



研究所

分析师: 梁伟超  
SAC 登记编号: S1340523070001  
Email: liangweichao@cnpsec.com

近期研究报告

《利率债、超长债，规模、节奏全梳理》 - 2024.04.19

固收点评

## 汇率压力会向资金传导吗？

### ——流动性周报 20240421

#### ● 核心观点

第一，近期人民币汇率压力主要来自于外部。美元指数持续走强，带来亚洲主要经济体货币的贬值压力，其中日元和韩元等贬值压力较大，人民币4月初以来的仅微幅波动，相比变动最小。

第二，在岸汇率与中间价报价之间的价差趋势性放大，反映汇率调控压力的上升。在岸汇率与人民币中间价报价之间的价差，移动平均中枢处于历史性高位，与2023年四季度和2022年四季度水平大致一致。

第三，离岸人民币资金价格大幅攀升，但向境内资金价格传导的概率偏低。依据数据波动所呈现的特征，汇率处于相对稳态时，离岸和在岸资金价格可能出现一定的波动相似性特征；汇率贬值压力加大后，离岸和在岸资金价格波动趋于脱节。故离岸资金价格可能受在岸资金价格和汇率波动两个因素驱动，但在岸资金价格相对独立于离岸资金价格。

总结来看，境内资金价格或维持相对平稳的运行态势，汇率压力可能对总量宽松操作产生影响，但进一步造成境内资金面收紧的概率不高。当前的汇率压力主要来自于外部，而非国内基本面和货币政策操作所致，当前波动也小于前期，中国央行处于相对主动的位置。年初以来，货币政策目标在“合理充裕”和“防止空转”+“汇率稳定”之间权衡，资金价格持续在高于政策利率的位置平稳运行，后续因汇率压力传导而收紧的概率不高，但汇率压力可能会迟滞总量宽松操作，特别是对价格型工具的限制，使得当前资金面的状态在更长时间延续。

#### ● 国新办记者会，再次关注名义利率水平

第一，央行依然强调信贷投放的均衡。信贷增速等融资周期指标在3月份触底之后，后续进一步下行概率偏低，或维持震荡状态。

第二，“资金空转”更多指实体资金，更多存在于企业端，而非市场所担心的银行间杠杆率等方向。

第三，汇率依然是央行重点关注领域。说明央行在各个目标之间权衡的取向，国内总量宽松操作或因此而迟滞。

第四，央行对名义利率的水平依然关注。从政策言论的脉络来看，央行越来越多的提及利率过低危害的关注，预计不至于主动引导名义利率的回升，但名义利率的进一步下行或也受到一定程度的制约。

#### ● 风险提示：

流动性超预期收紧。

## 目录

1 债市观点：汇率压力会向资金传导吗？ .....	5
1.1 境内资金面相对稳态或延续 .....	5
1.2 国新办记者会：再次关注名义利率水平 .....	7
2 资金面：税期维持宽松，资金分层持续缓解 .....	9
2.1 资金价格：税期前后 R007 和 DR007 均有所上行，但仍处于历史同期低位 .....	9
2.2 资金分层：资金分层延续缓解 .....	9
2.3 资金情绪：回升至历史同期偏高位置 .....	10
3 流动性跟踪：下周政府债净缴款额预计由正转负 .....	11
3.1 央行操作：上周净回笼资金 720 亿 .....	11
3.2 政府存款：下周净缴款额预计由正转负 .....	14
3.3 汇率：美元指数和人民币汇率窄幅震荡，CNH-CNY 价差收窄 .....	15
4 机构行为：银行体系融出资金下降，货基净融出有所回升 .....	16
5 同业存单：下周到期压力较大 .....	17
6 二永债：利差收窄 .....	20
7 风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1: 亚洲主要货币贬值, 人民币相对稳健 .....	5
图表 2: 人民币近期的波动主要与美元指数的强势有关 .....	5
图表 3: CNY 和 CNH 的价差有所上行 .....	6
图表 4: CNY 与中间价价差上行, 反映逆周期因子作用 .....	6
图表 5: 汇率压力与离岸资金成本近期同步上行 .....	7
图表 6: 境内稳、离岸升, 境内和离岸资金价格明显背离 .....	7
图表 7: 国新办记者会对信贷投放、资金空转和名义利率等多个问题做出回应 .....	8
图表 8: DR001、DR007 走势图 .....	9
图表 9: R007 季节性走势图 .....	9
图表 10: DR007-DR001 价差走势图 .....	10
图表 11: R007-DR007 价差季节性走势图 .....	10
图表 12: 银行间分机构资金面情绪走势 .....	10
图表 13: 银行间全市场资金面情绪 MA5 季节性走势 .....	10
图表 14: 上周央行公开市场操作净回笼资金 720 亿, 下周共有 100 亿逆回购到期, 700 亿国库定存到期 .....	11
图表 15: 央行周度公开市场操作投放情况 .....	12
图表 16: 逆回购存量季节性走势 .....	12
图表 17: MLF 当月到期、投放及存量情况 .....	12
图表 18: 周度货币政策跟踪 .....	13
图表 19: 周度政府债净缴款情况 .....	14
图表 20: 当月政府债累计缴款规模 .....	15
图表 21: 主要税种税收季节性走势 .....	15
图表 22: 政府存款季节性走势 .....	15
图表 23: 美元指数与人民币即期汇率走势 .....	16
图表 24: CNH-CNY 价差走势 .....	16
图表 25: 大行、货基净融入规模 .....	17
图表 26: 货基净融入规模和大行净融入规模之比 .....	17
图表 27: 存单周度发行、偿还规模 .....	17
图表 28: 存单月度发行、偿还规模 .....	18
图表 29: 周度存单分期限发行规模 .....	18
图表 30: 周度存单加权发行期限 .....	19
图表 31: 周度存单分银行类型发行情况 .....	19
图表 32: 存单与 DR007 价差走势 .....	20
图表 33: 存单利率二级利率走势 .....	20
图表 34: 半年国股直贴利率 .....	20

---

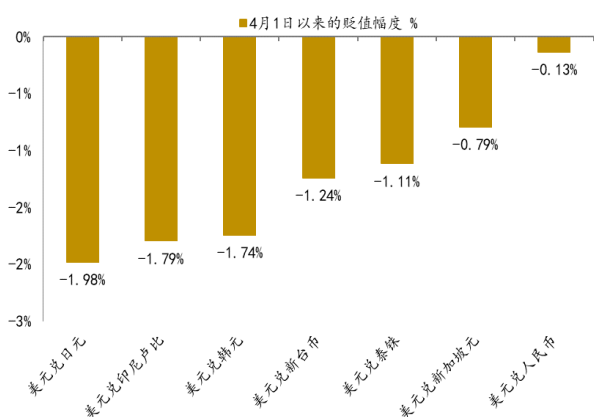
图表 35: 票据利率与存单价差走势 .....	20
图表 36: 二级资本债信用利差走势 .....	21
图表 37: 永续债信用利差走势 .....	21
图表 38: 二级资本债期限利差走势 .....	21
图表 39: 永续债期限利差走势 .....	21

## 1 债市观点：汇率压力会向资金传导吗？

### 1.1 境内资金面相对稳态或延续

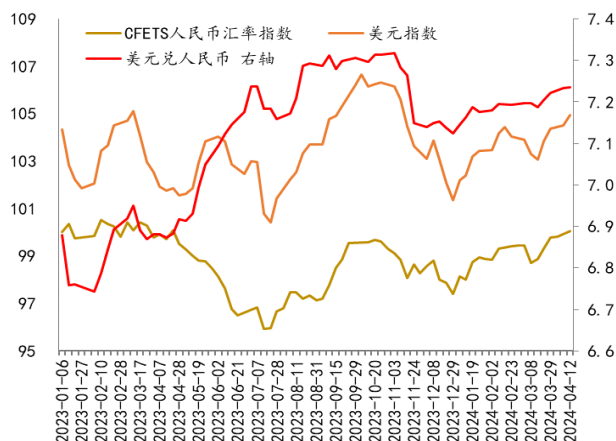
近期人民币汇率压力主要来自于外部。(1) 美联储降息预期有所反复，叠加日本等经济体货币政策的变动和地缘政治导致的避险情绪，美元指数持续走强，也带来亚洲主要经济体货币的贬值压力，其中日元和韩元等贬值压力较大，人民币4月初以来的仅微幅波动，相比变动最小。(2) 人民币变动幅度与CFETS波动较为一致，略小于美元指数的上行幅度，反映近期人民币变动是美元指数强势带来的，人民币相对于一揽子货币表现相对稳健。并且，当前国际收支环境和跨境资本流动相对平稳，中国央行总量宽松操作自1月份降准之后，再无其他操作，人民币所面临的内部压力并未明显增加，更多是美元指数强势带来。

