



Research and
Development Center

大行融出下滑 存单供需弱化

—— 流动性与机构行为周度跟踪

2024 年 4 月 28 日

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮 箱: liyishuang@cindasc.com

证券研究报告

债券研究

专题报告

李一爽 固定收益首席分析师

执业编号: S1500520050002

联系电话: +86 18817583889

邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

大行融出下滑 存单供需弱化

2024年4月28日

- **货币市场:** 本周央行逆回购操作规模维持每日 20 亿元, 财政部周三开展 700 亿元 3M 期限国库现金定存操作, 全周流动性零投放。上半周资金面面临税期走款的扰动, 但流动性维持均衡态势, 周三开始在下旬缴款、机构资金加速跨月影响下, 资金利率有所抬升。
- 质押式回购成交规模周一后持续回落, 全周日均成交量下降 0.58 万亿至 6.36 万亿; 质押式回购余额 23 年 10 月以来首次降至 10 万亿以下。分机构来看, 大行净融出降至 2023 年 2 月以来的新低, 股份行、城商行净融出先升后降, 银行刚性净融出规模降幅持续扩大; 非银方面, 货币基金与理财产品逆回购较上周大幅抬升, 而主要非银机构正回购有所回落, 新口径资金缺口指数震荡上行, 周五升至 6267, 高于上周五的 4672。各类机构跨月进度处于近年同期最高水平, 且持续提速, 而这已剔除了 4 月 28 日为调休日带来非标准化融资的影响, 还是反映了市场情绪偏谨慎。
- 本周税期后大行融出仍在快速下降, 需要考虑这样的变化反映央行态度的可能。此外, 本周大行存单发行规模上升, 一级利率带动二级走高, 3 个月国库现金定存利率也明显上升, 这可能反映了前期禁止手工补息政策推出后部分大行负债面临流失压力。考虑短期央行态度可能尚无转松迹象, 5 月政府债供给也可能会增加, 不排除部分银行负债压力进一步显现, 使资产荒现象继续缓和的可能。下周逆回购到期规模降至 40 亿元, 政府债净融资由本周的 -1007 亿元上升至 221 亿元。尽管跨月临近, 且央行态度或在趋紧, 但考虑短期非银流动性仍然充裕, 以及机构资金跨月进度明显偏快, 我们预计月末资金面仍有望相对平稳, 但对跨月后资金面的不确定性仍需持续关注。
- **存单市场:** 本周 AAA 级 1 年期同业存单二级利率上行 7.0BP 至 2.11%。同业存单发行规模下降至 6992 亿元, 偿还规模降至 8269 亿元, 存单净偿还规模降至 1277 亿元。国有行、股份行、城商行、农商行净融资分别为 52 亿元、-1119 亿元、-177 亿元、7 亿元; 1Y 期存单发行占比下降 11pct 至 43%。下周存单到期规模约 1717 亿元, 较本周大幅下降 6552 亿元。城商行、国有行、股份行存单发行成功率均较上周回落, 而农商行略有回升, 各类银行存单发行成功率仍高于近一年均值水平。城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔。本周存单供需相对强弱指数震荡下行, 在下半周一级提价后仍未见改善, 周五收于 12.4%, 较 4 月 19 日下行 4.2pct, 处于需求偏弱区间。
- **票据利率:** 票据利率先降后升, 国股 3M、6M 期利率全周分别下行 1BP、4BP 至 1.54%、1.44%。
- **债券交易情绪跟踪:** 本周债券利率先下后上, 波动明显加大, 尤其是长端和超长端利率明显回调。分机构来看, 交易型机构整体对债券的增持规模大幅下降, 主要是基金和其他非银产品的增持规模收窄, 券商的减持规模扩大, 但其他机构转为增持; 配置型机构对债券的整体增持规模明显回升, 主要是农商行转为大幅增持债券, 保险和理财增持规模变化相对有限。但相对于 3 月债券市场调整时, 本周农商行整体净买入的力量仍然偏低, 在市场情绪偏弱的状态下后续配置盘能否如 3 月发力限制利率上行的幅度仍需观察。
- **风险因素:** 货币政策不及预期、资金面波动超预期。

目录

一、货币市场.....	4
1.1 货币资金面.....	4
1.2 同业存单.....	7
1.3 票据市场.....	9
二、债券交易情绪跟踪.....	10
风险因素.....	10

