



Research and
Development Center

往年资金面的“秋后异动”会影响今年 Q3 跨季吗？

——2025 年 9 月流动性展望

2025 年 9 月 4 日

证券研究报告

债券研究

专题报告

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +8618817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

往年资金面的“秋后异动”会影响今年 Q3 跨季吗？

——2025 年 9 月流动性展望

2025 年 9 月 4 日

- 7 月超储率环比下降 0.2pct 至 1.2%，降幅略大于预期，但也处于非季末月的中性水平。7 月财政存款上升 7648 亿元，高于预期的 4508 亿元，除了广义财政赤字小幅低于预期外，政府存款相较于广义财政盈余及政府债净缴款之和额外下降 1477 亿元，低于我们预期的 4000 亿元，显示置换债 7 月支出进度可能仍然偏缓。自 2024 年 11 月至 2025 年 7 月政府存款累计额外下降的 2.99 万亿仍明显低于置换债发行的 3.89 万亿。此外，7 月央行对其他存款性公司债权环比上升 2184 亿元，与高频货币政策工具基本匹配；7 月货币发行、央行法定存款准备金和外汇占款与我们的预期相差不大。
- 8 月广义财政赤字规模可能高于历年同期，置换债支出还将对政府存款带来额外的漏出，而政府债净供给规模较去年同期大幅下降，我们预计 8 月政府存款环比下降约 3100 亿元，降幅偏高，对流动性产生重要补充；8 月缴准规模季节性增加，或将回笼资金约 900 亿；8 月货币发行或增加约 500 亿元；外汇占款或继续回笼资金约 500 亿元。公开市场方面，8 月央行质押式逆回购净回笼 534 亿元，买断式逆回购净投放 3000 亿元，MLF 净投放 3000 亿元，PSL 净归还 1608 亿元，其他结构性货币政策工具净投放 1005 亿元，则 8 月央行对其他存款性公司债权环比或将上升约 4900 亿元。综合来看，我们预计 8 月超储率约 1.4%，较 7 月上行约 0.2pct，处于非季末月相对偏高的水平，也高于 2019–2024 年同期。
- 今年以来央行货币政策工具投放的累计规模明显上升，超储规模相较往年同期也明显增长，但这主要是由于 24 年末超储意外下降所致，超储率与往年同期变化不大。该现象一方面可能反映了央行开始通过常规工具取代以往央行对其他存款性公司债权意外上升的部分，另一方面今年以来政府存款、央行购债到期等外生因素的漏出规模也相对较大，央行需要对此进行对冲。而央行投放也是银行相对稳定的负债来源，其上升叠加信贷需求转松，使得银行负债在一般存款增速一般、政府债供给大幅上升的背景下仍维持平稳，对于同业存单融资的依赖度也明显下降。银行负债压力下降也使得资金分层现象并不明显。
- 8 月资金整体宽松但月中后明显收紧，尽管银行净融出中枢与 7 月大致相当，但税期前后降幅达 2 万亿，明显超过历史同期，有观点猜测其是否与权益市场的扰动、北交所打新或是央行重提“防空转”有关。而北交所打新冻结资金主要影响交易所市场，近期 A 股持续走强、打新冻结资金规模上升也使其影响放大，但相关资金不论是在银证账户冻结还是被转入中证登的结算账户，银行体系的超储都未受影响。不论是银证转账规模的上升，还是打新资金的冻结与解冻可能只是造成在途资金的摩擦加大。即便这种效应因股市走强放大，但资金价格是货币政策的操作目标，如果波动加剧央行采取措施进行对冲也能使资金维持平稳，因此其影响可能偏短期。
- 而 Q2 货政报告关于“防空转”的表述与 7 月金融发布会一致，可能已反映在了 7 月以来资金利率中枢并未进一步下降上，同时银行融出的精准调控有所放松，因此资金面的波动相应放大。8 月上半月 DR001 均值仅 1.32%，较

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>2



7月降幅较大，央行可能适当容忍资金波动抬升造成了月中的资金收敛。但在提振通胀的要求下，央行可能也无意引导资金利率中枢抬升，这样的紧张也并未维持太久，月末在央行呵护下资金仍有所转松。

- 8月 DR001 与 DR007 均值分别降至 1.35%和 1.48%，双双创年内新低。从微观视角看，尽管银行净融出中枢大致平稳，但非银机构杠杆需求也有所回落，这可能也是8月资金利率中枢下滑的主因，资金缺口指数也有所回落。
- 展望9月，广义财政赤字规模可能仍较往年同期偏高，并且置换债的支出可能仍将对政府存款带来额外的漏出，政府债净融资规模也有望较8月小幅下降，我们预计9月政府存款或环比下降约7800亿元，降幅处于近年同期偏高水平；9月银行缴准和货币发行季节性增加，前者预计上升2900亿元，后者预计上升2500亿元；外汇占款或继续回笼资金约500亿元。公开市场方面，我们假设9月末OMO余额降至约2.15万亿，对应净回笼逆回购约1200亿元，MLF和买断式逆回购或延续超额续作，仍分别净投放3000亿元，假设PSL和其他结构性货币政策工具净回笼约2000亿元，则9月央行对其他存款性公司债权环比上升约2800亿元。综合来看，我们预计9月超储率约1.6%，较8月上升0.2pct，处于季末月份的中性水平。
- 过去几年资金价格在8-10月出现意外收紧，这种秋后异动也常常会导致债市调整，使部分投资者担忧9月的跨季资金。但从上文的分析看，9月资金面并无明显的外生冲击。事实上，往年这一时期资金面的波动一般都伴随着大行净融出的显著变化，这背后可能反映的是货币政策的调整，如2022年央行对疫情防控优化后通胀提升的担忧，以及2023年中央金融工作会议在M2增速过高下要求盘活存量等。
- 当前央行的重要目标在于推动通胀提升，对于利率过快下行的担忧明显减弱，后续政策收紧的概率有限。但7月政治局会议提升了降准降息的门槛，7月单月的数据走弱后央行可能在短期更倾向于观察，降息的概率不大。而8月DR001与DR007已与去年前三季度的状态大致相当，可能已经达到了现有框架下的稳态。虽然DR001的下限较1.2%的临时隔夜正回购利率还有10BP的差距，但央行在Q2货政报告也弱化了这一理论值，即便在9月短暂打破，DR001中枢可能也难以明显下行。因此我们认为9月资金面大概率与8月类似，仍会在现有框架下维持相对宽松。
- **风险因素：**财政投放力度不及预期、货币政策不及预期。

目录

一、7月置换债支出进度仍偏缓 超储率在非季末月的中性水平	5
二、8月超储率回升 资金利率中枢降至年内新低	5
三、9月资金利率中枢或维持平稳 但隔夜利率 1.3% 下限可能仍未打开	12
风险因素	16

图目录

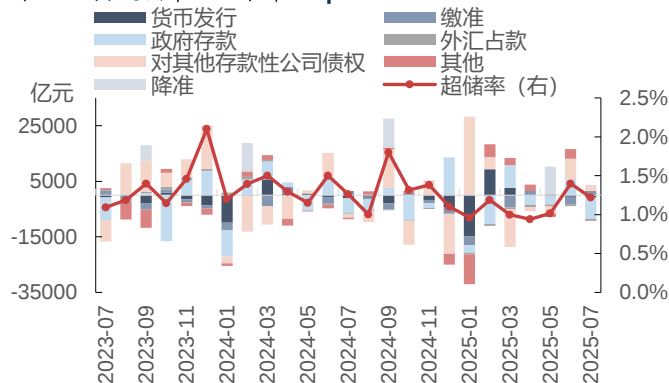
图 1: 7月超储率环比下降 0.2pct 至 1.2%	5
图 2: 7月央行对其他存款性公司债权与高频数据基本匹配	5
图 3: 7月政府存款升幅大于预期	5
图 4: 7月政府存款额外下降约 1477 亿元	5
图 5: 8月新增专项债发行规模较去年同期大幅下降	6
图 6: 8月关键期限国债平均发行规模较 7 月上升	6
图 7: 7月票据冲量仍未改变新增信贷负增长的状态	7
图 8: 国股转贴现票据利率 8 月中上旬回落下旬回升	7
图 9: 8月末逆回购余额降至 22731 亿元	8
图 10: 今年 1-8 月央行政策工具投放规模在历年同期最高水平	8
图 11: 25 年 1-7 月央行对其他存款性公司债权大幅上升	8
图 12: 央行投放为银行提供了相对问题的负债来源	9
图 13: 大行一般存款增速偏缓但负债压力仍可控制	9
图 14: 中小行存款增速高于大行	9
图 15: 25 年 6 月以来同业存单持续净偿还	9
图 16: 8 月税期银行刚性净融出降幅远高于季节性规律	9
图 17: 8 月银行净融出中枢与 7 月大致相当, 但波动更大	10
图 18: 北交所打新冻结资金对 GC001 影响相对直接	10
图 19: 8 月 DR001 与 DR007 中枢均创下年内新低	11
图 20: 8 月银行间资金跨月相对偏缓	11
图 21: 8 月其他非银资金跨月进度同样偏缓	11
图 22: 8 月交易所资金跨月相对银行间更加滞后	12
图 23: 8 月全市场资金跨月在历年同期最晚水平	12
图 24: 8 月各类非银机构融入规模中枢均有所下降	12
图 25: 8 月资金缺口指数中枢回落	12
图 26: 9 月货币发行通常季节性增加	13
图 27: 8 月中下旬人民币汇率维持平稳	13
图 28: 2025 年第三季度地方债发行计划 (单位: 亿元)	14
图 29: 9 月超储率或上升至 1.6% (单位: 亿元)	15
图 30: 往年 8-10 月资金面出现收紧的情况时通常伴随着大行净融出的大幅下降	15
图 31: 2025 年 9 月资金日历	16



