



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

《交易所国债“过山车”怎么看？
20240514》 - 2024.05.23

固收点评

非银流动性宽松会一直持续吗？

——流动性周报 20240527

- **资金表现：非银宽松、资金分层消失，目前还在持续**
5月以来资金面延续宽松，资金分层持续压缩。资金宽松主要体现在分层缓解，R007-DR007利差下行至趋近0bp，银行间资金加权价格中枢并未显著下行，DR007基本维持在1.8%的政策利率中枢附近，且隔夜价格不算太低，DR001中枢继续维持在1.75%左右。
大行净融出低位震荡，货基、理财净融出维持高位，资金面自发性宽松的状态主要来自于充裕的非银流动性。4月以来银行融出持续走低，而货基、理财净融出量明显增加。从需求来看，4月下旬后非银机构加杠杆意愿并不高，4月以来非银杠杆率持续压降。
- **历史对比：宽松因负债压力回归和杠杆需求回升而改变**
2021年2-6月，同样出现过非银宽松，资金分层缓解的情景。2021年上半年与当前有一定的相似之处，均出现存款增速的回落但贷款需求疲软，债市杠杆需求不高，非银驱动流动性宽松的情景。
宽松因负债压力回归和杠杆需求回升而改变。贷款增速下行斜率放缓，存款增速触底，非银存款高增现象告一段落，大行融出逐渐恢复，非银融出占比逐渐回落；随着货币政策重新进入宽松周期，债市杠杆融资需求开始回升，非银融出逐步回落，资金中枢自前期明显低于政策利率回归到政策利率附近。
- **银行存款：今年季末冲量压力或减弱，但并非完全消失**
半年末银行均表现出较强的“冲存款”特征，今年季末冲量压力或减弱，但并非完全消失。随着近期统计方法和监管政策的调整，6月末银行来自存款的任务压力可能小于往年，但指标考核压力下，季末信贷或仍面临一定冲量压力，也将影响银行主动负债需求和资金面。
- **资金分层缓解具备有长期性，但需关注6月可能的波动**
资金分层缓解具备有长期性。手工补息整改等监管收紧具备长期性，银行“高息揽储”的手段将越来越少，存款利率和理财收益率的价格关系将被理顺，这也意味着存款回流银行表内欠缺收益驱动，融出结构改变和资金分层弱化具备长期性。
分层缓解并非意味着资金面平稳将一直持续，关注6月末波动因素的积累。(1)半年末存款冲量压力或比往年明显缓解，但季节时点考核仍将会带来一定的银行负债压力。(2)6月政府债净融资规模或超万亿，政府债供给主要吸收的也是大行流动性，进而加大资金面的波动。(3)期待降准的落地，但货币宽松也会带来杠杆融资需求的回升。
- **风险提示：**
流动性超预期收紧。

目录

1 非银流动性宽松会一直持续吗?	5
1.1 资金表现: 非银宽松、资金分层消失, 目前还在持续	5
1.2 历史对比: 宽松往往因负债压力回归和杠杆需求回升而改变	6
1.3 银行存款: 今年季末冲量压力或减弱, 但并非完全消失	7
1.4 资金分层缓解具备有长期性, 但也需关注 6 月可能的波动	9
2 资金面: 税期资金面扰动不大, 资金分层延续压缩	10
2.1 资金价格: 税期资金面扰动不大	10
2.2 资金分层: R007 和 DR007 再度倒挂	11
2.3 资金情绪: 资金情绪有所回落, 但仍处于历史同期偏高位置	11
3 流动性跟踪: 上周资金净投放为 680 亿, 下周有 100 亿逆回购到期	12
3.1 央行操作: 上周资金净投放 680 亿	12
3.1.1 公开市场操作: 上周资金净投放 680 亿	12
3.1.2 周度货币政策跟踪: 央行: 推动社会综合融资成本稳中有降	14
3.2 政府存款: 下周政府债净缴款预计明显回升	15
3.3 汇率: 美元指数小幅上行, 人民币汇率小幅震荡	17
4 机构行为: 大行净融出低位震荡, 货基净融出维持高位	18
5 同业存单: 上周存单发行规模破万亿	18
6 风险提示	22

图表目录

图表 1: DR007 基本维持在 1.8% 的政策利率中枢附近.....	5
图表 2: 当前 R007-DR007 利差已趋近于 0.....	5
图表 3: 大行净融出低位震荡, 货基理财净融出高位.....	6
图表 4: 4 月以来非银杠杆率持续压降至历史同期低位.....	6
图表 5: 2021 年 2-6 月流动性宽松亦源自非银.....	7
图表 6: 2021 年上半年 M2 和社融增速双双回落.....	7
图表 7: 6 月非银存款通常季节性明显回落.....	8
图表 8: 6 月新增存款通常季节性大幅回升.....	8
图表 9: 大型银行模拟 NSFR 指标通常在季末冲高.....	9
图表 10: 6 月企业活期存款通常季节性大幅回升.....	9
图表 11: 6 月末大行融出规模季节性回升.....	10
图表 12: 6 月末货基、理财融出规模季节性回落.....	10
图表 13: DR001、DR007 走势图.....	11
图表 14: R007 季节性走势图.....	11
图表 15: DR007-DR001 价差走势图.....	11
图表 16: R007-DR007 价差季节性走势图.....	11
图表 17: 银行间分机构资金面情绪走势.....	12
图表 18: 银行间全市场资金面情绪 MA5 季节性走势.....	12
图表 19: 上周资金净投放为 680 亿, 下周有 100 亿逆回购和 50 亿 CBS 到期.....	13
图表 20: 央行周度公开市场操作投放情况.....	13
图表 21: 逆回购存量季节性走势.....	14
图表 22: MLF 当月到期、投放及存量情况.....	14
图表 23: 央行: 推动社会综合融资成本稳中有降.....	15
图表 24: 周度政府债净缴款情况.....	16
图表 25: 当月政府债累计缴款规模.....	16
图表 26: 主要税种税收季节性走势.....	17
图表 27: 政府存款季节性走势.....	17
图表 28: 美元指数与人民币即期汇率走势.....	17
图表 29: CNH-CNY 价差走势.....	17
图表 30: 大行、货基净融入规模.....	18
图表 31: 货基净融入规模和大行净融入规模之比.....	18
图表 32: 存单周度发行、偿还规模.....	19
图表 33: 存单月度发行、偿还规模.....	19
图表 34: 周度存单分期限发行规模.....	20
图表 35: 周度存单加权发行期限.....	20

图表 36: 周度存单分银行类型发行情况.....	21
图表 37: 存单与 DR007 价差走势	21
图表 38: 存单利率二级利率走势	21
图表 39: 半年国股直贴利率	22
图表 40: 票据利率与存单价差走势	22

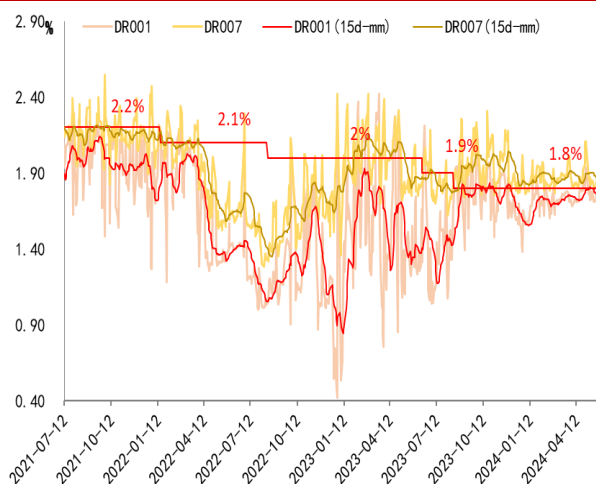
1 非银流动性宽松会一直持续吗？

1.1 资金表现：非银宽松、资金分层消失，目前还在持续

5月以来资金面延续宽松，资金分层持续压缩。(1) 资金价格方面，5月以来资金面整体较为宽松，虽然税期前资金利率有所收敛，但扰动有限，资金面很快边际转松，R007水平仍处于1.8%附近，较月初1.9%附近的水平，明显回落。

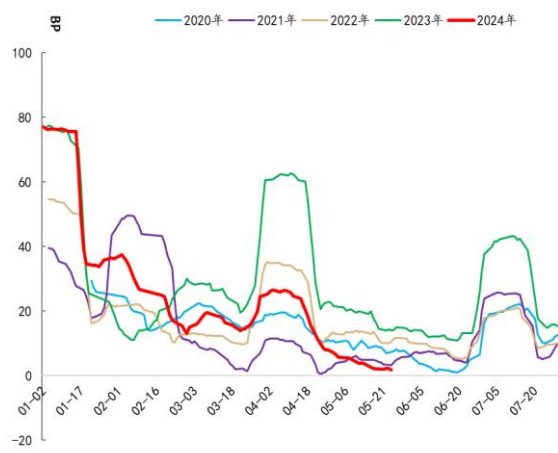
(2) 资金分层方面，4月以来资金利差持续回落，5月中旬至今R001-DR001利差已降至5BP以内，R007-DR007利差也进一步下行至趋近0bp，均处于历史同期低位，当前资金分层压缩的情况还在持续。(3) 不过，资金宽松主要体现在分层缓解，银行间资金加权价格中枢并未显著下行，DR007基本维持在1.8%的政策利率中枢附近。并且，隔夜价格不算太低，DR001中枢继续维持在1.75%左右，当前DR007-DR001价差已收敛到5BP左右。

