

货币政策与流动性观察

一季度融资进入“消化期”

核心观点

一季度融资进入“消化期”

4月我国新增社融1.22万亿（预期1.72万亿），新增人民币贷款7188亿（预期1.14万亿）。社融和信贷表现均显著低于预期和历史平均水平。M2同比增长12.4%，同样低于预期（12.6%）。

尽管4月社融数据偏弱，但在去年同期的低基数下，增速仍保持10.0%不变。本月社融同比多增2873亿，环比少增4.16万亿，信贷的超季节性下降是社融大幅走弱的主要原因。社融各项同比贡献度排名如下：非标（贡献70.6%）、信贷（贡献43.7%）、政府债券融资（贡献22.1%）和企业直融（贡献-34.2%）。

4月贷款下滑幅度明显超出预期。以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款在去年同期疫情冲击形成的超低基数下同比仅多增734亿。居民部门贷款出现历史同期最大负增长，企业贷款表现好于居民贷款。一方面，企业信贷增长较为稳定。中长贷是企业贷款的主要支撑，新增6669亿，占比进一步上升至97.4%；已连续9个月同比正增长。票据融资时隔3个月再度转正，增加1280亿，侧面印证银行信贷投放难度有所上升。另一方面，居民贷款再度萎缩。4月新增居民贷款-2411亿，创历史同期最大负增长，在超低基数下同比仍然多减241亿。

政府债券融资保持快节奏，在高基数下同比多增。新增非标融资转负，同比继续多增。信托+委托贷款同比多增819亿，较上月（281亿）显著上升，指向基建与房地产获得多渠道融资支持。企业直融同比小幅负增。当月企业直接融资3836亿，同比少增982亿。

4月M2同比增速较上月回落0.3pct至12.4%。从结构看，居民和非银存款同比明显下降，企业存款基本稳定，财政存款同比大幅增加。当月居民存款结束连续5个月的增长，减少1.2万亿，同比多减4968亿，居民消费意愿改善、存款理财化和提前还贷或为主要原因。M1同比增速回升0.2pct至5.3%，结束了两连降，M2-M1增速剪刀差相应收窄0.5pct至7.1%，货币活化程度有所改善，但实体部门资金利用率依然不高。

总体看，4月金融数据的低迷主要是三方面因素。基本因素是融资数据的季节性回落，过去5年中，4月社融平均环比下降25547亿元。但根本因素是银行信贷前置投放特征更加突出，叠加实体部门特别是居民和民企信贷需求疲弱，导致4月金融数据出现了“青黄不接”的情况。

4月的数据表现部分印证了我们在3月强劲数据后提示的两点“隐忧”。与2021和2022年同期的超季节性下降相似，其根源在于金融体系投放节奏与实体部门真实需求错位。前瞻地看，当前进入一季度投放资金的“消化期”，“恢复和扩大需求”并打通“金融-实体循环”是下阶段经济工作的重点所在，近期调降政策利率的边际作用将较为有限，并非当务之急。

风险提示：需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

经济研究·宏观周报

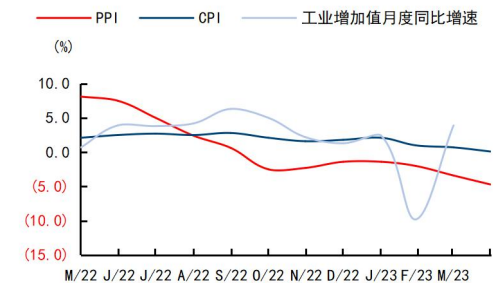
证券分析师：董德志 021-60933158
 dongdz@guosen.com.cn
 S0980513100001

联系人：田地 0755-81982035
 tiandi2@guosen.com.cn

基础数据

固定资产投资累计同比	5.10
社零总额当月同比	10.60
出口当月同比	8.50
M2	12.40

市场走势



相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-国内经济增长景气继续回落，后续回升的关键在消费》——2023-05-15
- 《货币政策与流动性观察-跨月后资金利率显著回落》——2023-05-09
- 《宏观经济宏观周报-国内经济增长正从投资驱动转向消费驱动》——2023-05-09
- 《宏观经济宏观周报-国信宏观扩散指数标准化后回落至历史均值附近》——2023-04-24
- 《货币政策与流动性观察-央行超额续作OMO与MLF》——2023-04-24

内容目录

周观点：一季度融资进入“消化期”	5
社融：信贷拖累	5
货币：M2-M1 剪刀差边际修复	8
小结：前置投放+需求不足+季节性下降	8
周流动性回顾：央行逆回购缩量续作	9
流动性观察	11
外部环境：美联储本轮加息已近尾声	11
国内利率：短端利率走势分化	12
国内流动性：上周央行逆回购缩量续作	14
债券融资：上周政府债券净融资大幅上升	16
汇率：人民币美元走势分化	17

图表目录

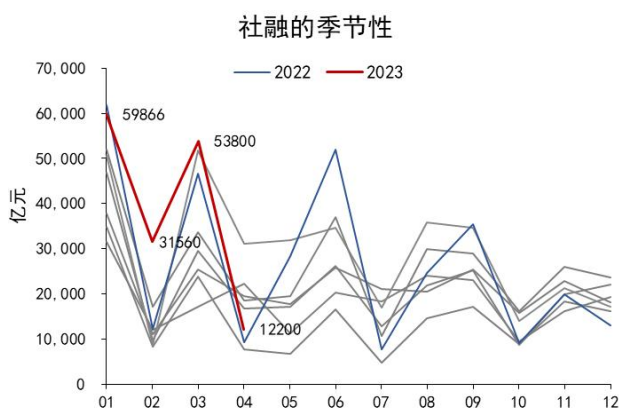
图 1: 4 月新增社融超季节性下滑	5
图 2: 4 月新增信贷超季节性下滑	5
图 3: 低基数下, 尽管 4 月贷款表现不佳, 仍同比微幅增长	5
图 4: 4 月居民信贷表现弱于企业	6
图 5: 4 月新增贷款主要投向实体部门	6
图 6: 4 月企业贷款主要受中长贷支撑	6
图 7: 4 月新增居民中长贷占比边际下降	7
图 8: 4 月楼市销售面积走势显著分化	7
图 9: 我国实体经济仍以间接融资为主	7
图 10: 3 月以来水泥发运率走势弱于季节性	7
图 11: M2-M1 剪刀差边际扩张	8
图 12: 社融-M2 剪刀差有所修复	8
图 13: 狭义流动性扩散指数 (上升指向宽松, 下降指向紧缩)	9
图 14: 价格指数	9
图 15: 数量指数	9
图 16: 美联储关键短端利率	11
图 17: 欧央行关键短端利率	11
图 18: 日央行关键短端利率	11
图 19: 主要央行资产负债表相对变化	11
图 20: 央行关键利率	12
图 21: LPR 利率	12
图 22: 短端市场利率与政策锚	13
图 23: 中期利率与政策锚	13
图 24: 短端流动性分层观察	13
图 25: 中长端流动性分层观察	13
图 26: 货币市场加权利率	13
图 27: SHIBOR 报价利率	13
图 28: “三档两优” 准备金体系	14
图 29: 7 天逆回购到期与投放	14
图 30: 央行逆回购规模 (本周投放截至周一)	14
图 31: 央行逆回购余额跟踪	14
图 32: MLF 投放跟踪	15
图 33: MLF 投放季节性	15
图 34: 银行间回购成交量	15
图 35: 上交所回购成交量	15
图 36: 银行间回购余额	15
图 37: 交易所回购余额	15

