



资金面或仍有压力

2025年02月15日

► 下周关注：资金面或仍有压力

短期维度而言，下周资金面扰动因素增加，资金面或维持紧平衡状态，关键在于央行如何应对，当下而言或未呈现更进一步的宽松态度：(1) 公开市场到期规模较大，MLF 回笼 5000 亿元、逆回购到期 10443 亿元，此外，2 月还将有 8000 亿元买断式逆回购到期；(2) 政府债供给压力增加，净缴款规模较本周大幅增长约 2500 亿元，本月地方债计划发行规模已达 11040 亿元；(3) 资金跨月与税期扰动共振，2 月虽非缴税大月，但临近跨月，税期走款压力或将放大资金面波动。

中长期维度，多重考量之下，货币政策将如何取舍？参考 2024 年四季度央行货币政策执行报告，参考关于汇率的表述新增“三个坚决”、货币政策的表述提及“择机调整”等调整，指向货币宽松基调未改之下，节奏上的不确定性或有所增加。

► 货币市场跟踪

截至 2/14，相较 2/8，DR001 上行 12.4BP 至 1.91%，DR007 上行 21.1BP 至 1.94%，R001 上行 23.5BP 至 2.01%，R007 上行 30.4BP 至 2.03%；

银行间质押式回购日均成交额 50004 亿元，比 1/27-2/8 增加 13102 亿元。其中，R001 日均成交额 41148 亿元，平均占比 82.3%；R007 日均成交额 7830 亿元，平均占比 15.6%。

从净供给水平来看，2/10-2/14 银行体系净供给平均 1.2 万亿元，较 1/27-2/8 变动-3252 亿元，周内净供给水平降低，2/14 较 2/10 变动-1509 亿元至 1.26 万亿元。

► 同业存单一级跟踪

2/10-2/14 四类主要银行同业存单发行总额为 7751 亿元，净融资额为 5751 亿元，对比 1/27-1/31 主要银行发行总额 5349 亿元，净融资额 1369 亿元，发行规模增加，净融资额增加。

各期限发行利率上行，各主体发行利率上行，此外，相较 1/26，股份行 1Y CD 与 R007 的利差变动 19.05BP 至 -6.95BP，1Y CD 与 R001 的利差变动 -22.27BP 至 -8.27BP。1Y CD-1 年期 MLF 利差变动 1.88BP 至 -28.12BP。

► 同业存单二级跟踪

各期限存单收益率上行。1M、3M、6M、9M、1Y 存单收益率分别变动 23.25BP、19BP、15BP、16BP、12.71BP 至 1.93%、1.9%、1.86%、1.86%、1.81%；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 8.94BP、8.86BP、7.17BP 至 1.78%、1.77%、1.84%；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 12.71BP、11.71BP、10.71BP 至 1.81%、1.86%、1.96%。

主体利差收窄，等级利差收窄，期限利差收窄。此外，相较 2/7，“1Y CD-1Y MLF”利差变动 11.1BP 至 -21.6BP，“1Y CD-10Y 国债”利差变动 1.22BP 至 12.94BP。

► 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

分析师 郎赫男

执业证书：S0100524080009

邮箱：langhenan@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：如何把握换券行情？-2025/02/14
- 2.地方政府隐性债务系列：化债，各省怎么说？-2025/02/13
- 3.利率专题：配置盘买了多少债？-2025/02/13
- 4.信用策略系列：短信用，近忧与远虑-2025/02/12
- 5.城投随笔系列：隐债清零，江苏怎么说？-2025/02/11

目录

1 下周关注：资金面或仍有压力	3
2 公开市场：下周到期 15443 亿元.....	8
3 政府债：下周净缴款规模增加	10
4 超储跟踪预测.....	11
5 货币市场：银行融出维持低位	12
6 同业存单：一二级收益率上行	15
6.1 同业存单一级市场	15
6.2 同业存单二级市场	18
7 风险提示	21
插图目录	22
表格目录	22

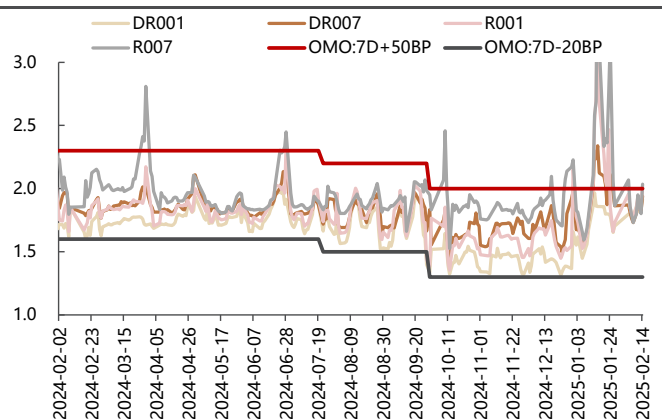
1 下周关注：资金面或仍有压力

资金面在春节后有所转松，但当前仍维持偏紧格局，隔夜与 7 天资金利率倒挂一度加深。2/10-2/14，DR001、R001 周均值分别较前周变动+9BP、+8BP，DR007、R007 周均值分别较前周变动+6BP、+3BP。

银行资金出规模仍处于低位水平，2/10-2/14 银行体系净供给平均 1.2 万亿元，较 1/27-2/8 变动-3252 亿元，周内净供给水平降低，2/14 较 2/10 变动-1509 亿元至 1.26 万亿元。

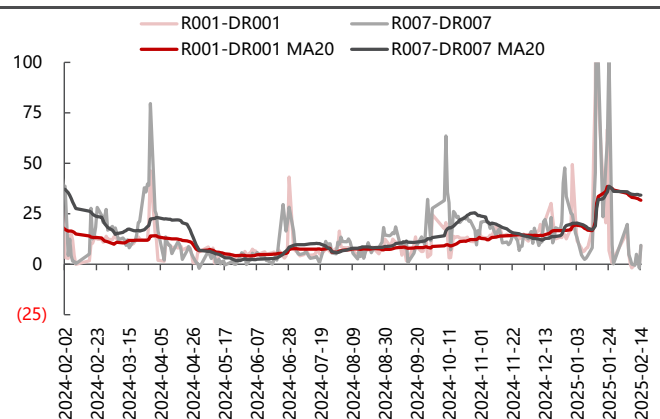
非银资金压力较小，资金分层现象趋于缓和，GC 系列周均值持续下行。2/10-2/14，R007-DR007 周均值为 3BP，较前周变动-1BP，R001-DR001 周均值为 3BP，较前周变动-3BP；GC001、GC007 周均值分别前周变动-29BP、-22BP。

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
2025-02-14	1.91	1.94	2.01	2.03	1.97	1.97	1.86	1.87	1.86	1.81	1.77
2025-02-08	1.79	1.73	1.77	1.73	1.73	1.77	1.80	1.82	1.82	1.67	1.68
周度变化	12	21	23	30	24	20	6	5	4	14	9
本周均值	1.87	1.86	1.90	1.89	1.79	1.86	1.83	1.85	1.84	1.78	1.74
上周均值	1.78	1.81	1.82	1.86	2.09	2.08	1.85	1.85	1.83	1.71	1.70
周度变化	9	6	8	3	-29	-22	-1	-1	2	7	4

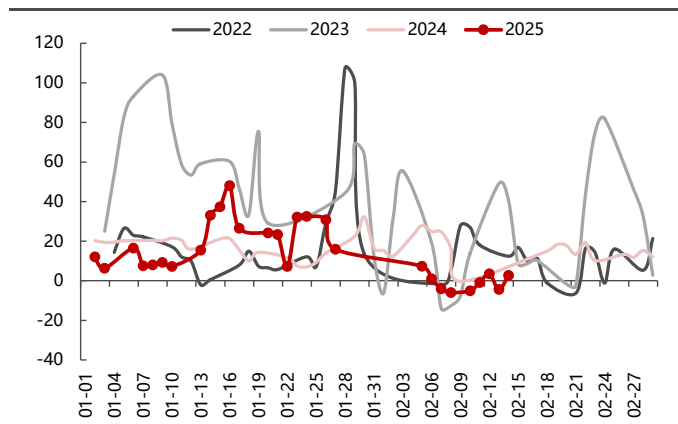
资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：2/14，CD（股份行）:1Y 数据缺失，用 2/13 替代

