

8月资金面关注什么

2025年07月30日

➤ **8月资金面总体判断：**7月资金利率在月初下台阶至接近1.3%后出现了两次大幅上行的情况：一次是税期隔夜资金利率来到1.53%；另一次是7月24号，在税期已过、尚未进入跨月、政府债供给不大的情况下，隔夜资金利率大幅上行至1.65%，引起市场对后续流动性的担忧，但7月25日央行就立刻大幅净投放6018亿元7天逆回购呵护资金面，可以看出当前央行呵护资金面的态度没有发生转变。从本次跨月的情况也可以看到，隔夜资金利率已经下行至1.36%，并且7天逆回购的余额大幅高于季节性，明显不同于一季度资金面收紧时的情况，但与二季度的状态保持一致。虽然近期债市对资金面、基本面信息有所脱敏，但是我们认为最终还是会回到这两个关注点上面，目前中美关税谈判并没有释放更多的利好信息，预计后续外部压力依然较大，最新的经济数据也并不支持货币政策转向。**综合认为，8月资金面不具备收紧的基础。**

➤ **公开市场方面：**8月MLF到期3000亿元、买断式逆回购到期9000亿元，合计12000亿元，小于7月的15000亿元。5月以来这两个工具合并口径均为净投放，因此不必过于担心。8月开始MLF的到期时间与操作时间将从错位转向一致（即都在每月25日）。自从MLF利率不作为政策利率后，操作时间从以前的每月15日后移到了每月25日，中间面临一段间隔期，间隔期间的流动性央行往往用7天逆回购去滚动续作，相当于用短期流动性去替代市场对中期流动性的需求，会影响市场对于中期流动性的预期，8月开始这一问题将得到解决。

➤ **政府债供给方面：**我们预计2025年8月政府债发行2.17-2.39万亿元，净融资1.17-1.39万亿元，与7月的1.25万亿元接近。2025年1-7月普通国债净融资2.56万亿元、超长期特别国债发行0.76万亿元、中央金融机构注资特别国债发行0.50万亿元、新增地方政府一般债发行0.54万亿元、新增地方政府专项债发行2.78万亿元、置换债发行1.89万亿元，共计使用2025年全年额度9.02万亿元，占全年13.86万亿元的65%，其中地方债发行进度略快于国债。

➤ **同业存单方面：**近期市场风险偏好提升不仅对债市施压，也对银行间资金面有所扰动，导致1Y存单利率在7月初来到1.6%附近位置后开始小幅上行，一级市场也开始出现提价，但是提价幅度并不大。8月存单到期规模小幅上升至3.07万亿元，到期续发压力有所加大，在政策利率不进一步下调之前，会认为1Y存单利率1.6%的位置已经属于低位，后续大概率在1.6%-1.7%之间波动，1.65%及以上有一定配置价值。除非央行收紧流动性投放，导致银行负债端压力再度明显加大，可观察银行日度融出规模是否会明显低于3万亿元，否则大幅提价发行的概率也并不高。从季节性来看，8月存单利率也以震荡为主。

➤ **风险提示：**货币政策超预期，政府债供给超预期。

**分析师 徐亮**

执业证书：S0100525070004

邮箱：xliang@mszq.com

研究助理 黄紫仪

执业证书：S0100125070012

邮箱：huangziyi@mszq.com

相关研究

1. 债券策略周报 20250728：8月债市还有机会吗-2025/07/28
2. 信用债周策略 20250728：8月信用债投资策略思考-2025/07/28
3. 转债周策略 20250727：8月转债组合-2025/07/27
4. 地方债专题：地方债机构行为及策略展望-2025/07/24
5. 固收专题：质押券解冻后-2025/07/24

