下载日志已记录，仅供内部参考

资金晴雨表·月度观察

央行呵护力度不改，资金利率季节性上行

投资策略·固定收益

2026年·9月

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

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

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

下载日志已记录，仅供内部参考

摘要

【8月月度回顾】

- 8月资金市场呈现“价格下移、波动收窄”的特征：
- 价格方面，银行间、交易所等利率月均值环比小幅下移，同业存单利率小幅上行，短债走势分化；
- 波动方面，资金利率波动区间进一步收敛，流动性分层基本持平。
- 操作层面，央行通过隔夜、7天逆回购精准对冲税期、月末等时点扰动，同时依托MLF、买断式逆回购净投放中期流动性，夯实银行体系超储，有效维护了资金面平稳。

【9月资金展望】

- 9月资金面的主要压力来自季末考核叠加政府债发行缴款。
- 政策层面，二季度货币政策执行报告定调稳健宽松，央行呵护流动性态度明确，且短期总量降息还需要观察财政政策的落地力度。
- 展望后市，9月央行呵护力度不改，但季节性扰动增加，DR001预计稳定在政策利率附近，加权资金利率中枢预计小幅抬升。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

- 资金行情回顾
  - ✓ 价指标一览：8月资金利率月均值小幅下行，价格波动区间收窄
  - ✓ 量指标一览：8月央行短端工具熨平时点波动，中期流动性净投放收窄
- 资金瞭望
  - ✓ 资金面压力：9月中期工具到期压力缓和，但政府债缴款高峰和季末考核形成扰动
  - ✓ 资金面供给：政策基调延续稳健，精细化操作平抑资金面波动
  - ✓ 主要结论：预计9月市场利率中枢在季节性因素影响下边际上升

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券 GUOSEN SECURITIES

8月资金行情回顾：资金利率波动收窄，价格中枢微降

8月DR001中枢环比小幅下移，核心特征为波动显著收敛。月初跨月回笼DR001短暂抬升后回落；中下旬央行多工具投放平缓对冲税期资金压力；月末央行持续呵护流动性，资金利率总体平稳。

下载日志已记录，仅供内部参考

资金行情回顾

➢ 8月资金利率月均值小幅下行，高评级短债收益率大多小幅走高

- ✓ 8月银行间与交易所各期限回购利率月度均值多数下行。R001、GC001、R007和GC007月均值分别变动了-2BP、-2BP、-2BP和-1BP至1.40%、1.32%、1.42%和1.42%。
- ✓ 短期债券收益率方面，1年期短债收益率月均值走势分化。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+同业存单分别变动了7BP、3BP、1BP、-1BP、-5BP、1BP和1BP。

表1：8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	-2	-2	
7天	-2	-1	0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：8月各品种债券收益率变动（单位：BP）

	3M	1Y	差值（1Y-3M）
国债	9	7	-2
国开债	4	3	-1
短融AAA	1	1	-0
短融AA	-0	-1	-1
短融AA-	-1	-5	-4
同业存单AAA	1	1	-0
同业存单AA+	1	1	-0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

