下载日志已记录，仅供内部参考

量缩价稳，财政接力——9 月流动性月报

专题报告

- **8 月资金面整体平稳，最显著的边际变化是“量缩、价稳、波动收敛”。**8 月 DR001、DR007 均值分别约为 1.38%、1.40%，较 7 月进一步回落，其中 DR007 基本贴近 1.40%的政策利率运行。与此同时，央行中长期流动性投放较 7 月明显减少，但资金价格并未上行，反而更加稳定地围绕政策利率波动，反映银行体系自身流动性供给有所改善，政策利率的定价锚作用进一步增强。
- **央行流动性管理由“补总量”进一步转向“短端精准调节”，“收长放短”特征更加突出。**8 月 3 个月买断式逆回购净投放 2000 亿元、6 个月品种基本等量续作，MLF 净回笼 1000 亿元，中长期工具投放力度明显弱于 7 月；同时，7 天及隔夜逆回购更多用于应对税期、政府债缴款和月末等短期扰动。特别是隔夜逆回购的操作时点由此前主要集中于月末、季末进一步延伸至月中税期，正逐步由“跨月工具”升级为日常精细化流动性管理工具。
- **8 月财政端的主要扰动来自政府债缴款高度集中于月末，而非全月融资总量明显增加。**8 月政府债合计发行约 2.55 万亿元，净融资约 1.11 万亿元，与 7 月基本持平，但 8 月 24—28 日单周政府债净缴款接近 8000 亿元，导致月末超储和大行融出阶段性承压。央行随后通过 7 天及隔夜逆回购快速补充短期资金，叠加财政支出回流，较快对冲缴款冲击，因此政府债对 8 月资金面的影响主要体现为“月末集中抽水、随后快速回补”。
- **根据五因素法测算，8 月超储率或降至 1.00%左右，但银行体系资金价格并未同步明显收紧。**预计 8 月央行公开市场等渠道净回笼约 4086 亿元，财政存款增加消耗超储约 4000 亿元，一般性存款增加对应法定准备金补缴约 600 亿元，M0 增加消耗约 600 亿元，而外汇占款预计形成 900 亿元补充，综合测算月末超储规模减少约 8400 亿元，对应超储率约 1.00%。超储率下降而 DR007 仍稳定在政策利率附近，也进一步说明，在当前价格型调控框架下，单纯以超储率判断资金松紧的解释力有所下降。
- **展望 9 月，资金面预计呈现“前松后紧、总体可控”，宽松程度较 8 月边际收敛。**月初跨月结束后资金价格快速下降，但中下旬将陆续面临 1 万亿元买断式逆回购、6000 亿元 MLF 和 1800 亿元国库现金定存到期，同时 9 月政府债净融资预计超过 1.5 万亿元，并叠加季末考核、信贷冲量和跨季需求。另一方面，9 月也是财政支出大月，政府存款季节性下降将形成较强资金回流，央行短端“削峰填谷”和中长期工具续作空间仍然充足。**预计 9 月 DR007 继续围绕政策利率运行，季末可能阶段性升至政策利率上方，超储率有望回升至 1.40%左右。**
- **债市方面，10Y 国债再度跌破 1.70%，但本轮行情的定价逻辑与 2025 年 1 月、4 月明显不同。2025 年 1 月主要由宽松预期与“资产荒”共振驱动，大量配置资金集中抢购优质长久期资产，推动期限溢价快速压缩；4 月则更多体现外部冲击下的避险交易。本轮收益率下行的基本面支撑更强，经济修复仍偏弱、通胀环比转负，前期财政存量政策向项目开工和实物工作量转化慢于预期，同时政策利率和资金成本已系统性下移，当前 1.68%左右的相对估值尚未达到去年初的极端状态。与此同时，前期 30Y 收益率调整相对滞后，配置资金通过拉长久期博弈期限利差收窄，进一步推动超长端补跌。进入 9 月后，政府债供给提速、财政发力以及央行短端投放减少开始形成新的约束，若后续财政资金加快转化为实物工作量，并带动基建、信用和价格预期改善，10Y 收益率中枢存在重新回到 1.70%附近可能。**
- **风险提示：财政政策及政府债发行节奏超预期，内需修复超预期。**

相关报告

1、《高增之后，出口还有什么支撑？》2026-09-02
2、《1995-2002 年，全球资产如何分化？》2026-08-31
3、《住房公积金还能释放多少空间？》2026-08-24

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
罗丹 S1090524070004
luodan7@cmschina.com.cn
赵兴举 研究助理
zhaoxingju@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、 8 月流动性回顾 3
二、 9 月流动性展望 6
三、 关于当前货币流动性热点话题的讨论 8