图表1：亚洲主要货币贬值，人民币相对稳健



资料来源：Wind，中邮证券研究所

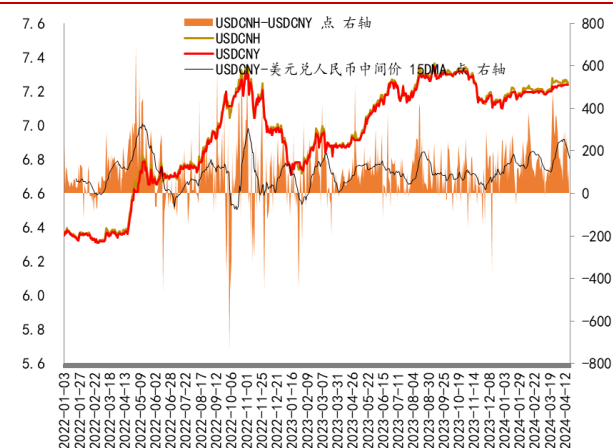
图表2：人民币近期的波动主要与美元指数的强势有关



资料来源：Wind，中邮证券研究所

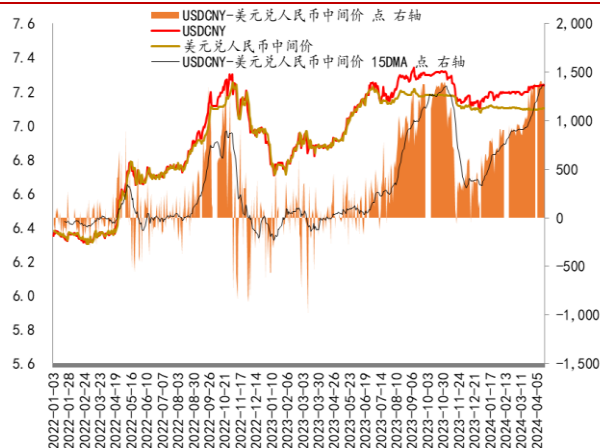
在岸汇率与中间价报价之间的价差趋势性放大，反映汇率调控压力的上升。观察近期汇率市场运行可以发现，近期离岸人民币汇率与在岸人民币汇率之间，价差明显出现上行，汇率波动压力在离岸汇率上表现更加明显。并且，在岸汇率与人民币中间价报价之间的价差，出现系统性放大，移动平均中枢处于历史性高位，与2023年四季度和2022年四季度水平大致一致，反映汇率调控压力的加大。与2023年四季度的情形有所差异，彼时正处于年中央行连续降准降息之后，人民币单边贬值压力加大，而当前并未落地总量宽松操作。

图表3: CNY 和 CNH 的价差有所上行



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表4: CNY 与中间价价差上行, 反映逆周期因子作用



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

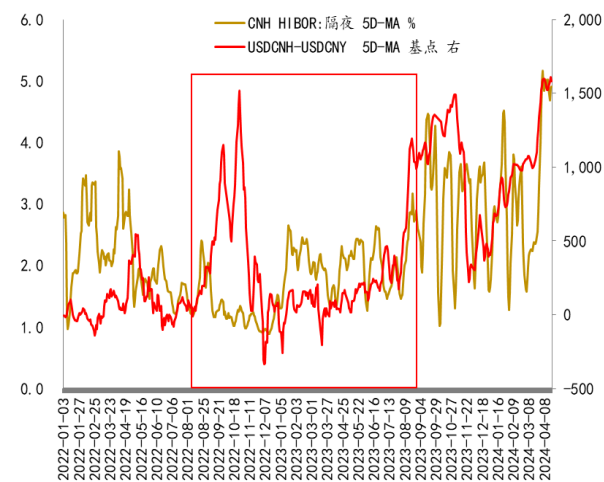
离岸人民币资金价格大幅攀升, 但向境内资金价格传导的概率偏低。(1) 离岸人民币资金价格与汇率压力密切相关。香港的离岸市场人民币资金价格受离岸人民币流动性影响, 央行通过离岸央票等工具进行调控。汇率贬值压力偏大的窗口, 离岸人民币资金价格趋于上行, 以提高离岸市场人民币的做空成本, 维护汇率市场的稳定。近期离岸人民币资金成本再次明显上行, 与汇率边际走势一致。

(2) 离岸市场资金价格与在岸市场资金价格出现过阶段性趋同, 目前出现较为明显的偏离, 在岸资金波动显著收窄, 离岸资金波动显著放大。2022 年四季度至 2023 年三季度, 境内和境外资金价格出现趋同走势, 其中 2023 年一季度两者的波动相似性最高, 但 2023 年一季度汇率处于相对稳态中, 并未出现明显变化, 而人民币汇率贬值在 2023 年下半年上升后, 两者波动仍具有相似性, 但离岸人民币资金价格波动明显大于在岸。依据数据波动所呈现的特征, 汇率处于相对稳态时, 离岸和在岸资金价格可能出现一定的波动相似性特征; 汇率贬值压力加大后, 离岸和在岸资金价格波动趋于脱节。这或与在岸和离岸人民币融资市场的体量差距有关, 境内资金价格仍相对隔离于汇率波动。故离岸资金价格可能受在岸资金价格和汇率波动两个因素驱动, 但在岸资金价格相对独立于离岸资金价格。

总结来看, 境内资金价格或维持相对平稳的运行态势, 汇率压力可能对总量宽松操作产生影响, 但进一步造成境内资金面收紧的概率不高。当前的汇率压力主要来自于外部, 而非国内基本面和货币政策操作所致, 当前波动也小于前期, 中国央行处于相对主动的位置。年初以来, 货币政策目标在“合理充裕”和“防止空转”+“汇率稳定”之间权衡, 资金价格持续在高于政策利率的位置平稳运

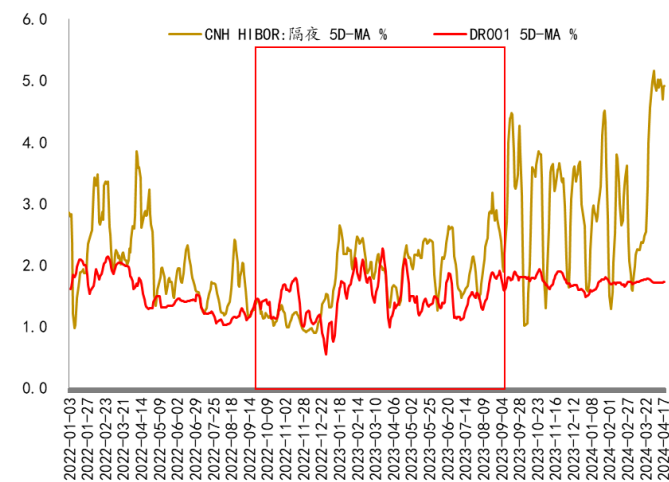
行，后续因汇率压力传导而收紧的概率不高，但汇率压力可能会迟滞总量宽松操作，特别是对价格型工具的限制，使得当前资金面的状态在更长时间延续。

图表5：汇率压力与离岸资金成本近期同步上行



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：境内稳、离岸升，境内和离岸资金价格明显背离



资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 1.2 国新办记者会：再次关注名义利率水平

国新办 2024 年 4 月 18 日举行新闻发布会，央行政策层就 2024 年一季度金融运行和外汇收支情况做出说明，并答记者问。季中月份的央行记者会是惯例性的，也是货币政策引导预期的重要窗口。本次会议重点关注：

