

## 投资要点

### ■ 资金价格:

隔夜资金价格与 7 天资金价格涨跌互现。上周五 R001 升至 1.85% (较 2 月 2 日上行 10.0bp), R007 降至 1.85% (较 2 月 2 日下行 37.8bp)。上周五 DR001 升至 1.85% (较 2 月 2 日上行 13.4bp), DR007 升至 1.85% (较 2 月 2 日上行 0.6bp)。

### ■ 同业存单:

存单发行规模上升, 融资规模回落。上周存单发行量升至 4563.3 亿元 (前值 4397.6 亿元), 净融资降至 -1104.6 亿元 (前值 949.3 亿元), 下周存单到期量 5229.1 亿元。

一级发行: 1Y 期限存单发行占比上升。上周加权平均发行期限升至 0.59 年; 1Y 期限发行占比上升, 由 8.3% 升至 32.3%; 国有行、股份行和城商行发行成功率上升, 农商行发行成功率下降。

二级市场: 各期限收益率出现回落。1M 期收益率收于 1.96% (相比上周五下行 22.5bp); 3M 收于 2.17% (相比上周五下行 15.0bp); 6M 收于 2.24% (相比上周五下行 11.0bp); 9M 收于 2.27% (相比上周五下行 7.7bp); 1Y 收于 2.30% (相比上周五下行 5.5bp)。

### ■ 质押式回购市场:

质押式回购成交量回落, 隔夜回购成交量占比上升。上周银行间市场质押式回购成交量均值降至 4.63 万亿 (前一周为 6.33 万亿), 隔夜回购成交占比升至 50.5%。

大行+股份行融出能力下降, 银行总体融出能力下降。非银机构整体正回购余额下降、逆回购余额上升, 资金缺口上升。大行隔夜融出资金价格中枢上升至 1.85% (前一周为 1.74%)。

### ■ 杠杆率:

总体杠杆率下降。上周银行间市场整体杠杆率由 108.9% 降至 108.6% (57.5% 分位数)。

分机构来看, 银行、券商、保险杠杆率上升, 广义基金的杠杆率下降, 具体来说: 银行杠杆率由 104.0% 升至 104.1% (29.7% 分位数); 证券公司杠杆率由 204.6% 升至 206.4% (21.0% 分位数); 保险公司杠杆率由 121.4% 升至 124.7% (65.8% 分位数); 广义基金杠杆率由 117.1% 降至 114.9% (59.6% 分位数)。

### ■ 下周资金面关注 (2/19-2/25):

公开市场: 逆回购到期量 11820 亿元。

政府债: 国债净发行 1179 亿元, 地方政府债净发行 74.95 亿元。

同业存单: 到期量 5229.1 亿元。

### ■ 现券二级成交行为跟踪 (2/4-2/9):

上周农商行是最大的净买入方。农商行净买入规模为 552 亿元, 其中净买入利率债 189 亿元、信用债 46 亿元、同业存单 316 亿元。保险净买入 399 亿元; 货基净买入 262 亿元; 基金净买入 176 亿元; 理财净买入 113 亿元。

分券种来看: 利率债方面, 保险、货基、农商行分别净买入 338、215、189 亿元; 信用债方面, 基金、货基、保险、农商行、理财都净买入; 同业存单方面, 农商行净买入 316 亿元, 基金、货基、保险分别净卖出 160、71、49 亿元。

分期限: 农商行主要减持 1Y 以下短债; 基金大幅增持 10Y 以上长债, 少量增持或减持其余各期限债券; 保险增持 7-10Y 长债; 理财主要增持 7-10Y 债券, 减持 1-3Y 债券; 货基少量增持 7-10Y 和 10Y 以上债券。

分机构净买入加权平均久期: 基金久期升至 17.6 年 (99% 分位数), 农商行久期升至 3.5 年 (53% 分位数), 保险久期升至 18.0 年 (78% 分位数), 理财久期降至 0.9 年 (32% 分位数)。

### ■ 风险提示: 数据更新不及时及提取失误、数据口径调整等。

## 相关报告

## 内容目录

|                        |      |
|------------------------|------|
| 1、资金价格 .....           | 4 -  |
| 2、同业存单 .....           | 4 -  |
| 3、银行间质押式回购 .....       | 6 -  |
| 4、杠杆率 .....            | 8 -  |
| 5、下周资金面关注 .....        | 9 -  |
| 6、分券种现券成交情况 .....      | 10 - |
| 7、分期限现券成交情况 .....      | 11 - |
| 8、现券分机构净买入加权平均久期 ..... | 14 - |

## 图表目录

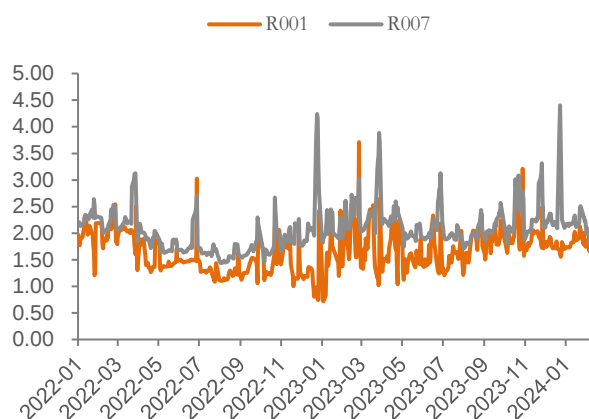
|                                        |      |
|----------------------------------------|------|
| 图表 1: R001 上行, R007 下行 (%) .....       | 4 -  |
| 图表 2: DR001 和 DR007 均上行 (%) .....      | 4 -  |
| 图表 3: 存单发行量上升, 净融资额回落 (亿元) .....       | 5 -  |
| 图表 4: 各类型银行存单发行量下降 (亿元) .....          | 5 -  |
| 图表 5: 1Y 期限发行占比上升 (%) .....            | 5 -  |
| 图表 6: 当周存单加权平均发行期限上升 (年) .....         | 5 -  |
| 图表 7: 农商行发行成功率下降 (%) .....             | 5 -  |
| 图表 8: 各类型银行存单发行利率下降 (%) .....          | 5 -  |
| 图表 9: 3M 和 6M 存单发行利率回落 (%) .....       | 6 -  |
| 图表 10: 存单发行利率处于 1 年期 MLF 以下 (%) .....  | 6 -  |
| 图表 11: 存单、理财利差小幅收窄 (% , BP) .....      | 6 -  |
| 图表 12: 各期限到期收益率回落 (%) .....            | 6 -  |
| 图表 13: 质押式回购成交量下行, 隔夜占比上升 (亿元、%) ..... | 7 -  |
| 图表 14: 大行+股份行资金融出能力下降 .....            | 7 -  |
| 图表 15: 银行整体融出能力下降 .....                | 7 -  |
| 图表 16: 非银机构资金缺口上升 .....                | 7 -  |
| 图表 17: 大行隔夜融出资金价格上升 (%) .....          | 7 -  |
| 图表 18: 总体杠杆率下降 (%) .....               | 8 -  |
| 图表 19: 银行杠杆率上升 (%) .....               | 9 -  |
| 图表 20: 证券公司杠杆率上升 (%) .....             | 9 -  |
| 图表 21: 保险公司杠杆率上升 (%) .....             | 9 -  |
| 图表 22: 广义基金杠杆率下降 (%) .....             | 9 -  |
| 图表 23: 下周资金面关注点 (亿元) .....             | 10 - |

