

# 货币政策与流动性观察

## 3月金融数据的两个隐忧

### 核心观点

#### 3月金融数据的两个隐忧

3月我国新增社融（5.38万亿）与新增人民币贷款（3.89万亿）均超预期，双双创下历史同期新高。M2同比增长12.7%，同样显著高于预期（11.9%）。

**3月社融增速反弹0.1pct至10.0%，连续两个月回升。**新增社融同比多增7235亿，环比多增2.22万亿。结构上看，政府债券和企业直融转负，信贷是社融高增的主要原因，各项贡献度排名如下：信贷（贡献102.3%）、非标（贡献24.7%）、政府债券融资（贡献-14.5%）、和企业直融（贡献-11.1%）。

**3月信贷总量结构均较为亮眼。**以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款同比多增7600亿。居民部门贷款显著修复，连续两个月同比正增长，与企业部门共同支撑了信贷的同比增长。一方面，政策助力下，企业信贷增长保持强劲。另一方面，居民贷款显著改善。3月新增居民贷款1.24万亿，创2021年以来新高。同比大幅多增4908亿。新增居民短贷创下历史新高，新增居民中长贷显著修复。

**政府债券融资仍强，但在高基数下同比少增。**3月新增政府债环比减少约2116亿至6022亿元。尽管在去年同期的高基数下（7074亿）同比少增1052亿，但绝对规模依然可观，体现了今年“财政前置”的特征。

**新增非标融资转正，同比继续多增。**非标当月融资增加1919亿，同比继续多增1784亿。

**企业直融同比小幅负增。**当月企业直接融资3902亿，同比少增806亿。其中企业债券增加3288亿，同比再度转负（少增462亿），贡献了直融同比变动的57.3%。企业股权融资新增614亿，同比少增344亿。

**3月M2同比增速较上月回落0.2pct至12.7%。**从结构看，居民和非银存款同比增加，企业存款小幅下降，财政存款同比维持稳定。M1同比增速下降0.7pct至5.1%，从年初年初6.7%的高点连续三个月回落共计1.6pct，M2-M1增速剪刀差相应扩大0.5pct至7.6%。指向“宽信用”效率边际下降，部分派生的货币并未流入实体经济的交易与投资。社融-M2增速负剪刀差收窄0.3pct至-2.7%，已连续三个月修复，符合我们此前的判断。

总体看，3月金融数据总量结构俱佳，是政策和市场的共同努力的结果，也指向去年以来的“宽信用”有了明显起色。前瞻地看，亮眼的金融数据后有两点“隐忧”仍待观察。一是“宽信用”起效可能指向未来货币政策力度将边际收敛，结合央行货币政策委员会一季度例会公告，降息的可能性进一步下降，结构性政策也将“有进有退”，MLF作为基础货币投放渠道的重要性或有所回升。二是需关注私人部门存款释放情况。一方面，在就业并未实质性改善的情况下，居民存款依然高增，消费信心仍待持续修复。另一方面，民营企业投资力度仍显不足，企业存款定期化比例持续上行。

**风险提示：**国内复苏斜率放缓，海外经济下行超预期。

### 经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

联系人：田地

021-60933158

0755-81982035

dongdz@guosen.com.cn

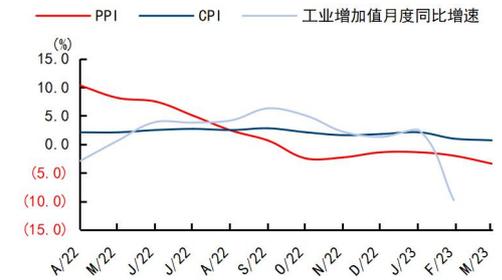
tianti2@guosen.com.cn

S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	5.50
社零总额当月同比	3.50
出口当月同比	14.80
M2	12.70

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《货币政策与流动性观察-本周存单到期超过5000亿元》——2023-04-10
- 《宏观经济宏观周报-国信高频宏观扩散指数连续三周小幅震荡》——2023-04-10
- 《货币政策与流动性观察-央行投放流动性平滑跨季资金波动》——2023-04-03
- 《宏观经济宏观周报-3月采购经理指数显示国内经济继续向上修复》——2023-04-03
- 《货币政策与流动性观察-跨季资金量价齐升》——2023-03-27

## 内容目录

<b>周观点：3月金融数据的两个隐忧</b> .....	<b>5</b>
社融：信贷推升社融增速 .....	5
货币：M2-M1 剪刀差持续扩张 .....	8
小结：亮眼数据下的两个隐忧 .....	8
<b>周流动性小结：关注税期存单对资金面扰动</b> .....	<b>10</b>
<b>流动性观察</b> .....	<b>12</b>
外部环境：美联储加息 25bp 后或暂停加息 .....	12
国内利率：短端利率出现分化 .....	13
国内流动性：上周央行逆回购超量续作 .....	15
债券融资：上周政府债券净融资大幅上升 .....	17
汇率：人民币美元同时走弱 .....	18

