



Research and
Development Center

如何看待税期前银行融出的持续回落

—— 流动性与机构行为周度跟踪 250713

2025 年 7 月 13 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

如何看待税期前银行融出的持续回落

2025 年 7 月 13 日

- **货币市场:** 本周央行公开市场净回笼流动性 2265 亿元。上半周央行公开市场操作延续净回笼,周四后转为小幅净投放,全周资金面边际收敛但幅度有限, DR001 与 DR007 仍分别在 1.35%和 1.5%下方。
- 本周质押式回购成交量震荡下行,但全周日均成交环比仍有所回升;质押式回购整体规模持续下滑,已降至 6 月上旬以来的最低水平。大行净融出从上周五的高位持续下滑,城商行净融出上半周下滑下半周企稳,股份行净融出先升后降,整体较上周回落;银行刚性净融出规模震荡下行,尤其是周三与周五降幅较大。非银刚性融出规模周五明显抬升,理财、其他产品和货币基金融出的升幅较大,而基金、理财、其他产品和券商融入规模均大幅下降推动非银融入持续回落。资金缺口指数震荡上行,周五升至-3145,高于前一周的-7010。
- 本周资金面的外生扰动集中在周一,周一后城商行净融出降幅显著收敛,但大行与股份行净融出下半周再度大幅回落,而周四后央行 OMO 再度转为净投放,资金紧缩的幅度相对有限。这些现象可能反映了央行短期似乎无意使 DR001 突破 1.3%的下限,因此使大行净融出有所回落,而资金波动增大使得非银杠杆意愿也同时下降,需求回落又使大行净融出降幅进一步扩大。但央行整体宽松态度未变,资金并未显著收紧,随着税期临近央行也转为净投放,买断式逆回购可能也会在税期前集中操作,避免之前的过度宽松和税期的潜在扰动。以此推论,下周央行可能也会相应加大对冲力度,进而使税期不紧。但考虑当前银行刚性净融出已降至 6 月上旬以来的低位,而资金中枢相较当时也有所回落,如果税期不紧可能还需观察到银行净融出见底回升。
- 本周政府债净缴款 2511 元符合预期。下周预计国债缴款规模 4912 亿元。截至本周,2025 年累计发行新增一般债 4665 亿元,新增专项债 22275 亿元,普通再融资债 12156 亿元,特殊再融资债 18299 亿元;下周云南、福建、河北等 11 个地区地方债发行规模 2512 亿元,新增一般债、新增专项债和再融资债分别发行 276 亿元、1614 亿元和 621 亿元。下周政府债整体净缴款规模将从本周的 2511 亿元上升至 4285 亿元,且主要集中在周一和周二。
- 本周披露的 91D 贴现国债、3Y/5Y 储蓄国债、20Y 特别国债发行规模低于预期,而 182D 贴现国债、30Y 特别国债规模略高于预期,我们将 7 月国债发行规模的预测小幅下调至 1.24 万亿,净融资规模约 4800 亿元。假设 8-9 月记账式国债单期发行规模与 7 月持平,储蓄国债发行规模与去年同期持平,则我们预计 8-9 月国债发行规模分别为 1.24 万亿和 1.29 万亿,净融资规模分别为 7200 亿元和 5300 亿元。地方债方面,仍然维持 7-9 月地方债净融资规模分别为 9000 亿元、6600 亿元和 4400 亿元的假设。因此我们下调了对 Q3 政府债净融资规模的预测,我们预计 7 月政府债发行规模约 2.54 万亿,净融资约 1.38 万亿,而 8-9 月政府债净融资分别为 1.38 万亿和 9800 亿元。
- 下周逆回购到期规模下降至 4257 亿元,周二有 1000 亿 MLF 到期;政府债整体净缴款规模将从本周的 2511 亿元上升至 4285 亿元,其中周一和周二



净缴款规模分别为 2780 亿元、2001 亿元；此外，下周二（7 月 15 日）为缴税截止日和中旬缴准日。7 月为缴税大月，税期缴款可能成为下周资金面的主要扰动因素，此外上半周政府债缴款也会带来一定影响。但是考虑到本周后半周逆回购净投放规模加码，央行对资金面的呵护态度仍然相对明确。而本月央行还未开展买断式逆回购招标，很有可能在下一周宣布周二集中操作，规模相较于本月买断式逆回购到期的 1.2 万亿以及 15 日 MLF 到期的 1000 亿有所加码，以对冲税期以及 MLF 到期的影响。在此背景下，我们预计下周央行大概率会加大公开市场操作的力度对冲外生因素扰动，资金面大幅波动的概率可能相对有限。

- **存单市场：**本周 AAA 级 1 年期同业存单二级利率上行 3.7BP 至 1.63%。本周同业存单发行规模上升而到期规模升幅更大，同业存单净偿还规模上升至 942 亿元。国有行、股份行、城商行、农商行净融资规模分别为 -261 亿元、-665 亿元、-144 亿元、98 亿元；1Y 期存单发行占比下降至 58%。下周存单到期规模约 7822 亿元，较本周上升 2609 亿元。本周城商行存单发行成功率较上周上升而其余银行均下降，各类银行存单发行成功率位于近年均值水平附近。城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅收窄。本周存单供需相对强弱指数环比下行 7.9pct 至 30.8%，是近几月来降幅最大的一周，但仍在偏强区间。尽管理财和其他产品对存单的需求上升，但货基和基金对存单的减持意愿上升，股份行减持存单意愿减弱。分期限上看，1M 期限品种的供需指数上升，3M 及以上期限均有所下降。
- **票据利率：**本周票据利率走势延续分化。国股 3M 期票据利率全周上行 4BP 至 1.24%，而 6M 期票据利率下行 5BP 至 0.89%。
- **债券交易情绪跟踪：**本周债券市场出现调整，信用利差继续收敛，但中长端二永利差略有走阔。大行转而倾向于大幅增持债券，主要是对中短端国债的增持规模大幅上升，对政金债、地方债、信用债、存单倾向于增持，对二永债的减持意愿下降。此外，交易型机构对债券倾向于减持，其中基金公司倾向于减持债券，证券公司、其他产品和其他机构对债券的增持意愿均下降；配置型机构增持债券意愿均大幅提升。
- **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	7
二、同业存单	10
三、票据市场	12
四、债券交易情绪跟踪	13
风险因素	13