|                                  |        |
|----------------------------------|--------|
| 图表 24: 利率债、信用债、同业存单分机构净买入情况 (亿元) | - 11 - |
| 图表 25: 1Y 及以下现券分机构净买入情况 (亿元)     | - 12 - |
| 图表 26: 1-3Y 现券分机构净买入情况 (亿元)      | - 12 - |
| 图表 27: 3-5Y 现券分机构净买入情况 (亿元)      | - 13 - |
| 图表 28: 7-10Y 现券分机构净买入情况 (亿元)     | - 13 - |
| 图表 29: 10Y 以上现券分机构净买入情况 (亿元)     | - 14 - |
| 图表 30: 超长债换手率 (7DMA, %)          | - 14 - |
| 图表 31: 基金净买入加权平均久期 (年)           | - 15 - |
| 图表 32: 农商行净买入加权平均久期 (年)          | - 15 - |
| 图表 33: 保险净买入加权平均久期 (年)           | - 15 - |
| 图表 34: 理财净买入加权平均久期 (年)           | - 16 - |

## 1、资金价格

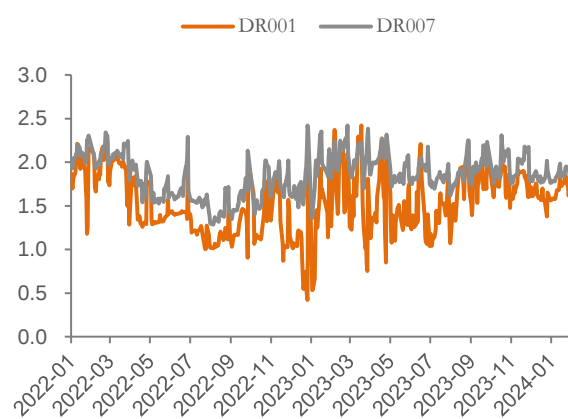
隔夜资金价格上行，7天资金价格涨跌互现。上周五 R001 升至 1.85%（较 2 月 2 日上行 10.0bp），R007 降至 1.85%（较 2 月 2 日下行 37.8bp）。上周五 DR001 升至 1.85%（较 2 月 2 日上行 13.4bp），DR007 升至 1.85%（较 2 月 2 日上行 0.6bp）。

图表 1: R001 上行, R007 下行 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: DR001 和 DR007 均上行 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

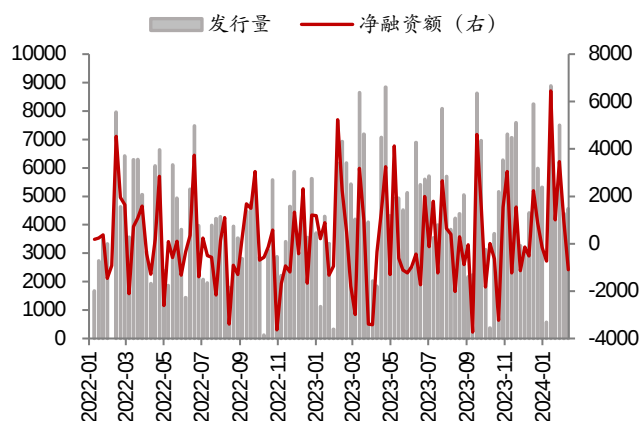
## 2、同业存单

存单发行规模上升，融资规模回落。上周存单发行量升至 4563.3 亿元（前值 4397.6 亿元），净融资降至 -1104.6 亿元（前值 949.3 亿元），下周存单到期量 5229.1 亿元。

一级发行: 1Y 期限存单发行占比上升。上周加权平均发行期限升至 0.59 年；1Y 期限发行占比上升，由 8.3% 升至 32.3%；国有行、股份行和城商行发行成功率上升，农商行发行成功率下降。

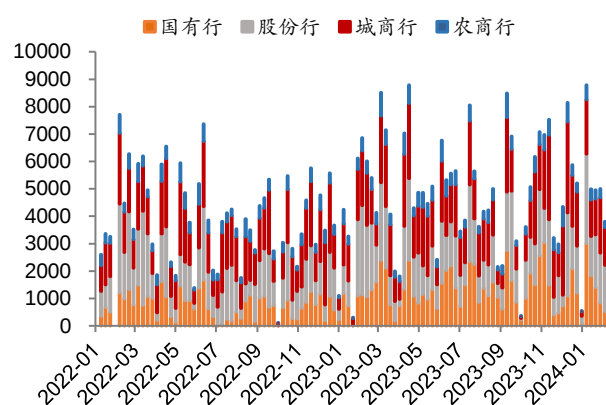
二级市场: 各期限收益率出现回落。1M 期收益率收于 1.96%（相比上周五下行 22.5bp）；3M 收于 2.17%（相比上周五下行 15.0bp）；6M 收于 2.24%（相比上周五下行 11.0bp）；9M 收于 2.27%（相比上周五下行 7.7bp）；1Y 收于 2.30%（相比上周五下行 5.5bp）。