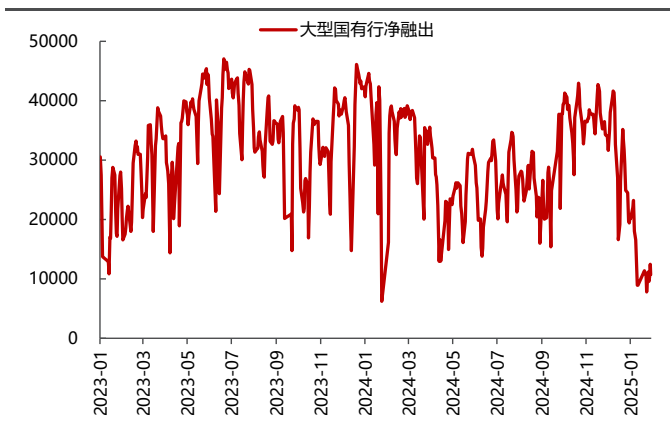
资金面偏紧格局的背后，或仍是出于海外货币政策与人民币汇率压力、防范资金空转和利率风险等方面的诉求。跨节后央行收回流动性，本周公开市场延续净回笼状态，逆回购余额较节前回落近 1.58 万亿元。

在超储率偏低、央行投放较为克制、逆回购余额压降的背景下，银行资金压力增加。2024/12，银行超储率为 1.1%，较往年同期明显偏低，银行或相应降低了 2025 开年以来的资金融出规模，对应可以看到大行融出仍处历史较低水平，但整体相对符合季节性水平。

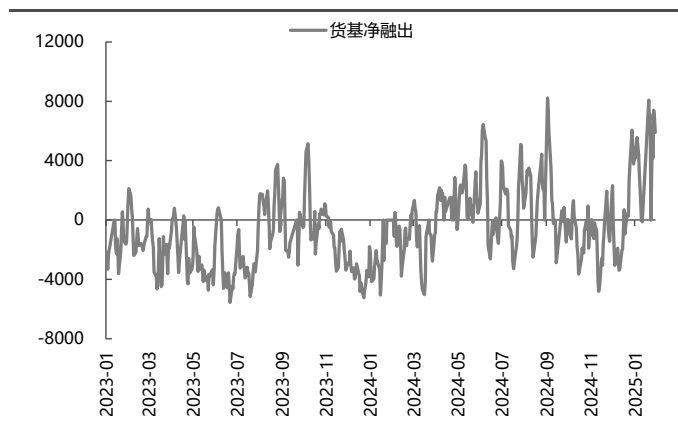
与此同时，以货基为代表的非银机构融出规模明显增加，超季节性水平。其中，由于融出资金期限结构相较大行存在一定分化，融出资金以 7 天为主，大行融出意愿降低、非银融出意愿增加的格局之下，本周隔夜与 7 天资金利率倒挂现象反复出现，二者利差也处于历史同期低位水平。

图3：DR001-DR007 利差：季节性 (BP)


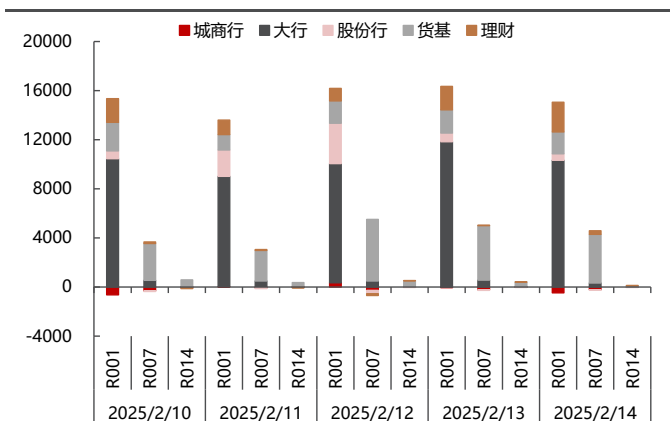
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图4：国有大行资金融出情况 (亿元)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：货币基金资金融出情况 (亿元)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：银行与非银资金融出情况 (亿元)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

往后看，资金面将如何演绎？

短期维度而言，下周资金面扰动因素增加，资金面或维持紧平衡状态，关键在于央行如何应对，当下而言或未呈现更进一步的宽松态度：

一是公开市场到期规模较大，MLF 回笼 5000 亿元、逆回购到期 10443 亿元，

此外，2月还将有8000亿元买断式逆回购到期；

二是政府债供给压力增加，净缴款规模较本周大幅增长约2500亿元，本月地方债计划发行规模已达11040亿元；

三是资金跨月与税期扰动共振，2月虽非缴税大月，但临近跨月，税期走款压力或将放大资金面波动。

表2：地方债发行计划（亿元）

地区		2025-01						2025-02					
		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		793	211	2124	1466	504	5097	1167	596	2891	4594	1792	11040
直辖市	北京		26	69	528		623	101		464			565
	上海						0	125		227			352
	天津					405	405						0
	重庆						0			195	448		643
华东	江苏						0	128			2000		2128
	浙江						0	117		80		565	762
	安徽			209			209						0
	福建						0	72	446	292			810
	江西	167			53		220						0
	山东				330		330			426			426
华北	山西						0					385	385
	河北				13		13	104		556		30	690
	内蒙古						0		77		572		649
华南	广东	173		1008			1181						0
	广西						0	48	43	37	13		140
	海南	30	50				80						0
华中	河南						0						0
	湖北	223		338	451		1012		30	150	200		380
	湖南		108		35		143						0
东北	辽宁						0	48		121			169
	吉林						0			32		385	417
	黑龙江						0	195					195
西南	四川	200	27	400	23		650				300		300
	贵州						0						0
	云南				33		33						0
	西藏						0						0
西北	陕西						0	100		250	569		919
	甘肃						0	99			243		342
	青海						0	30				73	103
	新疆						0					216	216
	宁夏						0			11		138	149
计划单列市	大连						0						0
	青岛				43		43						0
	宁波						0				249		249
	深圳			100			100			50			50
	厦门					56	56						0

资料来源：iFinD，中国债券信息网，民生证券研究院

注：数据截至2025/2/15

中长期维度，多重考量之下，货币政策将如何取舍？参考2024年四季度央行货币政策执行报告，关于汇率的表述新增“三个坚决”、货币政策的表述提及“择机调整”，指向货币宽松基调未改之下，节奏上的不确定性或有所增加，具体而言：

一是关于货币政策与流动性，较三季度新增“择机调整”表述：“强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏。”

该表述在 1/14 央行国新办新闻发布会中已有提及，措辞较为相似：“宏观经济政策还将进一步强化逆周期调节，我们将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏，支持实现全年经济社会发展目标。”**央行四季度货政例会中再度出现近似措辞。**

一方面，去年四季度以来，随着系列增量政策加码发力，我国经济运行中的积极因素逐渐积累，呈现“稳中有进”的积极态势，政策进一步加码的必要性待观察；
另一方面，外围因素的不确定性在增加，或需等待变化出现。

流动性方面，较三季度删去“保持货币市场利率平稳运行”的表述，或一定程度对应开年以来资金利率波动加大阶段性向上突破 7 天 OMO+50BP 上限的现象。

此外，货币政策工具中删去逆回购、买断式逆回购、MLF、国债买卖，提及“**利率和存款准备金率**”，专栏 3 中则是介绍我国存款准备金制度的动态演进，指向后续降准仍有可能，并且或将对存款准备金制度进行改革和完善。

