



流动性月报

固定收益动态

证券研究报告

固定收益组

分析师：尹睿哲（执业 S1130525030009） 分析师：魏雪（执业 S1130525030011）

yinruizhe@gjzq.com.cn

wei_xue@gjzq.com.cn

延续均衡，关注月内摩擦

7月复盘：资金中枢持稳，央行缩短放长

7月资金中枢总体较6月稳中有降，DR001运行中枢基本持平于1.39%，DR007运行中枢则环比小幅下行2bp至1.42%。从月中走势来看，DR001在税期和月末有走高趋势，其余时间多运行在政策利率下方。从资金投放情况来看，7月央行“缩短放长”，逆回购净回笼资金2495亿，不过MLF和买断式逆回购分别净投放资金1000亿、7000亿，其中1年期MLF为连续三个月净投放、买断式逆回购净投放则为2025年2月以来新高。

大行负债可能仍不稳定，不支持7月资金中枢季节性下行。从以往季节性来看，7月作为季初月份，资金中枢多环比回落、资金面边际走松，不过今年这种季节性表现并不算明显。原因之一在于当前货币政策环境下，央行对资金面的诉求是平稳、低波，因此资金中枢变动不大也符合央行定调。原因之二在于从大行7月资金融出规模阶段性下降、银行同业存单发行价格温和抬升来看，大行可能依然存在和6月相似的“预防性”行为；非银存款占比持续抬升一方面可能使得大行可用资金相对充裕，但另一方面也加剧了大行负债的不稳定性，使其对央行资金投放的依赖度更高，月内关键时点资金波动较大。不过好在当前信贷对资金的消耗有限，央行也开始大规模投放中长期资金稳固大行负债，当前流动性总量依旧能维持合理均衡态势。

8月展望：延续中性均衡，关注月内摩擦

7月政府债温和发行，8月初国债发行规模偏低。7月政府债合计净融资1.11万亿，与年内其他月份净融资规模相比并不算太高，7月政府债并未明显上量，当前净融资进度距离往年同期仍有一段距离。8月初1年期国债发行规模较7月仅小幅上升100亿，7年国债、30年超长特国债发行规模环比小幅下降90亿、70亿，如果后续延续这个发行趋势，那么8月国债预计也难以达到市场的放量预期。

地方债发行的其他两种情形。从现在已披露发行计划的省份来看，预计8月地方债将发行1.04万亿、净融资4993亿，对应净融资进度68%，与去年同期74%的净融资进度相差6个百分点。后续可能有其他省份进一步披露地方债发行计划，8月地方债净融资规模有进一步上升的可能性。如果对标净融资进度较为相似的2023年和2025年，8月地方债净融资进度可能达到70%，对应8月地方债净融资规模为6470亿，对应政府债净融资规模1.24万亿；如果直接追赶2025年74%的净融资进度，那么8月地方债净融资规模可能高达9174亿，对应政府债净融资规模1.51万亿。

政府债供给放量对资金面的影响可能边际下降。2020年、2023年下半年政府债发行快速上升上量时，资金利率基本同等幅度走高，但2024年以来资金利率波动收窄的大环境下，政府债发行放量引起的资金利率走高幅度总体可控。货币财政协同维护资金面平稳，但降准、降息可能仍需等待。近期政治局会议定调下，后续财政支出可能加量，央行在关键时点也会加大资金投放以平复政府债发行带来的波动。此外，政治局会议对货币政策的措辞打开了市场对于降准、降息的想象空间，近期的汇率环境也并不制约央行的货币政策空间，人民币中间价在近期甚至出现防升值趋势，但是短期内总量宽松的概率可能有限，其一是通胀真实拐点仍有待确认，其二是当前流动性总量的扰动可能相对可控，央行结合短、中、长期资金投放便可应对资金波动。

8月资金面的主要扰动还是来自于政府债供给，但是从已经公布的规模来看，8月政府债供给仍有一定概率落在市场预期下沿，尤其是国债供给规模；若地方债供给看齐往年进度、有所加速的话，8月政府债净融资规模可能在1.2-1.5万亿左右。除此外，央行态度、外汇占款投放、信贷消耗、货币财政协同等因素对资金面的影响均中性偏多，不过短期内大行负债结构问题估计难有明显改善，预计8月资金中枢延续中性持稳态势，但月内资金摩擦可能放大。