**第一，央行依然强调信贷投放的均衡，验证我们对于融资增速触底的判断。**本次记者会中，央行对于信贷投放明确提到“今年一季度贷款投放比例向历史平均水平回归，为未来三个季度的信贷增长留足空间”，这意味着在经历一季度的高基数之后，后续三个季度，特别是二季度和三季度，新增信贷规模增长存在充足空间，信贷增速等融资周期指标在 3 月份触底之后，后续进一步下行概率偏低，或维持震荡状态。

**第二，“资金空转”更多指实体资金，而非银行间市场。**央行政策层对于政府工作报告中“避免资金沉淀空转”的用意做出说明，即“部分企业借助自身优势地位，用低成本贷款融到的钱买理财、存定期，或转贷给别的企业，主业不赚钱，金融反而成了主要盈利来源，这就容易形成空转和资金沉淀，降低了资金使用效率”的现象。故这里所指“空转”问题，更多存在于企业端，需要重点关注

的领域或是票据套利、转贷、信贷资金监管等，而非市场所担心的银行间市场杠杆率等方向。

**第三，汇率依然是央行重点关注领域。**对于汇率波动，央行明确说明了“高度关注外汇市场形势变化”，措辞程度依然较高。如上文所述，近期汇率压力主要来自于外部，央行采取高度关注态度，并非直接指向对境内资金和短端价格的调控，相关指标也显示了汇率调控的压力，但“高度关注”的态度的确说明央行在各个目标之间权衡的取向，国内总量宽松操作或因此而迟滞，后续对于价格型工具的限制也相对更高。

**第四，央行对名义利率的水平依然关注。**3月末货政例会央行首次提出对于名义利率的关注，其后机构关注对农商行债券投资的指导，以及对政策行发债的指导。至今，央行再次提及名义利率问题，政策层的相关说法依然较为中性，即维持名义利率的合理水平，既提及维持名义利率偏低位置以巩固经济回升态势的一面，又提及防止利率过低的一面。但从政策言论的脉络来看，央行越来越多的提及利率过低危害的关注，预计不至于主动引导名义利率的回升，但名义利率的进一步下行或也受到一定程度的制约。

**图表7：国新办记者会对信贷投放、资金空转和名义利率等多个问题做出回应**

分项	具体内容
	信贷节奏平稳。2023年一季度金融机构贷款投放较快，去年下半年以来，我们在这个方面做了努力，加强引导信贷均衡投放，缓解金融机构“冲时点”现象。 <b>今年一季度贷款投放比例向历史平均水平回归，为未来三个季度的信贷增长留出空间。</b>
信贷投放	一季度的社会融资规模增长与今年的经济增长和价格水平预期目标基本匹配，特别是在去年高基数的基础上实现8.7%左右的增长，实际上是不低的。同时，今年人民银行更加注重引导金融机构信贷均衡增长，一季度新增社会融资规模虽然同比有所回落，但仍处于历史上比较高的水平，在稳固对实体经济支持的同时， <b>避免过度冲高导致后劲不足，有助于增强信贷增长的可持续性。</b>
资金空转	人民银行将按照中央金融工作会议部署， <b>保持信贷合理增长、节奏平稳，持续优化信贷结构，注重提升效能，切实加强重点领域和薄弱环节的优质金融服务。</b> <b>部分企业借助自身优势地位，用低成本贷款融到的钱买理财、存定期，或转贷给别的企业，主业不赚钱，金融反而成了主要盈利来源，这就容易形成空转和资金沉淀，降低了资金使用效率。</b> 为此，今年《政府工作报告》适时提出，要“避免资金沉淀空转”。
汇率	人民银行、外汇局将以我为主，兼顾内外均衡。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。既注重发挥市场在汇率形成中的决定性作用，也会继续综合施策、稳定预期， <b>高度关注外汇市场形势变化，坚决对顺周期行为予以纠偏，防止市场形成单边预期并自我强化，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。</b>
通胀和名义利率	人民银行将把 <b>维护价格稳定、推动价格温和回升</b> 作为把握货币政策的重要考量， <b>高度关注通胀指标特点与走势。</b> 考虑到当前物价处于低位主要是结构性的和阶段性的，所以还需要有更加深入地观察和分析。



对于物价和实际利率的情况，还是需要综合研判。前期一系列措施已经在见效，未来我们会结合经济回升态势、通胀走势以及转型升级的推进，继续密切观察。**既要根据物价变化与走势，将名义利率保持在合理水平，巩固经济回升向好的态势，也要充分考虑高质量发展需要等，避免削减结构调整动力，防止利率过低，内卷式竞争加剧或者资金空转，物价进一步降低，陷入负向循环。**

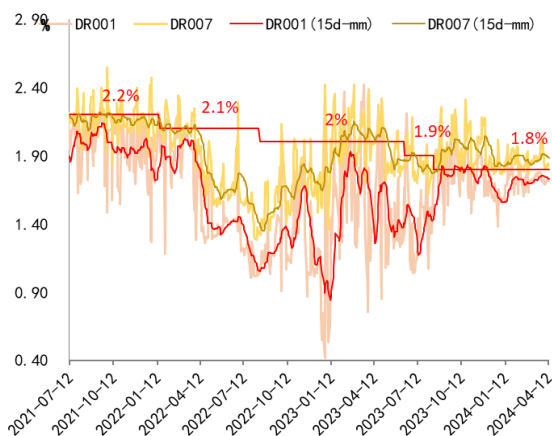
资料来源：央行，中邮证券研究所

## 2 资金面：税期维持宽松，资金分层持续缓解

### 2.1 资金价格：税期前后 R007 和 DR007 均有所上行，但仍处于历史同期低位

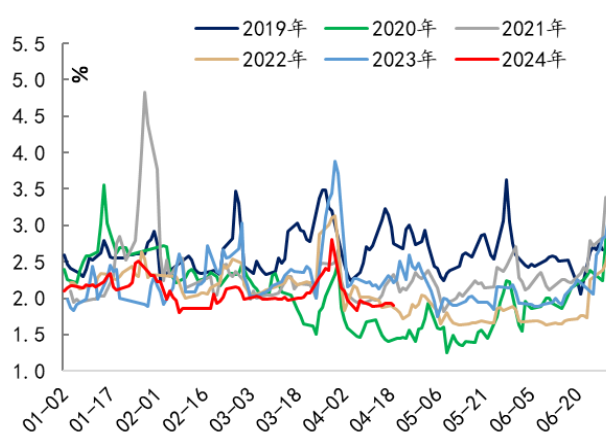
税期前后 R007 和 DR007 均有所上行，但资金面维持宽松，资金价格处于历史同期偏低位置。具体来看，上周（4月15日-4月19日）DR007 和 R007 均有所上行，其中 DR007 自上周五的 1.83% 上行 5BP 上行至周五的 1.88%，均值较 4 月第二周上行 1BP 至 1.84%；R007 先上后下，先自上周五的 1.89% 上行至周三的 1.93%，又下行至周五的 1.90%，均值较 4 月第二周上行 1BP 至 1.92%，整体仍处于历史同期偏低位置。DR001 整体上行，自上周五的 1.71% 上行 9BP 上行至周五的 1.80%，均值较 4 月第二周上行 3BP 至 1.75%。