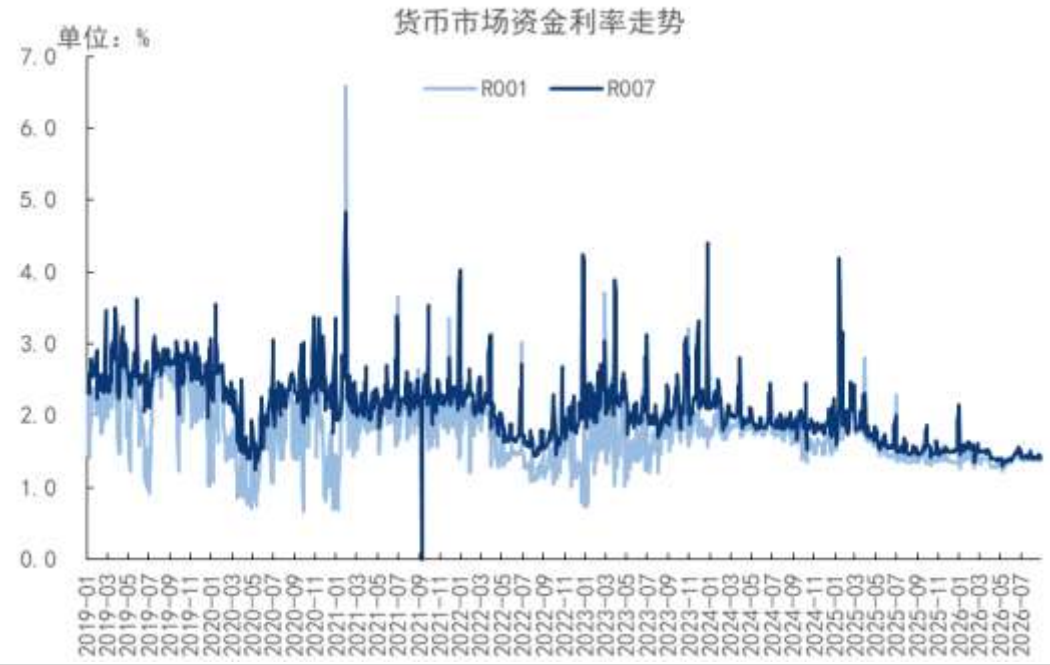
下载日志已记录，仅供内部参考

资金行情回顾——价格指标

➢ 银行间回购利率：8月银行间货币市场利率月均值大多小幅下降：

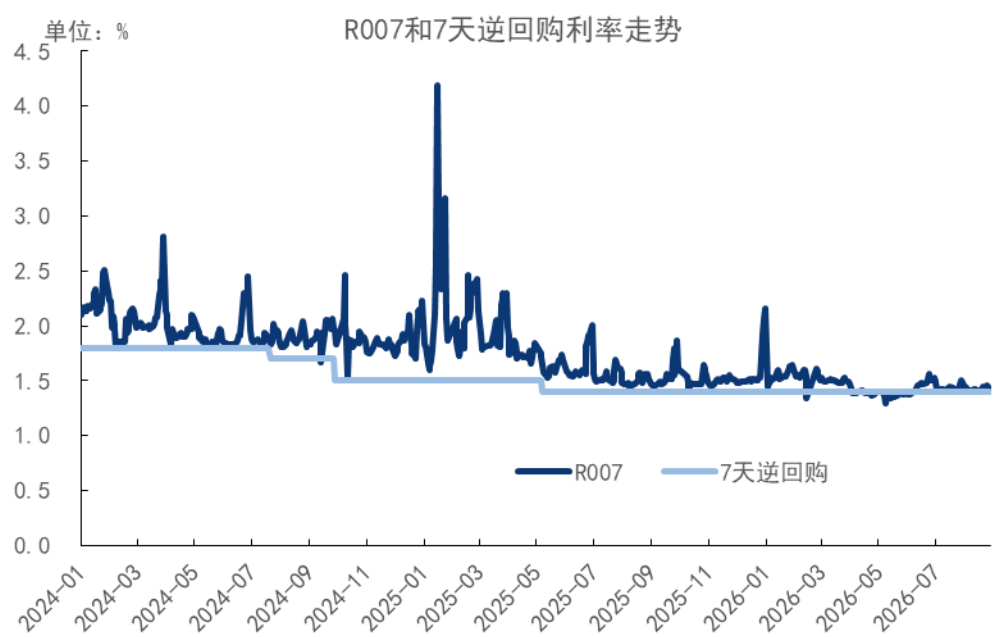
- ✓ 8月R001和R007月均值为1.40%和1.42%，较上月分别变化了-2BP和-2BP；
- ✓ 8月R001和R007波动区间均有所收窄，R001波动区间为【1.36%，1.46%】，R007波动区间【1.41%，1.46%】；
- ✓ 8月央行7天逆回购政策利率保持不变，R007在政策利率附近波动，当月R007与OMO-7D利差均值为2BP，环比上月收窄；

图1：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2：R007和政策利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