表3：货币政策执行报告表述对比：货币政策

	2024年第四季度中国货币政策执行报告	2024年第三季度中国货币政策执行报告
货币信贷政策	保持融资和货币总量合理增长： （1）强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏。 （2）密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，灵活有效开展公开市场操作，综合运用利率、存款准备金率等多种货币政策工具，保持流动性充裕。 （3）在防范资金沉淀空转的同时，引导金融机构深入挖掘有效信贷需求，保持货币信贷合理增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。	保持融资和货币总量合理增长： （1）密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，灵活有效开展公开市场操作，综合运用 7 天期逆回购、买断式逆回购、中期借贷便利（MLF）和国债买卖等多种工具，保持银行体系流动性合理充裕和货币市场利率平稳运行。 （2）在防范资金沉淀空转的同时，支持金融机构按照市场化法治化原则，深入挖掘有效信贷需求，结合“两重”“两新”、房地产支持政策组合等抓手，加快推动储备项目转化，保持信贷合理增长，努力实现社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。适应形势变化研究修订货币供应量统计，更好反映货币供应的真实情况

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

二是关于汇率新增“三个坚决”，凸显政策端稳汇率决心。尤其是近期美联储暂停降息、中美关税政策变动等外围因素扰动之下，或将增加人民币贬值压力。

央行“三个坚决”在四季度货政例会中已有提及，顺序有所调整，且将其中的“**坚决防止形成单边一致性预期并自我实现**”改为“**坚决对市场顺周期行为进行纠偏**”，凸显稳汇率决心。

表4：货币政策执行报告表述对比：汇率

	2024年第四季度中国货币政策执行报告	2024年第三季度中国货币政策执行报告
汇率	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。 做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，综合施策，稳定预期，增强外汇市场韧性，加强外汇市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，综合施策，强化预期引导，防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。 做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，综合施策，强化预期引导，防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

表5：央行货政例会表述对比：汇率

	2024Q4	2024Q3	2024Q2
汇率	增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理， 坚决 对扰乱市场秩序行为进行处置， 坚决 防止形成单边一致性预期并自我实现， 坚决 防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	强化预期引导，增强汇率弹性 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，防止形成单边一致性预期并自我强化，防范汇率超调风险。	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，综合施策、校正背离、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险。

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

2/17-2/21 资金面关注因素：

- (1) 逆回购到期 10443 亿元，MLF 回笼 5000 亿元，公开市到期规模较大，关注央行投放情况；
- (2) 政府债净缴款 5175 亿元，较前周增加，关注资金面压力；
- (3) 同业存单到期 4786 亿元，较前周增加；
- (4) 2/20 为纳税申报截止日，之后将迎走款高峰，关注税期扰动。

表6：下周资金面主要关注因素（亿元）

		周一 2月17日	周二 2月18日	周三 2月19日	周四 2月20日	周五 2月21日	合计	
公开市场	逆回购到期	2290	330	5580	1258	985	到期10443亿元	
	MLF/TMLF到期		5000				到期5000亿元	
	国库定存到期						到期0亿元	
政府债发行	国债发行			880			发行880亿元	净发行78亿元
	地方债发行	249	1865		554	2607	发行5275亿元	净发行5275亿元
	合计发行	249	1865	880	554	2607	合计发行6155亿元	合计净发行5353亿元
政府债缴款	国债缴款	2430			880		缴款3310亿元	净缴款2508亿元
	地方债缴款		249	1865		554	缴款2668亿元	净缴款2668亿元
	合计缴款	2430	249	1865	880	554	合计缴款5978亿元	合计净缴款5175亿元
政府债到期	国债到期				802		到期802亿元	
	地方债到期						到期0亿元	
	合计到期	0	0	0	802	0	到期802亿元	
同业存单	存单到期	679	380	211	1648	1868	到期4786亿元	
其他					缴税截止日			

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 15443 亿元

2/10-2/14，公开市场净投放-4849 亿元。其中，7 天逆回购投放 10303 亿元、到期 16052 亿元，国库现金定存发行 900 亿元。

2/17-2/21，公开市场到期 15443 亿元。其中，7 天逆回购到期 10443 亿元，MLF 回笼 5000 亿元。

表7：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	1/27-2/8	-8323				
资金投放	逆回购	2025-01-27	2980	发行	1.65	--	14
	逆回购	2025-02-05	6970	发行	1.50	--	7
	逆回购	2025-02-06	2755	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-07	1837	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-08	140	发行	1.50	--	7
资金到期	逆回购	2025-01-27	1230	到期	1.50	--	7
	逆回购	2025-02-05	2560	到期	1.65	--	14
	逆回购	2025-02-05	11575	到期	1.65	0.00	14
	逆回购	2025-02-06	4800	到期	1.65	0.00	14
	逆回购	2025-02-07	2840	到期	1.65	0.00	14
本周	净投放	2/10-2/14	-4849				
资金投放	逆回购	2025-02-10	2150	发行	1.50	--	7
	逆回购	2025-02-11	330	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-12	5580	发行	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-13	1258	发行	1.50	0.00	7
	国库现金定存	2025-02-14	900	发行	2.00	--	28
	逆回购	2025-02-14	985	发行	1.50	0.00	7
资金到期	逆回购	2025-02-10	1510	到期	1.65	--	14
	逆回购	2025-02-10	2980	到期	1.65	0.00	14
	逆回购	2025-02-12	6970	到期	1.50	--	7
	逆回购	2025-02-13	2755	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-14	1837	到期	1.50	0.00	7
下周	净投放	2/17-2/21	15443				
资金到期	逆回购	2025-02-17	140	到期	1.50	--	7
	逆回购	2025-02-17	2150	到期	1.50	0.00	7
	逆回购	2025-02-18	330	到期	1.50	0.00	7
	MLF	2025-02-18	5000	回笼	2.50	--	366
	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

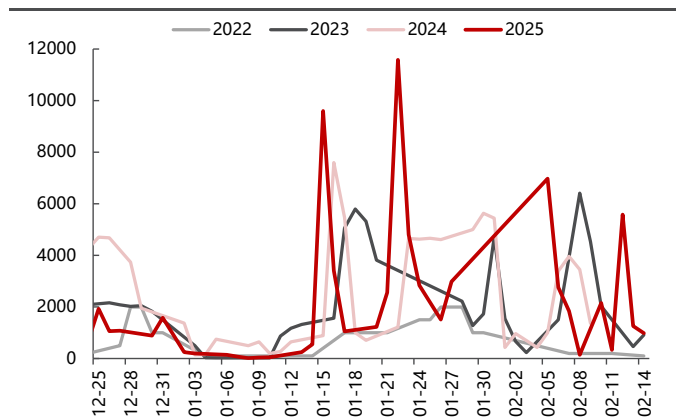
资料来源：iFinD，民生证券研究院

2/17-2/21，公开市场操作整体维持净回笼状态，单日净投放分别为-2340、

330、-1390、-1497 亿元。

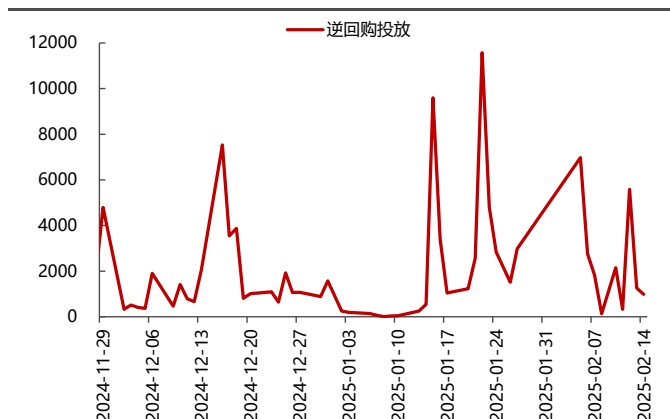
逆回购余额持续下滑，截至 2/14，逆回购余额为 10443 亿元，较 2/8 减少 5749 亿元。

图7：逆回购投放金额：季节性（亿元）



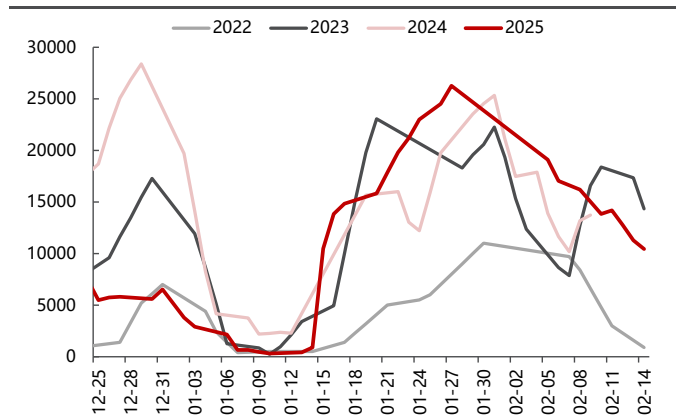
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图8：逆回购投放金额（亿元）



