

宽松预期落空了吗？

2025 年 09 月 23 日

► **流动性观点：**临近跨季是 9 月 22 日-9 月 26 日资金面的主要影响因素，此外当前 7 天逆回购余额来到 18268 亿元，明显高于过去四年同期均值 6382 亿元，也给资金面造成一定压力。不过央行于 9 月 19 日宣布将 14 天期逆回购操作调整为固定数量、利率招标、多重价位中标，操作方式与买断式逆回购、MLF 相似，强化了 7DOMO 政策利率的作用，符合 2024 年 6 月 19 日陆家嘴货币政策框架调整以来的一贯思路，14 天逆回购操作重启符合 9 月跨季的规律，但是本次重启日期略早于往年，体现央行积极呵护跨季流动性的态度，考虑到上次 14 天逆回购操作是在 2 月春节期间，因此即使中标利率有下调也属于正常情况（5 月有一次降息需要反映），没有任何降息含义。

► **预期落空了吗？**9 月 22 日国新办举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会介绍“十四五”时期金融业发展成就，在美联储如期降息之后，部分市场投资者对于我国央行降息、重启国债买卖有一定预期，因此对于本次新闻发布会抱有一定期待，认为会有具体的货币政策落地。但潘行长在会议开始就明确表示本次发布会“主要是从中长期视角回顾和总结‘十四五’，不涉及短期政策的调整”，美联储降息后我国的货币政策也将“坚持以我为主，兼顾内外均衡”，当前央行货币政策调整基于“Data Based”，支持性的货币政策立场、适度宽松的货币政策依然没有改变。总体而言，发布会的内容较为符合我们的预期，并不存在所谓的预期落空，央行的态度至少可以认为会在流动性上支持债市，在这种情况下除非看到基本面数据明显好转否则债市调整空间有限，从支撑四季度经济表现的角度出发，偏好于认为四季度有增量财政政策出台，此时货币政策会从数量角度进行配合。至于国债买卖，考虑到在没有增量的情况下四季度政府债净融资量远小于 2024 年同期，我们认为年内即使重启也是信号意义大于实际操作规模。

► **地方政府债策略**

一级市场：预计截至 9 月 28 日，置换债累计发行 19838 亿元，进度达 99.19%；新增一般债累计发行 6618 亿元，进度达 82.73%；新增专项债累计发行 36613 亿元，进度达 83.21%，其中特殊新增专项债累计发行 11408 亿元（超出理论 8000 亿元限额部分用于偿还欠款，预计规模在 4000 亿元左右）、土储专项债发行 2750 亿元、保障房专项债发行 27 亿元；此外，8 月 22 日开始出现特殊再融资债发行，当前累计发行 95 亿元，从限额来看当前历史留存的上限为 1.26 万亿元。当前公布的 9 月地方债发行计划为 6845 亿元，各地陆续开始公布四季度发行计划当前统计到的规模为 5781 亿元。

二级市场：由于基金按照 3% 简易计税，正常情况下应该由边际定价者决定市场价格，但当前各期限地方债个券的动态隐含税率均在 3% 以上，其中 10Y 个券的总体动态隐含税率下降至 3% 出头水平，30Y 个券的总体动态隐含税率在 4.5% 以上，其余期限也均有可挑选的有性价比个券，说明地方债新券依然有套利空间或者体现为更多安全边际。9 月以来，7Y 以上期限持续出现一二级套利空间，在 2-4bp 不等，可以继续关注相关机会。机构行为方面，8 月下旬开始保险持续积极参与，日度净买入超长端维持在 90 亿元左右，基金从 9 月 12 日开始持续净买入，主要集中在 7-20Y。当前各期限利差依然在 20bp 左右，10Y 以上期限估值均在 2% 以上，已经具有配置价值，部分 30Y 个券估值在 2.40%+，理论上随着供给在四季度减少，有利差收窄的可能性，但需要关注增量供给的可能性。

► **风险提示：**政府债供给超预期，货币政策超预期，经济表现超预期。

**分析师 徐亮**

执业证书：S0100525070004

邮箱：xliang@glms.com.cn

研究助理 黄紫仪

执业证书：S0100125070012

邮箱：huangziyi@glms.com.cn

相关研究

1. 债券策略周报 20250921：持券过节？怎么看-2025/09/21
2. 信用债周策略 20250921：今年以来信用主体评级有何新变化？-2025/09/21
3. 海外利率周报 20250921：美联储降息利好落地，利率短期上升-2025/09/21
4. 转债周策略 20250920：部分股性转债的“跟涨”能力出现弱化-2025/09/21
5. 海外利率系列点评：降息后美债利率走势推演-2025/09/19

目录

1 主要观点	3
1.1 货币政策与流动性观点	3
1.2 地方债观点	4
2 货币市场利率跟踪.....	5
3 公开市场操作跟踪.....	7
4 政府债跟踪	9
4.1 政府债发行	9
4.2 政府债缴款	10
4.3 地方政府债策略	10
5 同业存单跟踪.....	15
5.1 同业存单一级市场	15
5.2 同业存单二级市场	17
6 超储率跟踪	18
7 风险提示	19
插图目录	20

1 主要观点

1.1 货币政策与流动性观点

9月15日-9月18日受税期影响资金面总体收敛,直到9月19日才有所转松。具体来看:DR001从1.41%一度上行至1.51%后下行至1.46%,R001从1.45%上行至1.58%后下行至1.50%(持续在1.40%之上),DR007从1.48%上行至1.56%后下行至1.51%,R007从1.48%上行至1.56%后下行至1.52%,R007与DR007利差持续在2bp以内。

临近跨季是9月22日-9月26日资金面的主要影响因素,此外当前7天逆回购余额来到18268亿元,明显高于过去四年同期均值6382亿元,也给资金面造成一定压力。不过央行于9月19日宣布将14天逆回购操作调整为固定数量、利率招标、多重价位中标,操作方式与买断式逆回购、MLF相似,强化了7天OMO政策利率的作用,符合2024年6月19日陆家嘴货币政策框架调整以来的一贯思路,14天逆回购操作重启符合9月跨季的规律,但是本次重启日期略早于往年,体现央行积极呵护跨季流动性的态度,考虑到上次14天逆回购操作是在2月春节期间,因此即使中标利率有下调也属于正常情况(5月有一次降息需要反映),没有任何降息含义。

9月22日国新办举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会介绍“十四五”时期金融业发展成就,在美联储如期降息之后,部分市场投资者对于我国央行降息、重启国债买卖有一定预期,因此对于本次新闻发布会抱有一定期待,认为会有具体的货币政策落地。但潘行长在会议开始就明确表示本次发布会“主要是从中长期视角回顾和总结‘十四五’,不涉及短期政策的调整”,美联储降息后我国的货币政策也将“坚持以我为主,兼顾内外均衡”,当前央行货币政策调整基于“Data Based”,支持性的货币政策立场、适度宽松的货币政策依然没有改变。总体而言,发布会的内容较为符合我们的预期,并不存在所谓的预期落空,央行的态度至少可以认为会在流动性上支持债市,在这种情况下除非看到基本面数据明显好转否则债市调整空间有限,从支撑四季度经济表现的角度出发,偏好于认为四季度有增量财政政策出台,此时货币政策会从数量角度进行配合。至于国债买卖,考虑到在没有增量的情况下四季度政府债净融资量远小于2024年同期,我们认为年内即使重启也是信号意义大于实际操作规模。

同业存单方面,9月15日-9月19日银行加大了对1Y存单的发行量,或指向银行有季末改善指标的需求,当前1Y大行存单利率提价至1.68%后需求较为火爆,22日-26日存单到期规模小幅上升至9822亿元,到期续发压力进一步加大,如果见到存单提价,依然可以配置。