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: 下周政府债净缴款规模上升	7
图 8: 下周政府债净缴款主要集中在周一和周二 (单位: 亿元)	8
图 9: 下周分期限政府债缴款规模 (单位: 亿元)	8
图 10: 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 11: 7-9 月国债净融资规模估计	9
图 12: 7-9 月地方债净融资规模估计	9
图 13: 地方债发行规模与平均发行期限	10
图 14: SHIBOR 利率走势 (单位: %)	10
图 15: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)	10
图 16: 分银行类型存单发行规模分布	11
图 17: 分银行类型存单到期规模分布	11
图 18: 分银行类型存单净融资规模分布	11
图 19: 存单发行规模期限分布	11
图 20: 各类型银行存单发行成功率	12
图 21: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差	12
图 22: 存单供需相对强弱指数	12
图 23: 分期限存单供需相对强弱指数	12
图 24: 国股转贴现票据利率走势	13

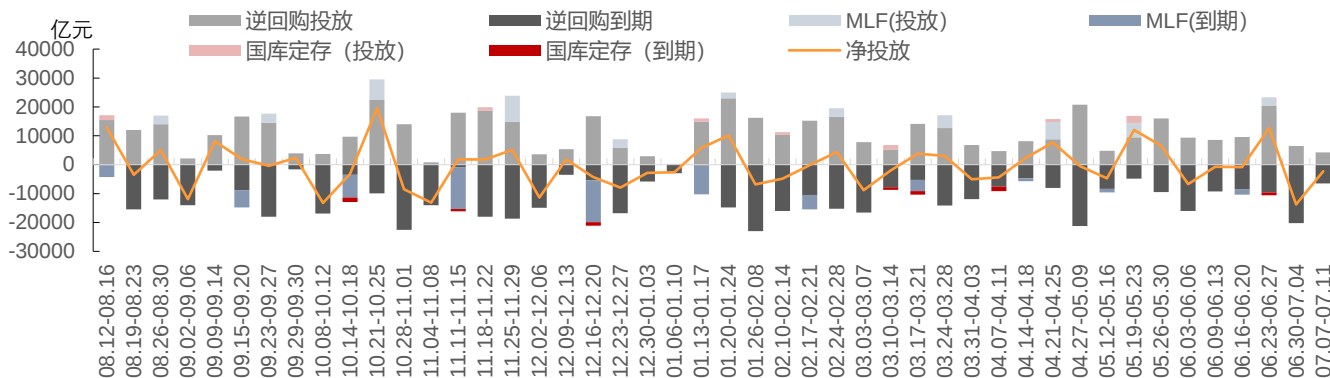


一、货币市场

1.1 本周资金面回顾

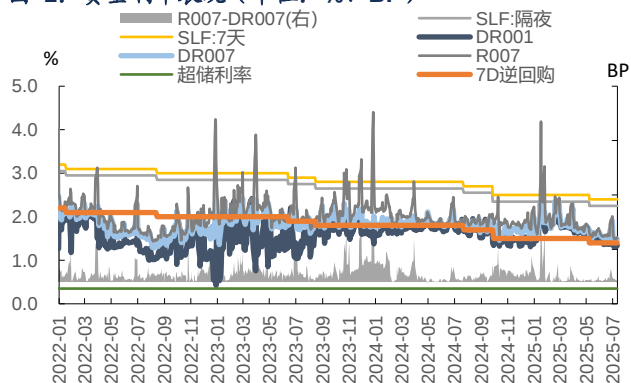
本周央行公开市场净回笼流动性 2265 亿元。上半周央行公开市场操作延续净回笼，周四后转为小幅净投放，全周资金面边际收敛但幅度有限，DR001 与 DR007 仍分别在 1.35% 和 1.5% 下方。本周共有 6522 亿元逆回购到期，央行在周一至周五分别开展 1065 亿元、690 亿元、755 亿元、900 亿元、847 亿元 7D 质押式逆回购操作，全周净回笼流动性 2265 亿元。上半周央行公开市场操作延续净回笼，但周四后转为小幅净投放，全周资金面边际收敛但幅度有限，DR001 与 DR007 仍分别在 1.35% 和 1.5% 下方。截至 7 月 11 日，R001、DR001、R007、DR007 分别较 7 月 4 日上行 4.3BP、2.9BP、2.1BP、5.0BP 至 1.40%、1.34%、1.51%、1.47%，R007-DR007 利差下行 2.9BP 至 3.7BP。

图 1：公开市场操作投放与到期（单位：亿元）



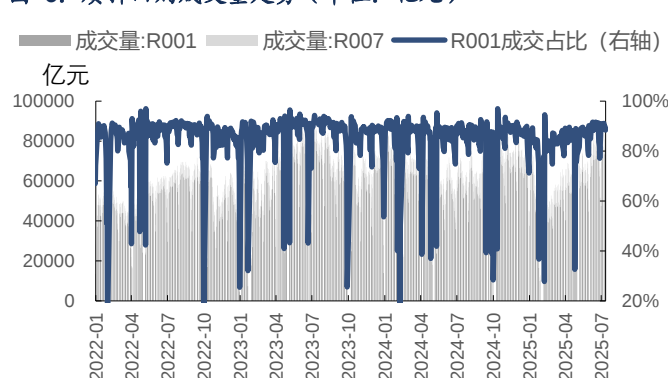
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