图表目录

图 1： 市场利率和政策利率 3
图 2： 央行主要流动性工具投放情况 4
图 3： 隔夜逆回购 4
图 4： 政府债净缴款 5
图 5： 8 月超储率降至 1.00%左右 6
图 6： DR 系列资金价格月度中枢 6
图 7： M0 环比变动规律及预测 7
图 8： 国债发行节奏 7
图 9： 财政存款环比变动规律及预测 8
图 10： 一般性存款环比变动规律及预测 8
图 11： 10Y 国债到期收益率 10

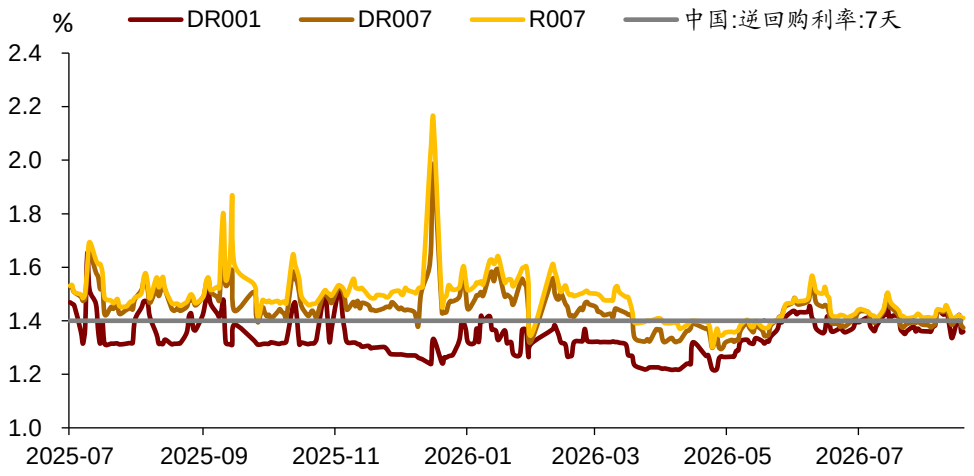
下载日志已记录，仅供内部参考

一、8 月流动性回顾

8 月资金面整体平稳，资金价格中枢较 7 月进一步回落，DR007 基本围绕政策利率运行。节奏上看，月初，随着跨月因素消退，资金面快速转松，DR001、DR007 均回落至政策利率附近；进入中旬，虽然面临税期、政府债缴款等扰动，但央行通过 7 天期逆回购和隔夜逆回购灵活投放，资金价格波动整体有限；进入下旬，受政府债供给维持高位、MLF 到期以及月末备付需求等因素叠加影响，资金面阶段性收敛，DR007 有所抬升，但央行及时加大公开市场投放力度，跨月资金面最终保持平稳。**全月来看，8 月 DR001、DR007 均值分别约为 1.38%、1.40%，其中 DR007 基本贴近 1.40%的政策利率运行，资金利率围绕政策利率波动的特征进一步强化。**

8 月央行操作呈现出较为清晰的“中长端适度投放、短端精准调节”特征，流动性管理的精细化程度进一步提升。第一，买断式逆回购继续发挥中长期流动性调节作用，月初 3M 买断式逆回购净投放 2000 亿元，中旬 6M 买断式逆回购平量续作，两个期限品种合计净投放 2000 亿元。第二，25 日央行开展 5000 亿元 MLF 操作，对冲 6000 亿元到期后净回笼 1000 亿元，叠合买断式逆回购后，中长期流动性整体仍保持小幅净投放。第三，7 天期逆回购延续“削峰填谷”特征，月初随着跨月结束快速回笼前期投放资金，中下旬面对税期、政府债缴款以及月末资金需求，操作规模明显放大。与此同时，隔夜逆回购操作频率进一步提升，操作时点由此前主要集中于月末、季末，逐步延伸至税期及月中等关键时点，成为央行平滑短端资金价格波动的重要工具。**整体来看，8 月操作的核心逻辑表现为：在中长期流动性保持合理充裕的基础上，更多依靠 7 天期和隔夜逆回购对短期资金缺口进行精准对冲，引导 DR007 围绕政策利率平稳运行。这与二季度《货币政策执行报告》提出的“更好引导货币市场短端利率围绕政策利率平稳运行”以及提高隔夜逆回购操作频率的政策方向基本一致。**