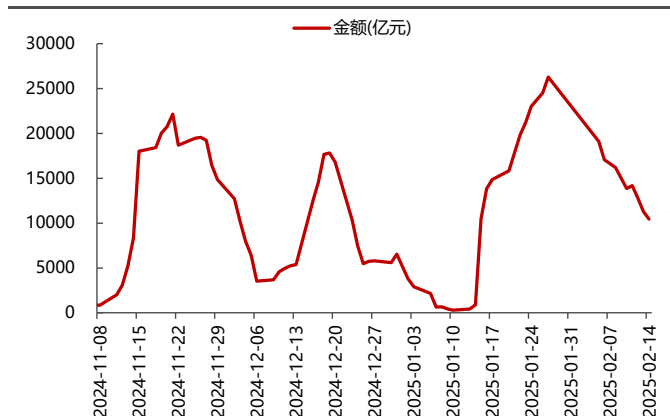
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：逆回购余额：季节性（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图10：逆回购余额（亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

3 政府债：下周净缴款规模增加

2/10-2/14，国债、政府债净缴款均持平前周。其中，发行国债 3536 亿元、地方债 1615 亿元，国债净缴款 1226 亿元、地方债净缴款 1417 亿元。

2/17-2/21，国债、政府债净缴款规模增长。其中，计划发行国债 880 亿元、计划发行地方债 5275 亿元，国债净缴款 2508 亿元、地方债净缴款 2668 亿元。

表8：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	2720	1401	4121	1350	1469	2819	400	58	458	950	1412	2362
2025-01-27	0	69	69	2290	0	2290	450	0	450	1840	0	1840
2025-02-05	1350	0	1350	0	69	69	0	12	12	0	56	56
2025-02-06	0	762	762	1350	0	1350	400	0	400	950	0	950
2025-02-07	1370	639	2009	0	762	762	0	33	33	0	729	729
2025-02-08	0	0	0	0	639	639	0	0	0	0	639	639
本周	3536	1615	5150	2476	1615	4090	1250	197	1447	1226	1417	2643
2025-02-08	0	0	0	0	639	639	0	0	0	0	639	639
2025-02-09	0	0	0	0	0	0	0	47	47	0	-47	-47
2025-02-10	0	135	135	1370	0	1370	650	47	697	720	-47	673
2025-02-11	0	1342	1342	0	135	135	0	150	150	0	-15	-15
2025-02-12	1106	0	1106	0	1342	1342	0	0	0	0	1342	1342
2025-02-13	0	138	138	1106	0	1106	600	0	600	506	0	506
2025-02-14	2430	0	2430	0	138	138	0	0	0	0	138	138
下周	880	5275	6155	3310	2668	5978	802	0	802	2508	2668	5175
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	880	0	880	0	1865	1865	0	0	0	0	1865	1865
2025-02-20	0	554	554	880	0	880	802	0	802	78	0	78
2025-02-21	0	2607	2607	0	554	554	0	0	0	0	554	554

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 1.03%，环比回落约 0.5pct（1 月末预测为 0.91%），同比回落 1.1pct（去年同期为 2.11%）。

表9：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	14106	-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	12030	-13311
月末超储余额	53294	51803	49597	32753	44783	31471
超储基数	2960752	2957882	2977867	2977541	3017775	3044806
超储率	1.80%	1.75%	1.67%	1.10%	1.48%	1.03%

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。2/10-2/14，公开市场净投放，4849 亿元、政府债净缴款 2690 亿元，预测财政收支差额 586 亿元、缴准 105 亿元。

表10：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
超储余额	32753					44783		
公开市场净投放	-2892	-2600	5789	10157			-8323	-4849
逆回购	-2892	-2600	14539	8157			-8323	-5749
MLF/TMLF	0	0	-9950	2000			0	0
国库定存	0	0	1200	0			0	900
减：财政收支差额	-1010	1763	1763	2116			704	586
减：政府债净缴款	-366	1298	4271	1844			4214	2690
减：缴准	1381	-333	-333	-400			-4	105
减：缴税	0	0	14621	0			0	0
变动合计	-2896	-5328	-14533	6597			-13238	-8230

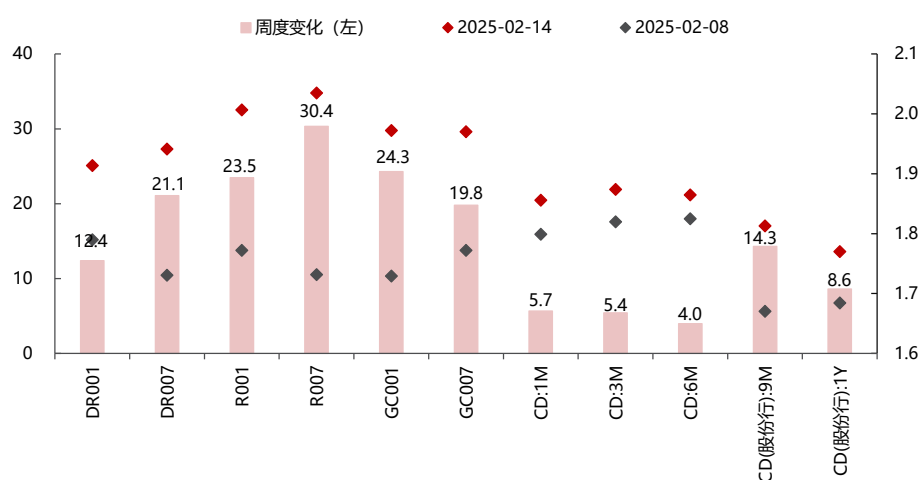
资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

5 货币市场：银行融出维持低位

(1) 资金利率上行：截至 2/14，相较 2/8，DR001 上行 12.4BP 至 1.91%，DR007 上行 21.1BP 至 1.94%，R001 上行 23.5BP 至 2.01%，R007 上行 30.4BP 至 2.03%；

(2) 同业存单利率上行：截至 2/14，相较 2/8，CD:1M 上行 5.7BP 至 1.86%，CD:3M 上行 5.4BP 至 1.87%，CD:6M 上行 4BP 至 1.86%，CD(股份行):9M 上行 14.3BP 至 1.81%，CD(股份行):1Y 上行 8.6BP 至 1.77%。

图11：货币市场利率变动情况 (BP, %)

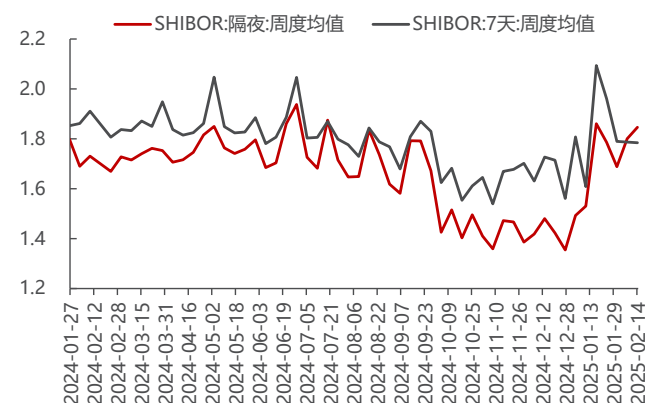


资料来源：iFinD，民生证券研究院

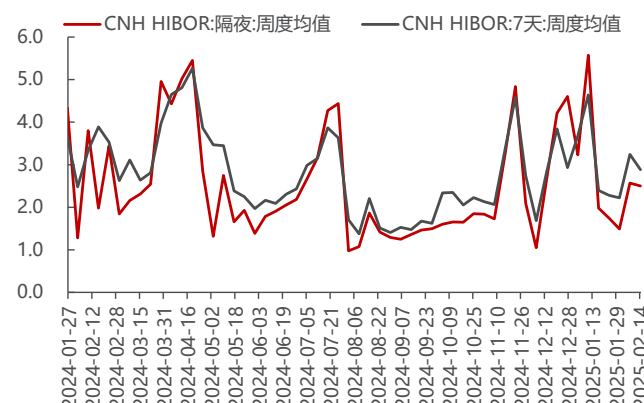
注：2/14，CD（股份行）:1Y 数据缺失，用 2/13 替代

(3) SHIBOR 利率：隔夜、7 天利率周度均值分别较上周变动 11.18BP、-0.25BP 至 1.8%、1.79%；

(4) CNH HIBOR 利率：隔夜、7 天利率周度均值分别较上周变动 107.59BP、101.68BP 至 2.57%、3.24%。

图12: SHIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)


