31	2.88	2.83	2.72	1.98	2.21	2.22	2.06	1.90
T+20	2.36	3.82	2.34	3.17	2.77	2.50	2.09	2.15	1.96	1.86	1.87
走势图											

资料来源：iFinD，民生证券研究院

2/24-2/28 资金面关注因素：

- (1) 逆回购到期 16592 亿元，关注央行投放情况；
- (2) 政府债净缴款 2486 亿元，规模较前周回落，对资金面的扰动不大；
- (3) 同业存单到期 5854 亿元，规模明显回落。

表3：下周资金面主要关注因素（亿元）

		周一 3月3日	周二 3月4日	周三 3月5日	周四 3月6日	周五 3月7日	合计
公开市场	逆回购到期	2925	3185	5487	2150	2845	到期16592亿元
	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					2630	发行2630亿元
	地方债发行	76			1150	950	发行2175亿元
	合计发行	76	0	0	1150	3580	合计发行4805亿元
政府债缴款	国债缴款						缴款0亿元
	地方债缴款	1756	76			1150	缴款2981亿元
	合计缴款	1756	76	0	0	1150	合计缴款2981亿元
政府债到期	国债到期				400		到期400亿元
	地方债到期	74	22				到期95亿元
	合计到期	74	22	0	400	0	到期495亿元
同业存单	存单到期	213	1145	498	1884	2114	到期5854亿元

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：净投放 4331 亿元

2/24-2/28，公开市场净投放 4331 亿元。其中，7 天逆回购投放 16592 亿元、到期 15261 亿元，MLF 投放 3000 亿元。

3/3-3/7，公开市场到期 16592 亿元。

表4：近一个月公开市场操作情况

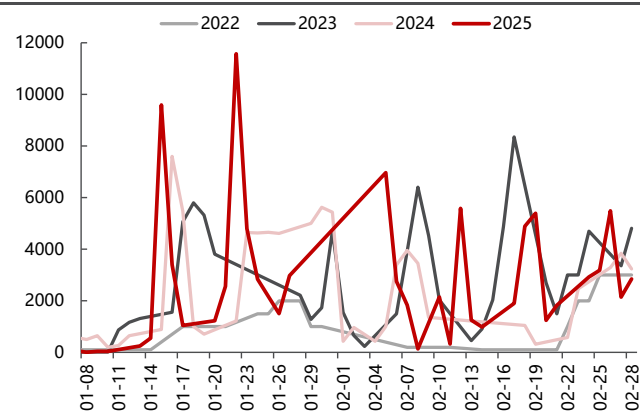
投放/到期	操作类型	发生日期	规模(亿元)	操作方向	利率(%)	利率变动(bp)	期限(天)
上周	净投放	2/17-2/21	-182				
资金投放	逆回购	2025-02-17	1905	发行	1.50	--	7
	逆回购	2025-02-18	4892	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-19	5389	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-20	1250	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-21	1825	发行	1.50	0.00	7
资金到期	逆回购	2025-02-17	2150	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-17	140	到期	1.50	--	7
	MLF	2025-02-18	5000	回笼	2.50	--	366
	逆回购	2025-02-18	330	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-19	5580	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-20	1258	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-21	985	到期	1.50	0.00	7
本周	净投放	2/24-2/28	4331				
资金投放	逆回购	2025-02-24	2925	发行	1.50	--	7
	MLF	2025-02-25	3000	投放	2.00	--	365
	逆回购	2025-02-25	3185	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-26	5487	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-27	2150	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-28	2845	发行	1.50	0.00	7
资金到期	逆回购	2025-02-24	1905	到期	1.50	--	7
	逆回购	2025-02-25	4892	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-26	5389	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-27	1250	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-28	1825	到期	1.50	0.00	7
下周	净投放	3/3-3/7	16592				
资金到期	逆回购	2025-03-03	2925	到期	1.50	--	7
	逆回购	2025-03-04	3185	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-03-05	5487	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-03-06	2150	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-03-07	2845	到期	1.50	0.00	7

资料来源：iFinD，民生证券研究院

2/24-2/28，公开市场延续净投放状态，逆回购余额回升，略高于季节性水平，此外，MLF 投放 3000 亿元。

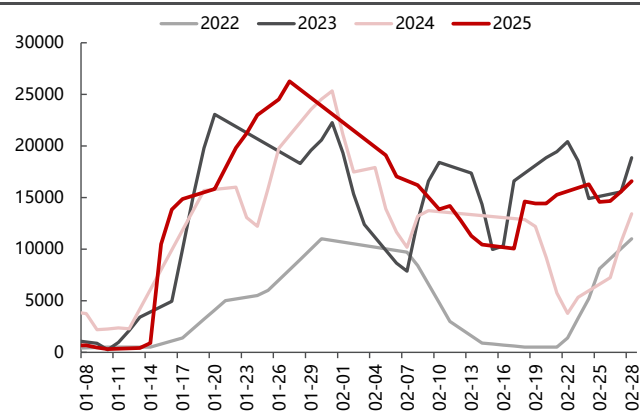
截至 2/28，逆回购余额为 16592 亿元，较 2/21 增加 1331 亿元。

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 2486 亿元

2/24-2/28，国债、政府债净缴款 4470 亿元。其中，发行国债 2090 亿元、地方债 4767 亿元，国债净缴款-1049 亿元、地方债净缴款 5519 亿元。