图表1：DR007基本维持在1.8%的政策利率中枢附近



资料来源：iFind，中邮证券研究所

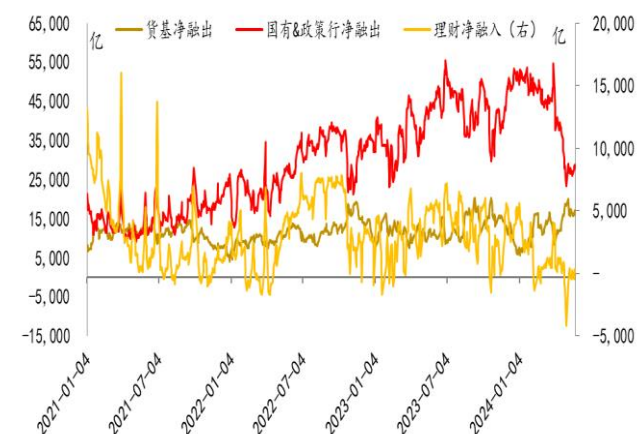
图表2：当前R007-DR007利差已趋近于0



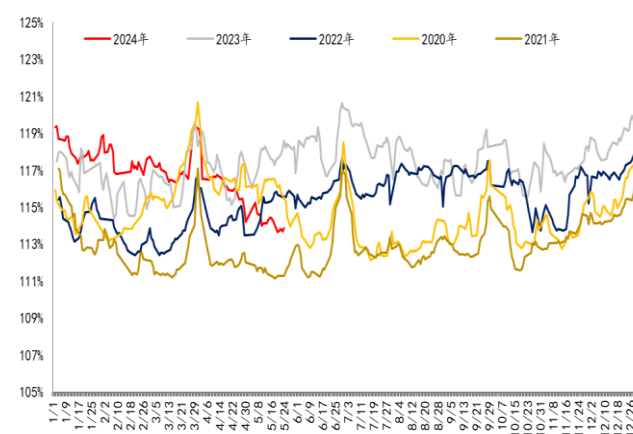
资料来源：iFind，中邮证券研究所

大行净融出低位震荡，货基、理财净融出维持高位，资金面自发性宽松的状态主要来自于充裕的非银流动性。(1) 4月以来银行融出持续走低，大行净融出从3月底的5.5万亿的高峰大幅下降至4月末的2.4万亿，5月以来基本维持在2.6-2.9万亿的区间低位震荡。(2) 货基、理财净融出量明显增加，货基净融资规模自4月初的0.8万亿上升至近期的1.5-2.0万亿，理财自4月下旬以来也从

传统的资金净融入转成小幅净融出。(3)从需求来看,4月下旬政治局会议之后,财政政策和房地产调控政策对债市的扰动明显加大,债市行情整体处于震荡状态。并且短端票息水平偏低的状态并未改变,非银机构加杠杆意愿并不高,4月以来非银杠杆率持续压降,当前已处于历史同期偏低位置。

图表3: 大行净融出低位震荡, 货基理财净融出高位


资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表4: 4月以来非银杠杆率持续压降至历史同期低位


资料来源: iFind, 中邮证券研究所

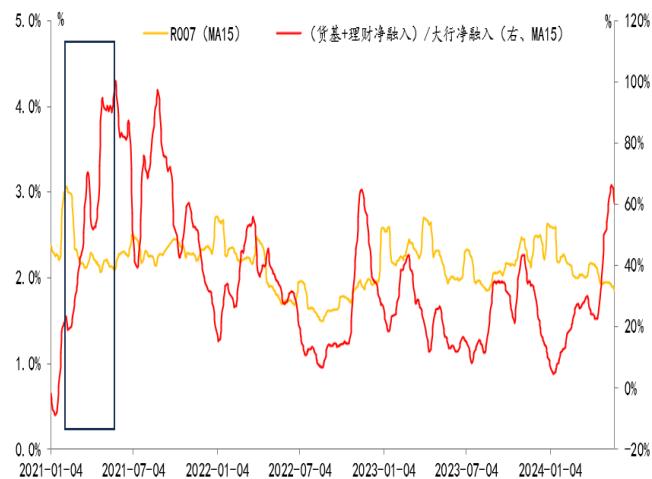
1.2 历史对比: 宽松往往因负债压力回归和杠杆需求回升而改变

2021年2-6月,同样出现过非银宽松,资金分层缓解的情景。(1)彼时非银金融机构持有大量资金,货基和理财从2020年底的净融入0.5万亿转向2021年6月的净融出规模超万亿,净融出规模明显提升推动流动性维持宽松。(2)从资金表现来看,2021年春节后DR007基本均处于政策利率2.2%下方波动,流动性整体较为宽松,2-6月R007-DR007利差月度均值较2020年四季度的30-40BP降至20BP之内,3-5月利差甚至处于10BP以内,资金分层同样显著缓解。

具体来看,(1)2021年上半年仍处于“紧信用周期”,2020年底房企三道红线和城投融资等外生性监管政策收紧后导致信用的收缩,M2和信贷增速双双回落,对应存款增速亦快速下行,银行负债和资产增速差快速扩大。企业存款向非银存款转移,2021年上半年非银存款新增2.2万亿,处于历史同期的最高位。故2021年上半年与当前的广义流动性环境和资金面状态有一定的相似之处,均出现存款增速的回落但贷款需求疲软,债市杠杆需求不高,非银驱动流动性宽松的情景。(2)从2021年上半年非银宽松的后续演进来看,一方面,贷款增速下行斜率放缓,存款增速触底,非银存款高增现象告一段落,大行融出逐渐恢复,

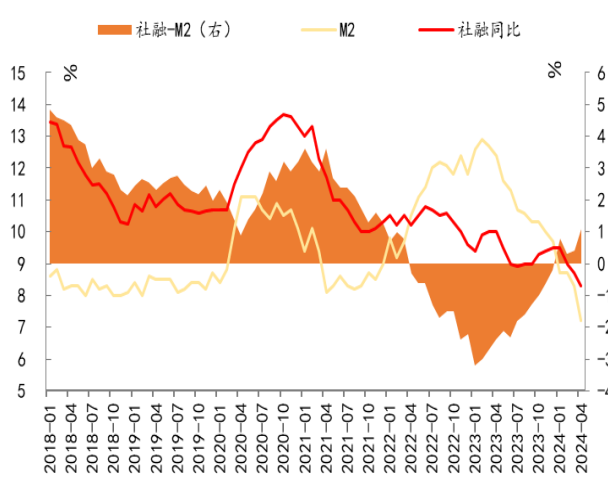
非银融出占比逐渐回落；另一方面，2021年7月7日国常会年内首次提及降准，支持金融机构加强对实体经济特别是中小微企业的服务，7月9日降准快速落地。随着货币政策重新进入宽松周期，债市杠杆融资需求开始回升，非银融出逐步回落，加权资金价格边际有所上行，资金中枢自前期明显低于政策利率回归到政策利率附近。

图表5：2021年2-6月流动性宽松亦源自非银



资料来源：iFind，中邮证券研究所

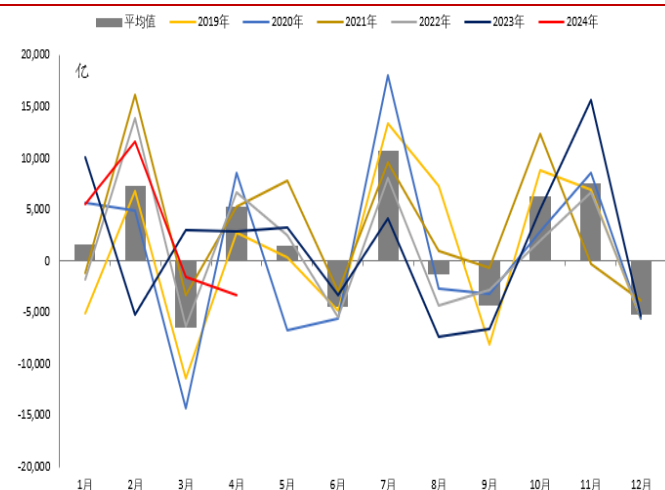
图表6：2021年上半年M2和社融增速双双回落



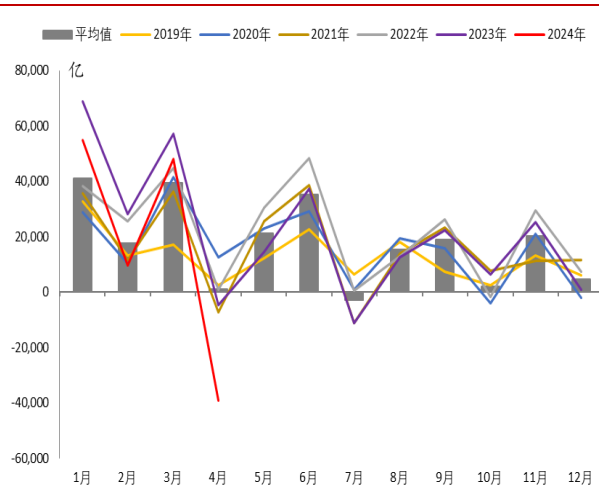
资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.3 银行存款：今年季末冲量压力或减弱，但并非完全消失