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

周观点：一季度融资进入“消化期”

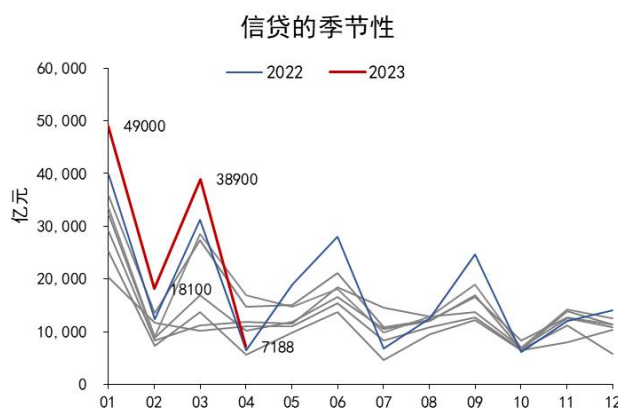
4月我国新增社融1.22万亿（预期1.72万亿），新增人民币贷款7188亿（预期1.14万亿）。社融和信贷表现均显著低于预期和历史平均水平。M2同比增长12.4%，同样低于预期（12.6%）。

图1：4月新增社融超季节性下滑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：4月新增信贷超季节性下滑

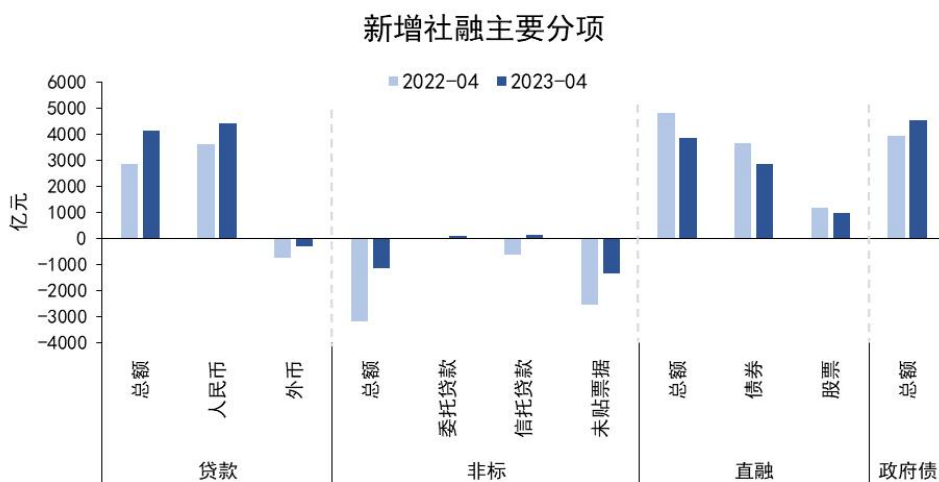


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

社融：信贷拖累

尽管4月社融数据偏弱，但在去年同期的低基数下，增速仍保持10.0%不变。本月社融同比多增2873亿，环比少增4.16万亿，信贷的超季节性下降是社融大幅走弱的主要原因。从分项同比看，政府债券融资转正，信贷和非标在低基数下取得正增长，企业直融小幅负增。各项同比贡献度排名如下：非标（贡献70.6%）、信贷（贡献43.7%）、政府债券融资（贡献22.1%）和企业直融（贡献-34.2%）¹。

图3：低基数下，尽管4月贷款表现不佳，仍同比微幅增长



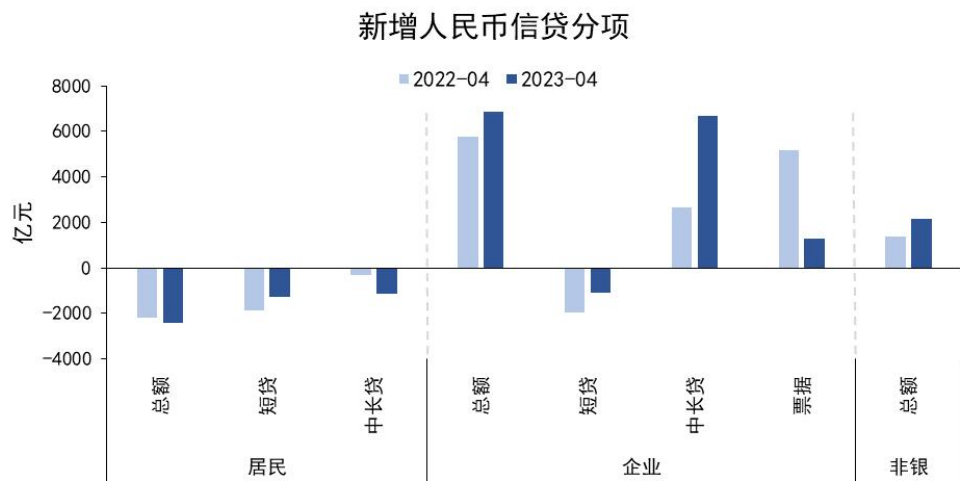
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

¹ ABS和贷款核销两项尚未公布。

人民币贷款

4月贷款下滑幅度明显超出预期。以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款在去年同期疫情冲击形成的超低基数下同比仅多增734亿。居民部门贷款出现历史同期最大负增长，企业贷款表现好于居民贷款。