风险提示

政府债发行受多方面因素影响、历史经验不完全适用、政策超预期、海外市场波动。



内容目录

1. 7月复盘：资金中枢持稳，央行缩短放长	3
2. 8月展望：延续中性均衡，关注月内摩擦	5
风险提示	8

图表目录

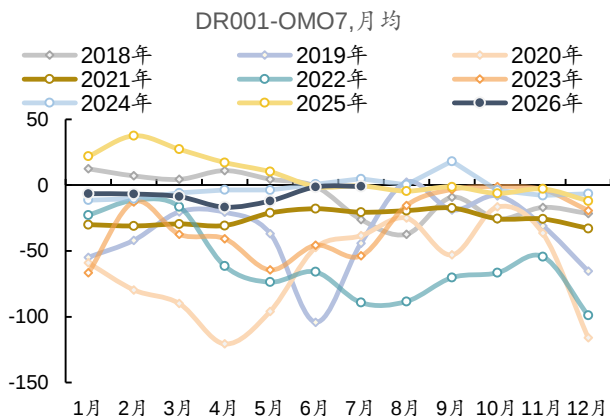
图表 1: DR001 运行中枢较 6 月基本持平, bp	3
图表 2: 税期和月末资金利率有所走高, %	3
图表 3: 7 月央行大规模投放中长期资金	3
图表 4: 过去五年 7 月 DR001 下行均值 6bp	4
图表 5: 过去五年 7 月 DR007 下行均值 7bp	4
图表 6: 7 月大行净融出资金规模阶段性回落	4
图表 7: 7 月同业存单净融资规模依然为正	5
图表 8: 7 月 1Y 同业存单发行利率温和上行, %	5
图表 9: 大行非银存款占比和资金利率走势的负相关性较好	5
图表 10: 7 月国债净融资进度环比上升 10 个百分点	6
图表 11: 7 月地方债净融资进度上升 6 个百分点	6
图表 12: 8 月国债和地方债发行规模估计	6
图表 13: 近年来政府债发行上量引发的资金利率走高幅度可控	7
图表 14: 人民币中间价近期出现防升值趋势	7
图表 15: PPI 确认下行后降息, %	8
图表 16: 降准多数时候发生在通胀下行阶段, %	8
图表 17: 2026 年 8 月超储率测算约为 1.19%, %	8



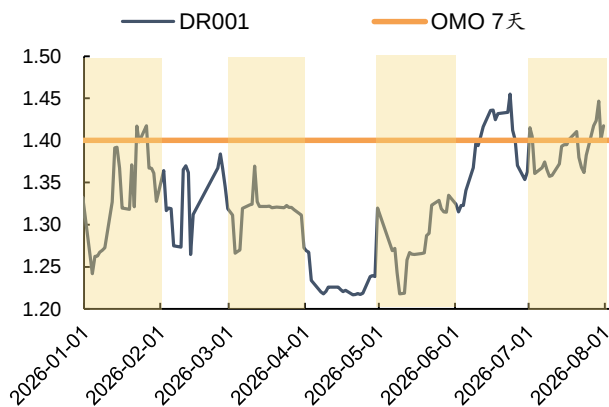
1. 7月复盘：资金中枢持稳，央行缩短放长

7月资金走势平稳。7月资金中枢总体较6月稳中有降，DR001运行中枢基本持平于1.39%，DR007运行中枢则环比小幅下行2bp至1.42%。从月中走势来看，DR001在税期和月末有走高趋势，其余时间多运行在政策利率下方。