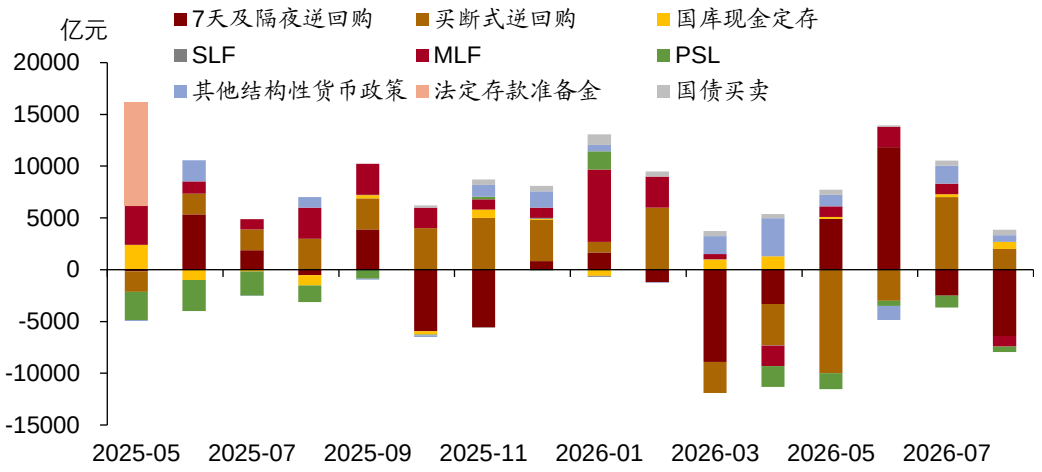
图 1：市场利率和政策利率



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：央行主要流动性工具投放情况

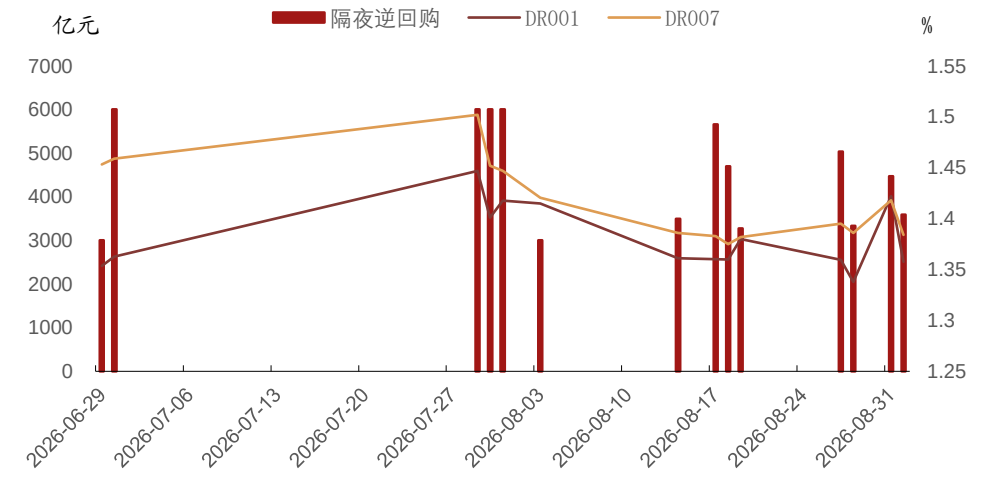


资料来源：Wind、招商证券

8 月资金面较 7 月最大的变化体现为“量缩、价稳、波动收敛”。央行中长期资金投放明显减少，但 DR007 反而进一步回落并基本锚定了 1.40%的政策利率，显示银行体系自身流动性供给有所改善。与此同时，隔夜逆回购使用频率上升，央行对短端流动性的管理更加精细化。未来判断资金面松紧，政策利率偏离程度、大行融出以及央行短端工具使用情况的重要性将进一步上升。

第一，隔夜逆回购从“跨月工具”升级成“日常精细化工具”。此前隔夜逆回购主要集中在月末、季末等流动性波动较大的特殊时点，核心作用是满足机构短期跨月、跨季资金需求，具有较强的临时性和应急属性。进入 8 月后，隔夜逆回购操作频率明显提升，操作时点进一步延伸至月中税期等阶段性资金扰动窗口，表明该工具的使用场景正在由“关键时点托底”向“日常流动性管理”拓展。相较 7 天期逆回购，隔夜工具期限更短，能够更精准匹配税期、政府债缴款等仅持续数日的资金缺口，并在扰动消退后快速回笼，减少流动性过度淤积。其操作常态化意味着央行短端调控正进一步向“削峰填谷”转变，通过提高操作频率、缩短工具期限来降低 DR001、DR007 的短期波动，强化市场利率围绕政策利率运行的稳定性，也体现了货币政策由总量管理向更加精细化、价格型调控框架持续演进。

