



Research and
Development Center

8 月 DR001 与 DR007 均值双双创下年内新低

—— 流动性与机构行为周度跟踪 250831

2025 年 8 月 31 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: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES 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

8 月 DR001 与 DR007 均值双双创下年内新低

2025 年 8 月 31 日

- **货币市场:** 本周央行 OMO 净投放 1961 亿元, MLF 净投放 3000 亿元。在周初 MLF 超额续作的影响下, 资金面延续上周末以来的宽松态势, DR001 维持在 1.31% 附近; 随着跨月临近, 下半周逆回购再度大规模投放, DR001 创下去年 11 月以来跨月的新低。
- 本周质押式回购成交量先降后升, 全周日均成交下降 0.06 万亿至 7.07 万亿; 质押式回购整体规模周四前震荡抬升, 仅在周五跨月当日明显回落。分机构来看, 大行净融出先升后降波幅不大, 整体略高于上周; 股份行净融出周四前震荡回升, 城商行在周一抬升后窄幅波动, 但二者均在周五跨月当日显著回落; 银行刚性净融出先升后降, 但仍高于上周五。非银刚性融出先降后升, 各类机构融出均较上周小幅上升; 非银刚性融入同样高于上周, 其中其他产品、理财、基金公司融入上升, 而券商、保险下降。季调后新口径资金缺口指数在周四前震荡回落, 周五回升至 -6302, 仍低于前一周的 -4625, 周五季调前指数 -5189, 二者均处于今年以来跨月的最低水平。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。
- 本周资金宽松程度超过我们的预期, 在 MLF 超额续作 3000 亿后, 全月中长期流动性投放达 6000 亿, 在此背景下月末逆回购仍然大规模投放, 可能反映了在权益市场波动下央行的维稳态度, 周中北交所新股三协电机冻结 6736 亿虽对交易所资金带来一定扰动, 但银行间资金仍维持低位, DR001 再度降至 1.3% 附近。全月 DR001 均值降至 1.35%, DR007 均值降至 1.48%, 均创下年内新低, 与 OMO 利差与去年前 3 季度大致相当。尽管 DR001 下限仍有 10BP 的调降空间, 但资金利率中枢可能已达央行现有框架下的稳态。
- 下周国债缴款规模预计为 1100 亿元。截至本周, 累计发行新增一般债 6208 亿元, 新增专项债 32641 亿元, 普通再融资债 18597 亿元, 特殊再融资债 19367 亿元。下周河北、山东、河南等 5 个地区地方债发行规模 934 亿元, 新增专项债和再融资债分别发行 178 亿元、756 亿元。下周政府债净缴款规模将降至约 1216 亿元。
- 本周公布的 9 月贴现国债和特别国债发行规模与我们的预期基本相符, 而关键期限国债发行规模高于上月以及我们的预期, 我们将 9 月国债发行规模的预测上调至 1.47 万亿; 7-8 月新增专项债发行规模均未达到计划, 这可能有一部分平滑后续发行的考虑, 因此 9 月新增专项债可能略有提速, 我们将 9 月地方债发行的预测上调至 9000 亿元。因此我们预计 9 月政府债发行规模约 2.4 万亿, 净融资规模约 1.2 万亿。
- 下周逆回购到期规模上升至 2.27 万亿, 其中周五 (9 月 5 日) 到期规模达到 7829 亿元; 周五还有 10000 亿 3M 买断式回购到期, 且当日为上旬缴准日; 此外, 下周政府债净缴款规模将从本周的 2114 亿元下降至 1216 亿元, 且无北交所新股发行。尽管下半周央行流动性工具到期规模仍处高位, 但考虑月初外生扰动因素有限, 我们预计下周资金面或继续维持宽松。下周 DR001 能否突破 1.3% 的下限仍值得关注, 但即便如此, 在降准降息缺位的状态下, 9 月全月资金利率中枢或仍将大致维持平稳。
- **存单市场:** 本周 1Y 期 Shibor 利率下行 0.1BP 至 1.65%, 1 年期 AAA 级同业存单二级利率下行 0.5BP 至 1.66%。本周同业存单发行规模小幅上升而到期规模下降, 同业存单净融资规模上升至 -1934 亿元。国有行、股份行、城商



行、农商行净融资规模分别为-1053 亿元、113 亿元、-698 亿元、-15 亿元；1Y 期存单发行占比下降至 13%，6M 期存单发行占比最高为 36%。下周存单到期规模约 3048 亿元，较本周下降 4458 亿元。本周农商行、股份行和城商行存单发行成功率较上周下降而国有行上升，除城商行外，其余银行存单发行成功率均低于近年均值水平。城商行-股份行 1Y 存单发行利差收窄。本周基金非货产品、理财与股份行对存单的需求大致平稳，但货基与其他产品增持意愿明显减弱，存单供需相对强弱指数周四前持续回落，周五小幅回升至 31.6%，较 8 月 22 日下行 4.1pct，但仍处偏高水平。各期限品种的强弱指数均有所下降，其中 1M 期限品种降幅相对较大。

- **票据利率：**本周票据利率震荡上行，3M、6M 期国股票据利率环比分别上行 22BP、21BP 至 1.05%和 0.80%。
- **债券交易情绪跟踪：**本周国内长端利率高位震荡，信用和二永利差大致平稳。大行对债券的增持意愿下降，主要是对 10 年及以上国债、地方债、二永债的减持意愿上升，对存单的增持意愿下降，对中票倾向于减持。此外，交易型机构转而倾向于增持债券，其中基金公司、证券公司倾向于增持债券，其他产品、其他机构对债券的增持意愿上升。配置型机构对债券转而倾向于减持，其中农商行对债券倾向于减持，保险公司对债券的增持意愿下降，而理财产品对债券的增持意愿上升。
- **风险因素：**货币政策不及预期、资金面波动超预期。



目录

一、货币市场.....	5
1.1 本周资金面回顾.....	5
1.2 下周资金展望.....	8
二、同业存单.....	10
三、票据市场.....	13
四、债券交易情绪跟踪.....	13
风险因素.....	14

