

资金观察，货币瞭望

跨过季末资金面转松，预计7月资金利率季节性下行

投资策略 · 固定收益

2025年第七期

证券分析师：赵婧
0755-22940745
zhaojing@guosen.com.cn
S0980513080004

证券分析师：陈笑楠
021-60375421
chenxiaonan@guosen.com.cn
S0980524080001

证券分析师：季家辉
021-61761056
jijiahui@guosen.com.cn
S0980522010002

证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

- **海外货币市场指标跟踪：**市场对美联储7月不降息预期一致，美债短期利率走势平稳；
- **国内货币市场指标跟踪——价：**6月临近季末资金价格上扬，交易所回购利率均值大多上行；R001、GC001、R007和GC007月均值分别变动-6BP、13BP、2BP和4BP；短期债券收益率方面，1年期短债收益率月均值大多下行；
- **国内货币市场指标跟踪——量：**6月银行间隔夜成交量和占比均较上月上升，交易所隔夜成交量和占比均较上月下降；银行间待购回债券余额同比月均值较上月有所回升；预估6月和7月超额存款准备金率分别为1.4%和1.3%；
- **7月资金瞭望：**跨过季末资金面转松，央行呵护流动性宽松态度较为明确，7月资金利率预计季节性下行；

- 海外关键性货币市场指标变化跟踪
- 国内关键性货币市场指标变化跟踪
 - ✓ 价指标一览：6月季末资金价格上扬，交易所回购利率均值大多上行
 - ✓ 量指标一览：6月央行积极投放流动性，超额存款准备金率较上月回升
- 资金瞭望
 - ✓ 五渠道预判：7月财政性存款季节性增加，超储率预计小幅回落
 - ✓ 主要结论：跨过季末资金面转松，预计7月资金利率季节性下行

- 海外关键性货币市场指标变化跟踪

- 国内关键性货币市场指标变化跟踪

- ✓ 价指标一览：6月季末资金价格上扬，交易所回购利率均值大多上行

- ✓ 量指标一览：6月央行积极投放流动性，超额存款准备金率较上月回升

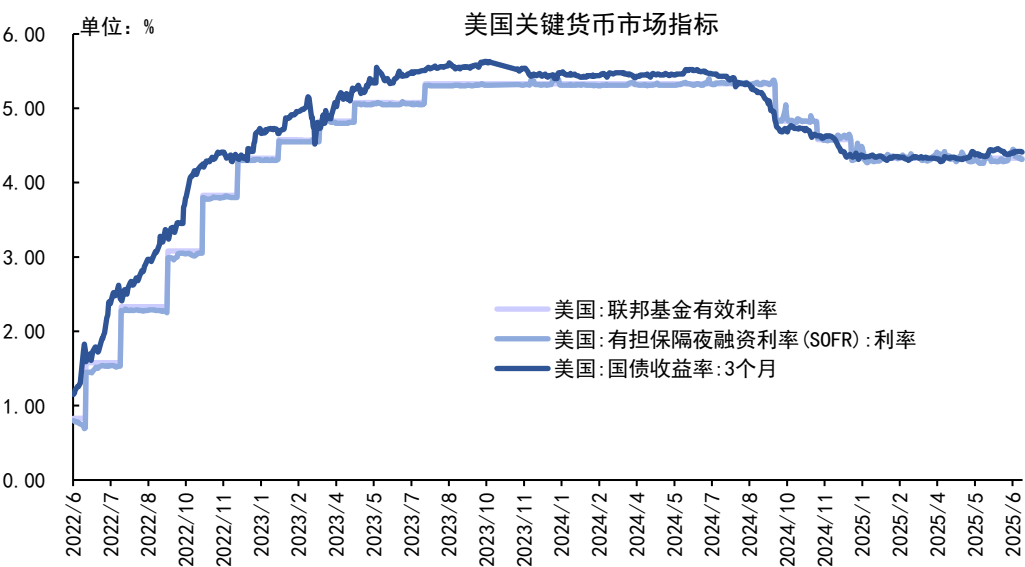
- 资金瞭望

- ✓ 五渠道预判：7月财政性存款季节性增加，超储率预计小幅回落

- ✓ 主要结论：跨过季末资金面转松，预计7月资金利率季节性下行

- 市场对美联储7月不降息预期一致，美债短期利率走势平稳
 - ✓ 6月以来，3个月美债利率走势稳定；市场对美联储7月不降息预期一致；
 - ✓ 6月以来，美国联邦基金利率与SOFR利率保持平稳运行；

图1：美国关键货币市场指标



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表1：欧美日基准利率（单位：%）

地区	基准利率	执行日期
日本:政策目标利率(基础货币)	0.5	2025-01-24
欧元区:基准利率(主要再融资利率)	2.15	2025-6-5
美国:联邦基金目标利率区间	4.25-4.50	2024-12-18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 海外关键性货币市场指标变化跟踪

- 国内关键性货币市场指标变化跟踪

- ✓ 价指标一览：6月季末资金价格上扬，交易所回购利率均值大多上行

- ✓ 量指标一览：6月央行积极投放流动性，超额存款准备金率较上月回升

- 资金瞭望

- ✓ 五渠道预判：7月财政性存款季节性增加，超储率预计小幅回落

- ✓ 主要结论：跨过季末资金面转松，预计7月资金利率季节性下行

➤ 6月临近季末资金价格上扬，交易所回购利率均值大多上行

- ✓ 6月银行间回购利率月均值涨跌不一，交易所回购利率月均值大多上行。R001、GC001、R007和GC007月均值分别变动-6BP、13BP、2BP和4BP至1.48%、1.70%、1.65%和1.68%。
- ✓ 短期债券收益率方面，1年期短债收益率月均值大多下行。1年国债、1年国开债、1年AAA短融、1年AA短融、1年AA-短融、1年AAA同业存单和1年AA+同业存单分别变动-6BP、-1BP、1BP、-2BP、-158BP、-3BP和-3BP。

表2：6月货币市场利率和政策利率变动（单位：BP）

	银行间	交易所	7天逆回购
1天	-6	13	
7天	2	4	0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

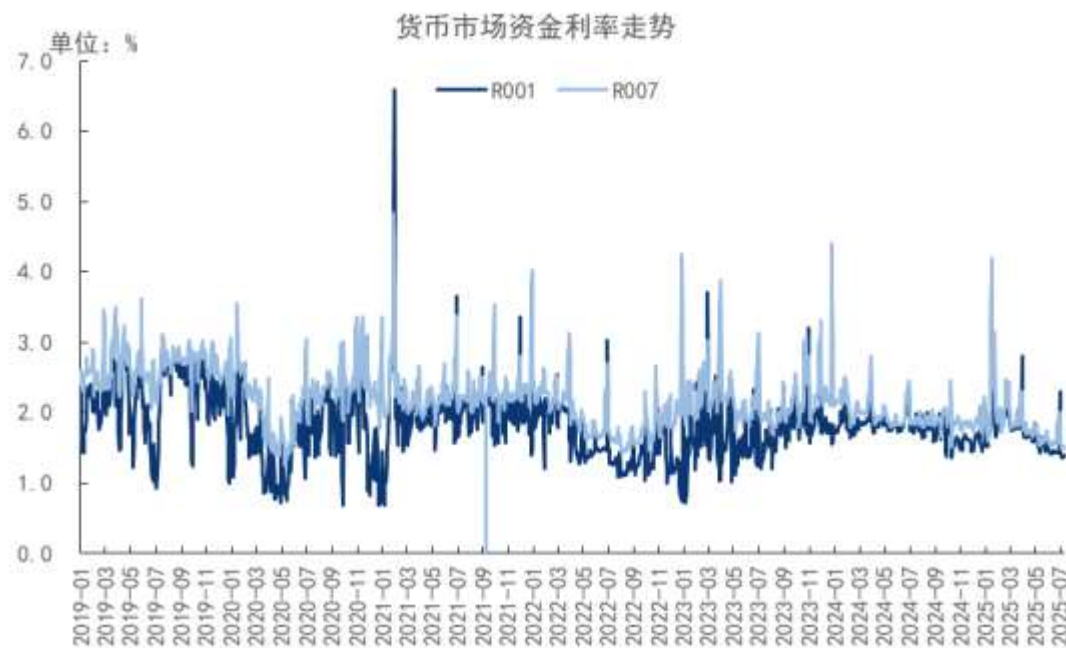
表3：6月各品种债券收益率变动（单位：BP）

	3M	1Y	差值（1Y-3M）
国债	-6	-6	0
国开债	-3	-1	1
短融AAA	1	1	-1
短融AA	-0	-2	-2
短融AA-	-9	-15	-6
同业存单AAA	-2	-3	0
同业存单AA+	-3	-3	0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