图表1：DR001运行中枢较6月基本持平，bp



图表2：税期和月末资金利率有所走高，%



来源：Wind，国金证券研究所

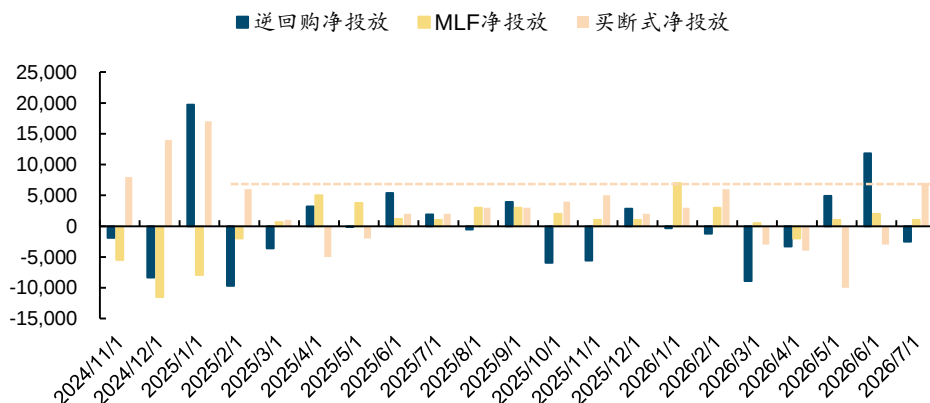
来源：Wind，国金证券研究所

7月央行投放“缩短放长”，隔夜逆回购覆盖月末、月初时点。从资金投放情况来看，7月央行“缩短放长”，逆回购净回笼资金2495亿，不过MLF和买断式逆回购分别净投放资金1000亿、7000亿，其中1年期MLF为连续三个月净投放，买断式逆回购净投放则为2025年2月以来新高。

同时，央行在7月24日就提前宣布将在月末29日、30日、31日均开展6000亿隔夜逆回购操作，也公告了将在8月3日开展3000亿隔夜逆回购操作；与上个月的隔夜逆回购操作相比，本月末隔夜逆回购操作量边际上升，并且央行也提前预告了操作规模，更重要的是为防止下月初隔夜逆回购到期规模较大，央行在月初也适量投放隔夜逆回购资金，适量平滑到期规模。

图表3：7月央行大规模投放中长期资金

不同类型资金月度净投放规模，亿

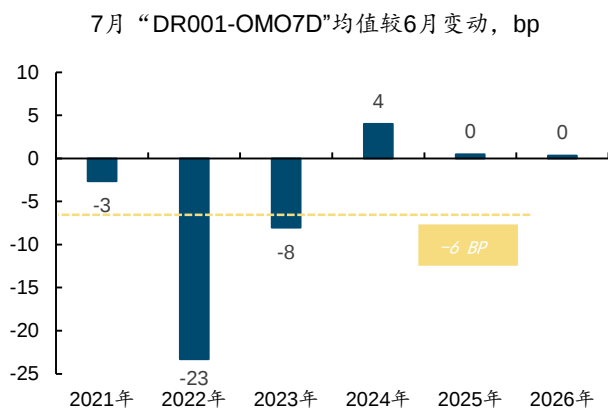


来源：Wind，国金证券研究所

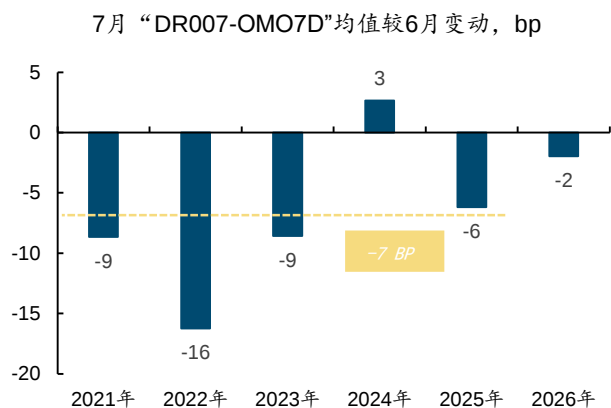
大行负债可能仍不稳定，不支持7月资金中枢季节性下行。从以往季节性来看，7月作为季初月份，资金中枢多环比回落、资金面边际走松，不过今年这种季节性表现并不算明显。原因之一在于当前货币政策环境下，央行对资金面的诉求平稳、低波，因此资金中枢变动不大也符合央行定调。原因之二在于从大行7月资金融出规模、银行同业存单发行量价来看，大行可能依然存在和6月相似的“预防性”行为，不稳定的大行负债也不支持7月资金中枢明显下移。