目录

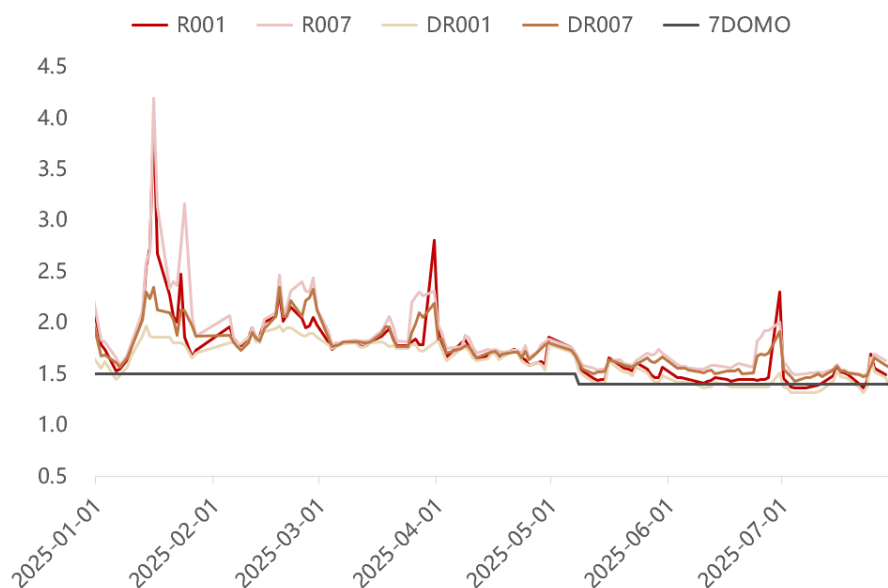
1 8月资金面关注什么	3
2 风险提示	8
插图目录	9

1 8 月资金面关注什么

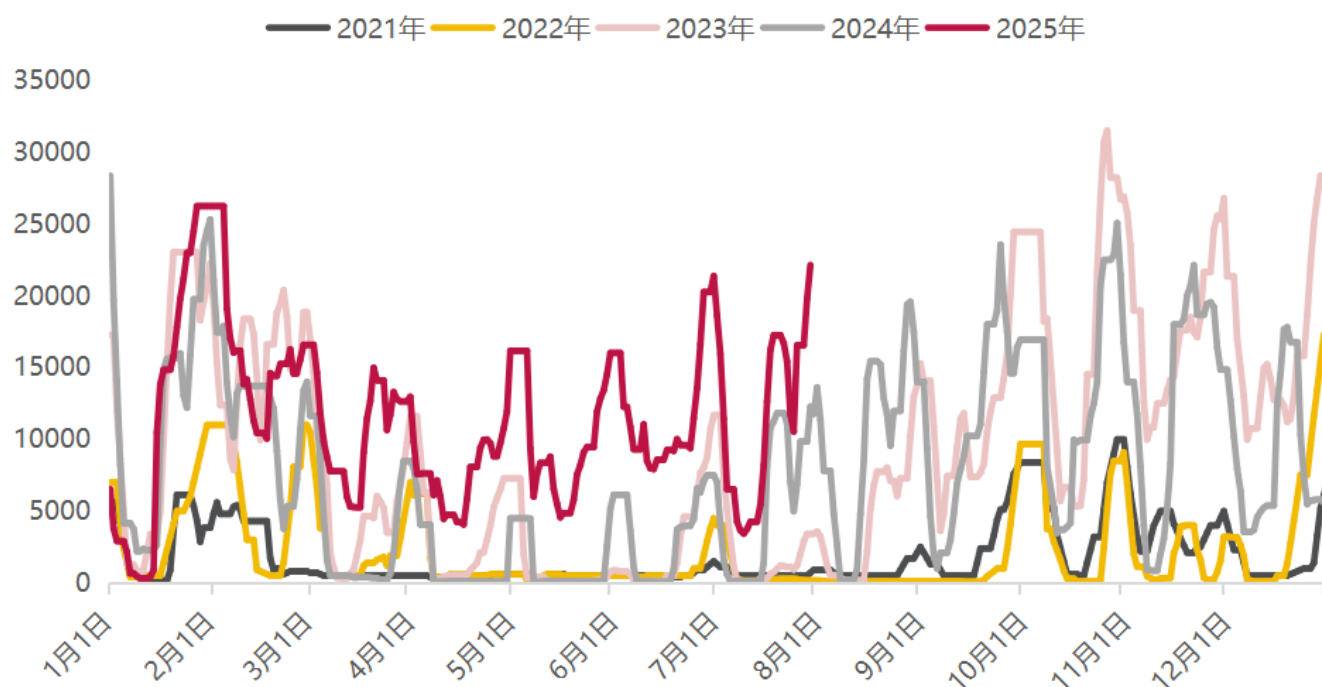
7 月资金利率在月初下台阶至接近 1.3% 后出现了两次大幅上行的情况：一次是税期隔夜资金利率来到 1.53%；另一次是 7 月 24 号，在税期已过、尚未进入跨月、政府债供给不大的情况下，隔夜资金利率大幅上行至 1.65%，引起市场对后续流动性的担忧，但 7 月 25 日央行就立刻大幅净投放 6018 亿元 7 天逆回购呵护资金面，可以看出来当前央行呵护资金面的态度没有发生转变。从本次跨月的情况也可以看到，隔夜资金利率已经下行至 1.36%，并且 7 天逆回购的余额大幅高于季节性，明显不同于一季度资金面收紧时的情况，但与二季度的状态保持一致。

