

“金融脱媒”愈发明显

——金融风向标 2026-W15

□ 本周中东局势持续缓和，科技股带来市场继续反弹，市场风险偏好有所回升。与此同时，银行板块同步走强，申万银行板块上涨 1.26%，其中大行表现尤为突出，涨幅达 3.15%。往后看，尽管本周 A 股反弹明显，但考虑到地缘政治的复杂性与分歧的持续性，市场仍可能处于震荡格局，风险偏好尚未形成趋势性回升。银行板块方面，市场交易主线或从情绪面向基本面转移，考虑到银行净息差企稳预期、基本面改善支撑与估值优势，值得持续重点关注。

□ 【周观察·动向】

监管动态：中国人民银行公布 3 月社融数据，3 月社融新增 5.2 万亿，同比少增 6701 亿。中国理财网发布《中国银行业理财市场季度报告（2026 年一季度）》，截至 2026 年 3 月末，银行理财规模 31.91 万亿，较年初下降 1.38 万亿元。**行业动态：**招行发行 300 亿元永续债，农行发行 500 亿 TLAC 债。**市场动态：**万得全 A 指数上涨 2.74%，申万银行板块上涨 1.26%，其中大行上涨 3.15%。

□ 【周综述·数据】

公开市场操作与资金利率：本周央行净回笼 0.1 万亿，本期短端资金利率整体下行，银行间质押式回购利率回落。DR001、DR007、DR014 均较上期下行，各期限 Shibor 亦全线走低，3M 及以上中长期品种降幅更为显著。**银行资产负债跟踪：**资产端，国债收益率曲线整体下移，各期限收益率普遍下行，降幅整体呈现中长期略大的特征。4 月大行票据转贴现累计净买入规模同比多增，本期末 1M、3M 和半年票据利率分别为 1.03%、0.9%、0.91%，分别较上期末变动 -9bp、-5bp、-7bp。负债端，本期同业存单发行额增加，净融资额增加，同业存单利率全线下行。

□ 【周评论·热点】“金融脱媒”愈发明显

1. 直接融资对社融的贡献率显著提升。一季度，社融新增 14.8 万亿，超出过去三年同期平均（14.2 万亿），其中表内信贷与政府债融资均不及上年同期。相比“信贷+政府债”两项传统的社融驱动，企业直接融资新增 1.2 万亿，同比多增 87%。直接融资对社融增长的贡献达到 8%，较上年同期提高 4 个百分点。相比之下，表内信贷的贡献率则从 64%降至 40%。

2. “减量提质”导向下，人民币信贷下滑明显。一季度人民币贷款新增 8.6 万亿，不及过去三年同期平均约 10 万亿。结构上，“居民弱、企业强”的信贷投放格局依旧。居民信贷的大幅下滑一方面与居民融资需求疲弱有关，另一方面则与银行主动控制零售信贷风险有关。企业贷款结构方面，中长期贷款与上年同期基本持平，短期贷款同比多增，反映企业经营恢复。这从 PMI 数据中可以得到验证。往后看，在“推进中小金融机构减量提质”的政策导向下，银行总体信贷投放仍有下滑空间，结构性分化现象或更加明显。

3. M1 与 M2 同步下滑，资金活化程度减弱。一季度末，M1 同比 5.1%，较上月下滑 0.8 个百分点。结构上，个人活期存款增速 6.15%，较上月下滑 2.26 个百分点；企业活期存款增速 9.73%，与上月基本持平。个人活期存款的明显减少，主要与上年同期高基数有关。M2 同比 8.5%，较上月下滑 0.5 个百分点。结构上，银行贷款与自营购债均不及上年同期。M2-M1 增速剪刀差扩大到 3.4%（前值 3.1%），反映资金活化能力减弱。

推荐（维持）

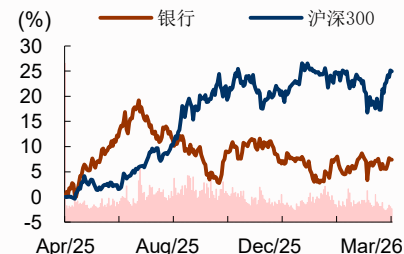
总量研究/银行

行业规模

		占比%
股票家数（只）	41	0.8
总市值（十亿元）	10729.3	9.4
流通市值（十亿元）	10114.7	9.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.7	-1.5	7.0
相对表现	-2.7	-6.3	-18.4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《人民币国际化迎来历史机遇——金融风向标 2026-W14》2026-04-12
- 2、《石油美元视角下的美伊冲突走向与影响——金融参考之二》2026-04-12
- 3、《上市银行 2025 年报点评——金融风向标 2026-W13》2026-04-06

马瑞超 S1090522100002

✉ maruichao@cmschina.com.cn

戴甜甜 S1090523070003

✉ daitiantian@cmschina.com.cn

□ 风险提示：经济基本面改善偏慢；政策力度低于预期；存款竞争加剧。

图表目录

图 1: 各指数涨跌幅（2024 年 VS2025 年 VS2026 年以来）4

图 2: 5Y 国债综合收益率 VS 一般贷款收益率9

图 3: 30Y 国债综合收益率 VS 按揭贷款收益率9

图 4: 国债单月日度累计净融资（亿元）10

图 5: 政策性银行债单月日度累计净融资（亿元）10

图 6: 国债收益率曲线（%）11

图 7: 各类机构转贴现净买入量(不含托收、直贴)-单月累计，亿元.....11

图 8: 1M 票据利率月内走势（%）12

图 9: 3M 票据利率月内走势（%）12

图 10: 6M 票据利率月内走势（%）13

图 11: 大行存款平均挂牌利率（%）13

图 12: 同业存单日度累计净融资（亿元）14

表 1: 行业动态3

表 2: 各银行股涨跌幅及股息率数据4

表 3: 央行公开市场操作一览（亿元）6

表 4: 各项市场利率一览（%）6

表 5: 调整后增值税下银行贷债收益比价-202604178

周观察·动向

➤ 监管动态

1. 中国人民银行公布 3 月社融数据，3 月社融新增 5.2 万亿，同比少增 6701 亿。
2. 中国理财网发布《中国银行业理财市场季度报告（2026 年一季度）》，截至 2026 年 3 月末，银行理财规模 31.91 万亿，较年初下降 1.38 万亿元。

➤ 行业动态

招行发行 300 亿元永续债，农行发行 500 亿 TLAC 债。

表 1：行业动态

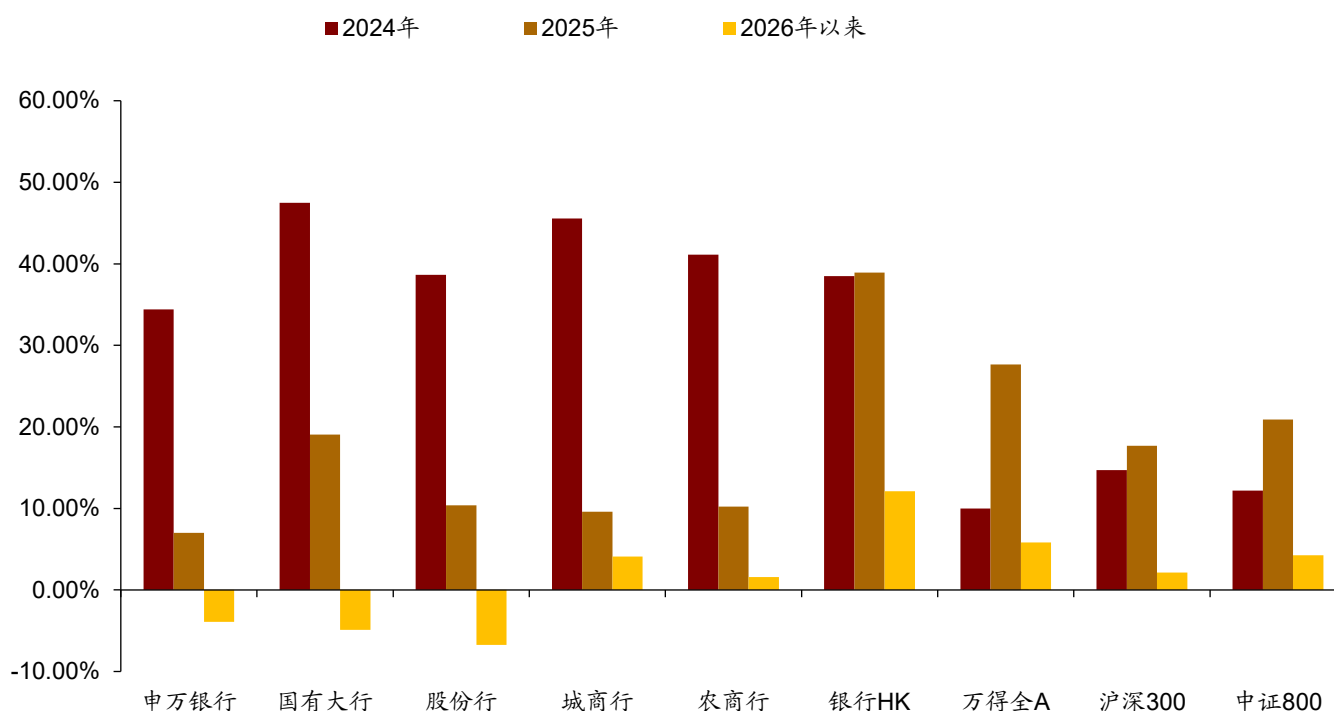
公告日期	银行名称	公告标题	细则
2026/4/16	招商银行	关于无固定期限资本债券发行完毕的公告	本期债券于 2026 年 4 月 10 日簿记建档，并于 2026 年 4 月 14 日完成发行。本期债券发行规模为人民币 300 亿元，前 5 年票面利率为 2.05%，每 5 年调整一次，在第 5 年及之后的每个付息日附发行人有条件赎回权。
2026/4/17	农业银行	关于 2026 年总损失吸收能力非资本债券（第一期）（债券通）发行完毕的公告	本期债券于 2026 年 4 月 14 日簿记建档，于 2026 年 4 月 16 日发行完毕。本期债券发行总规模为人民币 500 亿元，分为三个品种。其中品种一为 4 年期固定利率债券，发行规模为人民币 200 亿元，票面利率为 1.80%，在第 3 年末附有条件的发行人赎回权；品种二为 6 年期固定利率债券，发行规模为人民币 200 亿元，票面利率为 2.00%，在第 5 年末附有条件的发行人赎回权；品种三为 11 年期固定利率债券，发行规模为人民币 100 亿元，票面利率为 2.27%，在第 10 年末附有条件的发行人赎回权。