图1：9月22日-9月26日资金面影响因素（单位：亿元）

流动性项目		2025/9/22	2025/9/23	2025/9/24	2025/9/25	2025/9/26	合计
央行公开市场操作	质押式逆回购到期	2800	2870	4185	4870	3543	到期18268
	买断式逆回购投放	0	0	0	0	0	投放0
	国库现金定存到期	0	0	0	0	0	到期0
	MLF回笼	0	0	0	3000	0	回笼3000
政府债发行	国债	0	0	600	0	1570	2170
	地方债	268	925	365	291	111	1961
	国债+地方债合计	268	925	965	291	1681	4131
政府债净融资	国债	0	0	200	-3517	1570	-1747
	地方债	-200	818	167	151	107	1043
	国债+地方债合计	-200	818	367	-3366	1677	-704
政府债发行缴款	国债	2420	0	0	600	0	3020
	地方债	573	268	925	365	291	2422
	国债+地方债合计	2993	268	925	965	291	5442
政府债净缴款	国债	2420	0	-400	-2917	0	-897
	地方债	105	161	727	225	287	1505
	国债+地方债合计	2525	161	327	-2691	287	608
同业存单	存单到期	872	1544	3377	2418	1611	到期9822

资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.2 地方债观点

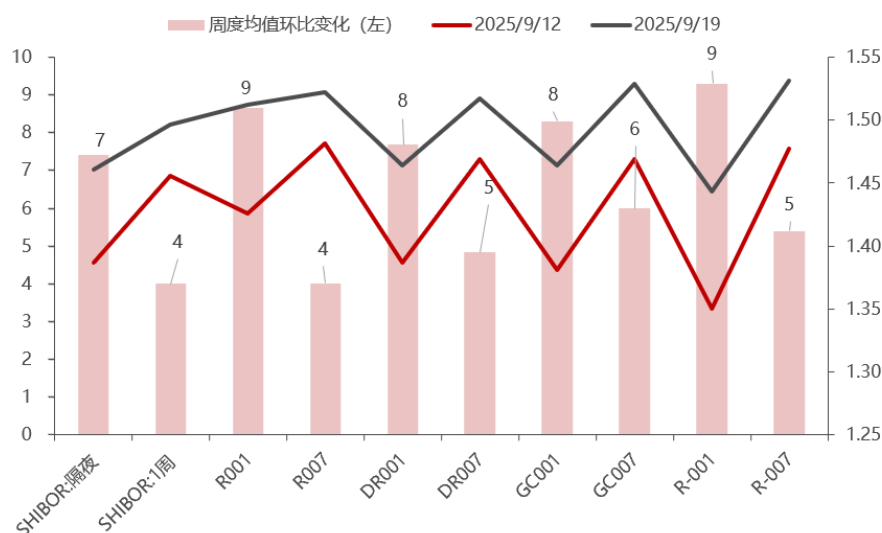
预计截至9月28日，置换债累计发行19838亿元，进度达99.19%；新增一般债累计发行6618亿元，进度达82.73%；新增专项债累计发行36613亿元，进度达83.21%，其中特殊新增专项债累计发行11408亿元（超出理论8000亿元限额部分用于偿还欠款，预计规模在4000亿元左右）、土储专项债发行2750亿元、保障房专项债发行27亿元；此外，8月22日开始出现特殊再融资债发行，当前累计发行95亿元，从限额来看当前历史留存的上限为1.26万亿元。当前公布的9月地方债发行计划为6845亿元，各地陆续开始公布四季度发行计划当前统计到的规模为5781亿元。

由于基金按照3%简易计税，正常情况下应该由边际定价者决定市场价格，但当前各期限地方债个券的动态隐含税率均在3%以上，其中10Y个券的总体动态隐含税率下降至3%出头水平，30Y个券的总体动态隐含税率在4.5%以上，其余期限也均有可挑选的有性价比个券，说明地方债新券依然有套利空间或者体现为更多安全边际。9月以来，7Y以上期限持续出现一二级套利空间，在2-4bp不等，可以继续关注相关机会。机构行为方面，8月下旬开始保险持续积极参与，日度净买入超长端维持在90亿元左右，基金从9月12日开始持续净买入，主要集中在7-20Y。当前各期限利差依然在20bp左右，10Y以上期限估值均在2%以上，已经具有配置价值，部分30Y个券估值在2.40%+，理论上随着供给在四季度减少，有利差收窄的可能性，但需要关注增量供给的可能性。

2 货币市场利率跟踪

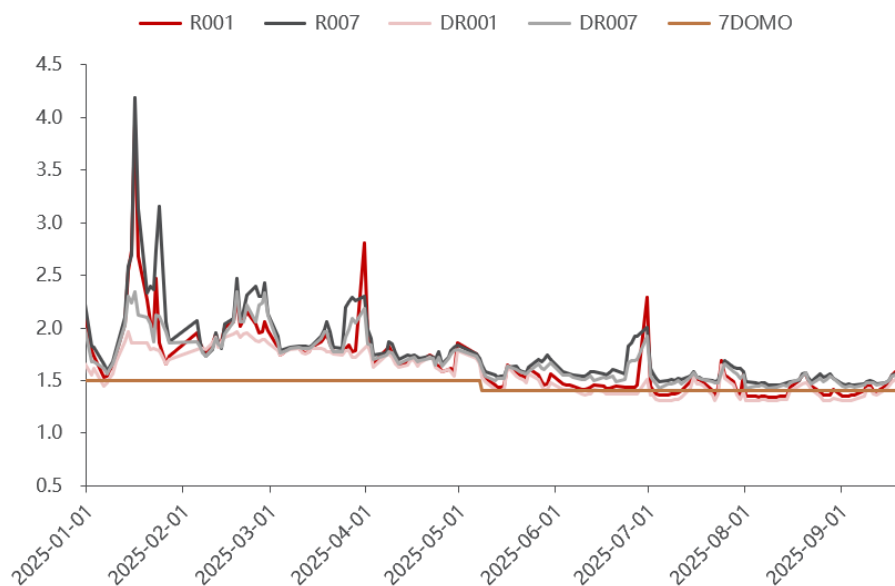
9月15日-9月18日受税期影响资金面总体收敛，直到9月19日才有所转松。具体来看：DR001从1.41%一度上行至1.51%后下行至1.46%，R001从1.45%上行至1.58%后下行至1.50%（持续在1.40%之上），DR007从1.48%上行至1.56%后下行至1.51%，R007从1.48%上行至1.56%后下行至1.52%，R007与DR007利差持续在2bp以内。

图2：主要资金利率周度跟踪（左轴单位：bp，右轴单位：%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

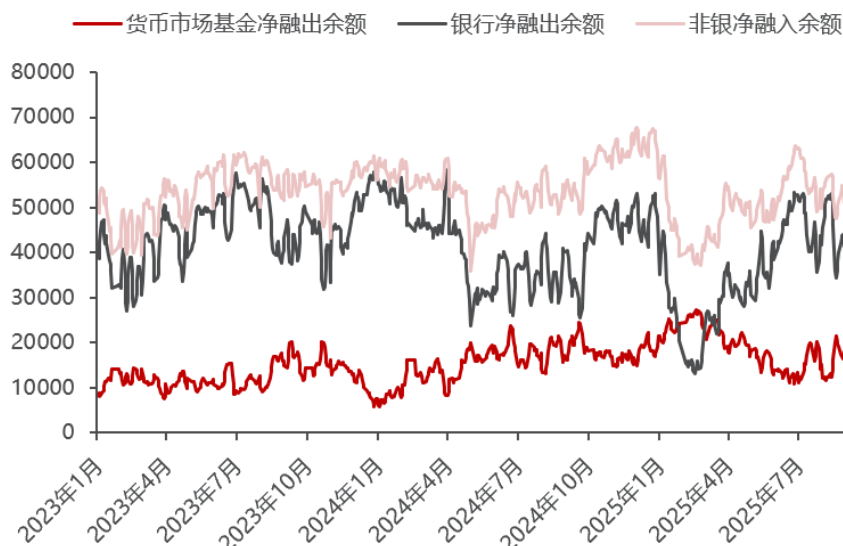
图3：主要资金利率日度跟踪（单位：%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

9月15日-9月19日银行资金融出规模先降后升，总体下降，国股行日度净融出余额从4.12万亿元下降至3.71万亿元后上升至3.93万亿元，货币基金日度净融出余额在2万亿元附近震荡。