图目录

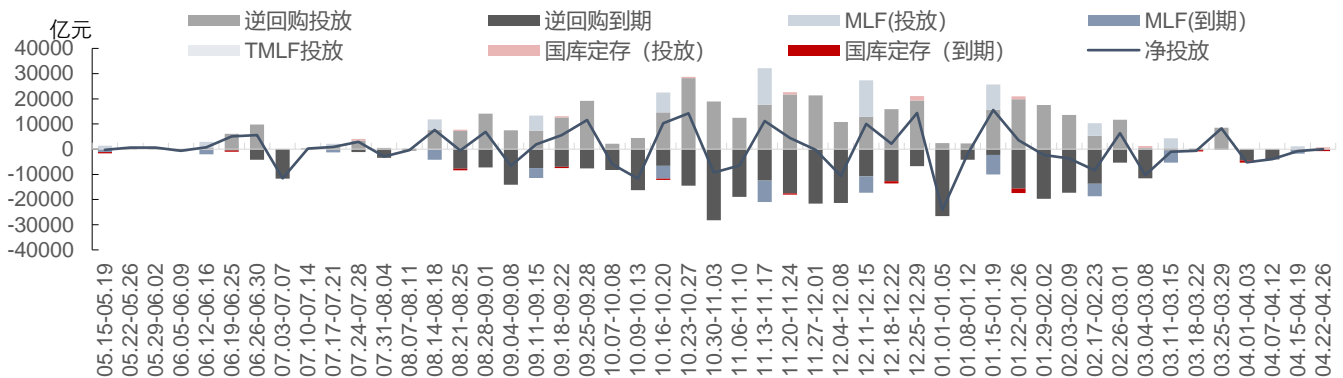
图 1: 公开市场操作投放与到期 (单位: 亿元).....	4
图 2: 资金利率表现 (单位: %、BP).....	4
图 3: 质押回购成交量走势 (单位: 亿元).....	4
图 4: 刚性资金缺口走势 (单位: 亿元; %).....	5
图 5: 资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势 (单位: 亿元; %).....	5
图 6: 4 月各机构资金跨月进度快于往年同期.....	5
图 7: 4 月其他非银资金跨月进度快于往年同期.....	5
图 8: 下周政府债缴款净额上升.....	6
图 9: 逆回购余额规模.....	6
图 10: SHIBOR 利率走势 (单位: %).....	7
图 11: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %).....	7
图 12: 分银行类型存单发行规模分布.....	8
图 13: 分银行类型存单到期规模分布.....	8
图 14: 分银行类型存单净融资规模分布.....	8
图 15: 存单发行规模期限分布.....	8
图 16: 各类型银行存单发行成功率.....	8
图 17: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔.....	8
图 18: 存单供需相对强弱指数.....	9
图 19: 分期限存单供需相对强弱指数.....	9
图 20: 国股转贴现票据利率走势.....	9

一、货币市场

1.1 货币资金面

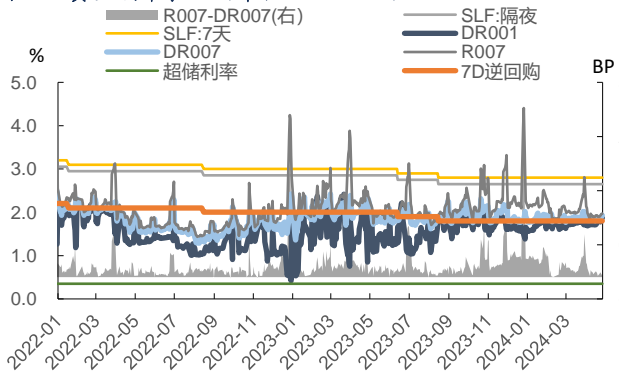
本周央行逆回购操作规模维持每日 20 亿元，财政部周三开展 700 亿元 3M 期限国库现金定存操作，全周流动性零投放。上半周资金面面临税期走款的扰动，但流动性维持均衡态势，周三开始在下旬缴款、机构资金加速跨月影响下，资金利率有所抬升。本周共有 100 亿逆回购和 700 亿国库现金定存到期，央行每日延续 20 亿元 7D 逆回购操作，财政部周三开展 3 个月国库现金定存操作 700 亿元，中标利率 2.95%、较前期 1 月上行 20BP，全周流动性零投放。上半周资金面面临税期走款的扰动，但流动性维持均衡态势，周三后在下旬缴款、机构资金加速跨月影响下，资金面略有收敛，DR007 上升至 1.92%。截至 4 月 26 日，R001、DR001、R007、DR007 分别较 4 月 19 日上升 1.3BP、7.5BP、6.6BP、5.4BP 至 1.88%、1.87%、1.97%、1.93%，R007-DR007 利差走阔 1.2BP 至 3.6BP。