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

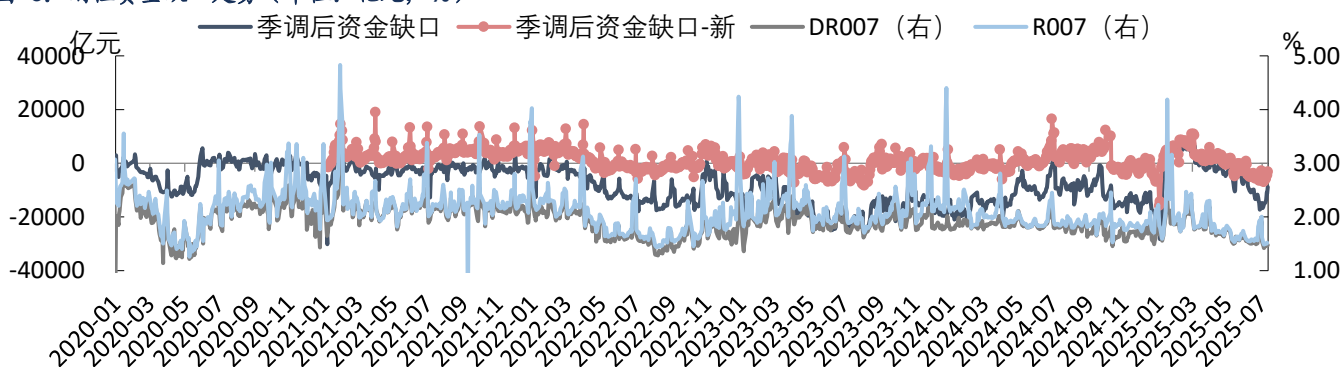


资料来源：iFinD，信达证券研发中心



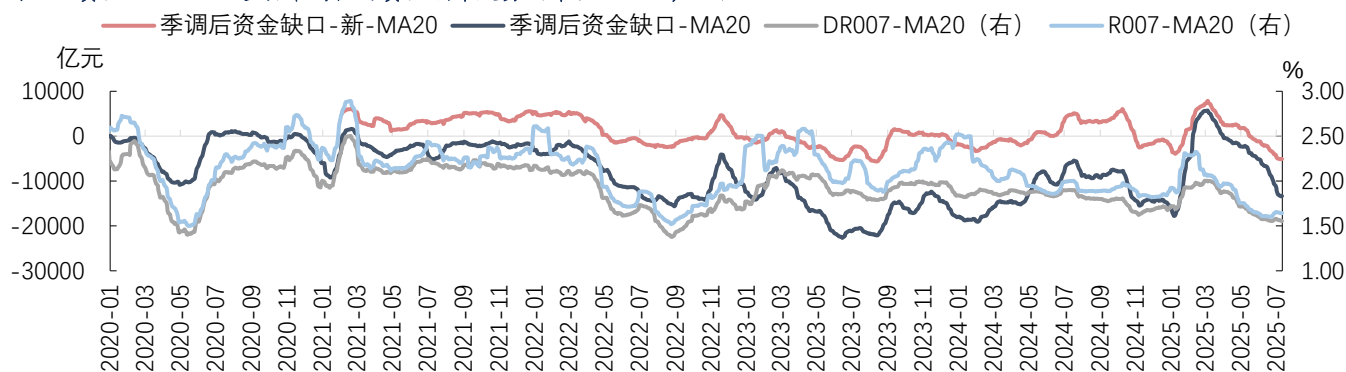
本周质押式回购成交量震荡下行，但全周日均成交环比仍有所回升；质押式回购整体规模持续下滑，已降至6月上旬以来的最低水平。大行净融出从上周五的高位持续下滑，城商行净融出上半周下滑下半周企稳，股份行净融出先升后降，整体较上周回落；银行刚性净融出规模震荡下行，尤其是周三与周五降幅较大。非银刚性融出规模周五明显抬升，理财、其他产品和货币基金融出的升幅较大，而基金、理财、其他产品和券商融入规模均大幅下降推动非银融入持续回落。资金缺口指数震荡上行，周五升至-3145，高于前一周的-7010。本周全市场质押式回购成交量震荡回落，周五降至7.73万亿，但全周日均成交量仍较上周上升0.61万亿至8.21万亿；质押式回购整体规模持续下滑，较上周五下降近1万亿，已降至6月上旬以来的最低水平。分机构来看，大行净融出从上周五的近1年高位持续下降，股份行净融出上半周有所上升但周三后再度显著下行，城商行净融出在上半周下滑后下半周企稳；银行刚性净融出震荡下行，尤其是周三与周五降幅较大。非银机构刚性融出规模周四前窄幅震荡，周五明显抬升，理财、其他产品融出升幅较大，货基在周五融出明显提升，保险公司则相对平稳；非银融入规模持续下降，基金、理财、其他产品和券商的融入降幅较大，保险融入规模降幅有限。我们跟踪的新口径资金缺口指数震荡上行，周五升至-3145，高于前一周的-7010。