图4：4月居民信贷表现弱于企业



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

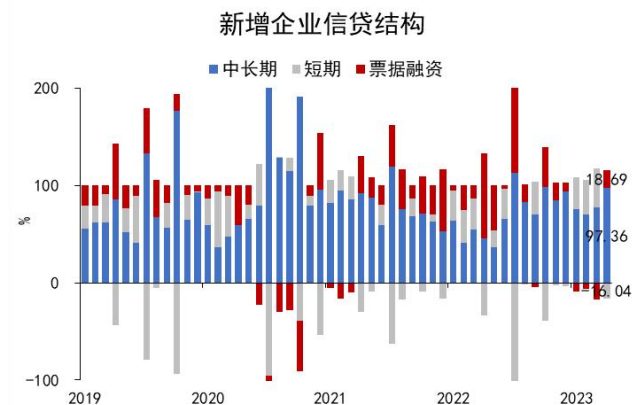
一方面，政策助力下，企业信贷增长较为稳定。4月非金融企业贷款新增6839亿，同比多增1055亿。其中中长贷是企业贷款的主要支撑，新增6669亿，占比进一步上升至97.4%；同比多增4017亿，已连续9个月同比正增长。短期信用方面，企业短贷减少1099亿，同比少减849亿；票据融资时隔3个月再度转正，增加1280亿，侧面印证银行信贷投放难度有所上升。

图5：4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6：4月企业贷款主要受中长贷支撑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

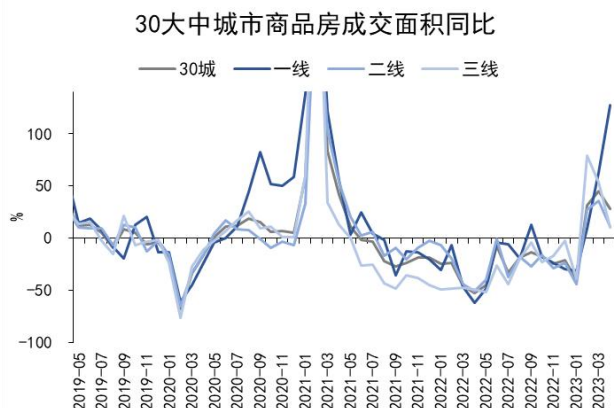
另一方面，居民贷款再度萎缩。4月新增居民贷款-2411亿，创历史同期最大负增长，在超低基数下同比仍然多减241亿。结构上，短贷与中长贷同时萎缩，短贷表现略好于中长贷：居民短贷减少1255亿，同比少减601亿。中长贷减少1156亿，同比多减842亿，一方面与4月地产销售超季节性走弱相关，另一方面可能指向居民提前还贷增加。

图7: 4月新增居民中长贷占比边际下降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 4月楼市销售面积走势显著分化



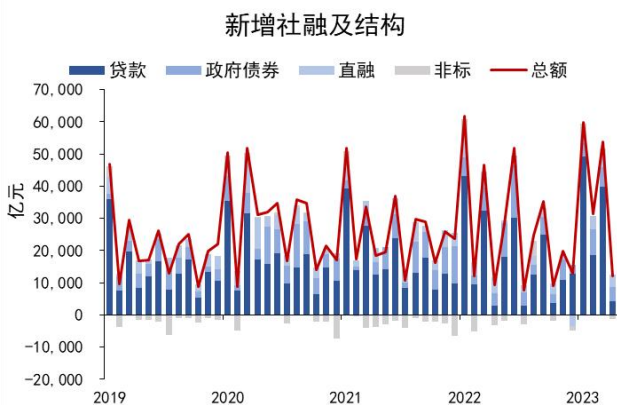
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

非标、直接融资与政府债券

政府债券融资保持快节奏,在高基数下同比多增。4月新增政府债环比减少约1474亿至4548亿元,同比多增636亿元,在“财政前置”思路下持续保持较高融资水平。

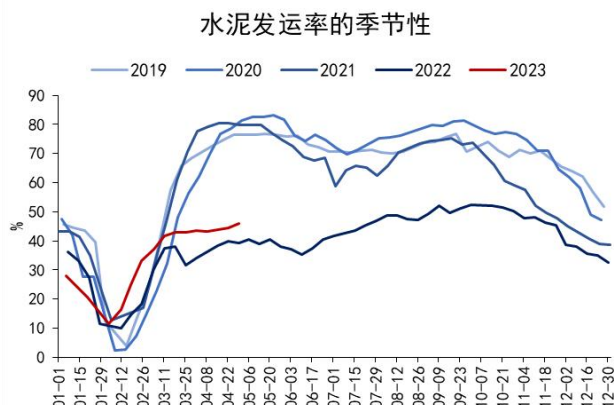
新增非标融资转负,同比继续多增。非标当月融资减少1145亿,同比继续少减2029亿。其中,未贴现银行承兑汇票建减少1347亿,同比少减1210亿,显示转贴现规模超过新开票金额;信托贷款小幅增加119亿,同比多增734亿;委托贷款小幅增加83亿,同比多增85亿。信托+委托贷款同比多增819亿,较上月(281亿)显著上升,指向基建与房地产获得多渠道融资支持。

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: 3月以来水泥发运率走势弱于季节性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

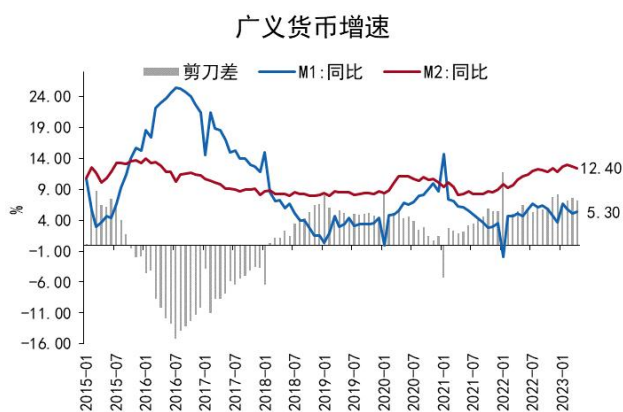
企业直融同比小幅负增。当月企业直接融资3836亿,同比少增982亿。其中企业债券增加2843亿,同比仍然为负(少增809亿),贡献了直融的大部分同比变动(82.4%),低利率信贷仍部分挤出了债券融资。企业股权融资新增993亿,同比少增173亿。

货币：M2-M1 剪刀差边际修复

4月M2同比增速较上月回落0.3pct至12.4%。从结构看，居民和非银存款同比明显下降，企业存款基本稳定，财政存款同比大幅增加。4月居民存款结束连续5个月的增长，减少1.2万亿，同比多减4968亿，居民消费意愿改善、存款理财化和提前还贷或为主要原因；企业存款减少1408亿，同比微幅多减198亿。4月是缴税大月，当月财政存款增加5028亿，同比多增4618亿，财政净支出力度较去年同期有所下降。

M1同比增速回升0.2pct至5.3%，结束了两连降，M2-M1增速剪刀差相应收窄0.5pct至7.1%，货币活化程度有所改善，但实体部门资金利用率依然不高。社融-M2增速负剪刀差收窄0.3pct至-2.4%，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：前置投放+需求不足+季节性下降