## 图表目录

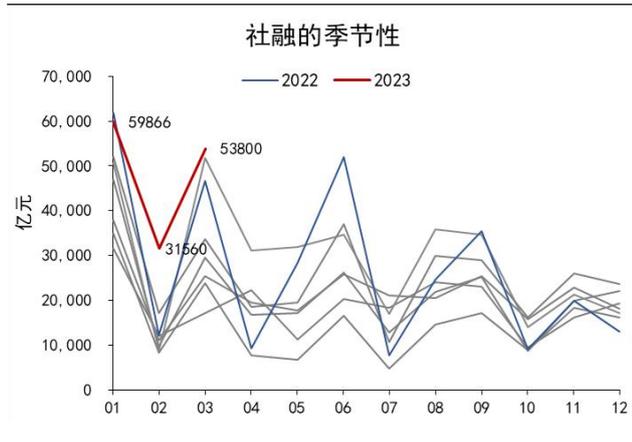
图 1: 3 月新增社融位于历史同期最高值 .....	5
图 2: 3 月新增信贷位于历史同期最高值 .....	5
图 3: 信贷是 3 月社融高增的主要原因 .....	5
图 4: 3 月居民信贷显著修复 .....	6
图 5: 3 月新增贷款主要投向实体部门 .....	6
图 6: 3 月企业贷款结构基本稳定 .....	6
图 7: 3 月新增居民中长贷占比持续回升 .....	7
图 8: 3 月楼市销售面积明显反弹 .....	7
图 9: 我国实体经济仍以间接融资为主 .....	7
图 10: 2023 年以来水泥发运率走势强于季节性 .....	7
图 11: M2-M1 剪刀差边际扩张 .....	8
图 12: 社融-M2 剪刀差有所修复 .....	8
图 13: 固定资产投资仍以国资为主导 .....	8
图 14: 非金融企业存款定期化持续加剧 .....	8
图 15: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩） .....	10
图 16: 价格指数 .....	10
图 17: 数量指数 .....	10
图 18: 美联储关键短端利率 .....	12
图 19: 欧央行关键短端利率 .....	12
图 20: 日央行关键短端利率 .....	12
图 21: 主要央行资产负债表相对变化 .....	12
图 22: 央行关键利率 .....	13
图 23: LPR 利率 .....	13
图 24: 短端市场利率与政策锚 .....	14
图 25: 中期利率与政策锚 .....	14
图 26: 短端流动性分层观察 .....	14
图 27: 中长端流动性分层观察 .....	14
图 28: 货币市场加权利率 .....	14
图 29: SHIBOR 报价利率 .....	14
图 30: “三档两优” 准备金体系 .....	15
图 31: 7 天逆回购到期与投放 .....	15
图 32: 央行逆回购规模（本周投放截至周一） .....	15
图 33: 央行逆回购余额跟踪 .....	15
图 34: MLF 投放跟踪 .....	16
图 35: MLF 投放季节性 .....	16
图 36: 银行间回购成交量 .....	16
图 37: 上交所回购成交量 .....	16

图 38: 银行间回购余额 .....	16
图 39: 交易所回购余额 .....	16
图 40: 债券发行统计 (本周统计仅含计划发行及到期) .....	17
图 41: 政府债券与同业存单净融资 .....	18
图 42: 企业债券净融资与结构 .....	18
图 43: 主要货币指数走势 .....	18
图 44: 人民币汇率 .....	18

## 周观点：3月金融数据的两个隐忧

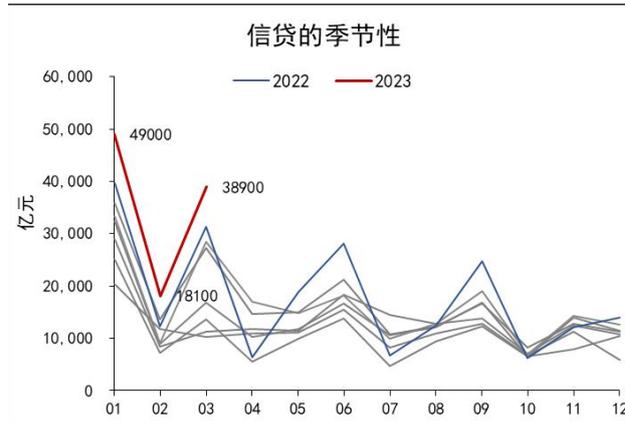
3月我国新增社融5.38万亿（预期4.42万亿），新增人民币贷款3.89万亿（预期3.09万亿）。社融和信贷表现均超预期，双双创下历史同期新高。M2同比增长12.7%，同样显著高于预期（11.9%）。

图1：3月新增社融位于历史同期最高值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：3月新增信贷位于历史同期最高值

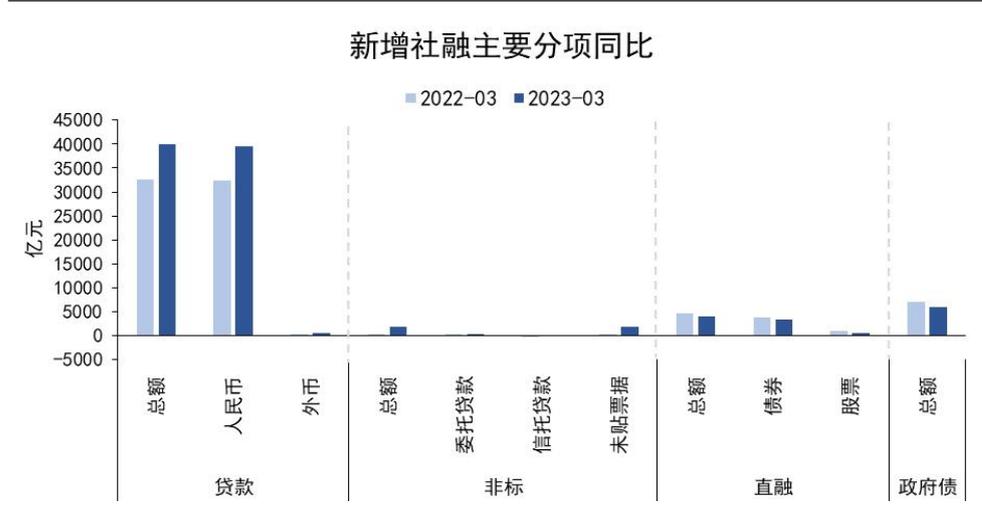


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 社融：信贷推升社融增速

3月社融增速反弹0.1pct至10.0%，连续两个月回升。新增社融同比多增7235亿，环比多增2.22万亿。结构上看，政府债券和企业直融转负，信贷是社融高增的主要原因，各项贡献度排名如下：信贷（贡献102.3%）、非标（贡献24.7%）、政府债券融资（贡献-14.5%）、和企业直融（贡献-11.1%）<sup>1</sup>。

图3：信贷是3月社融高增的主要原因



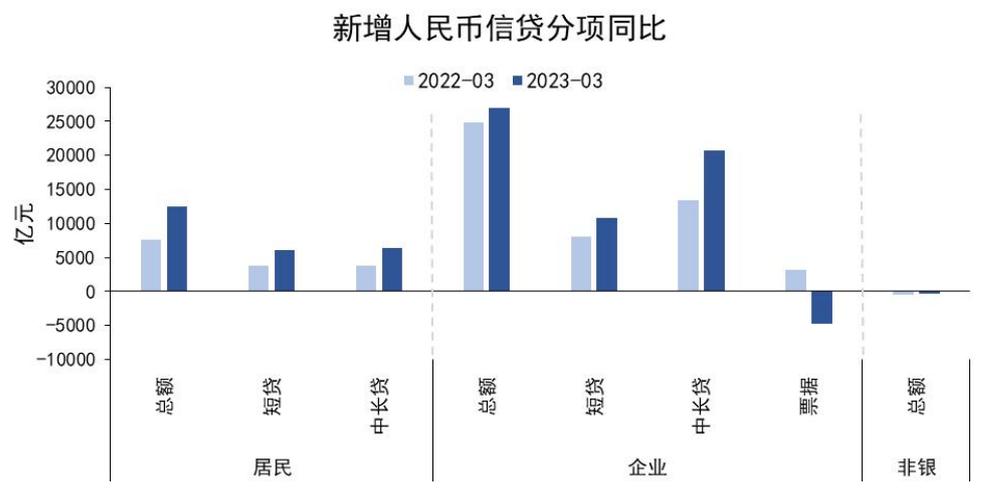
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