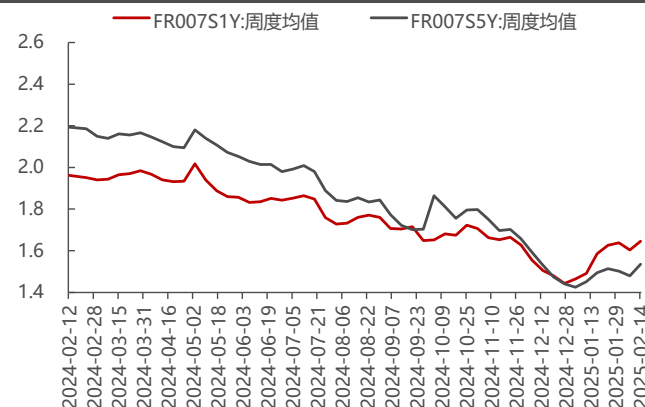
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图13: 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 4.14BP、5.6BP 至 1.65%、1.54%。

(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 1.2BP、1.3BP 至 1.11%、1.22%。

图14: FR007S1Y、FR007S5Y (周度均值) (%)


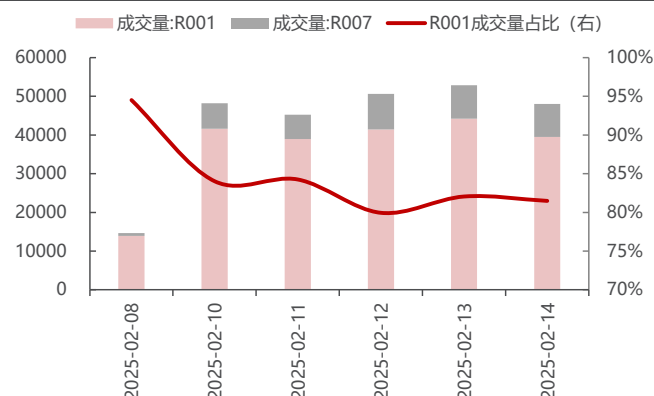
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图15: 票据利率 (%)

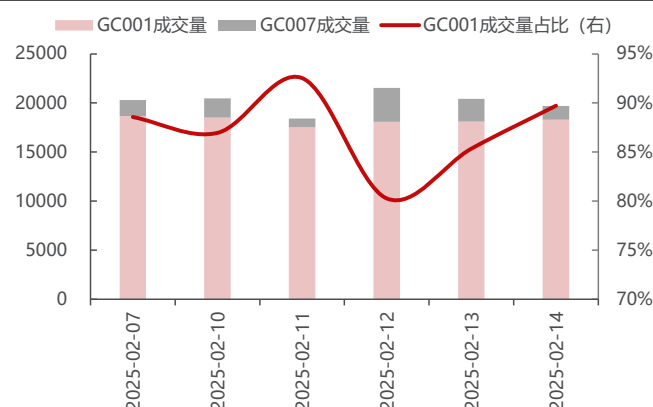

资料来源: iFinD, 民生证券研究院

银行间质押式回购日均成交额 50004 亿元, 比 1/27-2/8 增加 13102 亿元。其中, R001 日均成交额 41148 亿元, 平均占比 82.3%; R007 日均成交额 7830 亿元, 平均占比 15.6%。

上交所新质押式国债回购日均成交额为 20859 亿元, 比 1/27-2/7 减少 2213 亿元。其中, GC001 日均成交额 18095 亿元, 平均占比 87%; GC007 日均成交额 2011 亿元, 平均占比 9.4%。

图16：银行间质押式回购成交情况（亿元，%）


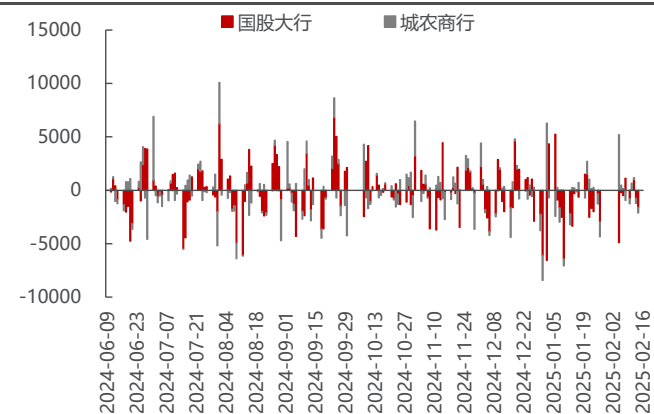
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图17：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

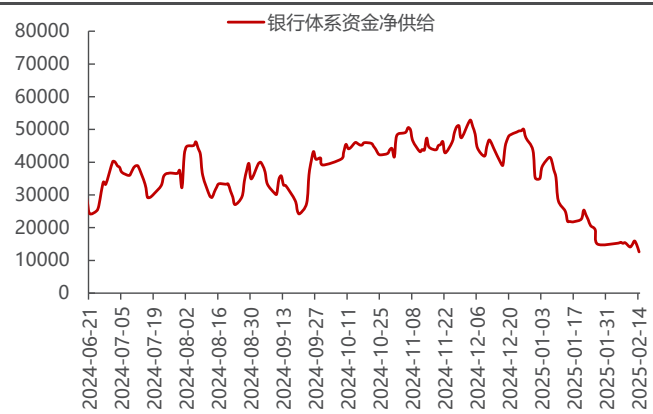
2/10-2/14，银行体系资金净融出（考虑到期）共计 2779 亿元，较 1/27-2/8 变动-1189 亿元。其中，国股大行净融入 2054 亿元，较 1/27-2/8 变动 5395 亿元，城农商行净融入 725 亿元，较 1/27-2/8 变动-4205 亿元。

从净供给水平来看，2/10-2/14 银行体系净供给平均 1.2 万亿元，较 1/27-2/8 变动-3252 亿元，周内净供给水平降低，2/14 较 2/10 变动-1509 亿元至 1.26 万亿元。

图18：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19：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：一二级收益率上行

6.1 同业存单一级市场

6.1.1 同业存单发行和净融资

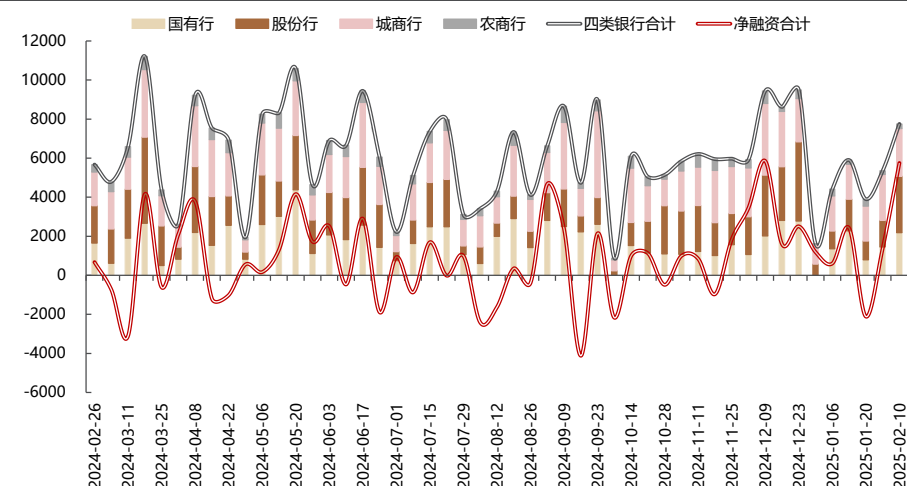
2/10-2/14 四类主要银行同业存单发行总额为 7751 亿元，净融资额为 5751 亿元，对比 1/27-1/31 主要银行发行总额 5349 亿元，净融资额 1369 亿元，发行规模增加，净融资额增加。