图目录

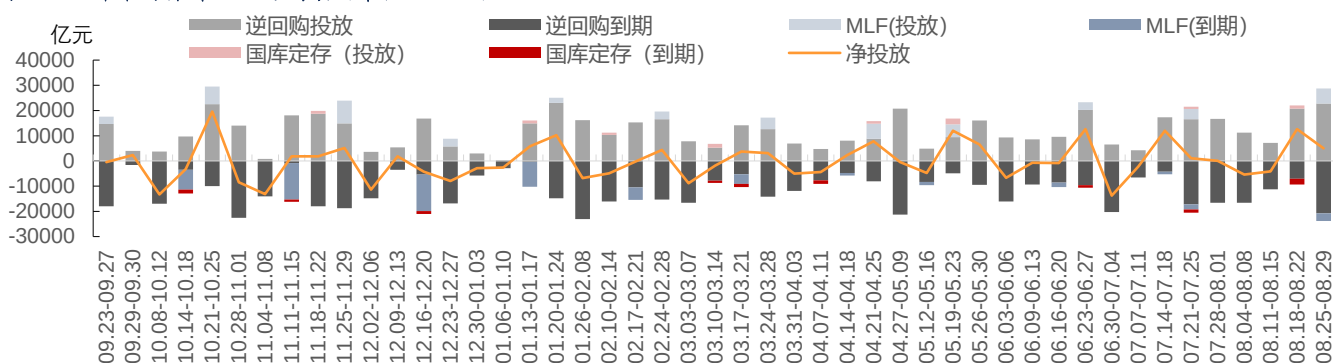
图 1: 公开市场操作投放与到期 (单位: 亿元)	5
图 2: 资金利率表现 (单位: %, BP)	5
图 3: 质押回购成交量走势 (单位: 亿元)	5
图 4: 逆回购余额规模.....	5
图 5: 刚性资金缺口走势 (单位: 亿元; %)	6
图 6: 资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势 (单位: 亿元; %)	6
图 7: 8 月银行间资金跨月进度处于往年同期偏低水平	7
图 8: 8 月其他非银资金跨月进度处于往年同期偏低水平	7
图 9: 8 月交易所资金跨月进度处于往年同期偏低水平	7
图 10: 8 月全市场资金跨月进度处于往年同期偏低水平.....	7
图 11: 8 月 DR001 与 DR007 中枢均创下年内新低	7
图 12: 国债净融资进度.....	8
图 13: 地方债发行进度.....	8
图 14: 下周政府债净缴款规模下降.....	8
图 15: 下周政府债净缴款主要集中在后半周 (单位: 亿元)	8
图 16: 下周分期限政府债缴款规模 (单位: 亿元)	9
图 17: 部分省市已公布 2025 年第三季度地方债发行计划 (单位: 亿元)	9
图 18: 9 月国债净融资规模估计	10
图 19: 9 月地方债净融资规模估计.....	10
图 20: 地方债发行规模与平均发行期限.....	10
图 21: SHIBOR 利率走势 (单位: %)	11
图 22: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)	11
图 23: 分银行类型存单发行规模分布	11
图 24: 分银行类型存单到期规模分布	11
图 25: 分银行类型存单净融资规模分布.....	12
图 26: 存单发行规模期限分布	12
图 27: 各类型银行存单发行成功率.....	12
图 28: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差.....	12
图 29: 存单供需相对强弱指数.....	12
图 30: 分期限存单供需相对强弱指数	13
图 31: 国股转贴现票据利率走势.....	13

一、货币市场

1.1 本周资金面回顾

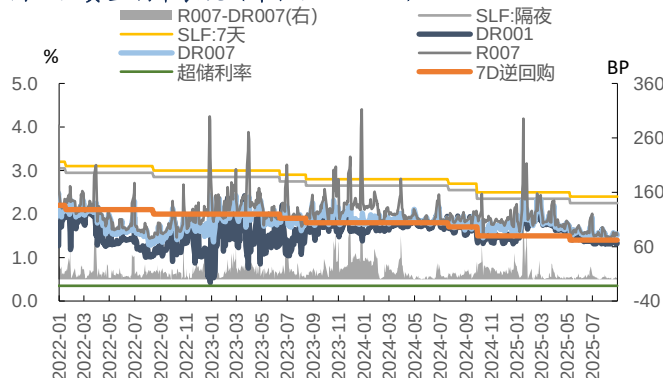
本周央行OMO净投放1961亿元，MLF净投放3000亿元。在周初MLF超额续作的影响下，资金面延续上周末以来的宽松态势，DR001维持在1.31%附近；随着跨月临近，下半周逆回购再度大规模投放，DR001创下去年11月以来跨月的新低。本周共有20770亿元逆回购和3000亿MLF到期，央行在周一至周五分别开展2884亿元、4058亿元、3799亿元、4161亿元、7829亿元7D质押式逆回购操作，此外，央行周一开展6000亿MLF操作，全周净投放流动性4961亿元。在周初MLF超额续作的影响下，本周资金面延续了上周末以来的宽松态势，DR001重回1.31%附近；尽管周二后逆回购一度转为净回笼，但随着跨月临近，下半周央行逆回购再度大规模投放，资金面仍然维持平稳，DR001创下去年11月以来跨月新低。截至8月29日，R001、DR001分别较8月22日下行2.8BP、8.3BP至1.42%、1.33%，而R007、DR007分别较8月22日上行3.3BP、4.9BP至1.52%、1.52%，R007-DR007利差下行1.6BP至0.1BP。

图 1：公开市场操作投放与到期（单位：亿元）



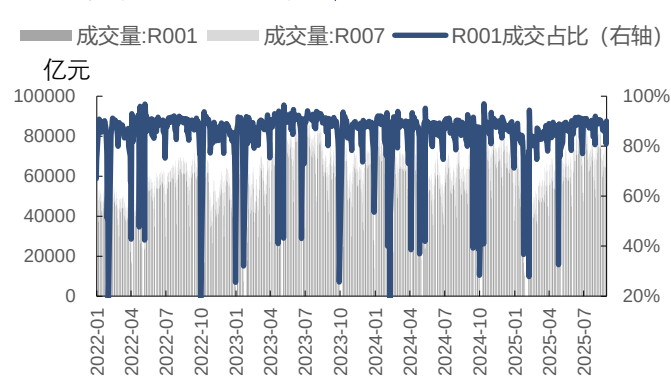
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 2：资金利率表现（单位：%、BP）



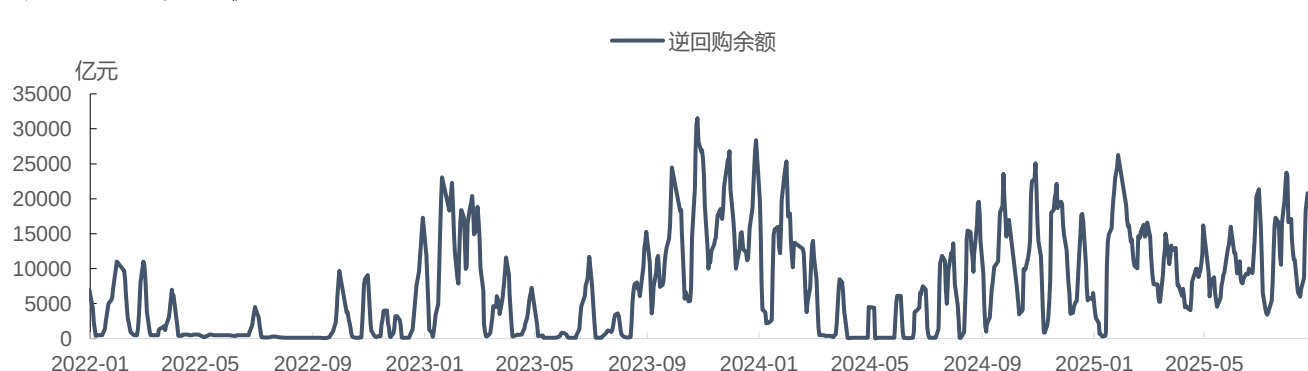
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 3：质押回购成交量走势（单位：亿元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