图表 3：存单发行量上升，净融资额回落（亿元）



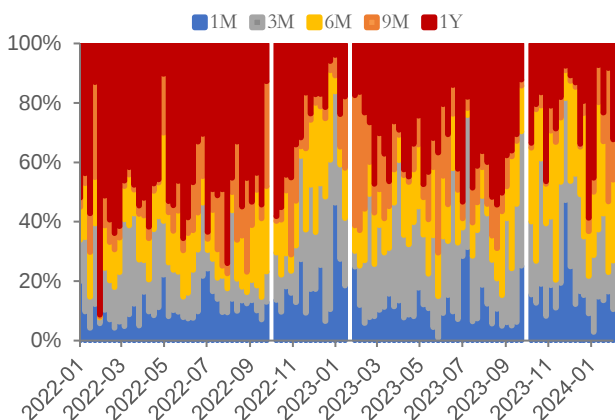
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 4：各类型银行存单发行量下降（亿元）



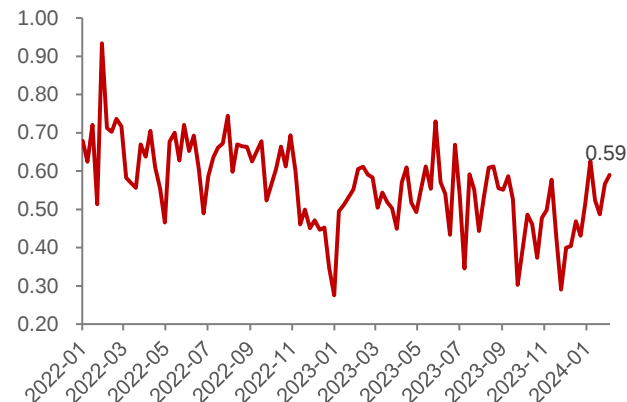
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5：1Y 期限发行占比上升（%）



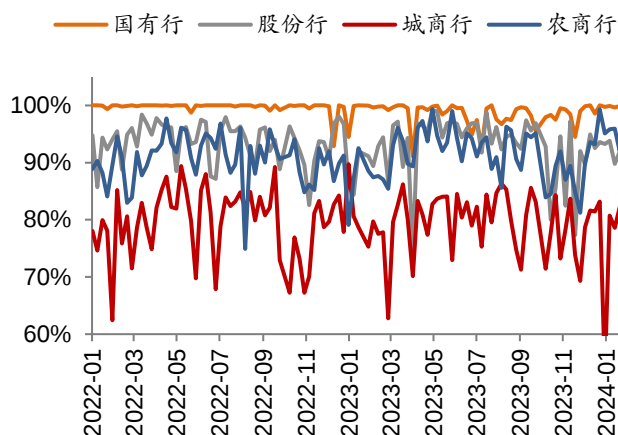
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：当周存单加权平均发行期限上升（年）



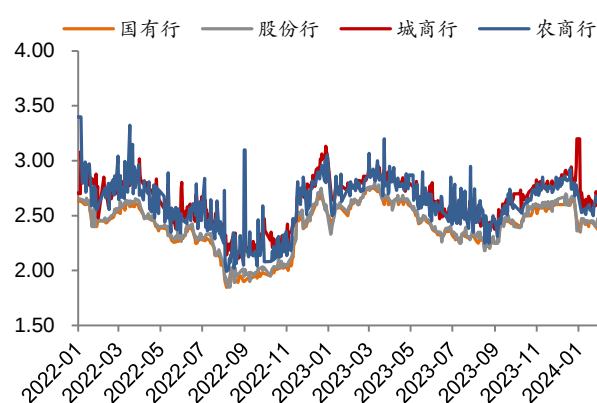
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7：农商行发行成功率下降（%）



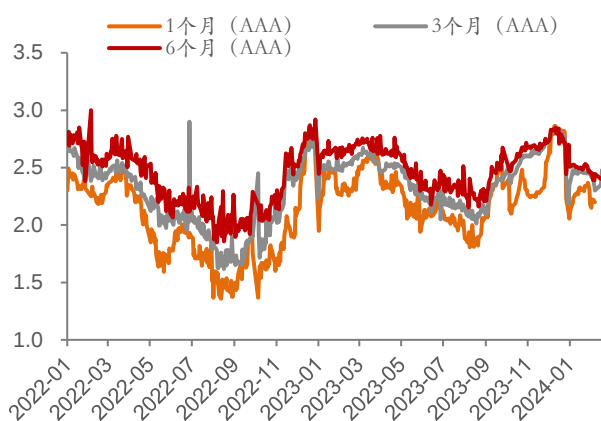
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：各类型银行存单发行利率下降（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 9：3M 和 6M 存单发行利率回落（%）



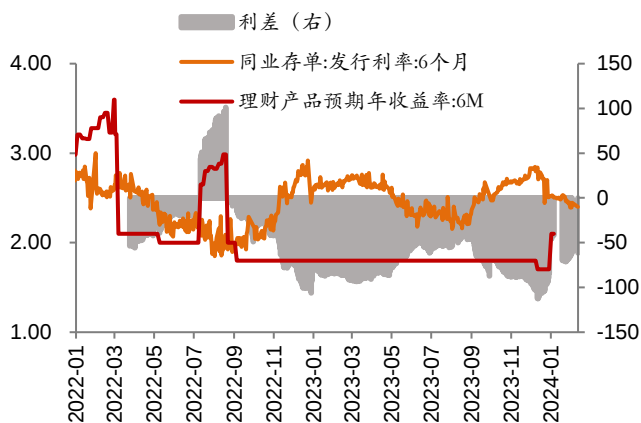
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 10：存单发行利率处于 1 年期 MLF 以下（%）



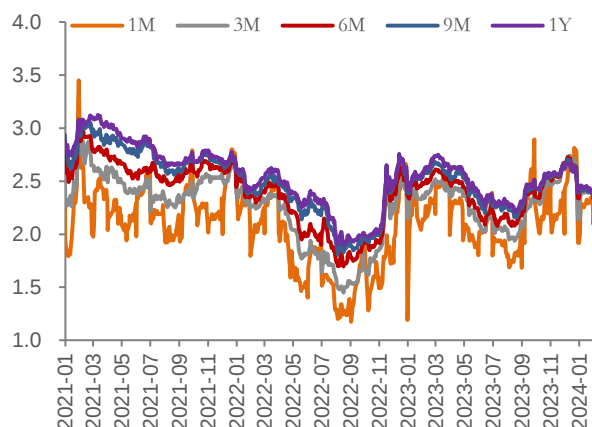
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 11：存单、理财利差小幅收窄（%，BP）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 12：各期限到期收益率回落（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