半年末银行存款通常季节性回升，其中居民存款和企业活期增幅较大。从2019-2023年数据来看，6月新增存款近5年均值为3.5万亿，处于年内的次高点，其中货基、理财季末季节性回落，对应近5年非银存款平均回落4400亿；居民和企业存款季节性冲量特征则较为显著，对应近5年6月末居民存款平均回升2.14万亿、企业存款平均回升2.09万亿，其中企业存款的回升主要来自活期存款，近5年6月末企业活期存款平均新增2.32万亿。故从季节特征来看，半年末银行均表现出较强的“冲存款”特征，尤其体现在企业活期存款上。

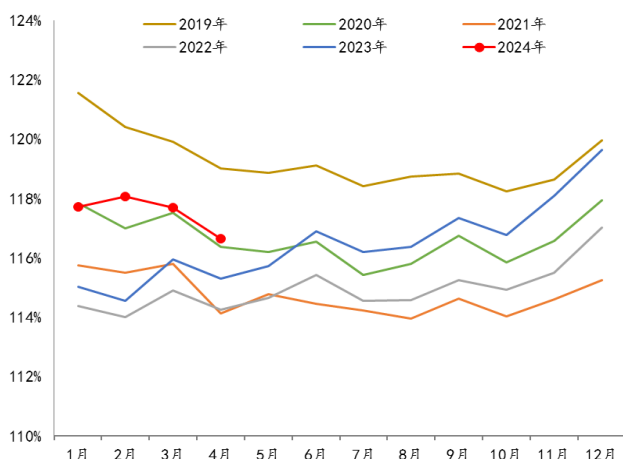
图表7：6月非银存款通常季节性明显回落


资料来源：iFind，中邮证券研究所

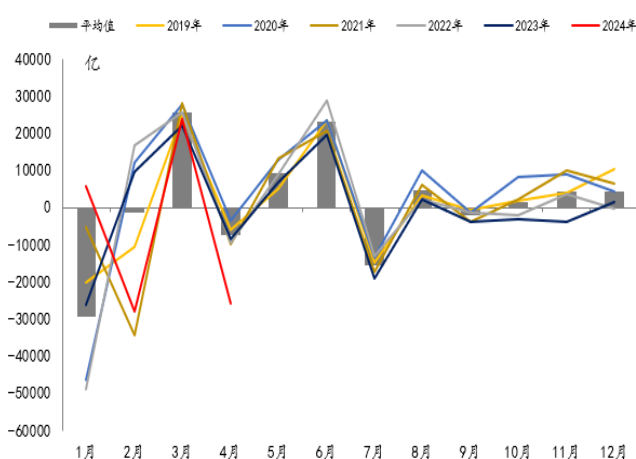
图表8：6月新增存款通常季节性大幅回升


资料来源：iFind，中邮证券研究所

今年来看，随着近期统计方法和监管政策的调整，银行存款的季节性特征可能相应发生变化。（1）今年一季度国家统计局对金融业增加值的季度核算方式进行了优化调整，新方法主要参考金融机构利息净收入等指标，对信贷增速的要求明显减弱，预计来自任务端的银行月末、季末冲高存款的压力将明显减少。（2）受到4月底前整改“手工贴息”的影响，4月存款数据明显下滑，其中企业活期存款受到的影响最大。具体来看，4月企业存款增量录得-1.87万亿，其中活期存款增量录得-2.58万亿，同比多减1.72万亿，环比多减4.95万亿；4月居民存款减少了1.85万亿，同比多减6500亿。手工贴息的影响可能还在持续，银行少了一个重要的存款管理工具，季末月能否顺利揽储仍有待观察。（3）但季末在MPA考核等的约束下，银行预计仍会有负债冲量的压力。以往存款季节性特征的另一个重要原因来自应对时点考核的需要，银行流动性考核指标通常在季末冲高，反映机构在季末指标的回升压力。以模拟测算的大型银行净稳定资金比率来看，当前水平并非处于历史同期的高位，季末可能还存在补充指标的压力，或体现在季末对存款冲量的需要和同业存单的发行压力上。故总结来看，今年6月末银行来自存款的任务压力可能小于往年，但指标考核压力下，机构或仍存在一定的负债诉求，从而影响同业存单的供给和融出。不可忽略的是，虽然4月信贷融资端明显减弱，融资需求也尚未修复，但季末信贷或仍面临一定冲量压力，也将影响银行主动负债需求和资金面。

图表9：大型银行模拟 NSFR 指标通常在季末冲高


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10：6月企业活期存款通常季节性大幅回升


资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.4 资金分层缓解具备有长期性，但也需关注6月可能的波动

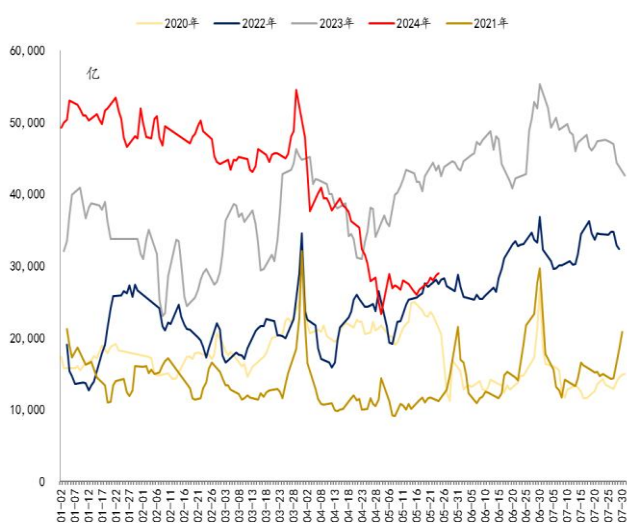
资金分层缓解具备有长期性。手工补息整改后，银行存款集中流入理财，资金实现了从银行体系向非银体系的转移，对应大行融出减少，货基、理财融出增加。往后来看，考虑到手工补息的影响料将延续且存款利率仍有调降空间，监管或将持续关注企业端“类活期”存款产品的定价，以降低企业活期平均存款成本，打破银行负债成本刚性的堵点，使得存款挂牌利率调降顺畅传导，压降银行综合负债成本。故手工补息整改等监管收紧具备长期性，银行“高息揽储”的手段将越来越少，从另一个侧面来看，存款利率和理财收益率的价格关系将被理顺，这也意味着存款回流银行表内欠缺收益驱动，融出结构改变和资金分层弱化具备长期性。

分层缓解并非意味着资金面平稳将一直持续，关注6月末波动因素的积累。

(1) 如上文所述，半年末存款冲量压力或比往年明显缓解，但季节时点考核仍将会带来一定的银行负债压力。以往来看，季末大行融出将显著放量，以满足中小银行的资金需求，但目前大行也面临一定的存款流入压力，融出规模能否放量存疑，及货基和理财的赎回和规模收缩不明显，非银“倒灌”或也难以满足时点流动性需求。目前来看，较好的迹象是同业存单的发行并未显著上量，上述因素的综合影响还需观察。(2) 6月若专项债发行提速，政府债净融资规模或超万亿，政府债供给首先吸收的也是大行的流动性，若央行对冲不够充分，流动性的压力或从银行传导到非银，进而加大资金面的波动。况且，我们在以往的报告中

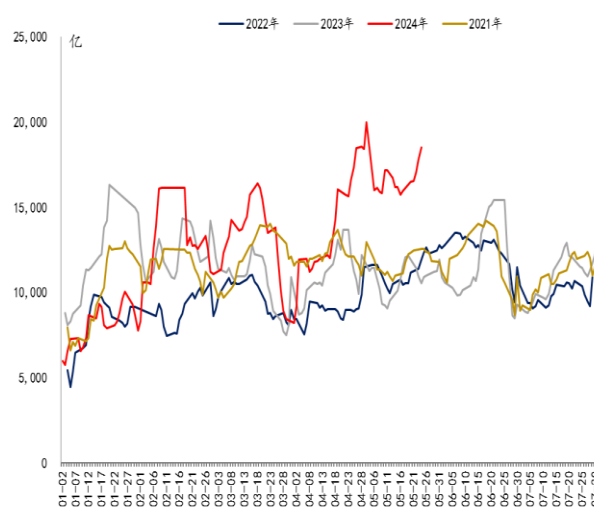
多次强调，2月之后的总量流动性宽松并不明显，4月之后的基础货币回收规模相对较大，而降准迟迟未落地，总量流动性在半年末时点或存在一定的压力。(3) 期待降准的落地，但货币宽松也会带来杠杆融资需求的回升。4月末政治局会议明确部署利率和准备金工具的使用，我们判断当前流动性补充配合财政政策更为必要。但仅就资金面而言，历史上也不乏降准后资金面收紧的情景，往往来自杠杆需求的短期快速增长。6月末之前，若降准顺利兑现，非银驱动资金宽松局面因杠杆需求的回升而打破，不失为当前资金宽松较好的一种终局。