3/3-3/7，政府债净缴款规模继续回落。其中，计划发行国债 2630 亿元、地方债 2175 亿元，国债净缴款-400 亿元、地方债净缴款 2886 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	1430	5275	6705	3860	2668	6528	802	22	824	3058	2646	5703
2025-02-17	0	249	249	2430	0	2430	0	0	0	2430	0	2430
2025-02-18	0	1865	1865	0	249	249	0	0	0	0	249	249
2025-02-19	1430	0	1430	0	1865	1865	0	0	0	0	1865	1865
2025-02-20	0	554	554	1430	0	1430	802	0	802	628	0	628
2025-02-21	0	2607	2607	0	554	554	0	0	0	0	554	554
本周	2090	4767	6857	2090	5619	7709	3139	100	3238	-1049	5519	4470
2025-02-24	2090	290	2380	0	2607	2607	2537	56	2593	-2537	2551	15
2025-02-25	0	1526	1526	2090	290	2380	0	0	0	2090	290	2380
2025-02-26	0	626	626	0	1526	1526	0	16	16	0	1510	1510
2025-02-27	0	570	570	0	626	626	602	5	607	-602	621	19
2025-02-28	0	1756	1756	0	570	570	0	23	23	0	547	547
下周	2630	2175	4805	0	2981	2981	400	95	495	-400	2886	2486
2025-03-03	0	76	76	0	1756	1756	0	74	74	0	1682	1682
2025-03-04	0	0	0	0	76	76	0	22	22	0	54	54
2025-03-05	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2025-03-06	0	1150	1150	0	0	0	400	0	400	-400	0	-400
2025-03-07	2630	950	3580	0	1150	1150	0	0	0	0	1150	1150

资料来源：iFinD，民生证券研究院

4 超储跟踪预测

预测 2025 年 2 月超储率约为 1.04%，环比回落约 0.5pct（1 月末预测为 1.49%），同比回落 1.1pct（去年同期为 2.11%）。

表6：月度超储影响因素跟踪及预测（亿元，%）

	2024/9	2024/10	2024/11	2024/12	2025/1	2025/2
外汇环比	-264	-233	-389	-425	-589	80
对其他存款性公司债权环比	13872	-8701	5009	-14130	28198	-6941
减：MO环比	2357	617	1733	4014	14060	-4000
减：政府存款环比	-2631	8819	1724	-13616	2740	10050
减：缴准	7450	-16880	3370	16654	-1267	400
变动合计	6431	-1491	-2206	-21607	12075	-13311
月末超储余额	53294	51803	49597	32753	44828	31517
超储基数	2960752	2957882	2977867	2977541	3017775	3044806
超储率	1.80%	1.75%	1.67%	1.10%	1.49%	1.04%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

预测 1 月末超储约为 4.5 万亿元。2/24-2/28，公开市场净投放 4331 亿元、政府债净缴款 4492 亿元，预测财政收支差额 586 亿元、缴准 105 亿元。

表7：周度超储影响因素跟踪及预测（亿元）

	2024/12	12/30-1/3	1/6-1/10	1/13-1/17	1/20-1/24	2025/1	1/27-2/8	2/10-2/14	2/17-2/21	2/24-2/28
超储余额	32753					44828				
公开市场净投放	-2892	-2600	5789	10157			-8323	-4849	-182	4331
逆回购	-2892	-2600	14539	8157			-8323	-5749	4818	1331
MLF/TMLF	0	0	-9950	2000			0	0	-5000	3000
国库定存	0	0	1200	0			0	900	0	0
减：财政收支差额	-1010	1763	1763	2116			704	586	586	586
减：政府债净缴款	-366	1298	4271	1844			4214	2690	5703	4492
减：缴准	1381	-333	-333	-400			-4	105	105	105
减：缴税	0	0	14621	0			0	0	28971	0
变动合计	-2896	-5328	-14533	6597			-13238	-8230	-35547	-852

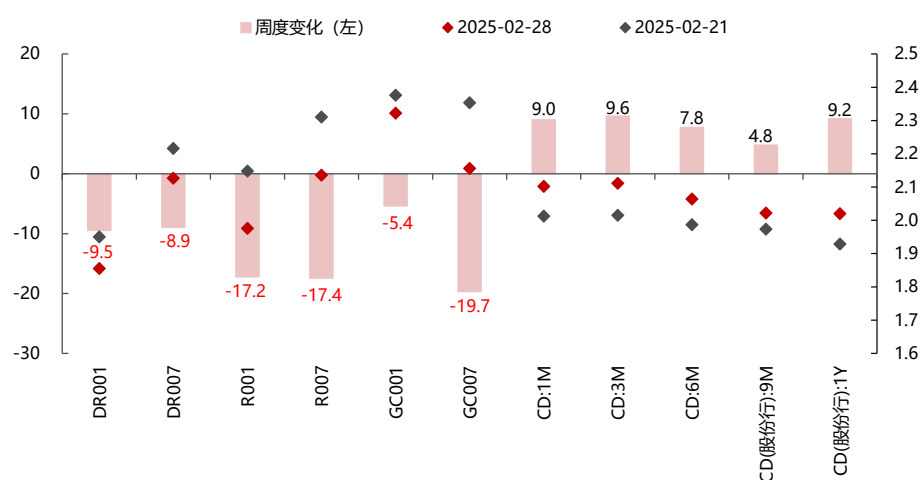
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

5 货币市场：银行融出规模回升

(1) 资金利率下行：截至 2/28，相较 2/21，DR001 下行 9.5BP 至 1.86%，DR007 下行 8.9BP 至 2.13%，R001 下行 17.2BP 至 1.98%，R007 下行 17.4BP 至 2.14%；