图 3：隔夜逆回购

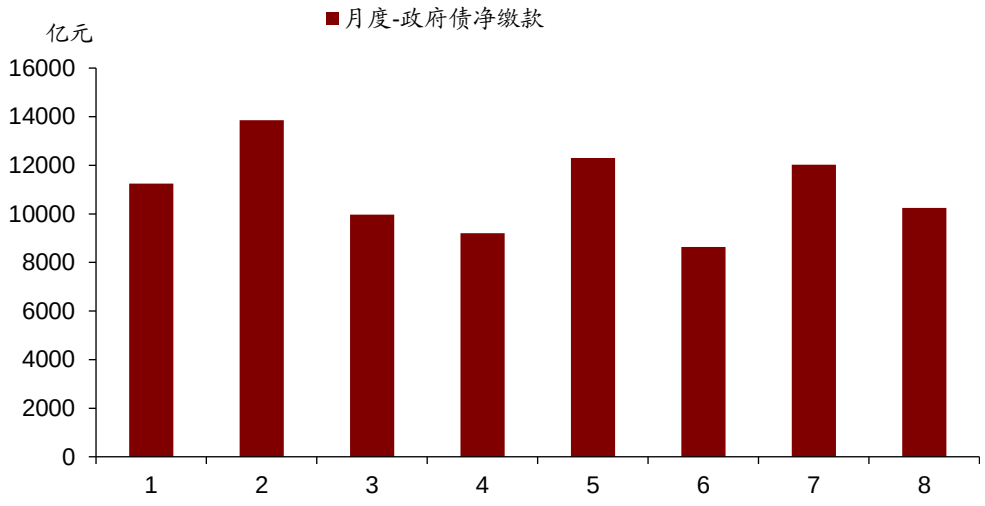


资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

第二，8 月央行改为“收长放短”，7 月央行更多依靠买断式逆回购和 MLF 补充中长期流动性。7 月中长期工具净投放规模较大，主要目的在于对冲政府债发行、税期以及前期资金缺口，稳定银行体系负债端。进入 8 月后，这一操作思路明显调整：3 个月买断式逆回购虽净投放 2000 亿元，但 6 个月品种基本等量续作，MLF 则缩量 1000 亿元，中长期工具合计仅小幅净投放，较 7 月明显收缩；与此同时，央行更多依靠 7 天及隔夜逆回购应对税期、政府债缴款和月末等短期扰动。其背后的逻辑在于：8 月银行体系流动性基础较 7 月改善，大行融出恢复，央行无需持续通过长期资金“铺底”，转而通过短期限工具按需投放、扰动消退后及时回笼。**由此看，8 月央行操作由 7 月偏重“补充总量、稳定中长期资金”进一步转向“减少长期资金淤积、强化短端精准调节”，货币政策流动性管理的灵活性和精细化程度明显提升。**

图 4：政府债净缴款



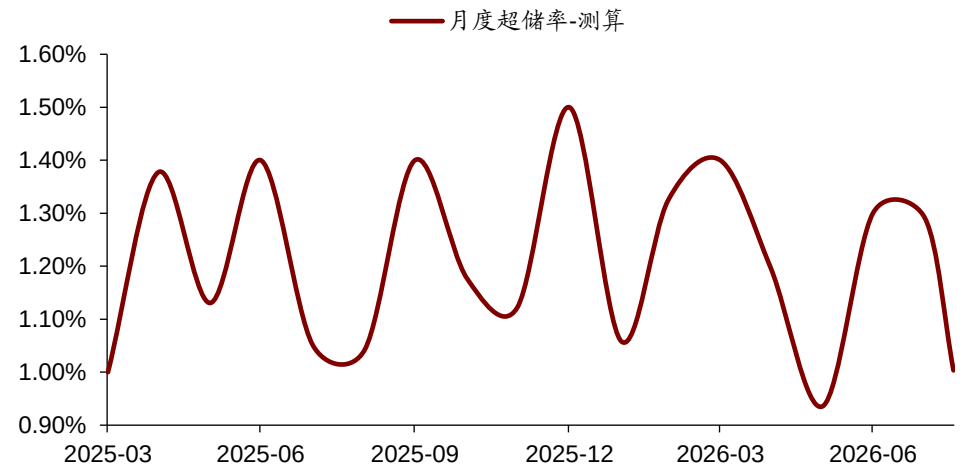
资料来源：Wind、招商证券

第三，8 月政府债对流动性的最大边际变化在于“总量压力变化不大，但缴款压力更集中于月末，资金扰动的时点性明显增强”。8 月政府债合计发行规模约 2.55 万亿元，较 7 月进一步放量，其中地方债发行和净融资明显提速；但受国债到期规模较大影响，8 月政府债净融资约 1.11 万亿元，与 7 月基本持平，因此从全月总量看，财政融资对银行体系流动性的抽取并未明显加剧。真正的变化在于缴款节奏明显后置，8 月 24—28 日单周政府债净缴款 8000 亿元，显著高于此前几周，使月末超储和大行融出短期承压，资金价格一度上行。央行随后通过 7 天及隔夜逆回购快速加大投放，叠加财政支出回流，较快对冲了缴款冲击。**因此，8 月政府债对资金面的影响更突出表现为“月末集中抽水、随后快速回补”，相比 7 月，流动性波动更依赖缴款时点和央行短端操作节奏。**

综合考虑，根据最新数据测算，预计 8 月央行公开市场等渠道净回笼 4086 亿元，考虑到 8 月人民币汇率再度开启快速升值趋势，预计外汇占款形成约 900 亿元净投放。此外，按照季节性规律来看，8 月财政存款增加会对流动性形成明显抽水效应，预计消耗超储规模 4000 亿元左右；8 月新增一般性存款规模约 9000 亿元，对应法定准备金补缴 600 亿元；8 月取现 M0 对超储消耗约 600 亿元。综合来看，月末超储规模或缩减 8400 亿元，对应超储率约为 1.00%，较 6 月 1.30%明显下降。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：8 月超储率降至 1.00%左右