图 1：公开市场操作投放与到期（单位：亿元）



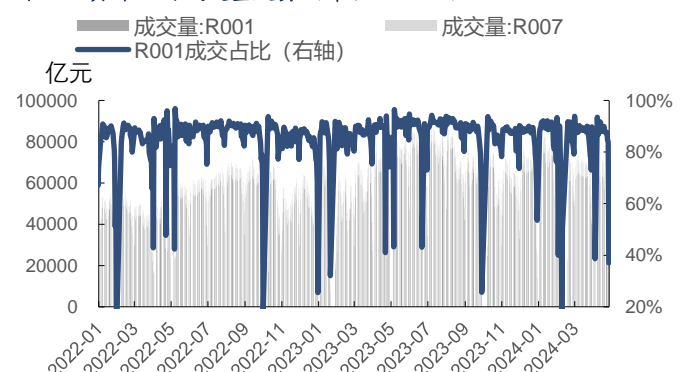
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：资金利率表现（单位：%、BP）



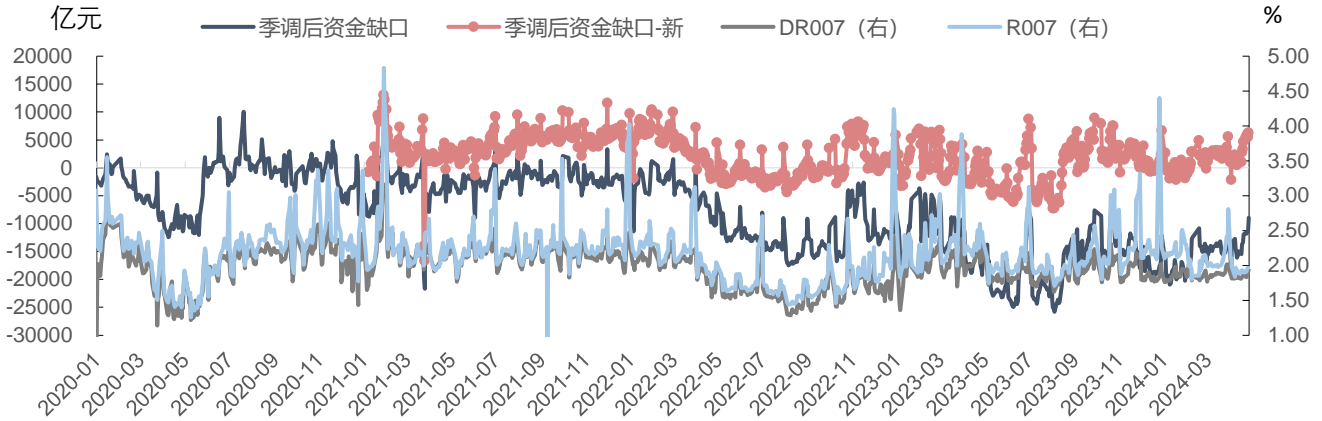
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：质押回购成交量走势（单位：亿元）