图 5：刚性资金缺口走势（单位：亿元；%）



资料来源：iFinD，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：iFinD，信达证券研发中心

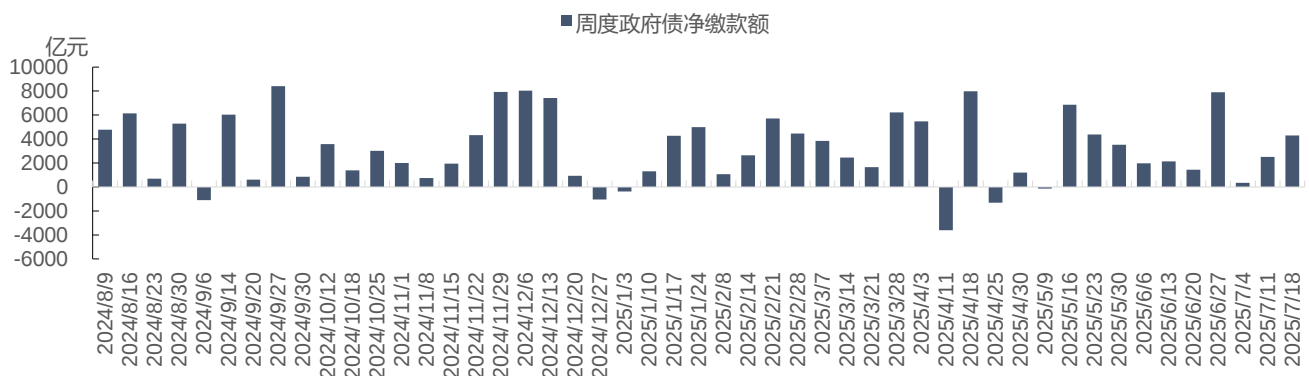
本周资金面的外生扰动集中在周一，周一后城商行净融出降幅显著收敛，但大行与股份行净融出下半周再度大幅回落，而周四后央行OMO再度转为净投放，资金紧缩的幅度相对有限。这些现象可能反映了央行短期似乎无意使DR001突破1.3%的下限，因此使大行净融出有所回落，而资金波动增大使得非银杠杆意愿也同时下降，需求回落又使大行净融出降幅进一步扩大。但央行整体宽松态度未变，资金并未显著收紧，随着税期临近央行也转为净投放，买断式逆回购可能也会在税期前集中操作，避免之前的过度宽松和税期的潜在扰动。以此推论，下周央行可能也会相应加大对冲力度，进而使税期不紧。但考虑当前银行刚性净融出已降至6月上旬以来的低位，而资金中枢相较当时也有所回落，如果税期不紧可能还需观察到银行净融出见底回升。本周资金面临OMO净回笼、政府债缴款、缴准等外生扰动主要集中在周一，城商行净融出在周一大幅下行后降幅明显收敛，但大行与股份行的净融出在下半周仍出现了较大幅度的下降，高于我们的预期。而与此同时，资金面收紧的程度有限，且在周四后央行OMO再度转为净投放。我们认为，这样的状态可能反映了以下问题。首先，央行在7月推动资金边际

转松的态度并未改变，因此上周在 OMO 大额净回笼、股份行与城商行净融出的状态下，大行净融出持续升高，推动 DR001 突破了 1.35%。其次，央行可能并不希望 DR001 在短期突破 1.3%，因此大行净融出在本周有所下滑，推动资金边际收紧。第三，隔夜利率难以突破下限叠加波动增大，使得非银机构加杠杆配置短债的意愿也有所减弱，本周理财与基金正回购余额大幅下降，这些需求的回落也使大行净融出的降幅进一步扩大，但资金并未显著收紧。第四，由于央行对于资金面的整体态度未变，而 7 月税期走款规模明显增大，随着税期临近周四后央行又重新转为净投放对冲，买断式逆回购可能也会在税期前集中操作，避免之前的过度宽松和税期的潜在扰动。如果根据以上四点推论，尽管下周缴税以及政府债缴款规模将明显扩大，可能对资金面带来扰动，但如果央行态度未变也会相应加大对冲力度，可能也会出现税期不紧的现象。而在本周的下滑后，银行刚性净融出已降至 6 月上旬以来的低点，考虑资金利率中枢整体相较当时更低，如果资金如我们预期出现税期不紧的现象，那么可能需要观察到银行净融出中枢见底回升。

1.2 下周资金展望

本周政府债净缴款 2511 元符合预期。下周预计国债缴款规模 4912 亿元。截至本周，2025 年累计发行新增一般债 4665 亿元，新增专项债 22275 亿元，普通再融资债 12156 亿元，特殊再融资债 18299 亿元；下周云南、福建、河北等 11 个地区地方债发行规模 2512 亿元，新增一般债、新增专项债和再融资债分别发行 276 亿元、1614 亿元和 621 亿元。下周政府债整体净缴款规模将从本周的 2511 亿元上升至 4285 亿元，且主要集中在周一和周二。本周政府债净缴款 2511 元，符合预期。下周一 2Y、3Y 附息国债分别缴款 1240.3 亿元、1241.8 亿元，周二 91D 贴现国债、20Y 特别国债、30Y 特别国债分别缴款 300 亿元、400 亿元、830 亿元，周四 182D 贴现国债缴款 600 亿元，此外，周四还有 91D 贴现国债待缴款，我们假设规模与前值接近约 300 亿元，则下周国债累计缴款规模 4912 亿元；**地方债方面**，截至本周，2025 年累计发行新增一般债 4665 亿元，新增专项债 22275 亿元，普通再融资债 12156 亿元，特殊再融资债 18299 亿元；下周云南、福建、河北等 11 个地区地方债发行规模 2512 亿元，新增一般债、新增专项债和再融资债分别发行 276 亿元、1614 亿元和 621 亿元，但考虑缴款的时滞，地方债实际缴款规模为 2102 亿元。整体上看，下周政府债缴款规模上升至 7014 亿元，到期规模上升至 2730 亿元，政府债净缴款规模将从本周的 2511 亿元上升至 4285 亿元，且主要集中在周一和周二。

图 7：下周政府债净缴款规模上升



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 8：下周政府债净缴款主要集中在周一和周二（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	2025-07-07	2400			29	78	333
	2025-07-08			121	165	262	147
	2025-07-09				122	583	168
	2025-07-10			12	196	305	1334
	2025-07-11			12	89	153	34
	合计	2400	0	145	601	1381	2016
下周	2025-07-14	2482			68	230	507
	2025-07-15	300	1230		308	163	108
	2025-07-16			187	696	66	928
	2025-07-17	900					1091
	2025-07-18			30	282	72	96
	合计	3682	1230	217	1355	531	2730