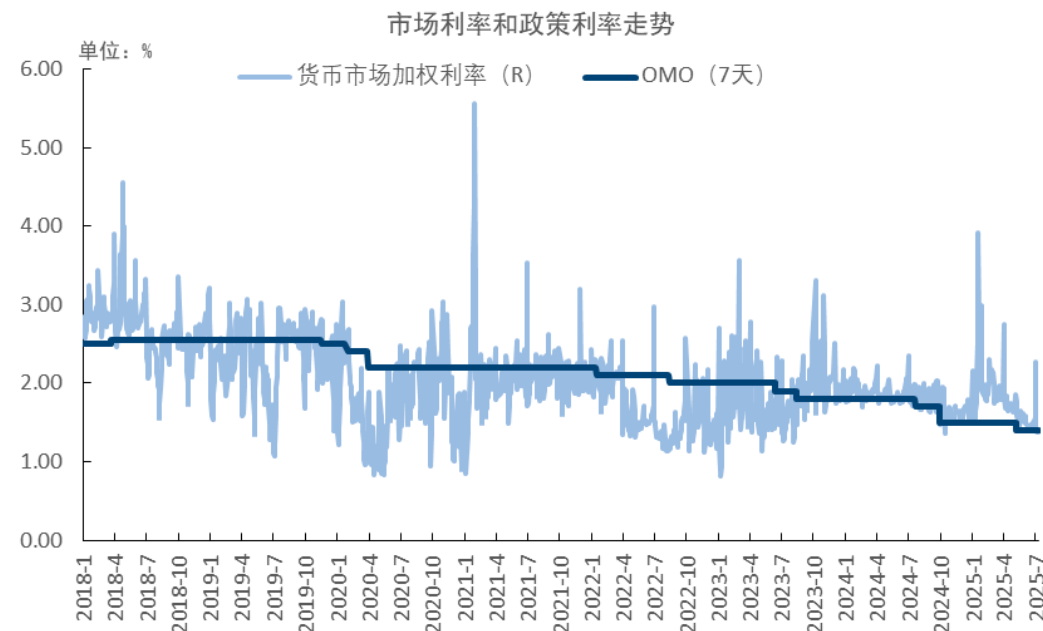
- 6月银行间货币市场利率R001月均值下行，R007月均值上行，R001和R007波动区间均走扩：
 - ✓ 6月R001和R007月均值为1.48%和1.65%，较上月分别变化了-6BP和2BP；
 - ✓ 6月R001和R007波动区间均走扩，R001波动区间为【1.41%，2.30%】，R007波动区间【1.54%，2.01%】；
 - ✓ 6月货币市场加权利率在7天逆回购利率上方波动，但逐渐向逆回购利率收敛。

图2：货币市场资金利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：市场利率和政策利率走势

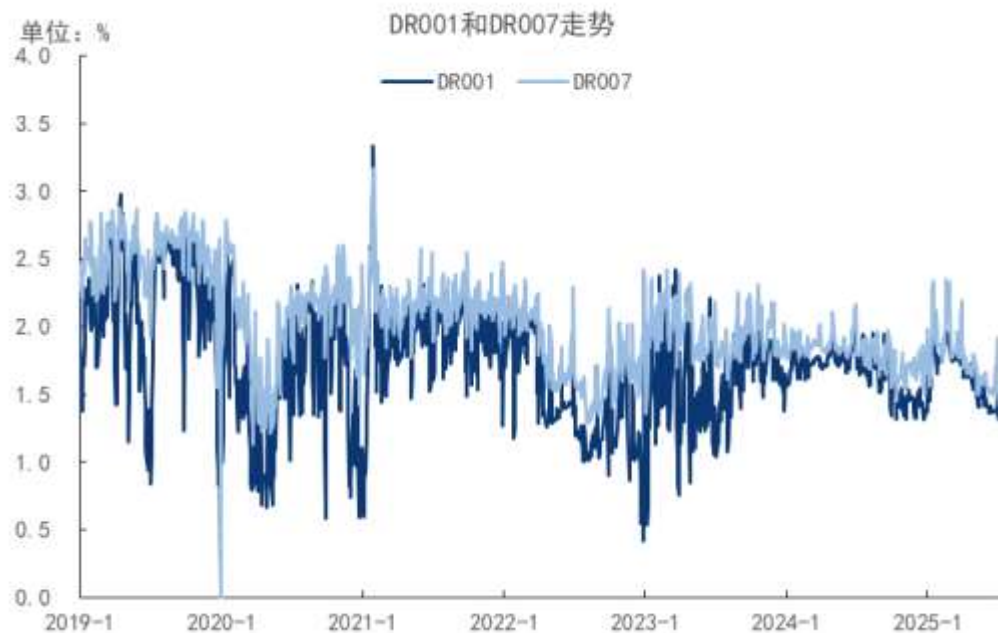


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 6月DR001和DR007月均值均小幅下行：

- ✓ 6月DR001和DR007月均值1.39%和1.58%，较上月分别变动了-11BP和-2BP；
- ✓ 6月R利差和DR利差均值：1天利差和7天利差均值较上月变动了5P和4BP；