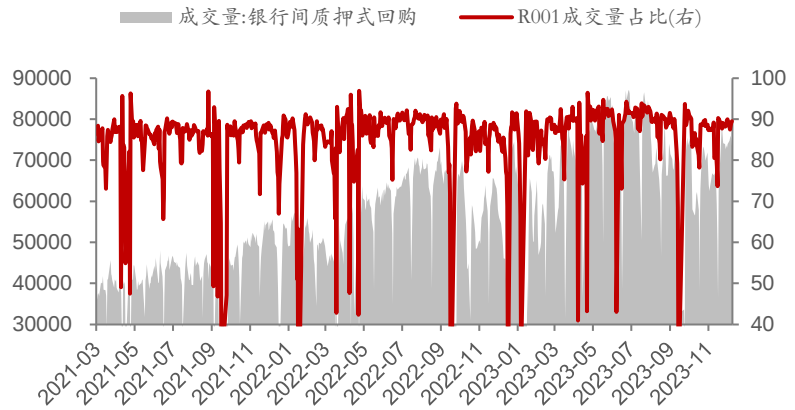
### 3、银行间质押式回购

质押式回购成交量回落，隔夜回购成交量占比上升。上周银行间市场质押式回购成交量均值降至 4.63 万亿（前一周为 6.33 万亿），隔夜回购成交占比升至 50.5%。

大行+股份行融出能力下降，银行总体融出能力下降。非银机构整体正回购余额下降、逆回购余额上升，资金缺口上升<sup>1</sup>。大行隔夜融出资金价格中枢上升至 1.85%（前一周为 1.74%）。

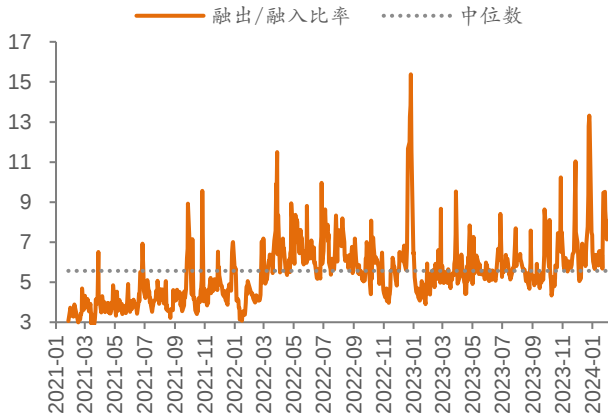
<sup>1</sup> 资金缺口采用融出/融入比率衡量，即逆回购余额/正回购余额。流动性跟踪的微观指标体系详见报告《机构行为分析手册：资金交易篇》。

图表 13: 质押式回购成交量下行、隔夜占比上升(亿元、%)



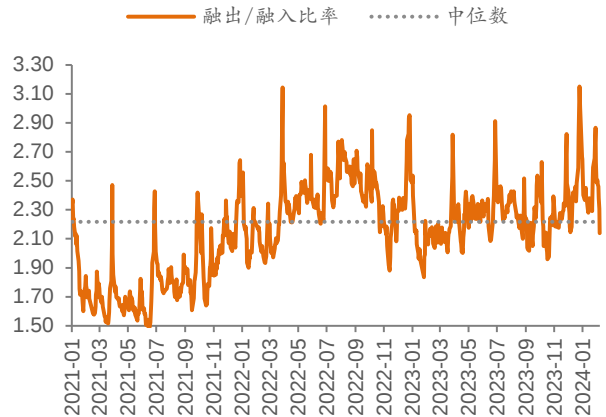
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 大行+股份行金融融出能力下降



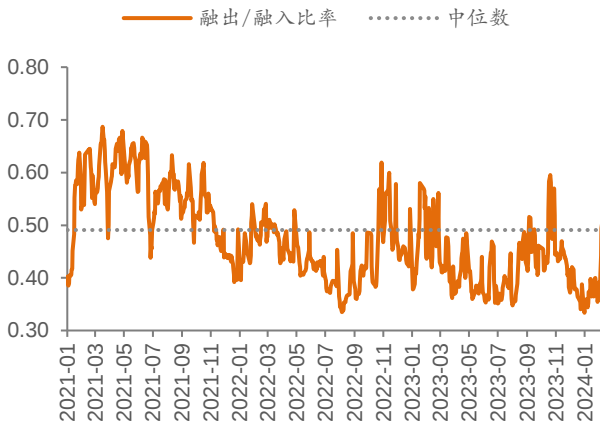
来源: CFETS, 中泰证券研究所

图表 15: 银行整体融出能力下降



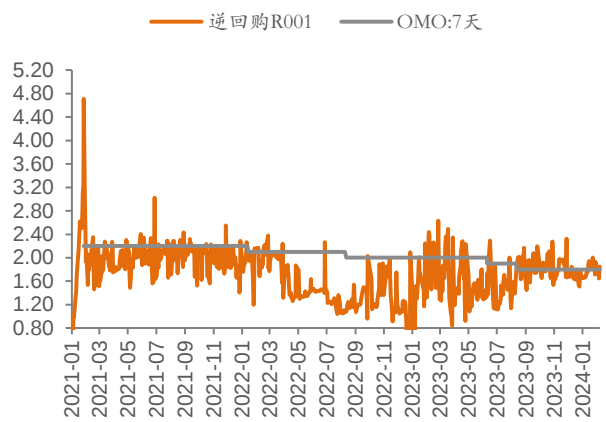
来源: CFETS, 中泰证券研究所

图表 16: 非银机构资金缺口上升



来源: CFETS, 中泰证券研究所

图表 17: 大行隔夜融出资金价格上升(%)



来源: CFETS, 中泰证券研究所

## 4、杠杆率

总体杠杆率<sup>2</sup>下降。上周银行间市场整体杠杆率由 108.9%降至 108.6%（处于 57.5%分位数，高于 2021 年以来平均值 108.4%）。

分机构来看，银行、券商、保险杠杆率上升，广义基金的杠杆率下降，具体来说：

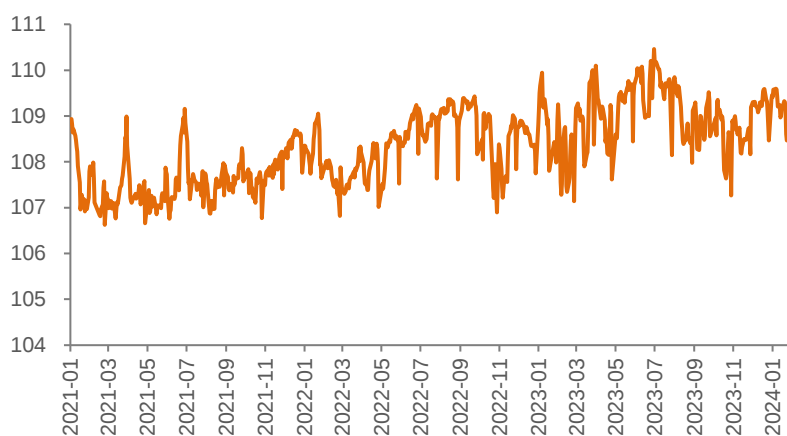
银行杠杆率由 104.0%升至 104.1%（处于 29.7%分位数，低于 2021 年以来平均值 104.3%）；