一、7月置换债支出进度仍偏缓 超储率在非季末月的中性水平

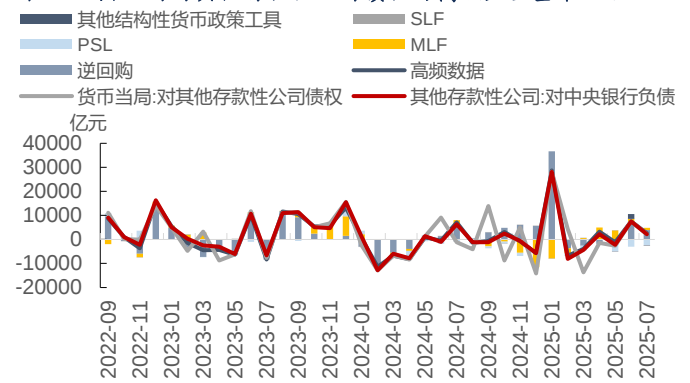
7月超储率较6月下降约0.2pct至1.2%，降幅略大于我们的预期，但也处于非季末月的中性水平。7月财政存款上升7648亿元，高于预期的4508亿元，除了广义财政赤字小幅低于预期外，政府存款相较于广义财政盈余及政府债净缴款之和额外下降1477亿元，低于我们预期的4000亿元，显示置换债7月支出进度可能仍然偏缓。自2024年11月至2025年7月政府存款累计额外下降的2.99万亿仍明显低于置换债发行的3.89万亿。此外，7月央行对其他存款性公司债权环比上升2184亿元，与高频货币政策工具基本匹配；7月货币发行、央行法定存款准备金和外汇占款与我们的预期相差不大。7月央行资产负债表显示，7月超储率较6月下降约0.2pct至1.2%，降幅略大于我们的预期，处于非季末月相对中性的水平。7月政府存款环比上升7648亿元，高于我们预期的4508亿元，其中7月税收收入回暖推动广义财政收入略高于预期，而广义财政支出与预期相差不大，广义财政赤字3525亿元，已处于历史同期最高水平，但仍较我们的预期低约600亿元。政府存款超预期上升的主要原因还是置换债使用进度低于我们的预期，7月政府存款变动与广义财政盈余及政府债净缴款加总后的差为1477亿元，低于我们预计的4000亿。截至7月末，2024年11月开始发行的偿还存量债务的特殊再融资债发行规模达到了3.89万亿，但政府存款相较其与广义财政盈余之和仅多降3万亿，这意味着后续特殊再融资债支出仍有提升的空间。此外，7月央行对其他存款性公司债权上升2184亿元，与央行高频货币政策工具净投放的2577亿元和其他存款性公司对央行负债上升的2181亿元基本匹配，这几项在央行以月度公布流动性工具投放后差距明显收窄；7月货币发行规模上升836亿元，央行法定存款准备金下降1535亿元，外汇占款下降715亿元，均与我们的预期相差不大。

图1：7月超储率环比下降0.2pct至1.2%



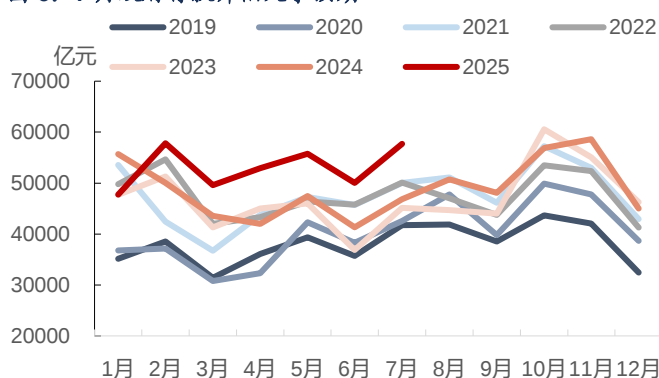
资料来源：万得，信达证券研发中心

图2：7月央行对其他存款性公司债权与高频数据基本匹配



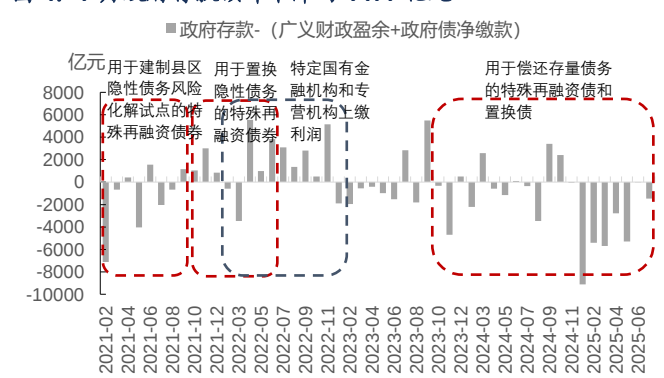
资料来源：万得，信达证券研发中心

图3：7月政府存款升幅大于预期



资料来源：万得，信达证券研发中心

图4：7月政府存款额外下降约1477亿元



资料来源：万得，信达证券研发中心

二、8月超储率回升 资金利率中枢降至年内新低

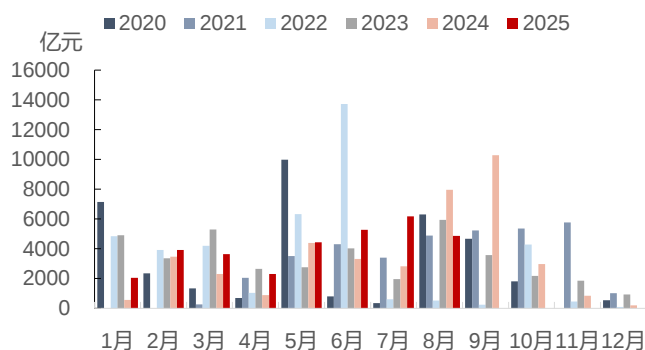
8月广义财政赤字规模可能高于历年同期，置换债支出还将对政府存款带来额外的漏出，而政府债净供给规模较去年同期大幅下降，我们预计8月政府存款环比下降约3100亿元，降幅偏高，对流动性产生重要补充；8月缴准规模季节性增加，或将回笼资金约900亿；8月货币发行或增加约500亿元；外汇占款或继续回笼资金约500亿元。公开市场方面，8月央行质押式逆回购净回笼534亿元，买断式逆回购净投放3000亿元，MLF净投放3000亿元，PSL净归还1608亿元，其他结构性货币政策工具净投放1005亿元，则8月央行对其他存款性公司债权环比或将上升约4900亿元。综合来看，我们预计8月超储率约1.4%，较7月上行约0.2pct，处于非季末月相对偏高的水平，也高于2019-2024年同期。

具体从影响超储率的几个因素来看：

8月货币发行或增加约500亿元，但对流动性的影响有限。8月货币发行一般季节性增加，参考历史情况，我们预计今年8月货币发行环比或增加500亿元左右，对流动性的负面影响较为有限。

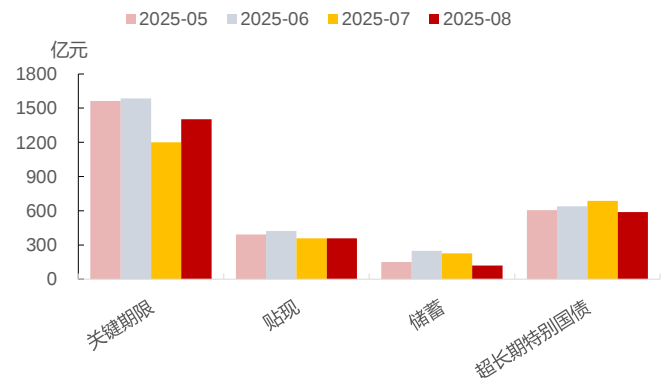
8月国债发行规模13518亿元，考虑到到期5028亿元后，净融资规模较7月上升4070亿元至8489亿元。其中关键期限国债平均发行规模上升至1404亿元，而储蓄国债、超长期特别国债平均发行规模下降至120亿元、588亿元，贴现国债平均发行规模358亿元，与7月持平。**8月地方债发行规模9776亿元，考虑到到期4975亿元，净融资规模4801亿元，较7月下降3323亿元。**8月新增一般债、新增专项债、普通再融资债、置换债发行规模分别为825亿元、4865亿元、3538亿元、549亿元。整体来看，8月政府债发行规模2.33万亿，净融资规模1.33万亿，较7月上升约700亿元；净缴款规模1.27万亿，与7月基本持平。