图4：DR001和DR007走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：R和DR利差走势

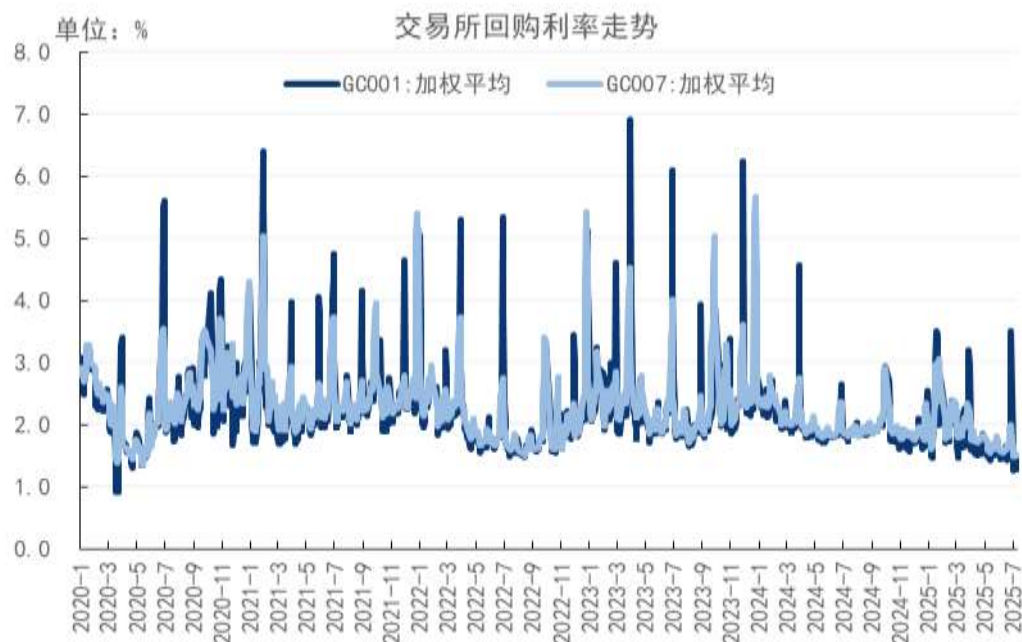


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 6月交易所回购利率均值大多上行：

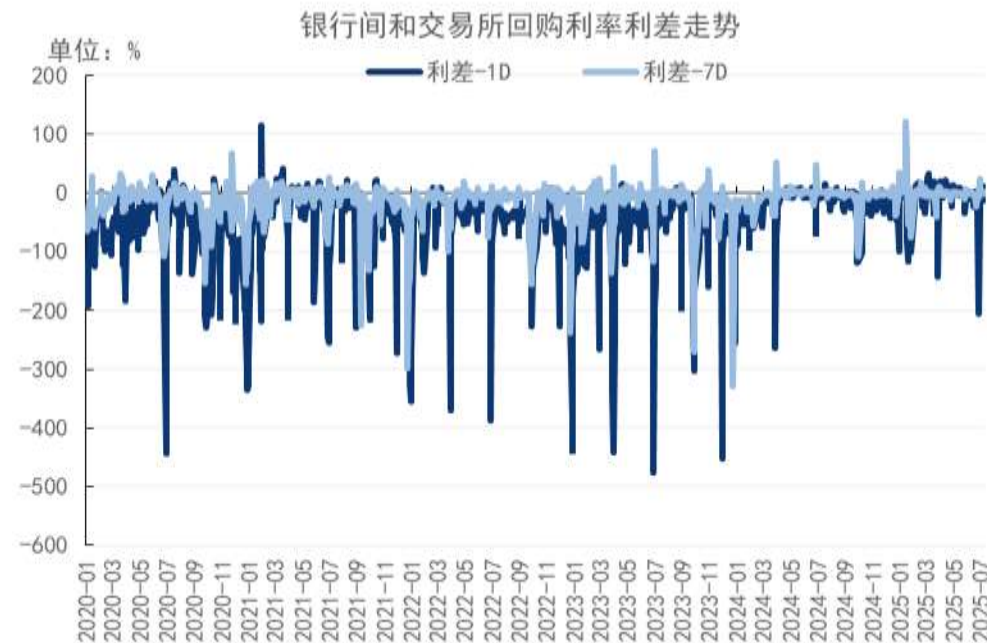
- ✓ 6月GC001和GC007月均值为1.70%和1.68%，较上月分别上行13BP和4BP；
- ✓ 6月银行间利率和交易所1天和7天利差均值较上月分别变化了19BP和2BP；

图6：交易所回购利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：银行间和交易所回购利率利差走势

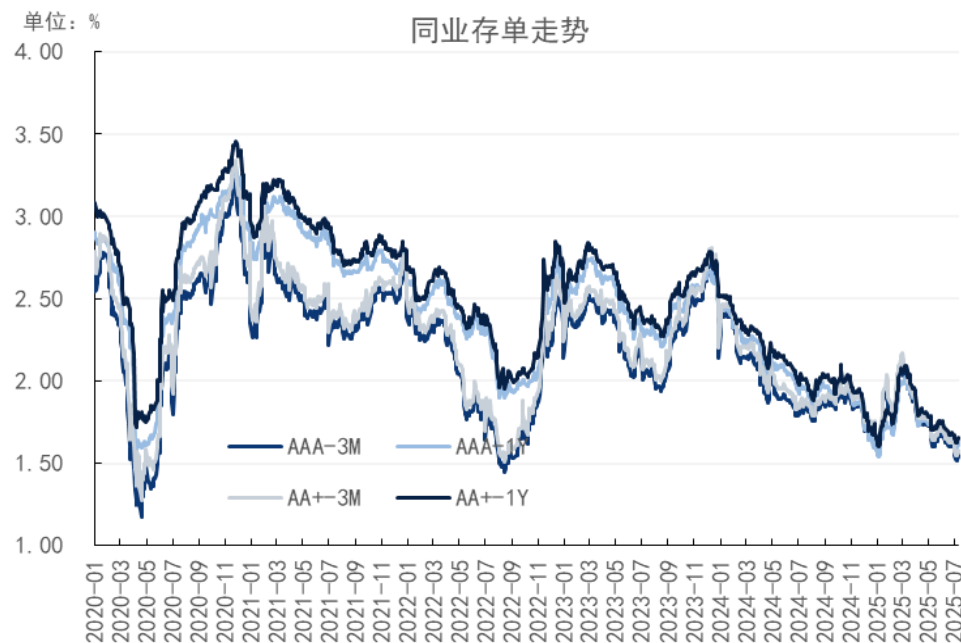


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 6月同业存单利率月均值小幅下行：

- ✓ 6月1年期高等级同业存单利率下行3BP，低等级同业存单利率下行3BP；
- ✓ 6月同业存单利率高于7天逆回购利率，利率利差收窄；

图8：同业存单走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：1年AAA同业存单和7天逆回购利率走势

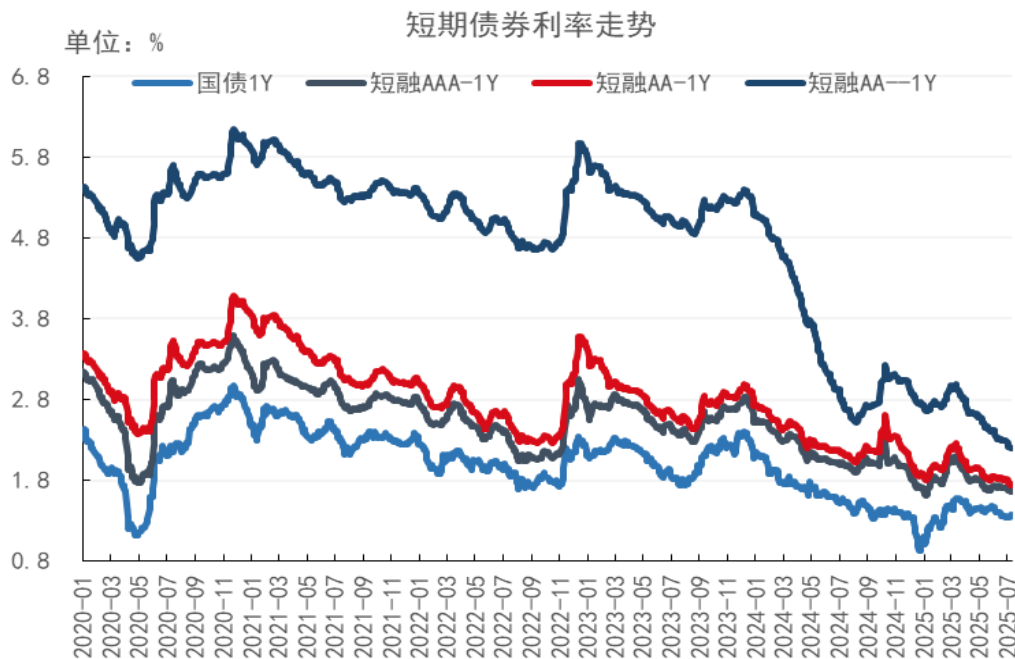


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 6月短期债券利率月均值大多下行：

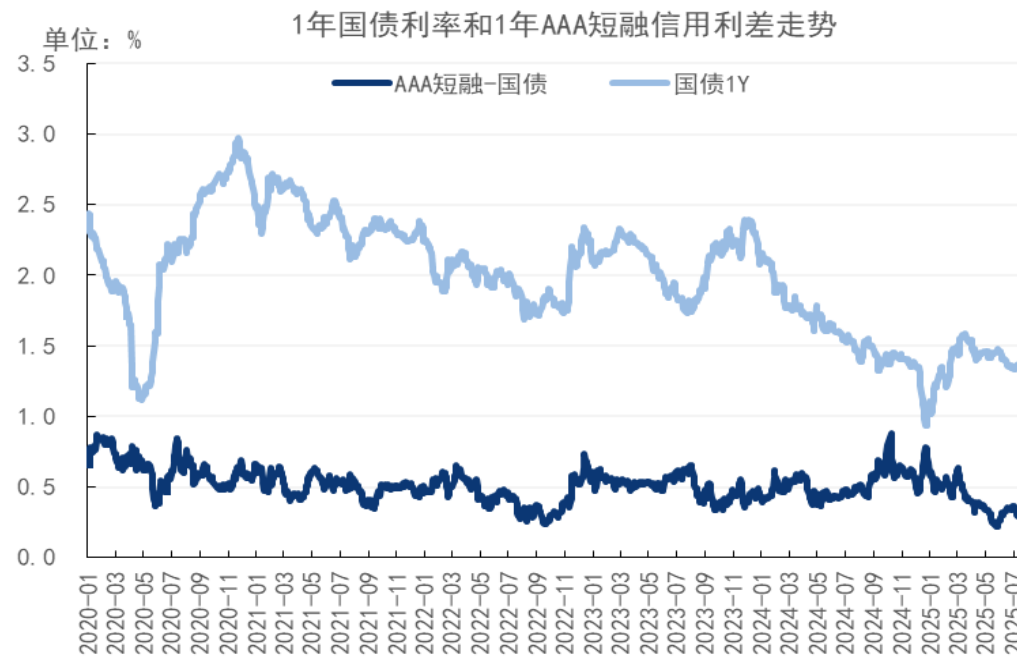
- ✓ 6月1年国债、1年国开债、1年AAA短融、1年AA短融和1年AA-短融月均值分别为1.39%、1.50%、1.72%、1.83%和2.32%，较上月分别变动了-6BP、-1BP、1BP、-2BP和-15BP；
- ✓ 6月1年期AAA短融和国债利率利差较上月走扩了6BP；