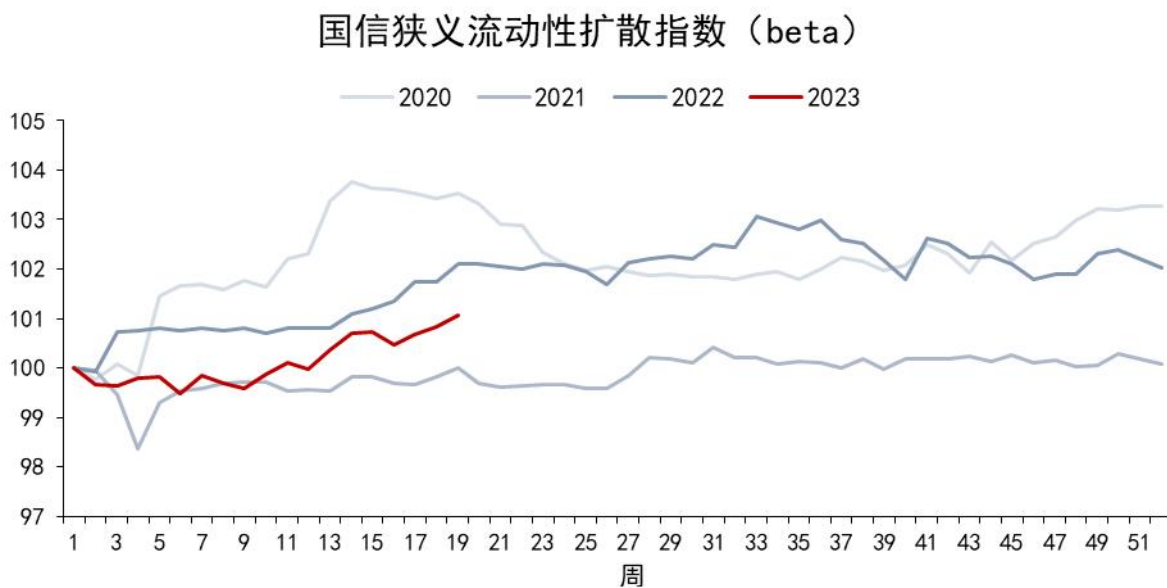
总体看，4月金融数据的低迷主要是三方面因素。基本因素是融资数据的季节性回落，过去5年中，4月社融平均环比下降25547亿元。但根本因素是银行信贷前置投放特征更加突出，叠加实体部门特别是居民和民企信贷需求疲弱，导致4月金融数据出现了“青黄不接”的情况。

4月的数据表现部分印证了我们在3月强劲数据后提示的两点“隐忧”。与2021和2022年同期的超季节性下降相似，其根源在于金融体系投放节奏与实体部门真实需求错位。前瞻地看，当前进入一季度投放资金的“消化期”，“恢复和扩大需求”并打通“金融-实体循环”是下阶段经济工作的重点所在，近期调降政策利率的边际作用将较为有限，并非当务之急。

周流动性回顾：央行逆回购缩量续作

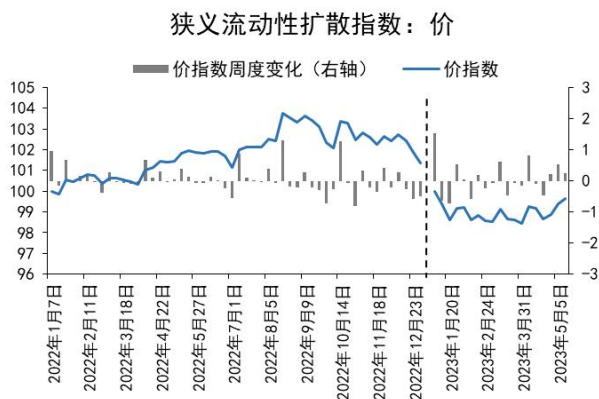
海外方面，上周（5月8日-5月12日）全球央行的货币政策无重大变化。美联储公布的《金融稳定报告》指出，银行系统压力、房地产压力、持续通货膨胀和地缘政治紧张是当前金融稳定的主要担忧。同时，美国债务上限危机正持续发酵。另外，美国上周初请失业金人数 26.4 万，为 2021 年 10 月以来的最高水平。多方面因素均指向美联储进一步加息动力有限。目前美联储联邦资金利率期货隐含的 6 月 FOMC 加息 25bp 的可能性约 2 成 (16.6%)，不加息可能性约 8 成 (83.4%)。

图13: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）



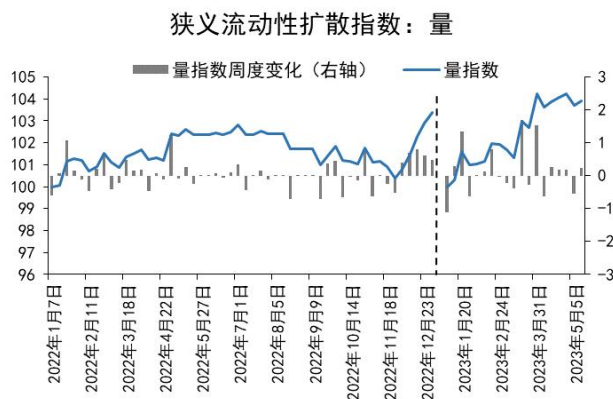
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 价格指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15: 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（5月8日-5月12日）狭义流动性有所宽松。国信狭义流动性高频扩散指数较此前一周（5月1日-5月5日）上升 0.24 至 101.08。其中价格指标贡献 68.47%，数量指标贡献 31.53%。价格指数上升（宽松）主要由上周全周标准化后的同业存单加权利率、DR 与 R 加权利率偏离度（7 天/14 天利率减去同期限政策利率）和 R001 总体环比下行支撑。央行上周逆回购缩量续作，对数

量指数形成拖累，正回购天数增加对数量指数形成支撑。本周关注以下因素的扰动：一是同业存单到期超过 5000 亿元。二是本月 18 日为办税截止日。

央行公开市场操作：上周（5 月 8 日-5 月 14 日），央行净投放短期流动性资金-260 亿元。其中：7 天逆回购净投放-260 亿元（到期 360 亿元，投放 100 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（5 月 15 日-5 月 21 日），央行逆回购将到期 120 亿元，其中 7 天逆回购到期 120 亿元，14 天逆回购到期 0 亿元。本周 MLF 预计净投放 250 亿元（到期 1000 亿元，投放 1250 亿元）。截至本周一（5 月 15 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 100 亿元。