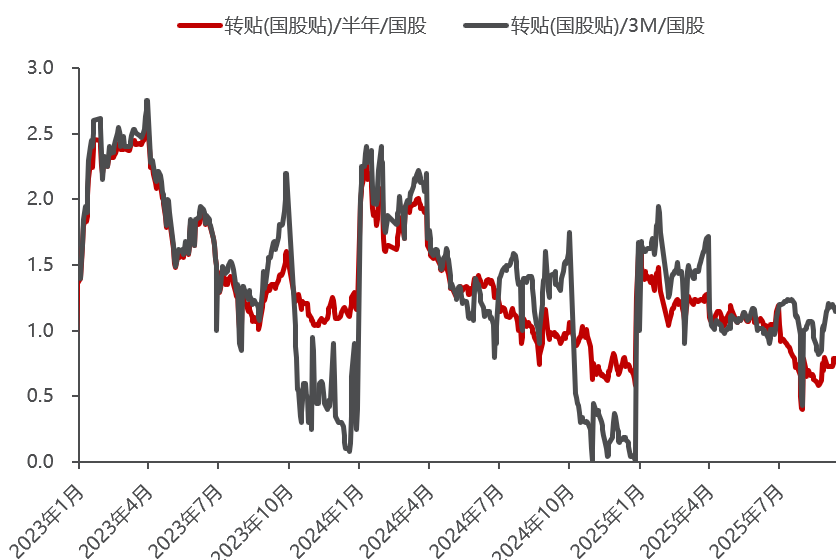
图4：质押式回购资金流出情况（单位：亿元）



资料来源：外汇交易中心，民生证券研究院

9月15日-9月19日票据利率整体上行，3M 国股贴现利率从1.17%上行至1.25%，半年国股转贴利率从0.78%上行至0.86%。

图5：票据利率跟踪（单位：%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

3 公开市场操作跟踪

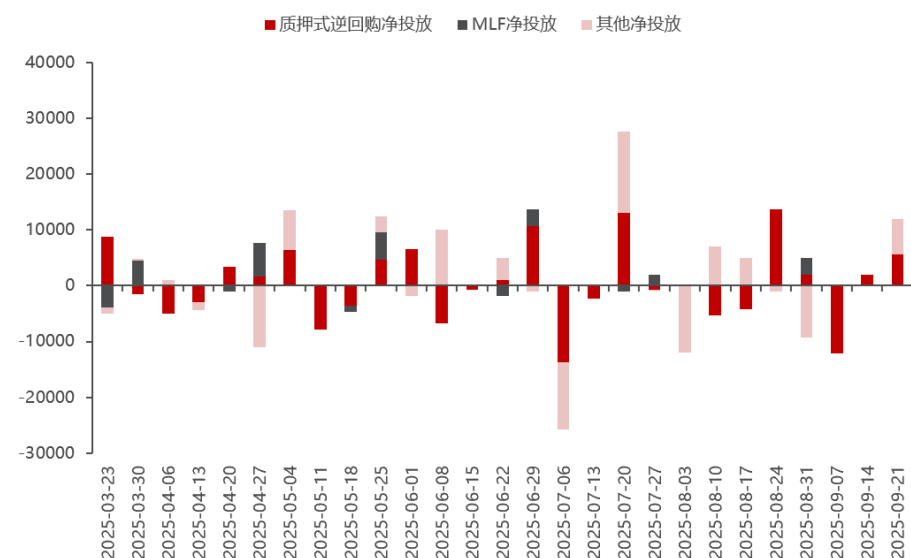
截至9月19日，央行公开市场操作整体余额 135858 亿元，具体来看：质押式逆回购余额 18268 亿元；买断式逆回购余额 57000 亿元；MLF 余额 55500 亿元。9月15日-9月19日央行质押式逆回购净投放 5623 亿元，6M 买断式逆回购操作 6000 亿元，国库现金定存净发行 300 亿元；9月22日-9月26日，质押式逆回购到期 18268 亿元、MLF 到期 3000 亿元。

图6：公开市场操作日度明细

名称	日期	金额 (亿元)	期限	利率 (%)
9月15日-9月19日	2025/9/15	2800	7D	1.40
	2025/9/16	2870	7D	1.40
	2025/9/17	4185	7D	1.40
	2025/9/18	4870	7D	1.40
	2025/9/19	3543	7D	1.40
	2025/9/15	1915	7D	1.40
	2025/9/16	2470	7D	1.40
	2025/9/17	3040	7D	1.40
	2025/9/18	2920	7D	1.40
	2025/9/19	2300	7D	1.40
9月22日-9月26日	2025/9/15	6000	6M	/
	2025/9/17	1500	1M	1.78
	2025/9/15	1200	1M	1.78
	2025/9/22	2800	7D	1.40
	2025/9/23	2870	7D	1.40
	2025/9/24	4185	7D	1.40
	2025/9/25	4870	7D	1.40
	2025/9/26	3543	7D	1.40
	2025/9/25	3000	12M	2.00
	2025/9/24	600	6M	/

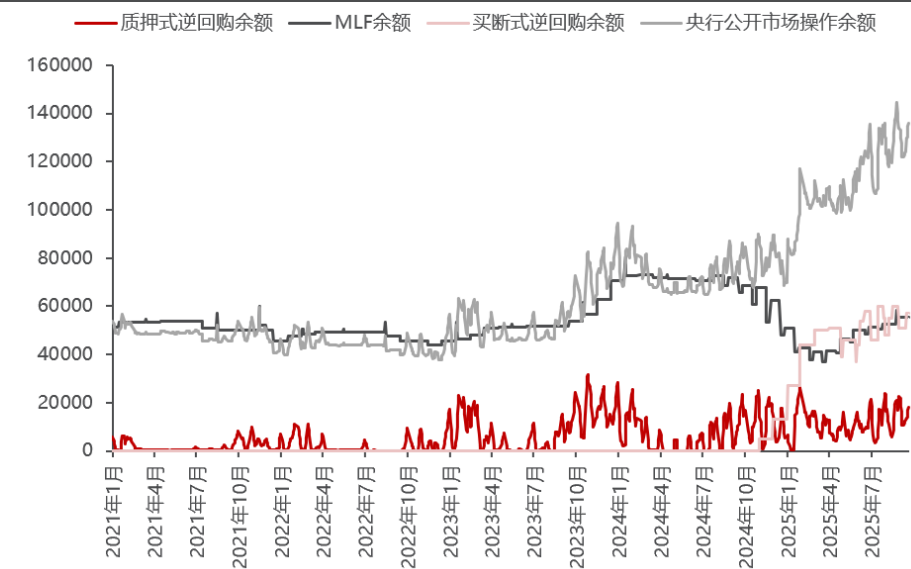
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图7：公开市场操作周度跟踪（单位：亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图8：公开市场操作余额跟踪（单位：亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

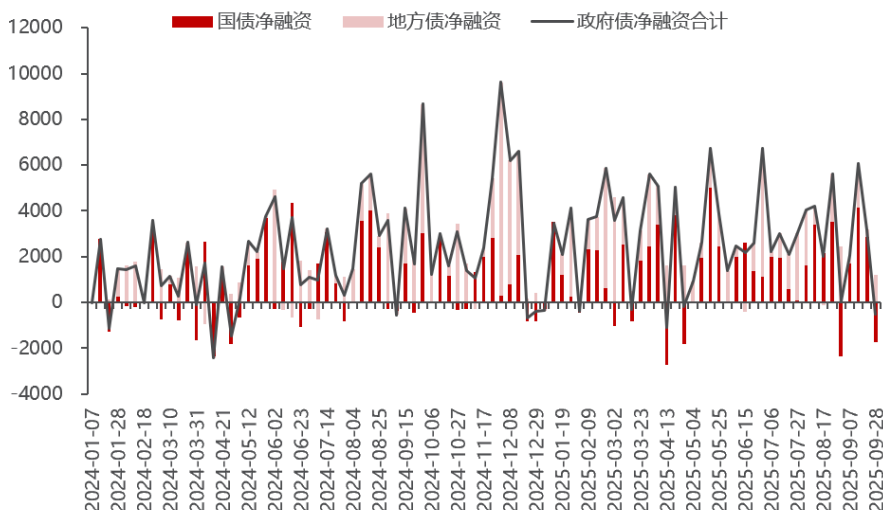
4 政府债跟踪

4.1 政府债发行

9月15日-9月21日, 国债发行 3275.20 亿元, 净融资 2870.70 亿元; 地方债发行 1885.19 亿元, 其中新增地方债 1185.38 亿元, 包括一般债券 207.15 亿元, 专项债券 978.23 亿元; 再融资地方债 699.81 亿元, 包括一般债券 238.88 亿元, 专项债券 460.93 亿元; 净融资 308.55 亿元。