(2) 同业存单利率上行：截至 2/28，相较 2/21，CD:1M 上行 9BP 至 2.1%，CD:3M 上行 9.6BP 至 2.11%，CD:6M 上行 7.8BP 至 2.06%，CD(股份行):9M 上行 4.8BP 至 2.02%，CD(股份行):1Y 上行 9.2BP 至 2.02%。

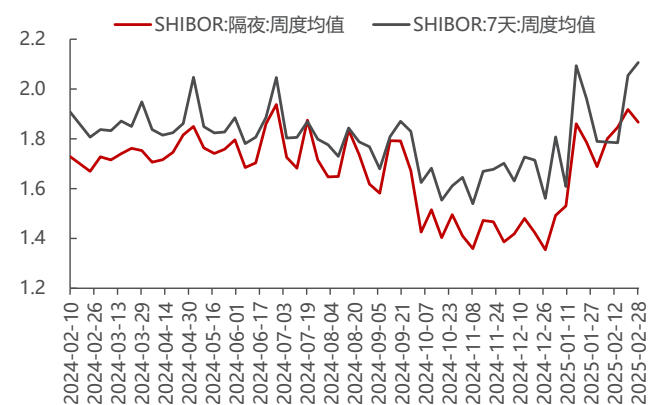
图7：货币市场利率变动情况 (BP, %)



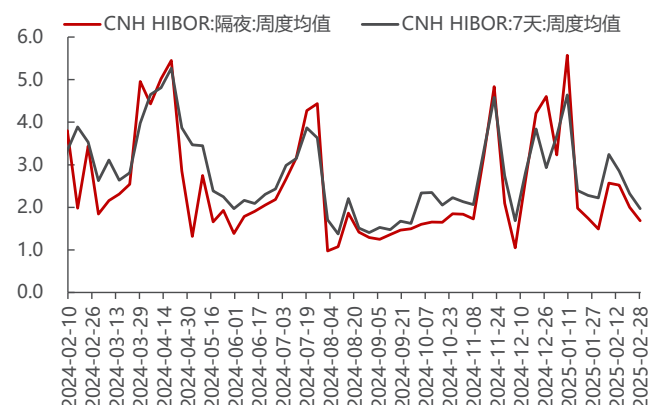
资料来源：iFinD，民生证券研究院

(3) SHIBOR 利率：隔夜、7 天利率周度均值分别较上周变动 7.2BP、27.08BP 至 1.92%、2.05%；

(4) CNH HIBOR 利率：隔夜、7 天利率周度均值分别较上周变动-52.11BP、-53.08BP 至 2%、2.32%。

图8: SHIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)


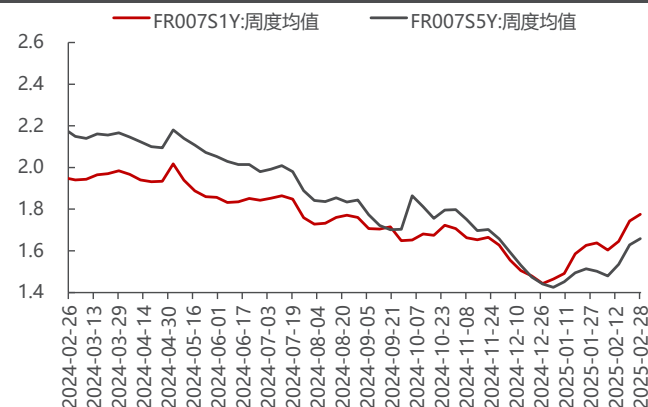
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图9: CNH HIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)


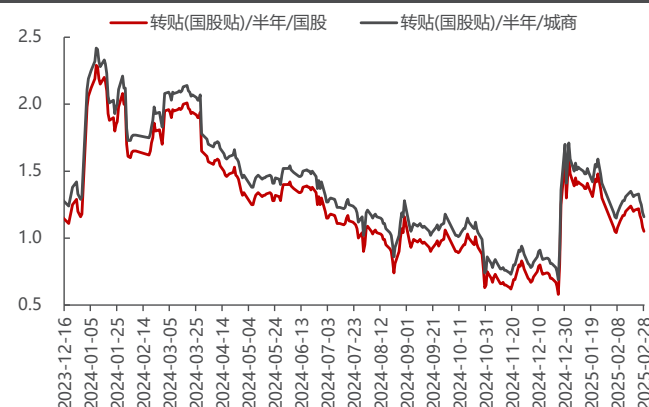
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

(5) 利率互换收盘利率: FR007S1Y、FR007S5Y 利率周度均值分别较上周变动 3.21BP、2.94BP 至 1.78%、1.66%。

(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 1.22%、1.33%。

图10: FR007S1Y、FR007S5Y (周度均值) (%)


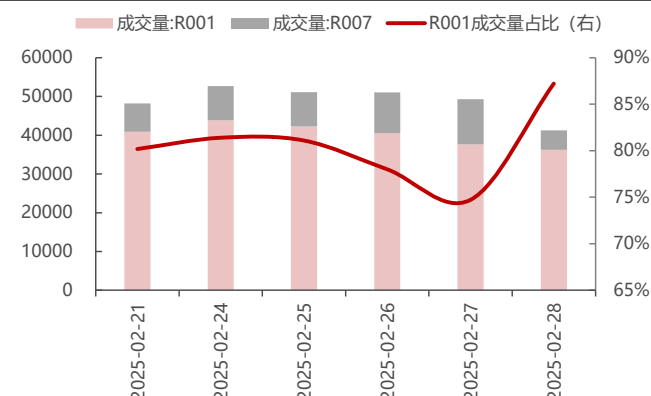
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图11: 票据利率 (%)