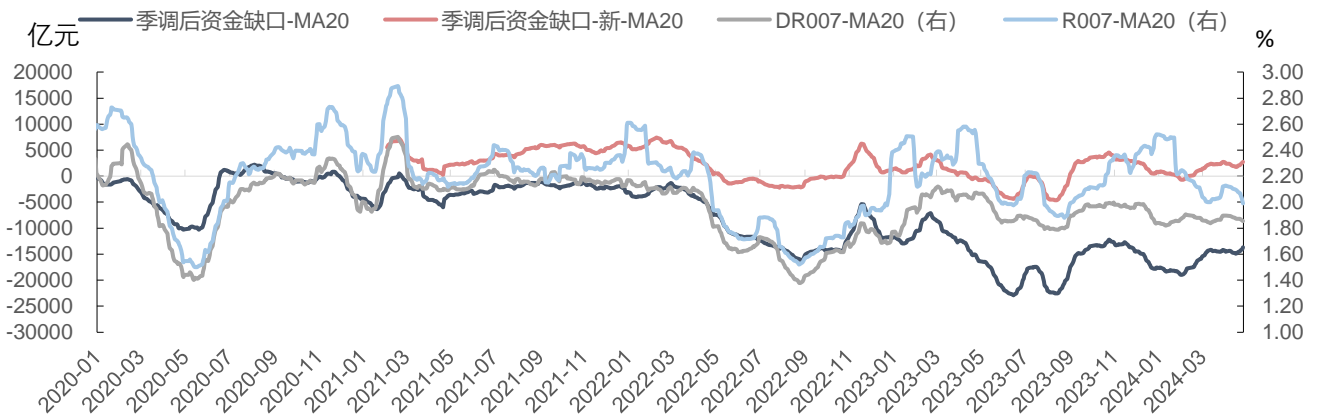


资料来源：万得，信达证券研发中心

质押式回购成交规模周一后持续回落，全周日均成交量下降 0.58 万亿至 6.36 万亿；质押式回购余额同样持续小幅下行，23 年 10 月以来首次降至 10 万亿以下。分机构来看，大行净融出降至 2023 年 2 月以来的新低，股份行、城商行净融出均先升后降，银行刚性净融出规模降幅持续扩大；非银方面，货币基金与理财产品逆回购较上周大幅抬升，而主要非银机构正回购有所回落，新口径资金缺口指数震荡上行，周五升至 6267，高于上周五的 4672。质押式回购成交规模在周一后持续回落，周五降至 5.72 万亿，全周日均成交规模降至 6.36 万亿，较上周下降约 0.58 万亿，而质押式回购余额也在持续小幅下行，2023 年 10 月以来首次降至 10 万亿以下。分机构来看，大行净融出规模持续回落，降至 2023 年 2 月以来的新低，股份行与城商行净融出均先升后降，银行整体刚性净融出规模降幅持续扩大；非银方面，货币基金与理财产品逆回购周一下降，周二后持续增加，整体规模较上周明显抬升，而基金、券商和以理财为代表的其他非银机构正回购上半周小幅回升，周四后快速下降，整体规模较上周有所回落。我们跟踪的新口径资金缺口指数延续上行态势，周五收于 6267，高于上周五的 4672，已经高于中性水平。

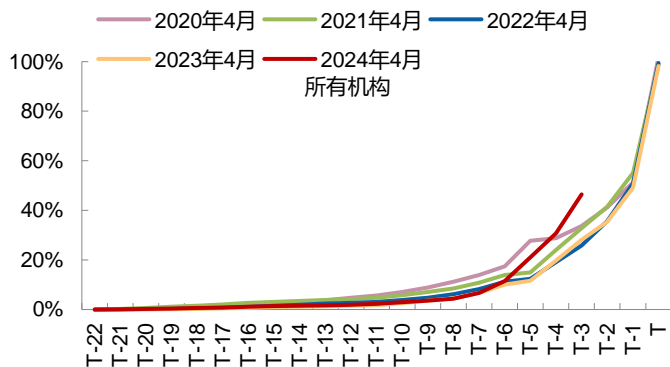
图 4：刚性资金缺口走势（单位：亿元；%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

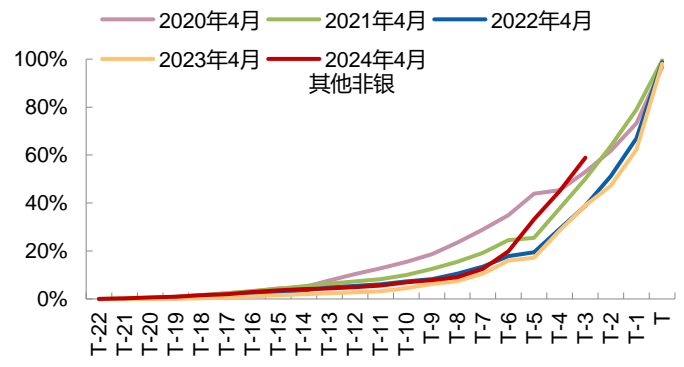
图 5：资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势（单位：亿元；%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

各类机构跨月进度较快，处于近年同期最高水平，且进度持续提速，而这已剔除了 4 月 28 日为调休日带来非标准化期限增多的影响，还是反映了市场情绪偏谨慎。截至 4 月 26 日，机构资金跨月进度 46.5%，处于近年同期最高水平，高于 20-23 年同期均值 16.4pct，且在持续提速，而这已剔除了 4 月 28 日为调休日带来非标准化期限增多的影响，还是反映了市场情绪偏谨慎。分机构来看，基金公司、股份行、证券公司、其他非银、城商行、农商行跨月进度分别高于 20-23 年同期 22.7pct、15.6pct、14.6pct、13.8pct、8.6pct、6.7pct。