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 2181 亿元、2886 亿元、2446 亿元、237 亿元，占比分别为 28%、37%、32%、3%；净融资额分别为 1933 亿元、2479 亿元、1355 亿元、-17 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 513 亿元、793 亿元、2117 亿元、1386 亿元、3105 亿元，占比分别为 6%、10%、27%、18%、39%；净融资额分别为-130 亿元、-379 亿元、2040 亿元、1220 亿元、3105 亿元。

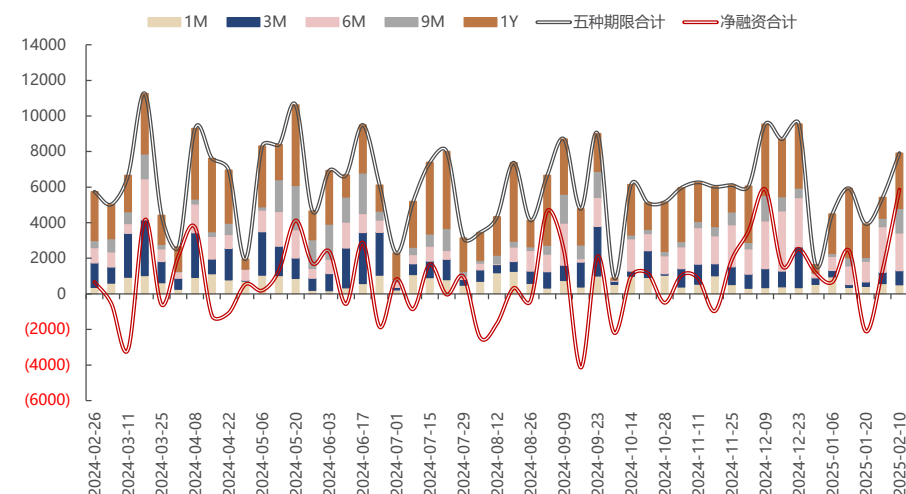
从发行成功率来看，国有行发行成功率最高，城商行、股份行、国有行、农商行发行成功率分别为 73%、83%、97%、93%；6M 发行成功率最高，1M、3M、6M、9M、1Y 同业存单发行成功率分别为 78%、78%、82%、76%、81%；AAA 发行成功率最高，AA、AA+、AAA 同业存单发行成功率分别为 73%、71%、83%。

图20：主要银行同业存单发行情况（亿元）



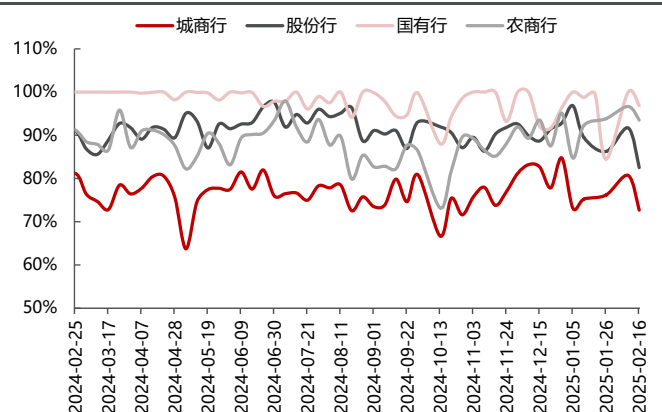
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图21：不同期限同业存单发行情况（亿元）



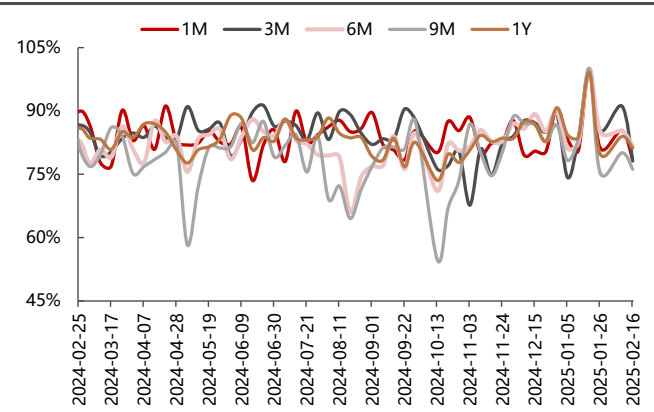
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图22：不同银行 CD 发行成功率（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图23：不同期限 CD 发行成功率（%）

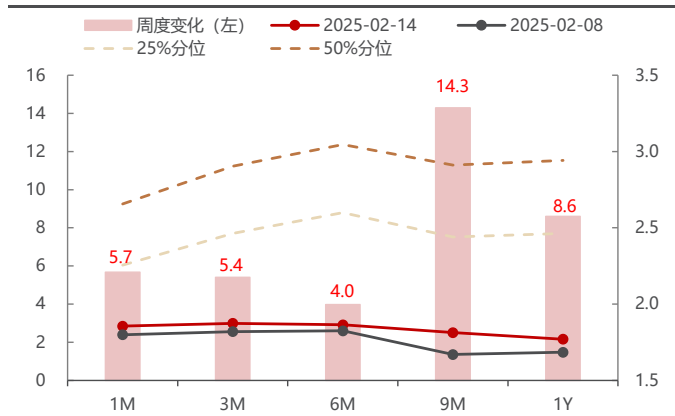


资料来源：iFinD，民生证券研究院

6.1.2 同业存单发行利率

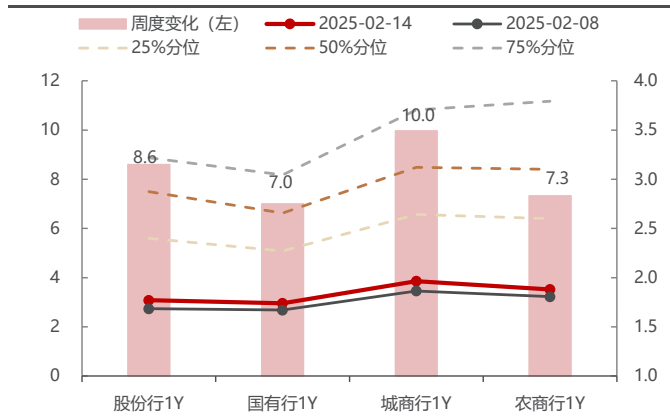
从不同期限发行利率来看，2/10-2/14 各期限发行利率上行，1M、3M、6M、9M（股份行）、1Y（股份行）发行利率分别变动 5.7BP、5.4BP、4BP、14.3BP、8.6BP 至 1.9%、1.9%、1.9%、1.8%、1.8%。

从不同银行发行利率来看，2/10-2/14 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 8.6BP、7BP、10BP、7.3BP 至 1.8%、1.7%、2%、1.9%。

图24：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

注：2/14，CD:1Y数据缺失，用2/13替代

图25：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

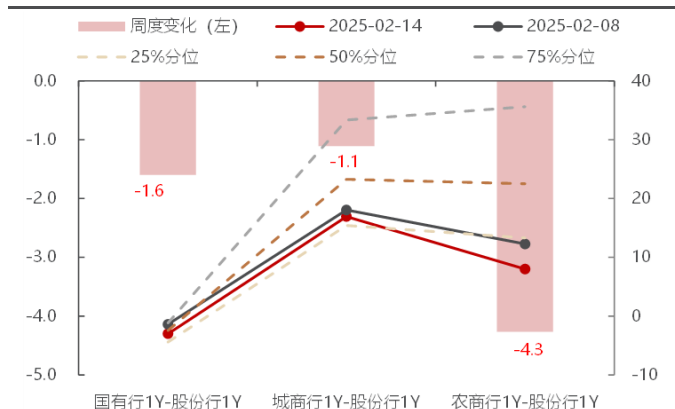
注：2/14，国有行、股份行 CD:1Y数据缺失，用2/13替代

6.1.3 同业存单发行利差

1/27-2/7 主体发行利差走阔，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 9.1BP、5.8BP、0.1BP 至 -0.9BP、17.4BP、11.8BP。