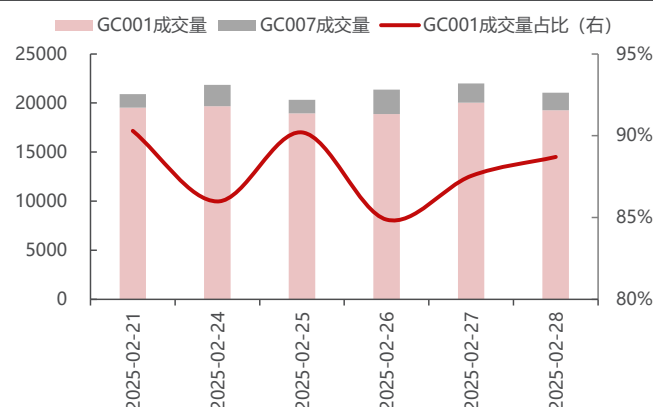
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

银行间质押式回购日均成交额 49981 亿元, 比 2/17-2/21 增加 382 亿元。其中, R001 日均成交额 40109 亿元, 平均占比 80.5%; R007 日均成交额 8949 亿元, 平均占比 17.7%。

上交所新质押式国债回购日均成交额为 22145 亿元, 比 2/17-2/21 增加 337 亿元。其中, GC001 日均成交额 19359 亿元, 平均占比 87.5%; GC007 日均成交额 1959 亿元, 平均占比 8.8%。

图12：银行间质押式回购成交情况（亿元，%）


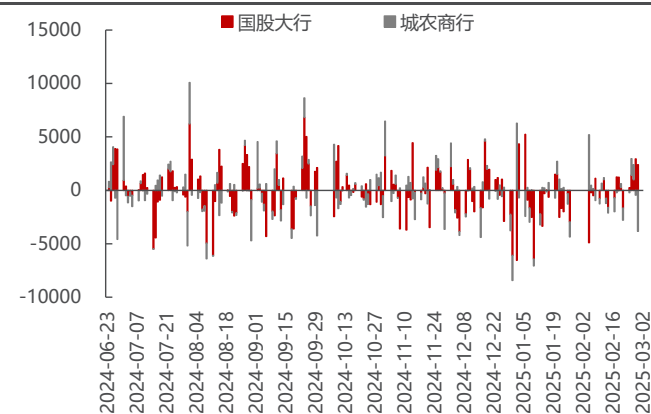
资料来源：iFinD，民生证券研究院

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

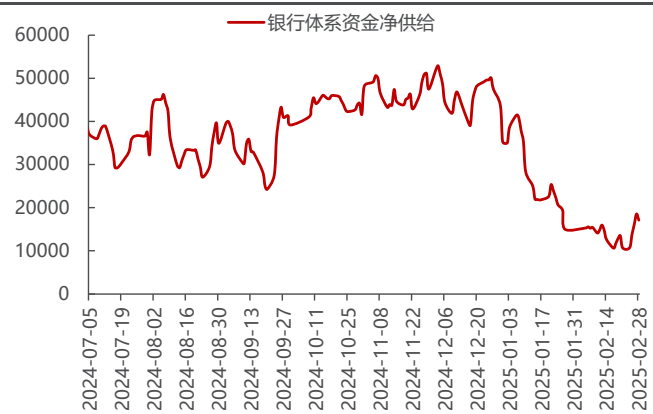
2/24-2/28，银行体系资金净融出（考虑到期）共计-6433 亿元，较 2/17-2/21 变动-8387 亿元。其中，国股大行净融出 7989 亿元，较 2/17-2/21 变动 7619 亿元，城农商行净融出-1557 亿元，较 2/17-2/21 变动 768 亿元。

从净供给水平来看，2/24-2/28 银行体系净供给平均 1.52 万亿元，较 2/17-2/21 变动 3357 亿元，周内净供给水平增加，2/28 较 2/24 变动 6405 亿元至 1.71 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：收益率继续上行

6.1 同业存单一级市场

6.1.1 同业存单发行和净融资

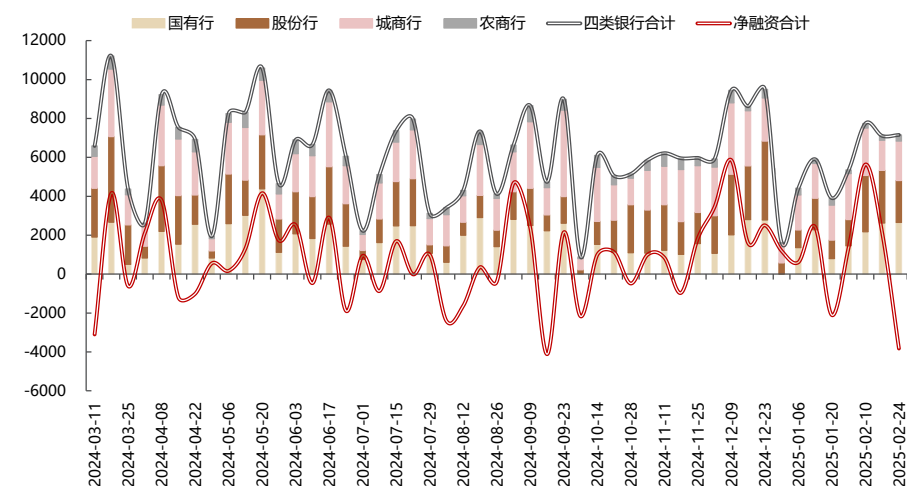
2/24-2/28 四类主要银行同业存单发行总额为 7152 亿元，净融资额为-3828 亿元，对比 2/17-2/21 主要银行发行总额 7105 亿元，净融资额 2128 亿元，发行规模增加，净融资额减少。