资料来源：Wind，招商证券

➤ 市场动态

本周，万得全 A 指数上涨 2.74%，申万银行板块上涨 1.26%，大行上涨 3.15%。
年初以来，A 股上市银行中，青岛银行、渝农商行和杭州银行涨幅排名前三位。

图 1：各指数涨跌幅（2024 年 VS2025 年 VS2026 年以来）



资料来源：Wind，招商证券

表 2：各银行股涨跌幅及股息率数据

简称	分红率	动态股息率	PE (TTM)	PB	近一周涨跌幅	近一月涨跌幅	年初以来涨跌幅	25 年涨跌幅
华夏银行	25.9%	5.88%	4.41	0.36	-1.7%	-1.7%	5.6%	-9.8%
北京银行	30.0%	5.92%	5.07	0.41	0.6%	-1.8%	-1.1%	-6.5%
光大银行	30.3%	5.50%	5.50	0.38	-0.3%	-4.8%	-6.1%	-5.6%
成都银行	29.6%	5.27%	5.61	0.86	-1.1%	-1.0%	6.9%	-1.3%
上海银行	31.2%	5.24%	5.95	0.59	1.6%	-3.1%	-3.6%	16.3%
兴业银行	31.0%	5.79%	5.35	0.48	-0.7%	-3.2%	-10.0%	15.0%
平安银行	28.8%	5.41%	5.33	0.47	-0.7%	-0.2%	-3.5%	2.7%
江苏银行	31.5%	5.10%	6.18	0.80	0.5%	-0.7%	7.5%	11.2%
沪农商行	33.9%	4.76%	7.13	0.70	-0.7%	2.4%	-1.6%	14.4%
招商银行	35.3%	5.10%	6.93	0.91	0.8%	-1.5%	-3.7%	11.8%
民生银行	30.1%	5.09%	5.92	0.29	-0.3%	-5.4%	-3.1%	-3.1%
浙商银行	30.1%	4.34%	6.93	0.47	1.7%	-3.5%	-0.7%	9.2%
南京银行	32.4%	4.81%	6.73	0.76	1.8%	-3.6%	-2.8%	12.2%
张家港行	28.6%	4.88%	5.85	0.59	0.4%	-3.4%	-1.3%	12.0%
贵阳银行	20.5%	4.96%	4.14	0.34	0.7%	-2.2%	-1.4%	2.7%
中信银行	31.7%	4.65%	6.82	0.63	-0.2%	4.7%	6.4%	15.1%
长沙银行	22.5%	4.64%	4.84	0.55	0.6%	-5.2%	-2.2%	16.3%
渝农商行	30.7%	4.46%	6.88	0.62	-1.2%	1.7%	15.1%	11.9%
江阴银行	24.2%	4.59%	5.27	0.61	2.9%	-0.6%	2.4%	12.3%
重庆银行	30.0%	4.14%	7.24	0.67	4.3%	-6.8%	-0.1%	21.6%
交通银行	16.7%	2.42%	6.92	0.54	2.4%	0.3%	-4.0%	0.4%
苏州银行	31.7%	4.20%	7.55	0.79	5.5%	3.5%	4.6%	7.2%
厦门银行	34.5%	4.06%	8.49	0.72	1.2%	-2.1%	2.6%	35.8%

建设银行	30.5%	4.13%	7.38	0.71	1.8%	1.6%	1.4%	12.9%
兰州银行	30.5%	4.55%	6.69	0.42	0.0%	-5.5%	-1.8%	-1.8%
中国银行	31.8%	3.92%	8.11	0.69	2.1%	4.9%	0.7%	10.8%
工商银行	31.3%	4.17%	7.50	0.69	1.8%	0.7%	-6.2%	21.5%
杭州银行	24.5%	3.64%	6.73	0.92	-0.9%	-1.0%	11.2%	8.9%
无锡银行	23.8%	4.25%	5.61	0.55	0.5%	-6.3%	-4.7%	5.8%
青农商行	23.3%	4.17%	5.59	0.45	0.0%	-5.7%	-3.5%	5.2%
瑞丰银行	21.0%	4.00%	5.24	0.52	0.2%	-7.9%	-7.9%	5.2%
邮储银行	32.7%	4.31%	7.59	0.60	1.4%	-1.9%	-4.9%	0.7%
常熟银行	19.8%	3.47%	5.70	0.80	2.6%	-0.7%	2.4%	7.7%
浦发银行	30.2%	4.26%	7.10	0.45	-0.3%	-5.0%	-20.7%	24.6%
青岛银行	21.1%	3.42%	6.18	0.75	2.1%	0.4%	17.4%	19.1%
宁波银行	22.8%	3.08%	7.39	0.92	2.9%	0.6%	10.9%	20.7%
苏农银行	17.0%	3.52%	4.83	0.52	0.8%	-5.1%	-4.0%	10.1%
紫金银行	22.5%	3.41%	6.62	0.49	-0.4%	-7.0%	-1.5%	0.3%
农业银行	31.9%	3.53%	9.02	0.89	7.1%	4.4%	-8.1%	52.7%
齐鲁银行	22.8%	3.13%	7.30	0.80	5.9%	6.0%	9.2%	7.5%
西安银行	17.4%	2.88%	6.04	0.47	0.3%	-4.0%	-2.2%	5.0%
郑州银行	0.0%	0.00%	11.69	0.37	0.0%	-6.7%	-5.7%	-7.3%

资料来源: Wind, 招商证券, 注: 动态股息率=分红率/PE(TTM), 部分已披露 25 年报的银行分红率为 2025 年数据, 其余为 2024 年数据。

周综述·数据

资金运行态势

公开市场操作:

本周,公开市场操作净回笼 1005 亿元逆回购。下周共有 30 亿元逆回购到期,周一至周五分别到期 5 亿元、10 亿元、5 亿元、5 亿元、5 亿元。

表 3: 央行公开市场操作一览(亿元)

日期	7 天期逆回购		14 天期逆回购		买断式逆回购		资金投放情况
	操作量	到期量	操作量	到期量	操作量	到期量	净回笼/投放
2026/4/13	5	0	0	0	0	0	5
2026/4/14	10	5	0	0		0	5
2026/4/15	5	5	0	0	5000	6000	-1000
2026/4/16	5	5	0	0	0	0	0
2026/4/17	5	20	0	0	0	0	-15
合计	30	35	0	0	5000	6000	-1005

资料来源: Wind, 招商证券

资金利率:

本期短端资金利率整体下行,银行间质押式回购利率回落。DR001、DR007、DR014 均较上期下行,各期限 Shibor 亦全线走低,3M 及以上中长期品种降幅更为显著。AAA 级 NCD 利率全线下行,各期限收益率均有所下降。国债收益率曲线整体下移,各期限收益率普遍下行,降幅整体呈现中长期略大的特征。