图表8：DR001、DR007 走势图



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表9：R007 季节性走势图

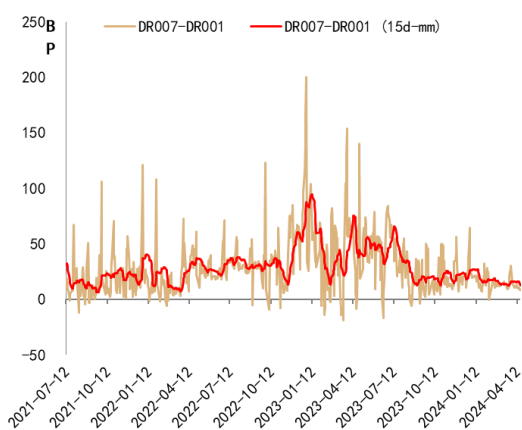


资料来源：iFind，中邮证券研究所

### 2.2 资金分层：资金分层延续缓解

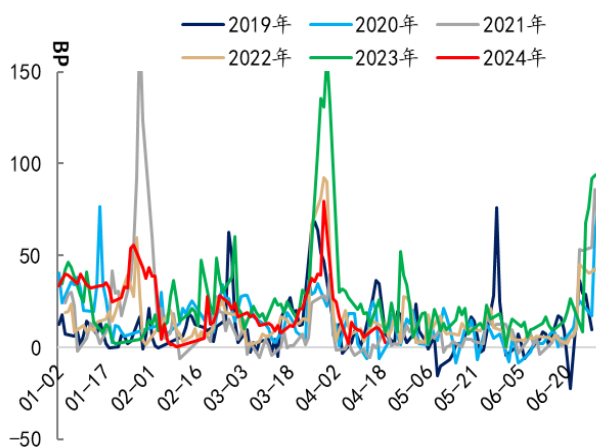
**资金分层延续缓解。**上周（4月15日-4月19日）R007与DR007利差自上周五的5.3BP先上行至周二的11.0BP，后震荡下行至周五的2.4BP，均值较4月第二周下行3.7BP至8.1BP，去年同期利差则在10-25BP左右，反映资金分层现象延续缓解。

图表10：DR007-DR001 价差走势图



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表11：R007-DR007 价差季节性走势图

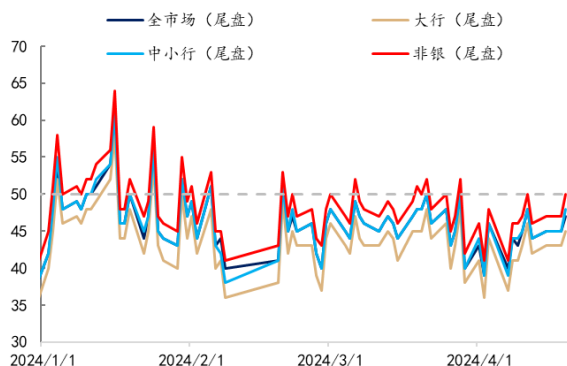


资料来源：iFind，中邮证券研究所

### 2.3 资金情绪：回升至历史同期偏高位置

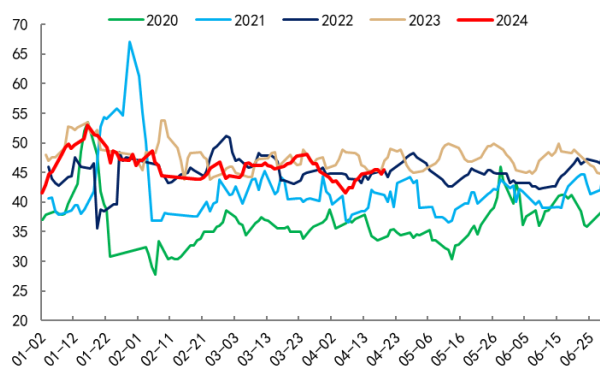
上周税期前后资金价格虽有所回升，但资金面整体维持宽松，资金分层压力也延续好转，对应银行间资金面情绪整体回升，当前已上行至历史同期偏高位置。

图表12：银行间分机构资金面情绪走势



资料来源：上海国际货币经纪，中邮证券研究所

图表13：银行间全市场资金面情绪 MA5 季节性走势



资料来源：上海国际货币经纪，中邮证券研究所

### 3 流动性跟踪：下周政府债净缴款额预计由正转负

#### 3.1 央行操作：上周净回笼资金 720 亿

##### 3.1.1 公开市场操作：上周净回笼资金 720 亿

上周（4月15日-4月19日）央行公开市场净回笼资金 720 亿，其中逆回购（7D）净回笼资金 20 亿，MLF（365D）净回笼资金 700 亿。上周（4月15-4月19日），周一至周五央行每日开展 20 亿元逆回购（7D）操作，上周资金合计投放 100 亿，央行投放相对克制，周一逆回购到期 40 亿，周二至周五每日均有 20 亿元逆回购到期，逆回购资金合计净回笼 20 亿。周一 MLF 投放资金 100 亿，周三 MLF 到期 1700 亿，MLF 合计净回笼 700 亿，整周央行公开市场操作合计净回笼资金 720 亿。

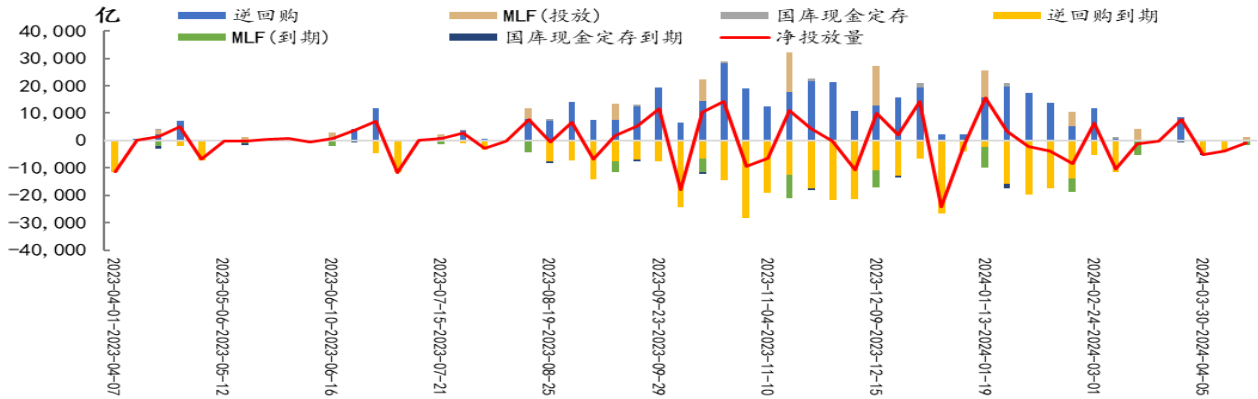
上周逆回购余额小幅回落至 100 亿，MLF 操作余额降至 71280 亿。下周逆回购合计到期 100 亿，考虑到下周临近跨月，公开市场操作投放量可能有所上升。

图表14：上周央行公开市场操作净回笼资金 720 亿，下周共有 100 亿逆回购到期，700 亿国库定存到期

日期	投放			到期			净投放（亿）
	名称	规模（亿）	利率（%）	名称	规模（亿）	利率（%）	
2024/4/15	逆回购7D	20	1.8	逆回购7D	-20	1.8	980
	MLF	1000	2.5	逆回购7D	-20	1.8	
2024/4/16	逆回购7D	20	1.8	逆回购7D	-20	1.8	0
2024/4/17	逆回购7D	20	1.8	逆回购7D	-20	1.8	-1700
				MLF	-1700	2.75	
2024/4/18	逆回购7D	20	1.8	逆回购7D	-20	1.8	0
2024/4/19	逆回购7D	20	1.8	逆回购7D	-20	1.8	0
合计		1100			-1820		-720
2024/4/22				逆回购7D	-20	1.8	
2024/4/23				逆回购7D	-20	1.8	
				国库定存3个月	-700	2.75	
2024/4/24				逆回购7D	-20	1.8	
2024/4/25				逆回购7D	-20	1.8	
2024/4/26				逆回购7D	-20	1.8	
合计					-800		

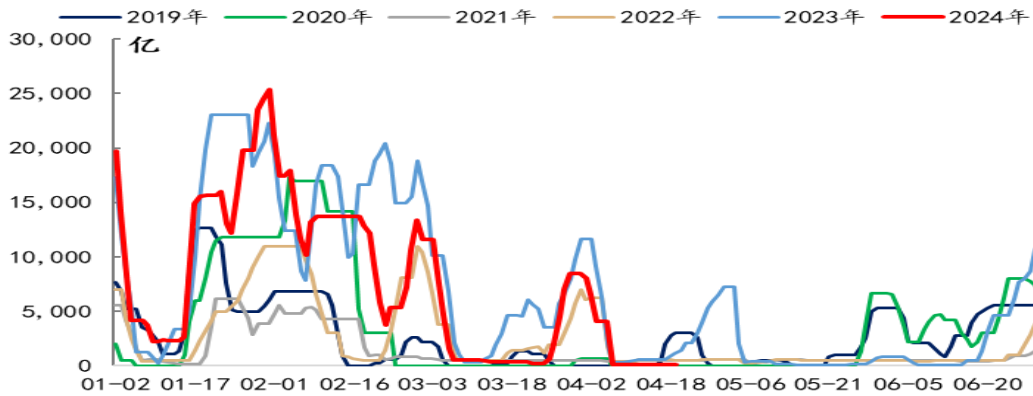
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表15：央行周度公开市场操作投放情况