图表11：6月末大行融出规模季节性回升



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表12：6月末货基、理财融出规模季节性回落

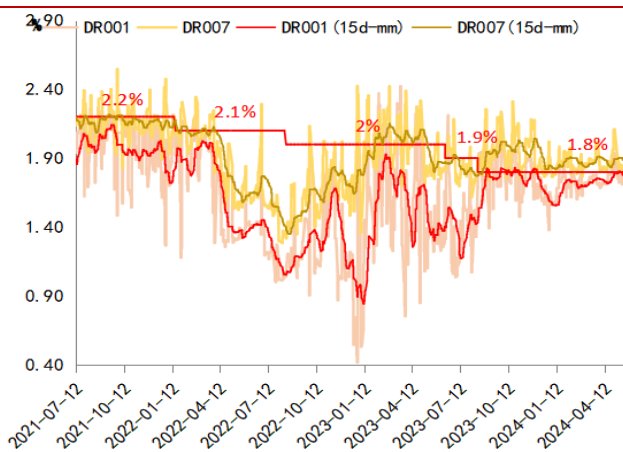


资料来源：iFind，中邮证券研究所

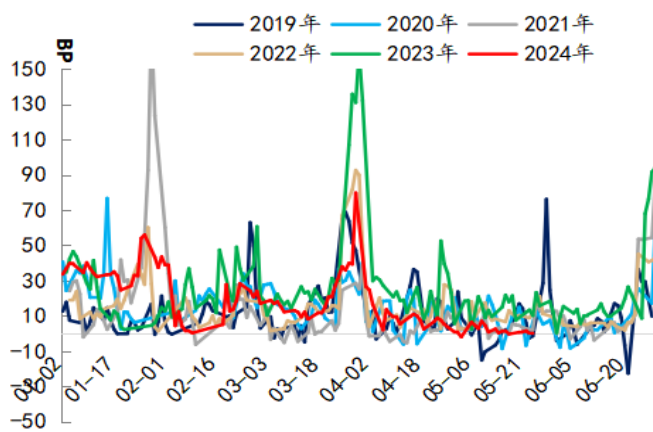
2 资金面：税期资金面扰动不大，资金分层延续压缩

2.1 资金价格：税期资金面扰动不大

上周资金面整体依旧宽松，税期资金面扰动不大，DR007 和 R007 小幅上行。具体来看，上周（5月20日-5月24日）DR007 自5月第三周周五的1.81%震荡上行1BP至周五的1.82%，均值较5月第三周的1.82%上行1BP至1.83%；R007 自5月第三周周五的1.80%上行2BP至周五的1.82%，均值较5月第三周的1.83%上行1BP至1.84%。DR001 自5月第三周周五的1.71%上行6BP至周五的1.77%，均值较5月第三周的1.73%上行3BP至1.76%。

图表13：DR001、DR007 走势图


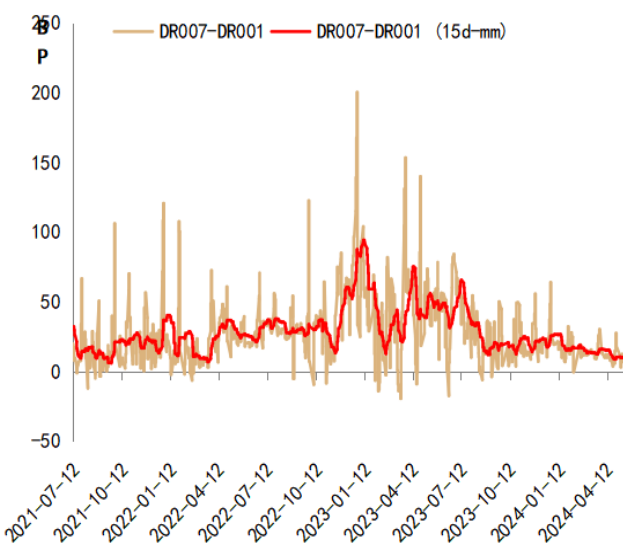
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表14：R007 季节性走势图


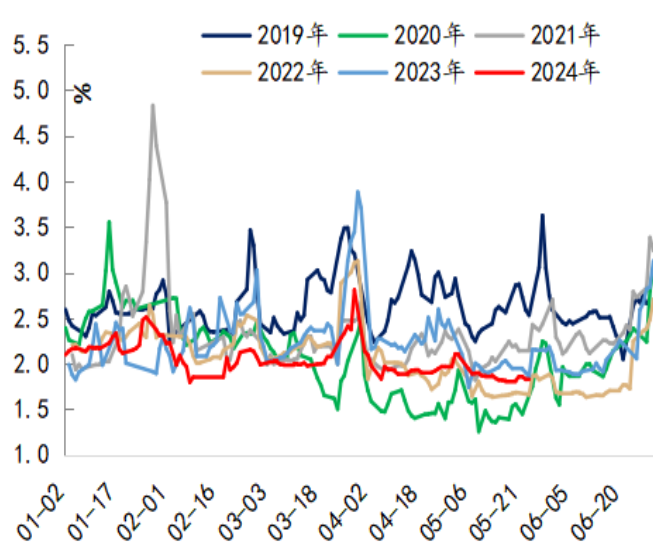
资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.2 资金分层：R007 和 DR007 再度倒挂

资金分层基本消失，R007 和 DR007 利差再度倒挂。上周（5月20日-5月24日）R007 与 DR007 利差由五月第三周周五的-0.4BP 恢复至上周三的 1.6BP，后下行至周五的-0.1BP。上周利差均值与5月第三周一致，维持 1.0BP 不变，资金分层现象基本消失。

图表15：DR007-DR001 价差走势图


资料来源：iFind，中邮证券研究所

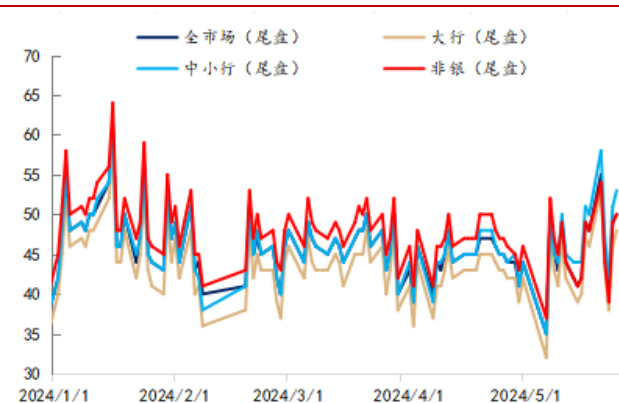
图表16：R007-DR007 价差季节性走势图


资料来源：iFind，中邮证券研究所

2.3 资金情绪：资金情绪有所回落，但仍处于历史同期偏高位置

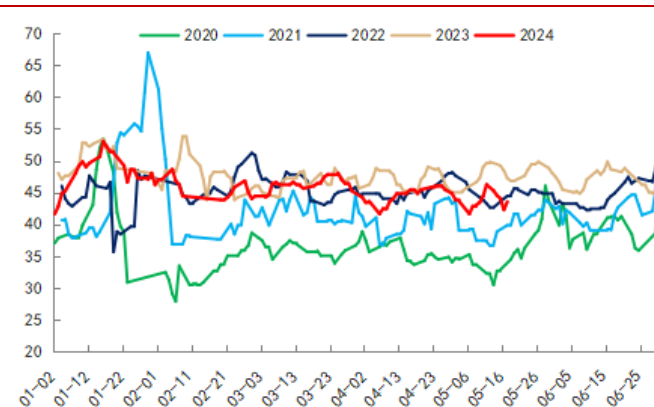
上周资金面整体依旧宽松，资金情绪维持高位。上周(5月20日-5月24日)全市场(尾盘)的银行间资金面情绪指数均值较五月第三周的44.4上升至47.8。周一资金情绪指数为55，下行至周三的40，后迅速恢复至周五的50，仍处于历史同期偏高位置。

图表17：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18：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：上周资金净投放为 680 亿，下周有 100 亿逆回购到期

3.1 央行操作：上周资金净投放 680 亿

3.1.1 公开市场操作：上周资金净投放 680 亿

上周(5月20日-5月24日)央行逆回购(7D)和MLF资金净投放为680亿。上周(5月20日-5月24日)，周一至周五央行每日开展20亿元逆回购(7D)操作，上周逆回购资金合计投放100亿；周一有逆回购(7D)到期40亿，周二至周五各有逆回购到期20亿，上周累计逆回购到期120亿，逆回购资金净投放-20亿。上周三以2.28%利率投放一个月国库定存700亿。上周央行公开市场操作资金净投放680亿。