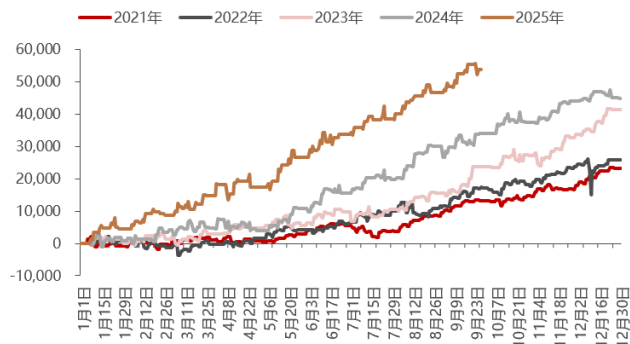
预计 9月22日-9月28日, 国债发行 2170.00 亿元, 净融资-1746.50 亿元; 地方债发行 1960.51 亿元, 其中新增地方债 1551.94 亿元, 包括一般债券 56.04 亿元, 专项债券 1495.90 亿元; 再融资地方债 408.57 亿元, 包括一般债券 58.27 亿元, 专项债券 350.30 亿元; 净融资 1224.61 亿元。

图9: 政府债净融资跟踪 (单位: 亿元)



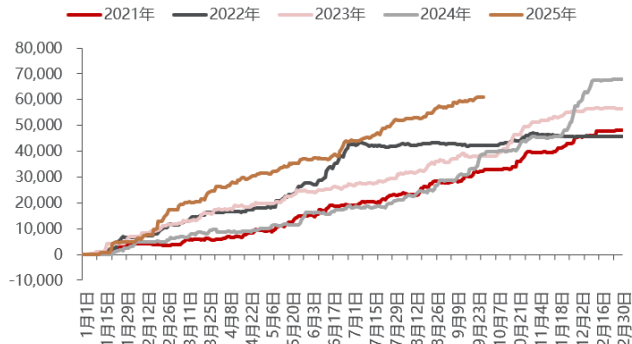
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图10: 国债累计净融资速度 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图11: 地方债累计净融资速度 (单位: 亿元)

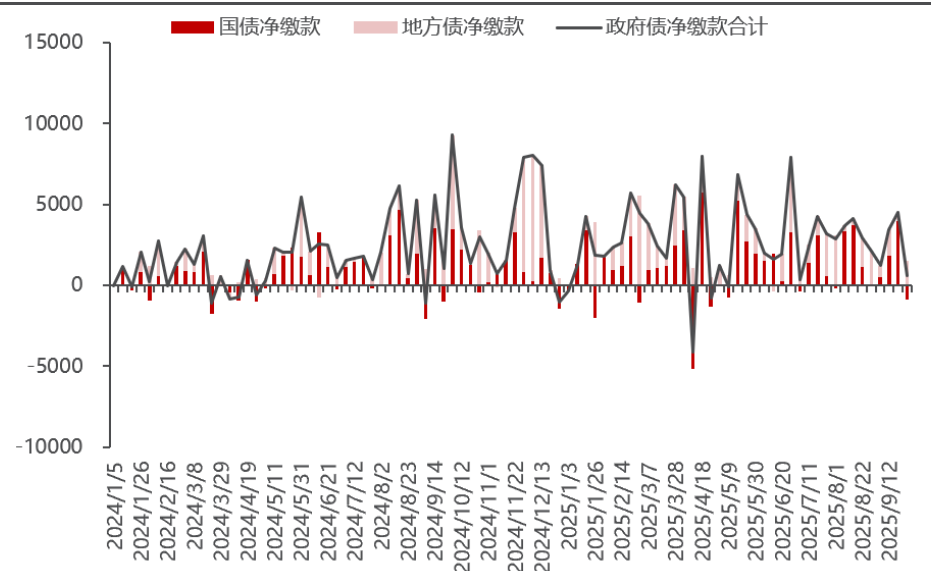


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

4.2 政府债缴款

9月15日-9月19日政府债净缴款 4479.77 亿元, 其中国债净缴款 3970.70 亿元, 地方债净缴款 509.07 亿元。预计 9月22日-9月26日政府债净缴款 608.18 亿元, 其中国债净缴款-896.50 亿元, 地方债净缴款 1504.68 亿元。

图12: 政府债净缴款跟踪 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

4.3 地方政府债策略

预计截至 9月28日, 置换债累计发行 19838 亿元, 进度达 99.19%; 新增一般债累计发行 6618 亿元, 进度达 82.73%; 新增专项债累计发行 36613 亿元, 进度达 83.21%, 其中特殊新增专项债累计发行 11408 亿元 (超出理论 8000 亿元限额部分用于偿还欠款, 预计规模在 4000 亿元左右)、土储专项债发行 2750 亿元、保障房专项债发行 27 亿元; 此外, 8月22日开始出现特殊再融资债发行, 当前累计发行 95 亿元, 从限额来看当前历史留存的上限为 1.26 万亿元。当前公布的 9月地方债发行计划为 6845 亿元, 各地陆续开始公布四季度发行计划当前统计到的规模为 5781 亿元。

图13：2025年2万亿元置换债发行情况（单位：亿元）

地区	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	总计	2025年额度	发行进度
江苏	100		611	800	300	500	200	2511	2511	100%
湖南		200	448	220			420	1288	1288	100%
河南						407	744	1151	1227	94%
贵州					200	186	790	1176	1176	100%
四川				289		289	570	1148	1148	100%
山东				69	402	122	520	1113	1113	100%
湖北					257	663		920	982	94%
安徽			150	341	200	280		971	980	99%
云南			350	177			351	878	878	100%
天津						310	461	771	771	100%
重庆			404	236			114	754	754	100%
辽宁						350	317	667	667	100%
内蒙古					250	250	72	572	572	100%
浙江				72	196		297	565	565	100%
陕西					50	150	364	564	564	100%
江西					17	448	86	551	551	100%
广西					215	150	150	515	515	100%
黑龙江						370	114	484	484	100%
福建			33		206		206	446	446	100%
甘肃			56	387				443	443	100%
吉林							370	370	385	96%
山西					85	150	150	385	385	100%
河北							281	281	281	100%
宁波					249			249	249	100%
新疆						108	108	216	216	100%
海南					92	60		152	152	100%
青岛				142				142	142	100%
宁夏							138	138	138	100%
西藏							137	137	137	100%
大连				37		38	29	104	104	100%
青海				73				73	73	100%
厦门							56	56	56	100%
北京	13			34				47	47	100%
总计	113	200	2053	2876	2719	4831	7046	19838	20000	99.19%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