<sup>1</sup> ABS和贷款核销两项尚未公布。

### 人民币贷款

3月信贷总量结构均较为亮眼。以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款同比多增7600亿。居民部门贷款显著修复，连续两个月同比正增长，与企业部门共同支撑了信贷的同比增长。

图4：3月居民信贷显著修复



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

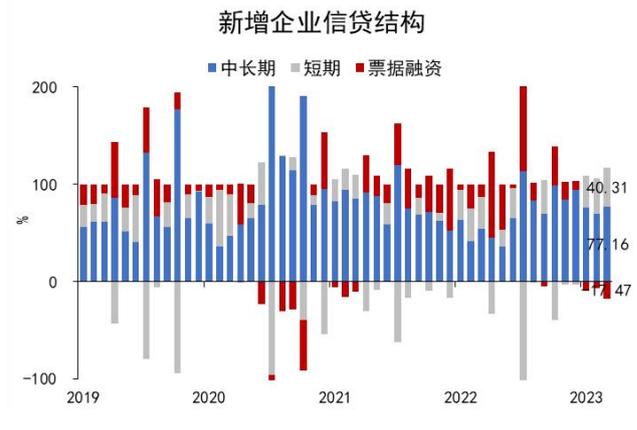
**一方面，政策助力下，企业信贷增长保持强劲。**3月非金融企业贷款新增2.70万亿，同比多增2200亿。其中中长贷新增2.07万亿，占比进一步上升至77.16%；同比多增7252亿，在政策支持下已连续8个月同比正增长。短期信用方面，企业短贷增加1.08万亿，同比多增2726亿；票据融资减少4687亿，同比多减7874亿。

图5：3月新增贷款主要投向实体部门



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：3月企业贷款结构基本稳定

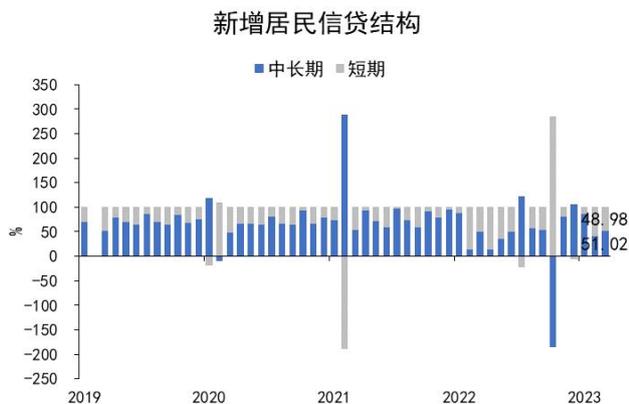


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**另一方面，居民贷款显著改善。**3月新增居民贷款1.24万亿，创2021年以来新高。同比大幅多增4908亿。结构上，新增居民短贷创下历史新高，新增居民中长贷显著修复：居民短贷增加6094亿，同比多增2246亿，除居民消费意愿、能力和场景修复推动消费贷持续改善外，营商信心改善也推动经营贷扩张。中长贷增加6348亿，较上月显著上升5485亿，同比增加2613亿，与3月地产销售显著回

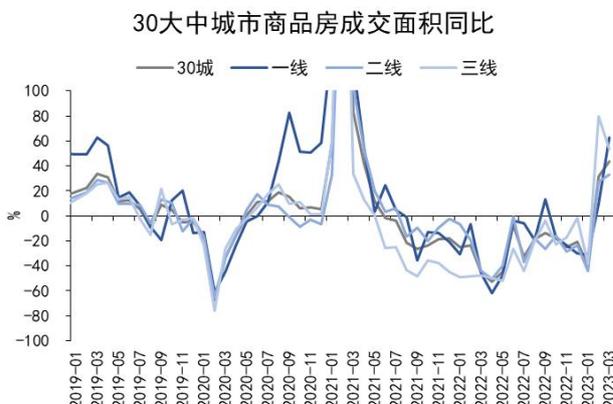
暖呈强相关关系。

图7: 3月新增居民中长贷占比持续回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 3月楼市销售面积明显反弹



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 非标、直接融资与政府债券

**政府债券融资仍强，但在高基数下同比少增。**3月新增政府债环比减少约2116亿至6022亿元。尽管在去年同期的高基数下（7074亿）同比少增1052亿，但绝对规模依然可观，体现了今年“财政前置”的特征。

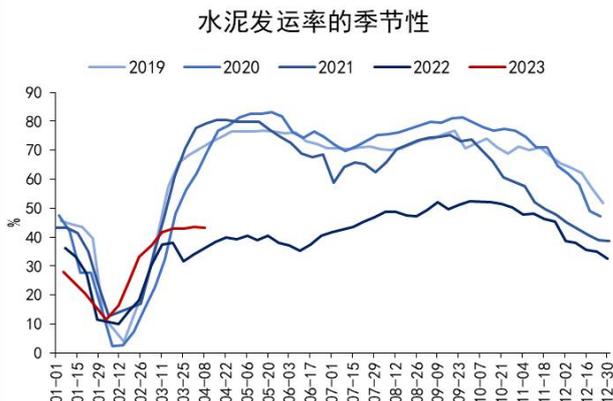
**新增非标融资转正，同比继续多增。**非标当月融资增加1919亿，同比继续多增1784亿。其中，未贴现银行承兑汇票增加1790亿，同比多增1503亿，对应票据融资规模的下降；信托贷款小幅减少45亿，同比少减214亿；委托贷款增加174亿，同比多增67亿。信托+委托贷款同比多增281亿，较上月（814亿）有所回落，指向基建与房地产修复力度有所放缓。

图9: 我国实体经济仍以间接融资为主



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 2023年以来水泥发运率走势强于季节性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