图表4：过去五年7月DR001下行均值6bp



图表5：过去五年7月DR007下行均值7bp

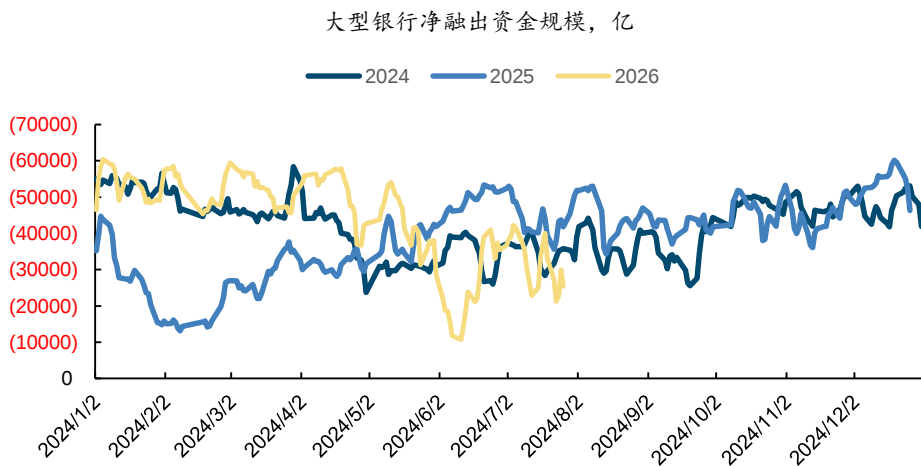


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

具体表现为：1) 今年6月初大行资金净融出规模阶段性下滑至近两年低位后，6月中旬资金融出规模逐步回升，7月虽然没有再次出现融出“滑坡”的情况，但是在7月中旬和7月末仍然短暂回落至近两年低位。

图表6：7月大行净融出资金规模阶段性回落

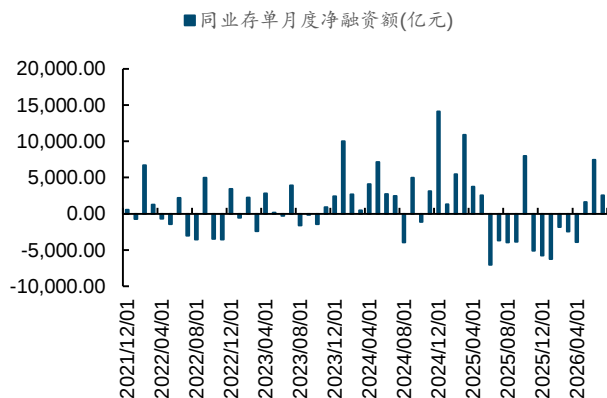


来源：Wind，国金证券研究所

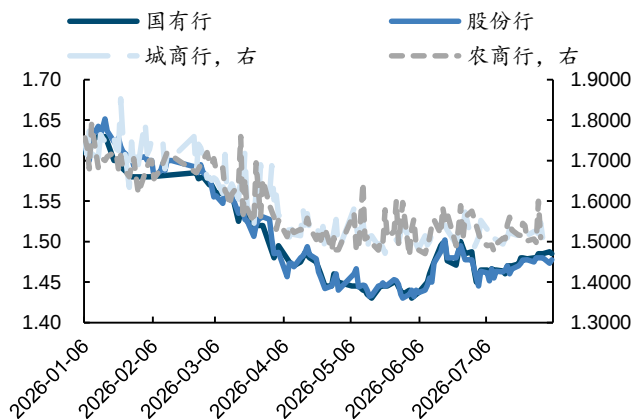
2) 7月同业存单净融资规模为2567亿，虽然较6月的7465亿明显回落，但是依然是年内同业存单净融资的次高位。同时，从各类银行1年期同业存单发行利率来看，7月同业存单发行利率整体呈现温和抬升趋势，说明银行对于使用同业存单补充负债的诉求在边际上升。



图表7：7月同业存单净融资规模依然为正



图表8：7月1Y同业存单发行利率温和上行，%



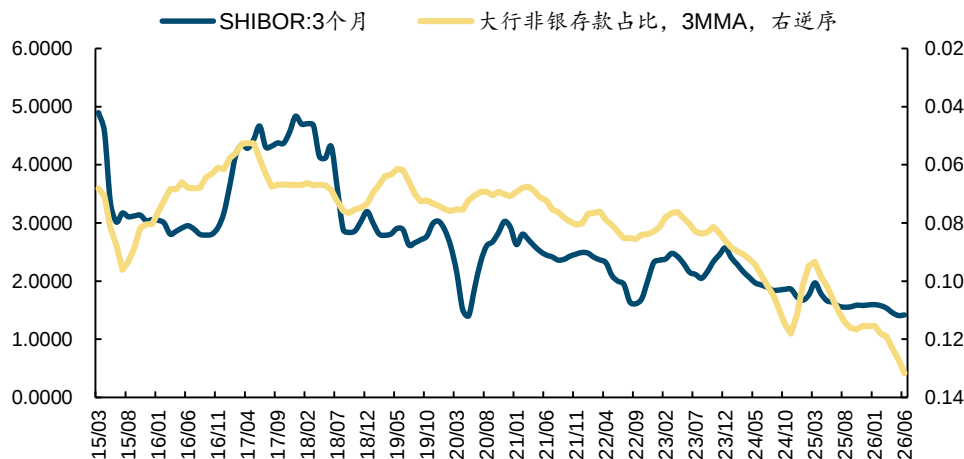
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