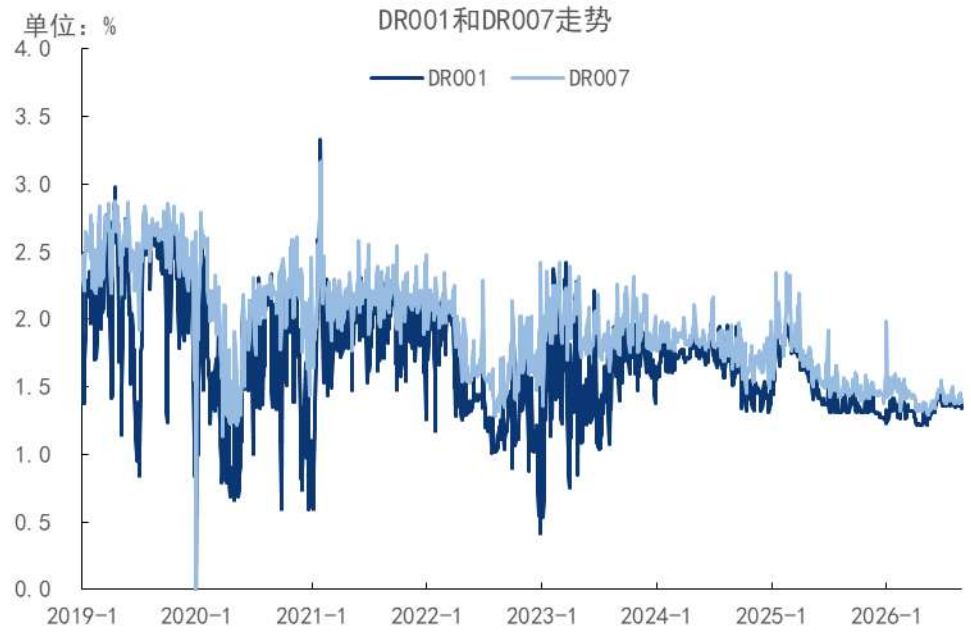
下载日志已记录，仅供内部参考

资金行情回顾——价格指标

➢ 存款类机构回购利率：8月DR系列月均值环比大多小幅下降：

- ✓ 8月DR001和DR007月均值1.38%和1.40%，较上月分别变动了-1BP和-2BP；
- ✓ 8月流动性分层基本持平，银行间市场R和DR隔夜和7天的利差均值环比分别变动了-1BP和0BP；
- ✓ 8月DR001围绕7天逆回购利率窄幅波动。

图3：DR001和DR007走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：DR001和7天逆回购利差走势



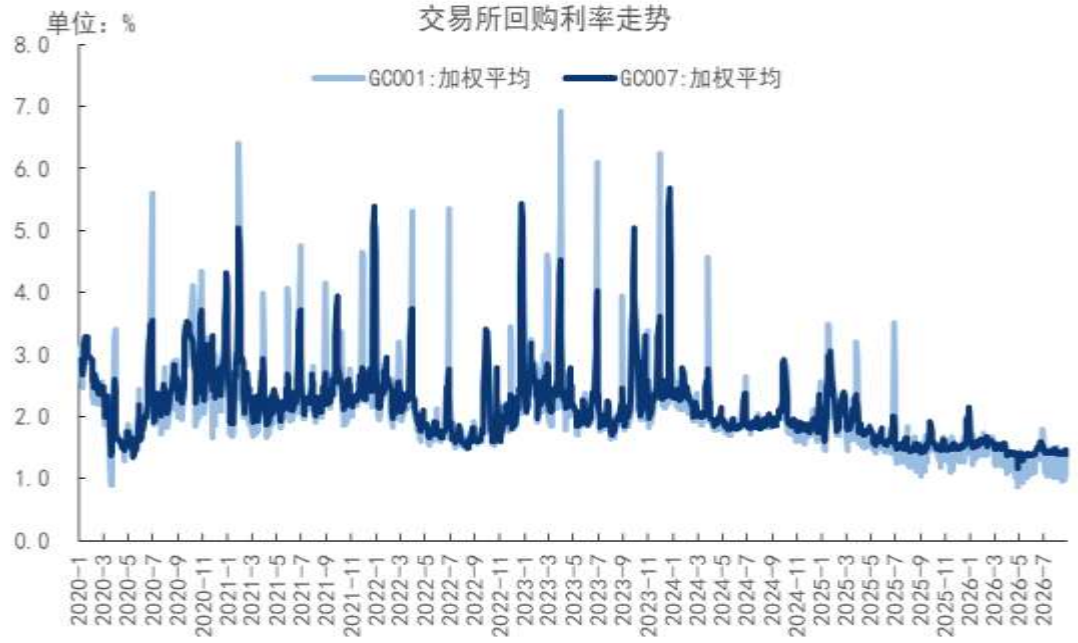
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