分主体看，国有行存单发行规模最大，农商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 2656 亿元、2158 亿元、2028 亿元、311 亿元，占比分别为 37%、30%、28%、4%；净融资额分别为-958 亿元、-2252 亿元、-310 亿元、-308 亿元。

分期限看，3M 存单发行规模最大，1M 存单净融资额最高。1M、3M、6M、9M、1Y 期限发行规模分别为 1723 亿元、1801 亿元、981 亿元、907 亿元、1795 亿元，占比分别为 24%、25%、14%、13%、25%；净融资额分别为 1435 亿元、642 亿元、-459 亿元、-2545 亿元、-2991 亿元。

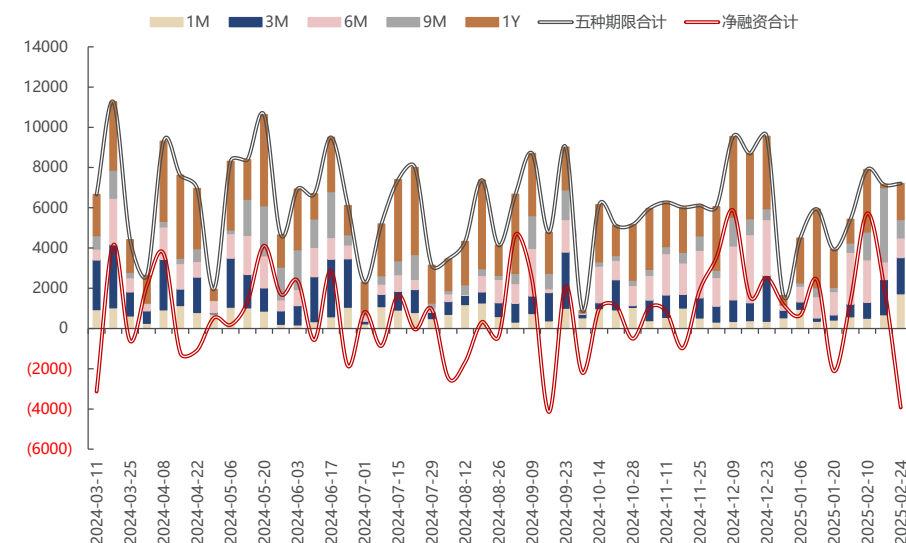
从发行成功率来看，国有行发行成功率最高，城商行、股份行、国有行、农商行发行成功率分别为 75%、89%、97%、93%；3M 发行成功率最高，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单发行成功率分别为 80%、88%、84%、83%、85%；AAA 发行成功率最高，AA、AA+、AAA 同业存单发行成功率分别为 73%、77%、86%。

图16：主要银行同业存单发行情况（亿元）



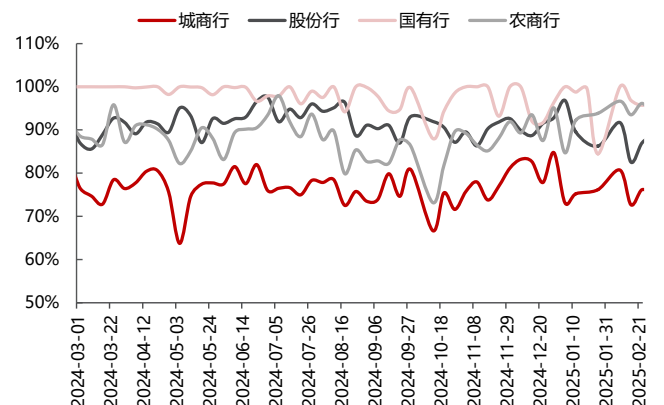
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图17：不同期限同业存单发行情况（亿元）