图10：短期债券利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：1年国债利率和1年AAA短融信用利差走势

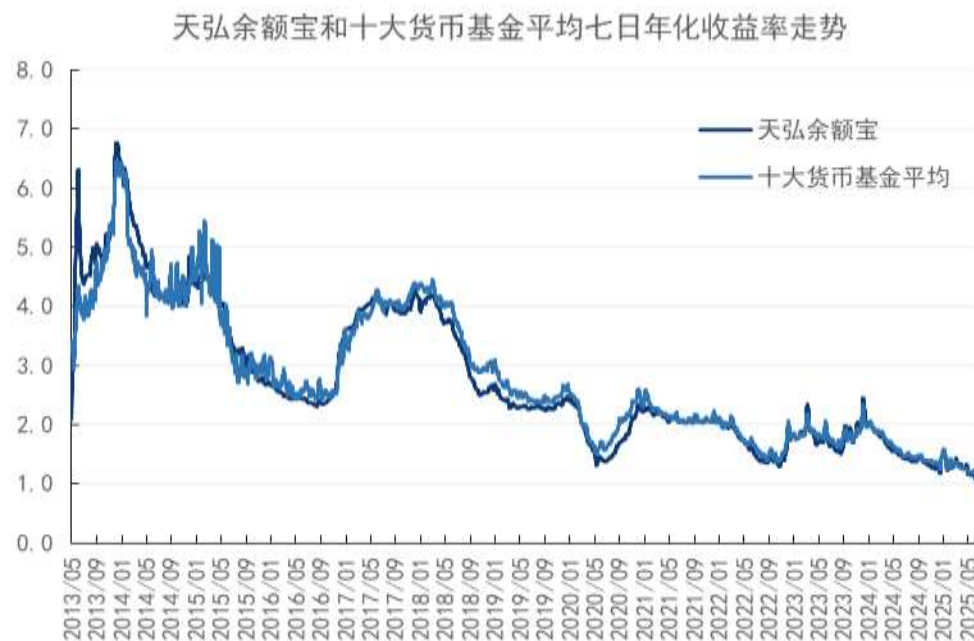


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 6月余额宝收益率1.18%，十大货币基金平均收益较上月再度回落：

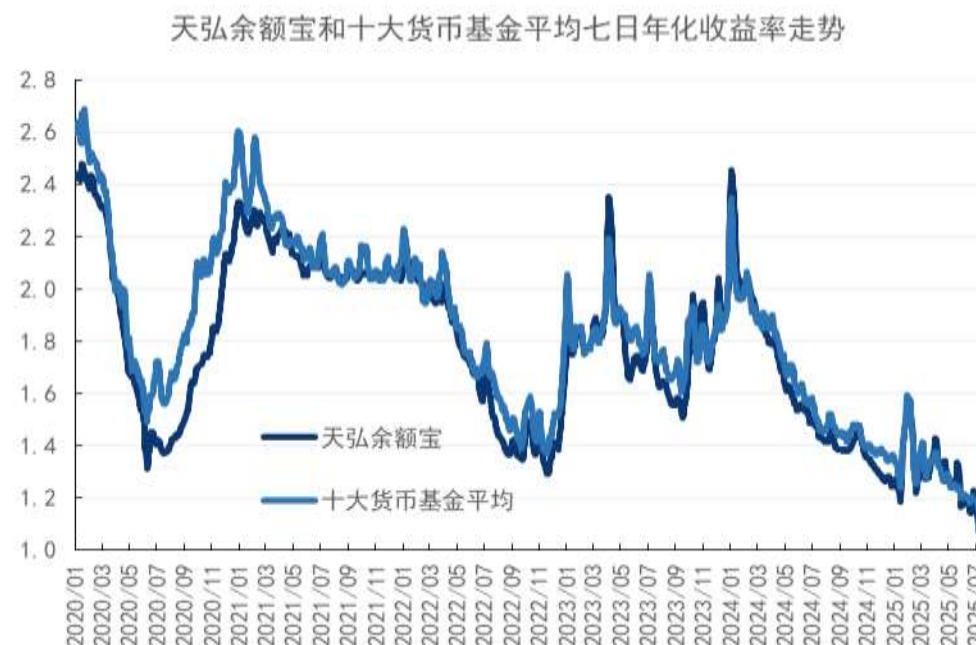
- ✓ 货币基金7日年化收益率：6月的余额宝的7日平均年化收益率小幅下降至1.18%；
- ✓ 6月余额宝和十大货币基金7日年化收益均值较上月分别变动了-8BP和-4BP；

图12：天弘余额宝和十大货币基金平均七日年化收益率走势（2013年以来）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图13：天弘余额宝和十大货币基金平均七日年化收益率走势（2020年以来）

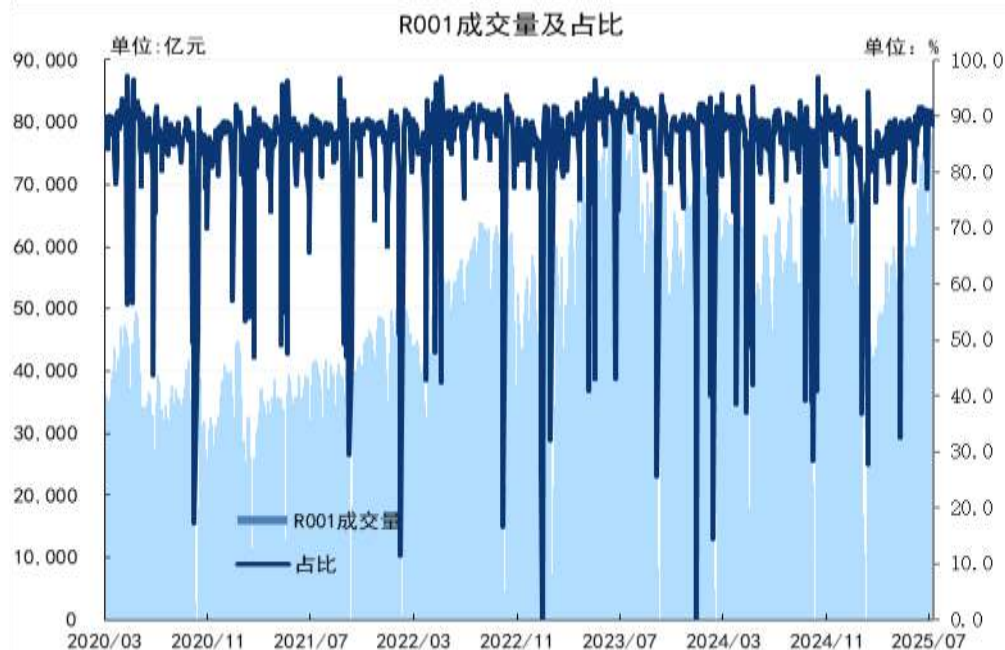


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 6月银行间隔夜成交量和占比均较上月上升，交易所隔夜成交量和占比均较上月下降：