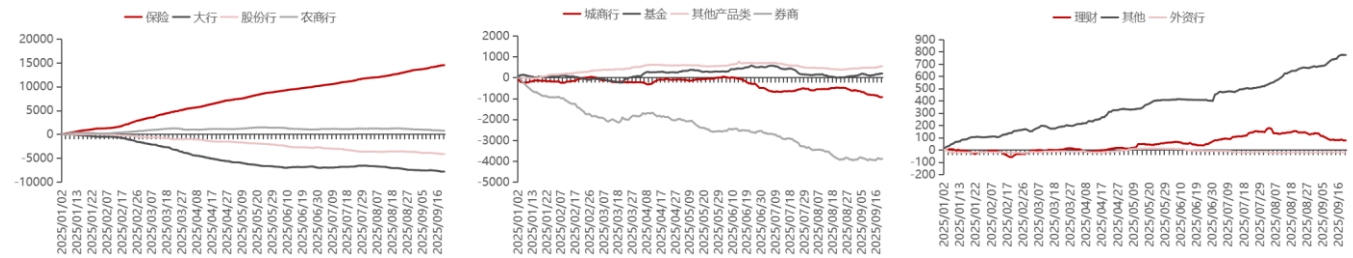
图14：2025 年额度下达情况及新增债发行情况（单位：亿元）

地区	新增一般债		新增专项债		总计		发行进度
	全年额度	已发行规模	全年额度	已发行规模	全年额度	已发行规模	
安徽		140		1760		1900	
北京	182	182	1233	1233	1415	1415	100%
大连		19		157		176	
福建	138	137	1505	1383	1643	1520	93%
甘肃		176		613		789	
广东	305	306	4500	4278	4805	4584	95%
广西	303	173	807	728	1110	900	81%
贵州	157	142	485	485	642	627	98%
海南	144	97	538	422	682	519	76%
河北	529	459	2177	1493	2706	1952	72%
河南	363	147	1971	1089	2334	1236	53%
黑龙江	342	316	390	326	732	642	88%
湖北		223		1084		1307	
湖南	358	291	1465	1407	1823	1698	93%
吉林	221	124	583	625	804	749	93%
江苏	316	316	2485	2385	2801	2701	96%
江西	310	285	1562	792	1872	1077	58%
辽宁		92		474		566	
内蒙古	289	259	361	281	650	540	83%
宁波	16	16	543	533	559	549	98%
宁夏		74		148		222	
青岛	60	60	620	502	680	562	83%
青海		123		57		180	
厦门	20	20	468	393	488	413	85%
山东	150	124	3321	2939	3471	3063	88%
山西		222		640		862	
陕西	310	310	940	498	1250	809	65%
上海	231	231	1155	1101	1386	1332	96%
深圳	15	0	866	613	881	613	70%
四川	433	430	2266	2214	2699	2644	98%
天津		168		519		687	
西藏		74		26		100	
新疆	299	269	1583	812	1882	1081	57%
新疆兵团	80	80	131	115	211	195	92%
云南	217	206	955	845	1172	1051	90%
浙江	309	183	2920	2744	3229	2927	91%
重庆	145	143	1402	898	1547	1041	67%
总计	8000	6618	44000	36613	52000	43231	83%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

由于基金按照 3% 简易计税，正常情况下应该由边际定价者决定市场价格，但当前各期限地方债个券的动态隐含税率均在 3% 以上，其中 10Y 个券的总体动态隐含税率下降至 3% 出头水平，30Y 个券的总体动态隐含税率在 4.5% 以上，其余期限也均有可挑选的有性价比个券，说明地方债新券依然有套利空间或者体现为更多安全边际。9 月以来，7Y 以上期限持续出现一二级套利空间，在 2-4bp 不等，可以继续关注相关机会。机构行为方面，8 月下旬开始保险持续积极参与，日度净买入超长端维持在 90 亿元左右，基金从 9 月 12 日开始持续净买入，主要集中在 7-20Y。当前各期限利差依然在 20bp 左右，10Y 以上期限估值均在 2% 以上，已经具有配置价值，部分 30Y 个券估值在 2.40%+，理论上随着供给在四季度减少，有利差收窄的可能性，但需要关注增量供给的可能性。