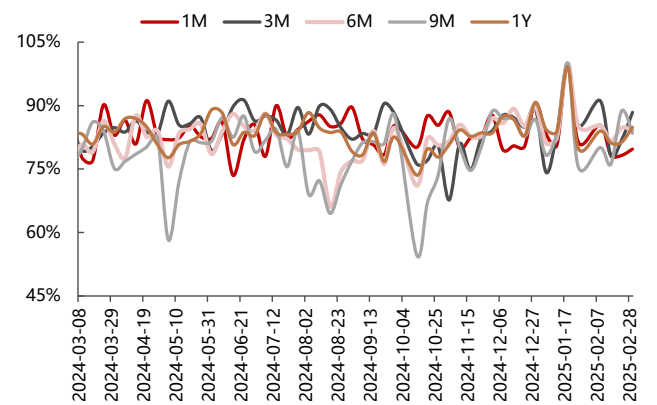
资料来源：iFinD，民生证券研究院

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（%）

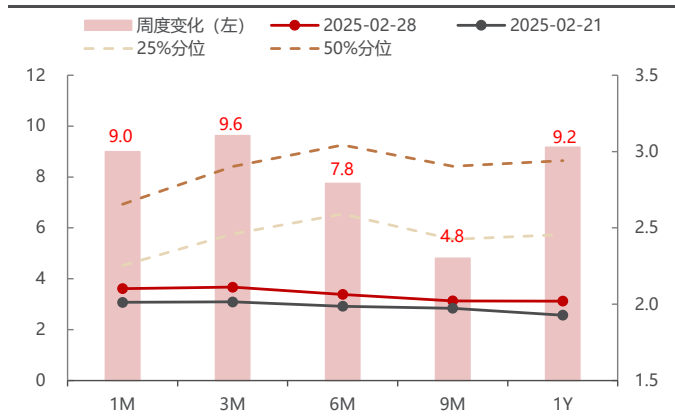


资料来源：iFinD，民生证券研究院

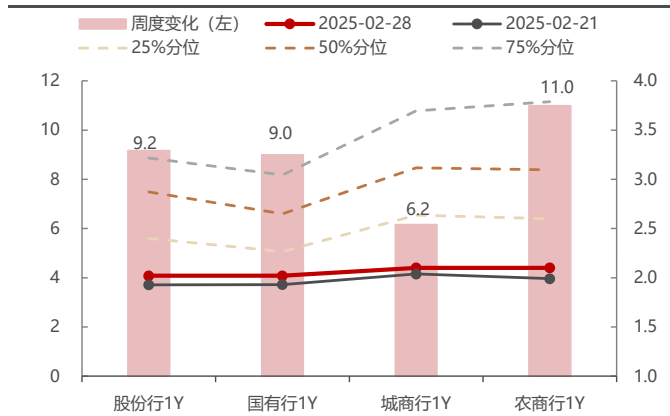
6.1.2 同业存单发行利率

从不同期限发行利率来看，2/24-2/28 各期限发行利率上行，1M、3M、6M、9M（股份行）、1Y（股份行）发行利率分别变动 9BP、9.6BP、7.8BP、4.8BP、9.2BP 至 2.1%、2.1%、2.1%、2%、2%。

从不同银行发行利率来看，2/24-2/28 各主体发行利率上行，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 9.2BP、9BP、6.2BP、11BP 至 2%、2%、2.1%、2.1%。

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, %)


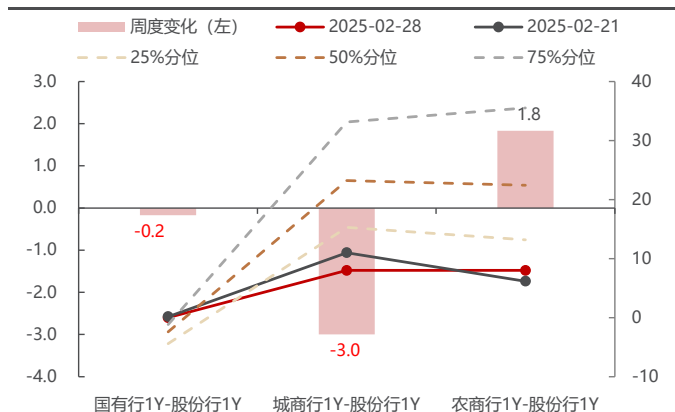
资料来源：iFinD，民生证券研究院

6.1.3 同业存单发行利差

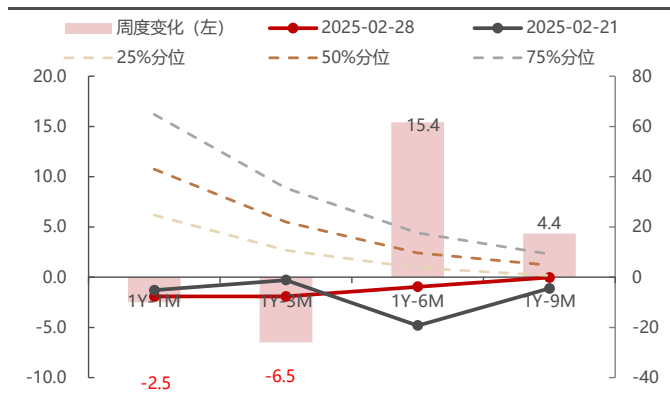
2/24-2/28 主体发行利差分化, 国有行 1Y-股份行 1Y、城商行 1Y-股份行 1Y、农商行 1Y-股份行 1Y 同业存单发行利差分别变动-0.2BP、-3BP、1.8BP 至 0BP、8BP、8BP。

2/24-2/28 期限利差分化, 1Y-1M、1Y-3M、1Y-6M、1Y-9M 同业存单发行利差分别变动-2.5BP、-6.5BP、15.4BP、4.4BP 至-7.7BP、-7.7BP、-3.8BP、-0.1BP。

此外, 相较 2/21, 股份行 1Y CD 与 R007 的利差变动 26.6BP 至-11.57BP, 1Y CD 与 R001 的利差变动 26.39BP 至 4.41BP。1Y CD-1 年期 MLF 利差变动 9.17BP 至 2BP。

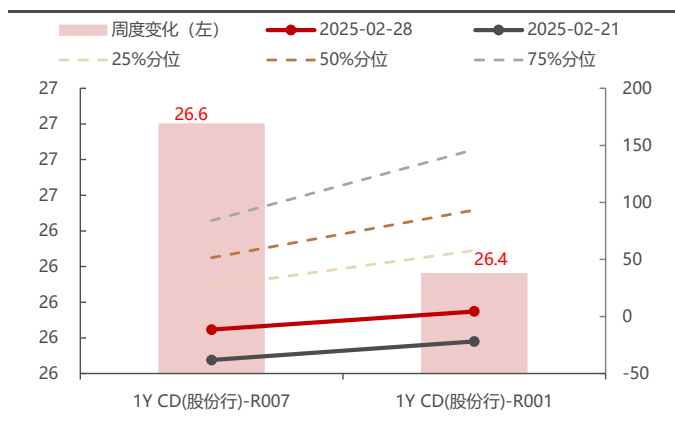
图22：主体发行利差一周变动 (BP, BP)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