图 5：8月新增专项债发行规模较去年同期大幅下降



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：8月关键期限国债平均发行规模较7月上升



资料来源：万得，信达证券研发中心

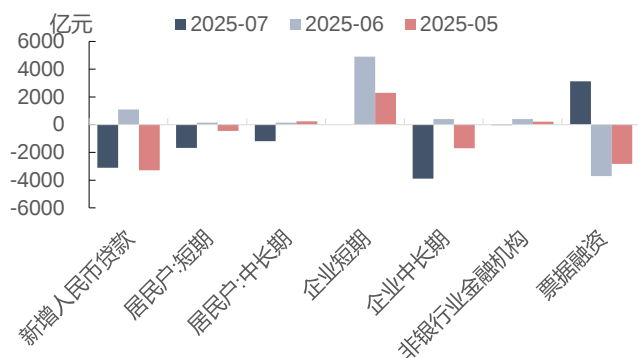
在财政收支方面，7月一般公共预算收入同比回正，增速较6月上升3.0pct至2.6%，完成全年预算目标的9.2%，处于近年同期偏低水平。从结构上看，7月税收收入回暖，同比增速上升4.0pct至5.0%，主要税种中个人所得税、企业所得税和国内消费税同比增速均有所提升，而增值税同比增速略有下滑；7月非税收入同比下降12.9%，降幅较6月扩大9.2pct，已连续3个月负增长。考虑8月基本面相对偏弱，且非税收入同比进一步抬升，我们预计8月一般公共预算收入进度同比增长2.1%至1.24万亿。7月一般公共预算支出同比增速3.0%，较6月上行2.7pct，单月进度6.6%处于近年同期中性水平，除科学技术支出和环境保护支出同比增速较6月回落外，其余支出分项同比增速普遍回升。7月政治局会议提出“加快政府债券发行使用，提高资金使用效率”，我们预计8月一般公共预算支出仍将提速，同比上升6.3%至1.96万亿，则8月一般公共预算赤字约7200亿元，赤字规模处于往年同期偏高水平。政府性基金预算收支方面，7月政府性基金预算收入同比上升8.9%，增速较6月回落11.9pct，主要是受到国有土地使用权出让收入同比增速大幅放缓至7.2%的拖累。8月土拍热度有所回落、高能级城市优质宅地成交占比下降，据克而瑞统计8月全国经营性土地招拍挂成交金额953亿元，同比由平转负至-16%，我们预计8月政府性基金预算收入较去年同期小幅下降，约3500亿元。7月政府性基金预算支出同比增长42.4%，较6月的79.2%明显回落但仍处高位，这主要是受到新增专项债、特别国债形成支出的带动。尽管8月

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>6

新增专项债发行规模显著低于去年同期，但考虑 7 月新增专项债发行规模同比大幅多增也可能对 8 月政府性基金预算支出形成一定支撑，我们预计 8 月政府性基金预算支出同比或增长 22.4% 至 8500 亿元，则 8 月政府性基金预算赤字约 5000 亿元，赤字规模高于往年同期。综合来看，我们预计 8 月广义财政赤字约 1.22 万亿，显著高于往年同期，并且 8 月置换债的支出可能将对政府存款带来额外的漏出。考虑 8 月政府债净缴款规模后，我们预计 8 月政府存款环比下降约 3100 亿元，降幅偏高，对流动性带来补充。

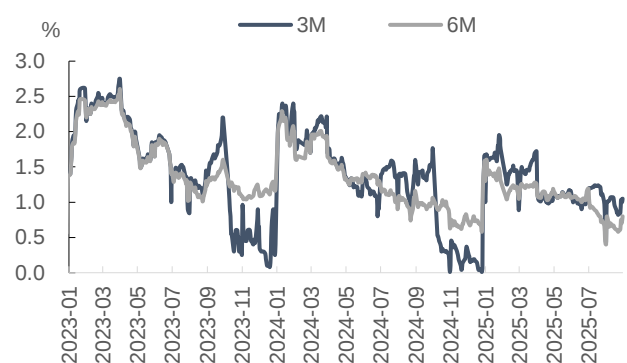
缴款方面，7 月新增人民币贷款-500 亿，为 2005 年以来首次负增长，主要是居民短贷和中长贷均出现负增长，企业中长贷同比降幅进一步扩大，6 月受严格账期影响环比高增的企业短贷高增态势也并未延续，再度转负，即便票据融资大规模冲量新增规模超 8000 亿也并未使信贷转正。8 月中上旬票据利率整体震荡下行，尽管下旬略有回升，但绝对水平仍然偏低，我们预计信贷需求不足的制约仍然存在，预计 8 月新增信贷规模约 8500 亿，同比少增约 500 亿元；扣除非银存款、政府存款等因素影响后，对应 8 月缴准基数环比上升约 1.4 万亿，按照 6.2% 的法定准备金率计算，缴准规模或上升约 900 亿元，对流动性影响偏负面。

图 7：7 月票据冲量仍未改变新增信贷负增长的状态



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：国股转贴现票据利率 8 月中上旬回落下旬回升

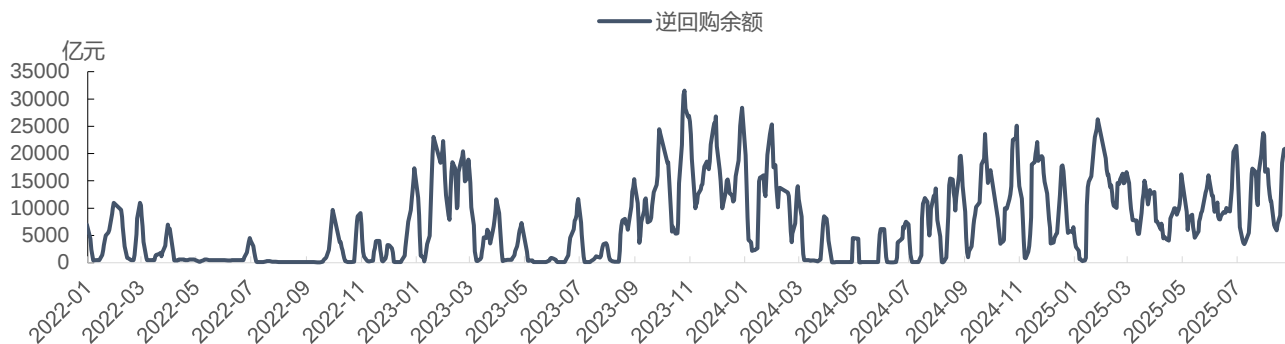


资料来源：万得，信达证券研发中心

8 月外汇占款环比或下降约 500 亿元，对流动性的影响相对有限。8 月美元指数在月初大幅回落后维持窄幅震荡，从全月来看，人民币兑美元 1:7.18，较 7 月变化有限。考虑央行对外汇市场的常规干预力度下降，外汇占款的变化可能相对有限，8 月外汇占款或继续小幅下降约 500 亿元。

公开市场方面，8 月央行质押式逆回购净回笼 534 亿元，月末逆回购余额下降至 22731 亿元，但仍明显高于历年同期；8 月有 3000 亿元 MLF 到期，央行于 25 日续作 6000 亿元，净投放 3000 亿元，为连续第 6 个月超额续作；8 月央行开展 1.2 万亿买断式逆回购操作，其中 3 个月期 7000 亿元，6 个月期 5000 亿元，考虑此前买断式逆回购有 9000 亿到期，全月买断式逆回购净投放 3000 亿元，较 7 月上升 1000 亿；央行公布 8 月 PSL 净归还 1608 亿元，其他结构性货币政策工具净投放 1005 亿元，则 8 月央行对其他存款性公司债权环比或将上升约 4900 亿元。综合来看，我们预计 8 月超储率约 1.4%，较 7 月上行约 0.2pct，处于非季末月相对偏高的水平，也高于 2019-2024 年同期。