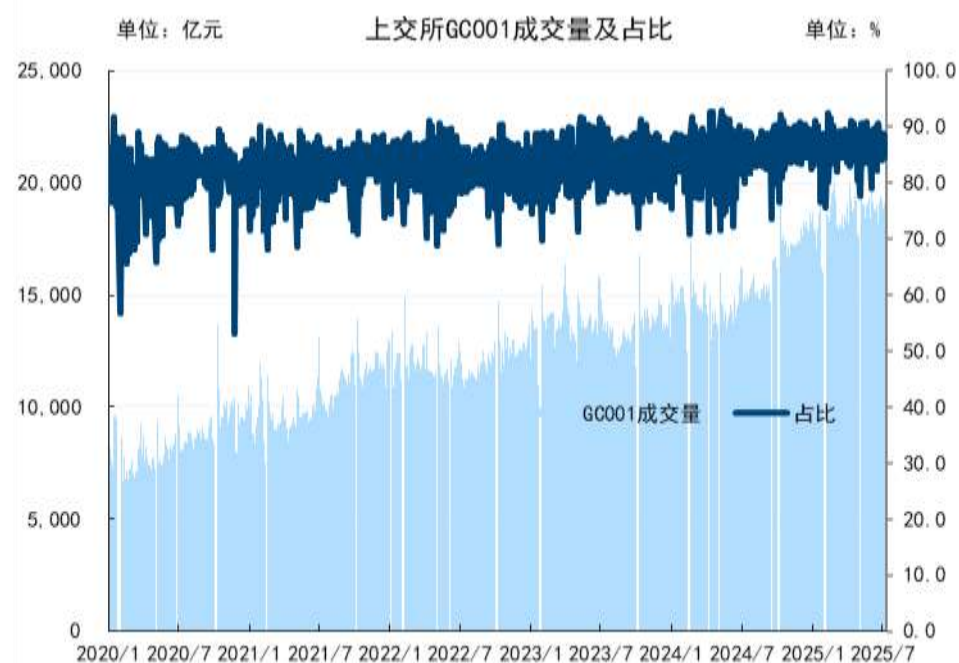
- ✓ 银行间方面，6月R001日均成交量6.82万亿，占比87.6%，成交量和占比均较上月上升；
- ✓ 交易所方面，6月GC001日均成交量1.88万亿，占比86.6%，成交量和占比均较上月下降；

图14：银行间R001成交量及占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图15：上交所GC001成交量及占比

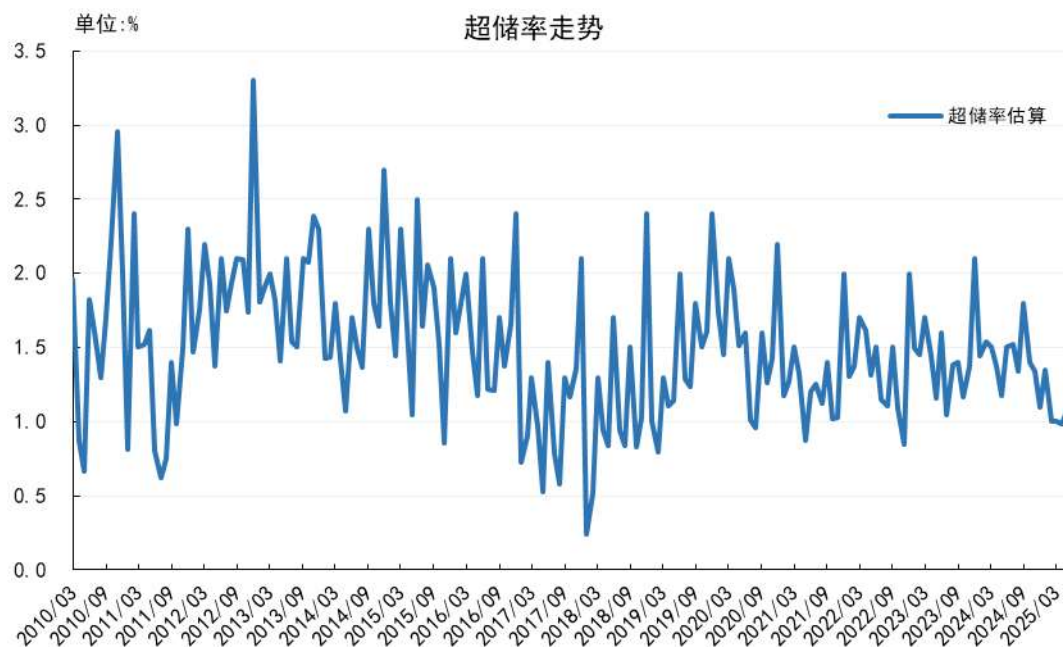


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 6月央行净投放维护跨季市场资金面平稳，超额存款准备金率较上月回升：

- ✓ 6月央行分两次投放14,000亿买断式逆回购，合计净投放2000亿元；另外央行还通过公开市场操作净投放了5,539亿流动性维护跨季资金价格平稳；季末财政性支出增加，财政存款下降了8,166亿元。
- ✓ 综合五渠道后，预估6月超额存款准备金率为1.5%；

图16：超储率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 银行间和交易所待购回债券余额同比月均值较上月有所回升：

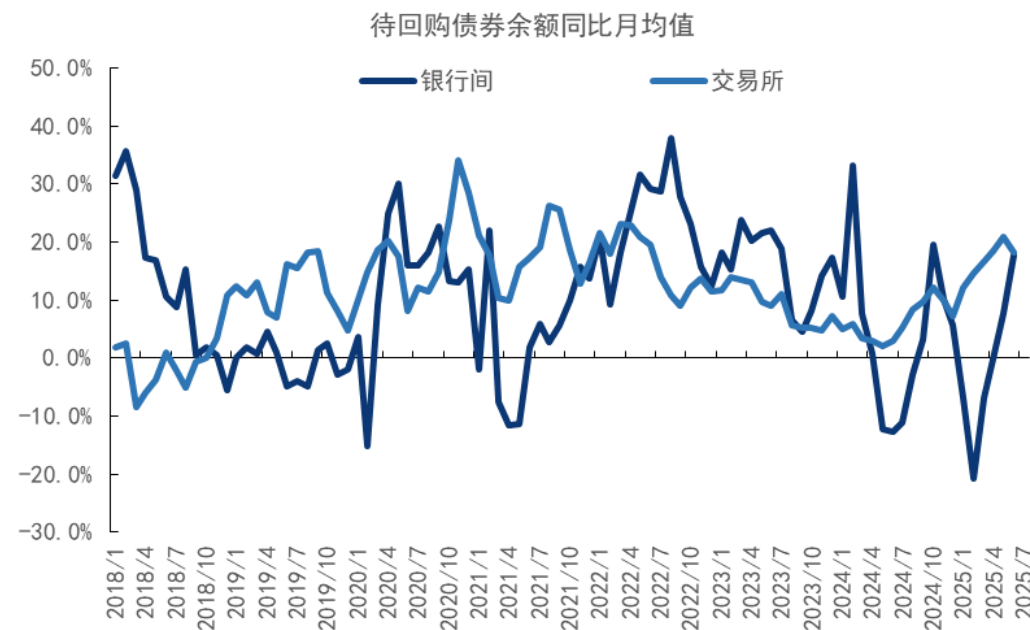
- ✓ 6月银行间待购回债券余额同比较上月上升了10%；
- ✓ 6月交易所待购回债券余额同比较上月下降了3%；

图17：待回购债券余额同比月均值（2011年以来）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图18：待回购债券余额同比月均值（2018年以来）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 6月交易所隔夜回购利率波动率指数大多较上月小幅上升：

- ✓ $V(R001) = 0.27$, $V(R007) = 0.28$ (6月底数据)；
- ✓ $V(GC001) = 0.34$, $V(GC007) = 0.26$ (6月底数据)；

图19：银行间回购利率波动率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图20：交易所回购利率波动率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 海外关键性货币市场指标变化跟踪