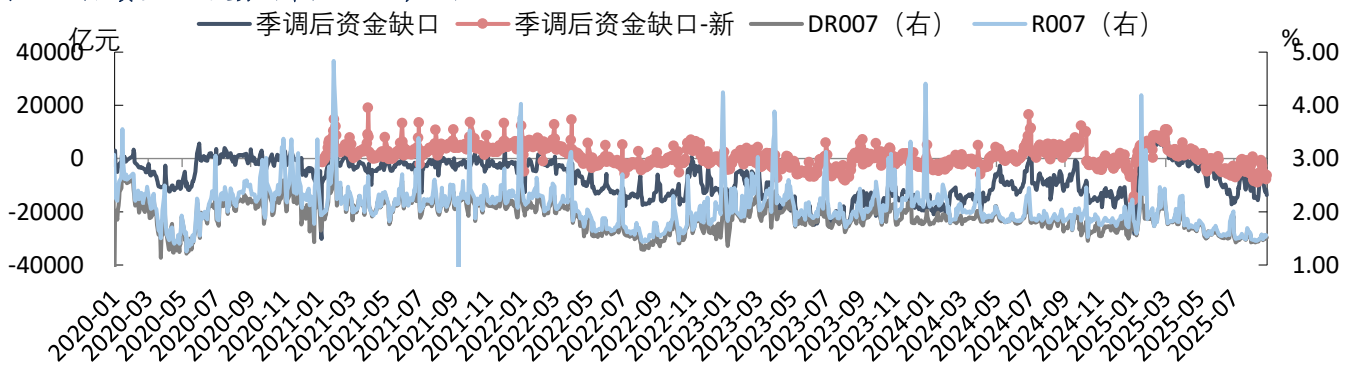
图 4：逆回购余额规模



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

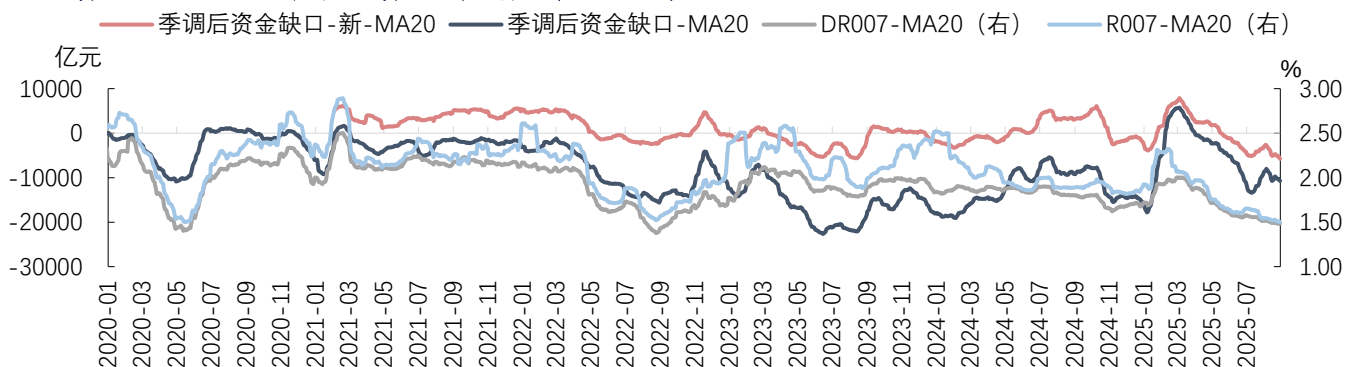
本周质押式回购成交量先降后升，全周日均成交下降 0.06 万亿至 7.07 万亿；质押式回购整体规模周四前震荡抬升，仅在周五跨月当日明显回落。分机构来看，大行净融出先升后降波幅不大，整体略高于上周；股份行净融出周四前震荡回升，城商行在周一抬升后窄幅波动，但二者均在周五跨月当日显著回落；银行刚性净融出先升后降，但仍高于上周五。非银刚性融出先降后升，各类机构融出均较上周小幅上升；非银刚性融入同样高于上周，其中其他产品、理财、基金公司融入上升，而券商、保险下降。季调后新口径资金缺口指数在周四前震荡回落，周五回升至-6302，仍低于前一周的-4625，周五季调前指数-5189，二者均处于今年以来跨月的最低水平。本周上半周质押式回购成交量有所回升，周三后随着月末临近持续下降，周五降至 5.55 万亿，全周日均成交量较上周下降 0.06 万亿至 7.07 万亿；质押式回购整体规模周四前震荡抬升，仅在周五跨月当日明显回落，已低于前一周。分机构来看，大行净融出周三前持续小幅抬升，周四后略有下降，整体略高于上周；股份行净融出周四前震荡回升，城商行在周一抬升后窄幅波动，但二者均在周五跨月当日显著回落。银行整体刚性净融出同样先升后降，但整体仍高于上周五。非银刚性融出先降后升，整体高于上周，各类机构融出均小幅上升；非银刚性融入规模震荡回升，尽管周五跨月当日有所回落，但整体同样高于上周，其中其他产品、理财、基金公司融入上升，而券商、保险下降。我们跟踪的季调后新口径资金缺口指数在周四前震荡回落，周四降至-7738，周五回升至-6302，仍低于前一周的-4625，周五季调前指数-5189，二者均处于今年以来跨月的最低水平。

图 5：刚性资金缺口走势（单位：亿元；%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

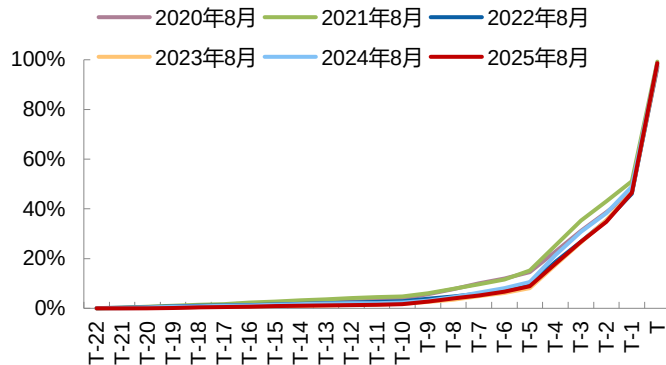
图 6：资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势（单位：亿元；%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