DR:本期末 DR001、DR007、DR014 分别为 1.22%、1.32%、1.35%,分别较上期变动-0.4BP、-0.3BP、-3.8BP。

Shibor:1M、3M、6M、9M、1Y 分别为 1.44%、1.45%、1.47%、1.48%、1.50%,分别较上期变动-2.1BP、-1.9BP、-1.8BP、-1.3BP、-0.8BP。

NCD:期末 1M、3M、6M、9M、1Y AAA 级 NCD 到期收益率分别为 1.34%、1.39%、1.44%、1.45%、1.47%,分别较上期变动-4.0BP、-0.5BP、-0.5BP、-2.5BP、-0.8BP。

国债:本期末 1Y、3Y、5Y、10Y、30Y 分别为 1.16%、1.33%、1.50%、1.76%、2.25%,较上期末分别变动-5.0BP、-3.4BP、-5.4BP、-5.1BP、-5.5BP。

表 4: 各项市场利率一览(%)

指标名称	DR001	DR007	DR014	DR021	DR1M
环比变化(单位 BP)	-0.38	-0.32	-3.79	-2.07	
2026/4/17	1.22	1.32	1.35	1.37	
2026/4/10	1.23	1.32	1.39	1.39	1.38
2026/4/3	1.23	1.34	1.42	1.39	1.39
2026/3/27	1.32	1.44	1.49	1.52	
2026/3/20	1.32	1.42	1.53		1.49
指标名称	SHIBOR:1M	SHIBOR:3M	SHIBOR:6M	SHIBOR:9M	SHIBOR:1Y
环比变化(单位 BP)	-2.05	-1.90	-1.75	-1.30	-0.85
2026/4/17	1.44	1.45	1.47	1.48	1.50

2026/4/10	1.46	1.47	1.48	1.49	1.51
2026/4/3	1.48	1.49	1.50	1.51	1.53
2026/3/27	1.50	1.51	1.52	1.53	1.54
2026/3/20	1.51	1.52	1.53	1.55	1.56
指标名称	NCD(AAA):1M	NCD(AAA):3M	NCD(AAA):6M	NCD(AAA):9M	NCD(AAA):1Y
环比变化 (单位 BP)	-4.00	-0.50	-0.50	-2.53	-0.75
2026/4/17	1.34	1.39	1.44	1.45	1.47
2026/4/10	1.38	1.40	1.44	1.47	1.48
2026/4/3	1.38	1.41	1.44	1.45	1.48
2026/3/27	1.42	1.46	1.48	1.51	1.53
2026/3/20	1.46	1.47	1.47	1.50	1.52
指标名称	国债收益率:1Y	国债收益率:3Y	国债收益率:5Y	国债收益率:10Y	国债收益率:30Y
环比变化 (单位 BP)	-5.00	-3.44	-5.38	-5.05	-5.55
2026/4/17	1.16	1.33	1.50	1.76	2.25
2026/4/10	1.21	1.36	1.55	1.81	2.31
2026/4/3	1.24	1.33	1.55	1.82	2.37
2026/3/27	1.25	1.32	1.55	1.82	2.35
2026/3/20	1.26	1.35	1.56	1.83	2.39