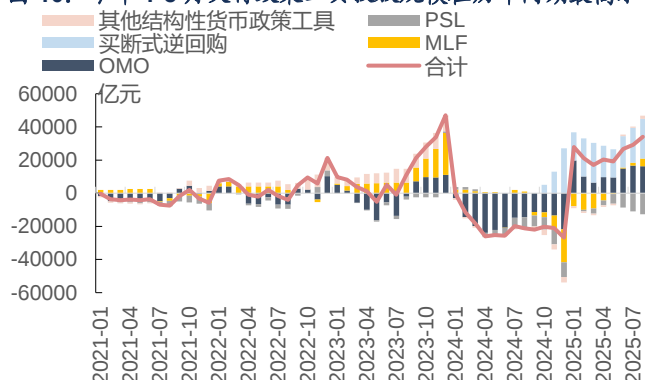
图 9：8 月末逆回购余额降至 22731 亿元



资料来源:iFinD, 信达证券研发中心

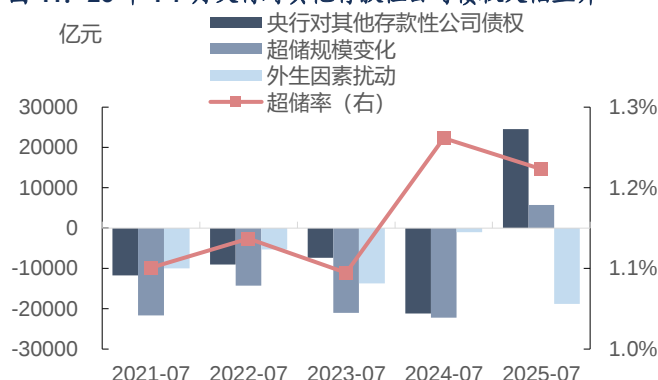
今年以来央行货币政策工具投放的累计规模明显上升，超储规模相较往年同期也明显增长，但这主要是由于 24 年末超储意外下降所致，超储率与往年同期相比变化不大。该现象一方面可能反映了央行开始通过常规工具取代以往央行对其他存款性公司债权意外上升的部分，另一方面今年以来政府存款、央行购债到期等外生因素的漏出规模也相对较大，央行需要对此进行对冲。而央行投放也是银行相对稳定的负债来源，其上升叠加信贷需求转松，使得银行负债在一般存款增速一般、政府债供给大幅上升的背景下仍维持平稳，对于同业存单融资的依赖度也明显下降。银行负债压力下降也使得资金分层现象并不明显。值得注意的是，今年以来央行货币政策工具的投放规模有所上升，前 7 月央行对其他存款性公司债权上升超 2 万亿，处于历年同期的最高水平，而到 8 月末 OMO 余额 2.27 万亿，买断式逆回购\MLF\PSL 等中期流动性工具年内累计净投放规模达到了 1.8 万亿。在大行与中小行信贷收支表上，也反映为“卖出回购+向央行借款”科目减去其在质押式回购市场上正回购的余额也出现了明显提升。尽管年内超储规模相较往年同期也有明显的增长，但这主要是由于其在去年年末的意外下降导致的，超储率相较往年同期的变化并不明显。一方面，在去年末的意外下降后，央行可能通过常规工具的投放取代以往央行对其他存款性公司债权意外上升的部分，另一方面，今年以来政府存款上升、外汇占款下降、央行购债到期、MO 上升等外生因素带来漏出规模相较往年也明显增大，因此央行的投放可能也是为了对冲这些外生因素。而央行的资金投放也是银行负债相对稳定的来源，其上升叠加信贷需求在一季度后转弱，使得银行负债在一般存款增速未有明显提升下仍然压力减弱，同业存单净融资规模甚至持续净偿还。银行负债压力有限也使得资金分层现象并不明显。

图 10：今年 1-8 月央行政策工具投放规模在历年同期最高水平



资料来源:万得, 信达证券研发中心

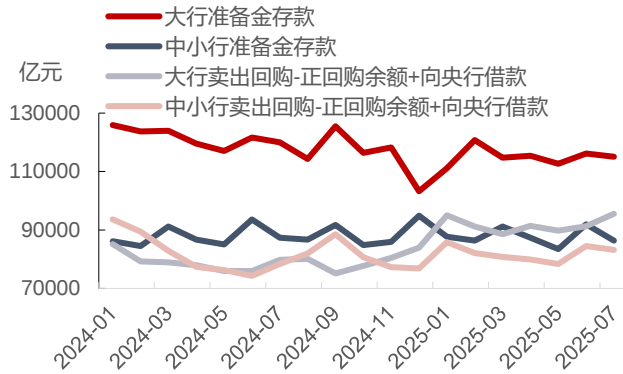
图 11：25 年 1-7 月央行对其他存款性公司债权大幅上升



资料来源:万得, 信达证券研发中心

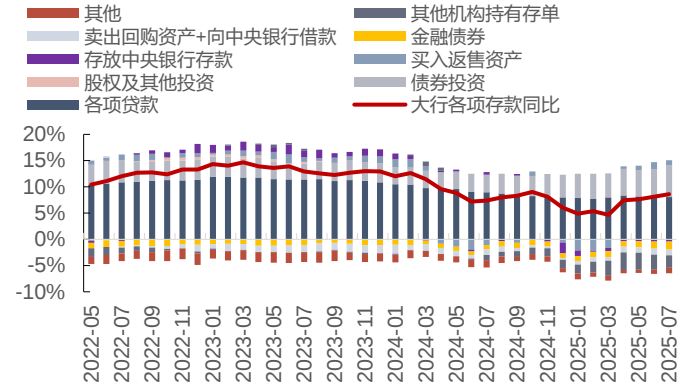


图 12: 央行投放为银行提供了相对问题的负债来源



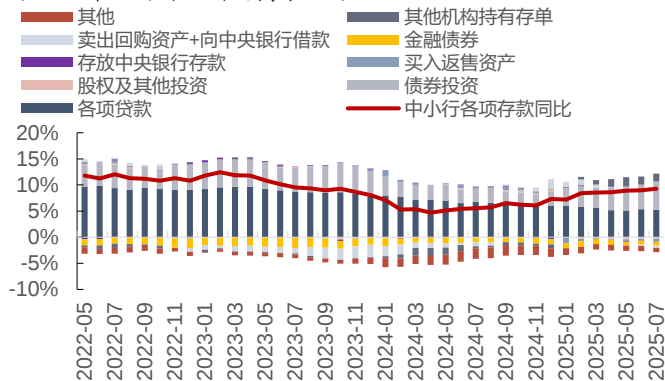
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 大行一般存款增速偏缓但负债压力仍可控



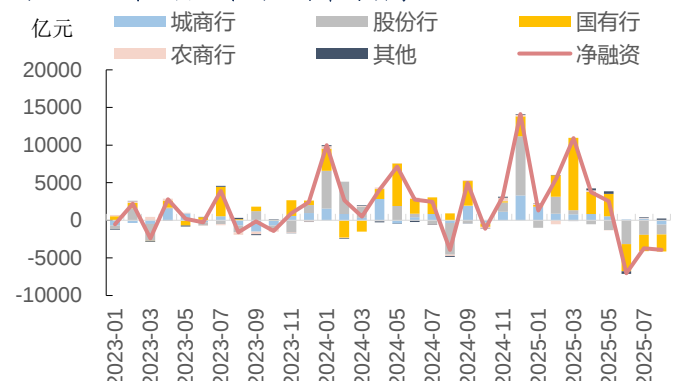
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 中小行存款增速高于大行



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

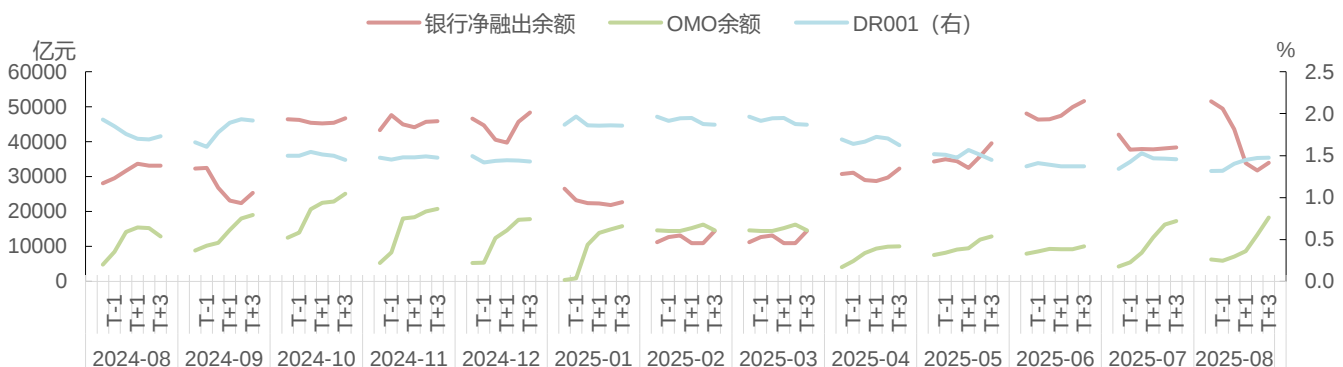
图 15: 25 年 6 月以来同业存单持续净偿还



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

8 月资金整体宽松但月中后明显收紧，尽管银行净融出中枢与 7 月大致相当，但税期前后降幅达 2 万亿，明显超过历史同期，有观点猜测其是否与权益市场的扰动、北交所打新或是央行重提“防空转”有关。8 月资金面整体仍维持宽松，但月中也出现了一定的波动，尤其是税期期间明显收紧。从微观数据上看，银行刚性净融出中枢与 7 月大致相当，但在 8 月税期前后的最大降幅达到约 2 万亿，这也明显超过了历史同期平均水平。有观点认为这可能受到了权益市场上行造成银证转账规模增加的影响，北交所打新冻结资金也会带来冲击；也有观点认为这可能反映了央行在货政报告中重提“防空转”的影响。