图15：地方债机构行为（单位：亿元）



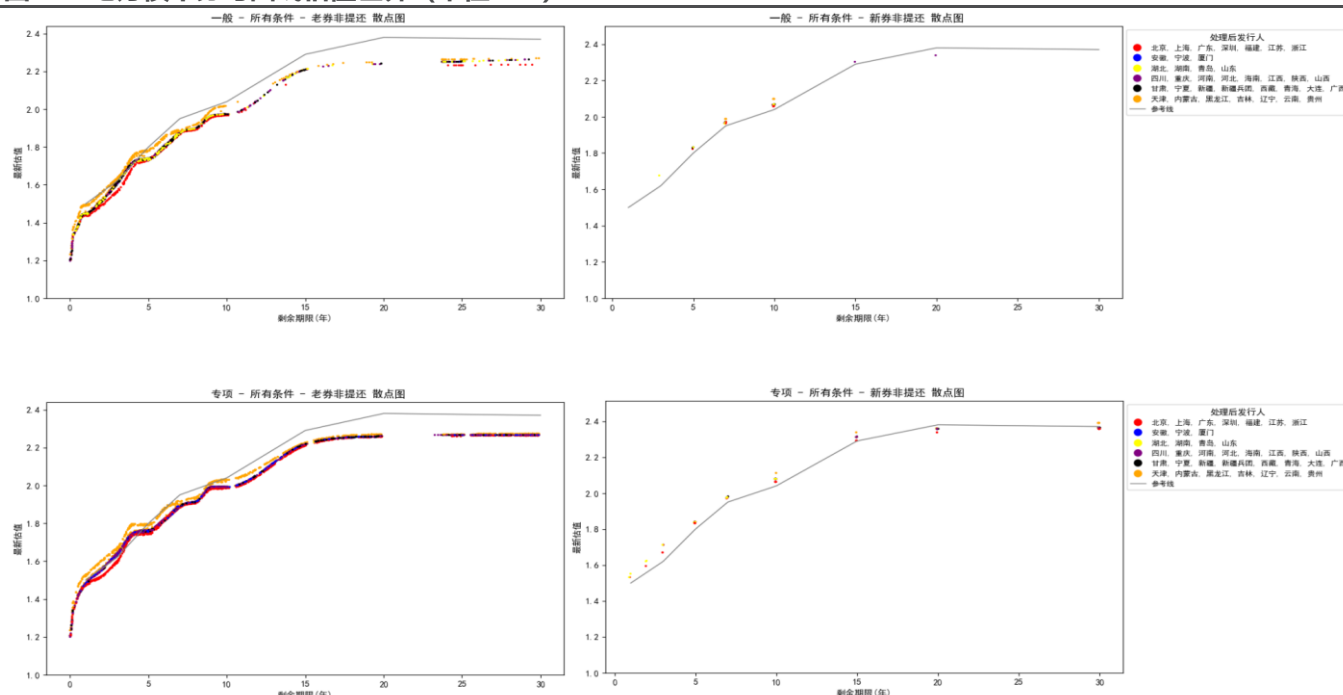
资料来源：Wind，民生证券研究院

图16：地方债关键期限各地区估值（单位：%）

2025/9/19	3Y				5Y			7Y				10Y				15Y			20Y				30Y				
	一般 新券	一般 老券	专项 新券	专项 老券	一般 新券	一般 老券	专项 新券	专项 老券	一般 新券	一般 老券	专项 新券	专项 老券	一般 新券	一般 老券	专项 新券	专项 老券	一般 新券	一般 老券	专项 新券	专项 老券	一般 新券	一般 老券	专项 新券	专项 老券			
安徽		1.61		1.64		1.74	1.83	1.76		1.87	1.98	1.88	2.07	2.00	2.10	2.02											
北京		1.56	1.67	1.59		1.73	1.82	1.74		1.86	1.97	1.87		1.99		2.01		2.32	2.22		2.39	2.29		2.39	2.29		
大连		1.61			1.82	1.73		1.75		1.86	1.98	1.87		2.00	2.10	2.02		2.20		2.21		2.39	2.29		2.39	2.29	
福建		1.58	1.71	1.63		1.74	1.83	1.75	1.97	1.87		1.87		2.00		2.02			2.22				2.29		2.29		
甘肃		1.60		1.63	1.82	1.74		1.76		1.85	1.97	1.87		2.00		2.02		2.21		2.21		2.39	2.29		2.39	2.29	
广东		1.55		1.59		1.73		1.75		1.86		1.88	2.06	2.00	2.07	2.01		2.30	2.21			2.28		2.38	2.28		
广西		1.60		1.63		1.74		1.75		1.87		1.86	2.07	2.00	2.02				2.21		2.39	2.29		2.39	2.29		
贵州		1.62		1.65		1.77		1.79	1.99	1.88		1.90	2.11	2.03	2.13	2.05		2.21		2.24			2.30		2.42	2.29	
海南		1.60		1.64		1.74		1.76	1.96	1.86		1.87	2.07	1.99	2.10	2.02	2.31	2.19	2.32	2.21	2.37	2.27	2.39	2.29	2.28	2.39	2.29
河北		1.59		1.63		1.74	1.83	1.76		1.87		1.87	2.07	2.00	2.10	2.02		2.21	2.32	2.21			2.39	2.29		2.39	2.29
河南		1.61		1.64		1.73	1.83	1.75	1.96	1.87	1.98	1.88		1.99	2.10	2.02				2.18		2.39	2.29		2.28	2.39	2.29
黑龙江		1.63		1.66		1.78		1.79		1.88		1.90		2.03		2.05		2.22		2.24			2.30		2.42	2.29	
湖北		1.60	1.70	1.63	1.82	1.74	1.83	1.75	1.97	1.87	1.98	1.88	2.07	2.00	2.10	2.02		2.18		2.22		2.27		2.29			
湖南		1.62		1.63		1.74	1.83	1.75		1.87		1.89	2.07	1.99		2.02		2.17	2.32	2.22		2.39	2.29		2.28	2.39	2.29
吉林		1.63		1.67		1.78		1.80	1.99	1.88		1.91	2.10	2.03	2.13	2.05		2.22		2.24			2.30		2.29	2.42	2.29
江苏		1.56		1.59		1.72	1.82	1.75	1.96	1.87		1.88		1.99		2.01		2.30	2.21			2.28			2.38	2.28	
江西		1.58		1.63		1.73	1.83	1.76		1.85	1.98	1.88		2.00	2.10	2.02			2.32	2.21		2.39	2.29		2.39	2.29	
辽宁		1.63		1.66		1.77		1.79	1.99	1.87		1.90	2.10	2.03		2.05		2.22	2.35	2.24			2.40	2.30		2.42	2.29
内蒙古		1.63		1.66		1.77		1.79		1.87		1.90	2.10	2.03		2.05			2.35	2.24		2.28	2.40	2.30		2.29	
宁波		1.60		1.63		1.74	1.83	1.75		1.85	1.98	1.89		2.00	2.10	2.02			2.32	2.21		2.39	2.29		2.39	2.29	
宁夏		1.61		1.71	1.63	1.74	1.83	1.75	1.97	1.86	1.98	1.88		2.00	2.10	2.02		2.18	2.32	2.21		2.27	2.39	2.29		2.39	2.29
青岛	1.67	1.58		1.64		1.73		1.75		1.86	1.97	1.87	2.07	1.99	2.10	2.02			2.22		2.22		2.39	2.29		2.39	2.29
青海		1.61		1.63		1.73		1.75	1.97	1.85	1.98	1.87	2.07	2.00		2.02				2.21					2.28		2.29
厦门		1.59		1.62		1.73		1.75		1.82		1.86		2.00		2.02				2.20				2.29			2.29
山东		1.60		1.64		1.74		1.76		1.81	1.97	1.88	2.07	2.00	2.10	2.02		2.20	2.32	2.22			2.29		2.39	2.29	
山西		1.60		1.63	1.82	1.74		1.75	1.96	1.87		1.88	2.07	2.00	2.10	2.02		2.19	2.32	2.21		2.39	2.29		2.39	2.29	
陕西		1.59		1.63		1.74		1.76		1.87	1.98	1.88	2.07	2.00		2.02		2.18	2.32	2.21		2.39	2.29		2.29		
上海		1.56		1.59	1.81	1.72	1.82	1.75	1.96	1.85	1.97	1.87	2.06	1.98	2.07	2.01			2.30	2.20			2.28		2.25	2.38	2.28
深圳			1.59			1.72	1.82	1.75		1.86	2.07	1.98	2.08	2.01					2.30	2.20			2.37	2.28		2.38	2.28
四川		1.61		1.63		1.73	1.83	1.75	1.97	1.85	1.98	1.89	2.07	2.00	2.10	2.02		2.21	2.32	2.22			2.39	2.29	2.28	2.39	2.29
天津		1.63		1.66		1.77		1.80		1.88		1.91		2.03		2.05			2.23		2.28		2.30		2.29		2.29
西藏		1.58		1.66		1.73		1.75		1.85		1.87		2.00		2.02		2.20		2.21		2.27	2.29			2.29	
新疆	1.68	1.61		1.63		1.74		1.75	1.97	1.86	1.98	1.88		2.00	2.10	2.02		2.21	2.32	2.21		2.39	2.29		2.28	2.39	2.29
新疆兵团		1.60		1.65		1.73		1.75		1.87		1.87		1.99	2.10	2.02		2.21	2.32	2.21		2.39	2.29				
云南		1.64		1.67		1.78		1.79		1.89		1.91		2.03		2.05			2.21				2.30				2.29
浙江		1.55	1.67	1.59		1.72	1.82	1.75		1.86	1.97	1.87	2.06	1.99	2.07	2.01			2.21			2.37	2.28			2.28	
重庆		1.60		1.63		1.74		1.76		1.87		1.88	2.07	2.00	2.10	2.02		2.32	2.21			2.39	2.29		2.39	2.29	

资料来源：iFinD，民生证券研究院

图17：地方债个券与曲线估值差异（单位：%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图18：地方债最新动态隐含税率

最新动态隐含增值税率-9月19日									
发行日期	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y
8月8日	3.73%	4.80%		4.53%	5.33%	3.76%			4.59%
8月11日			5.68%		5.67%	3.88%		4.31%	4.59%
8月12日						3.61%		4.07%	5.50%
8月14日						3.81%			
8月15日					5.25%	3.84%	4.52%	4.31%	4.58%
8月18日		5.87%		4.19%		3.30%	4.61%	4.22%	4.61%
8月19日						3.56%	4.27%	4.07%	4.63%
8月20日					4.76%	3.78%	4.58%		5.20%
8月21日	4.24%		5.37%	4.58%	5.15%	3.66%	5.01%	4.28%	4.59%
8月22日				4.55%	4.71%	3.75%	4.38%	4.31%	5.20%
8月25日				4.75%	4.99%	3.82%	4.56%	4.31%	4.59%
8月26日				4.07%	5.04%	3.82%	4.56%	4.31%	5.05%
8月27日				4.27%	5.39%	3.85%	4.49%	4.31%	4.59%
8月28日						3.58%	4.85%		
8月29日				4.41%	4.87%	3.59%	4.44%	4.31%	4.62%
9月2日				4.08%					
9月4日	4.72%	4.73%	4.51%	4.52%	5.38%	3.83%	4.90%		5.50%
9月5日						3.83%			
9月8日			4.82%	4.58%	4.77%	3.77%	4.81%	4.31%	4.66%
9月11日			4.43%	4.52%	5.45%	3.85%			4.82%
9月12日					5.21%	3.87%		4.31%	4.62%
9月15日	4.54%	4.38%		4.26%		3.74%		4.14%	4.68%
9月16日			4.39%		5.10%	3.87%	4.53%	4.31%	4.59%
9月17日						3.85%	4.50%	4.31%	
9月18日					5.49%	3.88%	4.51%	4.31%	5.05%
9月19日									
总计	4.31%	4.83%	4.99%	4.44%	5.12%	3.73%	4.59%	4.28%	4.76%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

5 同业存单跟踪

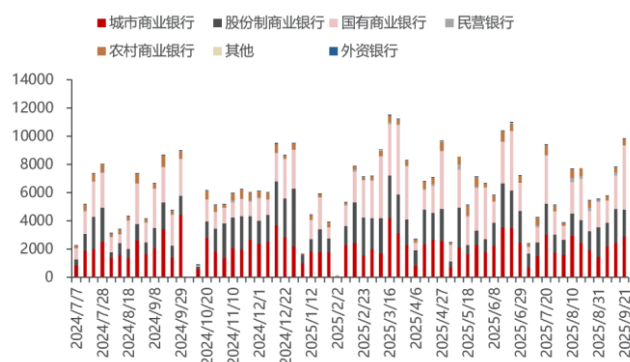
5.1 同业存单一级市场

9月15日至9月19日同业存单发行9836亿元，环比增加1998亿元；净融资1336亿元，环比增加6019亿元；9月22日至9月26日同业存单到期规模为9822亿元，到期续发压力小幅加大。分银行类型来看，国有行发行规模最大，国有行、股份行、城商行、农商行分别发行4557亿元、1922亿元、2885亿元、428亿元；分期限类型来看，3M发行规模最大，1M、3M、6M、9M、1Y分别发行339亿元、3578亿元、2731亿元、932亿元、2256亿元。