虽然近期债市对资金面、基本面信息有所脱敏，但是我们认为最终还是会回到这两个关注点上面，目前中美关税谈判并没有释放更多的利好信息，预计后续外部压力依然较大，最新的经济数据也并不支持货币政策转向。**综合认为，8 月资金面不具备收紧的基础。**

图1：资金利率（单位：%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

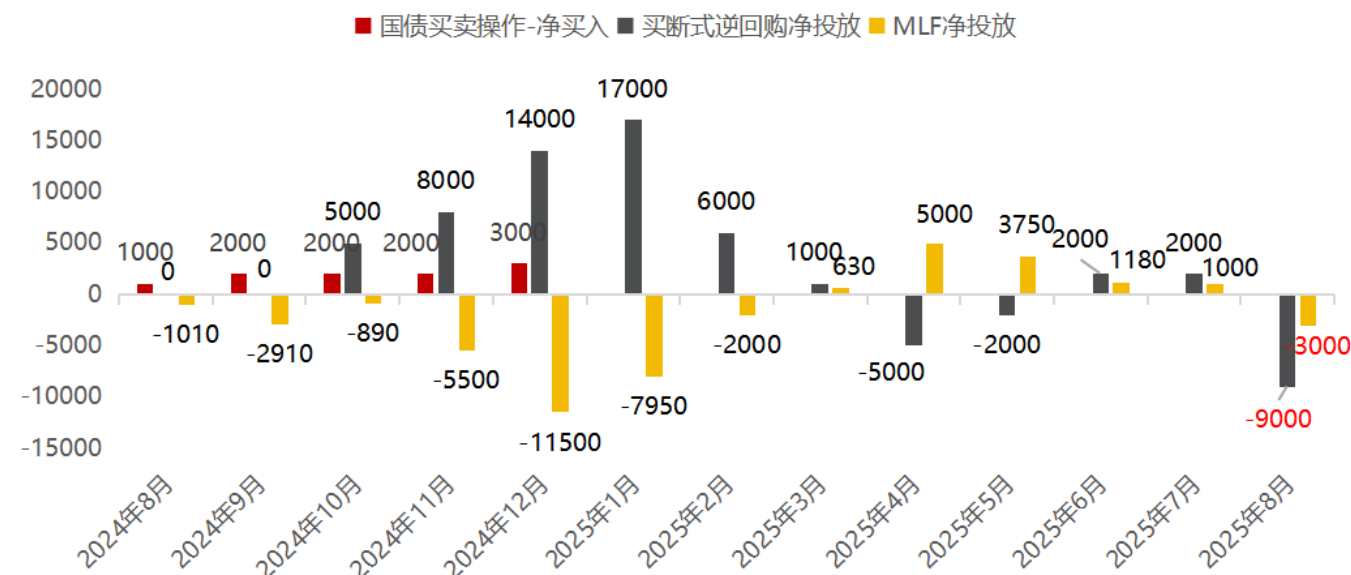
图2：7 天逆回购季节性变化（单位：亿元）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

8 月资金面的三个关注点如下：

一是公开市场方面。8 月 MLF 到期 3000 亿元、买断式逆回购到期 9000 亿元，合计 12000 亿元，小于 7 月的 15000 亿元。5 月以来这两个工具合并口径均为净投放，因此不必过于担心。6 月开始，央行买断式逆回购操作的信息公布方式也从月末公布当月总量转换为操作前一日公布操作量，并且 6 月在上旬和中旬两次续作，虽然 7 月买断式逆回购目前只操作了一次，但我们可以知道这个工具与 MLF 相比更加灵活，甚至必要的时候央行可以每旬都采取措施，增强了央行对中期流动性的调控能力。此外，8 月开始 MLF 的到期时间与操作时间将从错位转向一致（即都在每月 25 日）。自从 MLF 利率不作为政策利率后，操作时间从以前的每月 15 日后移至了每月 25 日，中间面临一段间隔期，间隔期间的流动性央行往往用 7 天逆回购去滚动续作，相当于用短期流动性去替代市场对中期流动性的需求，会影响市场对于中期流动性的预期，8 月开始这一问题将得到解决。

图3：央行中长期资金月度净投放（单位：亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

二是政府债供给方面。我们预计 2025 年 8 月政府债发行 2.17-2.39 万亿元，净融资 1.17-1.39 万亿元，与 7 月的 1.25 万亿元接近。