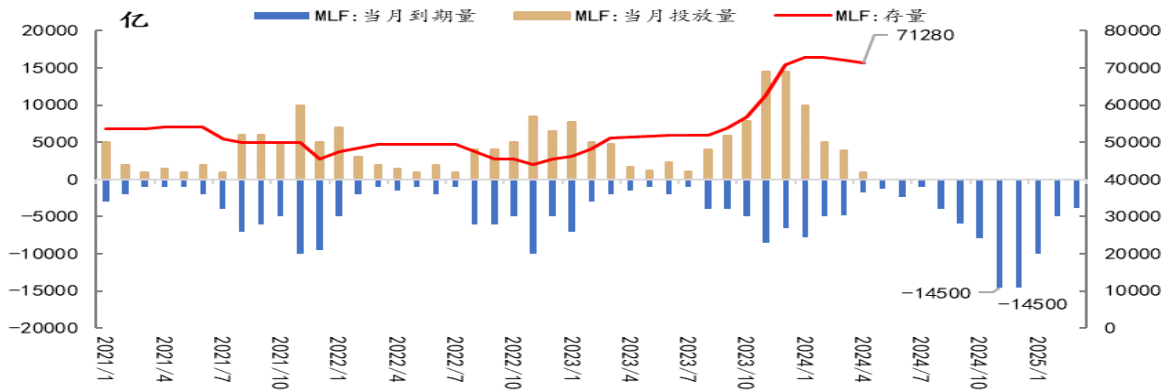
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表16：逆回购存量季节性走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表17：MLF 当月到期、投放及存量情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

### 3.1.2 周度货币政策跟踪：央行发文称将继续保持货币政策的稳健性，引导金融机构保持信贷均衡投放

图表18：周度货币政策跟踪

日期	部门	会议/报道	具体内容
2024/4/15	央行	2024年金融稳定工作会议	防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本性任务。金融稳定系统要持续深入贯彻中央经济工作会议和中央金融工作会议精神，做好2024年金融稳定工作。要继续按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针，把握好权和责、快和稳、防和灭的关系，持续有效防控化解重点领域风险。
2024/4/16	金融监管总局、工信部、国家发改委	《关于深化制造业金融服务助力推进新型工业化的通知》	银行业金融机构要单列制造业信贷计划，明确支持重点和任务目标，推动更多信贷资源支持制造业发展，持续提升制造业中长期贷款占比。加强对制造业信用信息的挖掘运用，增加信用贷款投放，降低对抵质押物的依赖。加大对制造业首贷户的支持，扩大金融服务覆盖面。
2024/4/16	国新办	2024年一季度国民经济运行情况新闻发布会	国家统计局副局长盛来运表示，判断CPI会在低位缓慢回升。这一轮PPI调整与我国阶段性结构调整、产业转型升级的大背景有关，PPI将会呈现降幅继续收窄、稳中有升的态势。随着经济回暖、大规模设备更新和消费品以旧换新行动政策落地、供给侧改革加大转型升级力度等，都会给相关产业带来积极影响；总的趋势看，PPI将会延续降幅收窄、回升向好这个趋势，跟中国经济发展的大势是相吻合的。
2024/4/18	国新办	2024年一季度金融运行和外汇收支情况新闻发布会	<p>今年一季度贷款投放比例向历史平均水平回归，为未来三个季度的信贷增长留足空间。前期出台的一系列货币政策措施正在逐步发挥作用，国民经济持续回升、开局良好，未来货币政策还有空间，将密切观察政策效果及经济恢复、目标实现情况，择机用好储备工具。</p> <p>今年以来国际金融市场动荡加剧，一些货币汇率波动有所加大。朱鹤新表示，人民币对美元汇率虽出现波动，但对一篮子货币事实上是保持稳定的，在稳定的基础上还有一定升值。人民币汇率保持基本稳定在宏观上和微观上都有坚实的基础。始终有信心、有条件、有能力维护外汇市场的稳定运行。</p> <p>对于M2余额突破300万亿元，央行货币政策司司长邹澜指出，这是过去多年金融支持实体经济发展的反映。谈及防范资金空转，邹澜表示，要避免资金沉淀空转，相关部门将加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，未来随着经济转型升级、有效需求恢复、社会预期改善，资金沉淀空转的现象也会缓解。当前庞大的货币总量增长可能放缓，数据上会有扰动，不宜简单做同期比较，但这并不意味着金融支持实体经济力度减少，真正需要资金的高效企业，反而会获得更多融资，是金融支持质效提升的体现。</p> <p>对于市场热议的实际利率，邹澜表示，对物价和实际利率的情况还是需要综合的研判，未来会结合经济回升态势、通胀的走势以及转型升级的推进，继续密切观察，既要根据物价变化与走势，将名义利率保持在合理水平，巩固经济回升向好的态势，也要充分考虑高质量发展需要等，避免削减结构调整动力，防止利率过低、内卷式竞争加剧或者资金空转，这样又造成物价进一步降低，相互之间陷入一个负向循环。</p>
2024/4/18	央行	人民日报	<p>近年来，人民银行注重实施好稳健的货币政策，保持货币信贷总量稳定增长。2023年末，社会融资规模存量同比增长9.5%，广义货币（M2）余额同比增长9.7%，人民币贷款余额同比增长10.6%，均明显高于名义经济增速，对实体经济的支持充分有力。</p> <p>未来，还将继续保持货币政策的稳健性，准确把握货币信贷供需规律和新特点，引导金融机构保持信贷均衡投放，增强贷款增长的稳定性和可持续性，拉长时间、跨越周期保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，以金融总量的合理适度增长支持实体经济平稳健康发展。</p>

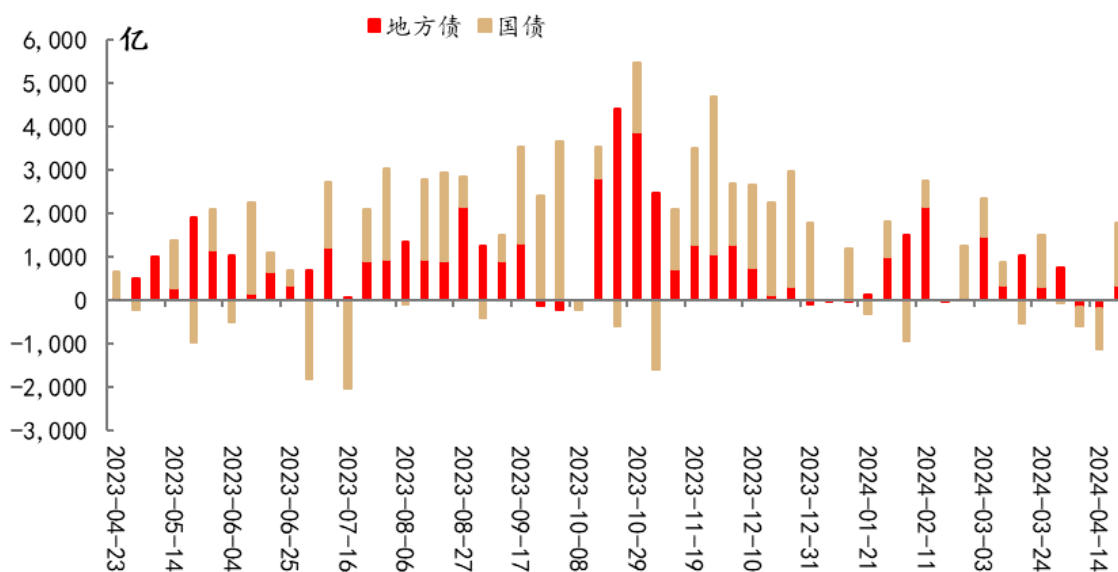
资料来源：央行、金融监管总局、国务院官网，中邮证券研究所

### 3.2 政府存款：下周净缴款额预计由正转负

上周政府债券净缴款 1790 亿，4 月累计净缴款 78 亿，下周净缴款额预计回落。上周（4 月 15 日-4 月 19 日）国债发行 1600 亿，地方债发行 749 亿，合计发行 2349 亿，国债到期 422 亿，地方债到期 366 亿，合计到期 788 亿，上周政府债合计净融资 1561 亿。上周国债缴款 1853 元，地方债缴款 725 亿，政府债合计缴款 2578 亿，合计净缴款 1790 亿，较之 4 月第二周（-1116 亿元）多缴 2907 亿。截至 4 月 21 日，4 月政府债累计缴款 9759 亿，累计净缴款 78 亿。