- 国内关键性货币市场指标变化跟踪

- ✓ 价指标一览：6月季末资金价格上扬，交易所回购利率均值大多上行

- ✓ 量指标一览：6月央行积极投放流动性，超额存款准备金率较上月回升

- 资金瞭望

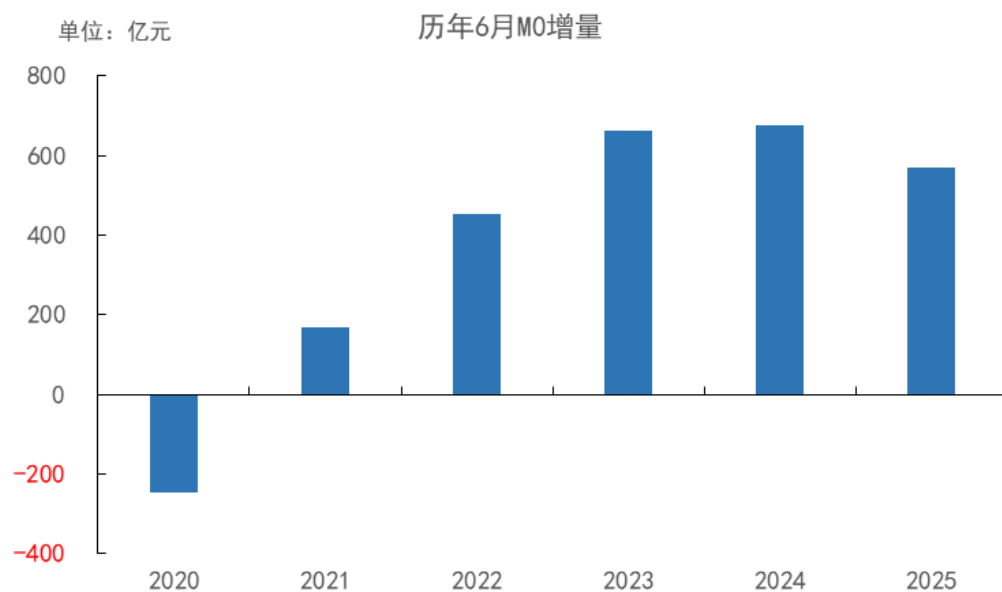
- ✓ 五渠道预判：7月财政性存款季节性增加，超储率预计小幅回落

- ✓ 主要结论：跨过季末资金面转松，预计7月资金利率季节性下行

➤ $\Delta M0$ 的季节性规律：

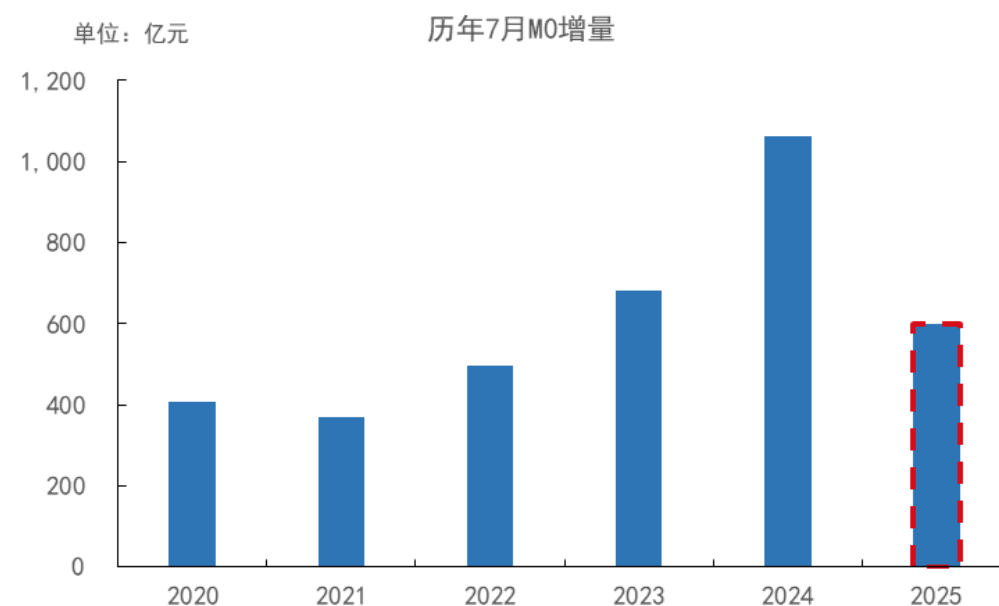
- ✓ 6月M0季节性增加了569亿；
- ✓ 近年来7月M0一般小幅增加，预估7月M0增量为600亿；

图21：历6月M0增量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：历年7月M0增量

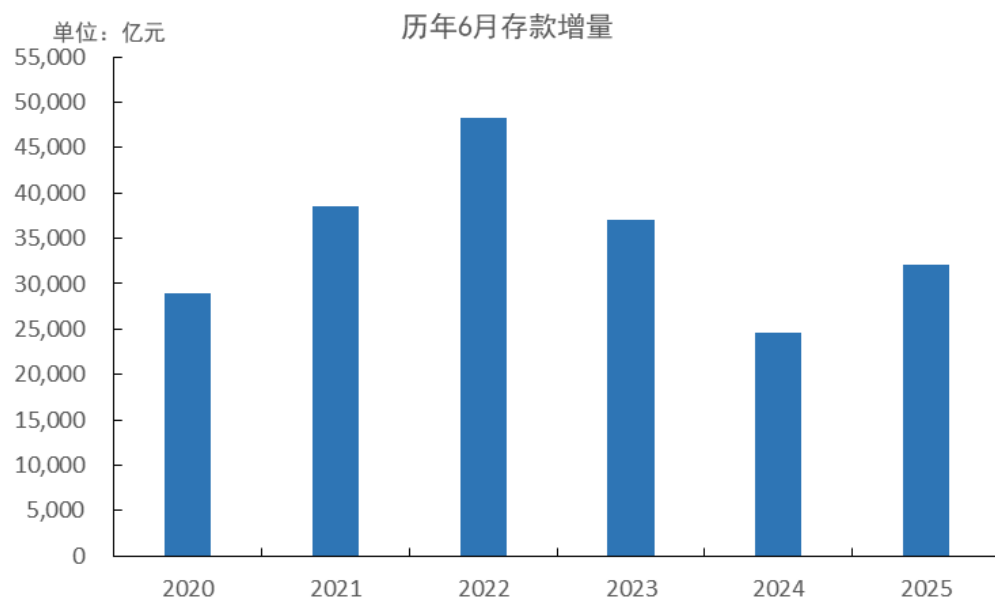


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ △法定存款准备金的季节性规律：

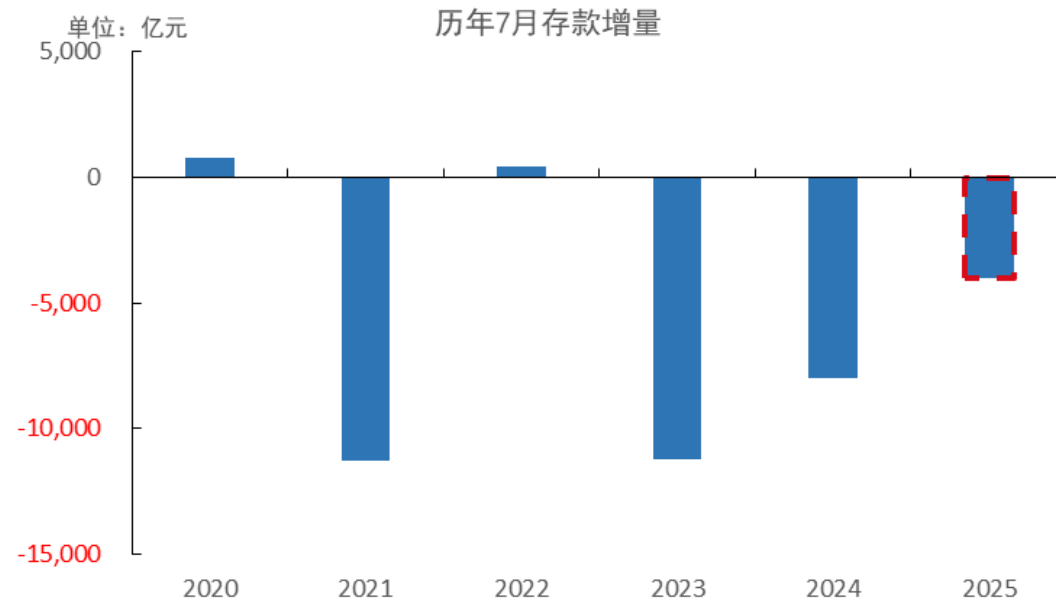
- ✓ 6月人民币贷款环比大幅增加，金融机构存款增加了32,100亿；
- ✓ 近几年7月存款增量往往季节性回落，预计7月存款减少4,000亿，综合来看将使法定存款准备金减少248亿；