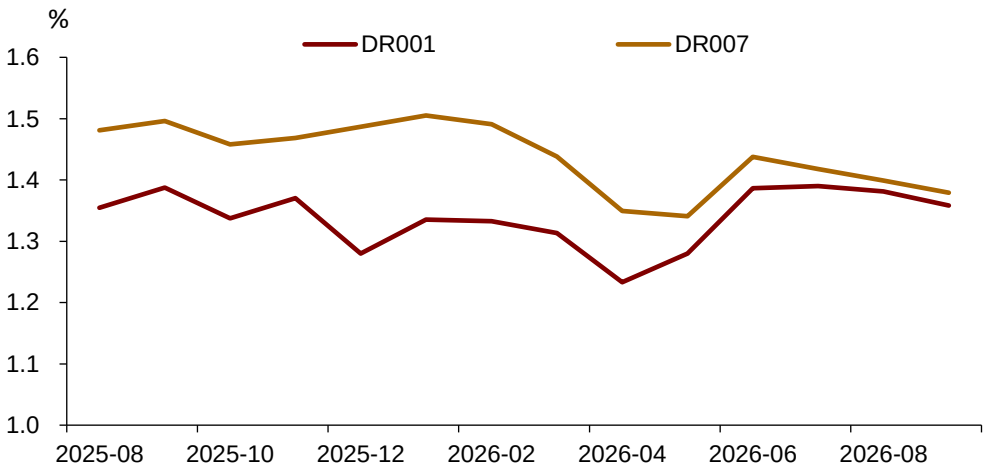


资料来源：Wind、招商证券

二、9 月流动性展望

9 月资金面预计维持“前松后紧、总体可控”的格局，宽松程度或较 8 月边际收敛。跨月结束后资金面快速转松，截至 9 月 3 日 DR001、DR007 分别降至 1.35%、1.37%左右，均明显低于 1.40%的政策利率，且央行连续多日 7 天期逆回购零投放，反映当前银行体系短端流动性较为充裕。上旬政府债缴款和资金需求相对有限，资金利率预计继续低位运行；进入中旬后，3 个月、6 个月买断式逆回购各有 5000 亿元到期，同时政府债发行缴款逐步加快，央行续作力度将成为资金面的关键变量；下旬压力更为集中，除 6000 亿元 MLF 和 1800 亿元国库现金定存到期外，还将叠加季末考核、信贷冲量及跨季需求。9 月政府债净融资约 1.5 万亿元，较 8 月明显增加，但 9 月同样属于财政支出大月，财政资金回流能够形成一定对冲。**综合来看，央行短端“削峰填谷”和中长期工具续作空间仍然充足，9 月资金面较 8 月略有收敛但难以持续转紧，DR007 继续运行在政策利率附近，但季末可能阶段性上行至政策利率上方。**