资金行情回顾——价格指标

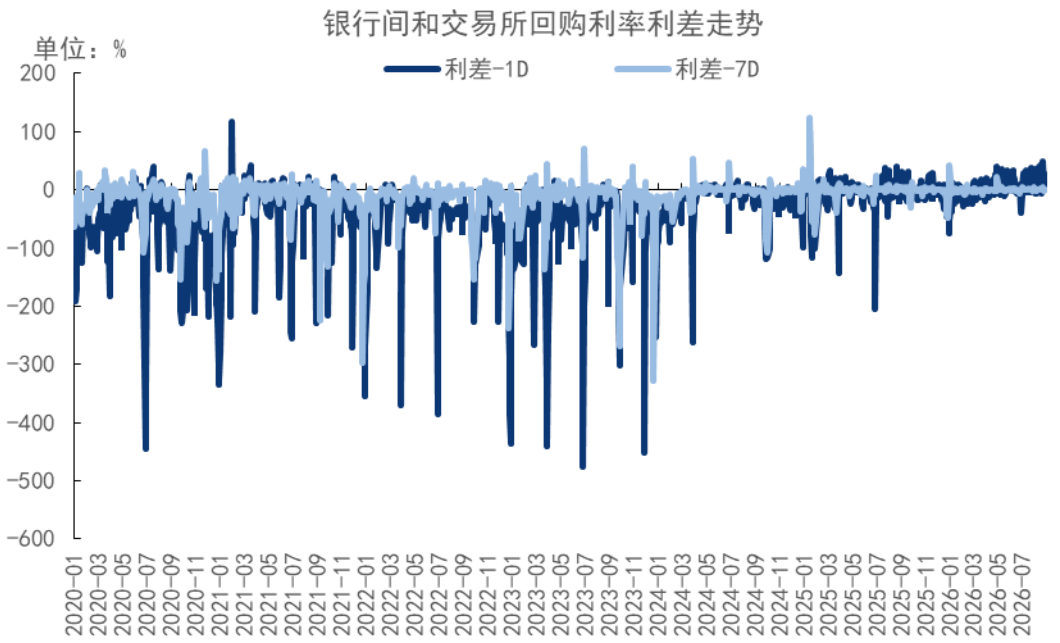
- **交易所回购利率：8月交易所回购利率月均值大多下行，流动性分层基本持平：**
  - ✓ 8月GC001和GC007月均值为1.32%和1.42%，较上月分别变动-2BP和-1BP；
  - ✓ 8月交易所和银行间利率1天和7天利差均值较上月分别变化了0BP和0BP；

图5：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6：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

下载日志已记录，仅供内部参考

资金行情回顾——价格指标

➢ 同业存单利率：8月同业存单利率小幅回升：

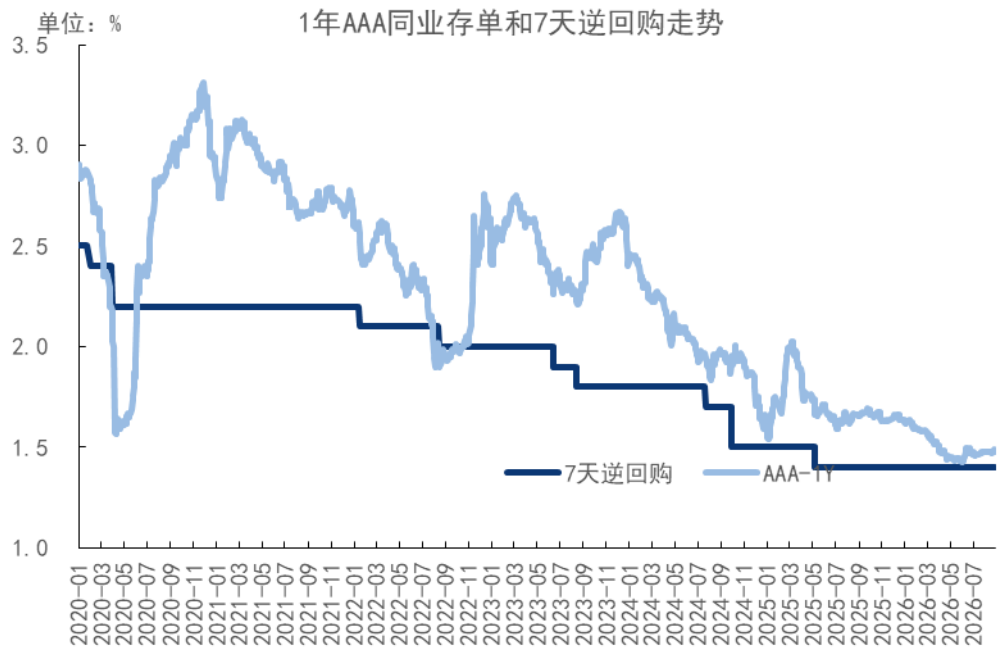
- ✓ 8月1年期高等级同业存单利率和低等级同业存单利率均变动1BP；
- ✓ 8月以来1年AAA同业存单利率和7天逆回购利率的利差小幅走阔；

图7：同业存单走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：1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