2025 年 1-7 月普通国债净融资 2.56 万亿元、超长期特别国债发行 0.76 万亿元、中央金融机构注资特别国债发行 0.50 万亿元、新增地方政府一般债发行 0.54 万亿元、新增地方政府专项债发行 2.78 万亿元、置换债发行 1.89 万亿元，共计使用 2025 年全年额度 9.02 万亿元，占全年 13.86 万亿元的 65%，其中地方债发行进度略快于国债。6 月 24 日财政部作《国务院关于 2024 年中央决算的报告》中提到“下一步，财政部门将用好用足更加积极的财政政策，根据形势变化及时推出增量储备政策，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面”，下半年尤其是四季度往往是推出增量财政政策的窗口期，多以增发国债（或特别国债）、使用地方政府债务结存限额、政策性金融工具等为主，年内尚未推出的已知政策有新型政策性金融工具，三季度为项目建设关键时期，工具有望落地。

具体来看：国债方面，根据发行计划规定的债券期数*对应品种最新单券规模进行预测，预计 8 月净融资 7951 亿元，高于 7 月的 4419 亿元。按照目前的单期规模，2025 年全年净融资规模为 5.93 万亿元，较规定的赤字规模少 0.73 万亿元。地方债方面，采用两种假设，第一种采用分债券类型假设，①新增一般债以全年 8000 亿元为限参考 2023、2024 年平均节奏进行后续预测；②新增专项债：8-12 月剩余待发规模为 1.62 万亿元，一般而言 11-12 月新增专项债发行规模占比很低，不及 3%，假设 11-12 月共发行 3%，剩余额度在 8-10 月平均发行完毕；③置换债发行高峰已过，2025 年 2 万亿元的置换债额度还剩下 1137 亿元尚未发行，

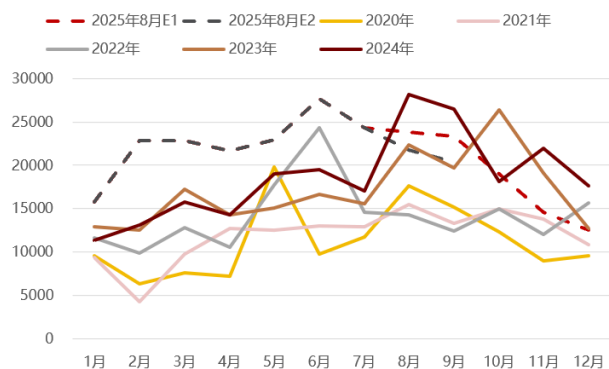
三季度为项目建设关键期，预计后续以新增专项债为主，假设置换债剩余额度平均发行；④再融资债考虑到到期全部再融资偿还。计算得 8 月地方债净融资 5915 亿元。第二种假设直接参考已经公布的 8 月地方债发行计划 8739 亿元，则净融资 3765 亿元。

图4：2025 年 1-7 月政府债发行进度（单位：万亿元）

分类	2025年额度	1-7月情况	1-7月进度	备注
普通国债	4.86	2.56	53%	狭义赤字范围，数值为净融资额
超长期特别国债	1.30	0.76	59%	广义赤字范围
中央金融机构注资特别国债	0.50	0.50	100%	广义赤字范围
新增地方政府一般债	0.80	0.54	67%	狭义赤字范围，数值为发行额
新增地方政府专项债	4.40	2.78	63%	广义赤字范围，数值为发行额
其中：特殊新增专项债	0.80	0.71	89%	
土储专项债+保障房专项债	/	0.21		
置换债	2.00	1.89	94%	广义赤字范围，数值为发行额
合计	13.86	9.02	65%	

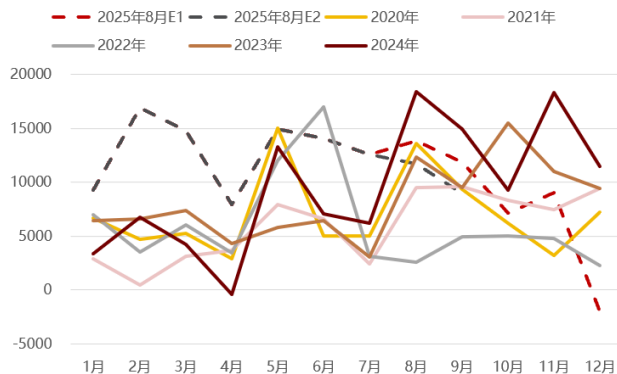
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：政府债发行预测（单位：亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院测算