证券公司杠杆率由 204.6%升至 206.4%（处于 21.0%分位数，低于 2021 年以来平均值 212.7%）；

保险公司杠杆率由 121.4%升至 124.7%（处于 65.8%分位数，高于 2021 年以来平均值 123.6%）；

广义基金杠杆率由 117.1%降至 114.9%（处于 59.6%分位数，高于 2021 年以来平均值 113.8%）。

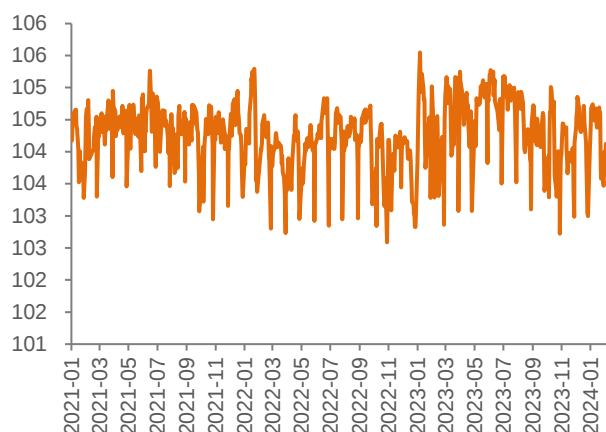
图表 18：总体杠杆率下降（%）



来源：Wind，CFETS，中泰证券研究所

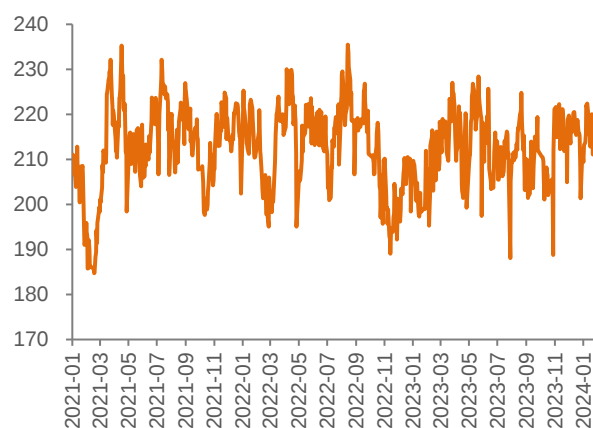
<sup>2</sup> 杠杆率=债券托管量/（债券托管量-质押式回购余额）\*100%，具体测度方法详见报告《如何日度跟踪债市杠杆率》。

图表 19: 银行杠杆率上升 (%)



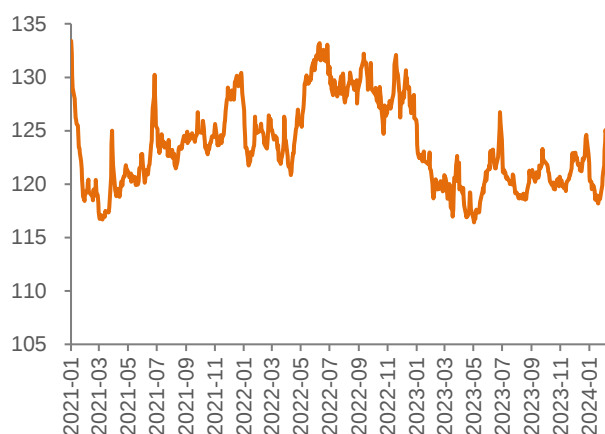
来源: Wind, CFETS, 中泰证券研究所

图表 20: 证券公司杠杆率上升 (%)



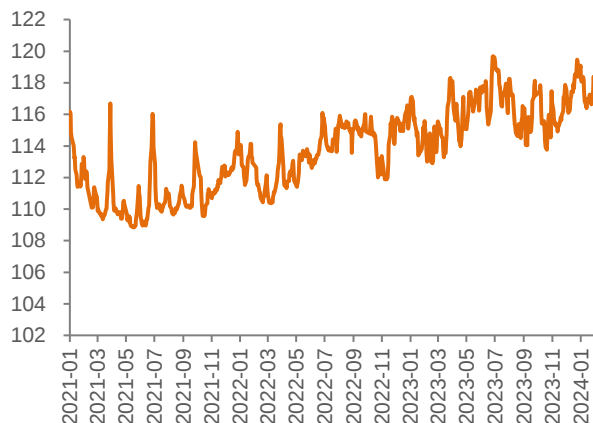
来源: Wind, CFETS, 中泰证券研究所

图表 21: 保险公司杠杆率上升 (%)



来源: Wind, CFETS, 中泰证券研究所

图表 22: 广义基金杠杆率下降 (%)



来源: Wind, CFETS, 中泰证券研究所

## 5、下周资金面关注

**公开市场:** 逆回购到期量 **11820 亿元**。周一至周五分别有 1000、3390、3960、2550、920 亿元 14D 逆回购到期。

**政府债:** 国债净发行 **1179 亿元**，地方政府债净发行 **74.95 亿元**。下周四发行国债 1980 亿元，周一有 810 亿元国债到期，净偿还规模为 810 亿元。下周三、周四分别有 501.7、256.23 亿元地方债发行，下周三、周四、周日分别有 199.2、297.57、186.21 亿元地方债到期，净发行规模为 74.95 亿元。