大行负债端不稳固的原因之一可能在于非银存款占比上升。今年以来非银存款占总体存款的比例持续上升，大行非银存款占比上升斜率相对更为陡峭。一方面非银存款暂时不用缴纳存款准备金，可能使得大行可用资金相对充裕；但是相较于非金融部门存款，非银存款在季末、季初等时间点的不稳定性更高，加上同业活期存款自律机制也逐步落地，同业活期利率和资金利率的比价效应下，非银存款波动加大。

这也使得大行对于央行资金投放的依赖度更高，前期央行持续回收中长期资金后，资金利率就快速转为上行，7月央行“缩短放长”可能也意在平复大行负债的稳定性。因此，自从6月中下旬以来央行资金投放释放中性偏暖信号，资金面也逐步回归中性稳态的背景下，7月资金体感依然偶尔紧张、且中枢难以季节性下行的原因，可能就在于大行负债的不稳定性。

图表9：大行非银存款占比和资金利率走势的负相关性较好



来源：Wind，国金证券研究所

总体来看，7月资金中枢较6月总体持稳，央行投放“缩短放长”、且中长期资金投放规模较大。温和提价发行存单、大行融出阶段性回落显示出当前大行负债端仍不稳固，不过央行3月以来首次净投放中长期资金、存单价格并未快速上行等现象均表明当前流动性总量合理均衡，更需注意月内关键时点资金摩擦。

2. 8月展望：延续中性均衡，关注月内摩擦

7月政府债温和发行。7月国债发行1.3万亿、净融资6429亿，月度净融资规模为年内次高。截至7月末，今年以来国债累计净融资进度为50%，较过去两年均值52%偏慢，较去年57%的净融资进度还有一段距离。地方债方面，7月地方债发行7383亿、净融资4705亿，月度净融资规模位于年内偏低位置；累计净融资进度为61%，较去年同期68%的

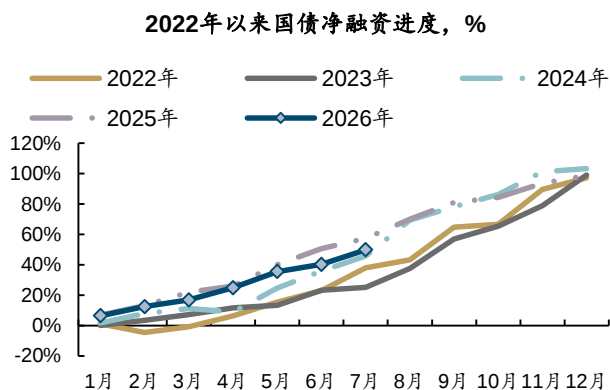


净融资进度也偏慢。其中专项债发行 3412 亿，年内累计发行进度为 55%，较去年同期 63% 的进度偏慢 8 个百分点。

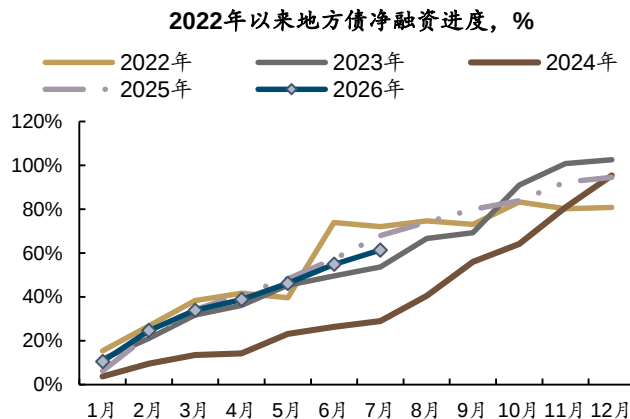
总体来看，7 月政府债合计净融资 1.11 万亿，与年内其他月份净融资规模相比并不算太高，7 月政府债并未明显上量，当前净融资进度距离往年同期仍有一段距离。