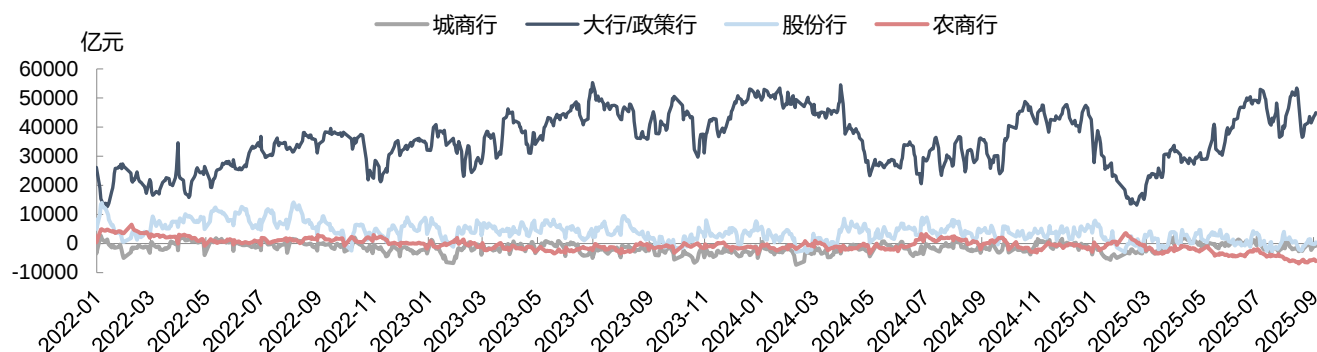
图 16: 8 月税期银行刚性净融出降幅远高于季节性规律



资料来源: 万得, 信达证券研发中心 注: T 为缴税截止日



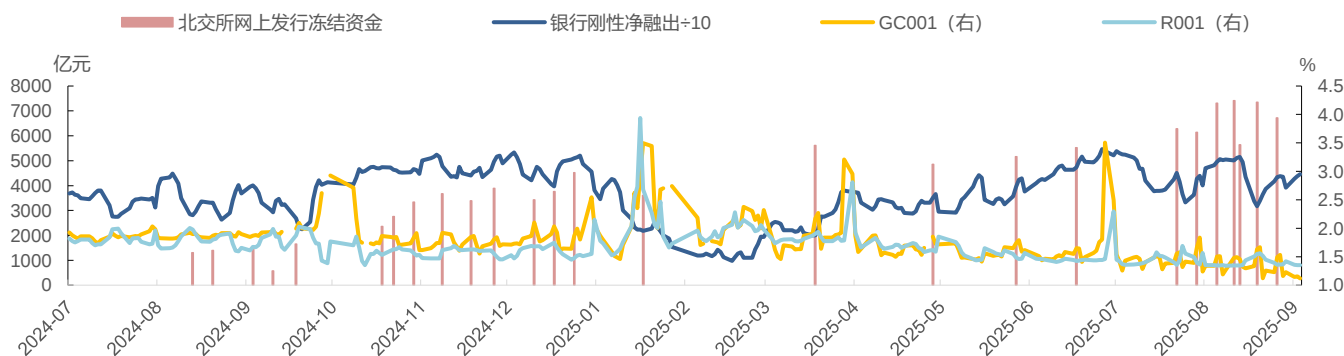
图 17：8 月银行净融出中枢与 7 月大致相当，但波动更大



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

而北交所打新冻结资金主要影响交易所市场，近期 A 股持续走强、打新冻结资金规模上升也使其影响放大，但相关资金不论是在银证账户冻结还是被转入中证登的结算账户，银行体系的超储都未受影响。不论是银证转账规模的上升，还是打新资金的冻结与解冻可能只是造成在途资金的摩擦加大。即便这种效应因股市走强放大，但资金价格是货币政策的操作目标，如果波动加剧央行采取措施进行对冲也能使资金维持平稳，因此其影响可能偏短期。但是北交所打新冻结资金主要影响交易所资金价格。在北交所新股网上发行当日，投资者在申购新股后券商需要冻结这部分资金，并在次日下午 4 点之前将资金转入中证登的综合结算备付金账户，而在当晚中签结果公布后认购资金扣划及申购资金解冻也会相应进行，第三日相关资金便可正常使用，因此在冻结的 2 日时间内交易所资金供给下降、需求上升，GC001 可能会受到冲击，这种冲击也在今年 A 股持续走强、北交所超额认购倍数增加后被放大。但相关资金不论是在银证账户冻结还是被转入中证登的结算账户，银行体系的超储都未受影响。由于券商向中证登转入资金是从发行当日到次日下午 4 点前逐步进行，但中证登解冻资金则是实时的，因此从过去的经验看，走款与摩擦对银行间资金的影响可能主要发生在解冻日及前一日尾盘。不论是银证转账，还是打新资金的冻结与解冻，可能只是造成在途资金的摩擦加大。即便这种效应受到股市情绪走强的影响被放大，但考虑资金价格本身是央行货币政策的操作目标，如果由于摩擦因素导致资金面的波动超过了央行的容忍度，央行也会采取措施进行对冲。

图 18：北交所打新冻结资金对 GC001 影响相对直接



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

而 Q2 货政报告关于“防空转”的表述与 7 月金融发布会一致，可能已反映在了 7 月以来资金利率中枢并未进一步下降上，同时银行融出的精准调控有所放松因此资金面的波动也相应放大。另一方面，尽管 Q2 货政报告重提“提高资金使用效率，防范资金空转”，但这一表述引用了 7 月金融数据发布会的原文，可能已经反映了在了 Q3 以来资金价格并未进一步转松上。事实上，Q2 以来，DR001 均值几乎以每月 10BP 的速度向政策利率收敛。但进入 7 月，尽管 7 月 DR001 的下限由 1.35% 降至 1.3%，但 1.39% 的 DR001 均值与 6 月持平，显示货币政策正常化可

能已在 Q2 实现，央行可能无意使资金利率中枢继续大幅调降。而 DR001 中枢平稳、下限提升，可能也意味着央行对于银行融出的精准调控有所放松，资金面的波动也相应放大。

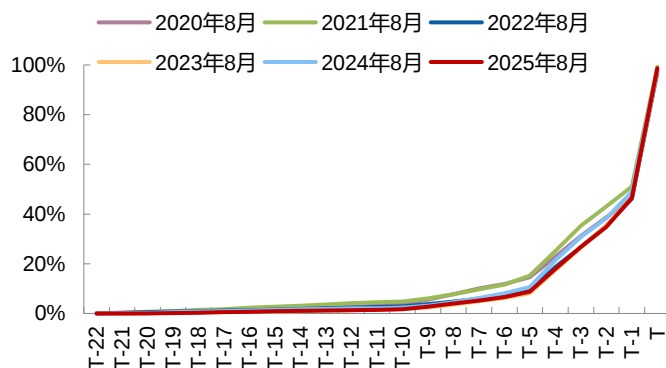
图 19：8 月 DR001 与 DR007 中枢均创下年内新低

单位：%	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04
DR007- 均值	-0.09	0.11	0.05	0.06	-0.15	-0.05	-0.10	0.02	0.17	0.18	0.17	0.04	0.06	0.06	0.09	0.08
7D OMO 波动率	0.29	0.15	0.15	0.12	0.10	0.14	0.06	0.21	0.14	0.14	0.13	0.06	0.07	0.07	0.06	0.08
DR001- 均值	-0.67	-0.13	-0.37	-0.41	-0.64	-0.50	-0.54	-0.20	-0.03	-0.01	-0.03	-0.19	-0.11	-0.10	-0.06	-0.04
7D OMO 波动率	0.43	0.33	0.47	0.39	0.17	0.33	0.22	0.32	0.19	0.12	0.13	0.09	0.09	0.07	0.03	0.06
R007- 均值	0.21	0.27	0.46	0.23	0.14	0.30	0.18	0.09	0.15	0.35	0.38	0.66	0.37	0.17	0.22	0.09
DR007 波动率	0.15	0.14	0.47	0.11	0.06	0.31	0.10	0.04	0.08	0.26	0.30	0.64	0.07	0.12	0.16	0.07
R001- 均值	0.16	0.21	0.15	0.12	0.12	0.16	0.14	0.13	0.10	0.22	0.16	0.14	0.17	0.10	0.14	0.07
DR001 波动率	0.08	0.33	0.15	0.05	0.03	0.15	0.03	0.07	0.03	0.30	0.15	0.02	0.05	0.05	0.08	0.04
单位：%	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08
DR007- 均值	0.05	0.10	0.06	0.09	0.12	0.16	0.17	0.21	0.43	0.51	0.38	0.23	0.19	0.18	0.12	0.08
7D OMO 波动率	0.03	0.13	0.07	0.08	0.10	0.09	0.07	0.13	0.25	0.19	0.12	0.05	0.05	0.10	0.05	0.04
DR001- 均值	-0.04	0.01	-0.02	0.00	0.01	-0.04	-0.08	-0.07	0.22	0.38	0.27	0.17	0.09	-0.01	-0.01	-0.05
7D OMO 波动率	0.04	0.11	0.09	0.13	0.13	0.07	0.07	0.08	0.15	0.05	0.03	0.07	0.07	0.03	0.09	0.06
R007- 均值	0.03	0.09	0.07	0.09	0.13	0.24	0.14	0.20	0.37	0.07	0.08	0.04	0.04	0.08	0.03	0.02
DR007 波动率	0.02	0.09	0.04	0.04	0.07	0.12	0.04	0.10	0.47	0.08	0.09	0.03	0.03	0.07	0.02	0.01
R001- 均值	0.04	0.08	0.07	0.07	0.09	0.13	0.14	0.18	0.36	0.09	0.08	0.03	0.04	0.09	0.05	0.05
DR001 波动率	0.02	0.08	0.02	0.02	0.05	0.04	0.02	0.08	0.48	0.08	0.21	0.02	0.01	0.16	0.03	0.02