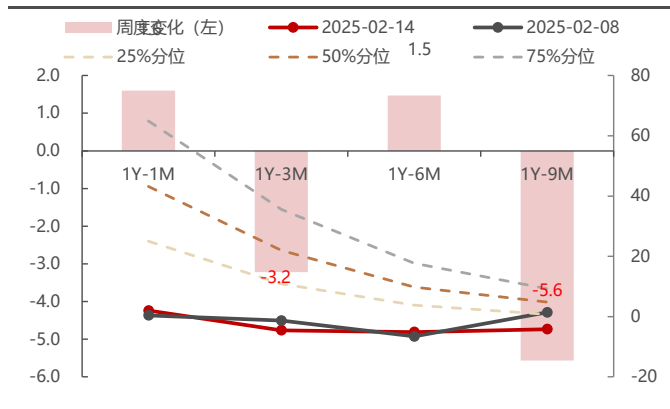
1/27-2/7 期限利差分化，1Y-1M、1Y-3M、1Y-6M、1Y-9M 同业存单发行利差分别变动 8.1BP、-2.6BP、5.8BP、6.4BP 至 1.4BP、-3.6BP、-4.2BP、0.9BP。

此外，相较 1/26，股份行 1Y CD 与 R007 的利差变动 19.05BP 至 -6.95BP，1Y CD 与 R001 的利差变动 -22.27BP 至 -8.27BP。1Y CD-1 年期 MLF 利差变动 1.88BP 至 -28.12BP。

图26：主体发行利差一周变动 (BP, BP)


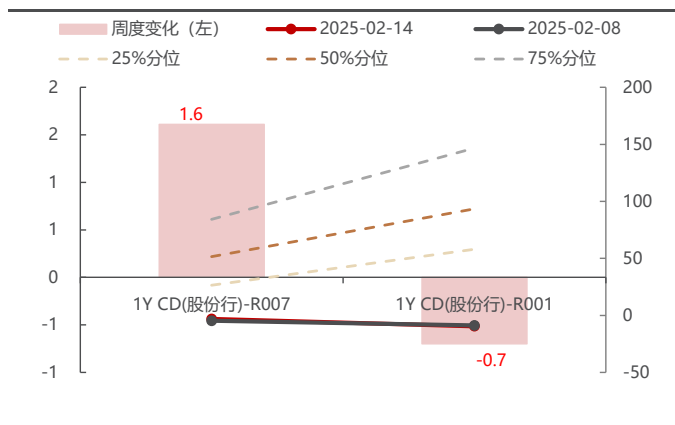
资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：2/14，国有行-股份行 CD:1Y数据缺失，用2/13替代

图27：期限发行利差一周变动 (BP, BP)


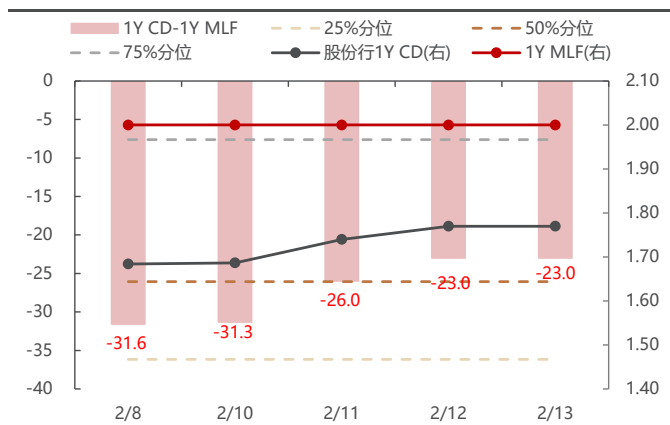
资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：2/14，期限利差数据缺失，1Y-1M用2/12替代，其余数据用2/13数据替代

图28：1YCD 与资金利率发行利差 (BP, BP)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：2/14，CD:1Y 数据缺失，用 2/13 数据替代

图29：1YCD 与 1YMLF 发行利差 (BP, %)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：2/14，CD:1Y 数据缺失，2/13 替代

6.2 同业存单二级市场

6.2.1 同业存单收益率

分期限看，2/10-2/14 各期限存单收益率上行。1M、3M、6M、9M、1Y 存单收益率分别变动 23.25BP、19BP、15BP、16BP、12.71BP 至 1.93%、1.9%、1.86%、1.86%、1.81%。

分主体看，2/10-2/14 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 8.94BP、8.86BP、7.17BP 至 1.78%、1.77%、1.84%。

分等级看，2/10-2/14 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 12.71BP、11.71BP、10.71BP 至 1.81%、1.86%、1.96%。

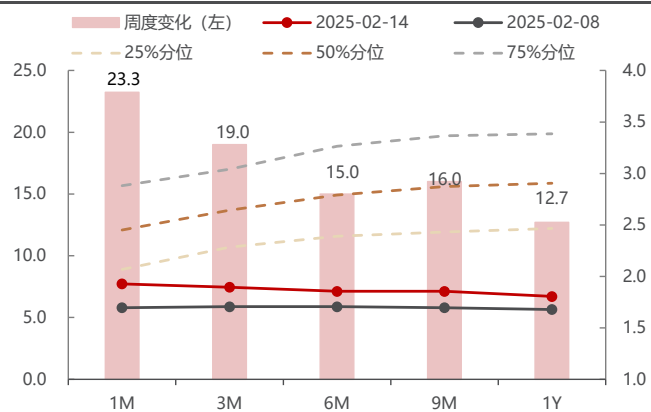
6.2.2 同业存单收益率利差

2/10-2/14，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-0.12BP、-1.44BP 至-1.16BP、5.88BP。

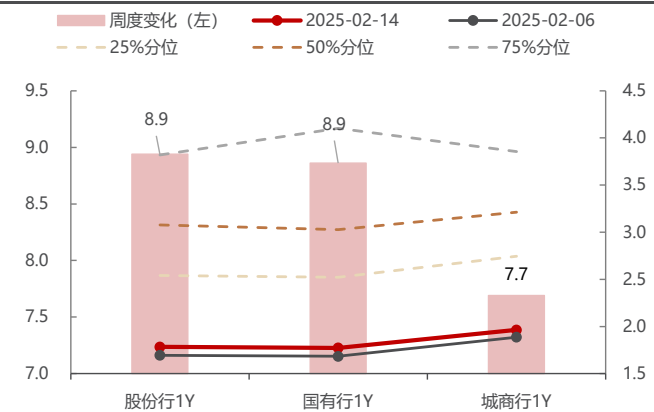
2/10-2/14，等级利差收窄。AA+(1Y)-AAA(1Y)、AA(1Y)-AAA(1Y)存单利差分别变动-1BP、-2BP 至 5.5BP、15.5BP。

2/10-2/14，期限利差收窄。1Y-1M、1Y-3M、1Y-6M、1Y-9M 存单利差分别变动-10.54BP、-6.29BP、-2.29BP、-3.29BP 至-12.25BP、-9BP、-5BP、-5BP。

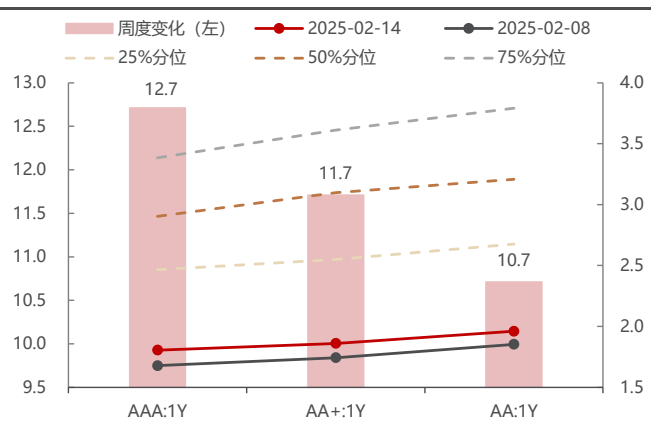
此外，相较 2/7，“1Y CD-1Y MLF” 利差变动 11.1BP 至-21.6BP，“1Y CD-10Y 国债” 利差变动 1.22BP 至 12.94BP。