图表10：7月国债净融资进度环比上升10个百分点

图表11：7月地方债净融资进度上升6个百分点



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

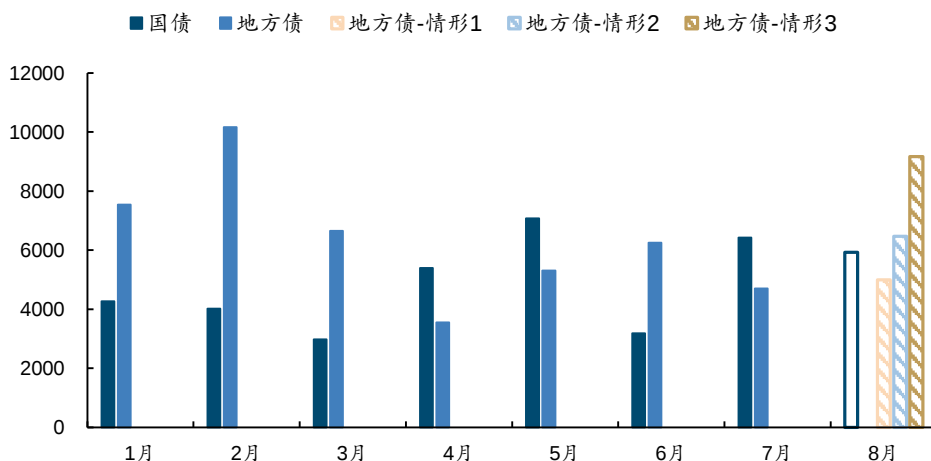
根据三季度国债发行计划，以及 2025 年三季度不同期限国债发行的规律，即关键期限国债在三季度的发行规模基本呈现逐月上升的趋势，我们预计 8 月国债或将发行 1.51 万亿，不过 8 月国债到期规模偏高、为 9129 亿，因此预计 8 月净融资规模为 5928 亿，对应净融资进度上升 9 个百分点至 59%，较去年 8 月 70% 的净融资进度仍有差距。

地方债方面，从现在已披露发行计划的省份来看，预计 8 月地方债将发行 1.04 万亿、净融资 4993 亿，对应净融资进度 68%，与去年同期 74% 的净融资进度相差 6 个百分点。若按以上规模测算，预计 8 月政府债合计净融资规模为 1.09 万亿，净融资进度依然偏慢。

8月初国债发行规模偏低。从 8 月初 1 年、7 年、30 年超长特国的发行规模来看，1 年期国债发行规模较 7 月仅小幅上升 100 亿，7 年国债、30 年超长特国发行规模还较 7 月小幅下降 90 亿、70 亿，如果后续延续这个发行趋势，那么 8 月国债预计也难以达到市场的放量预期，可能净融资进度延续 7 月的温和抬升趋势。

地方债发行的其他两种情形。后续可能有其他省份进一步披露地方债发行计划，8 月地方债净融资规模有进一步上升的可能性。如果对标净融资进度较为相似的 2023 年和 2025 年，8 月地方债净融资进度可能达到 70%，对应 8 月地方债净融资规模为 6470 亿，对应政府债净融资规模 1.24 万亿；如果直接追赶 2025 年 74% 的净融资进度，那么 8 月地方债净融资规模可能高达 9174 亿，对应政府债净融资规模 1.51 万亿。

图表12：8月国债和地方债发行规模估计



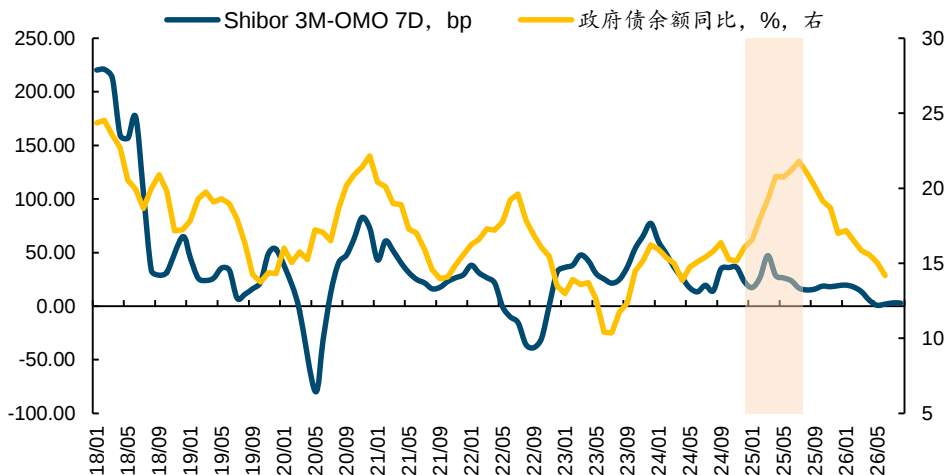
来源：Wind，国金证券研究所



注：8月为预测值

当前货币政策环境下，政府债供给放量对资金面的影响可能边际下降。从历史上政府债余额增速和资金利率走势来看，2020年、2023年下半年政府债发行快速上升上量时，资金利率基本同等幅度走高，但2024年以来资金利率波动收窄的大环境下，政府债发行放量引起的资金利率走高幅度总体可控。