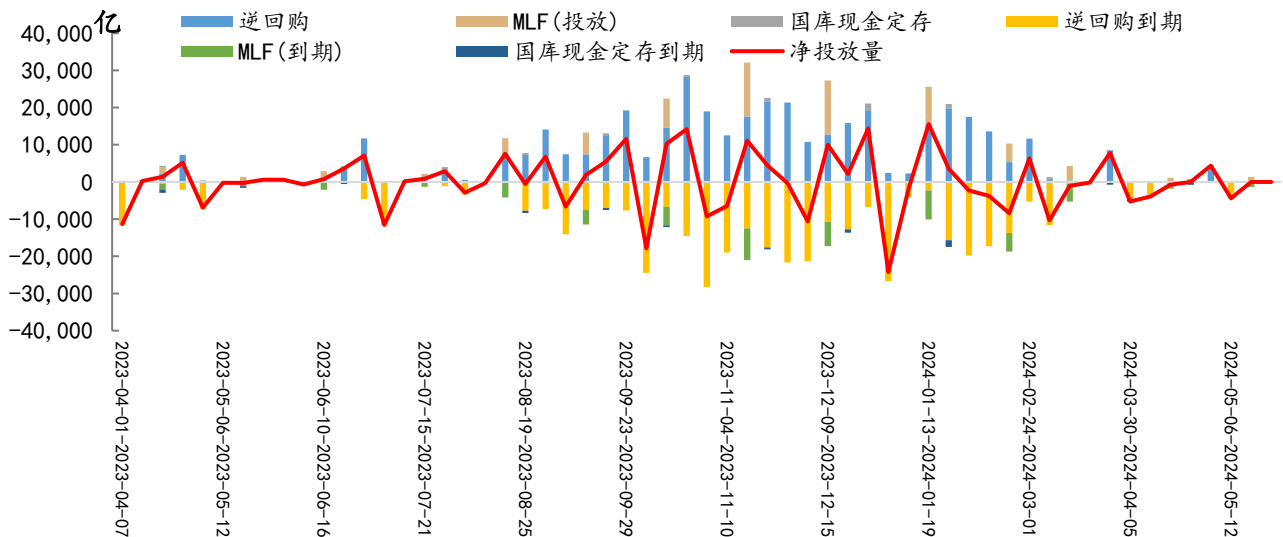
上周MLF操作余额维持71280亿，逆回购存量余额为100亿。下周共有100亿逆回购到期，每日到期量均不大。

图表19：上周资金净投放为 680 亿，下周有 100 亿逆回购和 50 亿 CBS 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 (%)	
2024/5/20	逆回购7D	20	1.8	逆回购7D	-20	1.8	-20
2024/5/21	逆回购7D	20	1.8	逆回购7D	-20	1.8	0
2024/5/22	逆回购7D	20	1.8	逆回购7D	-20	1.8	700
	国库定存1M	700	2.28				
2024/5/23	逆回购7D	20	1.8	逆回购7D	-20	1.8	0
2024/5/24	逆回购7D	20	1.8	逆回购7D	-20	1.8	0
合计	800			-120			680
2024/5/27				逆回购7D	-20	1.8	-20
2024/5/28				逆回购7D	-20	1.8	-70
				CBS	-50	2.35	
2024/5/29				逆回购7D	-20	1.8	-20
2024/5/30				逆回购7D	-20	1.8	-20
2024/5/31				逆回购7D	-20	1.8	-20
合计				-150			-150

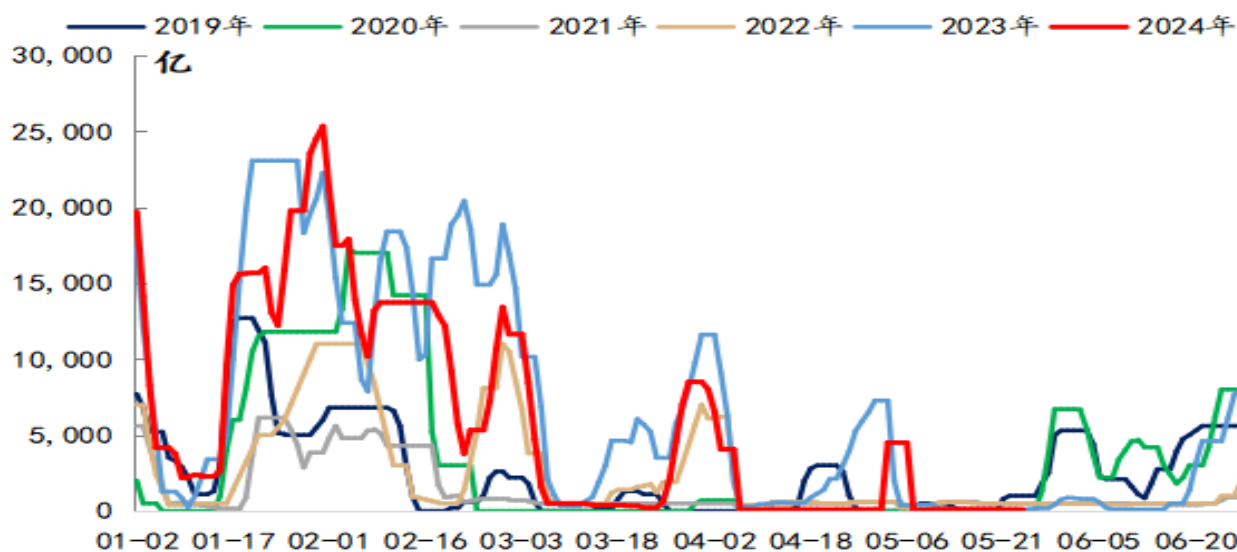
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表20：央行周度公开市场操作投放情况



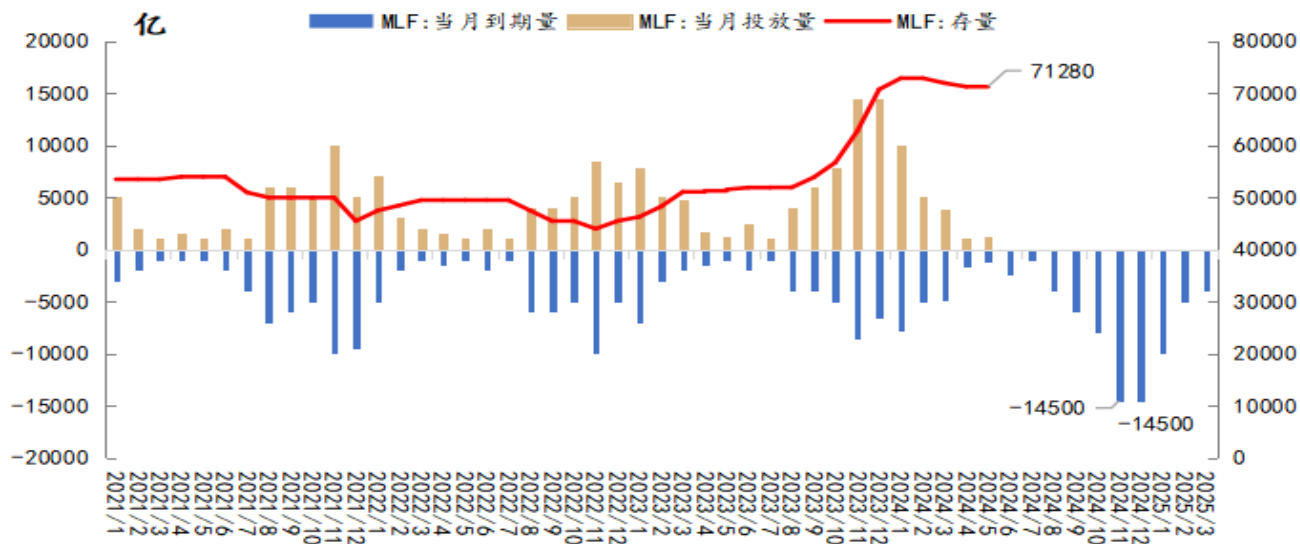
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表21：逆回购存量季节性走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表22：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：推动社会综合融资成本稳中有降

图表23：央行：推动社会综合融资成本稳中有降

日期	部门	会议/报道	具体内容
2024/5/21	发改委	发改委5月份新闻发布会	政策研究室副主任、委新闻发言人李超表示去年我国增发1万亿元国债，专门用于支持以京津冀为重点的华北地区等灾后恢复重建，以及提升防灾减灾救灾能力，相关资金已于今年2月前全部下达到各地方。4月中旬，国家发展改革委组织召开全国2023年增发国债项目实施推进工作电视电话会议， 积极推动增发国债项目于今年6月底前全部开工建设。通知对提升金融服务实体经济质效作出重点部署。 通知提出，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，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。 畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。
2024/5/23	发改委、工信部、财政部、央行	关于做好2024年降成本重点工作的通知	通知指出，要引导金融资源向重点领域倾斜。实施好普惠小微贷款支持工具，继续对涉农、小微企业、民营企业提供普惠性、持续性的资金支持。 政策注重扶“农”、扶“小”、扶“民”，这是调节资金配置的重要导向，同时强调完善小微授信尽职免责机制，在制度层面进一步促进普惠型小微企业贷款投放落地。要降低资金使用成本。 引导金融资源有效配置是降成本工作的重要方面。 从贷款利率看，贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制将持续发挥作用，推动社会综合融资成本稳中有降。