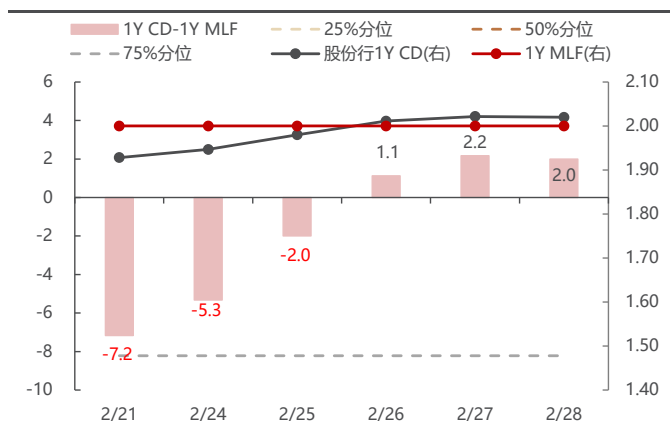
图23：期限发行利差一周变动 (BP, BP)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：2/21, 1Y-6M 数据缺失, 用 2/20 替代

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，2/24-2/28 各期限存单收益率分化。1M、3M、6M、9M、1Y 存单收益率分别变动-12.79BP、8BP、5.3BP、4.63BP、3.25BP 至 1.95%、2.12%、2.07%、2.04%、1.99%。

分主体看，2/24-2/28 各主体存单收益率上行。股份行、国有行、农商行 1Y 存单收益率分别变动 6.18BP、7.21BP、9.7BP 至 2.02%、2.02%、2.07%。

分等级看，2/24-2/28 各等级存单收益率上行。AAA、AA+、AA 等级 1 年期存单收益率分别变动 3.25BP、4.75BP、4.75BP 至 1.99%、2.07%、2.17%。

6.2.2 同业存单收益率利差

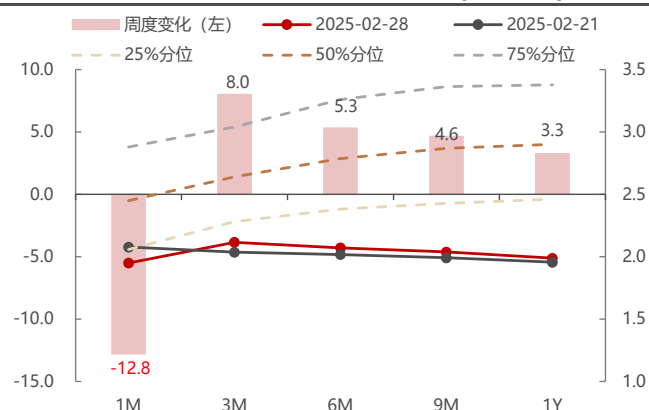
2/24-2/28，主体利差走阔。国有行 1Y-股份行 1Y、农商行 1Y-股份行 1Y 存单利差分别变动 1.03BP、3.52BP 至 0.01BP、5.2BP。

2/24-2/28，等级利差走阔。AA+(1Y)-AAA(1Y)、AA(1Y)-AAA(1Y)存单利差分别变动 1.5BP、1.5BP 至 8BP、18BP。

2/24-2/28，期限利差分化。1Y-1M、1Y-3M、1Y-6M、1Y-9M 存单利差分别变动 16.04BP、-4.75BP、-2.05BP、-1.38BP 至 3.87BP、-12.75BP、-8.25BP、-4.94BP。

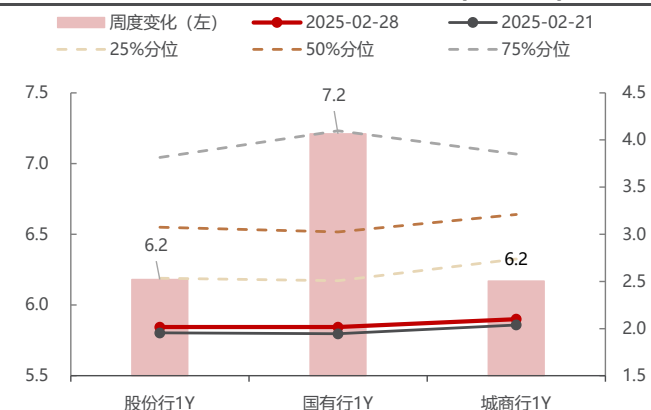
此外，相较 2/21，“1Y CD-1Y MLF” 利差变动 6.18BP 至 1.64BP，“1Y CD-10Y 国债” 利差变动 6.66BP 至 30.12BP。

图26: 不同期限 CD 收益率一周变动 (BP, %)



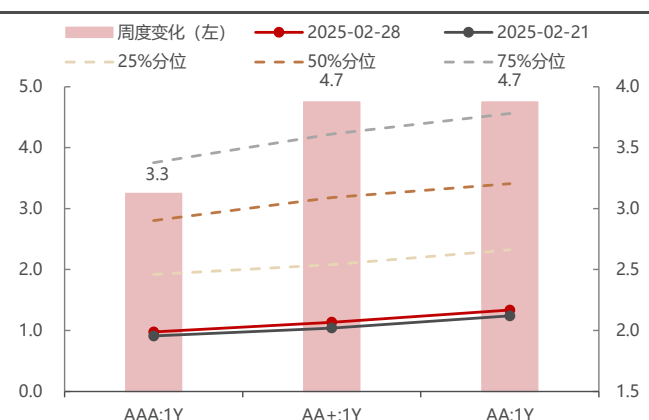
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图27: 不同银行 CD 收益率一周变动 (BP, %)