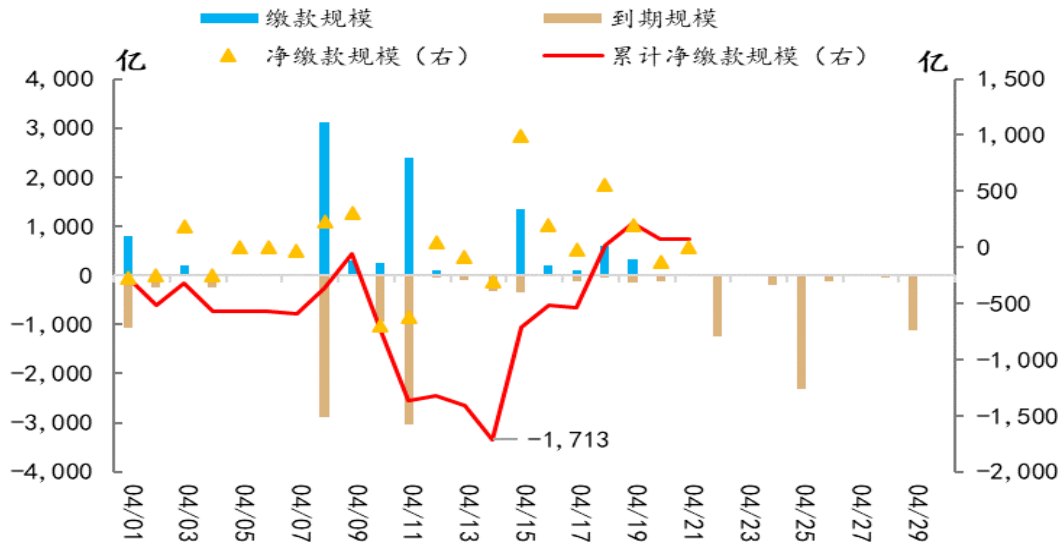
下周（4 月 22-28 日）国债和地方债计划发行 1975 亿，其中，国债 1250 亿元，地方债 725 亿元，合计到期 788 亿，合计净融资-1953 亿；从缴款情况来看，预计下周政府债合计缴款 3001 亿，合计净缴款-927 亿。

图表19：周度政府债净缴款情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

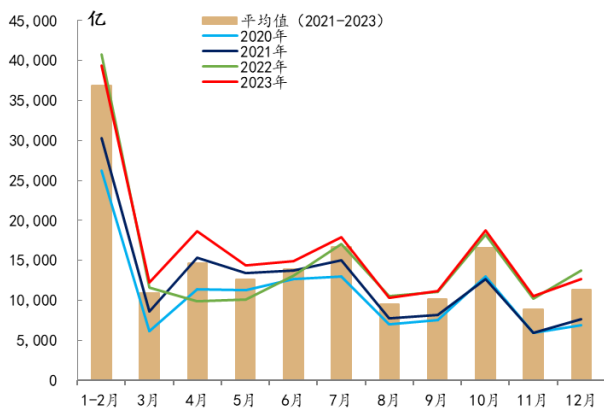
图表20：当月政府债累计缴款规模



资料来源：iFind，中邮证券研究所

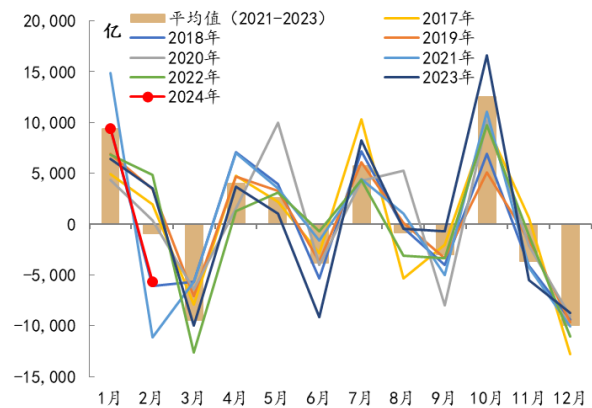
从缴税来看，历史上4月缴税规模季节性回升，本月主要税种申报截止日在18日。就主要税种缴税的季节性规律而言，4月缴税规模或在1.5万亿附近，税期规模较3月明显回升，需关注税期走款对于资金面的扰动。

图表21：主要税种税收季节性走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表22：政府存款季节性走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

### 3.3 汇率：美元指数和人民币汇率窄幅震荡，CNH-CNY 价差收窄

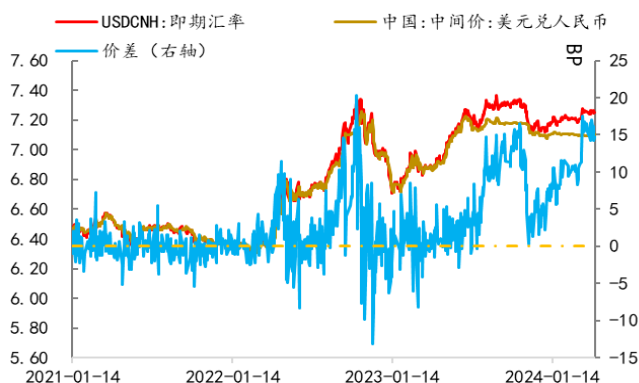
美元指数和人民币汇率窄幅震荡，CNH-CNY 价差收窄。上周（4月15-4月19日）美元指数基本在 106-106.5 点之间窄幅震荡，人民币即期汇率基本维持在 7.24 左右微幅震荡。CNH-CNY 价差震荡收窄，自上周五的 17.1BP 震荡下行周五的 14.6BP。

图表23：美元指数与人民币即期汇率走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表24：CNH-CNY 价差走势



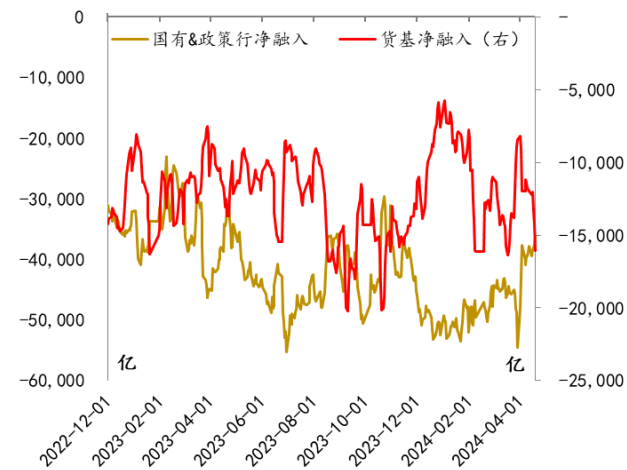
资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 4 机构行为：银行体系融出资金下降，货基净融出有所回升

上周（4月15日-4月19日）银行净融出余额明显回落，货基净融出有所回升。上周银行净融出余额日均 4.07 万亿，较 4 月第二周 4.25 万亿明显回落，其中大行和政策行净融出余额均值为 3.80 万亿，较 4 月第二周 3.94 万亿有所下降；股份行日均净融出余额较前一周 5872 亿回落至 5400 亿。上周货币基金净融出余额日均 1.36 万亿，较 4 月第二周 1.17 万亿有所回升。