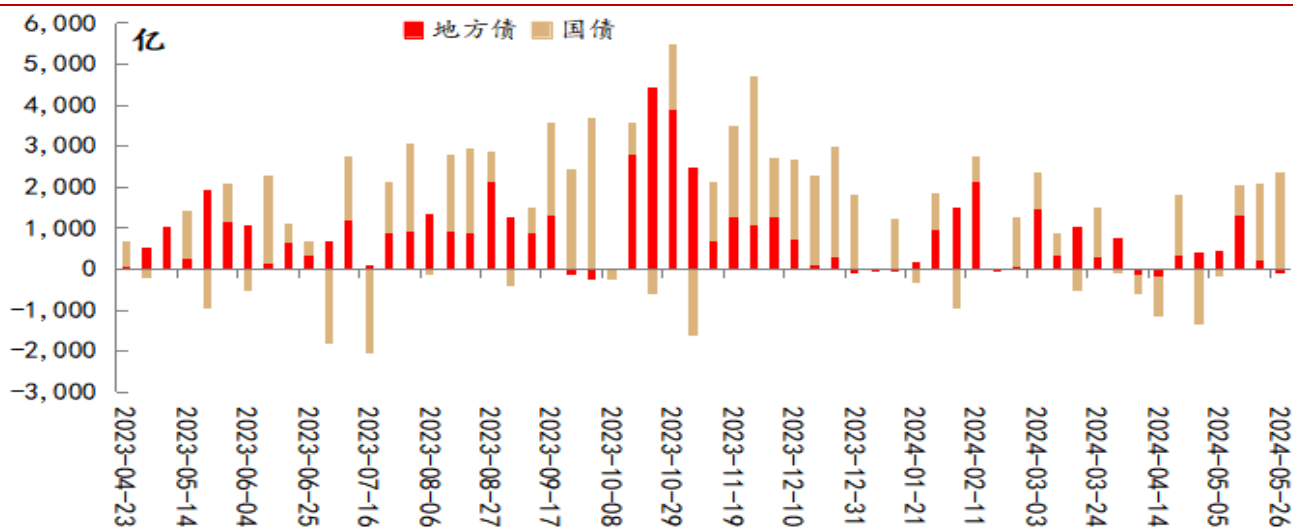
资料来源：发改委官网，中邮证券研究所

3.2 政府存款：下周政府债净缴款预计明显回升

上周政府债券净缴款2229亿，下周净缴款额预计明显回升，预计净缴款5556亿。上周（5月20日-5月26日）国债发行4489亿，地方债发行1154亿，合计发行5643亿。上周国债净缴款2328亿，地方债净缴款-99亿，合计净缴款2229亿。截至5月26日，5月政府债累计缴款11644亿，累计净缴款6329亿。

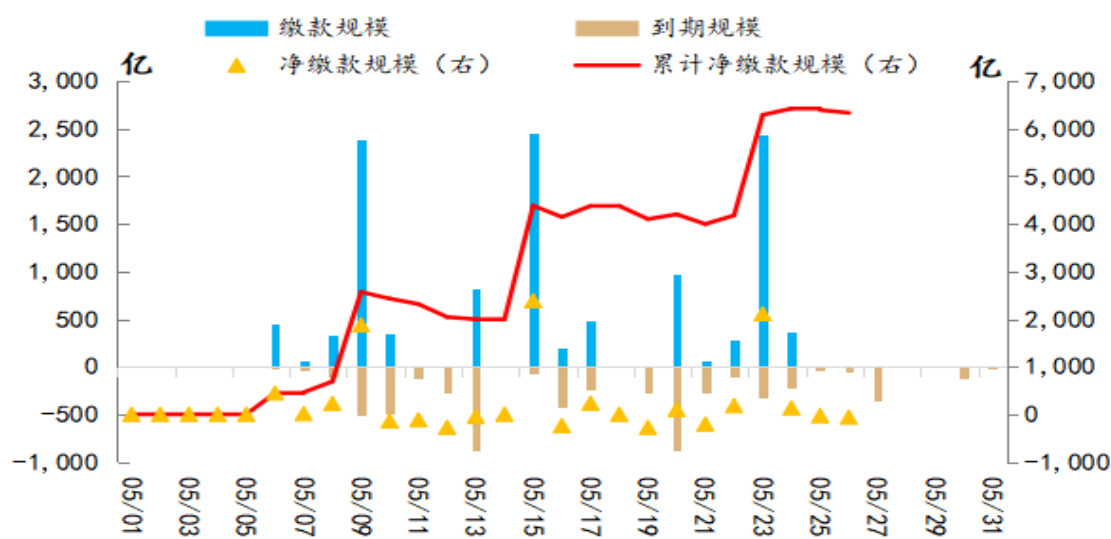
下周（5月27日-6月2日）政府债计划发行4443亿，均为地方债。合计到期472亿，合计净融资3971亿；从缴款情况来看，预计下周国债净缴款1761亿，地方债净缴款3796亿，合计净缴款5556亿。

图表24：周度政府债净缴款情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

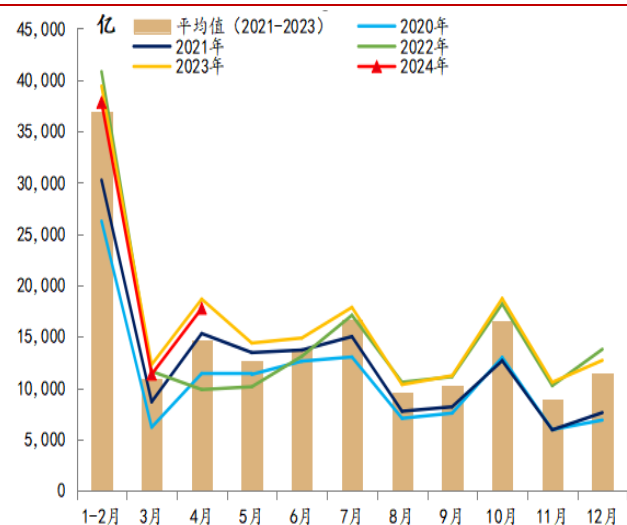
图表25：当月政府债累计缴款规模



资料来源：iFind，中邮证券研究所

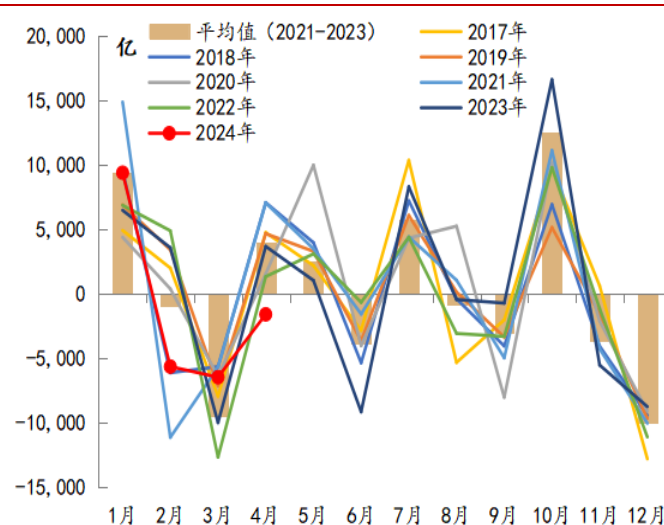
从缴税来看，历史上5月缴税规模通常季节性小幅回落，本月主要税种申报截止日在22日。就主要税种缴税的季节性规律而言，5月缴税规模或在1.3万亿附近，规模较4月小幅回落，但绝对值不低。

图表26：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27：政府存款季节性走势

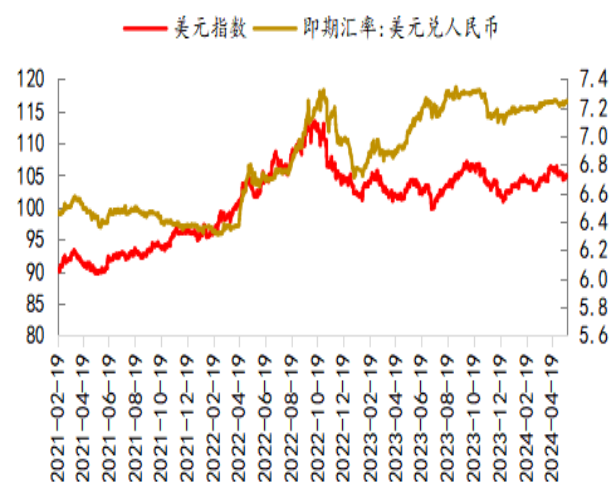


资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.3 汇率：美元指数小幅上行，人民币汇率小幅震荡

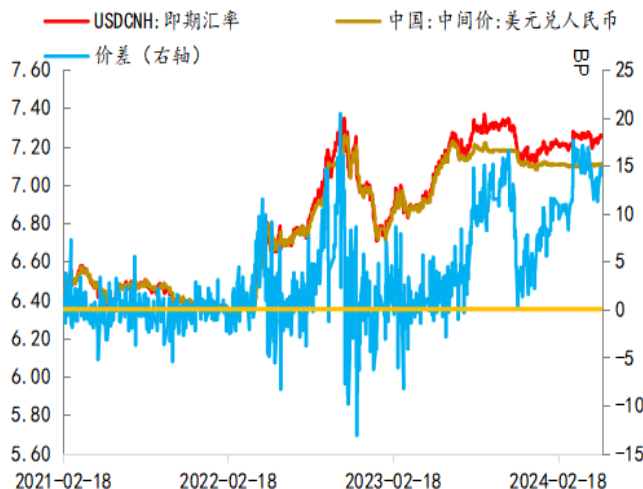
美元指数小幅上行，人民币汇率小幅震荡。上周（5月20日-5月24日）美元指数由上周五的104.49小幅上行至周五的105.03，人民币即期汇率由上周五的7.10小幅上行至周五的7.11。CNH-CNY价差上行，自上周五的12.92BP上行至周五的14.81BP。