**同业存单:** 到期量 **5229.1 亿元**。下周一到周日分别有 778.5、1067.8、963.3、1134.5、1061.8、146、77.2 亿元同业存单到期，合计到期量 5229.1 亿元。

图表 23：下周资金面关注点（亿元）

|      |             | 2/19  | 2/20   | 2/21  | 2/22   | 2/23   | 2/24 | 2/25 | 合计           |
|------|-------------|-------|--------|-------|--------|--------|------|------|--------------|
| 公开市场 | OMO 到期      | 1000  | 3390   | 3960  | 2550   | 920    | -    | -    | 11820        |
|      | MLF、TMLF 到期 | -     | -      | -     | -      | -      | -    | -    | 0            |
|      | 国库定存到期      | -     | -      | -     | -      | -      | -    | -    | 0            |
| 政府债  | 国债发行        | -     | -      | -     | 1980   | -      | -    | -    | 净发行 1179 亿元  |
|      | 地方债发行       | -     | -      | 501.7 | 256.23 | -      | -    | -    | 净发行 74.95 亿元 |
| 同业存单 | 到期量         | 778.5 | 1067.8 | 963.3 | 1134.5 | 1061.8 | 146  | 77.2 | 5229.1       |

来源：Wind，中泰证券研究所

注：政府债、同业存单发行与到期口径为“缴款日期”。

## 6、分券种现券成交情况

上周农商行是最大的净买入方。农商行净买入规模为 552 亿元，其中净买入利率债 189 亿元、信用债 46 亿元、同业存单 316 亿元。保险净买入 399 亿元；货基净买入 262 亿元；基金净买入 176 亿元；理财净买入 113 亿元。分券种来看：

利率债方面，保险、货基、农商行分别净买入 338、215、189 亿元。本周保险净买入 338 亿元，与上周相比有所上升；货基净买入 215 亿元；农商行净买入 189 亿元；理财净买入 85 亿元；基金净卖出 43 亿元，由正转负。

信用债方面，基金、货基、保险、农商行、理财都净买入。基金、货基、保险、农商行、理财分别净买入 379、117、110、46、23 亿元。

同业存单方面，农商行大幅净买入。农商行净买入 316 亿元，相比前一周（778 亿元）大幅下降，基金、货基、保险分别净卖出 160、71、49 亿元。

图表 24：利率债、信用债、同业存单分机构净买入情况（亿元）

|           | 大行     | 股份行     | 城商行     | 外资行   | 农商行    | 券商     | 保险    | 基金     | 货基     | 理财     |
|-----------|--------|---------|---------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 利率债       |        |         |         |       |        |        |       |        |        |        |
| 0108-0112 | 166.6  | -832.6  | -497.8  | -57.7 | -96.6  | -7.6   | 367.7 | -219.0 | 259.9  | 86.3   |
| 0115-0119 | -88.9  | -890.7  | -322.5  | 76.7  | 346.0  | -160.8 | 286.7 | 426.7  | 38.8   | 58.6   |
| 0122-0126 | 591.9  | 47.1    | -987.8  | 61.6  | -987.4 | 183.0  | 163.4 | 207.7  | 69.3   | 30.2   |
| 0129-0202 | 339.5  | -898.5  | -872.3  | -66.2 | 121.6  | -190.5 | 242.4 | 377.7  | 124.0  | 14.5   |
| 0204-0209 | 49.3   | -582.7  | -175.5  | 54.4  | 189.3  | -346.6 | 337.8 | -43.0  | 215.3  | 84.9   |
| 信用债       |        |         |         |       |        |        |       |        |        |        |
| 0108-0112 | -283.2 | -438.3  | -280.7  | -14.6 | 25.4   | 149.1  | 248.1 | 340.0  | 235.6  | -114.3 |
| 0115-0119 | -243.0 | -328.3  | -169.9  | -1.7  | 43.6   | -201.2 | 114.7 | 551.6  | 203.7  | -61.9  |
| 0122-0126 | -200.5 | -323.2  | -226.7  | -9.6  | -32.8  | -136.5 | 8.3   | 535.3  | 158.8  | 31.9   |
| 0129-0202 | -172.2 | -440.2  | -285.7  | -10.0 | 30.3   | -335.9 | 53.4  | 737.4  | 216.9  | 13.0   |
| 0204-0209 | -74.9  | -292.3  | -280.7  | -0.4  | 46.1   | -287.8 | 110.4 | 379.1  | 117.1  | 23.1   |
| 同业存单      |        |         |         |       |        |        |       |        |        |        |
| 0108-0112 | 540.5  | -542.2  | -783.7  | 23.4  | 581.8  | -314.9 | 79.3  | -96.9  | -227.9 | 200.2  |
| 0115-0119 | 540.7  | -247.4  | -445.6  | 56.6  | 45.3   | -510.1 | 70.3  | -51.4  | -118.8 | 285.9  |
| 0122-0126 | 697.2  | -272.4  | -653.7  | 48.4  | 122.7  | -366.9 | 21.7  | -188.1 | 252.2  | 114.6  |
| 0129-0202 | 329.9  | -573.6  | 114.1   | 67.4  | 778.1  | -413.0 | -13.5 | -138.8 | -412.2 | -53.4  |
| 0204-0209 | 322.1  | -39.8   | -56.0   | 12.7  | 316.3  | -364.5 | -48.9 | -160.0 | -70.7  | 4.8    |
| 合计        |        |         |         |       |        |        |       |        |        |        |
| 0108-0112 | 423.9  | -1813.1 | -1562.2 | -48.9 | 510.6  | -173.5 | 695.1 | 24.1   | 267.6  | 172.3  |
| 0115-0119 | 208.7  | -1466.4 | -937.9  | 131.6 | 435.0  | -872.1 | 471.7 | 926.9  | 123.7  | 282.6  |
| 0122-0126 | 1088.6 | -548.5  | -1868.3 | 100.4 | -897.5 | -320.3 | 193.4 | 554.8  | 480.3  | 176.6  |
| 0129-0202 | 497.2  | -1912.3 | -1044.0 | -8.8  | 930.0  | -939.4 | 282.4 | 976.2  | -71.3  | -25.8  |
| 0204-0209 | 296.4  | -914.7  | -512.2  | 66.7  | 551.8  | -999.0 | 399.3 | 176.1  | 261.7  | 112.8  |