图 6：DR 系列资金价格月度中枢

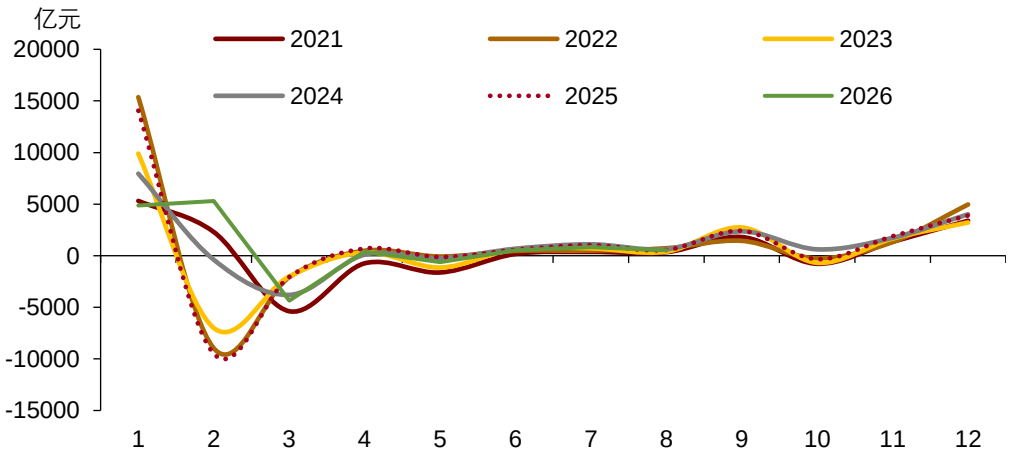


资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

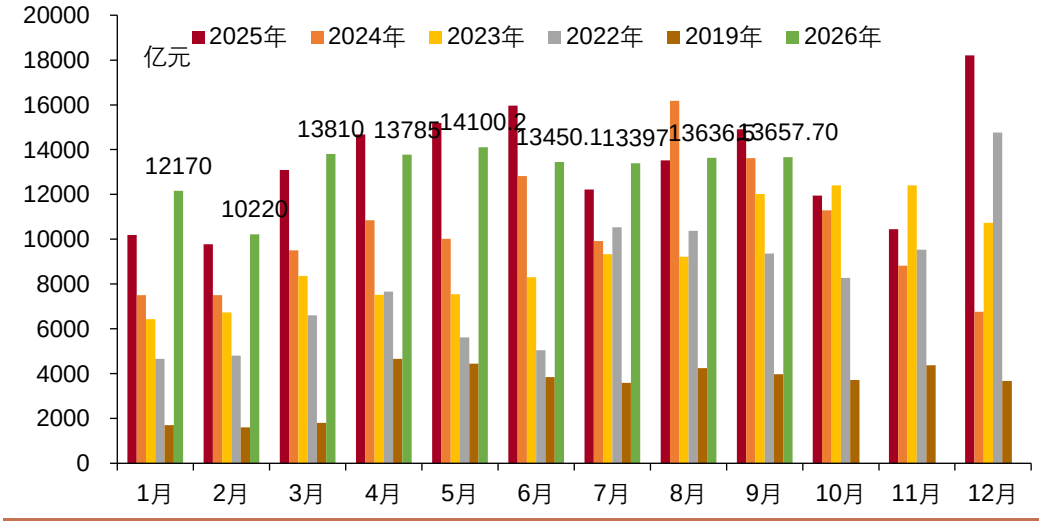
具体来看，1）M0：M0 环比增速与季节性相关，过去 3 年间 9 月 M0 的环比均值在+525 亿元左右，按照历史季节性推演，预计 2026 年 9 月 M0 环比约增加 550 亿元。**2）外汇占款：**按照目前人民币汇率升值趋势来看，9 月初已升至 6.71 附近，目前中国出口延续高增走势，9 月末大概率升至 6.70，9 月新增外汇占款或维持在 900 亿元左右。**3）政府存款：**根据当前披露的 Q3 发债计划，结合财政加快发行使用进度的要求，预计 9 月或将发行地方债 10000 亿、净融资 7600 亿，国债发行规模约 13660 亿、净融资 8100 亿，综上合计政府债净融资规模超 1.5 万亿，明显高于去年同期，政府债供给压力明显增加，按照 2024-2025 年 9 月政府存款季节性规律推算，当月政府存款环比减少 8000 亿左右。**4）基础货币：**9 月中长期流动性工具到期规模 1.78 万亿元，买断式逆回购 1 万亿、MLF 6000 亿元、国库现金定存 1800 亿元，月初央行已对 5000 亿元 3 个月买断式逆回购进行等量续作，考虑到政府债供给放量，预计政府债合计净投放至少 6000 亿元。**5）法定存款准备金：**2024 年至 2025 年期间，9 月一般性存款环比增加约 3.7 万亿，预计今年 9 月新增存款规模或仍在 3.7 万亿附近，对应法定存款准备金消耗 2300 亿左右。综上分析，预计 9 月超储率明显提升，至少落在 1.40%附近。