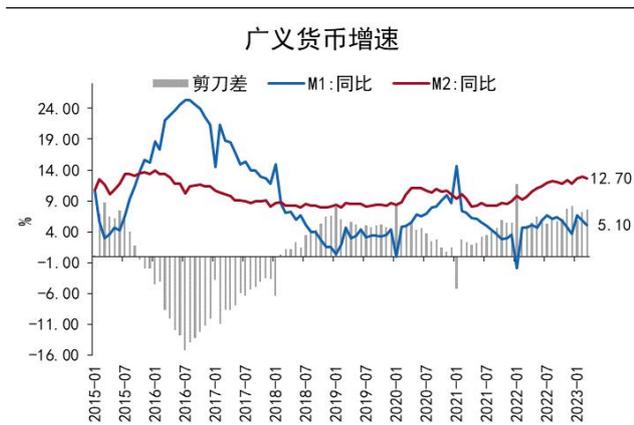
**企业直融同比小幅负增。**当月企业直接融资3902亿，同比少增806亿。其中企业债券增加3288亿，同比再度转负（少增462亿），贡献了直融同比变动的57.3%，低利率信贷仍部分挤出了债券融资。企业股权融资新增614亿，同比少增344亿。

### 货币：M2-M1 剪刀差持续扩张

3月M2同比增速较上月回落0.2pct至12.7%。从结构看，居民和非银存款同比增加，企业存款小幅下降，财政存款同比维持稳定。3月居民存款增加2.91万亿，同比多增2051亿；企业存款增加2.61万亿，同比少增456亿。当月财政存款减少8412亿，同比少减13亿，财政支出力度与去年同期相仿。

M1同比增速下降0.7pct至5.1%，从年初年初6.7%的高点连续三个月回落共计1.6pct，M2-M1增速剪刀差相应扩大0.5pct至7.6%。指向“宽信用”效率边际下降，部分派生的货币并未流入实体经济的交易与投资。社融-M2增速负剪刀差收窄0.3pct至-2.7%，已连续三个月修复，符合我们此前的判断。

图11: M2-M1 剪刀差边际扩张



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12: 社融-M2 剪刀差有所修复

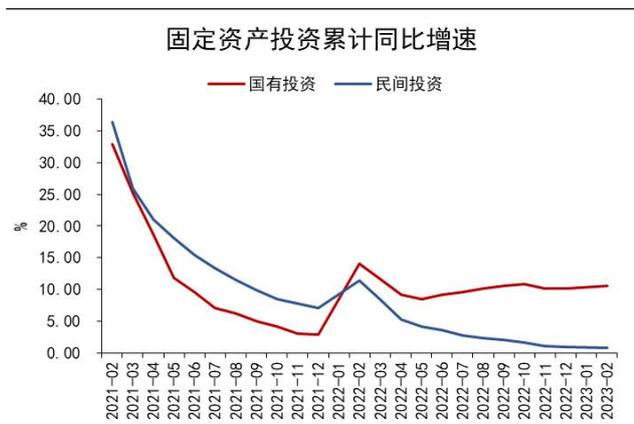


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 小结：亮眼数据下的两个隐忧

总体看，3月金融数据交出一张没有明显短板的答卷，总量结构俱佳，是政策和市场的共同努力的结果，也指向去年以来的“宽信用”有了明显起色。

图13: 固定资产投资仍以国资为主导



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 非金融企业存款定期化持续加剧



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

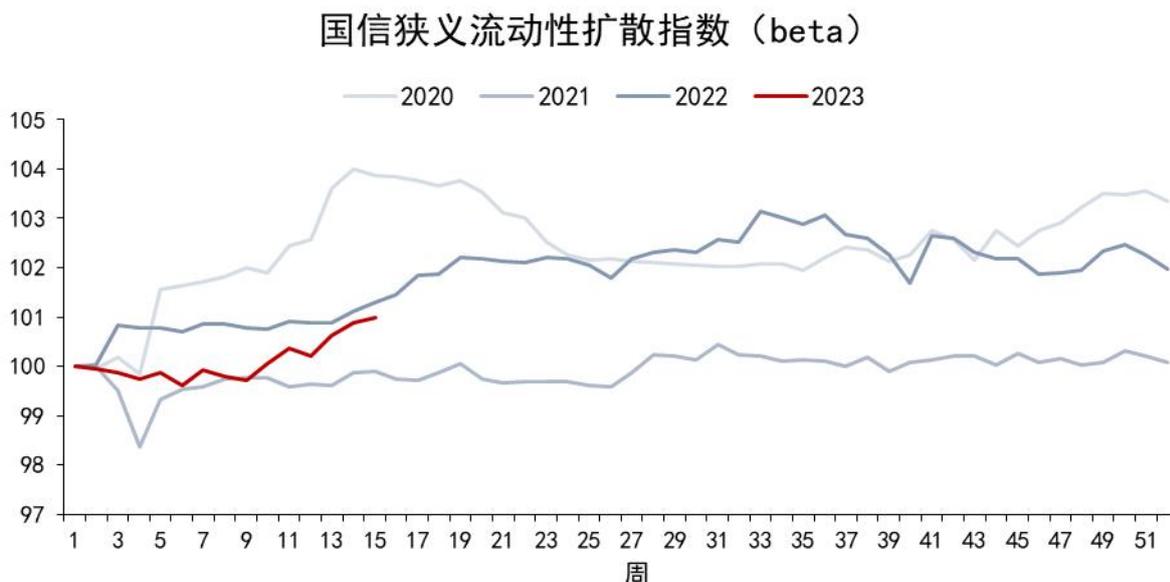
前瞻地看，3月亮眼的金融数据有两点“隐忧”仍待观察。一是“宽信用”起效可能指向未来货币政策力度将边际收敛，结合央行货币政策委员会一季度例会公告，降息

的可能性进一步下降，结构性政策也将“有进有退”，MLF 作为基础货币投放渠道的重要性或有所回升。二是需关注私人部门存款释放情况。一方面，在就业并未实质性改善的情况下，居民存款依然高增，消费信心仍待持续修复。另一方面，民营企业投资力度仍显不足，企业存款定期化比例持续上行。