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 9：下周分期限政府债缴款规模（单位：亿元）

日期	政府债缴款										合计
	1Y及以内	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	50Y	
本周	2025-07-07			2		1168	1329	1	5	3	2507
	2025-07-08				121	119		155	10	143	549
	2025-07-09			5		113	301		286		705
	2025-07-10				12	37	310		139	15	512
	2025-07-11				12		242				254
	合计	0	0	7	145	1437	2181	156	154	447	4527
下周	2025-07-14	27	1251	1242	30	81	90	8	24	27	2780
	2025-07-15	300			53	134	191	25	400	899	2001
	2025-07-16				68	65	481	102	137	97	949
	2025-07-17	900									900
	2025-07-18					55	113	76	59	81	384
	合计	1227	1251	1242	150	335	874	211	621	1105	7014

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

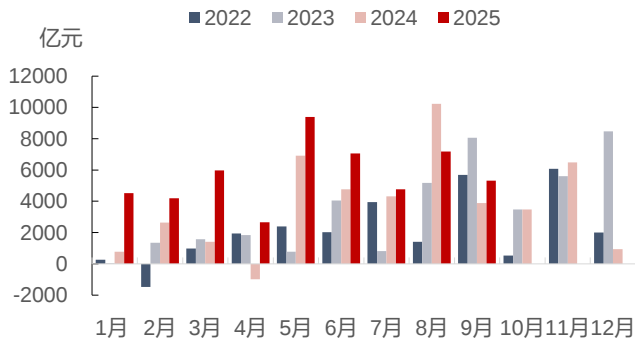
本周披露的 91D 贴现国债、3Y/5Y 储蓄国债、20Y 特别国债发行规模低于预期，而 182D 贴现国债、30Y 特别国债规模略高于预期，我们将 7 月国债发行规模的预测小幅下调至 1.24 万亿，净融资规模约 4800 亿元。假设 8-9 月记账式国债单期发行规模与 7 月持平，储蓄国债发行规模与去年同期持平，则我们预计 8-9 月国债发行规模分别为 1.24 万亿和 1.29 万亿，净融资规模分别为 7200 亿元和 5300 亿元。地方债方面，仍然维持 7-9 月地方债净融资规模分别为 9000 亿元、6600 亿元和 4400 亿元的假设。国债方面，本周披露的 91D 贴现国债、3Y/5Y 储蓄国债、20Y 特别国债规模分别为 300 亿元、225 亿元、400 亿元，较 6 月同期品种下降 100 亿元、25 亿元、100 亿元，也低于我们此前的预期，但 182D 贴现国债、30Y 特别国债规模为 600 亿元、830 亿元，较上月上升 50 亿元、120 亿元，也高于我们此前的预期。考虑本月还剩余 2 期 91D 贴现国债、1 期 182D 贴现国债、2 期关键期限国债和 1 期 30Y 特别国债未公布发行规模，参考本月发行的同类型品种，我们假设规模分别为 300 亿元、600 亿元、1240 亿元和 830 亿元，因此我们将 7 月国债发行规模的预测小幅下调至 1.24 万亿，则 7 月国债净融资规模约 4800 亿元。8 月相比 7 月多发行 1 期 50Y 特别国债，9 月相比 7 月多发行 1 期 91D 贴现国债和 1 期 50Y 特别国债，如果假设 8-9 月关键期限国债、贴现国债和超长期特别国债单期发行规模与 7 月持平，储蓄国债发行规模与去年同期持平，8-9 月分别为 120 亿元/期和 225 亿元/期，则我们将 8-9 月国债发行规模的预测下调至 1.24 万亿和 1.29 万亿，净融资规模分别为 7200 亿元和 5300 亿元。地方债方面，截至 7 月 18 日，7 月累计发行地方债 5006 亿元，其中新增一般债 421 亿元，新增专项债 2283 亿元，普通再融资债 2015 亿元，特殊再融资债 286 亿元，与我们的预期基本相符。我们仍然维持 7-9 月地方债发行 1.3 万亿、1.16 万亿、8500 亿元，净融资规模分别为 9000 亿元、6600 亿元和 4400 亿元的假设。因此我们下调了对 Q3 政府债净融资规模的预测，我们预计 7 月政府债发行规模约 2.54 万亿，净融资约 1.38 万亿，而 8-9 月政府债净融资分别为 1.38 万亿和 9800 亿元。

图 10：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9月计划发行			
	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																
湖北							177	53								
河北		591	20	5			20	5	150	250	127	67	246	102	256	
山西	45	52	48						33	290		14	33	51	38	
江西		507	20							111	30	76		200		
陕西							86	77								
辽宁		120	123			226	123		44	153				168		
广西		288	164	34		88	164	34		77	93	7	84		107	51
宁夏		42	77	1	30	80	77	1	30	71			24		9	9
宁波			123	33			123	33		263	43	4				
福建	65	535	100	92	65	535	100	92						122	33	90
深圳						68										
海南	30	94		20						40	58	12	29	70		67
四川	210	600	83	134							128	80			166	158
贵州		122		403		122		286		228		25	56		315	43
云南	93	555				308				60	209	12			91	108
甘肃		123	100			139	96			80	14	38				
重庆	70	316	176	23					75	352	87	12		310	94	
山东	60	305		47		231		47	40	280	9	70	30	280		
湖南	150	500	119	781	121		119	143	29	315	266	2		100	32	61
新疆	60	150	5	19	122	161			60	500			76	400	13	8
江苏			85	365						342				338	158	70
安徽	76	509	261	100			102	3		251		429			6	16
广东																
北京		2	162	33								132				
天津																
河南																
厦门	9	100	6	27												
内蒙古	139	247	69			165	69				443				90	
吉林		260	60	18			4		20	192				254	8	39
黑龙江					12	89	60	93								
浙江		700		74						400	130	230	126	422		
青海					12	57	48									
大连							59	7								
兵团	32	65														
上海																
西藏					60	14										
总计	1039	6784	1801	2208	421	2283	1426	875	481	4255	1636	1211	458	2962	1262	977