图 7：M0 环比变动规律及预测



资料来源：Wind、招商证券

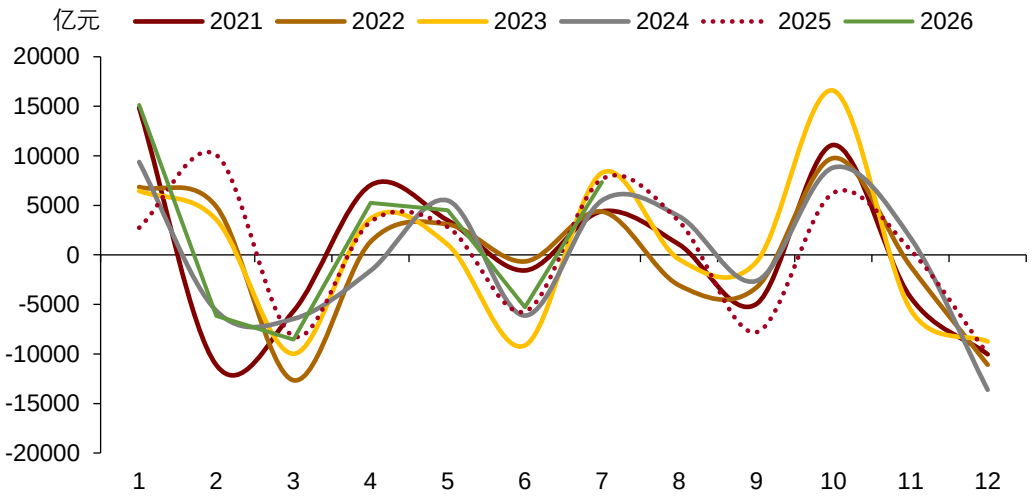
图 8：国债发行节奏



资料来源：Wind、招商证券

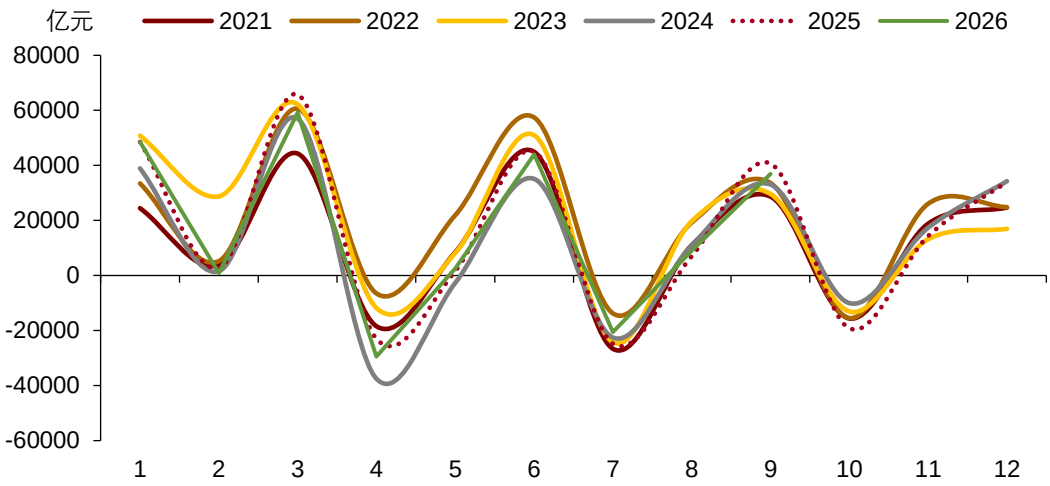
下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：财政存款环比变动规律及预测



资料来源：Wind、招商证券

图 10：一般性存款环比变动规律及预测



资料来源：Wind、招商证券

三、关于当前货币流动性热点话题的讨论



10Y 国债再破 1.70%：相似点位，不同定价逻辑。

2025 年 1 月：宽松预期与“资产荒”共振，配置力量推动长端收益率提前透支。

2025 年 1 月的债牛行情，一方面源于“适时降准降息”等宽松预期持续升温，另一方面更重要的推动力量来自债券市场较为突出的“资产荒”。当时银行、保险、理财等配置型机构负债端资金较为充裕，但高票息、低风险、久期合适的优质资产供给相对不足，大量配置资金持续向利率债集中，政府债市场一度呈现明显的供不应求状态。在宽松预期与配置需求共同推动下，10Y 国债收益率快速压缩，1 月 8 日一度降至 1.6025%，而 7 天期逆回购政策利率仍为 1.50%，两者利差仅约 10BP；同期短端资金价格并未同步下降，意味着长端收益率的下行明显领先于实际资金成本。

下载日志已记录，仅供内部参考

因此，2025 年初收益率快速下行的本质，是基本面偏弱、货币宽松预期与配置资金“抢资产”三股力量共同压缩期限溢价。特别是在优质长久期资产供给不足的情况下，机构配置行为具有较强的刚性，即使收益率不断下降，仍有资金被动或主动增加债券配置，使长端定价逐步脱离当期资金成本。1 月 10 日央行以政府债市场持续供不应求为由暂停公开市场国债买入，也从侧面反映了当时债券供需失衡已经成为影响收益率的重要因素。随着长债收益率快速逼近政策利率，期限利差和 Carry 安全垫均被压缩至极低水平，一旦后续债券供给增加、资金价格回升或宽松政策兑现速度低于预期，前期由“资产荒”和预期推动形成的高估值便容易出现重新定价。

2025 年 4 月：长端利率脱离资金成本快速下行，本质是风险溢价短期压缩。

2025 年 4 月的行情则属于另一种类型。美国“对等关税”政策引发全球风险偏好快速下降，4 月 7 日 10Y 国债收益率单日大幅下行至 1.63%左右，短时间内完成了此前数周甚至数月才能实现的价格调整。**但与 1 月不同，4 月的主要矛盾不是政策宽松被提前透支，而是长债价格与当期资金成本出现明显脱节。例如 4 月 9 日前后 DR007 仍在 1.76%左右，明显高于 10Y 国债 1.6%左右的收益率水平。 换言之，投资者买入长债并不能依赖当期息差获得较好的持有收益，更多依靠风险事件进一步发酵、权益资产继续走弱以及后续降息预期兑现来获得资本利得。**

因此，4 月低点的稳定性天然弱于基本面和资金面共同驱动的行情。一旦外部风险边际缓和，风险溢价即可快速回补，长债收益率也容易出现反向调整。4 月行情更接近一次风险溢价的快速重估，而非新的长期利率中枢已完全建立。