资料来源：万得，信达证券研发中心

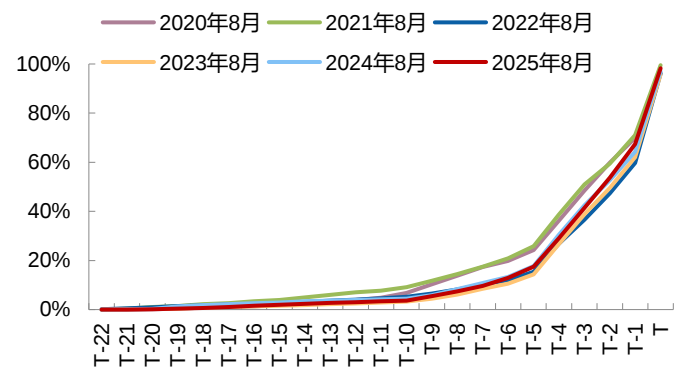
8 月上半月 DR001 均值仅 1.32%，较 7 月降幅较大，央行可能适当容忍资金波动抬升造成了月中的资金收敛。但在提振通胀的要求下，央行可能也无意引导资金利率中枢抬升，这样的紧张也并未维持太久，月末在央行呵护下资金仍有所转松。从这个角度看，由于 8 月上半月 DR001 均值仅为 1.32%，较 7 月降幅较大，因此央行在下半月适当容忍资金波动提升，这可能是 8 月税期期间银行净融出降幅较大的主要原因。但在宏观政策意图提振通胀的背景下，央行可能也并不希望资金利率中枢提升，因此这样的紧张也并未持续太长时间，8 月最后一周资金再度明显转松。尽管 8 月机构跨月节奏整体偏慢，多数机构直至月末最后两个交易日才有所提速，但在央行呵护下月末资金面仍然维持宽松。

图 20：8 月银行间资金跨月相对偏缓

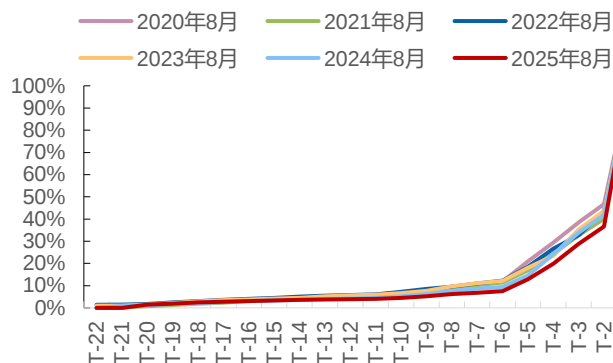


资料来源：万得，信达证券研发中心

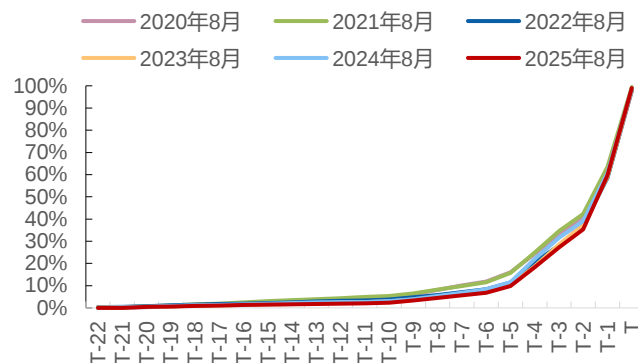
图 21：8 月其他非银资金跨月进度同样偏缓



资料来源：万得，信达证券研发中心

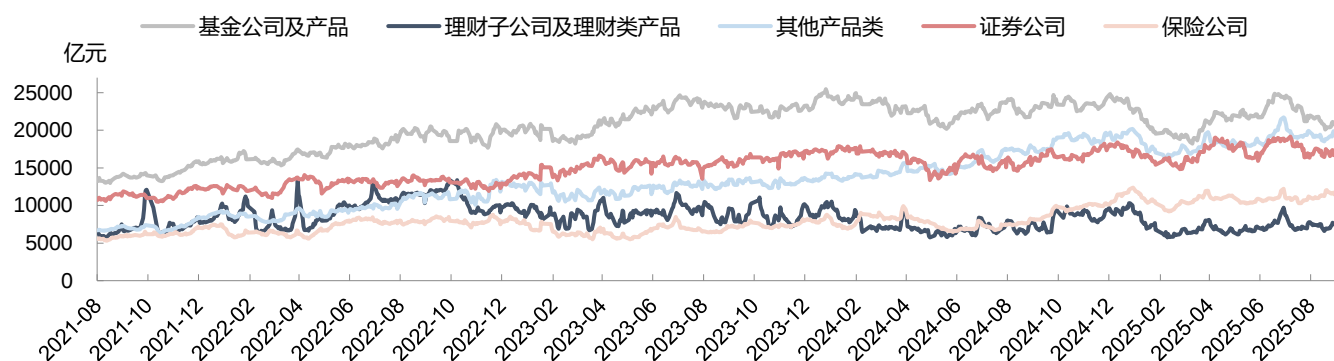
图 22：8 月交易所资金跨月相对银行间更加滞后


资料来源：万得，信达证券研发中心

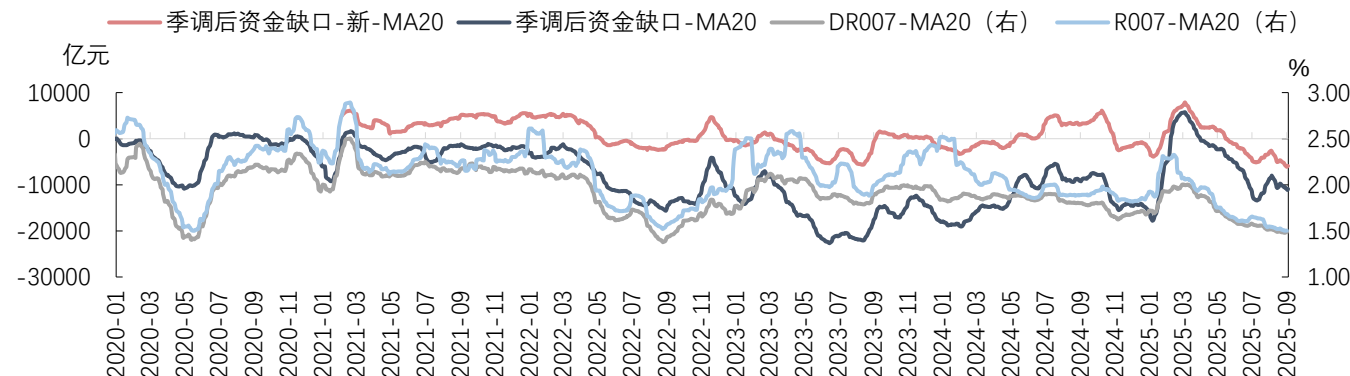
图 23：8 月全市场资金跨月在历年同期最晚水平


资料来源：万得，信达证券研发中心

8 月 DR001 与 DR007 均值分别降至 1.35% 和 1.48%，双双创年内新低。从微观视角看，尽管银行净融出中枢大致平稳，但非银机构杠杆需求也有所回落，这可能也是 8 月资金利率中枢下滑的主因，资金缺口指数也有所回落。从 8 月全月来看，尽管 DR001 的低点仍未有效突破 1.3%，但全月 DR001 均值降至 1.35%，DR007 均值降至 1.48%，双双创下年内新低。虽然银行净融出中枢与 7 月变化不大，但由于债券市场的波动增大，非银机构杠杆率下降、资金需求也有所减弱，从微观视角上看这可能也是 8 月资金利率中枢略有下滑的主要原因，我们跟踪的资金缺口指数中枢同样有所回落。

图 24：8 月各类非银机构融入规模中枢均有所下降


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：8 月资金缺口指数中枢回落


资料来源：万得，信达证券研发中心

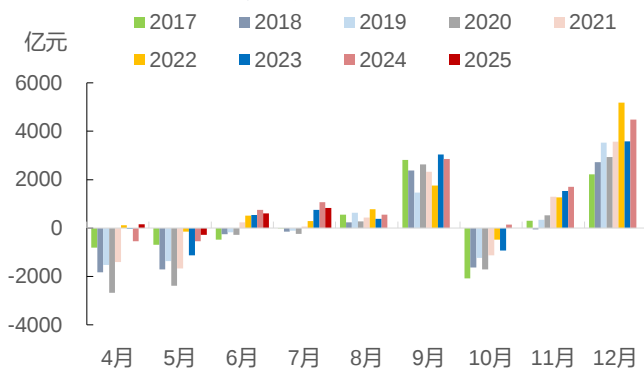
三、9 月资金利率中枢或维持平稳 但隔夜利率 1.3% 下限可能仍未打开

展望 9 月，广义财政赤字规模可能仍较往年同期偏高，并且置换债的支出可能仍将对政府存款带来额外的漏出，政府债净融资规模也有望较 8 月小幅下降，我们预计 9 月政府存款或环比下降约 7800 亿元，降幅处于近年同期偏高水平；9 月银行缴准和货币发行季节性增加，前者预计上升 2900 亿元，后者预计上升 2500 亿元；外汇占款或继续回笼资金约 500 亿元。公开市场方面，我们假设 9 月末 OMO 余额降至约 2.15 万亿，对应净回笼逆回购约 1200 亿元，MLF 和买断式逆回购或延续超额续作，仍分别净投放 3000 亿元，假设 PSL 和其他结构性货币政策工具净回笼约 2000 亿元，则 9 月央行对其他存款性公司债权环比上升约 2800 亿元。综合来看，我们预计 9 月超储率约 1.6%，较 8 月上升 0.2pct，处于季末月份的中性水平。