资料来源: Wind, 招商证券

➤ 银行资产负债跟踪

资产端

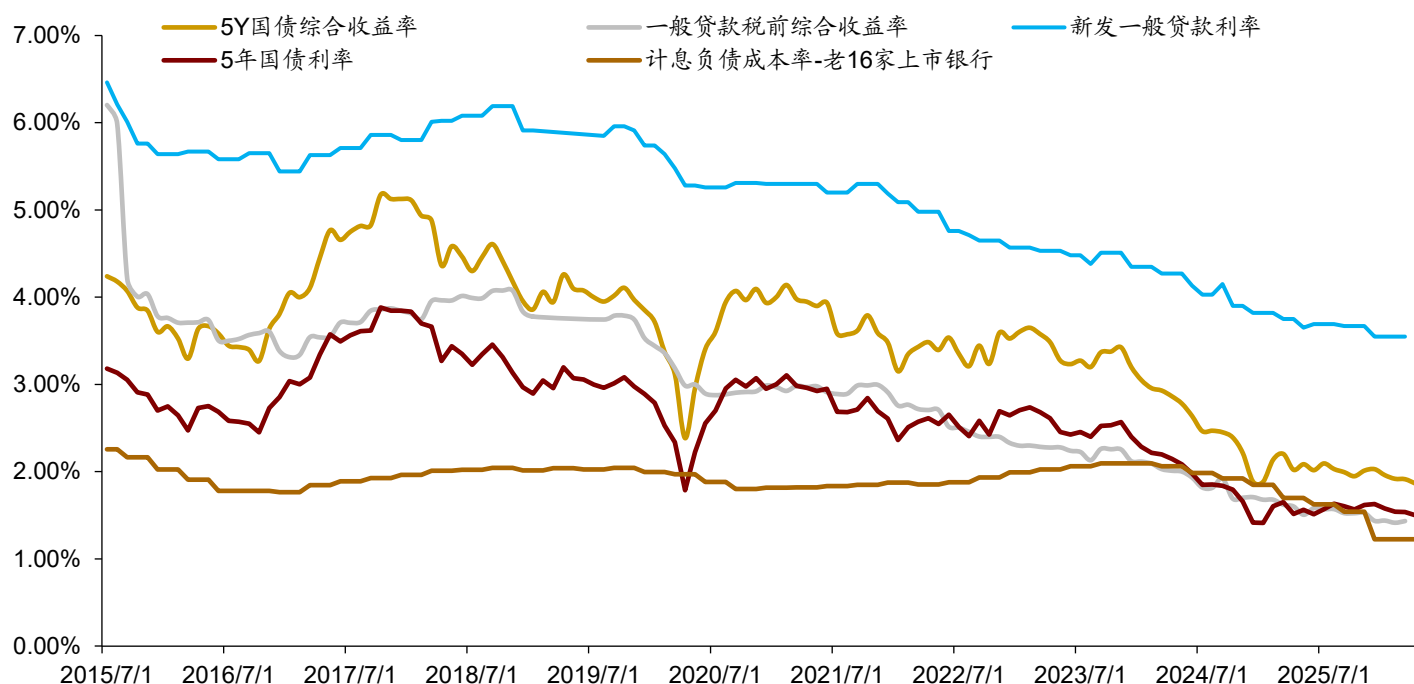
1. 银行核心资产比价

表 5: 调整后增值税下银行贷债收益比价-20260417

期限	债券类型	综合收益	最新利率	增值税前利率	增值税附加	纳税所得	税盾收益	税前利率	风险权重	资本占用	信用成本	税前收益	存款收益	综合收益
1Y 以内	同业存单 (AAA) : 3M	1.22%	1.39%	1.39%	0.00%	1.39%	0.00%	1.39%	20%	0.17%	0.00%	1.22%		1.22%
	同业存单 (AAA) : 1Y	1.13%	1.47%	1.47%	0.00%	1.47%	0.00%	1.47%	40%	0.34%	0.00%	1.13%		1.13%
1Y	国债: 1Y	1.45%	1.16%	1.10%	0.72%	1.09%	0.36%	1.45%	0%	0.00%	0.00%	1.45%		1.45%
	国开债: 1Y	1.31%	1.40%	1.32%	0.72%	1.31%	0.00%	1.31%	0%	0.00%	0.00%	1.31%		1.31%
	地方政府债 (AAA) : 1Y	1.46%	1.27%	1.20%	0.72%	1.19%	0.40%	1.59%	15%	0.13%	0.00%	1.46%		1.46%
	城投债 (AAA) : 1Y	0.53%	1.55%	1.47%	0.72%	1.46%	0.00%	1.46%	100%	0.85%	0.25%	0.36%	0.17%	0.53%
	企业债 (AAA) : 1Y	0.37%	1.52%	1.44%	0.72%	1.43%	0.00%	1.43%	85%	0.72%	0.50%	0.20%	0.17%	0.37%
	商金债 (AAA) : 1Y	1.06%	1.50%	1.41%	0.72%	1.40%	0.00%	1.40%	40%	0.34%	0.00%	1.06%		1.06%
	二级资本债 (AAA-) : 1Y	0.17%	1.55%	1.46%	0.72%	1.45%	0.00%	1.45%	150%	1.27%	0.00%	0.17%		0.17%
3Y	国债: 3Y	1.65%	1.33%	1.25%	0.72%	1.24%	0.41%	1.65%	0%	0.00%	0.00%	1.65%		1.65%
	国开债: 3Y	1.45%	1.55%	1.46%	0.72%	1.45%	0.00%	1.45%	0%	0.00%	0.00%	1.45%		1.45%
	地方政府债 (AAA) : 3Y	1.62%	1.40%	1.32%	0.72%	1.31%	0.44%	1.75%	15%	0.13%	0.00%	1.62%		1.62%
	城投债 (AAA) : 3Y	0.69%	1.73%	1.63%	0.72%	1.62%	0.00%	1.62%	100%	0.85%	0.25%	0.52%	0.17%	0.69%
	企业债 (AAA) : 3Y	0.56%	1.72%	1.62%	0.72%	1.61%	0.00%	1.61%	85%	0.72%	0.50%	0.39%	0.17%	0.56%
	商金债 (AAA) : 3Y	1.17%	1.61%	1.52%	0.72%	1.51%	0.00%	1.51%	40%	0.34%	0.00%	1.17%		1.17%
	二级资本债 (AAA-) : 3Y	0.40%	1.78%	1.68%	0.72%	1.67%	0.00%	1.67%	150%	1.27%	0.00%	0.40%		0.40%
5Y	国债: 5Y	1.87%	1.50%	1.41%	0.72%	1.40%	0.47%	1.87%	0%	0.00%	0.00%	1.87%		1.87%
	国开债: 5Y	1.54%	1.64%	1.55%	0.72%	1.54%	0.00%	1.54%	0%	0.00%	0.00%	1.54%		1.54%
	地方政府债 (AAA) : 5Y	1.88%	1.61%	1.52%	0.72%	1.51%	0.50%	2.01%	15%	0.13%	0.00%	1.88%		1.88%
	城投债 (AAA) : 5Y	0.81%	1.86%	1.76%	0.72%	1.74%	0.00%	1.74%	100%	0.85%	0.25%	0.64%	0.17%	0.81%
	企业债 (AAA) : 5Y	0.65%	1.82%	1.72%	0.72%	1.70%	0.00%	1.70%	85%	0.72%	0.50%	0.48%	0.17%	0.65%
	商金债 (AAA) : 5Y	1.24%	1.69%	1.59%	0.72%	1.58%	0.00%	1.58%	40%	0.34%	0.00%	1.24%		1.24%
	二级资本债 (AAA-) : 5Y	0.57%	1.97%	1.86%	0.72%	1.85%	0.00%	1.85%	150%	1.27%	0.00%	0.57%		0.57%
10Y	国债: 10Y	2.20%	1.76%	1.66%	0.72%	1.65%	0.55%	2.20%	0%	0.00%	0.00%	2.20%		2.20%
	国开债: 10Y	1.72%	1.84%	1.74%	0.72%	1.72%	0.00%	1.72%	0%	0.00%	0.00%	1.72%		1.72%
	地方政府债 (AAA) : 10Y	2.27%	1.92%	1.81%	0.72%	1.80%	0.60%	2.40%	15%	0.13%	0.00%	2.27%		2.27%
	城投债 (AAA) : 10Y	1.13%	2.20%	2.07%	0.72%	2.06%	0.00%	2.06%	100%	0.85%	0.25%	0.96%	0.17%	1.13%
	企业债 (AAA) : 10Y	0.98%	2.17%	2.05%	0.72%	2.03%	0.00%	2.03%	85%	0.72%	0.50%	0.81%	0.17%	0.98%
	商金债 (AAA) : 10Y	1.57%	2.04%	1.93%	0.72%	1.91%	0.00%	1.91%	40%	0.34%	0.00%	1.57%		1.57%
	二级资本债 (AAA-) : 10Y	0.84%	2.26%	2.13%	0.72%	2.11%	0.00%	2.11%	150%	1.27%	0.00%	0.84%		0.84%
30Y	国债: 30Y	2.81%	2.25%	2.12%	0.72%	2.11%	0.70%	2.81%	0%	0.00%	0.00%	2.81%		2.81%
	国开债: 30Y	2.23%	2.38%	2.25%	0.72%	2.23%	0.00%	2.23%	0%	0.00%	0.00%	2.23%		2.23%
贷款	一般贷款	1.60%	3.55%	3.35%	0.72%	3.32%	0.00%	3.32%	75%	0.64%	1.50%	1.19%	0.40%	1.60%
	按揭贷款	2.29%	3.06%	2.89%	0.72%	2.87%	0.00%	2.87%	30%	0.25%	0.76%	1.86%	0.44%	2.29%
	企业贷款	1.42%	3.10%	2.92%	0.72%	2.90%	0.00%	2.90%	85%	0.72%	1.10%	1.08%	0.34%	1.42%
	票据贴现	1.15%	1.14%	1.08%	0.72%	1.07%	0.00%	1.07%	30%	0.25%	0.00%	0.81%	0.34%	1.15%