2026 年 8 月：绝对收益率重新接近低位，但“相对价格”并未回到 2025 年初的极端状态

截至 9 月 4 日，10Y 国债收益率已连续运行于 1.70%以下，并在海外长债调整、政府债供给预期升温等扰动下仍稳定在 1.68%左右，表明 1.70%的突破已由 8 月初的试探性交易逐步转化为阶段性定价区间。本轮行情的基本面支撑较为明确：1）经济修复斜率依然偏弱，通胀环比出现拐头并转负，名义增长预期随之降温；2）前期财政存量政策向项目开工和实物工作量转化的速度低于市场预期，财政扩张对需求和价格的拉动尚未充分显现，市场因此重新下修对经济修复节奏的判断。在短端政策利率和资金成本已经系统性下移的背景下，10Y 收益率虽然重新接近历史低位，但长端与短端之间仍保留一定期限利差，当前 1.68%左右的相对估值尚未达到 2025 年初期限利差极度压缩的状态。

与此同时，本轮行情还具有较明显的期限利差再压缩交易特征。前期 10Y 收益率下行速度相对较快，而 30Y 国债收益率调整相对滞后，超长端与 10Y 之间的期限利差一度处于相对偏阔水平。在基本面偏弱、资金成本稳定以及保险等配置资金仍有久期需求的背景下，部分机构开始通过增配超长债博弈期限利差收窄带来的资本利得，推动 30Y 收益率随后补跌。由此看，本轮债牛既有基本面和低资金成本提供底部支撑，也有配置资金沿收益率曲线向长久期迁移带来的结构性推动。

不过，进入 9 月后，支撑长债继续下行的边际条件正在发生变化。一方面，在银行体系流动性仍较充裕的情况下，央行减少短端资金投放，3 个月期买断式

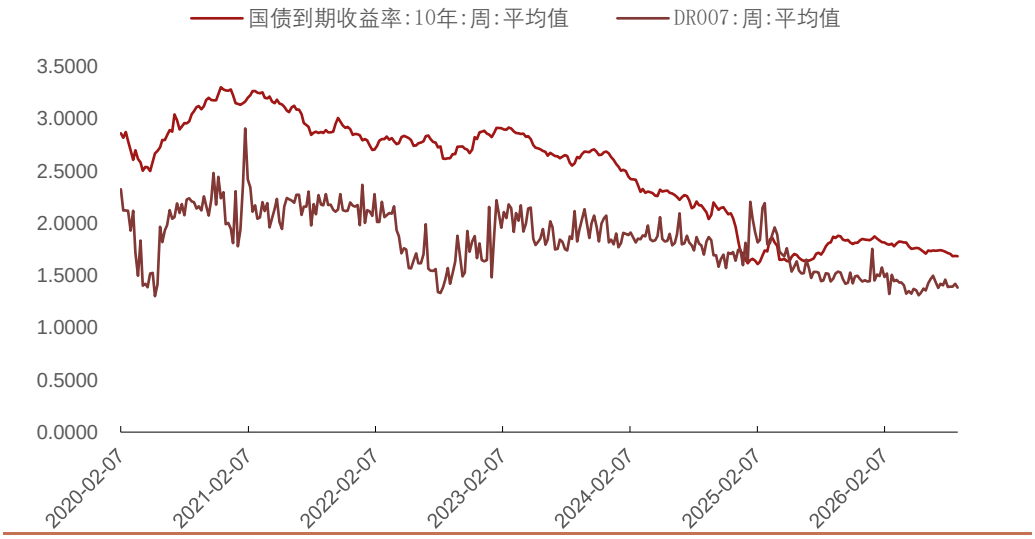
下载日志已记录，仅供内部参考

逆回购由此前加量续作转为等量续作，显示货币政策更侧重维持资金利率围绕政策利率平稳运行，单纯依靠流动性进一步宽松推动长端收益率持续下行的空间有所收窄。另一方面，7 月底政治局会议明确要求加快政府债券发行和资金使用进度，9 月政府债供给明显提速，财政政策开始成为影响债市定价的重要新增变量。

短期看，政府债集中发行和缴款会将银行体系资金阶段性转入财政账户，对超储和大行融出形成抽取，并可能推升机构负债成本，从而加大长债收益率向上的波动压力。但政府债供给本身更多改变资金面的节奏，其对利率中枢的持续影响仍取决于财政资金后续使用效率。随着财政支出加快，前期缴款形成的流动性抽取会逐步回流银行体系，因此仅凭供给放量尚不足以判断债市进入趋势性调整。

中期更关键的变量在于，新增债券资金能否加快转化为有效财政支出并形成实物工作量。如果财政扩张能够带动基建投资、信用需求以及价格预期改善，市场对名义增长的判断将随之上修，届时 10Y 收益率中枢存在重新回到 1.70%附近可能。

图 11：10Y 国债到期收益率



资料来源：Wind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中， A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。