图 6：4 月各机构资金跨月进度快于往年同期


资料来源：万得，信达证券研发中心

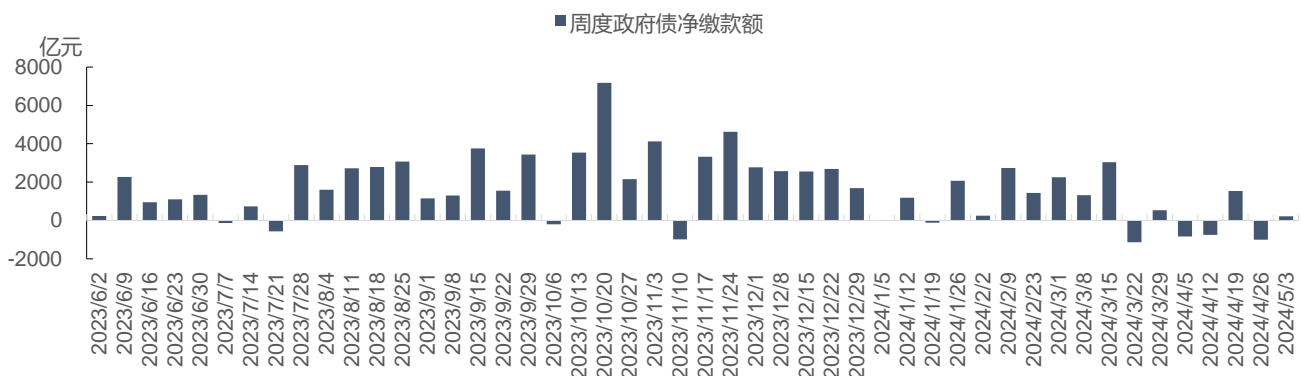
图 7：4 月其他非银资金跨月进度快于往年同期


资料来源：万得，信达证券研发中心

本周税期后大行融出仍在快速下降，需要考虑这样的变化反映央行态度的可能。此外，本周大行存单发行规模上升，一级利率带动二级走高，3个月国库现金定存利率也明显上升，这可能反映了前期禁止手工补息政策推出后部分大行负债面临流失压力。考虑短期央行态度可能尚无转松迹象，5月政府债供给也可能会增加，不排除部分银行负债压力进一步显现，使资产荒现象进一步缓和的可能。我们在上周已经提示关注大行融出回落以及资金缺口指数上升可能带来的风险。而本周税期已经过去，但大行净融出仍在持续下降，且已降至2023年2月以来的低点，这样的变化已经很难用外生因素来解释，可能还是反映了货币政策取向的一些调整。另一方面，本周大行存单的发行规模明显上升，存单一级发行利率带动二级走高，而周三3个月国库现金定存利率也从1月的2.75%上升到了2.95%，这些现象也反映出前期市场讨论的资产荒现象可能更多是结构性的。尽管今年以来大行存款增速的降幅要小于中小行，但在前期“禁止手工补息”的措施推出后，在理财、保险等机构现金类资产配置从银行存款转移，可能也会对部分大行的负债造成一定的影响。考虑央行态度短期可能并没有转松的迹象，后续5月政府债供给规模也可能会明显增大，不排除部分银行负债压力进一步显现，使资产荒现象进一步缓和的可能。

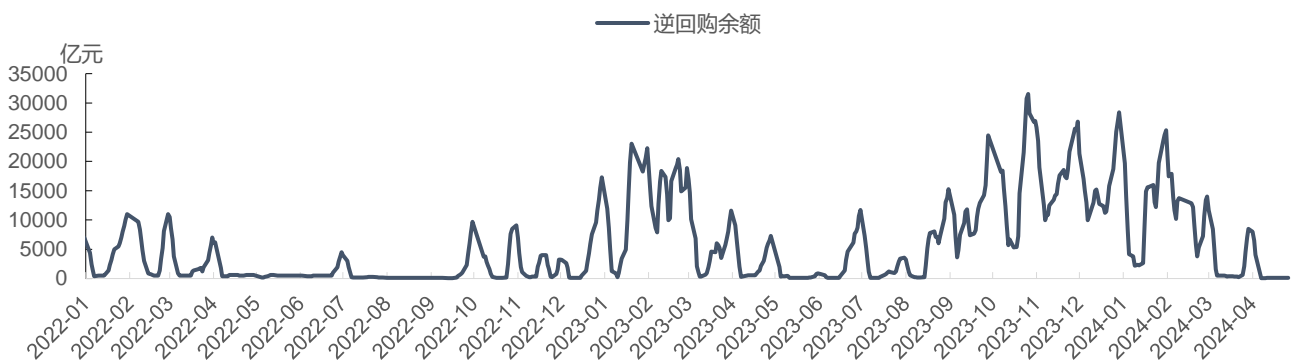
下周逆回购到期规模降至40亿元，政府债净融资由本周的-1007亿元上升至221亿元。尽管跨月临近，且央行态度似乎有所趋紧，但考虑短期非银流动性仍然相对充裕，以及本月机构资金跨月进度明显偏快，我们预计月末资金面仍然有望维持相对平稳，但对跨月后资金面的不确定性仍需持续关注。下周逆回购到期规模下降至40亿元；下周国债累计缴款规模780亿元，其中周一91D贴现国债500亿元缴款，周二30年期付息国债280亿元缴款；地方债方面，下周山西、江西、山西、大连4个地区地方债计划缴款规模604.5亿元，其中江西、山西2个地区共有266.7亿元新增专项债缴款，政府债缴款规模下降至1384.5亿元，而由于到期规模降幅更大，净缴款规模由本周的-1007亿元上升至221亿元，且主要集中在周二。节前仅剩余两个交易日，尽管跨月时点临近，且央行态度似乎有所趋紧，但考虑短期非银流动性仍然相对充裕，以及本月机构资金跨月进度明显偏快，我们预计月末资金面仍然有望维持相对平稳，但对跨月后资金面的不确定性仍需持续关注。