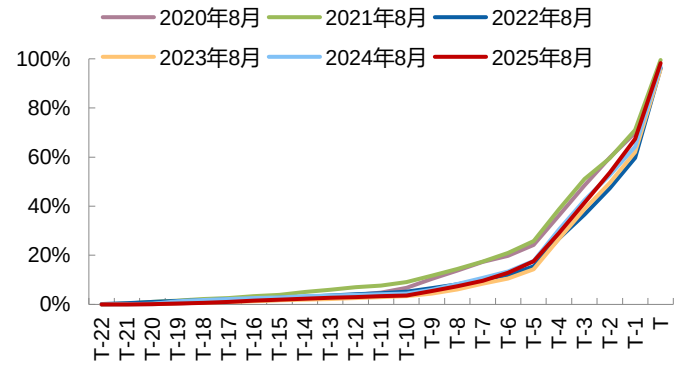
8 月机构跨月节奏整体偏慢，多数机构直至月末最后两个交易日才有所提速，但在央行呵护下月末资金面仍然维持宽松。从银行间市场看，本周上半周机构跨月进度继续放缓，处于近 5 年同期的偏低水平，直到周四才出现了提速；分机构来看，证券公司、基金公司、股份行跨月进度偏缓，而农商行、城商行、其他非银跨月相对提前；交易所跨月进度相对往年更加滞后，处于近年同期最低水平。从全市场来看，周三前跨月进度持续处于近年同期最低水平，周四才后有所提速，但在央行呵护下，月末资金面仍然维持宽松。

图 7：8 月银行间资金跨月进度处于往年同期偏低水平



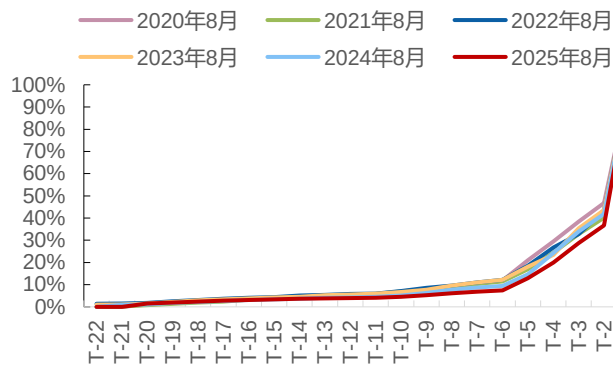
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：8 月其他非银资金跨月进度处于往年同期偏低水平



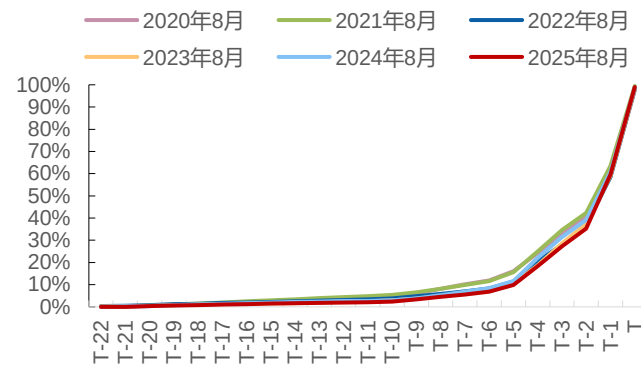
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：8 月交易所资金跨月进度处于往年同期偏低水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：8 月全市场资金跨月进度处于往年同期偏低水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

本周资金宽松程度超过我们的预期，在 MLF 超额续作 3000 亿后，全月中长期流动性投放达 6000 亿，在此背景下月末逆回购仍然大规模投放，可能反映了在权益市场波动下央行的维稳态度，周中北交所新股三协电机冻结 6736 亿虽对交易所资金带来一定扰动，但银行间资金仍维持低位，DR001 再度降至 1.3% 附近。全月 DR001 均值降至 1.35%，DR007 均值降至 1.48%，均创下年内新低，与 OMO 利差与去年前 3 季度大致相当。尽管 DR001 下限仍有 10BP 的调降空间，但资金利率中枢可能已达央行现有框架下的稳态。本周资金的宽松程度超过了我们此前的预期。在周一 MLF 净投放 3000 亿后，考虑买断式逆回购，8 月全月中长期流动性的投放已达 6000 亿，在此背景下月末 7D 逆回购规模仍然明显回升，银行刚性净融出仍维持在 4 万亿附近。尽管周中北交所新股三协电机发行冻结资金 6736 亿元对交易所资金带来一定扰动，但银行间资金价格仍然维持低位，DR001 再度降至 1.3% 附近。这可能也反映了央行在权益市场波动加大的背景下维稳资金面的态度。在本周宽松的影响下，8 月 DR001 均值降至 1.35%，DR007 均值降至 1.48%，均创下年内新低，与 OMO 的利差也已与去年前 3 季度大致相当。尽管 DR001 的下限仍有 10BP 的空间，但资金利率中枢可能已经达到了央行现有政策框架下的稳态。在政策提振通胀的要求下，后续资金利率中枢或难有明显抬升，但如果降准降息等总量宽松政策缺位，后续中枢下行的空间可能也将受限。

图 11：8 月 DR001 与 DR007 中枢均创下年内新低

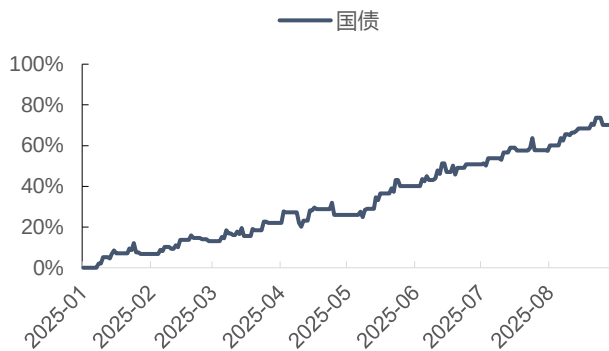
单位: %	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04
DR007- 均值	-0.09	0.11	0.05	0.06	-0.15	-0.05	-0.10	0.02	0.17	0.18	0.17	0.04	0.06	0.06	0.09	0.08
7D OMO 波动率	0.29	0.15	0.15	0.12	0.10	0.14	0.06	0.21	0.14	0.14	0.13	0.06	0.07	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: Wind, 信达证券研发中心