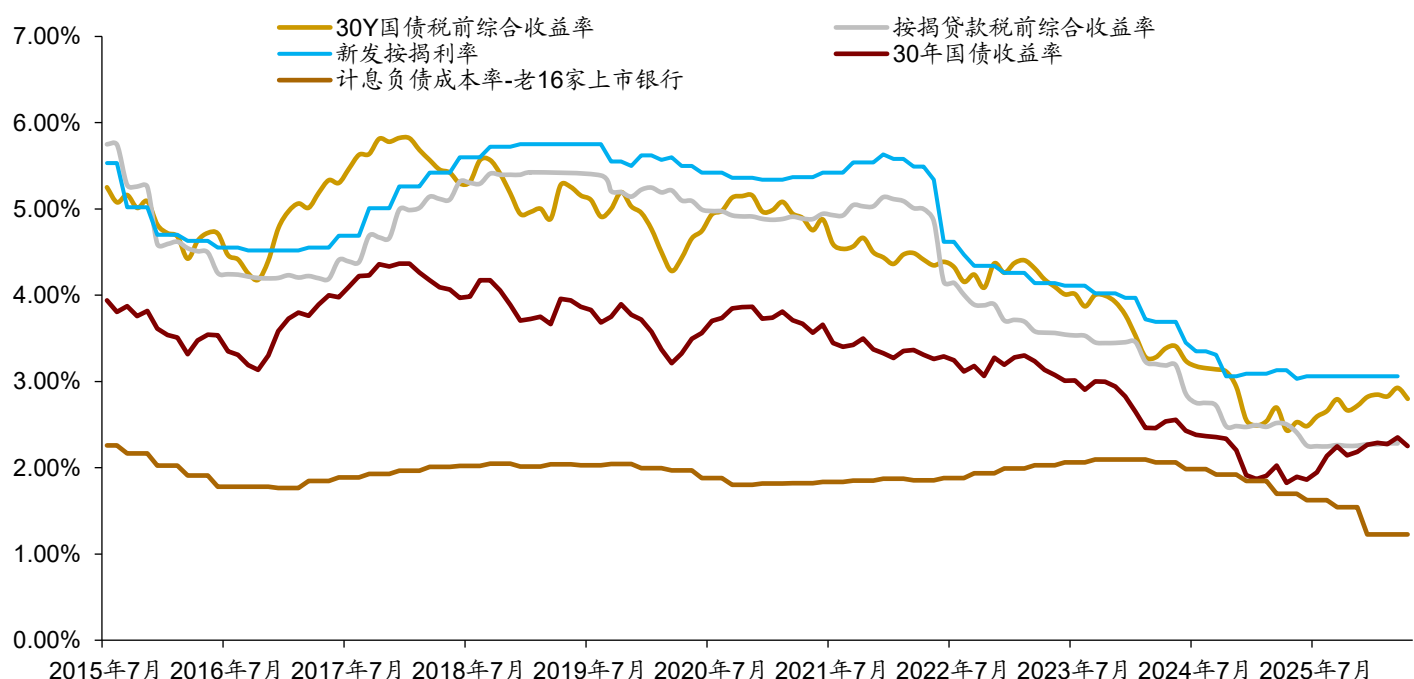
资料来源: Wind, 招商证券; 注: 信用成本和存款收益参考银行业均值数据

图 2: 5Y 国债综合收益率 VS 一般贷款收益率



资料来源: Wind, 招商证券; 老 16 家上市银行计息负债成本率数据为基于截止日前可获得最新财报的测算值, 下同

图 3: 30Y 国债综合收益率 VS 按揭贷款收益率

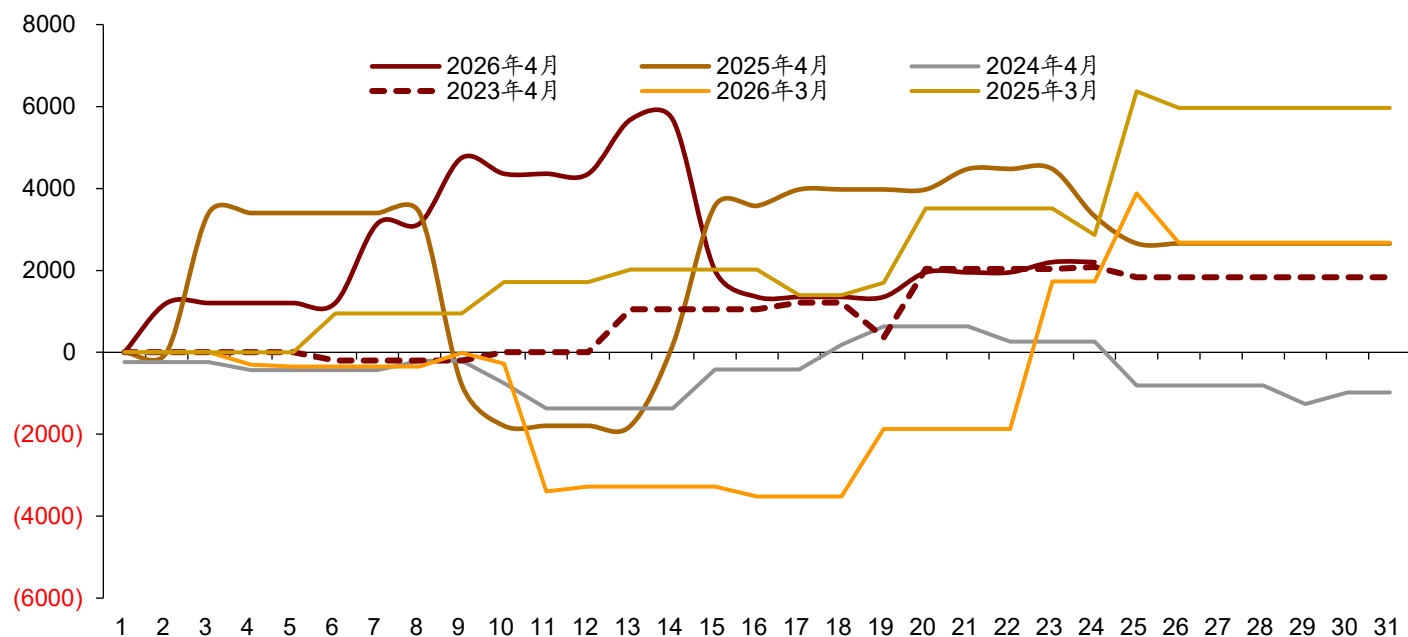


资料来源: Wind, 招商证券

2. 利率债

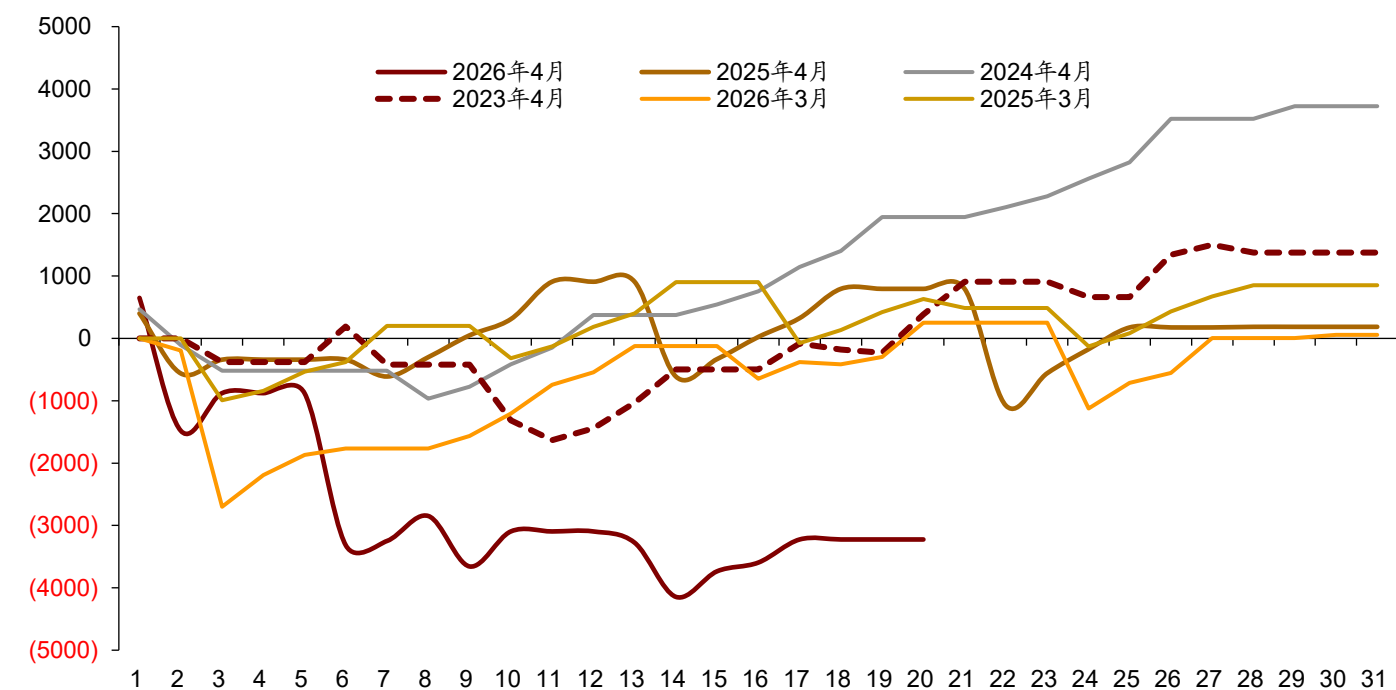
量: 利率债净融资 35090 亿, 较上年同期 (53087 亿) 明显少增。其中, 政府债净融资 37932 亿元 (上年同期 48241 亿元), 国债净融资 12318 亿元 (上年同期 18656 亿元), 地方债净融资 25614 亿元 (上年同期 29585 亿元), 政金债净融资-2842 亿元, 上年同期 (4846 亿元)。

图 4: 国债单月日度累计净融资 (亿元)



资料来源: Wind, 招商证券

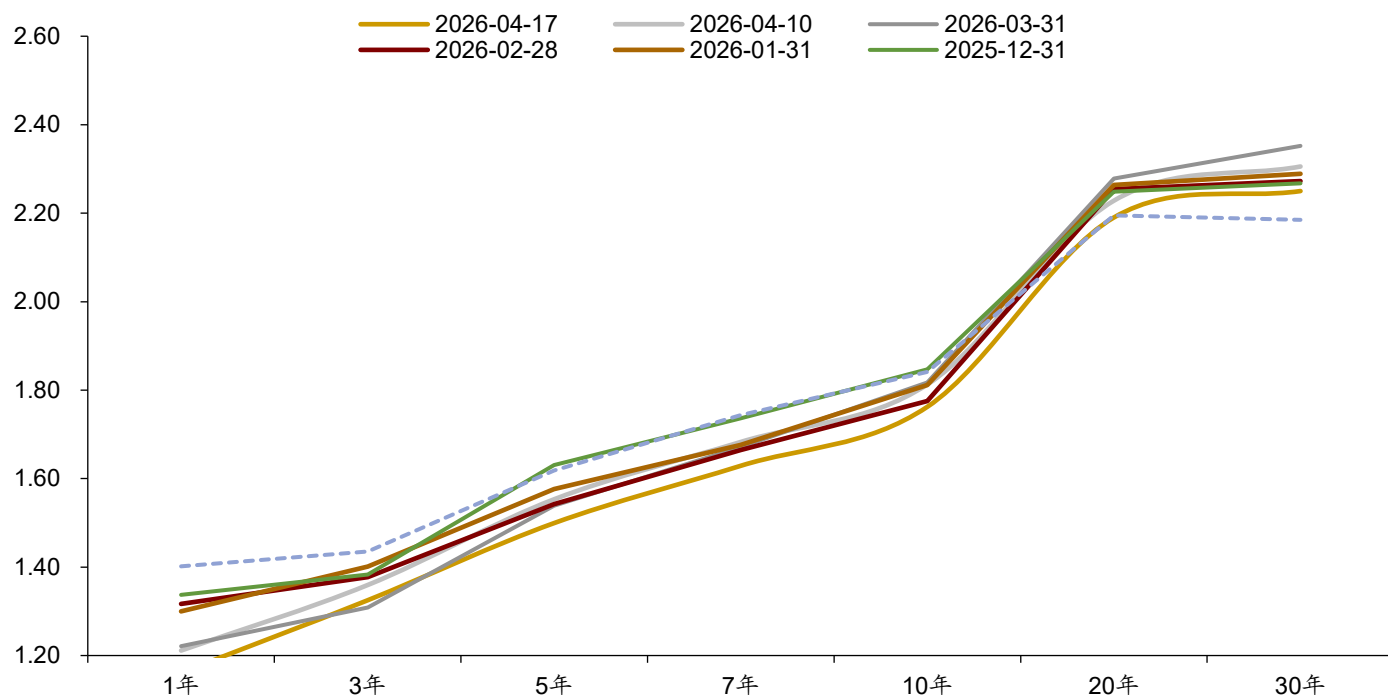
图 5: 政策性银行债单月日度累计净融资 (亿元)