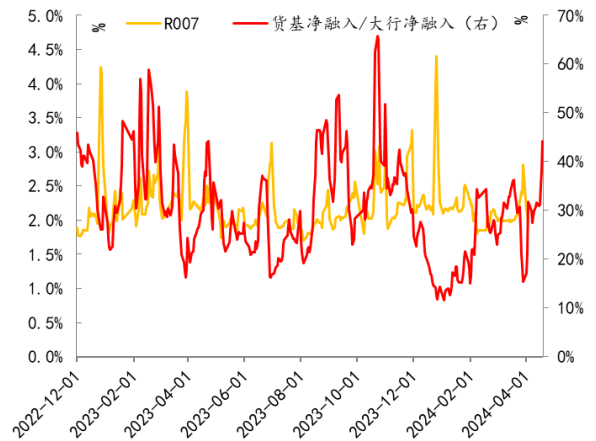


图表25：大行、货基净融入规模



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表26：货基净融入规模和大行净融入规模之比



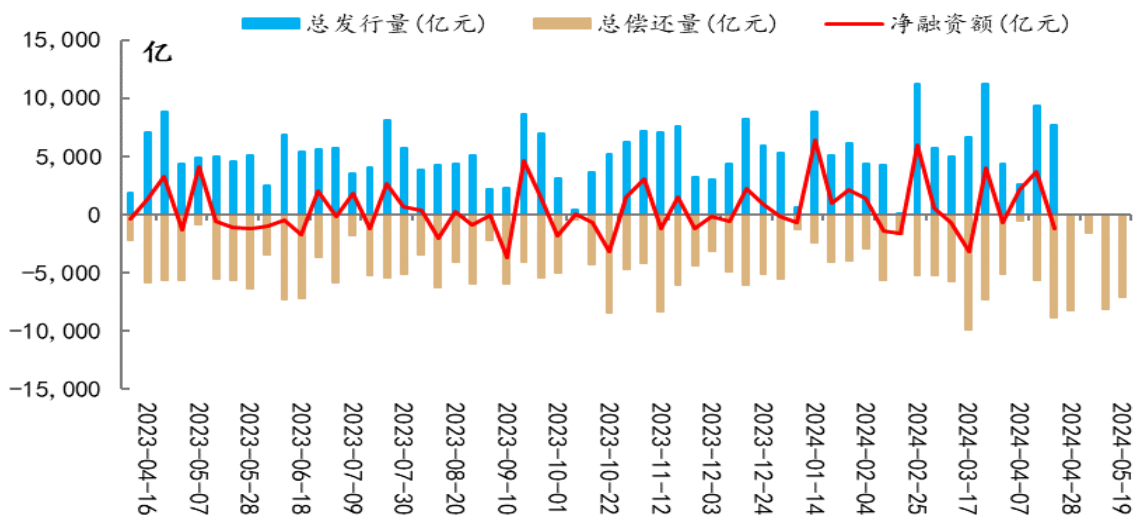
资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 5 同业存单：下周到期压力较大

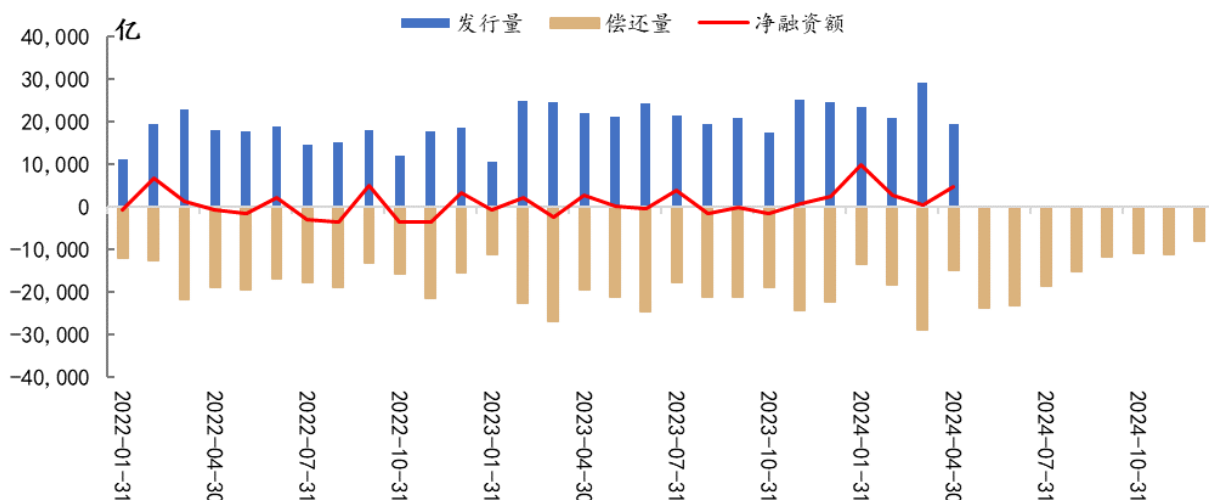
上周(4月15日-4月19日)同业存单共发行7644亿,较4月第二周的9305亿回落了1661亿,净融资-1190亿,较4月第二周的3724亿回落4914亿。截至4月21日,4月存单累计发行19587亿,累计净融资4649亿。

存单下周到期压力仍较大。4-6月存单全月到期规模均将维持在2.3-2.5万亿元左右,未来四周,同业存单分别到期8203亿、1537亿、8127亿和7072亿,未来存单仍将面临较大的到期压力。

图表27：存单周度发行、偿还规模

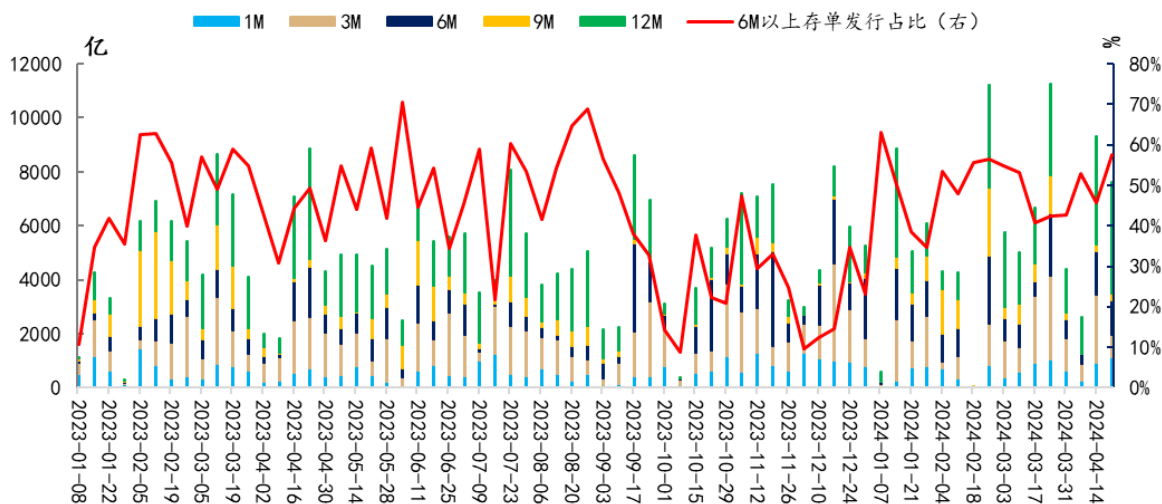


资料来源：iFind，中邮证券研究所

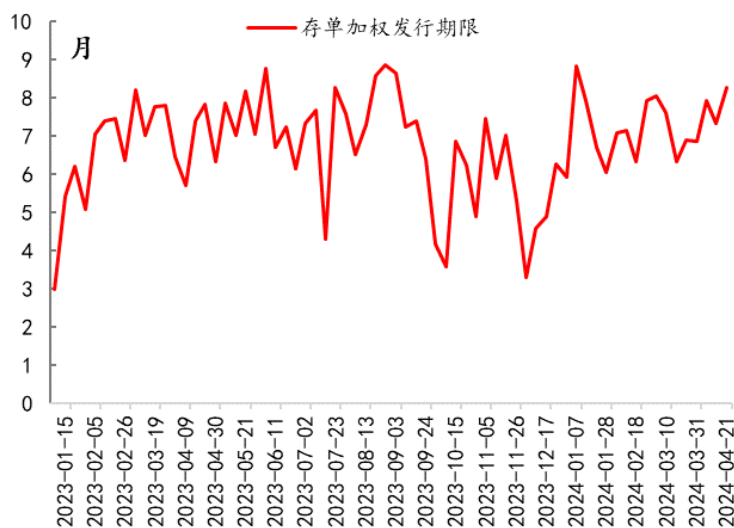
**图表28：存单月度发行、偿还规模**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