发行成功率方面，9月15日至9月19日整体发行成功率为90%，前值为87%。股份行的发行成功率最高，为92%；6M的发行成功率最高，为92%。

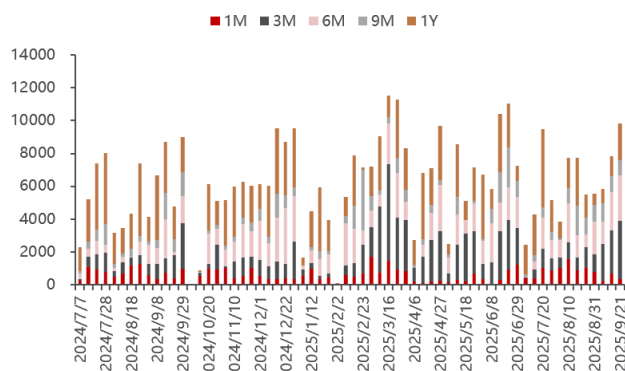
发行利率方面，分银行类型来看，9月15日至9月19日城商行和股份行同业存单发行利率提价，具体来看：国有行、股份行、城商行、农商行1Y同业存单发行利率分别为1.68%、1.68%、1.76%、1.77%；分期限类型来看，9月15日至9月19日除1Y外各期限同业存单发行利率均出现上行，具体来看：1M、3M、6M、9M、1Y发行利率分别为1.58%、1.59%、1.66%、1.69%、1.69%。

图19：同业存单发行分银行类型（单位：亿元）



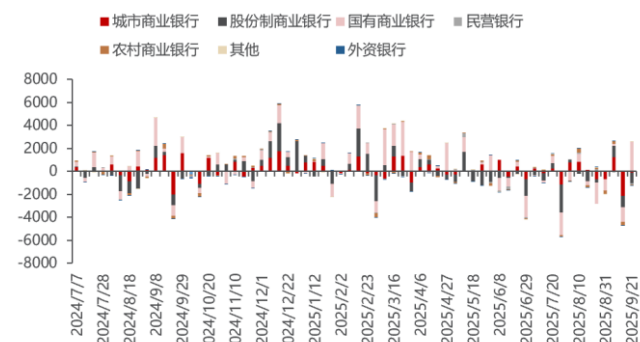
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图20：同业存单发行分期限类型（单位：亿元）



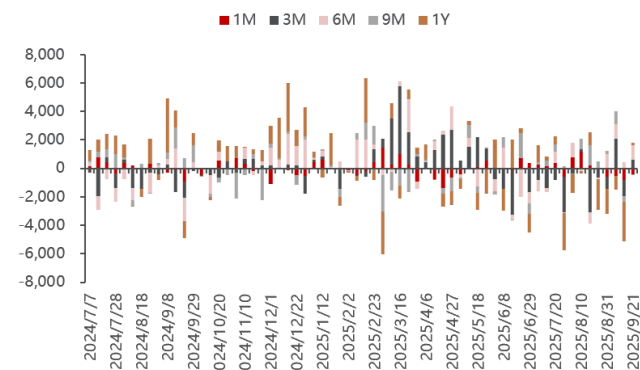
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图21：同业存单净融资分银行类型（单位：亿元）



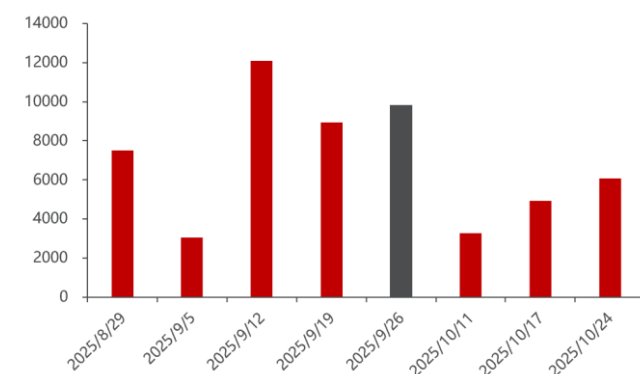
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图22：同业存单净融资分期限类型（单位：亿元）



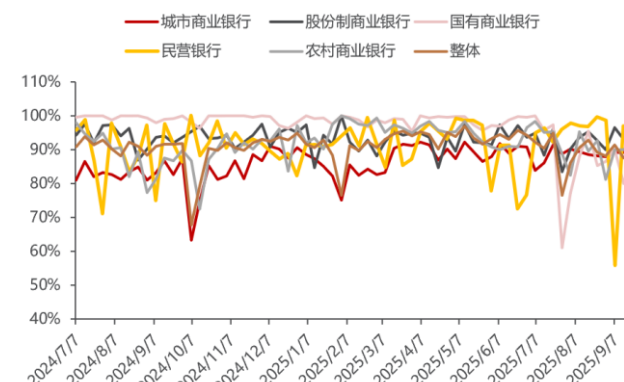
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图23：未来同业存单到期规模（单位：亿元）



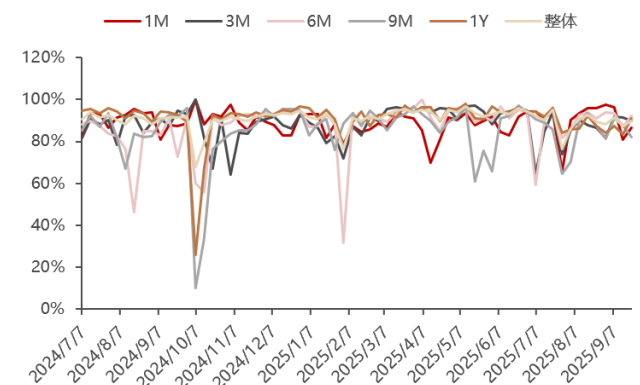
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图24：同业存单发行成功率-分银行类型



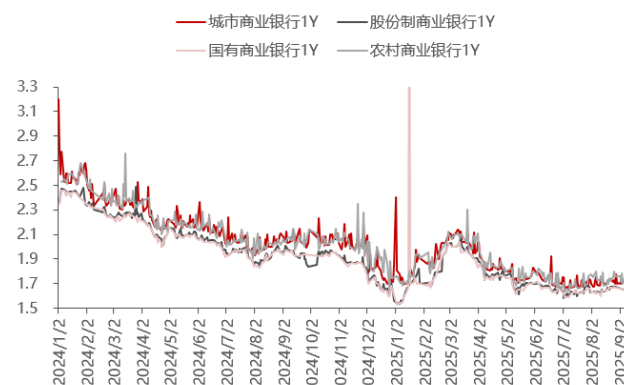
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图25：同业存单发行成功率-分期限类型

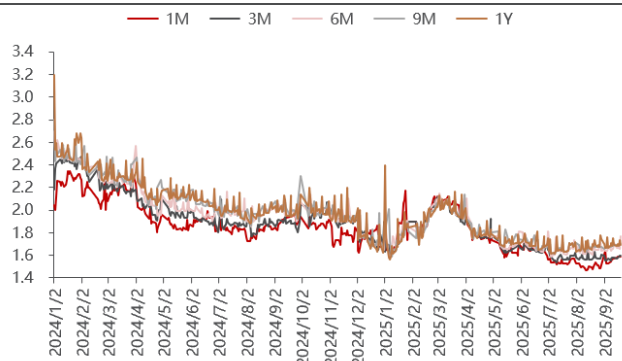


资料来源：iFinD，民生证券研究院

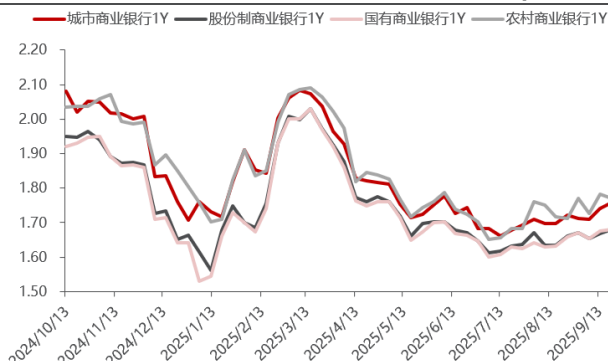
图26：同业存单加权平均发行利率-分银行类型



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图27：同业存单加权平均发行利率-分期限类型


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图28：同业存单加权平均发行利率周度变化 (单位：%)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