9 月货币发行或增加约 2500 亿元，对流动性有所拖累。受到临近中秋与国庆假期的影响，9 月货币发行常常出现季节性上升，参考历史情况，我们预计今年 9 月货币发行环比或增加 2500 亿元左右，对流动性带来拖累。

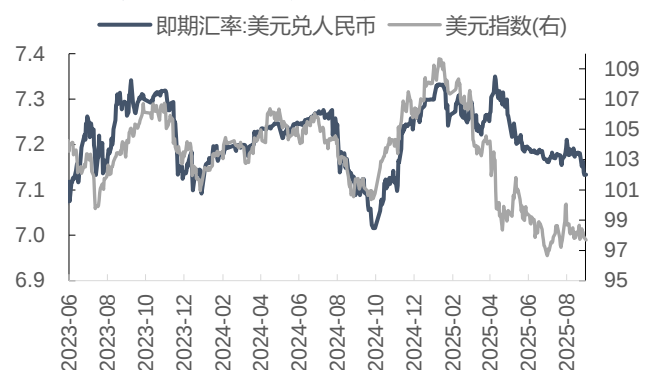
8 月 22 日鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上释放鸽派信号，表示关税对美国通胀的冲击更可能是一次性的，而就业市场面临的下行风险正在上升，市场普遍预期美联储将在 9 月重启降息，这或间接缓解人民币贬值压力，我们预计人民币汇率在 9 月或维持震荡格局，9 月外汇占款或继续下降 500 亿元左右，对流动性影响较为有限。

图 26: 9 月货币发行通常季节性增加



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 8 月中下旬人民币汇率维持平稳



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

国债方面，根据财政部披露的三季度国债发行计划，9 月计划发行 6 期关键期限国债、8 期贴现国债、2 期储蓄国债和 4 期超长期特别国债，相比 8 月多发行 1 期 91D 贴现国债。目前已公布的 9 月发行的 63D 贴现国债、91D 贴现国债、182D 贴现国债、30Y 特别国债规模分别为 200 亿元、300 亿元、600 亿元、820 亿元，与 8 月同期品种相同，我们假设 9 月贴现国债、特别国债平均发行规模与 8 月持平，约 350 亿元、390 亿元；9 月 5 日发行的 1Y 付息国债规模为 1570 亿元，较 8 月同期品种上升约 100 亿元，因此我们假设 9 月关键期限国债平均发行规模上升至约 1520 亿元；假设 9 月储蓄国债平均发行规模与去年同期持平，约 225 亿元，则 9 月国债发行规模约 1.47 万亿，考虑到到期 7621 亿元后，9 月国债净融资规模约 7100 亿元。**地方债方面**，目前累计有 23 省市公布了 9 月地方债发行计划，其中新增一般债、新增专项债、再融资债的发行计划分别为 392 亿元、3849 亿元、2297 亿元，合计规模达到 6538 亿元。考虑 7-8 月新增专项债实际发行规模均未达到发行计划，这可能有一部分平滑后续发行的考虑，因此 9 月新增专项债发行可能略有提速，我们预计 9 月新增一般债、新增专项债、再融资债发行规模分别为 600 亿元、5000 亿元、3400 亿元，9 月地方债合计发行规模约 9000 亿，考虑到到期 4058 亿元后，净融资约 4900 亿元。整体来看，我们预计 9 月政府债发行规模约 2.4 万亿，净融资约 1.2 万亿，较 8 月下降约 1300 亿元。

图 28：2025 年第三季度地方债发行计划（单位：亿元）

日期	2025年7月计划发行				2025年7月实际发行				2025年8月计划发行				2025年8月实际发行				2025年9月计划发行			
	新增一般	新增专项	再融资一	再融资专	新增一般	新增专项	再融资一	再融资专	新增一般	新增专项	再融资一	再融资专	新增一般	新增专项	再融资一	再融资专	新增一般	新增专项	再融资一	再融资专
地区	债	债	数债	项债	债	债	数债	项债	债	债	数债	项债	债	债	数债	项债	债	债	数债	项债
青岛													55	12	65	43				
湖北							177	53							1	134				
河北		591	20	5			20	5	150	250	127	67	80	403	127	67	70	473	100	241
山西	45	52	48		2	62	48	14	33	290		14	99	102	38		33	51	38	
江西		507	20			147	49	76		111	30	76		74				200		
陕西					70	39	86	77					120	155	97	89				
辽宁		120	123			226	123		44	153			44	127	122			168		
广西		288	164	34		88	164	34		244	93	7			93			244	107	57
宁夏		42	77	1	30	80	77	1	30	71				23			24		9	9
宁波			123	33			123	33		263	43	4		253	43	4				
福建	65	535	100	92	65	535	100	92										122	33	90
深圳						68								80						
海南	30	94		20					30	130	58	12	13	89	58	54	45	55		45
四川	210	600	83	134		853	84	11			128	80	211	105	128	80			166	158
贵州		122		403		122		286		410					56	76		260	366	137
云南	93	555				664	209	12		60	209	12						91		108
甘肃		123	100			139	96			145	14	38		120	14	38		70		23
重庆	70	316	176	23	119	277	176	23		322	88	12		22	87	12	24	80	94	
湖南	60	305		47	93	392		47		275	70	9		269			53	280	70	9
山东	150	500	119	781	121	177	119	581	29	315	266	2		366	298	2		100	32	61
新疆	60	150	5	19	160	161	5	19	60	500			3	203			76	400	13	8
江苏			85	365			85	365		366				580				327		
安徽	76	509	261	100	76	253	261	109		507		421		457		421		50	6	16
广东	10	350	76	134	10	271	76	134		851	60	11		463	60	10	66	731	53	38
北京		2	162	33			162	33				132								
天津							45	175					11	221		132				
河南					25	133		119						74	187	213				
厦门	9	100	6	27	9	48	6	26												
内蒙古	139	247	69			165	69				443		124	2	346	100			90	
吉林		260	60	18		260	60	18	38	66			32	91		20	1	77	8	19
黑龙江					12	89	60	93							91	34				
浙江		700		74		848		74		400	130	230		390	130	226		111		
青海					12	57	48													
大连							59	7						22		12				
兵团	32	65											32					49		
上海										159	189	88			159	189	88			
西藏					60	14														
总计	1049	7134	1876	2342	863	6169	2586	2517	414	5887	1948	1215	825	4865	2231	1855	392	3849	1276	1021

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

财政数据方面，8月中采制造业PMI指数环比上升0.1pct至49.4%，供需两端均有所改善，我们预计9月税收收入延续修复，但非税收入的下滑可能也将持续，预计一般公共预算收入与去年同期基本持平，约1.53万亿。今年政府债发行进度较快，但前7月一般公共预算支出完成全年预算的54.1%，仅高于2020年同期，我们预计下半年财政或将加快支出进度，预计9月一般公共预算支出进度或处于往年同期偏高水平，同比增长4.4%至2.91万亿，则9月一般公共预算赤字约1.38万亿，赤字规模高于历年同期。政府性基金收支方面，8月新房销售同比仍在负增长的状态，房企拿地意愿短期明显改善的可能性偏低，我们预计9月政府性基金预算收入或仍较去年同期小幅下降，约4000亿元。考虑去年8-9月新增专项债大规模发行，今年与去年发行进度的裂口明显收窄，我们预计9月政府性基金预算支出或同比下降43%至7000亿元，则9月政府性基金预算赤字规模约3000亿元，赤字规模处于往年同期的偏低水平。综合来看，我们预计9月广义财政赤字或约1.68万亿，处于往年同期偏高水平，并且9月置换债的支出可能仍将政府对存款带来额外的漏出。考虑9月政府债净供给后，我们预计9月政府存款或环比下降约7800亿元，降幅处于近年同期偏高水平。

信贷方面，9月为传统信贷投放大月，但是考虑“反内卷”等政策对无效信贷与投资的挤出，我们预计9月新增人民币信贷或约1.5万亿，同比少增约900亿元；扣除非银存款、政府存款等因素影响后，对应9月缴准基数环比上升约4.7万亿，缴准规模或将上升约2900亿元，对流动性影响偏负面。

公开市场方面，尽管9月质押式逆回购通常净投放，但8月末逆回购余额22731亿元，明显高于往年同期，我们预计9月末质押式逆回购余额可能下降至2.15万亿左右，对应净回笼约1200亿元；考虑在权益市场波动下央行的维稳态度，我们预计央行可能继续使用MLF和买断式逆回购工具释放中长期流动性，9月MLF到期规模3000

亿元，我们假设 MLF 续作规模仍为 6000 亿元，净投放约 3000 亿元，9 月有 1.3 万亿买断式逆回购到期，我们预计其可能延续净投放 3000 亿元左右；假设 9 月 PSL 和其他结构性货币政策工具净回笼约 2000 亿元，则 9 月央行对其他存款性公司债权环比或将上升约 2800 亿元。综合来看，我们预计 9 月超储率约 1.6%，较 8 月上升 0.2pct，处于季末月份的中性水平。