资料来源: Wind, 招商证券

本期末, 1Y、5Y、10Y、30Y 国债到期收益率分别较上周末变化-2.49BP、0.76BP、-0.71BP、-6.70BP 至 1.21%、1.55%、1.81%、2.31%。

图 6：国债收益率曲线（%）

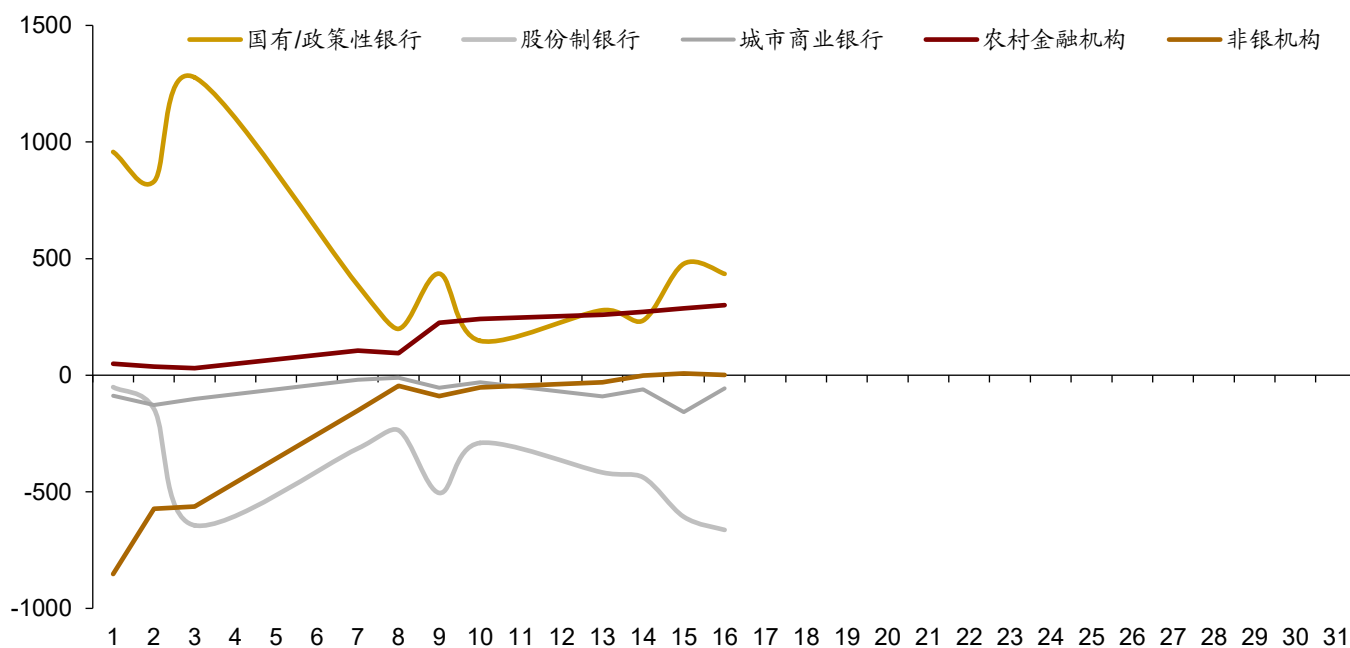


资料来源：Wind，招商证券

3. 票据贴现

量：截至 2026 年 4 月 16 日，国有行、股份行、城商行、农商行票据转贴现累计净买入规模分别为 5658 亿元（去年同期 4455 亿元）、-4311 亿元（去年同期-3508 亿元）、-799 亿元（去年同期-707 亿元）、1899 亿元（去年同期 1841 亿元）。