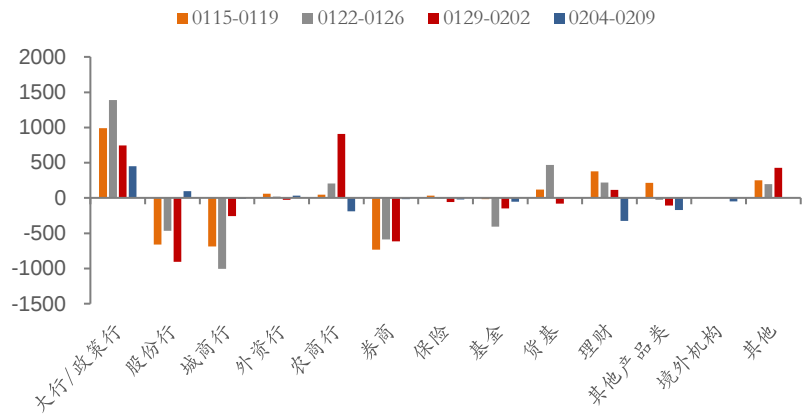
来源：CFETS，中泰证券研究所

## 7、分期限现券成交情况

**分期限：**农商行主要减持 1Y 以下短债；基金大幅增持 10Y 以上长债，少量增持或减持其余各期限债券；保险增持 7-10Y 长债；理财主要增持 7-10Y 债券，减持 1-3Y 债券；货基少量增持 7-10Y 和 10Y 以上债券。

**1) 1Y 以下：**理财、农商行、基金、保险分别净卖出 326、190、51、19 亿元。

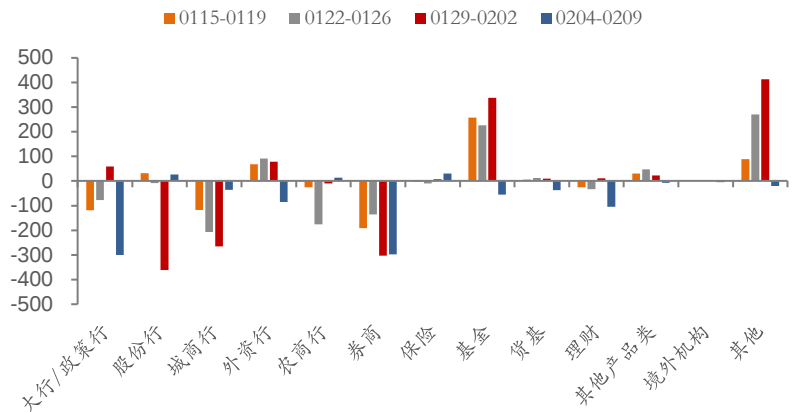
图表 25: 1Y 及以下现券分机构净买入情况 (亿元)



来源: CFETS, 中泰证券研究所

2) 1-3Y 现券: 理财、基金、货基分别净卖出 104、55、37 亿元, 其余交易规模较小。

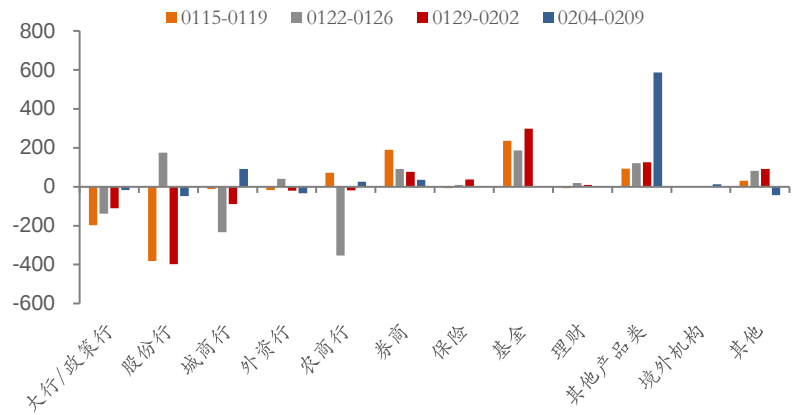
图表 26: 1-3Y 现券分机构净买入情况 (亿元)



来源: CFETS, 中泰证券研究所

3) 3-5Y: 农商行净买入 26 亿元, 其余交易规模较小。

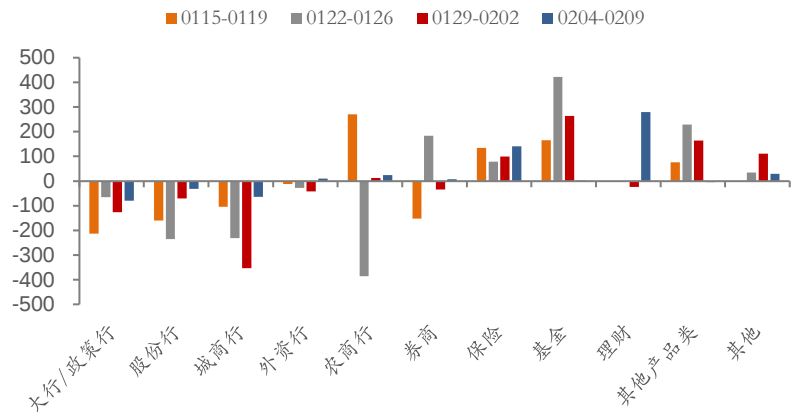
图表 27: 3-5Y 现券分机构净买入情况 (亿元)



来源: CFETS, 中泰证券研究所

4) 7-10Y: 理财大幅净买入 280 亿元, 保险、农商行、货基分别净买入 141、24、5 亿元。

图表 28: 7-10Y 现券分机构净买入情况 (亿元)