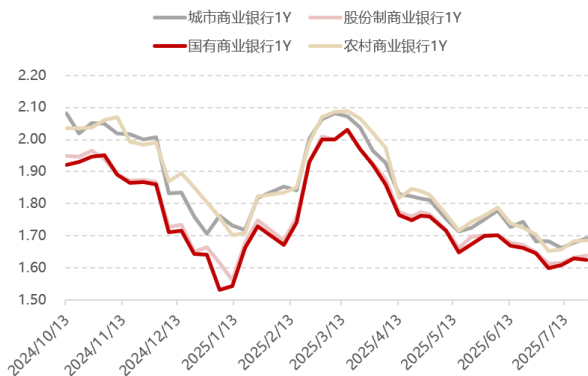
图6：政府债净融资预测（单位：亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院测算

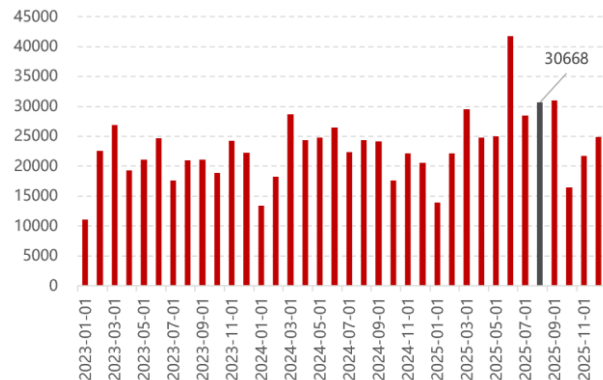
三是同业存单方面。近期市场风险偏好提升不仅对债市施压，也对银行间资金面有所扰动，导致 1Y 存单利率在 7 月初来到 1.6%附近位置后开始小幅上行，一级市场也开始出现提价，但是提价幅度并不大。8 月存单到期规模小幅上升至 3.07 万亿元，到期续发压力有所加大，在政策利率不进一步下调之前，会认为 1Y 存单利率 1.6%的位置已经属于低位，后续大概率在 1.6%-1.7%之间波动，1.65%及以上有一定配置价值。除非央行收紧流动性投放，导致银行负债端压力再度明显加大，可观察银行日度融出规模是否会明显低于 3 万亿元，否则大幅提价发行的概率也并不高。从季节性来看，8 月存单利率也以震荡为主。

图7：同业存单一级发行利率周度变化（单位：%）



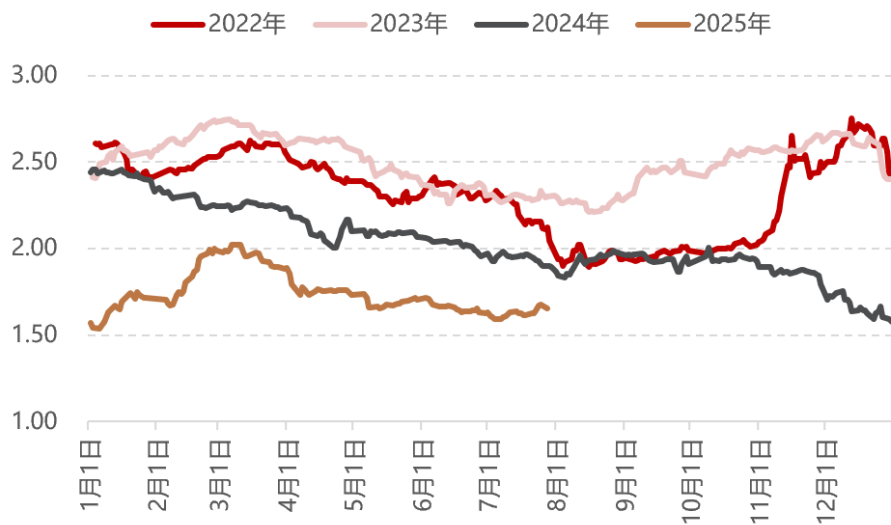
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图8：同业存单月度到期规模（单位：亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：1Y 同业存单利率季节性（单位：%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 风险提示

- 1) **货币政策超预期。**经济情况的变化可能导致货币政策发生变化。
- 2) **政府债供给超预期。**政府债实际发行可能与测算有偏离。

插图目录

图 1: 资金利率 (单位: %)	3
图 2: 7 天逆回购季节性变化 (单位: 亿元)	4
图 3: 央行中长期资金月度净投放 (单位: 亿元)	5
图 4: 2025 年 1-7 月政府债发行进度 (单位: 万亿元)	6
图 5: 政府债发行预测 (单位: 亿元)	6
图 6: 政府债净融资预测 (单位: 亿元)	6
图 7: 同业存单一级发行利率周度变化 (单位: %)	7
图 8: 同业存单月度到期规模 (单位: 亿元)	7
图 9: 1Y 同业存单利率季节性 (单位: %)	7

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