图 8：下周政府债缴款净额上升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：逆回购余额规模



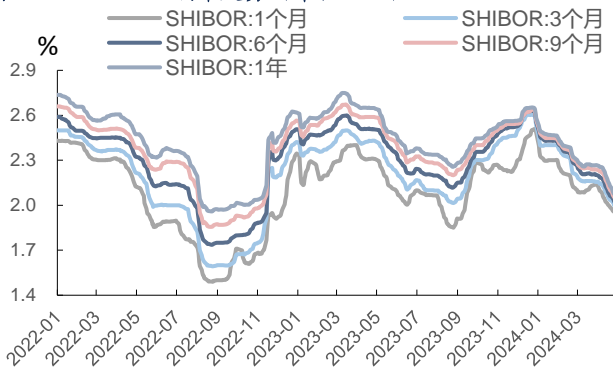
资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 同业存单

本周 1Y 期 Shibor 利率下行 4.7BP 至 2.08%。截至 4 月 26 日，1M、3M、6M、9M、1Y 期 Shibor 利率分别较 4 月 19 日下行 3.7BP、4.2BP、4.5BP、5.2BP、4.7BP 至 1.95%、1.99%、2.02%、2.05%、2.08%。

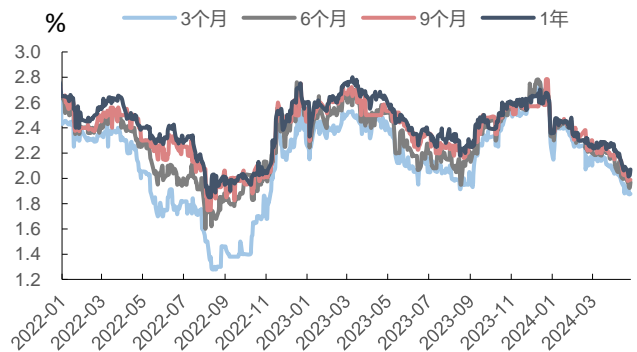
本周 1 年期股份行存单发行利率下行 0.9BP 至 2.07%，AAA 级 1 年期同业存单二级利率上行 7.0BP 至 2.11%。本周 3M、6M、9M、1Y 期股份行存单发行利率分别较 4 月 19 日下行 5.3BP、3.3BP、5.2BP、0.9BP 至 1.88%、1.97%、1.99%、2.07%。AAA 级 1 年期存单到期收益率上行 7.0BP 至 2.11%。

图 10: SHIBOR 利率走势 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

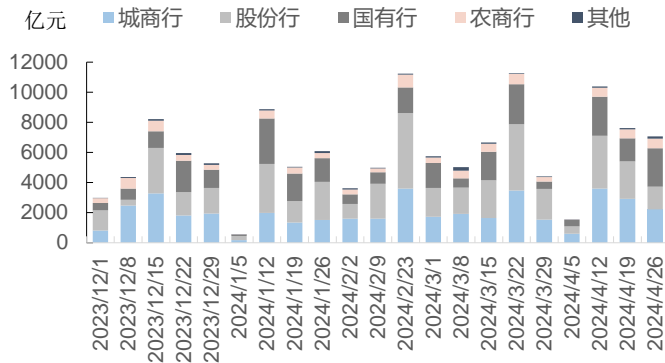
图 11: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)



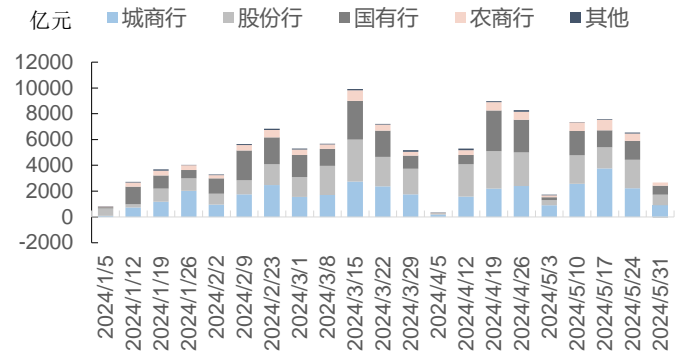
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

本周同业存单发行规模下降至 6992 亿元，偿还规模降至 8269 亿元，存单净偿还规模降至 1277 亿元。国有行、股份行、城商行、农商行净融资分别为 52 亿元、-1119 亿元、-177 亿元、7 亿元；1Y 期存单发行占比下降 11pct 至 43%。本周同业存单发行规模较上周下降 625 亿元至 6992 亿元，偿还规模下降 713 亿元至 8269 亿元，当周存单净偿还规模下降至 1277 亿元（上周为净偿还 1365 亿元）。分银行类型来看，股份行、城商行存单发行规模较上周下降 990 亿元、700 亿元，而国有行、农商行存单发行规模较上周上升 1023 亿元、48 亿元；从净融资分布来看，股份行、城商行存单分别净偿还 1119 亿元、177 亿元，而国有行、农商行存单分别净融资 52 亿元、7 亿元。本周 1Y 期存单发行占比较上周下降 11pct 至 43%。下周存单到期规模约 1717 亿元，较本周大幅下降 6552 亿元。