1.2 下周资金展望

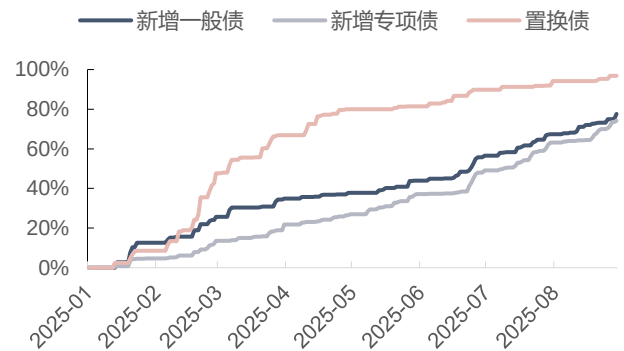
下周国债缴款规模预计为 1100 亿元。截至本周，累计发行新增一般债 6208 亿元，新增专项债 32641 亿元，普通再融资债 18597 亿元，特殊再融资债 19367 亿元。下周河北、山东、河南等 5 个地区地方债发行规模 934 亿元，新增专项债和再融资债分别发行 178 亿元、756 亿元。下周政府债净缴款规模将降至约 1216 亿元。本周国债缴款 2370 亿元。下周 182D 贴现国债缴款 600 亿元，此外还有 63D、91D 贴现国债待缴款，假设规模与 8 月相同，为 200 亿元、300 亿元，则下周国债累计缴款规模 1100 亿元。**地方债方面**，截至本周，2025 年累计发行新增一般债 6208 亿元，新增专项债 32641 亿元，普通再融资债 18597 亿元，特殊再融资债 19367 亿元；下周河北、山东、河南等 5 个地区地方债发行规模 934 亿元，新增专项债和再融资债分别发行 178 亿元、756 亿元，但考虑缴款的时滞，地方债实际缴款规模为 1681 亿元。整体上看，下周政府债缴款规模下降至 2781 亿元，到期规模下降至 1565 亿元，政府债净缴款规模将从本周的 2114 亿元下降至 1216 亿元。

图 12：国债净融资进度



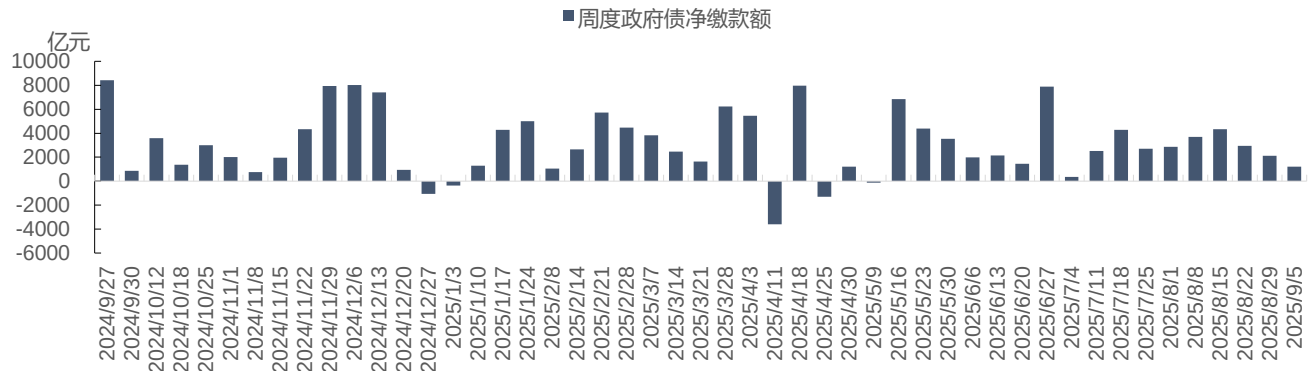
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13：地方债发行进度



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14：下周政府债净缴款规模下降



资料来源: Wind, iFinD, 信达证券研发中心

图 15：下周政府债净缴款主要集中在后半周（单位：亿元）

日期		缴款					到期	净缴款
		普通国债	特别国债	地方新增一般债	地方新增专项债	地方再融资债	政府债	政府债
本周	2025-08-25	1540	830	0	253	132	2804	49
	2025-08-26			120	258	119	42	455
	2025-08-27			0	478	543	229	792
	2025-08-28			3	806	0	103	706
	2025-08-29			19		344	153	210
	合计	1540	830	142	1795	1138	3332	2114
下周	2025-09-01			211	338	277	523	303
	2025-09-02						2	2
	2025-09-03					237	287	50
	2025-09-04	1100					685	415
	2025-09-05				178	439	68	549
	合计	1100	0	211	516	954	1565	1216

资料来源: Wind, iFinD, 信达证券研发中心

图 16：下周分期限政府债缴款规模（单位：亿元）

日期		政府债缴款									
		1Y及以内	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	50Y
本周	2025-08-25				15	1	1722	6	79	933	
	2025-08-26				18	2	222	72	160	23	
	2025-08-27				39	305	175	227	241	32	
	2025-08-28				552	7	91	72	55	33	
	2025-08-29				19		244	100			
	合计	0	0	0	643	316	2454	477	535	1021	0
下周	2025-09-01				87	148	383	66	38	104	
	2025-09-02										
	2025-09-03				237						
	2025-09-04	1100									
	2025-09-05	34	21	6	6	16	117	244	1	173	
	合计	1134	21	6	330	164	499	310	40	277	0

资料来源: Wind, iFinD, 信达证券研发中心

本周公布的 9 月贴现国债和特别国债发行规模与我们的预期基本相符，而关键期限国债发行规模高于上月以及我们的预期，我们将 9 月国债发行规模的预测上调至 1.47 万亿；7-8 月新增专项债发行规模均未达到计划，这可能有一部分平滑后续发行的考虑，因此 9 月新增专项债可能略有提速，我们将 9 月地方债发行的预测上调至 9000 亿元。因此我们预计 9 月政府债发行规模约 2.4 万亿，净融资规模约 1.2 万亿。国债方面，本周公布的 182D 贴现国债、30Y 特别国债发行规模分别为 600 亿元、820 亿元，与我们的预期基本相符，而 1Y 附息国债发行规模 1570 亿元，较上月同期品种上升约 100 亿元，也高于我们此前的预期，我们假设 9 月关键期限国债平均发行规模上升至 1520 亿元。因此我们将 9 月国债发行规模的预测上调至 1.47 万亿，则 9 月国债净融资规模约 7100 亿。地方债方面，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 月新增专项债可能略有提速，我们将 9 月地方债发行的预测上调至 9000 亿元，净融资约 4900 亿元。因此我们预计 9 月政府债发行规模约 2.4 万亿，净融资规模约 1.2 万亿。