银行间交易量：上周（5 月 8 日-5 月 12 日），银行间市场质押回购平均日均成交 7.85 万亿，较前一周（5 月 1 日-5 月 5 日，7.21 万亿）增加 0.64 万亿。隔夜回购占比为 91.9%，较前一周（64.6%）上升 27.4pct。

债券发行：上周政府债净融资 2285.4 亿元，本周计划发行 4317.0 亿元，净融资额预计为-295.3 亿元；上周同业存单净融资-593.2 亿元，本周计划发行 796.6 亿元，净融资额预计为-4831.6 亿元；上周政策银行债净融资 677.0 亿元，本周计划发行 280.0 亿元，净融资额预计为 60.0 亿元；上周商业银行次级债券净融资 200 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-1520.0 亿元（其中城投债融资贡献约 23.8%），本周计划发行 415.5 亿元，净融资额预计为-1683.7 亿元。

上周五（5 月 12 日）人民币 CFETS 一篮子汇率指数较前一周（5 月 5 日）下行 0.26 至 99.01，同期美元指数上行 1.41 至 102.70。5 月 12 日，美元兑人民币在岸汇率较 5 月 5 日的 6.91 上行约 392 基点至 6.95，离岸汇率从 6.92 上行约 375 基点至 6.95。

流动性观察

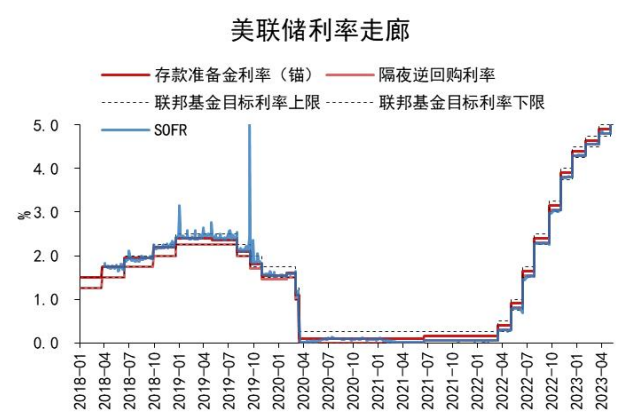
外部环境：美联储本轮加息已近尾声

美联储

5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5.15%和5.05%。上周四（5月11日）SOFR利率较前一周（5月4日）下降1bp，位于5.05%。美联储公布的《金融稳定报告》指出，银行系统压力、房地产压力、持续通货膨胀和地缘政治紧张是当前金融稳定的主要担忧。同时，美国债务上限危机正持续发酵。另外，美国上周初请失业金人数26.4万，为2021年10月以来的最高水平。多方面因素均指向美联储进一步加息动力有限。目前美联储联邦资金利率期货隐含的6月FOMC加息25bp的可能性约2成（16.6%），不加息可能性约8成（83.4%）。

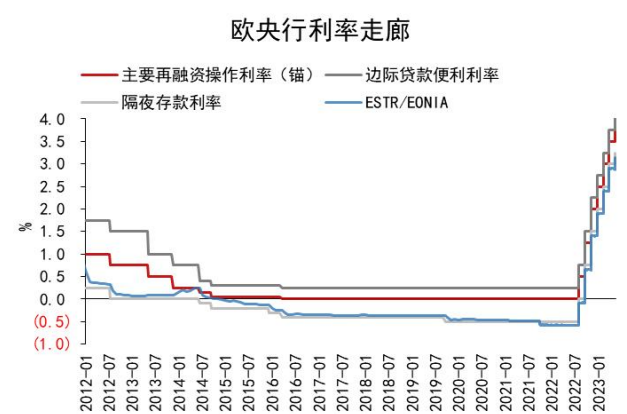
截至5月10日，美联储资产负债表规模为8.50万亿美元，较前一周（5月3日）降低9.77亿美元，约为去年4月本次缩表初期历史最高值（8.97万亿）的94.8%。

图16: 美联储关键短端利率



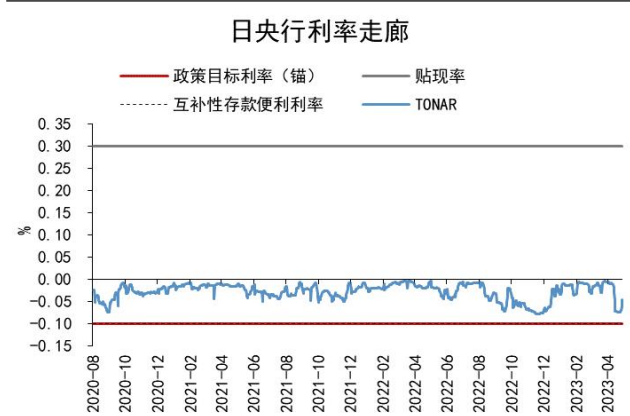
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 欧央行关键短端利率



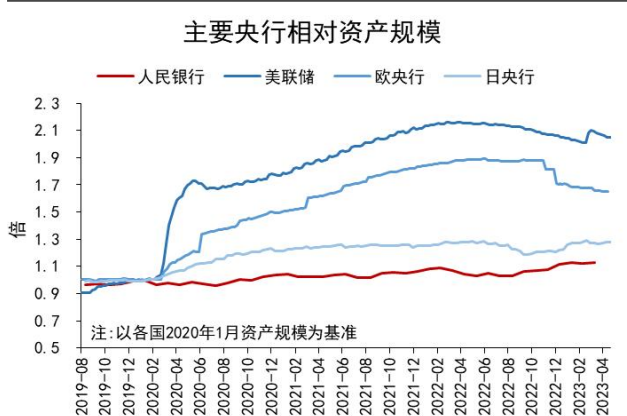
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18: 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19: 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 5 月议息会议加息 25bp，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 3.75%、4.00%和 3.25%。欧元短期利率（ESTR）上周四（5 月 11 日）较前一周（5 月 4 日）上升 25bp，位于 3.15%。欧洲央行管委内格尔近期强调，利率应该进一步上升。

日央行

日央行 4 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（5 月 11 日）较前一周（5 月 4 日）上升 2bp，位于-0.05%。日本央行已经决定对货币政策进行一次全面的评估，计划一年到一年半完成。