图30：不同期限 CD 收益率一周变动 (BP, %)


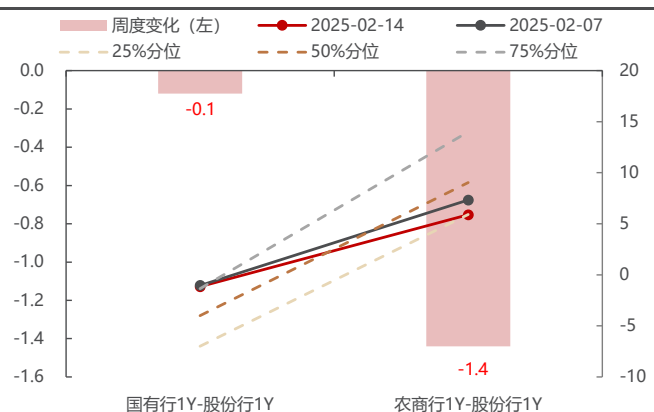
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图31：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

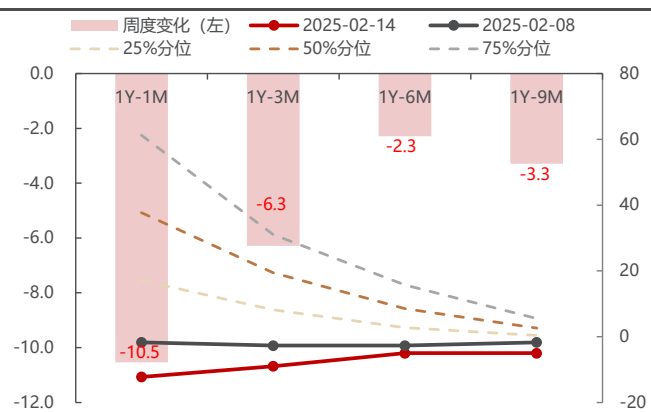
图32：不同等级 CD 收益率一周变动 (BP, %)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

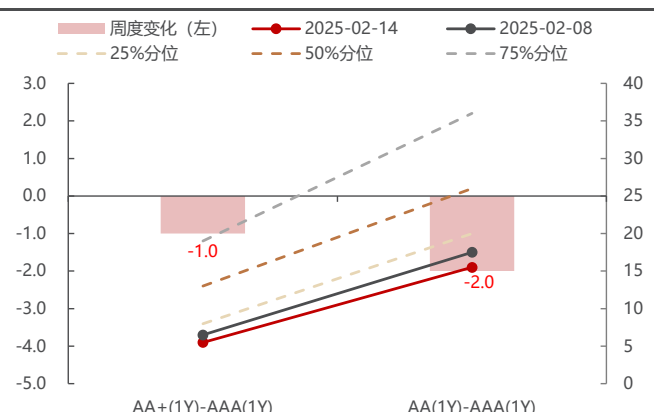
图33：主体利差一周变动 (BP, BP)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

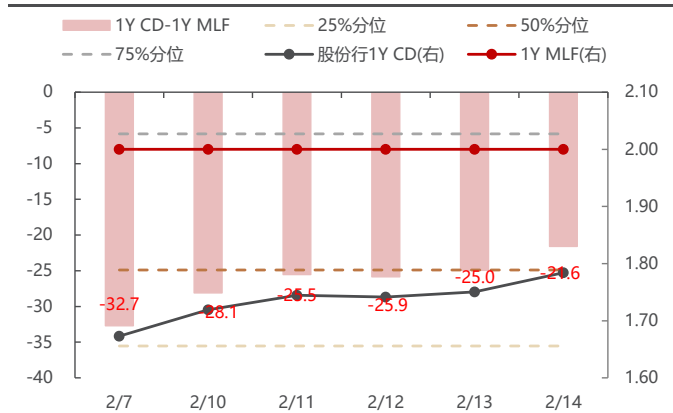
注：2/8 数据缺失，用 2/7 数据替代

图34：期限利差一周变动 (BP, BP)


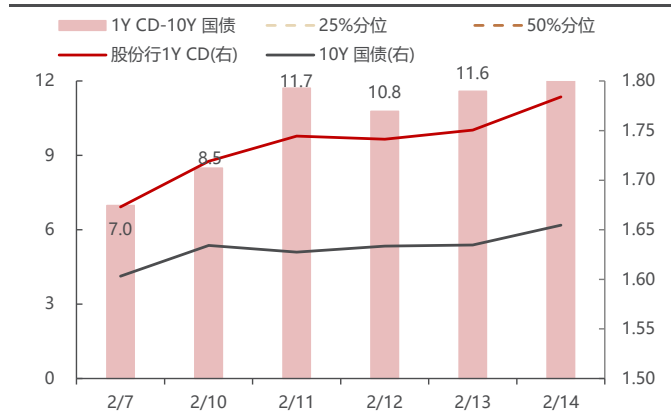
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图35：等级利差一周变动 (BP, BP)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图36: 1YCD 与 1YMLF 利差一周变动 (BP, %)


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图37: 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: DR001-DR007 利差: 季节性 (BP)	4
图 4: 国有大行资金融出情况 (亿元)	4
图 5: 货币基金资金融出情况 (亿元)	4
图 6: 银行与非银资金融出情况 (亿元)	4
图 7: 逆回购投放金额: 季节性 (亿元)	9
图 8: 逆回购投放金额 (亿元)	9
图 9: 逆回购余额: 季节性 (亿元)	9
图 10: 逆回购余额 (亿元)	9
图 11: 货币市场利率变动情况 (BP, %)	12
图 12: SHIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)	13
图 13: CNH HIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)	13
图 14: FR007S1Y、FR007S5Y (周度均值) (%)	13
图 15: 票据利率 (%)	13
图 16: 银行间质押式回购成交情况 (亿元, %)	14
图 17: 上交所新质押式回购成交情况 (亿元, %)	14
图 18: 银行体系每日净融出 (亿元)	14
图 19: 银行体系日均资金净供给 (亿元)	14
图 20: 主要银行同业存单发行情况 (亿元)	15
图 21: 不同期限同业存单发行情况 (亿元)	16
图 22: 不同银行 CD 发行成功率 (%)	16
图 23: 不同期限 CD 发行成功率 (%)	16
图 24: 不同期限 CD 发行利率一周变动 (BP, %)	17
图 25: 不同银行 CD 发行利率一周变动 (BP, %)	17
图 26: 主体发行利差一周变动 (BP, BP)	17
图 27: 期限发行利差一周变动 (BP, BP)	17
图 28: 1YCD 与资金利率发行利差 (BP, BP)	18
图 29: 1YCD 与 1YMLF 发行利差 (BP, %)	18
图 30: 不同期限 CD 收益率一周变动 (BP, %)	19
图 31: 不同银行 CD 收益率一周变动 (BP, %)	19
图 32: 不同等级 CD 收益率一周变动 (BP, %)	19
图 33: 主体利差一周变动 (BP, BP)	19
图 34: 期限利差一周变动 (BP, BP)	19
图 35: 等级利差一周变动 (BP, BP)	19
图 36: 1YCD 与 1YMLF 利差一周变动 (BP, %)	20
图 37: 1YCD 与 10Y 国债利差一周变动 (BP, %)	20

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: 货币政策执行报告表述对比: 货币政策	6
表 4: 货币政策执行报告表述对比: 汇率	6
表 5: 央行货政例会表述对比: 汇率	7
表 6: 下周资金面主要关注因素 (亿元)	7
表 7: 近一个月公开市场操作情况	8
表 8: 近一个月政府债发行及净缴款情况 (亿元)	10
表 9: 月度超储影响因素跟踪及预测 (亿元, %)	11
表 10: 周度超储影响因素跟踪及预测 (亿元)	11

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