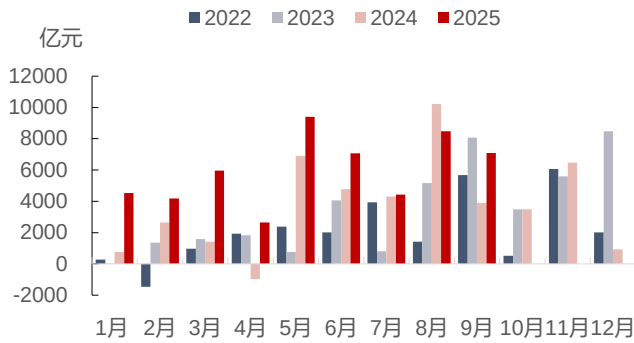
图 17：部分省市已公布 2025 年第三季度地方债发行计划（单位：亿元）

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				2025年9月实际发行			
地区	新增一般债	新增专项债	再融资一般债	再融资专项债	新增一般债	新增专项债	再融资一般债	再融资专项债	新增一般债	新增专项债	再融资一般债	再融资专项债	新增一般债	新增专项债	再融资一般债	再融资专项债	新增一般债	新增专项债	再融资一般债	再融资专项债	新增一般债	新增专项债	再融资一般债	再融资专项债
青岛													55	12	65	43								
湖北						177		53								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					
山东	60	305		47	93	392		47		275	70	9		269			53	280	70	9				
湖南	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						221										
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								
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	0	178	191	565

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

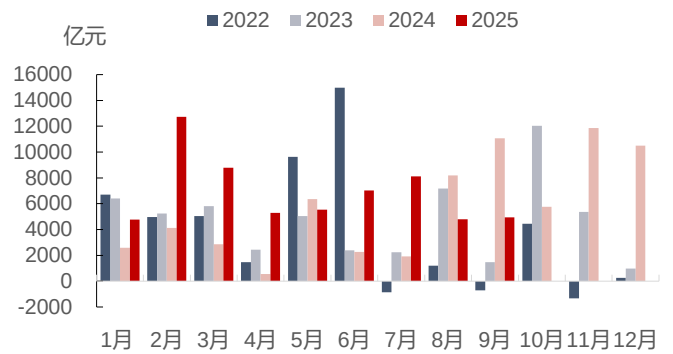


图 18：9 月国债净融资规模估计



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 25 年 9 月为预测值

图 19：9 月地方债净融资规模估计



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 25 年 9 月为预测值

图 20：地方债发行规模与平均发行期限

时间	发行规模 (亿元)									平均发行期限 (年)				
	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	总体	新增一般债	新增专项债	普通再融资债	置换债
2024-01	12		70	898	1287	1214	168	79	115	8.7	8.3	16.6	6.8	
2024-02		3	493	294	901	1025	820	795	1269	15.3	11.0	19.4	6.7	12.1
2024-03			270	937	1064	2010	444	613	955	12.8	9.0	18.5	9.0	14.3
2024-04		10	192	749	739	840	161	270	476	11.6	8.7	19.4	8.4	22.4
2024-05	22	44	62	1275	1116	2863	934	1500	1219	13.7	8.9	18.9	8.8	7.4
2024-06	7	7	229	539	1651	2389	610	668	614	11.9	8.2	16.0	7.7	
2024-07	176		413	1026	1370	3019	221	384	499	10.2	7.6	13.7	7.9	
2024-08	32	2	100	971	1604	4539	1033	1719	1998	14.3	8.6	17.1	8.8	
2024-09	32	8	228	1019	959	4847	1449	1857	2446	15.0	9.1	16.2	11.3	17.7
2024-10	6		134	409	893	2427	478	827	1656	15.6	8.7	20.2	9.8	13.8
2024-11			445	266	1266	3513	2330	1772	3548	17.0	9.8	16.3	6.6	17.7
2024-12		45	83	702	918	1345	1867	2992	2962	18.4	12.1	20.4	6.8	18.9
2025-01	3	6	216	342	525	1243	681	1404	1155	16.4	9.3	18.4	7.0	22.5
2025-02	38	4	193	474	1405	2604	2017	3138	3186	17.4	8.6	17.4	9.0	18.9
2025-03	0	0	6	279	1435	2471	1258	1555	2785	17.3	8.7	19.4	11.4	19.5
2025-04	19	18	118	372	1288	1779	359	1433	1546	15.8	9.5	18.6	7.7	19.4
2025-05	81	2	12	580	1549	2116	823	1598	1034	14.2	8.3	17.1	8.8	25.6
2025-06	64	88	422	947	2336	3459	887	1370	2180	13.9	10.6	16.3	8.3	21.0
2025-07	27	11	108	978	2267	3846	979	1524	2395	14.6	8.8	17.4	11.0	17.5
2025-08	38	68	176	1148	1146	3114	1009	1245	1832	14.4	9.9	18.5	9.6	21.7

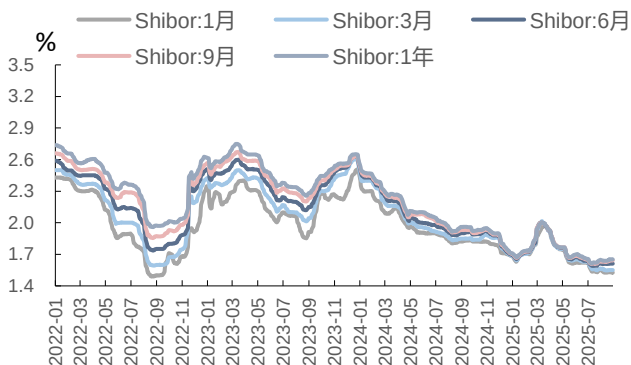
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

下周逆回购到期规模上升至 2.27 万亿，其中周五（9 月 5 日）到期规模达到 7829 亿元；周五还有 10000 亿 3M 买断式回购到期，且当日为上旬缴准日；此外，下周政府债净缴款规模将从本周的 2114 亿元下降至 1216 亿元，且无北交所新股发行。尽管下半周央行流动性工具到期规模仍处高位，但考虑月初外生扰动因素有限，我们预计下周资金面或继续维持宽松。下周 DR001 能否突破 1.3% 的下限仍值得关注，但即便如此，在降准降息缺位的状态下，9 月全月资金利率中枢或仍将大致维持平稳。

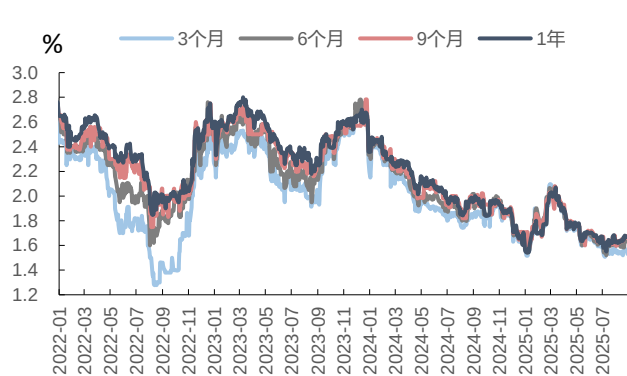
二、同业存单

本周 1Y 期 Shibor 利率下行 0.1BP 至 1.65%。截至 8 月 29 日，1M、1Y 期 Shibor 利率分别较 8 月 22 日下行 0.3BP、0.1BP 至 1.53%、1.65%，3M、6M 期 Shibor 利率持平 8 月 22 日于 1.55%、1.61%，而 9M 期 Shibor 利率上行 0.1BP 至 1.64%。