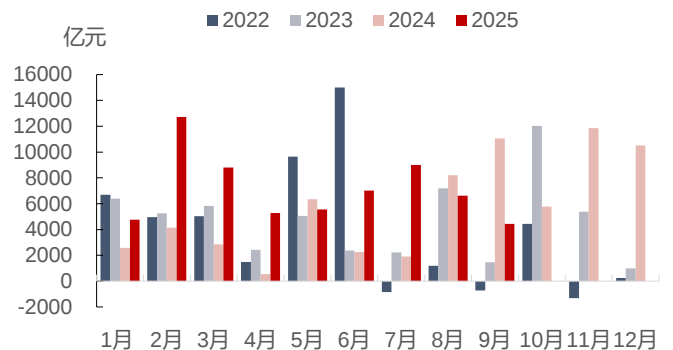
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 11：7-9 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 7-9 月为预测值

图 12：7-9 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 7-9 月为预测值

图 13：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			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	8.4	20.4
2025-07	27	11	7	295	682	2157	374	601	852	14.2	8.4	16.4	10.7	30.0

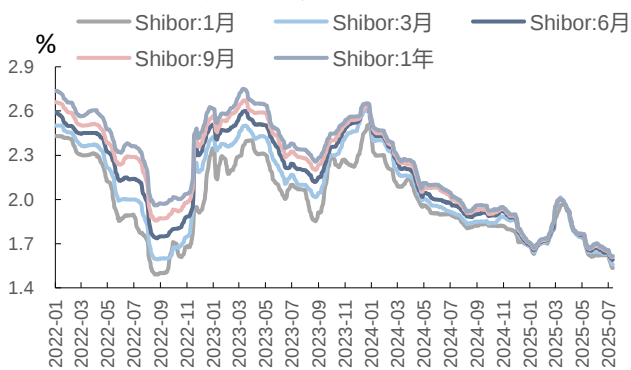
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心 注: 数据截至 2025 年 7 月 18 日

下周逆回购到期规模下降至 4257 亿元，周二有 1000 亿 MLF 到期；政府债整体净缴款规模将从本周的 2511 亿元上升至 4285 亿元，其中周一和周二净缴款规模分别为 2780 亿元、2001 亿元；此外，下周二（7 月 15 日）为缴税截止日和中旬缴准日。7 月为缴税大月，税期缴款可能成为下周资金面的主要扰动因素，此外上半周政府债缴款也会带来一定影响。但是考虑到本周后半周逆回购净投放规模加码，央行对资金面的呵护态度仍然相对明确。而本月央行还未开展买断式逆回购招标，很有可能在下周一宣布周二集中操作，规模相较于本月买断式逆回购到期的 1.2 万亿以及 15 日 MLF 到期的 1000 亿有所加码，以对冲税期以及 MLF 到期的影响。在此背景下，我们预计下周央行大概率会加大公开市场操作的力度对冲外生因素扰动，资金面大幅波动的概率可能相对有限。

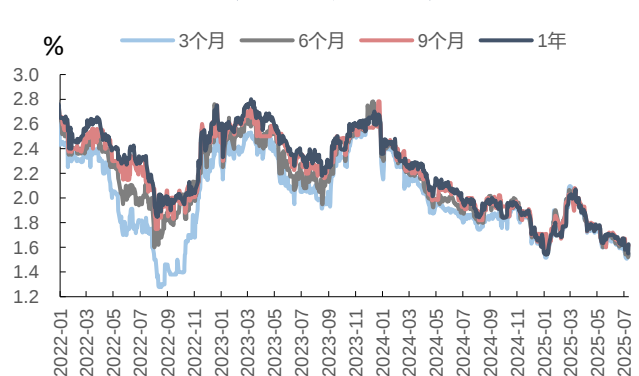
二、同业存单

本周 1Y 期 Shibor 利率下行 1.3BP 至 1.62%。截至 7 月 11 日，1M、3M、6M、9M、1Y 期 Shibor 利率分别较 7 月 4 日下行 4.6BP、4.0BP、2.0BP、1.0BP、1.3BP 至 1.54%、1.56%、1.59%、1.61%、1.62%。

本周 1 年期股份行存单发行利率上行 3.7BP 至 1.63%，AAA 级 1 年期同业存单二级利率上行 3.7BP 至 1.63%。截至 7 月 11 日，1M、3M、6M、9M、1Y 期股份行存单发行利率分别较 7 月 4 日上行 1.7BP、0.7BP、2.4BP、3.7BP 至 1.54%、1.55%、1.62%、1.63%。AAA 级 1 年期存单到期收益率累计上行 3.7BP 至 1.63%。

图 14：SHIBOR 利率走势（单位：%）


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

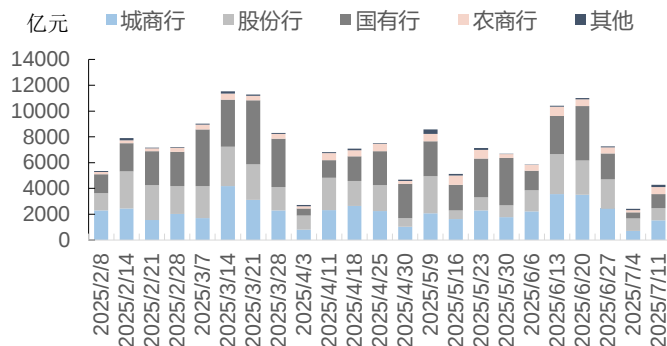
图 15：股份行同业存单发行利率走势（单位：%）


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

本周同业存单发行规模上升而到期规模升幅更大，同业存单净偿还规模上升至 942 亿元。国有行、股份行、城商行、农商行净融资规模分别为-261 亿元、-665 亿元、-144 亿元、98 亿元；1Y 期存单发行占比下降至 58%。本周同业存单发行规模较上周上升 1842 亿元至 4271 亿元，偿还规模上升 2446 亿元至 5213 亿元，存单净偿还规模上升至 942 亿元（上周为净偿还 337 亿元）。分银行类型来看，城商行、国有行、农商行存单发行规模分别较上周上升 811 亿元、612 亿元、373 亿元至 1519 亿元、1076 亿元、552 亿元，而股份行存单发行规模较上周下降 11 亿元至 960 亿元；从净融资分布来看，国有行、农商行存单净融资规模较上周上升 114 亿元、74 亿元至-261 亿元、98 亿元，而股份行、城商行存单净融资规模分别较上周下降 346 亿元、415 亿元至-665 亿元、-144 亿元。本周 1Y 期存单发行占比较上周下降 16pct 至 58%。下周存单到期规模约 7822 亿元，较本周上升 2609 亿元。