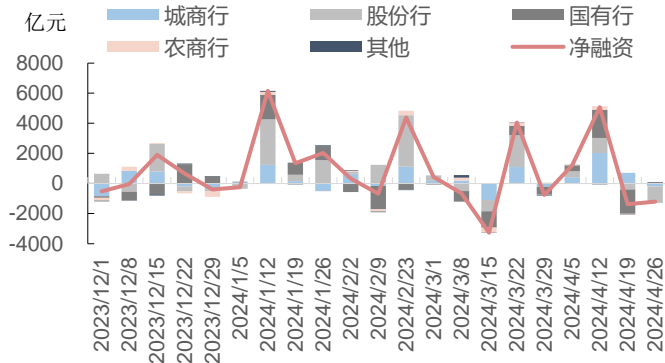
城商行、国有行、股份行存单发行成功率均较上周回落，而农商行略有回升，各类银行存单发行成功率仍高于近一年均值水平。城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔。截至 4 月 26 日，城商行、国有行、股份行存单发行成功率分别较上周下行 5.9pct、1.9pct、1.1pct，农商行存单发行成功率较上周上行 0.3pct，各类银行存单发行成功率仍高于近一年均值水平。城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔 0.3BP 至 15.7BP，位于 2018 年以来 14%分位数水平。

图 12: 分银行类型存单发行规模分布


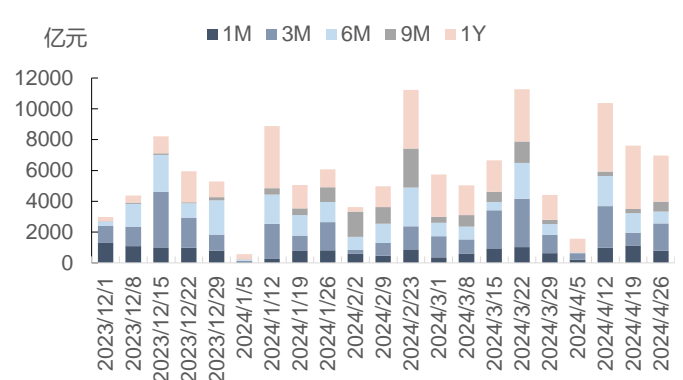
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 分银行类型存单到期规模分布


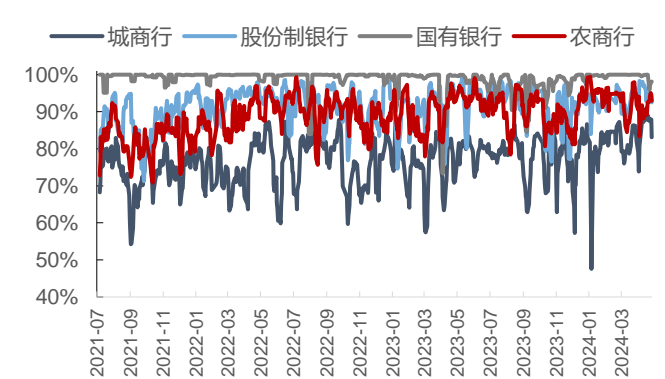
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 分银行类型存单净融资规模分布


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 存单发行规模期限分布


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 16: 各类型银行存单发行成功率


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

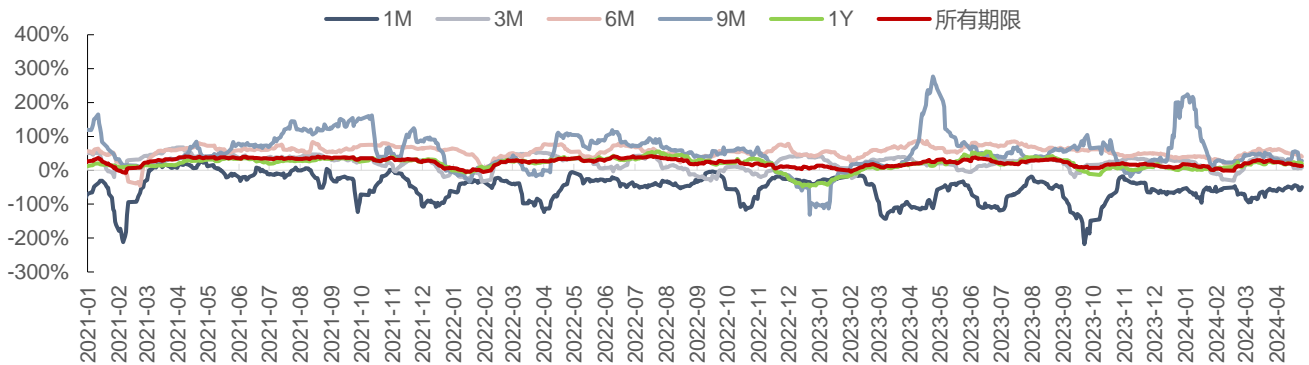
图 17: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅走阔