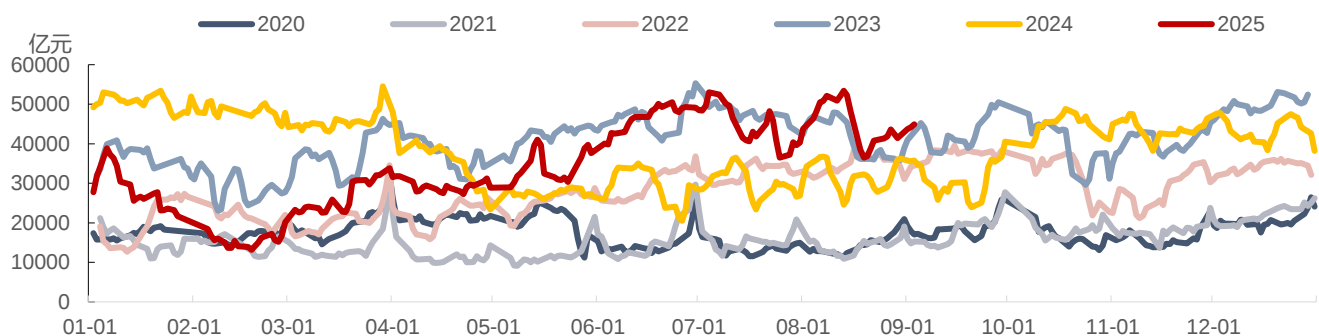
图 29：9 月超储率或上升至 1.6%（单位：亿元）

时间	负债端					资产端							其他	超储率 估计值
	(-)	(-)	(-)	(+)	(+)									
	货币发行	其他存款性公司存款	政府存款	外汇	央行政策操作汇总									
环比变化值估计值	M0与库存现金	法定准备金	政府存款	外汇占款	质押式逆回购	买断式逆回购	PSL	MLF	对其他存款性公司债权	国债买卖	降准			
2024年1月	9867	2823	9372	878	-3050		1500	2160	-2459			-983	1.2%	
2024年2月	-25	239	-5643	848	-11330		0	10	-12892		10235	2026	1.4%	
2024年3月	-5659	3907	-6461	501	-5510		-322	-940	-6684			1833	1.5%	
2024年4月	-549	-2445	-1595	-231	-4000		-3431	-700	-8294			-2457	1.3%	
2024年5月	-540	-39	5486	-190	1640		-750	0	1208			-139	1.2%	
2024年6月	753	2313	-6131	-361	1360		-1274	-550	9069			-1283	1.5%	
2024年7月	1064	-1510	5491	-350	6127		-925	1970	-1104			-652	1.3%	
2024年8月	554	884	3891	-319	391		-778	-1010	-4025	1000		1331	1.0%	
2024年9月	2849	2333	-2631	-264	2933		-700	-2910	13872	2000	10426	589	1.8%	
2024年10月	148	-851	8819	-233	-195	5000	-800	-890	-8701	2000		645	1.3%	
2024年11月	1698	1124	1724	-389	-1894	8000	-1402	-5500	5009	2000		173	1.4%	
2024年12月	4482	2054	-13616	-425	-8330	14000	0	-11500	-14130	3000		-3953	1.1%	
2025年1月	14738	3267	2740	-589	19733	17000	0	-7950	28198			-10650	1.0%	
2025年2月	-9365	342	10079	-667	-9673	6000	-1000	-2000	4337			4630	1.2%	
2025年3月	-2638	4373	-8214	-662	-3622	1000	-2000	630	-13610			2570	1.0%	
2025年4月	160	-1497	3348	-746	3208	-5000	0	5000	-1459			2321	0.9%	
2025年5月	-287	477	2810	-737	-152	-2000	-2700	3750	-2579		10000	-1222	1.0%	
2025年6月	609	2639	-5722	-714	5359	2000	-3000	1180	7463			3351	1.4%	
2025年7月	836	-1535	7648	-715	1880	2000	-2300	1000	2184			-127	1.2%	
2025年8月-E	500	864	-3071	-500	-534	3000	-1608	3000	4865				1.4%	
2025年9月-E	2500	2907	-7798	-500	-1231	3000	-2000	3000	2769				1.6%	

资料来源：万得，信达证券研发中心

过去几年资金价格在 8-10 月出现意外收紧，这种秋后异动也常常会导致债市调整，使部分投资者担忧 9 月的跨季资金。但从上文的分析看，9 月资金面并无明显的外生冲击。事实上，往年这一时期资金面的波动一般都伴随着大行净融出的显著变化，这背后可能反映的也是货币政策的调整，如 2022 年央行对疫情防控优化后通胀提升的担忧，以及 2023 年中央金融工作会议在 M2 增速过高下要求盘活存量等。尽管 9 月超储率与过去几年均值大致相当，但过去几年 8-10 月资金面常常会出现一些意外的变化，尤其是 2022 与 2023 年末在降息落地后资金的意外收紧，这也是导致债券市场在 8-10 月出现季节性调整的重要原因，而 9 月末接续十一长假也会带来不确定性。这种“秋后异动”也使部分投资者担忧 9 月的跨季资金。但从我们上文的分析看，不论是政府存款、缴准需求等因素相较往年似乎都有所缓解，资金面并无太多的外生扰动。而以往 8-10 月资金价格出现明显波动的时期，都能观察到银行尤其是大行净融出明显下降，考虑到大行净融出的波动受央行的影响较大，资金紧张的情况出现更有可能反映了政策态度的变化。例如 2022 年 11 月央行提到当年 M2 增速过快，在疫情防控政策优化后，可能带来通胀的提升，因此央行可能主动引导资金利率从偏低水平向政策利率回归。2023 年 8 月初央行重提“防空转”，而 8 月降息后资金持续收紧，10 月末中央金融工作会议提及盘活存量，反映了对 M2 增速过高带来资金空转的担忧，这可能也是当时资金收紧的主要原因。

图 30：往年 8-10 月资金面出现收紧的情况时通常伴随着大行净融出的大幅下降



资料来源：万得，信达证券研发中心

当前央行的重要目标在于推动通胀提升，对于利率过快下行的担忧也明显减弱，后续政策收紧的概率有限。但7月政治局会议提升了降准降息的门槛，7月单月的数据走弱后央行可能在短期更倾向于观察，降息的概率不大。而8月DR001与DR007已与去年前三季度的状态大致相当，可能已经达到了现有框架下的稳态。虽然DR001的下限较1.2%的临时隔夜正回购利率还有10BP的差距，但央行在Q2货币政策报告也弱化了这一理论值，即便在9月短暂打破，DR001中枢可能也难以明显下行。因此我们认为9月资金面大概率与8月类似，仍会在现有框架下维持相对宽松。根据我们上文的分析，央行当前的重要政策目标还是配合其他政策推动通胀提升，对于利率过快下行的担忧明显减弱，在8月召开的下半年工作会议上甚至将“促进金融市场利率下行”作为金融支持实体经济的重要表现，在此背景下，央行政策转向紧缩的概率非常有限。但另一方面，7月末政治局会议强调货币政策的落实落细，短期降准降息的门槛提升。尽管7月经济数据显著回落，但政策可能还会维持一段观察期，等待旺季后经济状态进一步明显，因此央行在9月降息的概率相对有限。而在8月DR001与DR007均值双双降至年内新低后，二者与OMO的利差也已与去年前3季度大致相当，显示资金面的状态可能已经达到了央行现有政策框架下的稳态。尽管8月DR001的下限相较于理论值临时隔夜正回购仍有10BP的空间，但在Q2货币政策执行报告中似乎也将其弱化。即便DR001在短期突破1.3%，其中枢也难有显著下行。因此，我们认为9月资金面大概率与8月类似，仍会在现有框架下维持相对宽松的状态。

图 31：2025 年 9 月资金日历

周一	周二	周三	周四	周五
1 124亿地方债到期	2 2亿地方债到期	3 287亿地方债到期 63D、91D、182D国债发行	4 601亿国债到期 84亿地方债到期 63D、91D、182D国债缴款	5 缴准日 68亿地方债到期 1Y、30Y国债发行
8 1亿地方债到期 1192亿国债到期 1Y、30Y国债缴款	9 214亿地方债到期 203亿国债到期	10 256亿地方债到期 350亿国债到期 91D、3Y、5Y、50Y国债发行	11 395亿地方债到期 955亿国债到期 91D、3Y、5Y、50Y国债缴款	12 32亿地方债到期 2Y、7Y国债发行
15 缴税截止日 缴准日 345亿地方债到期 2Y、7Y国债缴款	16 银行走款日 307亿地方债到期	17 银行走款日 218亿地方债到期 28D、91D、20Y国债发行	18 245亿地方债到期 405亿国债到期 28D、91D、20Y国债缴款	19 277亿地方债到期 10Y、30Y国债发行
22 419亿地方债到期 49亿国债到期 10Y、30Y国债缴款	23 108亿地方债到期	24 198亿地方债到期 400亿国债到期 91D、182D国债发行	25 缴准日 140亿地方债到期 3517亿国债到期 91D、182D国债缴款	26 财政集中支出 4亿地方债到期 3Y国债发行
29 财政集中支出 55亿国债到期 230亿地方债到期 3Y国债缴款	30 财政集中支出			

资料来源:万得、财政部, 信达证券研发中心

风险因素

财政投放力度不及预期、货币政策不及预期

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，9 年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在国内外宏观、大类资产配置以及流动性方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究 2016 年第一名、2017 年第四名。

朱金保，复旦大学金融硕士，曾供职于资管机构从事信评工作。

沈扬，华东理工大学硕士，曾供职于中泰证券从事宏观利率研究工作。

张弛，复旦大学硕士，曾供职于资管类机构从事市场营销和研究相关工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。