图表13：近年来政府债发行上量引发的资金利率走高幅度可控

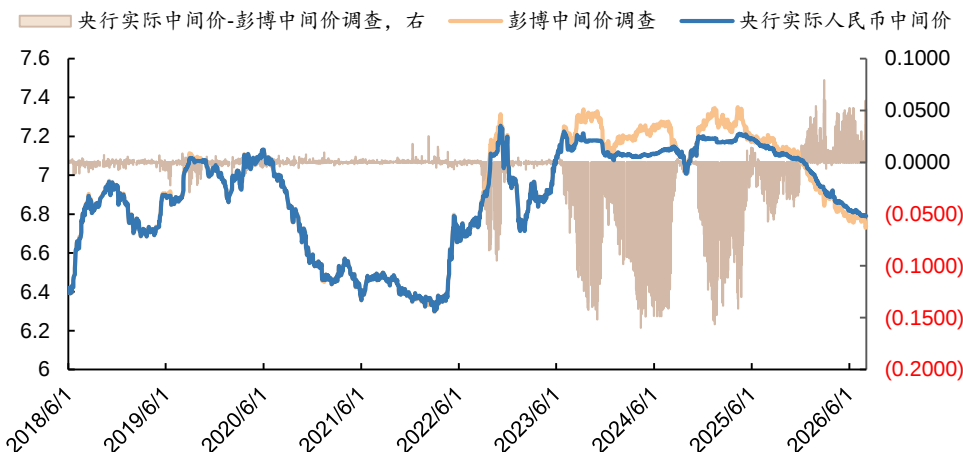


来源：Wind，国金证券研究所

货币财政协同维护资金面平稳，但降准、降息可能仍需等待。近期政治局会议也强调“加快财政支出和债券资金使用进度”、“综合运用并适时调整货币政策工具，优化实施财政金融协同促内需政策”；可见后续财政支出有空间、也有诉求加量，从而对流动性形成支撑，在政府债缴款阶段性放量时央行大概率也会加量投放，同时延续对中长期资金增量续作的趋势以配合财政发力。

此外，政治局会议对货币政策的措辞打开了市场对于降准、降息的想象空间，近期的汇率环境也并不制约央行的货币政策空间，人民币中间价在近期甚至出现防升值趋势，但是短期内总量宽松的概率可能有限，其一是通胀真实拐点仍有待确认，其二是当前流动性总量的扰动可能相对可控，央行结合短、中、长期资金投放便可应对资金波动。