国内利率：短端利率走势分化

央行关键利率

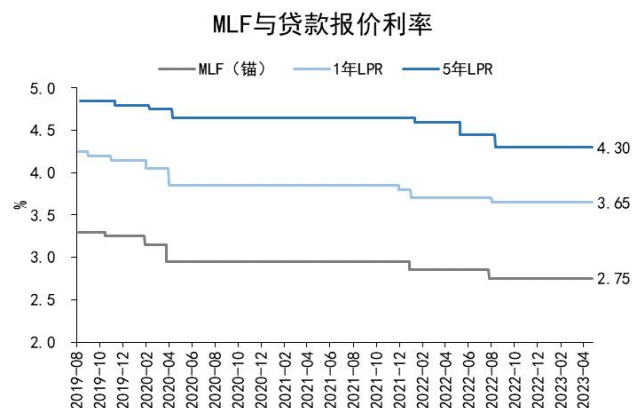
5 月 15 日，中期借贷便利利率（MLF）公布，1 年期利率无变化，维持在 2.75%。央行其它关键利率无变化。

图20: 央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21: LPR 利率



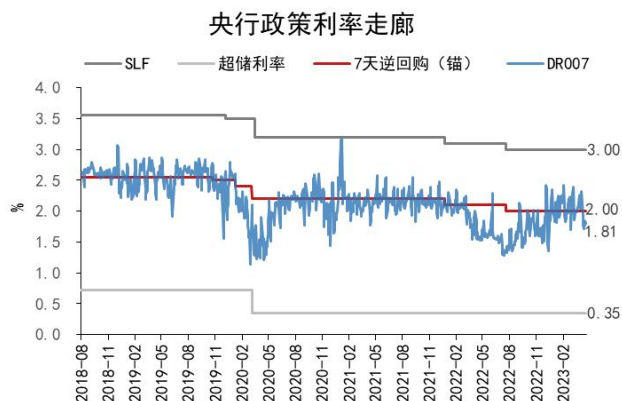
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场利率

短端利率方面，隔夜利率与七天利率有所分化。上周五（5 月 12 日）R001、DR001 与 GC001 较前一周（5 月 5 日）分别上行 18bp、9bp 和 18bp；R007、DR007、GC007 分别下行 6bp、上行 3bp 和下行 6bp；考虑 R 成交量权重的货币市场加权利率（7 天移动平均）下行 36bp。

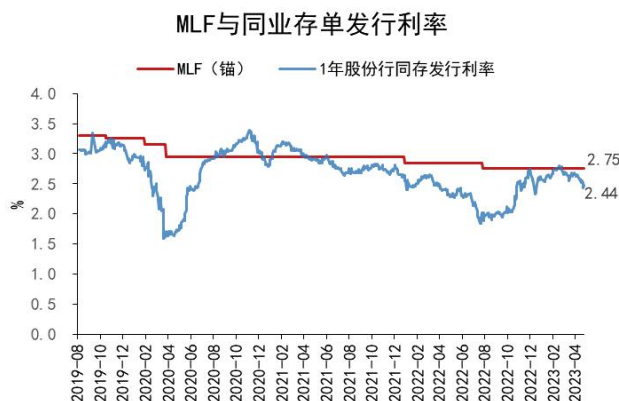
存单利率方面，上周均有所下行。上周五（5 月 12 日）国有行 1 年期存单发行利率较 5 月 5 日下行 13bp，位于 2.43%；股份行下行 15bp 至 2.44%，城商行下行 15bp 至 2.63%。

图22: 短端市场利率与政策锚



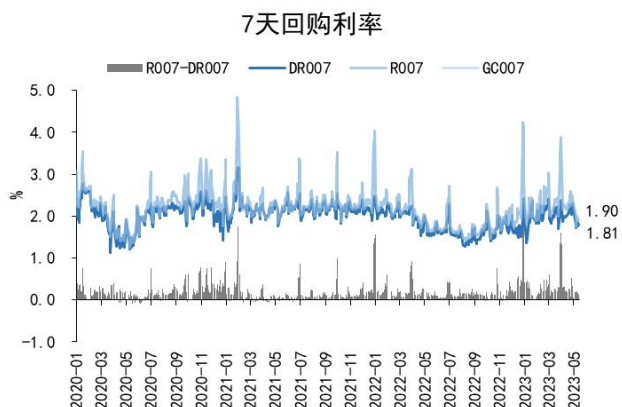
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 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24: 短端流动性分层观察



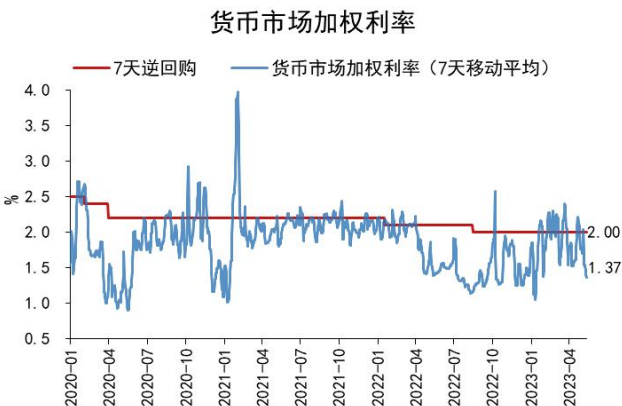
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 中长端流动性分层观察



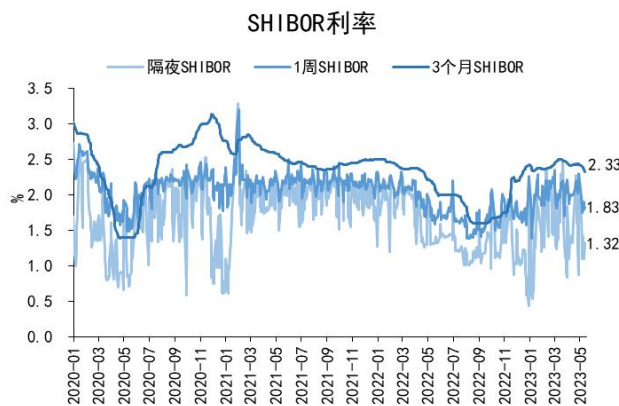
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 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27: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

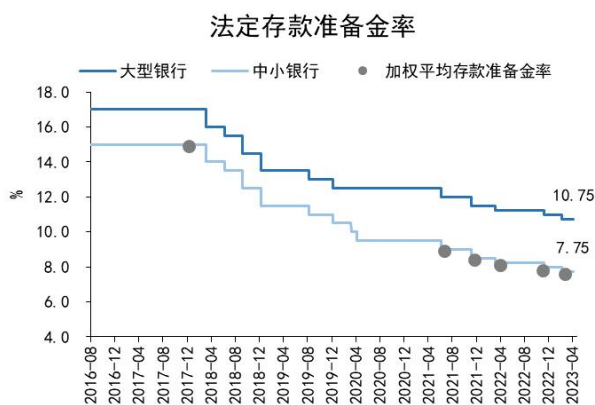
国内流动性：上周央行逆回购缩量续作

上周（5月8日-5月14日），央行净投放流动性资金-260亿元。其中：7天逆回购净投放-260亿元（到期360亿元，投放100亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。