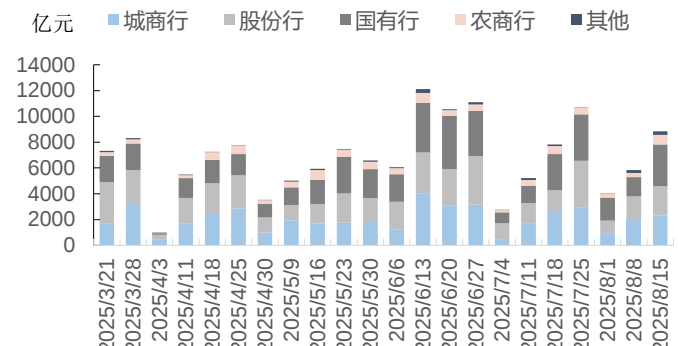
本周城商行存单发行成功率较上周上升而其余银行均下降，各类银行存单发行成功率位于近年均值水平附近。城商行-股份行 1Y 存单发行利差小幅收窄。截至 7 月 11 日，股份行、国有行、农商行存单发行成功率分别较上周下降 6.6pct、4.3pct、3.3pct，而城商行存单发行成功率较上周上升 1.4pct，各类银行存单发行成功率位于近年均值水平附近。城商行-股份行 1Y 存单发行利差下降 0.1BP 至 11.0BP，位于 2018 年以来 7.8%分位数水平。

图 16: 分银行类型存单发行规模分布



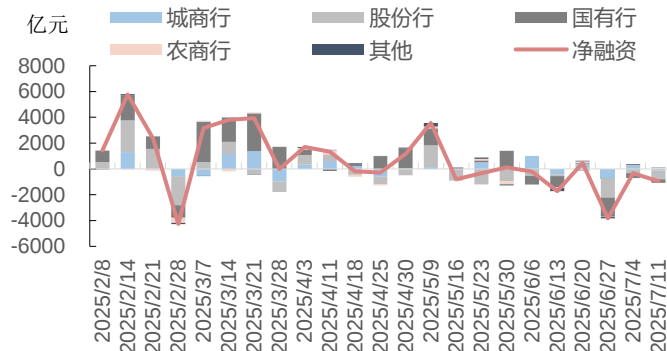
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 分银行类型存单到期规模分布



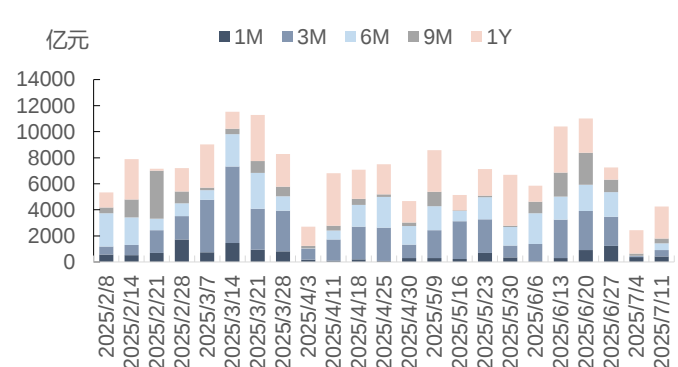
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 分银行类型存单净融资规模分布



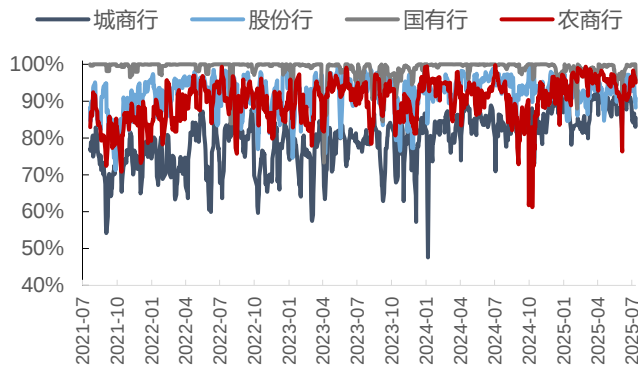
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 存单发行规模期限分布



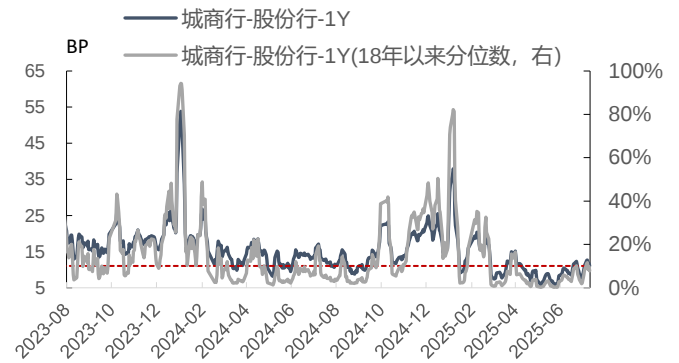
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20：各类型银行存单发行成功率



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 21：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