## 周流动性小结：关注税期存单对资金面扰动

海外方面，上周（4月10日-4月14日）全球重要央行的货币政策无重大变化。4月13日公布的美国初次申请失业金人数为23.9万，高于预期，为三周来首次上升，表明劳动力市场进一步走软。美国3月CPI超预期回落1pct至5.0%，但OPEC减产导致能源价格回落可持续性存疑。美联储票委博斯蒂克表示，再加息一次后，美联储需要暂停加息并评估经济和通胀路径。目前美联储联邦资金利率期货隐含的5月FOMC加息25bp的可能性约8成（81.5%），不加息可能性约2成（18.5%）。

图15: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）



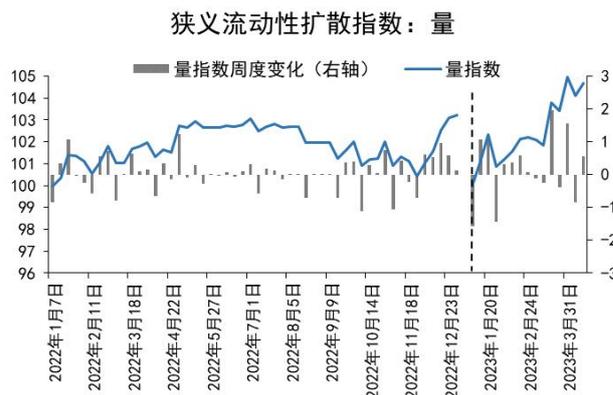
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16: 价格指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 数量指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国内流动性方面，上周（4月10日-4月14日）狭义流动性走宽。国信狭义流动性高频扩散指数较此前一周（4月3日-4月7日）上升0.12至101.00。其中价格指标贡献-51.02%，数量指标贡献151.02%。价格指数下降（紧缩）主要由上一周标准化后的同业存单加权利率、DR加权利率偏离度（7天/14天利率减去同期限政策利率）和R001总体环比上行拖累，而R加权利率偏离度（7天/14天利

率减去同期限政策利率) 环比下行支撑。央行上周逆回购超量续作, 对数量指数形成支撑。**本周关注以下几个因素对于流动性的扰动: 本周迎来税期高峰, 4月是缴税大月, 办税截止日为本月17日; 本周同业存单到期量超过5000亿元。**

央行公开市场操作: 上周(4月10日-4月16日), 央行净投放短期流动性资金250亿元。其中: 7天逆回购净投放250亿元(到期290亿元, 投放540亿元); 14天逆回购净投放0亿元(到期0亿元, 投放0亿元)。本周(4月17日-4月23日), 央行逆回购将到期540亿元, 其中7天逆回购到期540亿元, 14天逆回购到期0亿元。截至本周一(4月17日) 央行7天逆回购净投放20亿元, 14天逆回购净投放0亿元, OMO存量为560亿元。

银行间交易量: 上周(4月10日-4月14日), 银行间市场质押回购平均日均成交7.27万亿, 较前一周(4月3日-4月7日, 7.53万亿) 减少0.26万亿。隔夜回购占比为90.5%, 较前一周(89.6%) 上升0.8pct。

债券发行: 上周政府债净融资3848.1亿元, 本周计划发行3099.9亿元, 净融资额预计为-784.6亿元; 上周同业存单净融资1291.7亿元, 本周计划发行1442.6亿元, 净融资额预计为-4156.1亿元; 上周政策银行债净融资1142.0亿元, 本周计划发行150.0亿元, 净融资额预计为-740.0亿元; 上周商业银行次级债券净融资778.0亿元, 本周计划发行0亿元, 净融资额预计为0亿元; 上周企业债券净融资664.8亿元(其中城投债融资贡献约27.4%), 本周计划发行958.4亿元, 净融资额预计为-3007.9亿元。

汇率: 上周五(4月14日) 人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周(4月7日) 下行0.21至99.71, 同期美元指数下行0.53至101.58。4月14日, 美元兑人民币在岸汇率较4月7日的6.88下行约259基点至6.85; 4月13日, 美元兑人民币离岸汇率从6.88下行约50基点至6.88。

## 流动性观察

### 外部环境：美联储加息 25bp 后或暂停加息

#### 美联储

3月FOMC加息25bp后，其两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于4.90%和4.80%。上周四（4月13日）SOFR利率较前一周（4月6日）下降1bp，位于4.80%。4月13日公布的美国初次申请失业金人数为23.9万，高于预期，为三周来首次上升，表明劳动力市场进一步走软。美联储博斯蒂克表示，最近的通胀数据令人鼓舞，但物价仍上涨过快。再加息一次后，美联储需要暂停加息并评估经济和通胀路径，以避免不必要的经济损害。

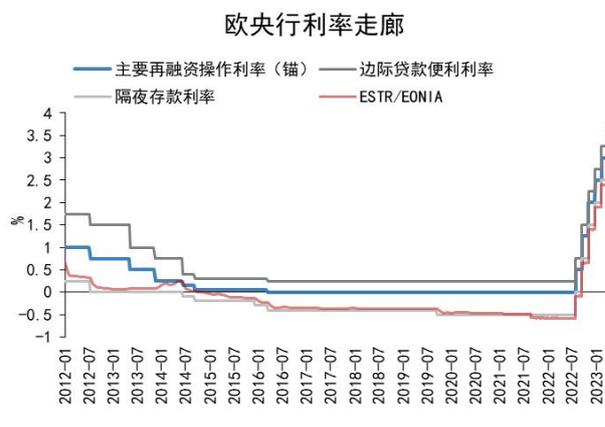
截至4月12日，美联储资产负债表规模为8.61万亿美元，较前一周（4月5日）降低175.87亿美元，约为去年4月本次缩表初期历史最高值（8.97万亿）的96.1%。

图18: 美联储关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19: 欧央行关键短端利率



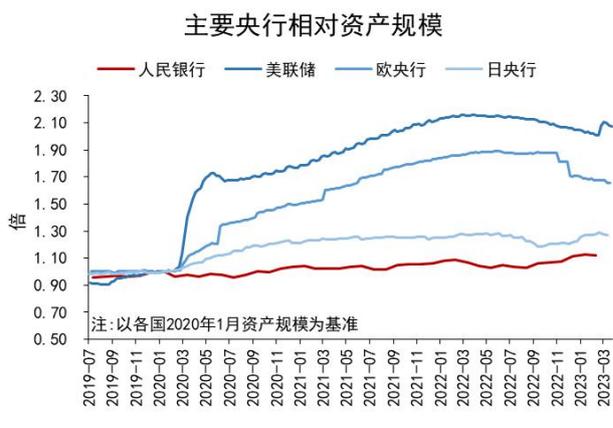
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20: 日央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21: 主要央行资产负债表相对变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 欧央行