本周（5月15日-5月21日），央行逆回购将到期120亿元，其中7天逆回购到期120亿元，14天逆回购到期0亿元。本周MLF预计净投放250亿元（到期1000亿元，投放1250亿元）。截至本周一（5月15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100亿元。

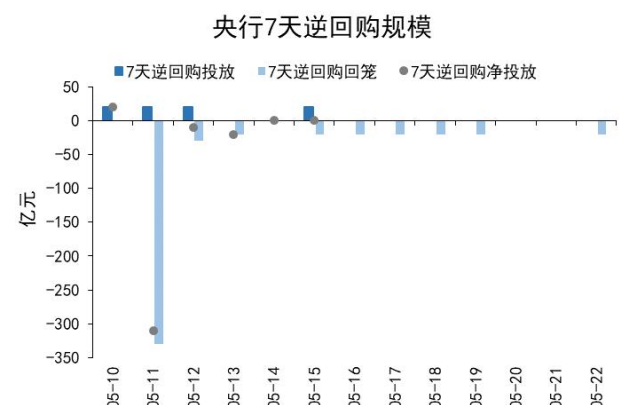
上周（5月8日-5月12日），银行间市场质押回购平均日均成交7.85万亿，较前一周（5月1日-5月5日，7.21万亿）增加0.64万亿。隔夜回购占比为91.9%，较前一周（64.6%）上升27.4pct。

图28：“三档两优”准备金体系



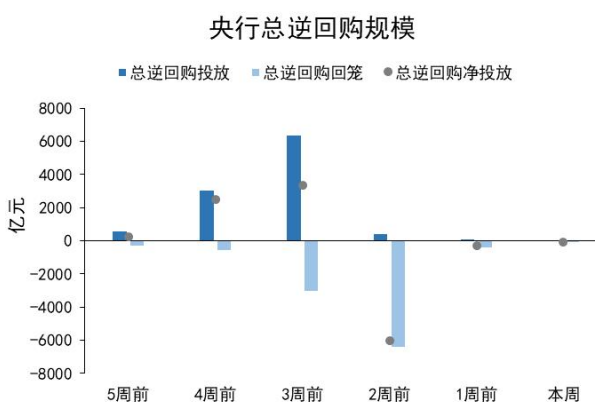
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：7天逆回购到期与投放



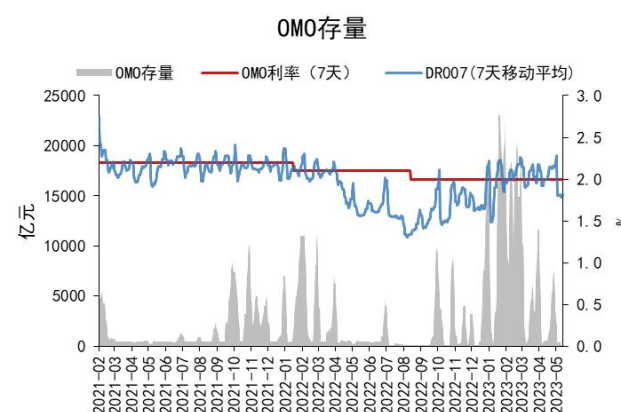
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



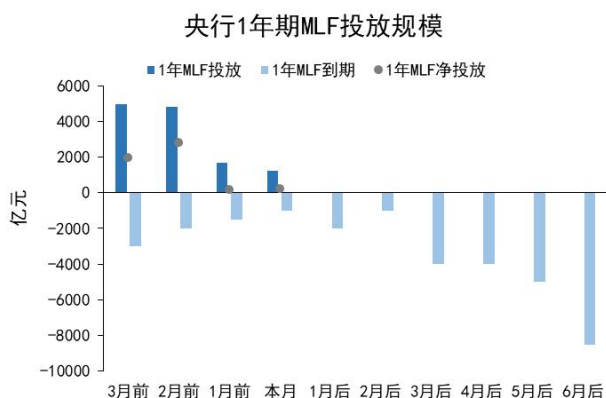
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31：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32: MLF 投放跟踪



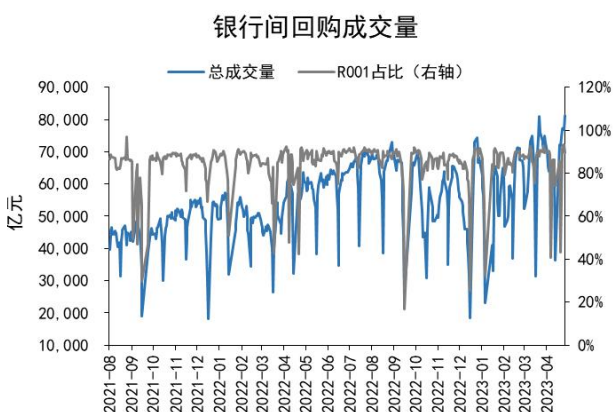
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: MLF 投放季节性



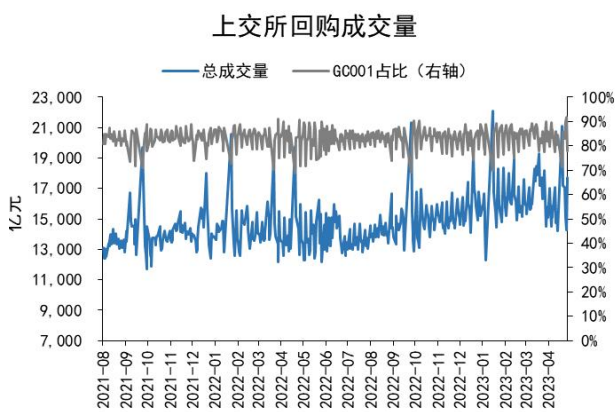
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 银行间回购成交量



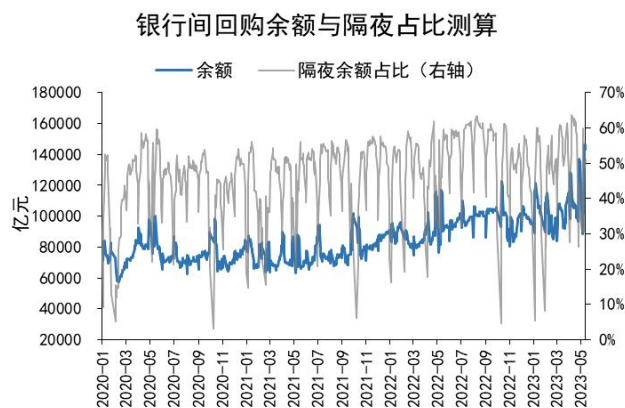
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 上交所回购成交量