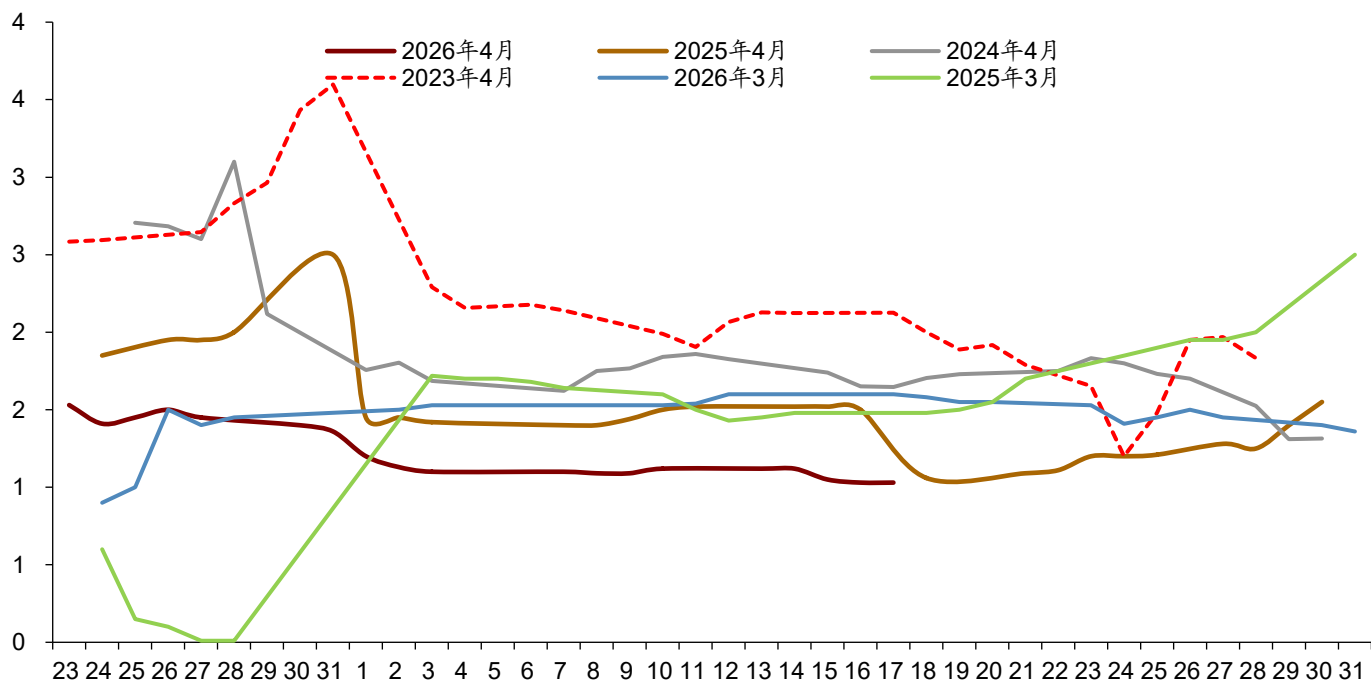
图 7：各类机构转贴现净买入量(不含托收、直贴)-单月累计，亿元



资料来源：Wind，招商证券；注：横轴为日期

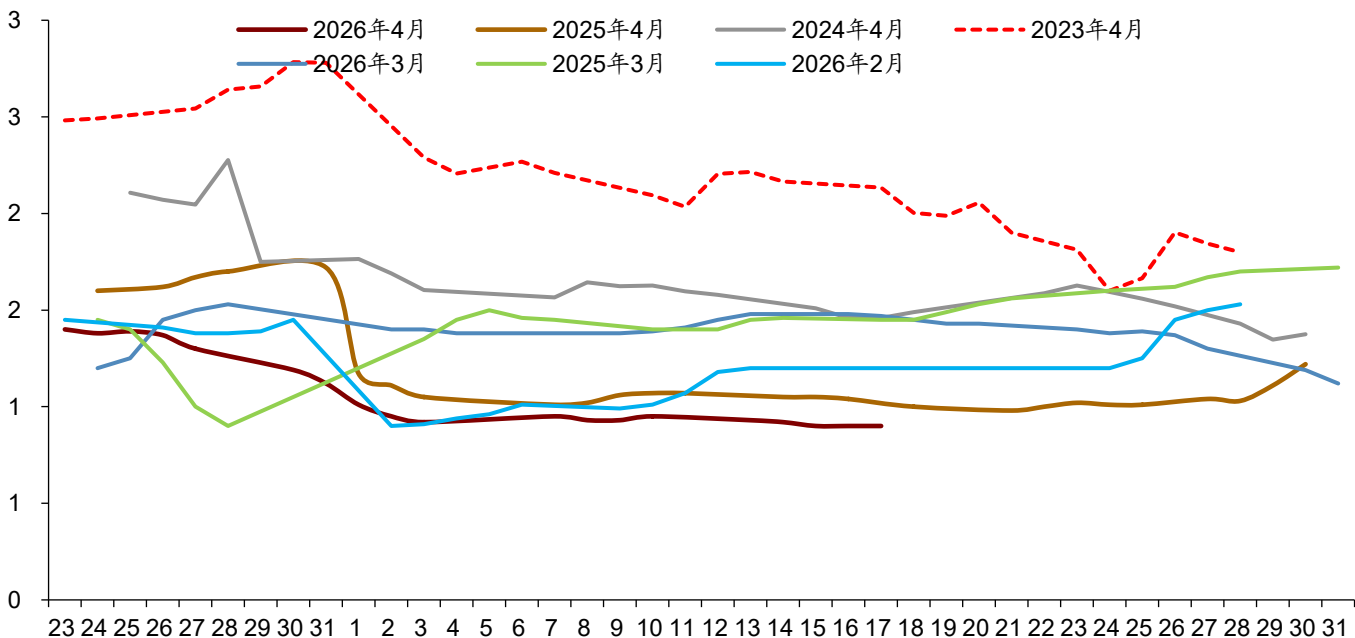
价：本期末 1M、3M 和半年票据利率分别为 1.03%、0.9%、0.91%，分别较上期末变动-9bp、-5bp、-7bp。

图 8：1M 票据利率月内走势（%）



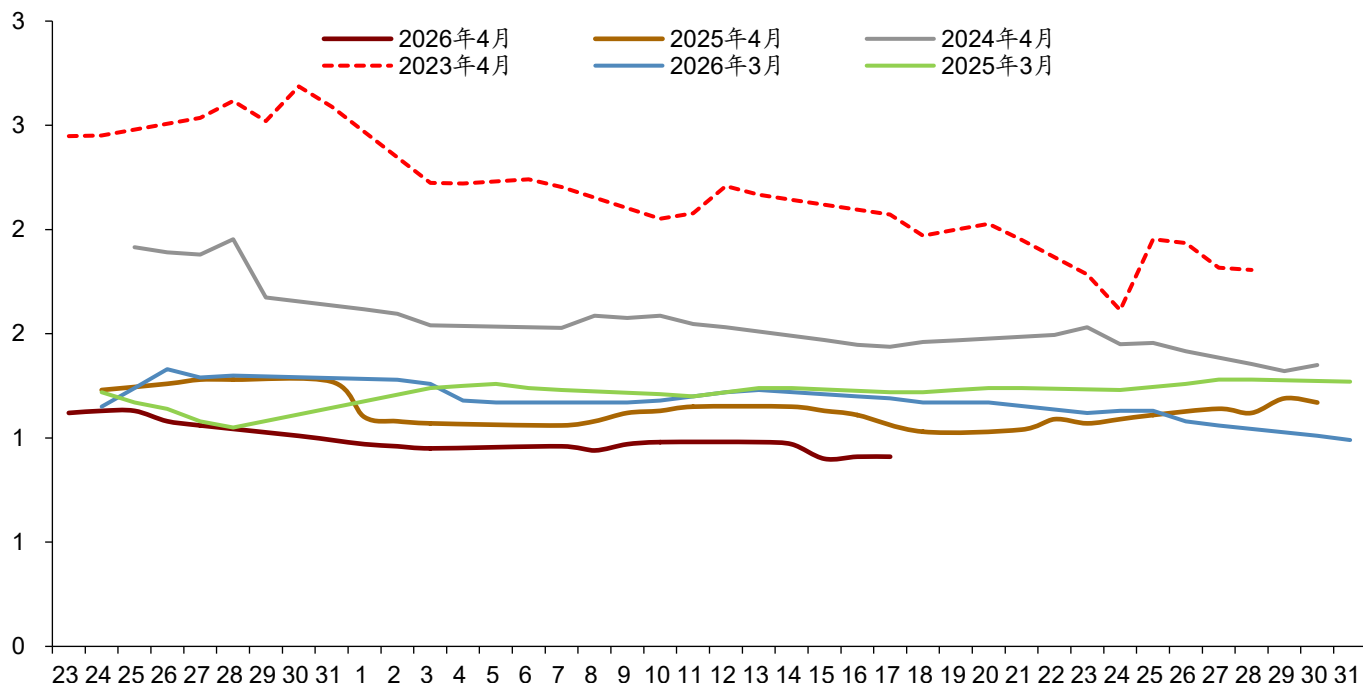
资料来源：Wind，招商证券；注：横轴为日期，下同

图 9：3M 票据利率月内走势（%）



资料来源：Wind，招商证券

图 10: 6M 票据利率月内走势 (%)

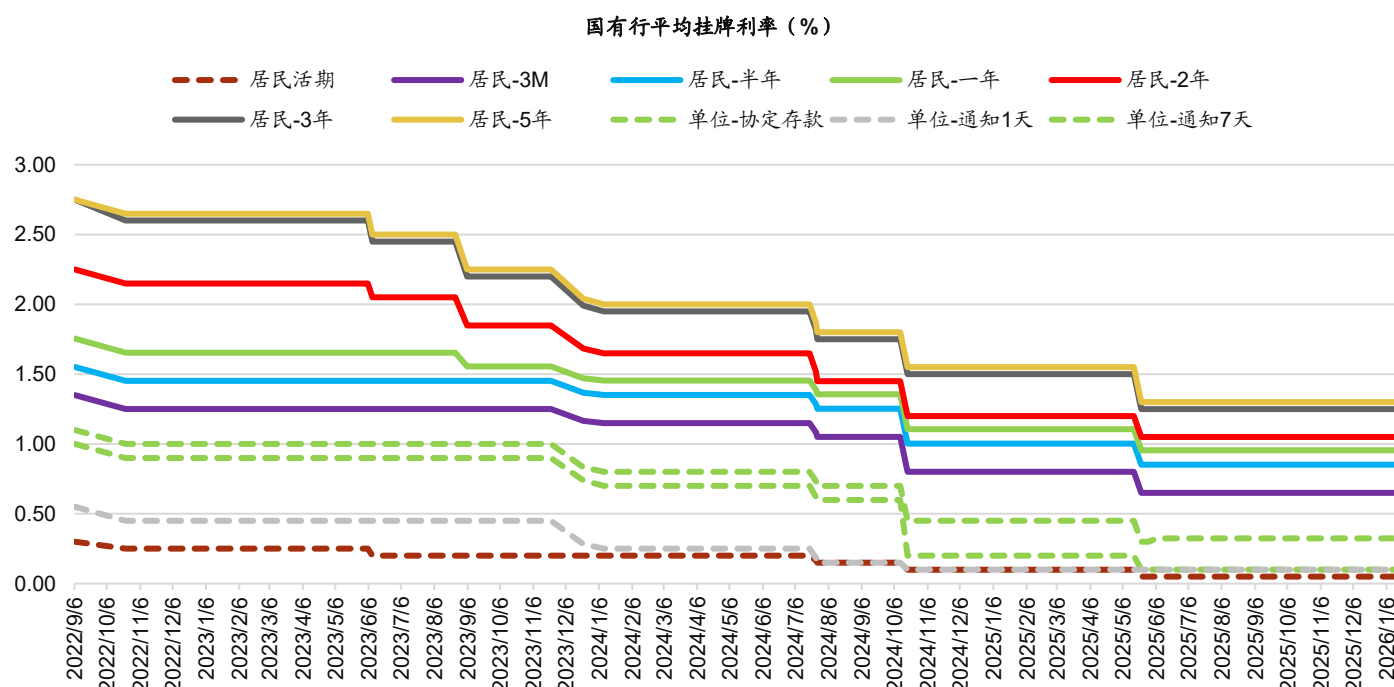


资料来源: Wind, 招商证券

负债端

截至 2026 年 4 月 18 日, 国有行活期存款挂牌利率为 0.05%, 3M 定期、6M 定期、1Y 定期、2Y 定期、3Y 定期、5Y 定期挂牌利率分别为 0.65%、0.85%、0.96%、1.05%、1.25%、1.30%, 协定存款、1 天通知存款、7 天通知存款挂牌利率分别为 0.10%、0.10%、0.33%。

图 11: 大行存款平均挂牌利率 (%)