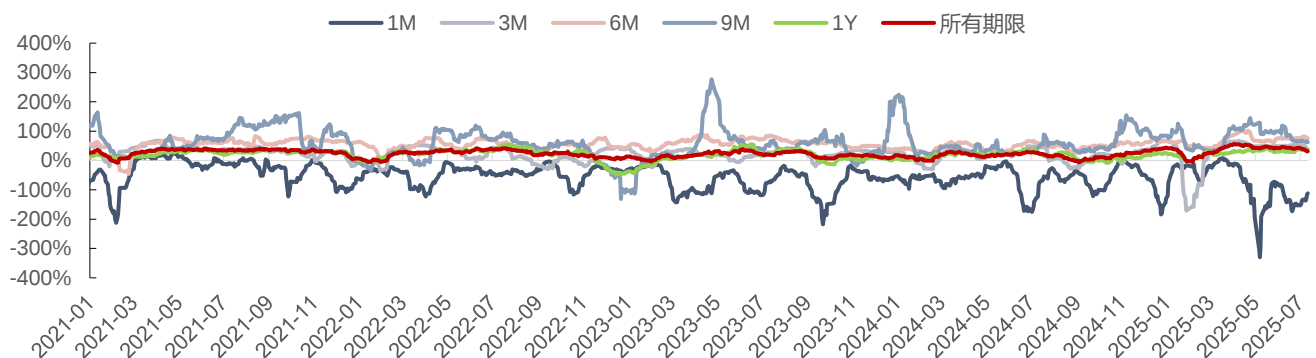
本周存单供需相对强弱指数环比下行 7.9pct 至 30.8%，是近几月来降幅最大的一周，但仍在偏强区间。尽管理财和其他产品对存单的需求上升，但货基和基金对存单的减持意愿上升，股份行减持存单的意愿减弱。分期限上看，1M 期限品种的供需指数上升，3M 及以上期限均有所下降。本周存单供需相对强弱指数持续下行至 30.8%，较 7 月 4 日下行 7.9pct，是近几月来降幅最大的一周，但整体仍在偏强区间。本周理财和其他产品对存单的增持意愿抬升，但货币基金和基金公司对存单的减持意愿同样增强，股份行对存单的减持意愿继续减弱。从分期限的强弱指数来看，本周 1M 期限品种的供需指数继续上升，而 3M 及以上期限品种的供需指数均下降。

图 22：存单供需相对强弱指数



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 23：分期限存单供需相对强弱指数

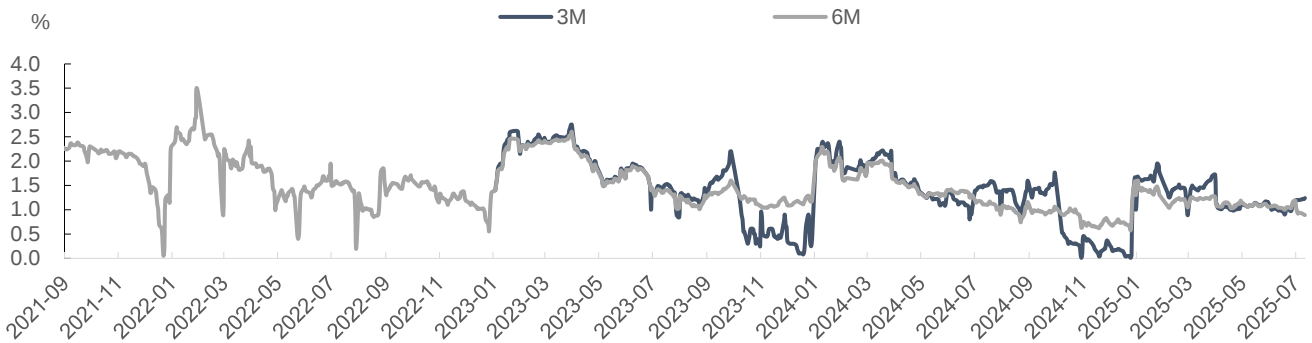


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

三、票据市场

本周票据利率走势延续分化。国股 3M 期票据利率全周上行 4BP 至 1.24%，而 6M 期票据利率下行 5BP 至 0.89%。本周大行进场收票带动买盘情绪稳步释放，但仍然主要集中在跨年 1 月期限票，卖盘跟随压价出票，6M 期票据利率持续回落，而 3M 期票据利率小幅上行。截至 7 月 11 日，国股 3M 期票据利率较 7 月 4 日上行 4BP 至 1.24%，而 6M 期票据利率下行 5BP 至 0.89%。

图 24：国股转贴现票据利率走势



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

四、债券交易情绪跟踪

本周债券市场出现调整，信用利差继续收敛，但中长端二永利差略有走阔。大行转而倾向于大幅增持债券，主要是对中短端国债的增持规模大幅上升，对政金债、地方债、信用债、存单倾向于增持，对二永债的减持意愿下降。此外，交易型机构对债券倾向于减持，其中基金公司倾向于减持债券，证券公司对债券的减持意愿上升，其他产品和其他机构对债券的增持意愿均下降。基金公司对长端国债、政金债和地方债均倾向于减持，对中票和二永债的增持意愿下降，对存单的减持意愿上升，证券公司对国债和中票的减持意愿大幅上升，但对二永债的减持意愿下降，其他产品对长端国债政金债倾向于减持，对二永债的增持意愿下降，但对中票和存单的增持意愿上升，其他机构对长端国债、地方债的增持意愿下降，但对短端政金债倾向于增持；配置型机构增持债券的意愿均大幅提升。农商行对长端国债倾向于增持，对超长端国债和长端政金债的增持意愿上升，但对存单倾向于减持，保险公司对存单、政金债、地方债和中票的增持意愿均上升，对二永债倾向于增持，但对中短端国债的减持意愿上升，理财产品对存单和中短端政金债的增持意愿抬升，对超长端国债倾向于增持，但对地方债、中票、短融券和二永债的增持意愿小幅下降。

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。