图23：历年6月存款增量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图24：历年7月存款增量

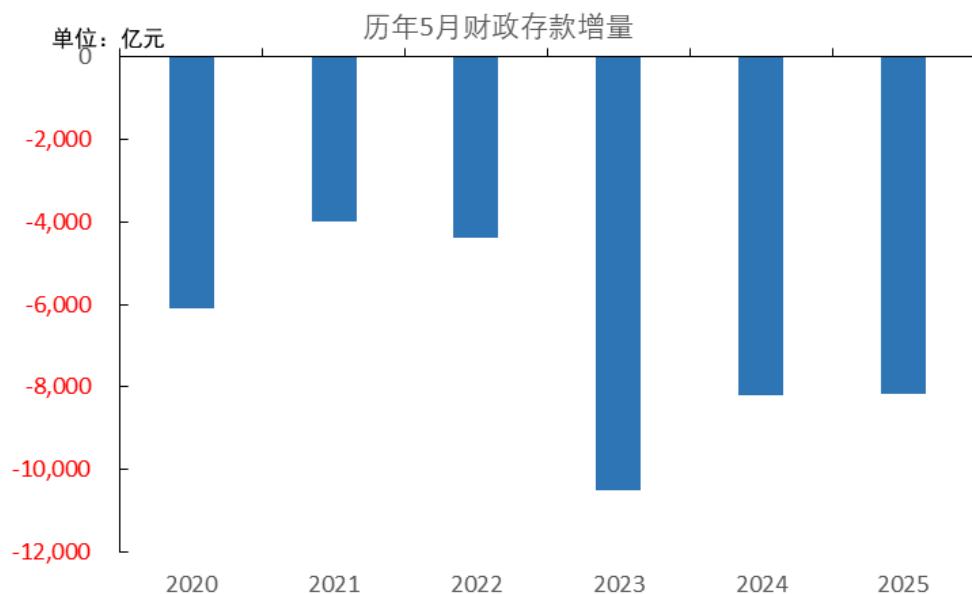


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ △财政存款的季节性规律：

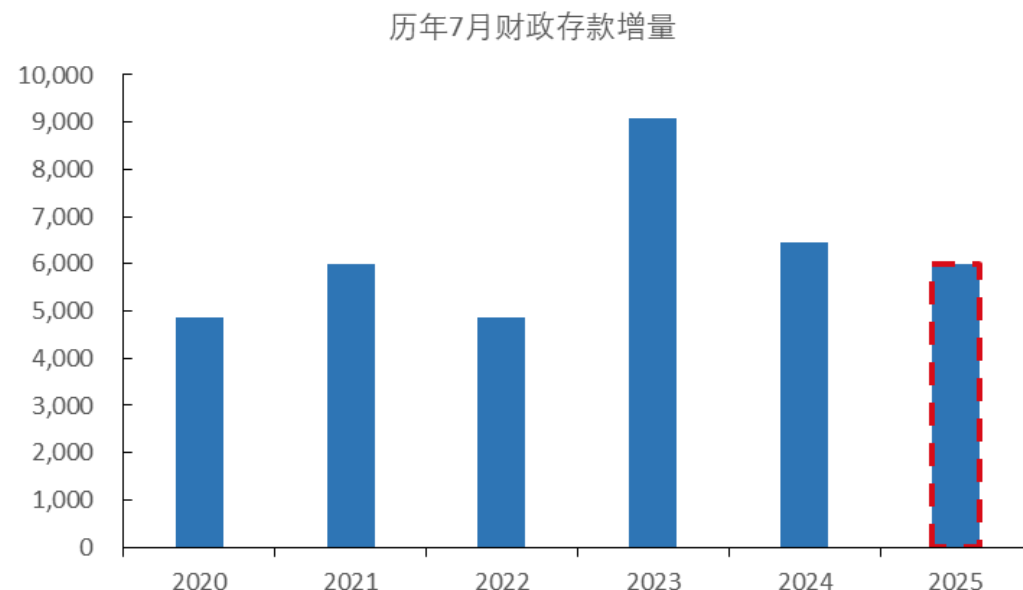
- ✓ 6月特别国债发行回落，半年末政府性支出增加，财政存款减少了8,166亿元；
- ✓ 7月超长期特别国债继续按计划发行，特殊再融资债发行放缓，预计7月财政存款季节性增加6,000亿元；

图25：历年6月财政存款增量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图26：历年7月财政存款增量

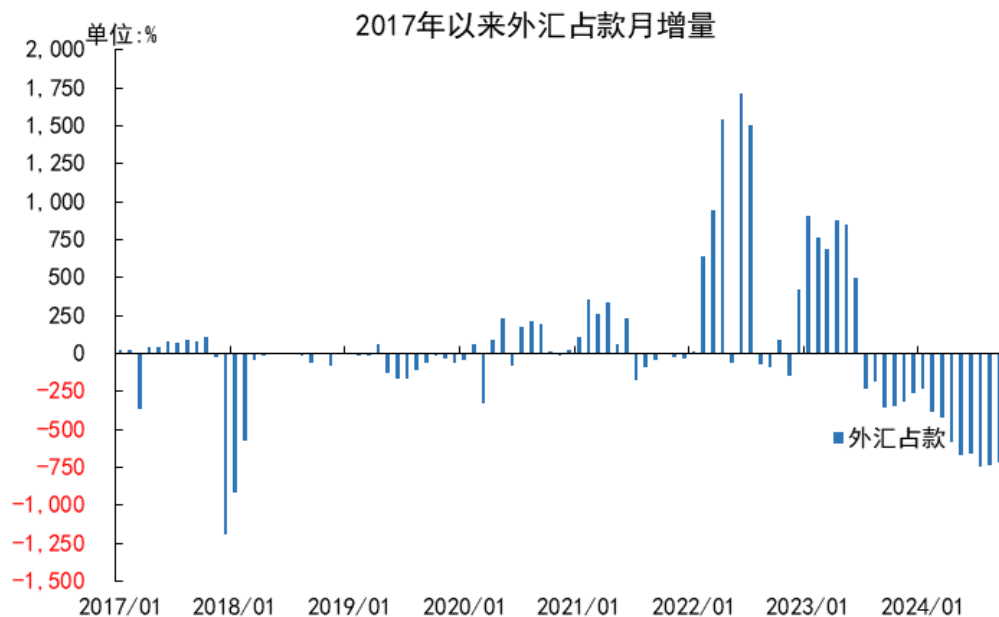


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ △外汇占款：

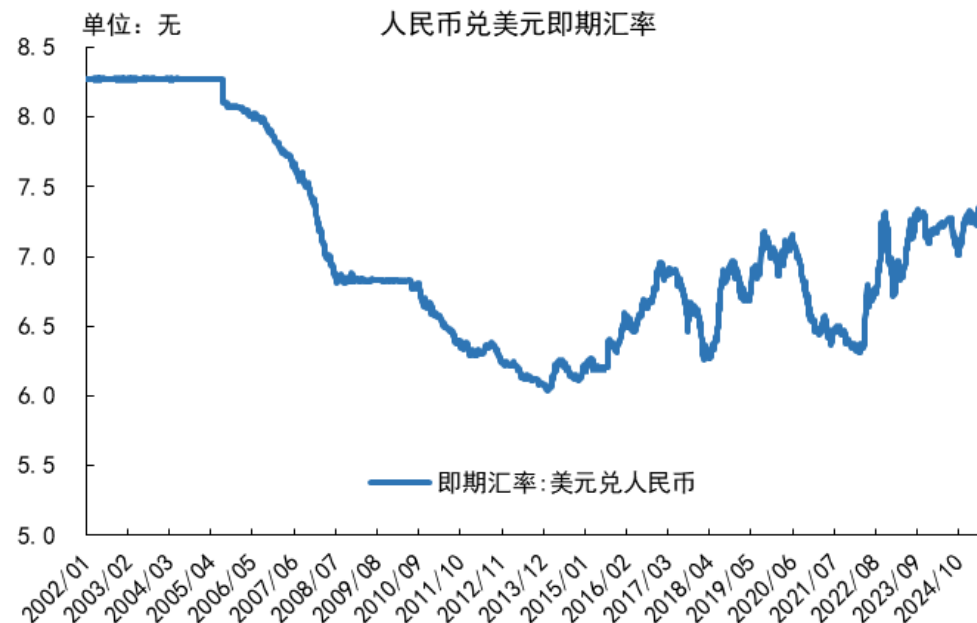
✓ 中美关税谈判处于暂停阶段，但是进出口仍然受到了影响，预计7月外汇占款减少700亿元；