1 年期 AAA 级同业存单二级利率下行 0.5BP 至 1.66%。截至 8 月 29 日，3M、1Y 期股份行存单发行利率分别较 8 月 22 日下行 4.0BP、0.8BP 至 1.53%、1.67%，而 6M、9M 期股份行存单发行利率分别持平 8 月 22 日于 1.63%、1.67%。1M、3M、6M、1Y 期 AAA 级同业存单二级利率分别下行 4.1BP、1.0BP、0.5BP、0.5BP 至 1.45%、1.54%、1.66%、1.66%，而 9M 期 AAA 级同业存单二级利率持平上周于 1.66%。

图 21: SHIBOR 利率走势 (单位: %)


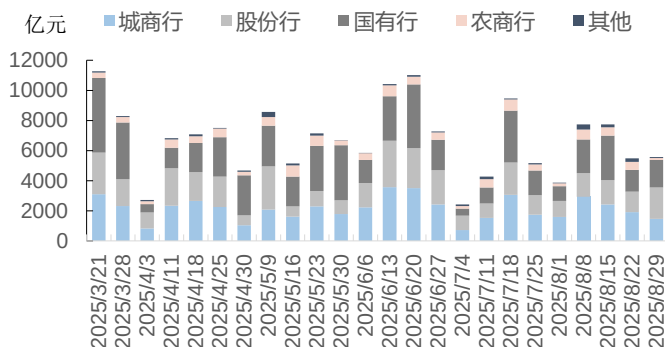
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 22: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)


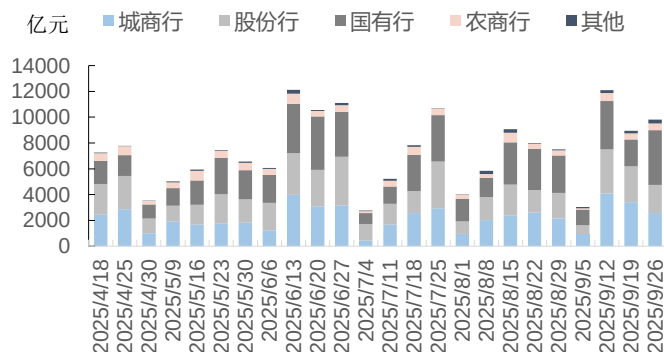
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

本周同业存单发行规模小幅上升而到期规模下降, 同业存单净融资规模上升至-1934 亿元。国有行、股份行、城商行、农商行净融资规模分别为-1053 亿元、113 亿元、-698 亿元、-15 亿元; 1Y 期存单发行占比下降至 13%, 6M 期存单发行占比最高为 36%。本周同业存单发行规模较上周上升 91 亿元至 5572 亿元, 偿还规模下降 470 亿元至 7506 亿元, 存单净融资规模上升至-1934 亿元(上周为净融资-2495 亿元)。分银行类型来看, 股份行、国有行存单发行规模分别较上周上升 739 亿元、383 亿元至 2095 亿元、1836 亿元, 而城商行、农商行存单发行规模分别较上周下降 458 亿元、409 亿元至 1455 亿元、122 亿元; 从净融资分布来看, 国有行、股份行、城商行存单净融资分别较上周上升 686 亿元、491 亿元、7 亿元至-1053 亿元、113 亿元、-698 亿元, 而农商行存单净融资规模下降 188 亿元至-15 亿元。本周 1Y 期存单发行占比较上周下降 12pct 至 13%, 6M 期存单发行占比最高为 36%。下周存单到期规模约 3048 亿元, 较本周下降 4458 亿元。

本周农商行、股份行和城商行存单发行成功率较上周下降而国有行上升, 除城商行外, 其余银行存单发行成功率均低于近年均值水平。城商行-股份行 1Y 存单发行利差收窄。截至 8 月 29 日, 农商行、股份行和城商行的存单发行成功率分别较上周下降 11.4pct、2.7pct 和 0.1pct, 而国有行的存单发行成功率较上周上升 1.2pct, 除城商行外, 其余银行存单发行成功率均低于近年均值水平。城商行-股份行 1Y 存单发行利差下行 1.7BP 至 5.5BP, 位于 2018 年以来 0.2%分位数水平。

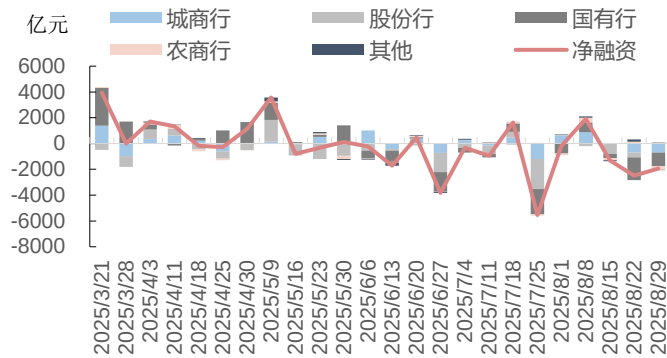
图 23: 分银行类型存单发行规模分布


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24: 分银行类型存单到期规模分布


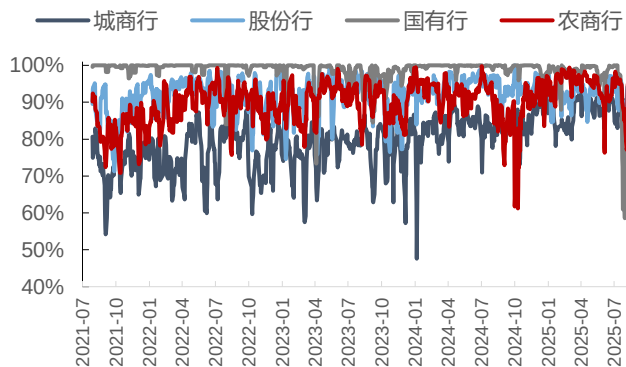
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 分银行类型存单净融资规模分布