资料来源: Wind, 招商证券

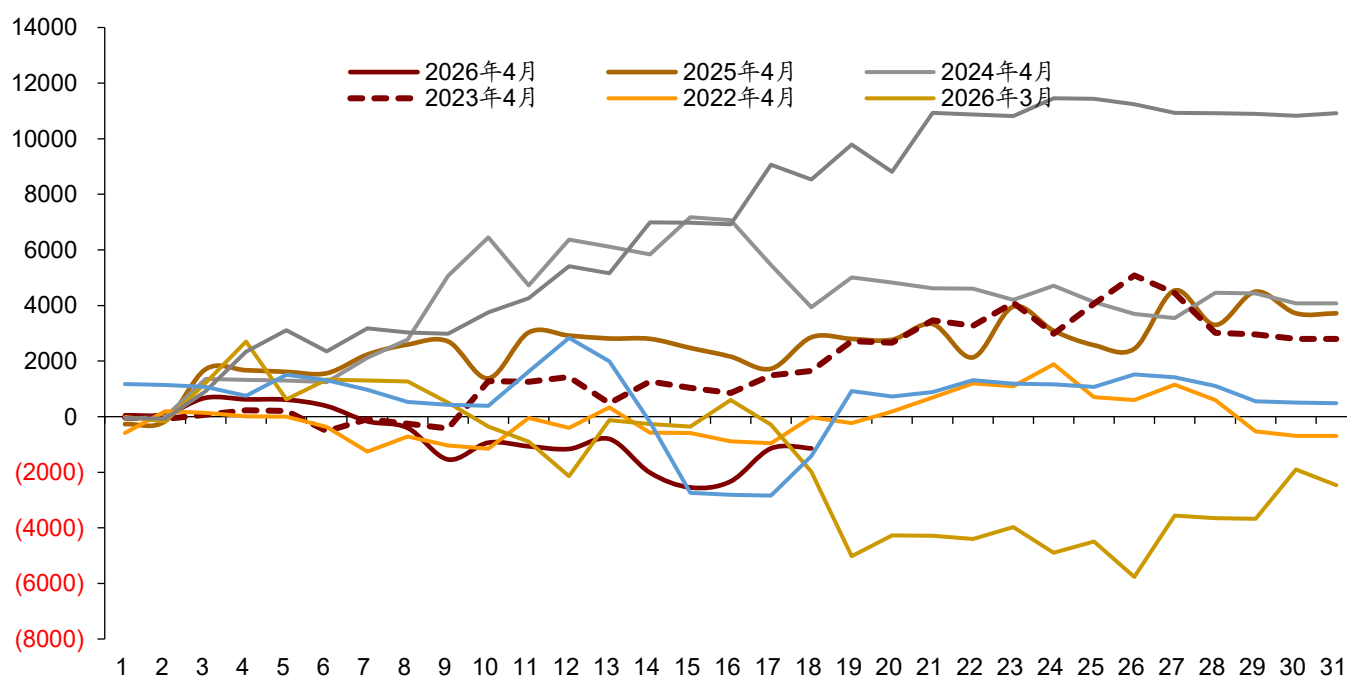
同业存单

(1) 发行: 本周, 同业存单发行总额为 7102 亿元, 融资额为 20 亿元, 相较上周发行总额 3545 亿元, 融资额为-1535 亿元, 发行规模增加, 净融资额增加。

(2) 价格: 二级市场上, 存单收益率整体下行, 本期末, 1M、3M、6M、9M、1Y 期限 AAA 等级存单收益率分别变动-4.0、-0.5、-0.5、-2.5、-0.8BP 至 1.34%、1.39%、1.44%、1.45%、1.47%。

各等级 1Y 存单收益率均小幅下行。本期末, AAA、AAA-、AA+、AA、AA-等级 1Y 存单收益率分别变动-0.8、-0.7、-0.7、-0.8、-0.7BP 至 1.47%、1.48%、1.50%、1.56%、1.71%。

图 12: 同业存单月度累计净融资 (亿元)



资料来源: Wind, 招商证券; 注: 横坐标表示日

周评论·热点

1. 直接融资对社融的贡献率显著提升, 信贷与政府债融资均不及上年同期。

3月社融新增 5.2 万亿, 接近过去三年同期平均 (5.4 万亿), 超出 Wind 平均预期 (5 万亿)。结构上, 表内信贷、表外融资、政府债融资均不及上年同期, 企业直接融资 (包括: 企业债券融资与境内股票融资) 表现亮眼。当月, 企业直接融资新增超 4000 亿, 上年同期减少约 500 亿。社融增速 7.9%, 较上月下降 0.3 个百分点。其中, 实体信贷、非标与政府债增速均出现下滑, 今年企业直接融资增速持续上行。

合并来看, 今年一季度社融新增 14.8 万亿, 超出过去三年同期平均 (14.2 万亿), 其中表内信贷与政府债融资均不及上年同期, 前者是因为实体融资需求乏力与金融反内卷综合发力, 后者则与政府债发行节奏偏慢有关。一季度, 国债累计净融

资 1.1 万亿，发行进度 22%，不及上年同期（30%）；“化债”专项债累计发行 9404 亿元，发行进度 47.0%，显著低于去年同期的 66.9%。相比“信贷+政府债”两项传统的社融驱动，企业直接融资新增 1.2 万亿，同比多增 87%，其中企业债融资同比翻倍，股票融资同比增长 22%，直接融资对社融增长的贡献达到 8%，较上年同期提高 4 个百分点。相比之下，间接融资（表内信贷）贡献率则从 64% 降至 40%。

社融口径下企业债发行多增，一方面是受产业债的拉动，另一方面则与城投债拖累减轻有关。一季度产业债净融资超 1 万亿，同比多增 96%；城投债减少 712 亿，较上年同期-882 亿有所改善。同时，科创债持续发行，一季度累计净融资约 4500 亿。尽管直接融资发力，替代间接融资对社融形成重要支撑，但对于商业银行而言，企业融资方式的转变，会让“金融脱媒”问题更加明显，对商业经营产生一定挑战。

2. “减量提质”导向下，人民币信贷下滑明显。

3 月，人民币贷款新增 2.99 万亿，不及过去三年同期平均 3.5 万亿，低于 wind 平均预期 3.2 万亿。结构上，居民信贷新增约 4900 亿，同比减少 50%；企业信贷新增 2.66 万亿，同比减少约 6%。其中，实际信贷（剔除票据融资）新增 2.8 万亿，同比减少 6%。各项贷款增速 5.7%，较上月下降 0.3 个百分点。其中短期贷款同比 6.3%，较上月下滑 0.6 个百分点；中长期贷款同比 5.4%，较上月下滑 0.3 个百分点。

合并来看，今年一季度人民币贷款新增 8.6 万亿，不及过去三年同期平均约 10 万亿。结构上，“居民弱、企业强”的信贷投放格局依旧。居民信贷的大幅下滑一方面与居民融资需求疲弱有关，另一方面则与银行主动控制零售信贷风险有关。央行发布的《2025 年支付体系运行总体情况》显示，2025 年全国信用卡和借贷合一卡的数量为 6.96 亿张，较 2024 年减少约 3100 万张，较当年三季度末减少 1100 万张。近期，多家银行公告显示停发联名信用卡与部分主题信用卡。企业贷款结构方面，中长期贷款与上年同期基本持平，短期贷款同比多增，反映企业经营恢复。这从 PMI 数据中可以得到验证，3 月制造业 PMI 生产指数与采购指数均明显改善，生产经营活动预期指数也在逐月提升。往后看，在“推进中小金融机构减量提质”的政策导向下，银行总体信贷投放仍有下滑空间，结构性分化现象或更加明显。

3.M1 与 M2 同步下滑，资金活化程度减弱。

3 月，M1 同比 5.1%，较上月下滑 0.8 个百分点。结构上，个人活期存款增速 6.15%，较上月下滑 2.26 个百分点；企业活期存款增速 9.73%，与上月基本持平。个人活期存款的明显减少，主要与上年同期高基数有关。M2 同比 8.5%，较上月下滑 0.5 个百分点。结构上，银行贷款与自营购债均不及上年同期。M2-M1 增速剪刀差扩大到 3.4%（前值 3.1%），反映资金活化能力减弱。

综上，3 月社融与信贷总量回落，结构出现间接融资向直接融资过渡的明显迹象。往后看，4 月进入传统信贷小月，但随着特别国债的发行启动，政府债融资有所支撑，社融增速进一步下行趋势预计减缓。

风险提示

- （1）经济基本面改善偏慢：消费、房地产销售等恢复不及预期，影响信贷需求等；
- （2）政策力度低于预期：各项政策未兑现，或低于预期，影响宏观经济改善效果；
- （3）存款竞争及定期化加剧：负债成本改善不及预期，息差承压；

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。