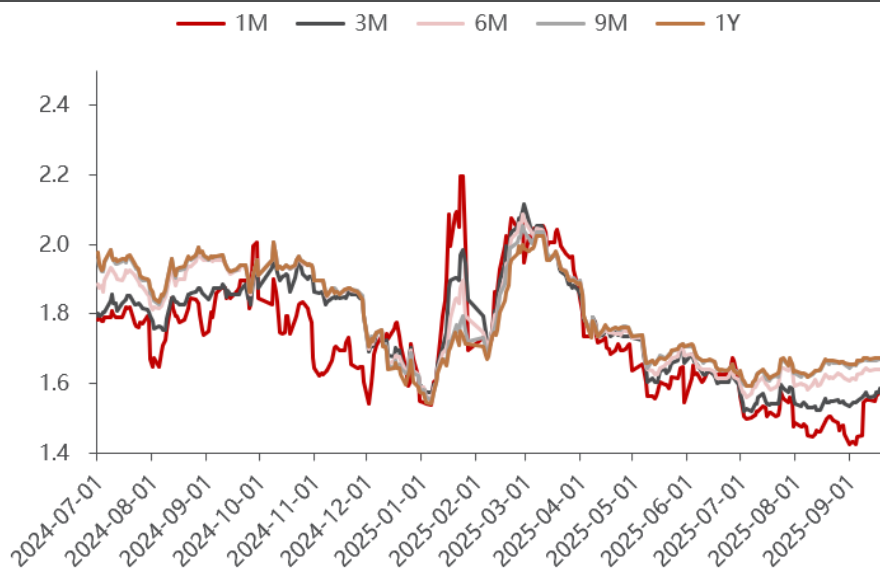
5.2 同业存单二级市场

9月15日至9月19日存单二级市场收益率整体小幅上行，1M上行幅度更大，存单收益率曲线变平，1M、3M、6M、9M和1Y在9月19日收益率分别为1.58%、1.58%、1.64%、1.67%和1.68%。

图29：各期限同业存单到期收益率周度变化 (单位：%)

期限品种	2025/8/29	2025/9/5	2025/9/12	2025/9/19	环比变动 (bp)
1M	1.45	1.45	1.55	1.58	2
3M	1.54	1.55	1.56	1.58	1
6M	1.61	1.63	1.64	1.64	1
9M	1.66	1.66	1.67	1.67	0
1Y	1.66	1.67	1.67	1.68	1

资料来源：iFinD，民生证券研究院

图30：中债 AAA 同业存单到期收益率 (单位：%)


资料来源：iFinD，民生证券研究院

6 超储率跟踪

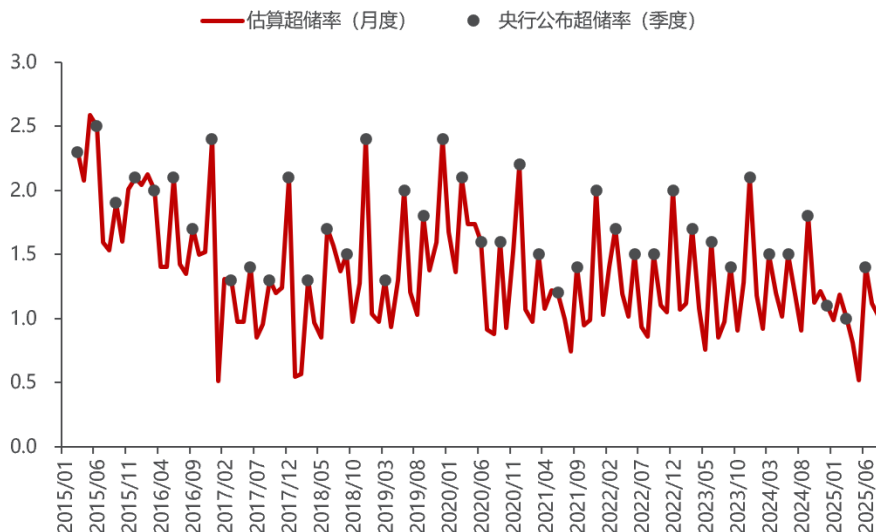
从定义来看超储率= (存款准备金-缴存基数*加权平均法定准备金率) / 缴存基数, 根据金融机构信贷收支表数据估计得 2025 年 8 月末超储率为 1.03%。从影响超储率的因素来看, 9 月 15 日至 9 月 19 日央行公开市场净投放 11923 亿元, 政府债净缴款 4479.8 亿元, 合计增加超储规模 7443.2 亿元。

图31：超储率主要影响因素周度跟踪及计算（单位：亿元）

项目	2025年8月末	8.11-8.15	8.18-8.22	8.25-8.29	9.1-9.5	9.8-9.12	9.15-9.19
超储率	1.03%						
超储规模	29521						
加：质押式逆回购净投放		-4149.0	13652.0	1961.0	-12047.0	1961.0	5623.0
加：MLF净投放		0.0	0.0	3000.0	0.0	0.0	0.0
加：其他		5000.0	-1000.0	-9300.0	0.0	0.0	6300.0
减：国债净缴款		3726.2	1155.8	-0.9	500.0	1834.2	3970.7
减：地方债净缴款		377.4	1791.8	2114.7	716.5	1608.1	509.1
合计		-3252.6	9704.4	-6452.8	-13263.5	-1481.3	7443.2

资料来源：iFinD，民生证券研究院

图32：月度超储率跟踪（单位：%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

7 风险提示

1) 政府债供给超预期。市场出现超预期政府债供给，易对流动性造成干扰，影响债券市场整体走势。

2) 货币政策超预期。市场政策不确定性较大，将影响市场整体情况，进而带来投资风险。

3) 经济表现超预期。经济表现不确定性较大，将影响市场整体情况，进而带来投资风险。

插图目录

图 1: 9 月 22 日-9 月 26 日资金面影响因素 (单位: 亿元)	4
图 2: 主要资金利率周度跟踪 (左轴单位: bp, 右轴单位: %)	5
图 3: 主要资金利率日度跟踪 (单位: %)	5
图 4: 质押式回购资金流出情况 (单位: 亿元)	6
图 5: 票据利率跟踪 (单位: %)	6
图 6: 公开市场操作日度明细	7
图 7: 公开市场操作周度跟踪 (单位: 亿元)	8
图 8: 公开市场操作余额跟踪 (单位: 亿元)	8
图 9: 政府债净融资跟踪 (单位: 亿元)	9
图 10: 国债累计净融资速度 (单位: 亿元)	9
图 11: 地方债累计净融资速度 (单位: 亿元)	9
图 12: 政府债净缴款跟踪 (单位: 亿元)	10
图 13: 2025 年 2 万亿元置换债发行情况 (单位: 亿元)	11
图 14: 2025 年额度下达情况及新增债发行情况 (单位: 亿元)	12
图 15: 地方债机构行为 (单位: 亿元)	13
图 16: 地方债关键期限各地区估值 (单位: %)	13
图 17: 地方债个券与曲线估值差异 (单位: %)	14
图 18: 地方债最新动态隐含税率	14
图 19: 同业存单发行分银行类型 (单位: 亿元)	15
图 20: 同业存单发行分期限类型 (单位: 亿元)	15
图 21: 同业存单净融资分银行类型 (单位: 亿元)	16
图 22: 同业存单净融资分期限类型 (单位: 亿元)	16
图 23: 未来同业存单到期规模 (单位: 亿元)	16
图 24: 同业存单发行成功率-分银行类型	16
图 25: 同业存单发行成功率-分期限类型	16
图 26: 同业存单加权平均发行利率-分银行类型	16
图 27: 同业存单加权平均发行利率-分期限类型	17
图 28: 同业存单加权平均发行利率周度变化 (单位: %)	17
图 29: 各期限同业存单到期收益率周度变化 (单位: %)	17
图 30: 中债 AAA 同业存单到期收益率 (单位: %)	17
图 31: 超储率主要影响因素周度跟踪及计算 (单位: 亿元)	18
图 32: 月度超储率跟踪 (单位: %)	18

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048