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

本周存单供需相对强弱指数震荡下行, 在下半周一级提价后仍未见改善, 周五收于 12.4%, 较 4 月 19 日下行 4.2pct, 处于需求偏弱区间。尽管基金公司在一级二级市场净买入存单的规模小幅上升, 但股份行净买入存单规模创下 23 年以来单周新高, 货币基金、理财产品和其他产品净买入存单规模均大幅下降, 存单供需强弱指数震荡回落, 尤其是下半周存单已明显提价的状态下指数仍未见改善, 周五收于 12.4%, 较 4 月 19 日下行 4.2pct, 显示非银需求进一步走弱。从分期限的强弱指数来看, 3M 期限品种的供需指数基本持平上周, 而其余期限品种的供需指数均回落。

图 18: 存单供需相对强弱指数

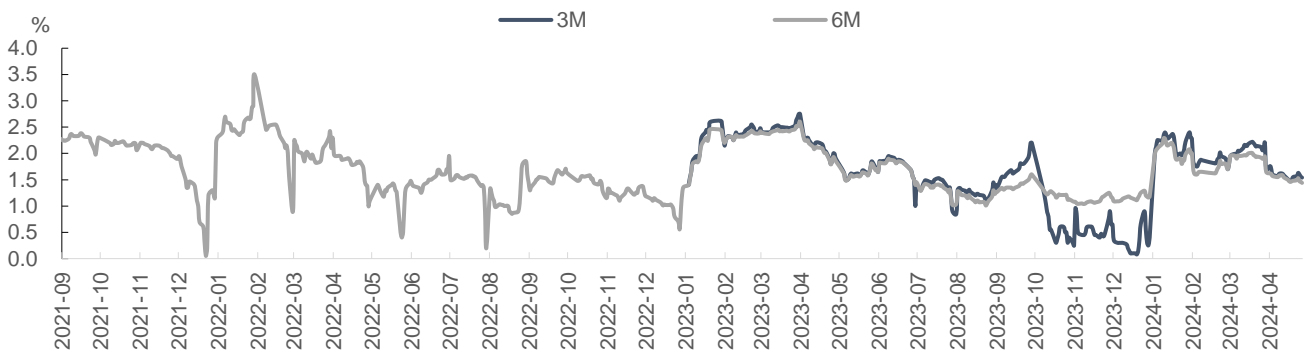

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 分期限存单供需相对强弱指数


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.3 票据市场

本周票据利率先降后升, 国股 3M、6M 期利率全周分别下行 1BP、4BP 至 1.54%、1.44%。周一周二, 一级市场供给维持强劲, 而买盘配置节奏有所放缓, 票据利率延续回升态势; 周三之后, 随着月末买盘收票需求逐步释放, 卖盘降价出票, 票据利率转为回落。截至 4 月 26 日, 国股 3M、6M 期利率分别较 4 月 19 日下行 1BP、4BP 至 1.54%、1.44%。

图 20: 国股转贴现票据利率走势


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、债券交易情绪跟踪

本周债券利率先下后上，波动明显加大，尤其是长端和超长端利率明显回调。分机构来看，交易型机构整体对债券的增持规模大幅下降，主要是基金和其他非银产品的增持规模收窄，券商的减持规模扩大，但其他机构转为增持；配置型机构对债券的整体增持规模明显回升，主要是农商行转为大幅增持债券，保险和理财增持规模变化相对有限。但相对于 3 月债券市场调整时，本周农商行整体净买入的力量仍然偏低，在市场情绪偏弱的状态下后续配置盘能否如 3 月发力限制利率上行的幅度仍需观察。

风险因素

货币政策不及预期、资金面波动超预期

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，9年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在国内外宏观、大类资产配置以及流动性方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究2016年第一名、2017年第四名。

朱金保，复旦大学金融硕士，曾供职于资管机构从事信评工作。

沈扬，华东理工大学硕士，曾供职于中泰证券从事宏观利率研究工作。

张弛，复旦大学硕士，曾供职于资管类机构从事市场营销和研究相关工作。

芦静，南开大学金融硕士，曾供职于评级机构、资管机构、方正证券从事信用研究工作。

李劲锋，复旦大学金融学博士，1年房地产行业研究经验。

赵雪成，上海财经大学金融硕士，1年信评研究经验。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在地市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。