欧央行在3月议息会议加息50bp，其三大关键利率——主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率分别位于3.50%、3.75%和3.00%。欧元短期利率（ESTR）上周四（4月13日）较前一周（4月6日）保持不变，位于2.90%。欧洲央行管委内格尔表示，核心通胀仍处于很高水平，有必要进一步收紧货币政策。欧洲央行管委瓦斯列和温施均认为，5月份可能加息50个基点或25个基点。

## 日央行

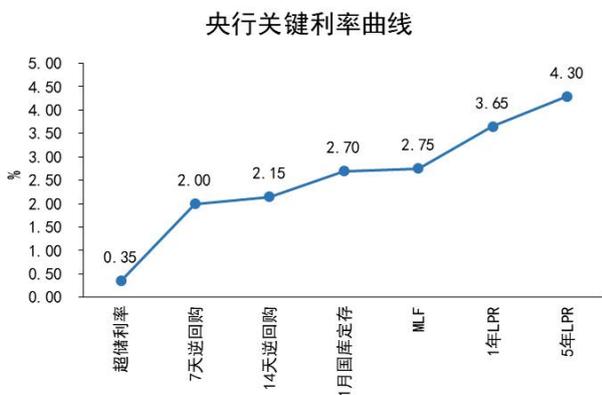
日央行3月公布利率决议将政策利率维持在-0.1%。日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持-0.1%、0.3%和-0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周四（4月13日）较前一周（4月6日）保持不变，位于-0.01%。植田和男称，日本央行打算保持超宽松的货币政策，以实现可持续和稳定的2%通胀目标。

## 国内利率：短端利率出现分化

### 央行关键利率

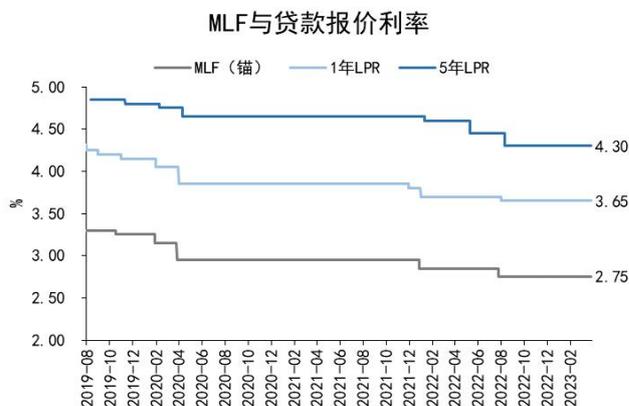
3月20日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%，均与上月持平。央行其它关键利率无变化。

图22: 央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图23: LPR利率



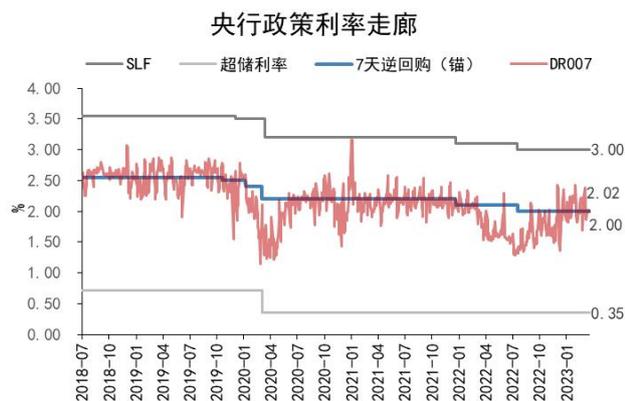
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 市场利率

短端利率方面，隔夜利率与七天利率出现分化。上周五（4月14日）R001、DR001与GC001较前一周（4月7日）分别上行21bp、24bp和21bp；R007、DR007、GC007分别下行14bp、上行2bp和下行14bp；考虑R成交量权重的货币市场加权利率上行18bp。

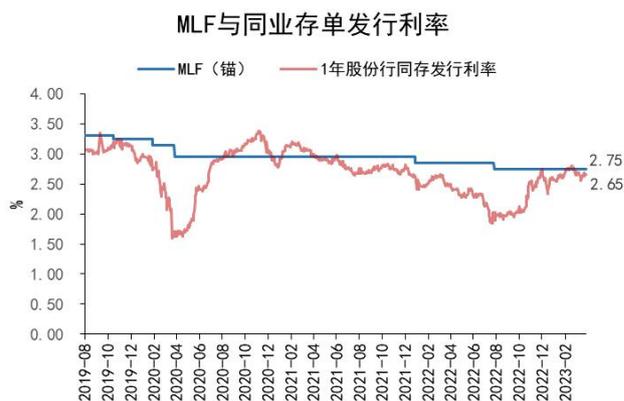
存单利率方面，上周有所分化。上周五（4月14日）国有行1年期存单发行利率较前一周（4月7日）下行1bp至2.63%，股份行上行1bp至2.65%，城商行下行3bp至2.80%。

图24: 短端市场利率与政策锚



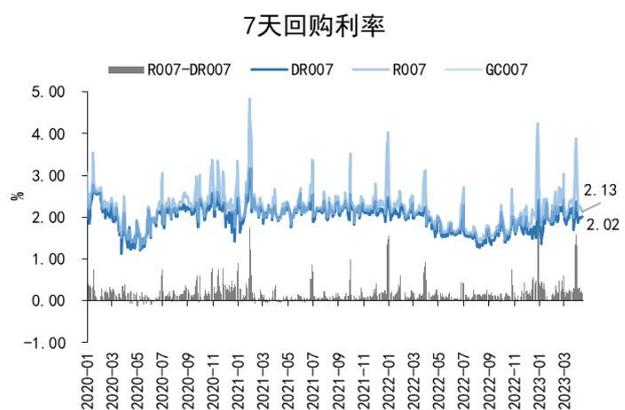
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 中期利率与政策锚



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 短端流动性分层观察



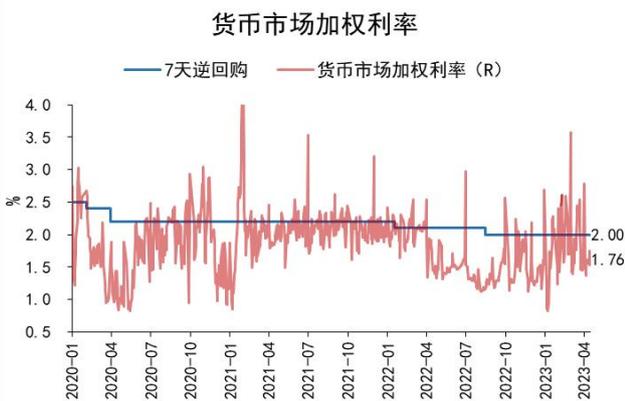
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 中长端流动性分层观察