图27：2017年以来外汇占款月增量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图28：人民币兑美元即期汇率

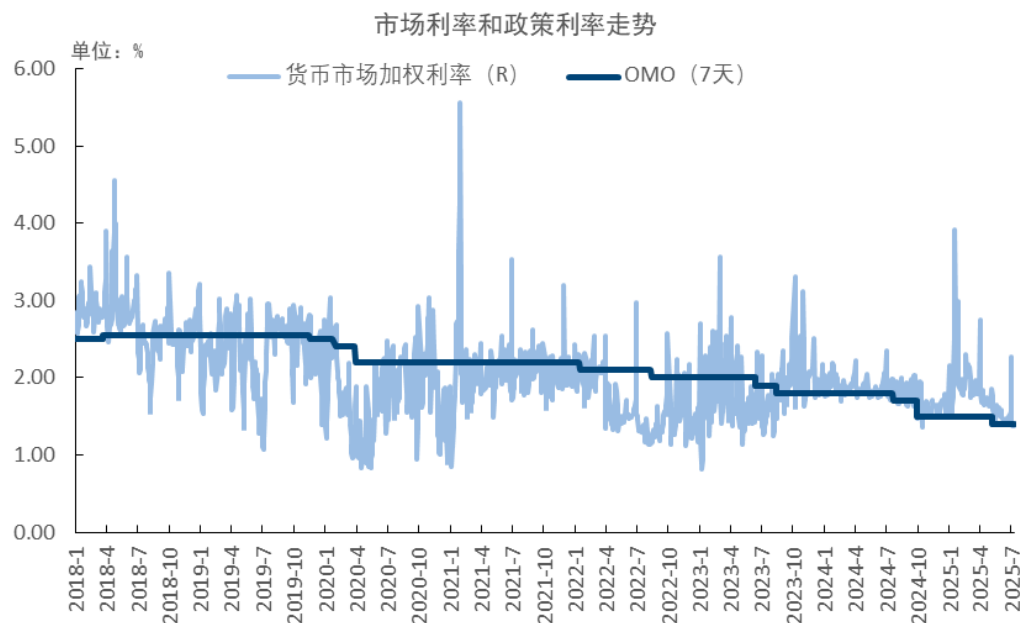


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

➤ 资金价格整体低位波动，央行呵护流动性平稳的态度明确，预计央行净投放维持资金面宽松：

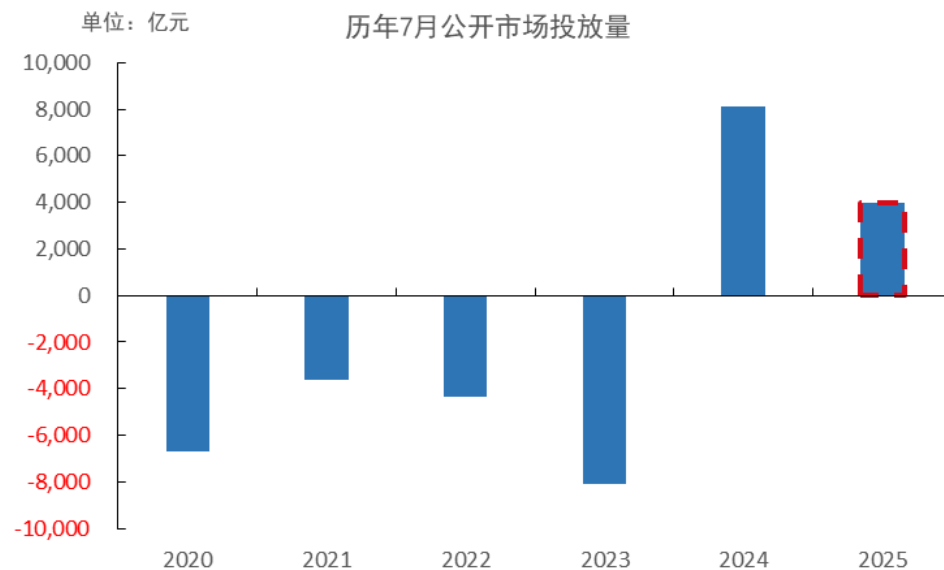
- ✓ 由于财政存款、M0、存款等存在明显的季节性规模，为了平抑资金面的剧烈波动，央行往往通过公开市场进行反向对冲；
- ✓ 6月央行提前公告买断式逆回购，维护资金面均衡偏松，并在月末积极投放流动性呵护跨季资金价格。7月初跨季后资金价格很快回到低位，税期央行也积极净投放维持资金面平稳宽松，预计全月将通过公开市场操作和买断式逆回购净投放4,000亿元。综合五渠道变化后，7月超额存款准备金率预估为1.3%。

图29：市场利率和政策利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图30：历年7月公开市场投放量



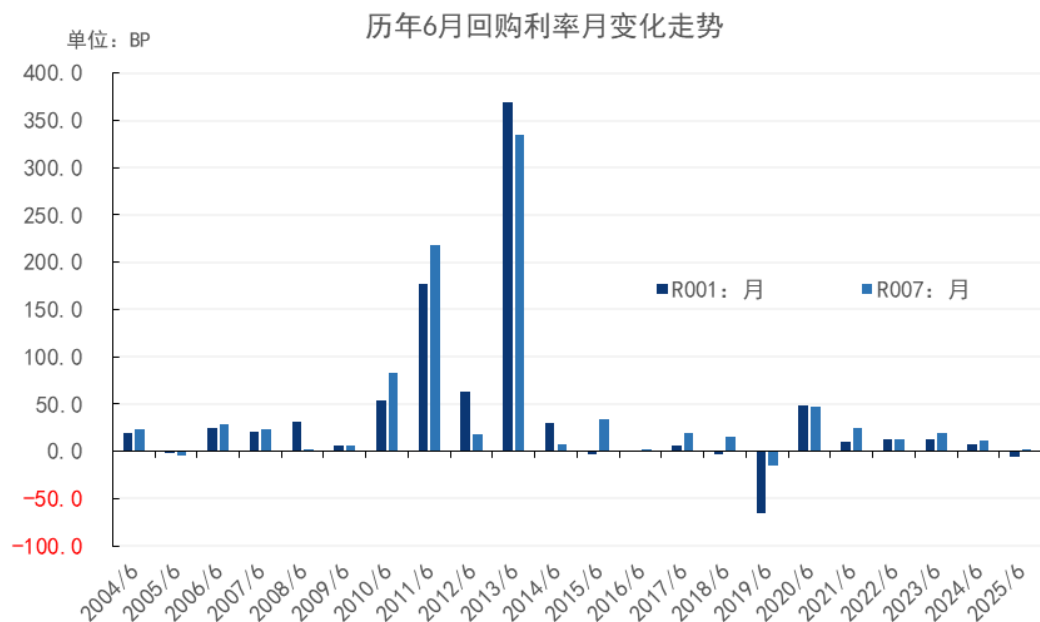
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

7月银行间隔夜回购利率多数下行

➤ 历史同期对比：

- ✓ 随着央行货币政策目标逐渐由量转向价，近些年货币资金市场波动率明显下降；
- ✓ 7月银行间隔夜回购利率多数下行，近五年，7月R001月均变动的平均值为-9BP，R007月均变动的平均值为-11BP。

图31：历年6月回购利率月变化走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图32：历年7月回购利率月变化走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

主要结论：后期货币市场总体状况瞭望

➤ 央行呵护资金面平稳宽松的态度明确，预计7月市场利率季节性下行：

- ✓ 1、税期央行大幅公开市场净投放，维护资金面平稳宽松的态度较为明确；
- ✓ 2、度过半年末资金面转松，预计7月资金利率季节性下行。

- ✓ 政策变动或刺激力度减弱；
- ✓ 经济增长不及预期；
- ✓ 中美关税政策调整；

免责声明



国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032