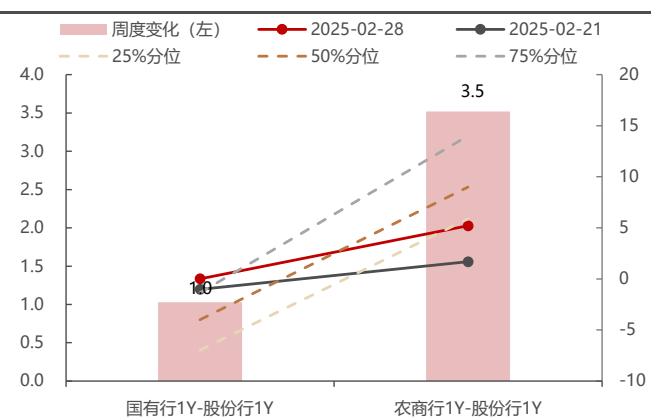
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图28: 不同等级 CD 收益率一周变动 (BP, %)



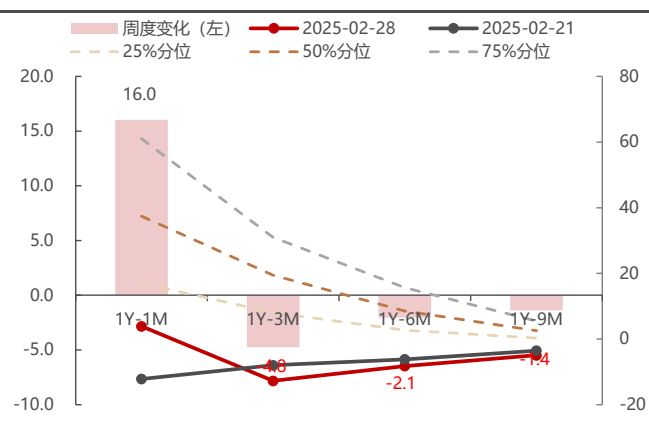
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图29: 主体利差一周变动 (BP, BP)



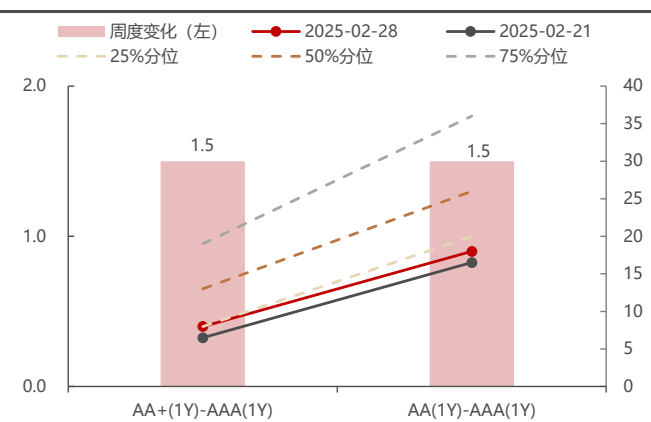
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图30: 期限利差一周变动 (BP, BP)

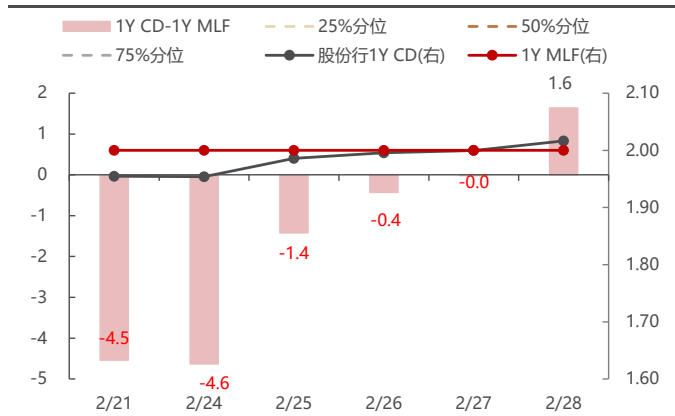


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

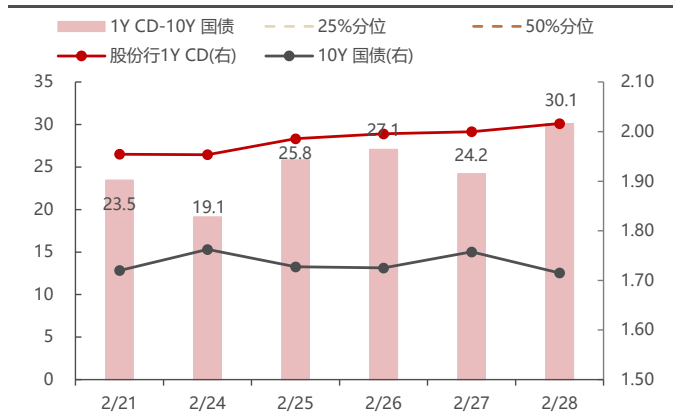
图31: 等级利差一周变动 (BP, BP)



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: 同业存单收益率期限利差 (BP)	4
图 4: 同业存单收益率主体利差 (BP)	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: 历年两会前后 DR007 走势 (%)	5
表 3: 下周资金面主要关注因素 (亿元)	5
表 4: 近一个月公开市场操作情况	6
表 5: 近一个月政府债发行及净缴款情况 (亿元)	8
表 6: 月度超储影响因素跟踪及预测 (亿元, %)	9
表 7: 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