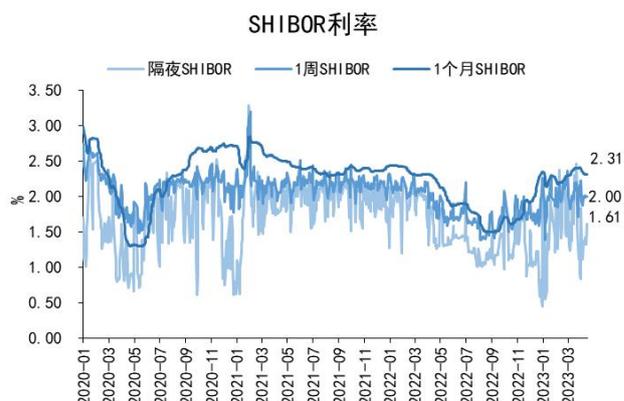
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 货币市场加权利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

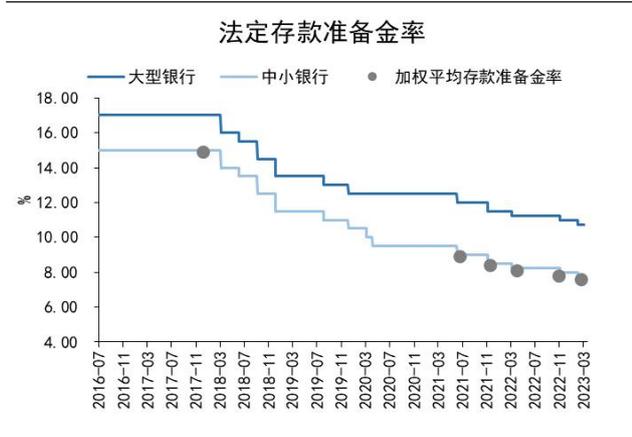
## 国内流动性：上周央行逆回购超量续作

上周（4月10日-4月16日），央行净投放流动性资金250亿元。其中：7天逆回购净投放250亿元（到期290亿元，投放540亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。

本周（4月17日-4月23日），央行逆回购将到期540亿元，其中7天逆回购到期540亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（4月17日）央行7天逆回购净投放20亿元，14天逆回购净投放0亿元，OMO存量为560亿元。

上周（4月10日-4月14日），银行间市场质押回购平均日均成交7.27万亿，较前一周（4月3日-4月7日，7.53万亿）减少0.26万亿。隔夜回购占比为90.5%，较前一周（89.6%）上升0.8pct。

图30：“三档两优”准备金体系



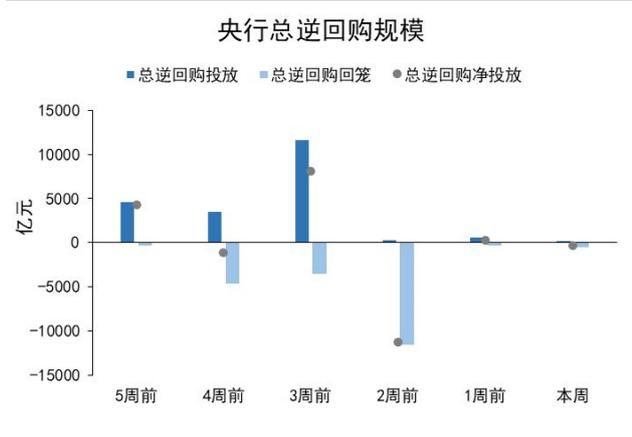
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31：7天逆回购到期与投放



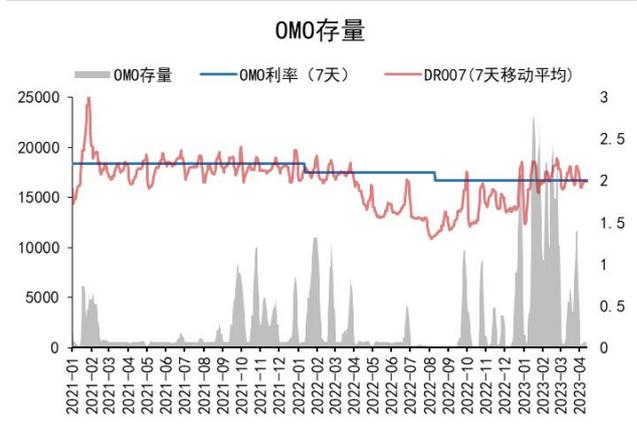
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图33：央行逆回购余额跟踪



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图34: MLF 投放跟踪



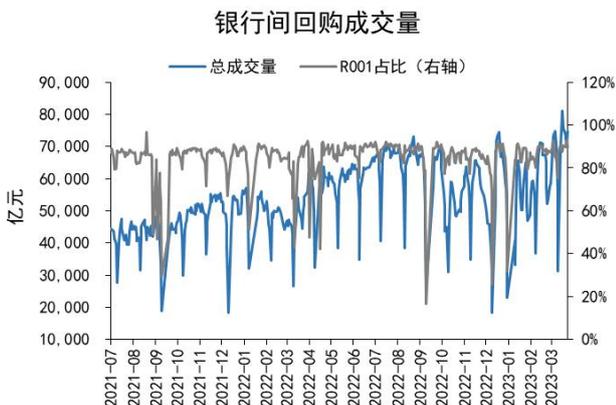
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: MLF 投放季节性



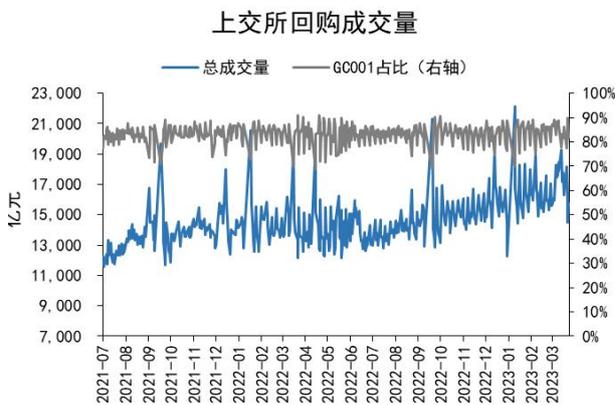
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 银行间回购成交量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 上交所回购成交量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 银行间回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图39: 交易所回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 债券融资：上周政府债券净融资大幅上升