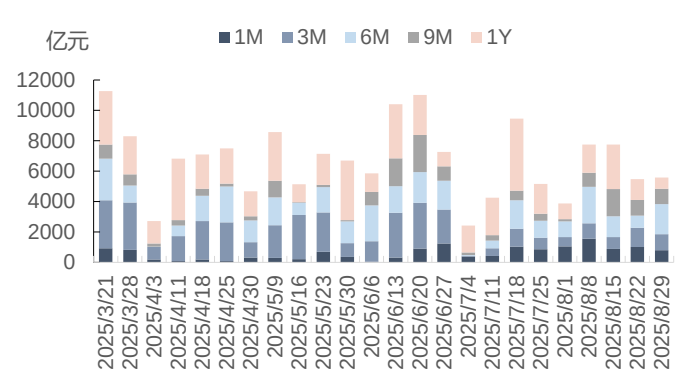
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27: 各类型银行存单发行成功率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26: 存单发行规模期限分布



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

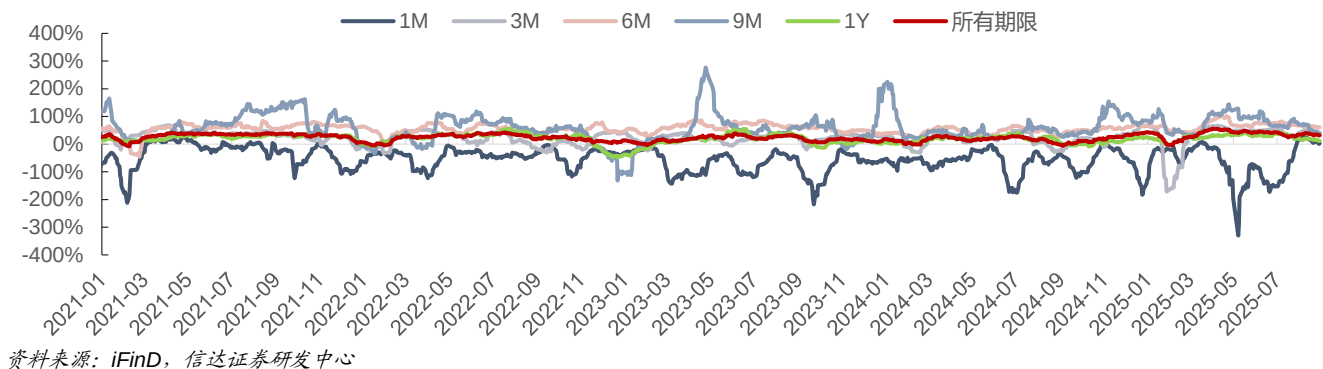
本周基金非货产品、理财与股份行对存单的需求大致平稳，但货基与其他产品增持意愿明显减弱，存单供需相对强弱指数周四前持续回落，周五小幅回升至 31.6%，较 8 月 22 日下行 4.1pct，但仍处偏高水平。各期限品种的强弱指数均有所下降，其中 1M 期限品种降幅相对较大。本周存单供需相对强弱指数周四前持续回落，仅周五小幅回升。尽管基金非货产品、理财产品以及股份行对存单的增持意愿大致平稳，但货币基金与其他产品对存单的增持意愿明显下降，存单供需相对强弱指数降至 31.6%，较 8 月 22 日下行 4.1pct，但仍处偏高水平。本周各期限品种的强弱指数均有所下降，其中 1M 期限品种降幅相对较大。

图 29: 存单供需相对强弱指数



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

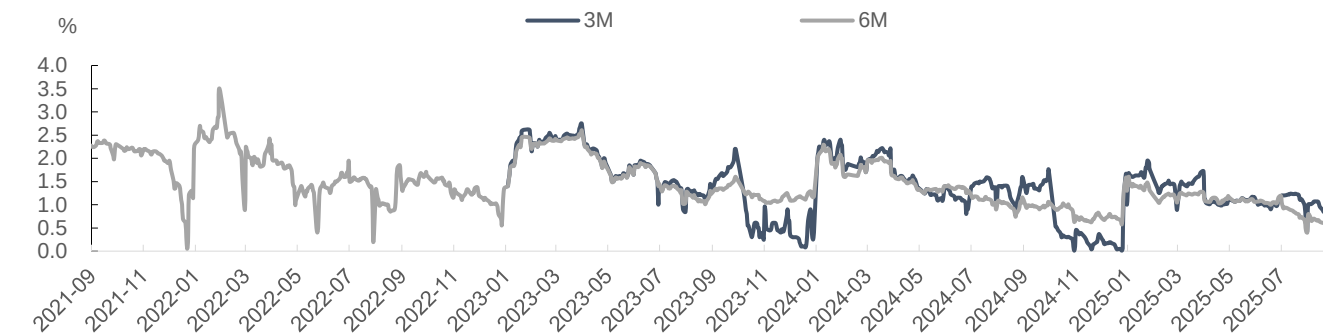
图 30：分期限存单供需相对强弱指数



三、票据市场

本周票据利率震荡上行，3M、6M 期国股票据利率环比分别上行 22BP、21BP 至 1.05% 和 0.80%。本周前两日票源供给抬升，卖盘出票活跃，票据利率延续回升；尽管大行降价收票带动买盘配置情绪释放，一度推动票据利率企稳，但周五再度回升。截至 8 月 29 日，国股 3M、6M 期票据利率分别较 8 月 22 日上行 22BP、21BP 至 1.05% 和 0.80%。

图 31：国股转贴现票据利率走势



四、债券交易情绪跟踪

本周国内长端利率高位震荡，信用和二永利差大致平稳。大行对债券的增持意愿下降，主要是对 10 年及以上国债、地方债、二永债的减持意愿上升，对存单的增持意愿下降，对中票倾向于减持。此外，交易型机构转而倾向于增持债券，其中基金公司、证券公司倾向于增持债券，其他产品、其他机构对债券的增持意愿上升。基金公司对 10 年及以上国债、长端政金债、地方债、存单、二永债倾向于增持，对中票的减持意愿下降，证券公司对 3-10 年国债倾向于增持，对超长端国债和长端政金债的增持意愿上升，对地方债的减持意愿下降，其他产品对超长端国债、地方债倾向于增持，对长端政金债的增持意愿上升，但对二永债的增持意愿下降，其他机构对长端国债、中短端政金债倾向于增持，但对短端国债的减持意愿上升，对存单的增持意愿下降。配置型机构对债券转而倾向于减持，其中农商行对债券倾向于减持，保险公司对债券的增持意愿下降，而理财产品对债券的增持意愿上升。农商行对 3 年以上国债政金债倾向于减持，对地方债和存单的减持意愿上升，保险公司对超长端国债、二永债的增持意愿下降，但对短端政金债倾向于增持，对地方债的增持意愿上升，理财产品对超长端国债的减持意愿下降，对短端政金债、存单的增持意愿上升，但对中票、二永债的增持意愿下降。

风险因素

货币政策不及预期、资金面波动超预期

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地市场。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。