图表28：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29：CNH-CNY价差走势

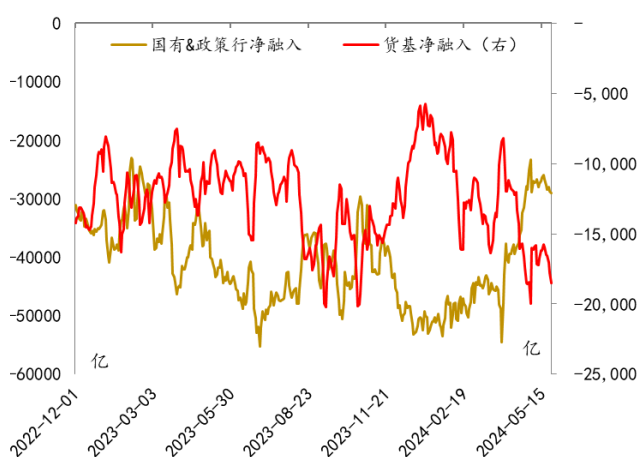


资料来源：iFind，中邮证券研究所

4 机构行为：大行净融出低位震荡，货基净融出维持高位

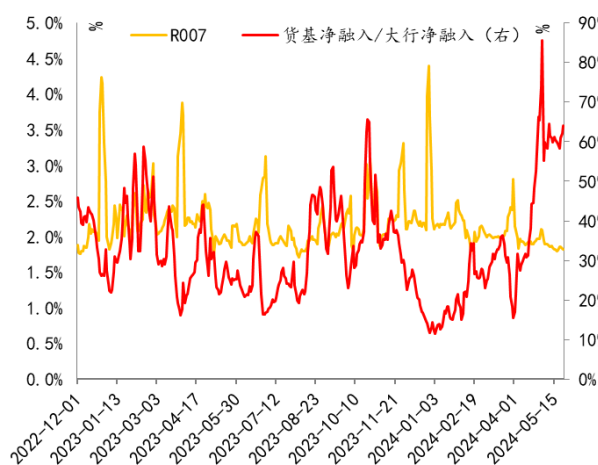
上周（5月20日-5月24日）大行净融出低位震荡，货基净融出维持高位。上周银行体系净融出低位震荡，其中大行日均净融出2.84万亿，略高于前一周的2.67万亿。货基净融出上行，上周日均净融出1.73万亿，高于前一周的1.62万亿。

图表30：大行、货基净融入规模



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表31：货基净融入规模和大行净融入规模之比

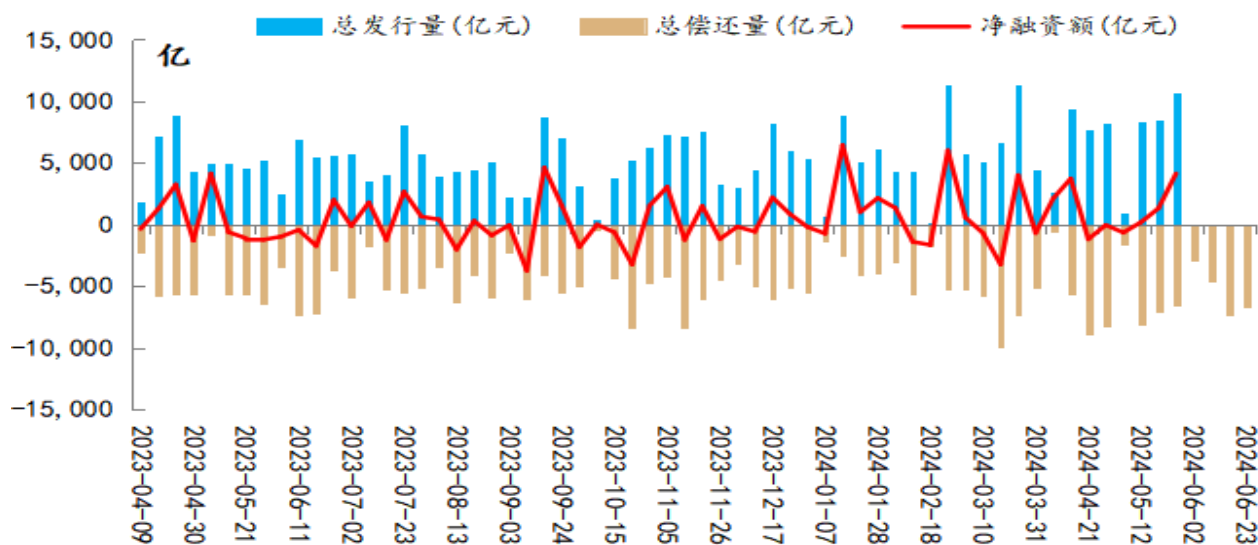


资料来源：iFind，中邮证券研究所

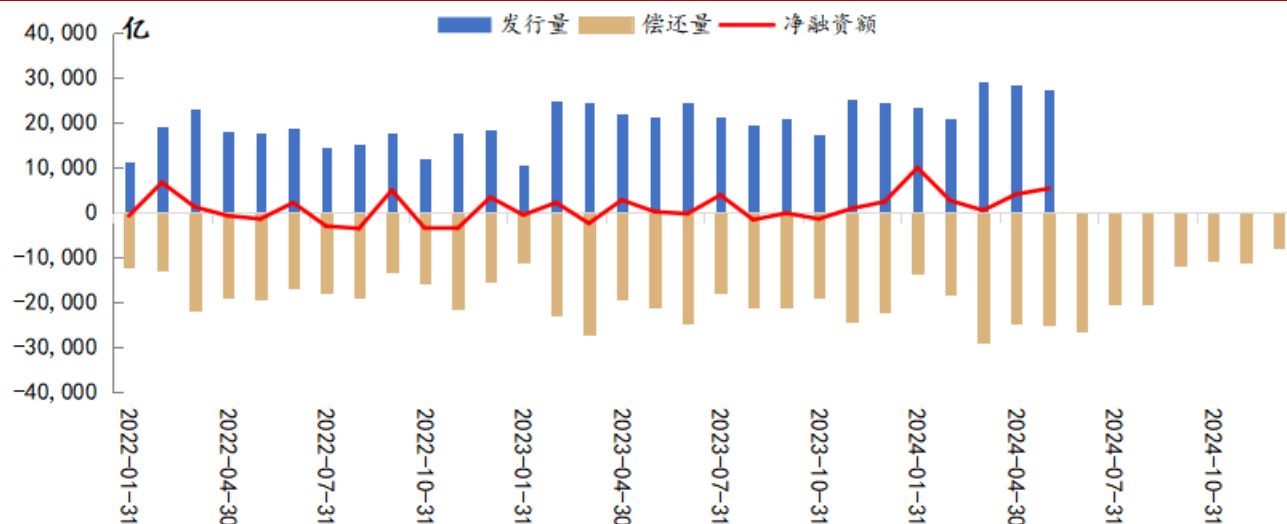
5 同业存单：上周存单发行规模破万亿

上周（5月20日-5月26日）同业存单共发行10629亿，较5月第三周的8389亿大幅上升了2240亿，净融资4134亿，较5月第三周的1317亿大幅上升2817亿。截至5月26日，5月存单累计发行2.73万亿，累计净融资5356亿。

下周存单到期压力有所缓解。5-7月存单全月到期规模均将维持在2.0-2.5万亿左右，未来四周的存单到期额度分别为2947亿、4558亿、7260亿和6626亿，下周存单到期压力有所缓解。