政府债上周（4月10日-4月14日）共计发行5522.3亿元，净融资3848.1亿元，较前一周（4月3日-4月7日）的284.7亿元大幅上升。本周计划发行3099.9亿元，净融资额预计为-784.6亿元。

同业存单上周（4月10日-4月14日）共计发行7094.4亿元，净融资1291.7亿元，较前一周（4月3日-4月7日）的-344.0亿元大幅上升。本周计划发行1442.6亿元，净融资额预计为-4156.1亿元。**本周同业存单到期量超过5000亿元，提示关注对于流动性的扰动。**

政策银行债上周（4月10日-4月14日）共计发行1628.0亿元，净融资1142.0亿元，较前一周（4月3日-4月7日）的-850.7亿元大幅上升。本周计划发行150.0亿元，净融资额预计为-740.0亿元。

商业银行次级债券上周（4月10日-4月14日）共计发行790.0亿元，净融资778.0亿元，较前一周（4月3日-4月7日）的0亿元大幅上升。本周计划发行0亿元，净融资额预计为0亿元。

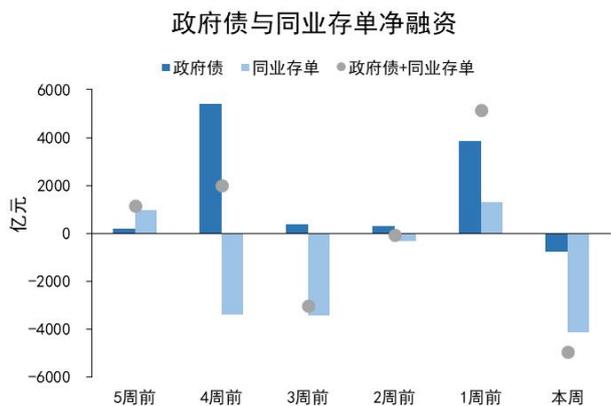
企业债券上周（4月10日-4月14日）共计发行3948.2亿元，净融资664.8亿元，较前一周（4月3日-4月7日）的971.1亿元小幅减少。上周城投债融资贡献约27.4%。本周计划发行958.4亿元，净融资额预计为-3007.9亿元。

图40: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）

单位: 亿元	本周												1周前	
	周一		周二		周三		周四		周五		合计		合计	
	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资
政府债	58.1	-1251.9	727.2	454.2	1826.6	350.1	41.1	-507.2	447.0	320.4	3099.9	-784.6	5522.3	3848.1
国债	0.0	-1310.0	0.0	0.0	1670.0	438.5	0.0	0.0	350.0	350.0	2020.0	-521.5	3102.5	2702.5
地方政府一般债	0.0	0.0	295.1	160.1	72.6	-105.4	13.5	-313.5	34.6	15.3	415.7	-320.0	1044.6	60.1
地方政府专项债	58.1	58.1	432.1	294.1	84.0	17.0	27.6	-193.7	62.4	-44.9	664.1	56.9	1375.3	1085.5
同业存单	1442.6	802.1	0.0	-1548.9	0.0	-922.9	0.0	-1023.7	0.0	-1168.2	1442.6	-4156.1	7094.4	1291.7
政策银行债	150.0	150.0	0.0	-100.0	0.0	-50.0	0.0	0.0	0.0	-30.0	150.0	-740.0	1628.0	1142.0
商业银行次级债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	790.0	778.0
企业债	713.7	-358.1	230.5	-123.1	14.2	-430.0	0.0	-629.7	0.0	-598.5	958.4	-3007.9	3948.2	664.8
城投债	231.6	-120.3	144.3	94.1	0.0	-114.9	0.0	-226.7	0.0	-222.1	375.9	-866.1	1273.6	181.8
产业债	519.5	-199.0	111.2	-212.2	29.2	-320.1	0.0	-444.6	0.0	-441.3	659.9	-2204.8	2837.6	443.0

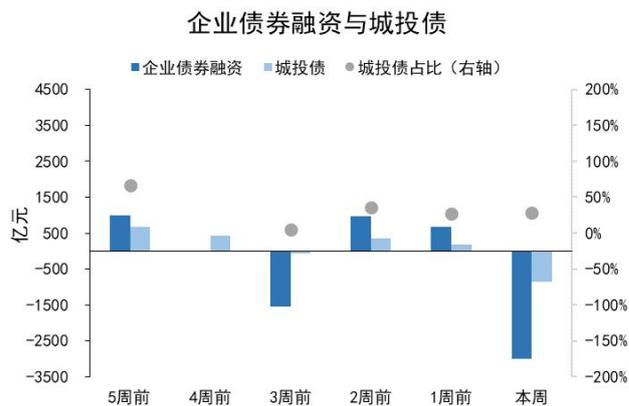
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图41: 政府债券与同业存单净融资



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 企业债券净融资与城投债



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 汇率：人民币美元同时走弱

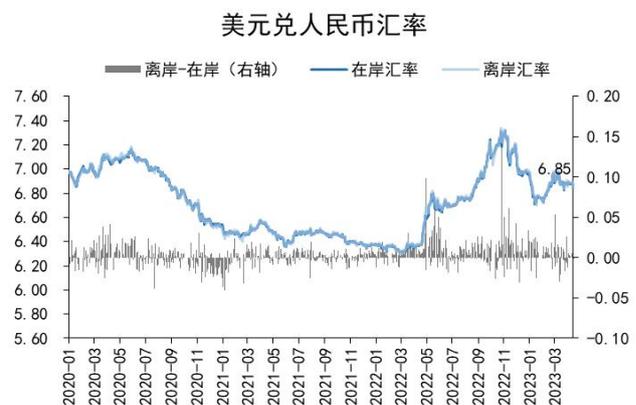
上周五(4月14日)人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周(4月7日)下行0.21至99.71, 同期美元指数下行0.53至101.58。4月14日, 美元兑人民币在岸汇率较4月7日的6.88下行约259基点至6.85; 4月13日, 美元兑人民币离岸汇率从6.88下行约50基点至6.88。

图43: 主要货币指数走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: 人民币汇率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032