从期限结构上看，上周一年期存单发行占比较前值 45.7% 回升至 57.6%，带动上周存单加权发行期限回升至 8.3 个月（前一周为 7.4 个月）。

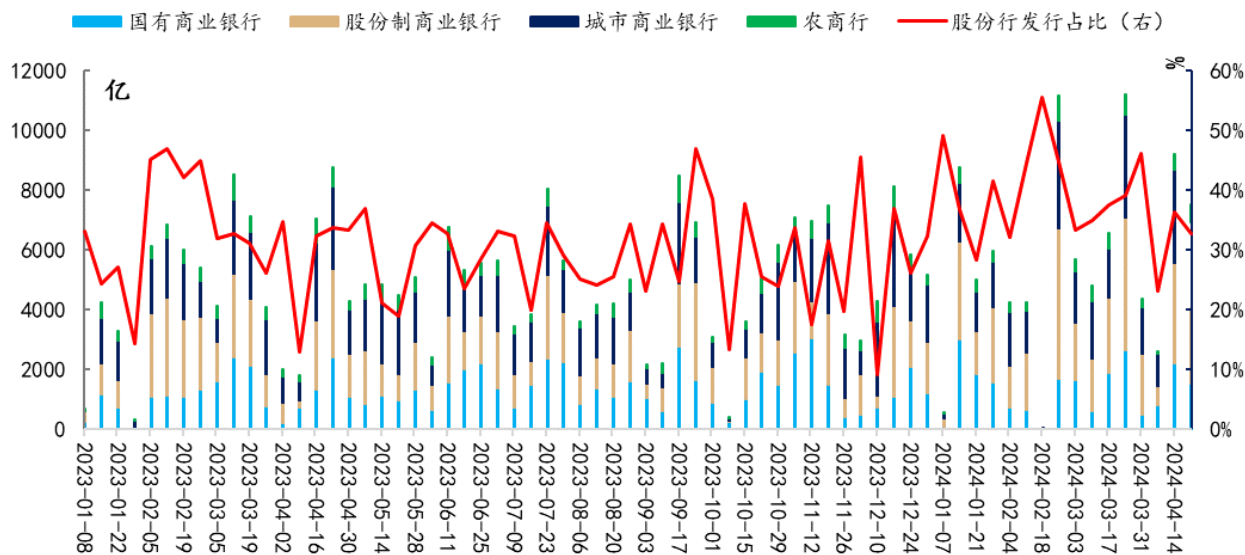
**图表29：周度存单分期限发行规模**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

**图表30：周度存单加权发行期限**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

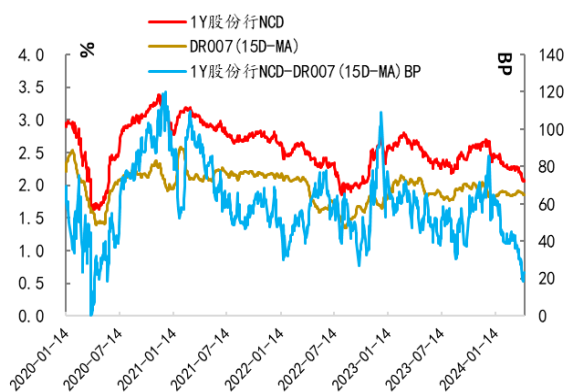
从发行银行属性来看，股份行、国有行、城商行和农商行分别发行 2501 亿、2909 亿、1537 亿和 596 亿，股份行发行占比自前一周的 36.3% 小幅降至 32.8%。

**图表31：周度存单分银行类型发行情况**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

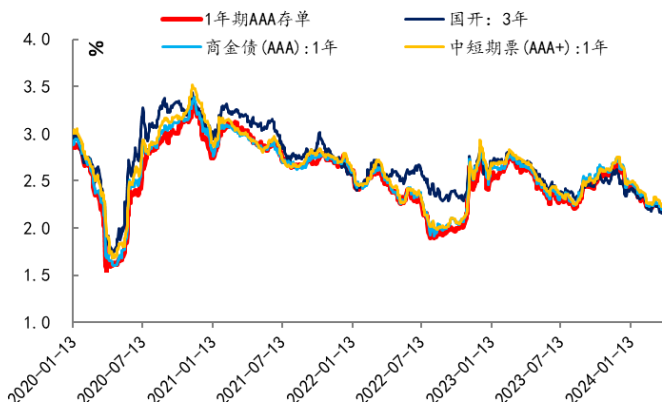
上周存单利率延续下行。从发行利率来看，股份行 1Y CD 发行利率自上周五的 2.14% 下行 5.8BP 至周五的 2.08%，与 R007 MA15 的利差也下行 3.2BP 至 23.2BP。二级市场方面，1 年期 AAA 存单收益率下行 4.3BP 至 2.04%。

图表32：存单与DR007价差走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表33：存单利率二级利率走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

上周（4月15日-4月19日）票据利率先下后上，6M 票据直贴利率自上周五震荡下行 9BP 至周四的 1.58%，周五又小幅回升至 1.60%。整体来看，4月初以来票据利率持续震荡下行，当前持续处于历史同期偏低位置，或反映4月信贷延续季节性下行。从与存单价差走势来看，周一至周四 6M 存单到期收益率-半年国股直贴利率价差较上周的 30BP 左右回升至 40BP 附近，周五又回落至 33BP。

图表34：半年国股直贴利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表35：票据利率与存单价差走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 6 二永债：利差收窄

上周(4月15日-4月19日)二永债信用利差延续收窄。其中,5Y和3Y AAA-二级资本债信用利差分别下行8.1BP、5.5BP至25.7BP和19.9BP;5Y和3Y AAA-永续债信用利差分别下行8.8BP、4.6BP至29.0BP和24.5BP。

图表36: 二级资本债信用利差走势



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

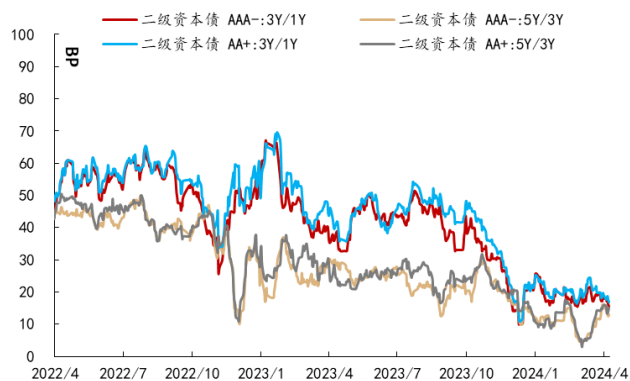
图表37: 永续债信用利差走势



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

上周(4月15日-4月19日)二永债期限利差整体收窄。其中,5Y/3Y期限利差收窄,AAA-和AA+二级资本债5Y/3Y期限利差分别收窄3.3BP、0.8BP至12.9BP和15.2BP,AAA-和AA+永续债5Y/3Y期限利差分别收窄4.9BP、3.9BP至11.6BP和12.6BP;3Y/1Y期限利差收窄,AAA-和AA+二级资本债3Y/1Y期限利差分别收窄2.4BP、2.2BP至15.5BP和16.7BP,AAA-和AA+永续债3Y/1Y期限利差分别收窄1.0BP、2.0BP至18.4BP和18.4BP。

图表38: 二级资本债期限利差走势



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表39: 永续债期限利差走势



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

## 7 风险提示

流动性超预期收紧。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048