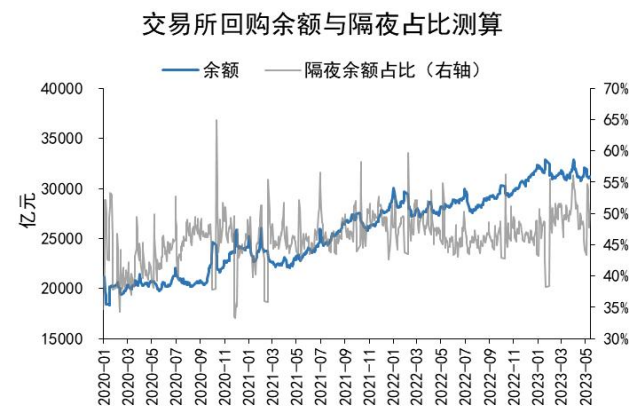
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 银行间回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 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（5月8日-5月12日）共计发行3410.7亿元，净融资2285.4亿元，较前一周（5月1日-5月5日）的618.1亿元大幅上升。本周计划发行4317.0亿元，净融资额预计为-295.3亿元。

同业存单上周（5月8日-5月12日）共计发行4964.6亿元，净融资-593.2亿元，较前一周（5月1日-5月5日）的4131.9亿元大幅下降。本周计划发行796.6亿元，净融资额预计为-4831.6亿元。**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（5月8日-5月12日）共计发行1527.0亿元，净融资677.0亿元，较前一周（5月1日-5月5日）的569.5亿元小幅上升。本周计划发行280.0亿元，净融资额预计为60.0亿元。

商业银行次级债券上周（5月8日-5月12日）共计发行200亿元，净融资200亿元，较前一周（5月1日-5月5日）的0亿元小幅上升。本周计划发行0亿元，净融资额预计为0亿元。

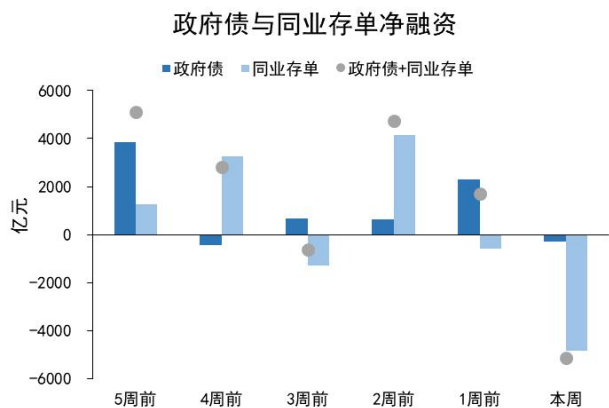
企业债券上周（5月8日-5月12日）共计发行1085.4亿元，净融资-1520.0亿元，较前一周（5月1日-5月5日）的-823.7亿元大幅下降。上周城投债融资贡献约23.8%。本周计划发行415.5亿元，净融资额预计为-1683.7亿元。

图38：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	0.0	-1078.4	882.5	855.4	2038.0	1980.3	1166.5	833.7	230.0	222.2	4317.0	-295.3	3410.7	2285.4
国债	0.0	-1000.0	0.0	0.0	1700.0	1700.0	0.0	0.0	230.0	230.0	1930.0	-2004.5	2713.4	1762.2
地方政府一般债	0.0	-78.4	468.3	445.4	203.8	175.0	319.7	168.4	0.0	0.0	991.8	675.4	299.7	202.1
地方政府专项债	0.0	0.0	414.2	410.0	134.2	105.3	846.8	665.3	0.0	-7.8	1395.2	1033.8	397.6	321.1
同业存单	796.6	294.8	0.0	-1141.5	0.0	-1171.3	0.0	-655.2	0.0	-1706.3	796.6	-4831.6	4964.6	-593.2
政策银行债	170.0	170.0	110.0	-40.0	0.0	-50.0	0.0	-20.0	0.0	0.0	280.0	60.0	1527.0	677.0
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	200.0	200.0
企业债	217.6	-212.8	76.5	-207.6	0.0	-178.3	119.9	-257.2	1.6	-460.7	415.5	-1683.7	1085.4	-1520.0
城投债	70.8	-64.7	11.5	-62.4	0.0	-47.0	20.0	-74.3	0.0	-63.2	102.3	-458.9	325.5	-361.3
产业债	181.8	-123.1	65.0	-174.4	0.0	-136.3	99.9	-182.9	1.6	-472.5	348.2	-1309.0	858.1	-1170.4

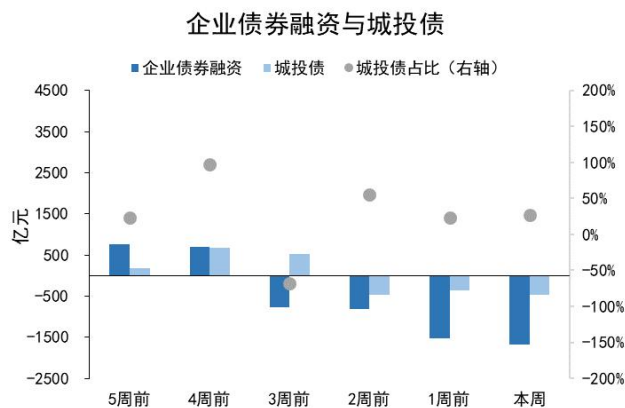
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图39: 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40: 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：人民币美元走势分化

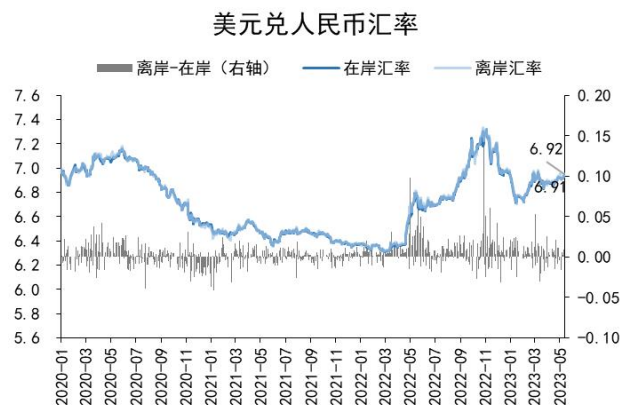
上周五(5月12日)人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周(5月5日)下行0.26至99.01, 同期美元指数上行1.41至102.70。5月12日, 美元兑人民币在岸汇率较5月5日的6.91上行约392基点至6.95, 离岸汇率从6.92上行约375基点至6.95。

图41: 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42: 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