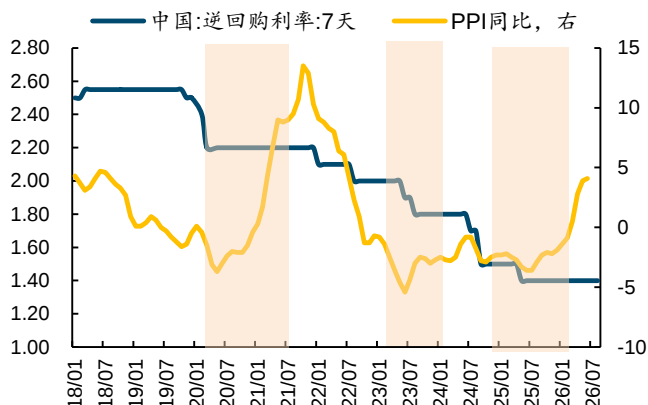
图表14：人民币中间价近期出现防升值趋势



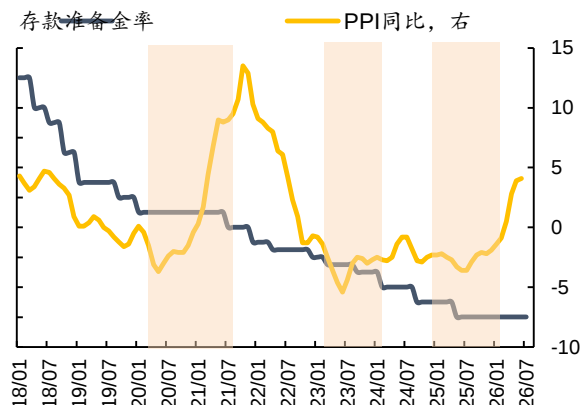
来源：Wind，国金证券研究所



图表15: PPI 确认下行后降息, %



图表16: 降准多数时候发生在通胀下行阶段, %

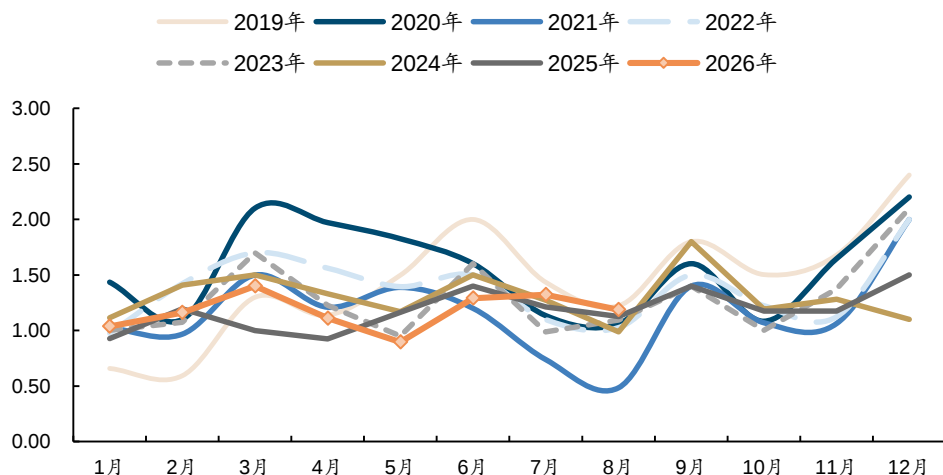


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

8 月超储率或环比小幅下降。8 月流动性缺口方面, ①4 月以来外汇占款持续投放资金, 规模在 900-1000 亿之间, 预计维持此规模, 外汇占款大约投放资金 1000 亿; ②过去两年 8 月政府存款变动均值为 3631 亿, 但 8 月财政投放可能边际加码, 或许能对冲一部分政府债发行带来的扰动; ③过去两年 8 月一般存款环比上升接近 1 万亿, 带来法定存准备金小幅上升约 600 亿, 而当前信贷投放乏力的背景下, 这个规模可能进一步降低。汇总来看, 8 月资金面的利好因素可能在于央行外汇占款继续投放资金、财政支出可能加码, 而且信贷投放对资金的占用有限, 利空主要还是集中政府债发行方面。除此外, 8 月还将有 6000 亿 MLF、1.3 万亿买断式逆回购、1000 亿国库现金定存到期, 合计 2 万亿; 若央行总体对以上到期的货币政策工具等额续作, 预估 8 月超储率约为 1.19%, 较 7 月的 1.32%略有下降。

图表17: 2026 年 8 月超储率测算约为 1.19%, %



来源: Wind, 国金证券研究所

综上所述, 8 月资金面的主要扰动还是来自于政府债供给, 但是从已经公布的规模来看, 8 月政府债供给仍有一定概率落在市场预期下沿, 尤其是国债供给规模; 若地方债供给看齐往年进度、有所加速的话, 8 月政府债净融资规模可能在 1.2-1.5 万亿左右。除此外, 央行态度、外汇占款投放、信贷消耗、货币财政协同等因素对资金面的影响均中性偏多, 不过短期内大行负债结构问题估计难有明显改善, 预计 8 月资金中枢延续中性持稳态势, 但月内资金摩擦可能放大。

风险提示

政府债发行受多方面因素影响。国债发行规模根据历史均值测算, 届时实际发行规模可能



和预测值存在差异；地方债发行规模、发行进度也受到地方政府发行意愿、财政政策等多方因素影响，可能和预测值存在差异。

历史经验不完全适用。债市情况复杂多变，根据历史经验统计出的数据可能不适用于当下市场环境。

政策超预期。央行货币政策态度可能出现超预期、无法预测的波动。

海外市场波动。近期关税政策扰动较大，可能对人民币汇率、美元指数等相关因素造成难以预测的影响。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究