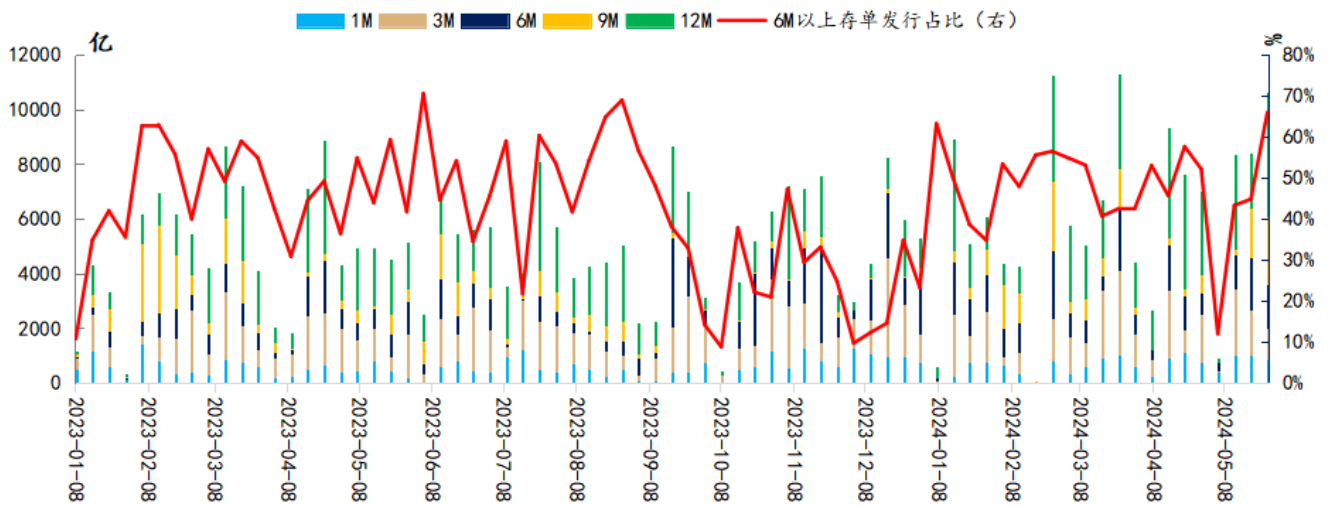
图表32：存单周度发行、偿还规模


资料来源：iFind，中邮证券研究所

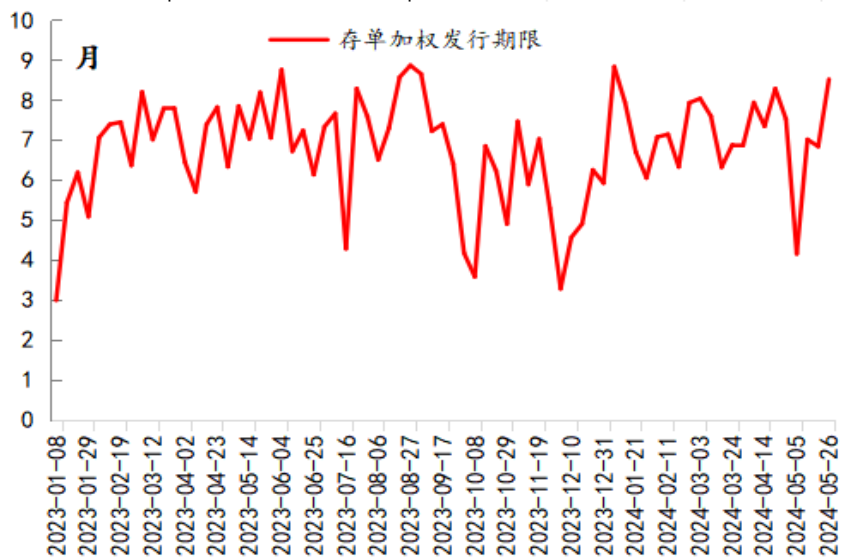
图表33：存单月度发行、偿还规模


资料来源：iFind，中邮证券研究所

从**期限结构**上看，上周6M以上存单发行占比较前值44.8%大幅上升至66.0%，存单加权发行期限由五月第三周的6.8个月大幅上升至上周的8.5个月。

图表34：周度存单分期限发行规模


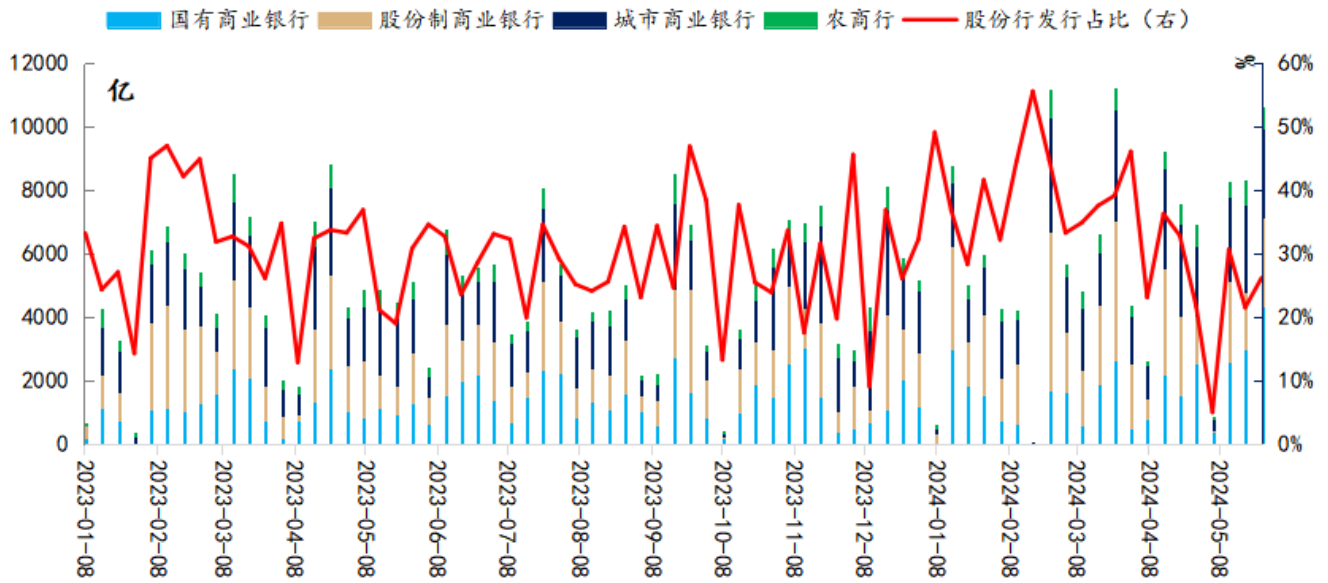
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表35：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 2780 亿、4381 亿、2806 亿和 624 亿，股份行发行占比自前一周的 21.5% 回升至 26.2%。

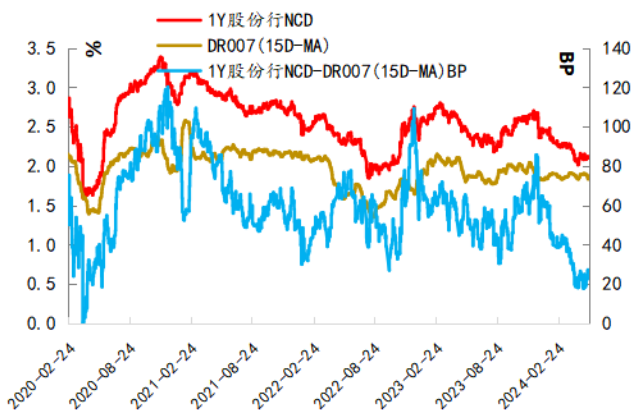
图表36：周度存单分银行类型发行情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

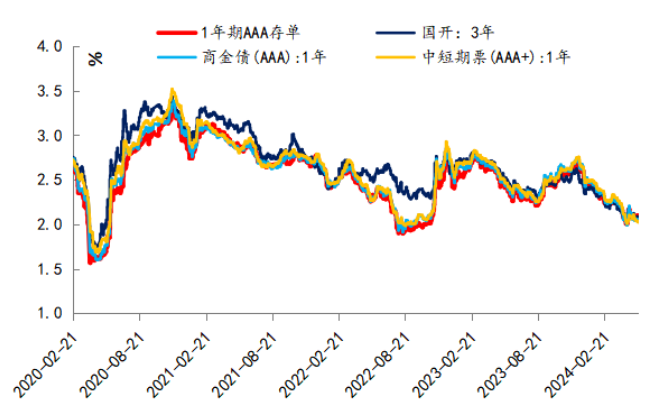
存单利率窄幅波动。上周一和周二国股行一级发行利率整体回升，1年期股份行存单利率小幅回升趋势，上行3BP至2.11%，周三至周五国股行一级发行利率基本在2.10%左右窄幅波动。上周1年期AAA存单收益率和五月第三周相比变动不大，上周五1年期AAA存单收益率和五月第三周周五一致，维持在2.09%。

图表37：存单与DR007价差走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

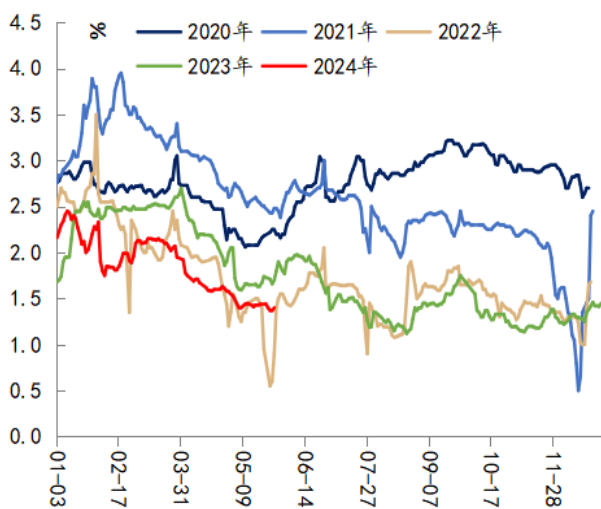
图表38：存单利率二级利率走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

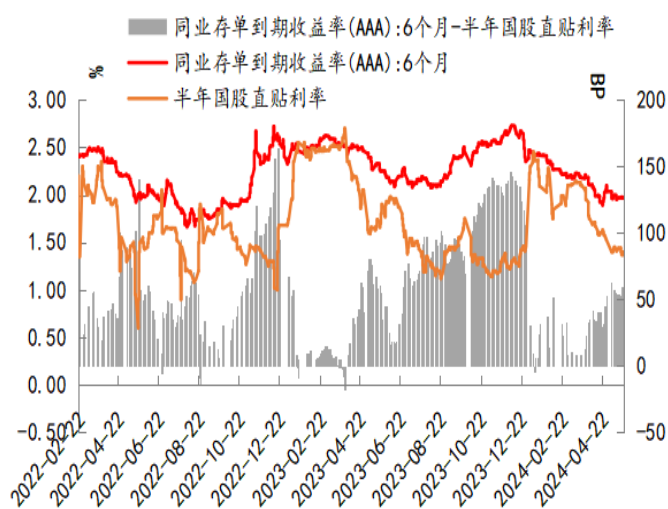
上周（5月20日-5月24日）票据利率震荡下行，上周6M票据直贴利率由周一的1.44%震荡下行至周五的1.40%。从存单价差走势来看，上周6M存单到期收益率-半年国股直贴利率价差由周一的53BP上行至周三的60BP，后回落至周五的57BP。

图表39：半年国股直贴利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表40：票据利率与存单价差走势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

6 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