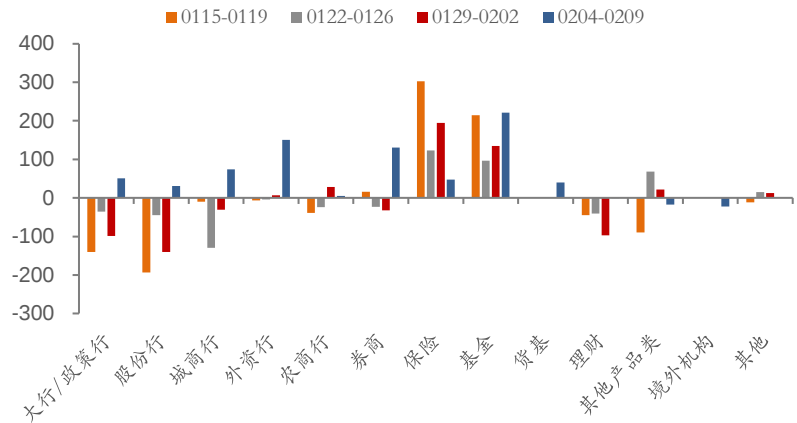


来源: CFETS, 中泰证券研究所

5) 10Y 以上: 上周基金净买入超长债规模升至 221 亿元, 保险、货基分别净买入 48、40 亿元。

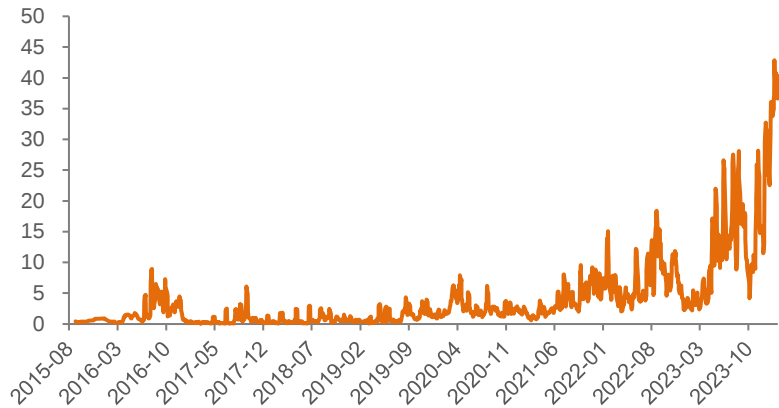
超长债换手率有所回落, 上周换手率由 39.0% 降至 27.0% (处于 97.9% 分位数)。

图表 29: 10Y 以上现券分机构净买入情况 (亿元)



来源: CFETS, 中泰证券研究所

图表 30: 超长债换手率 (7DMA, %)



来源: CFETS, 中泰证券研究所

## 8、现券分机构净买入加权平均久期

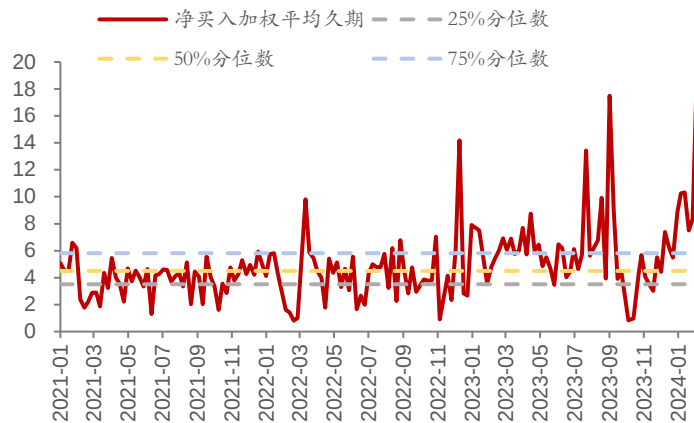
**基金:** 净买入加权平均久期由 8.4 年升至 17.6 年 (高于 2021 年以来的均值 4.9 年, 处于 99%分位数)。

**农商行:** 净买入加权平均久期由 2.0 年升至 3.5 年 (低于 2021 年以来的均值 3.9 年, 处于 53%分位数)。

**保险:** 净买入加权平均久期由 17.0 年升至 18.0 年 (高于 2021 年以来的均值 13.6 年, 处于 78%分位数)。

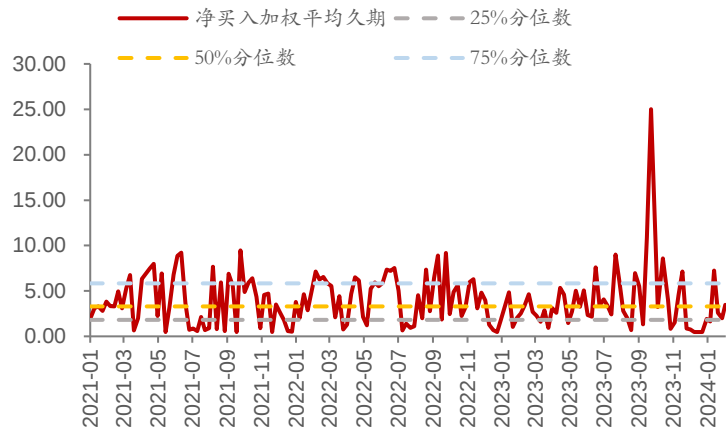
**理财:** 净买入加权平均久期由 1.0 年降至 0.9 年 (低于 2021 年以来的均值 2.8 年, 处于 32%分位数)。

图表 31: 基金净买入加权平均久期 (年)



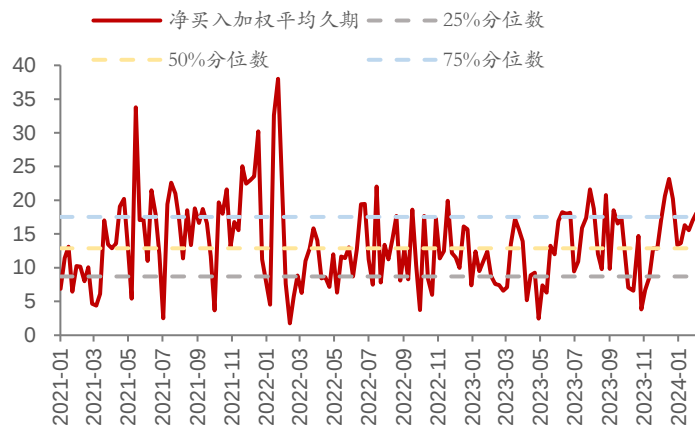
来源: CFETS, 中泰证券研究所

图表 32: 农商行净买入加权平均久期 (年)



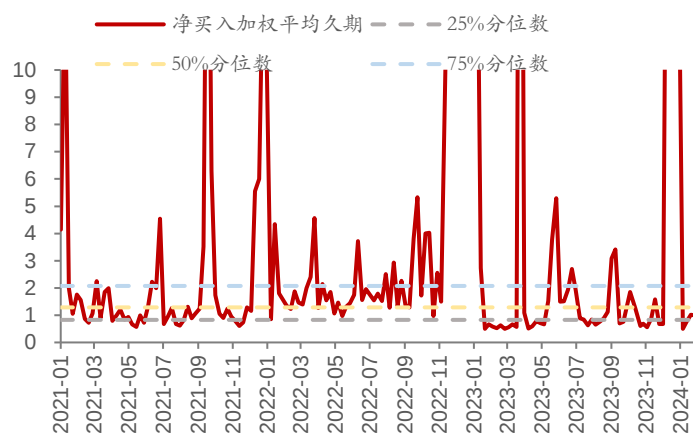
来源: CFETS, 中泰证券研究所

图表 33: 保险净买入加权平均久期 (年)



来源: CFETS, 中泰证券研究所

图表 34：理财净买入加权平均久期（年）



来源：CFETS，中泰证券研究所

风险提示：数据更新不及时及提取失误、数据口径调整等。