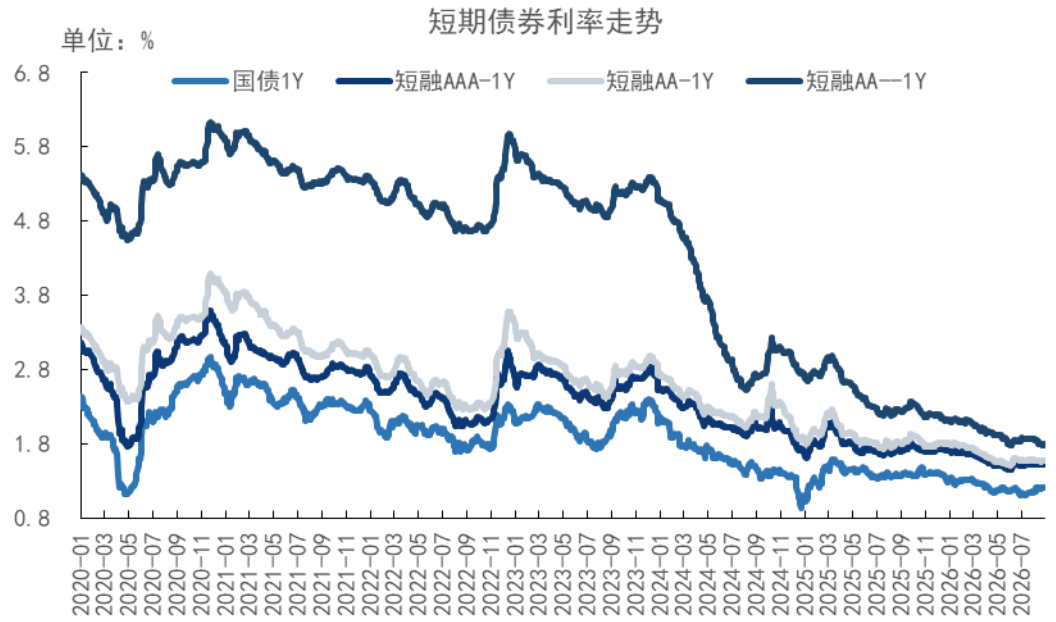
下载日志已记录，仅供内部参考

资金行情回顾——价格指标

➢ 短期债券利率：8月短期债券利率月均值大多小幅上行：

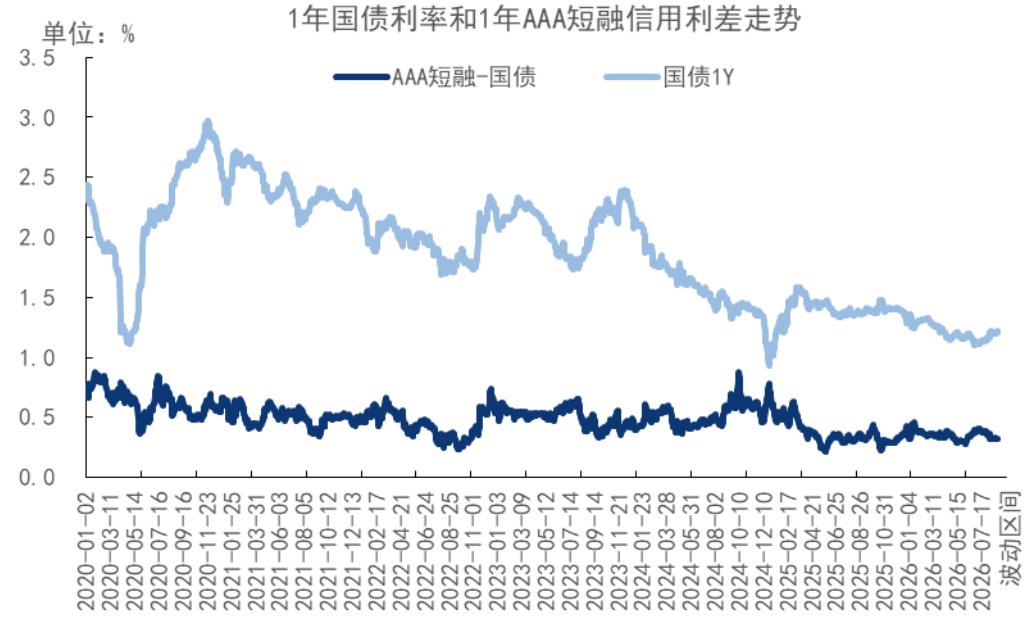
- ✓ 8月1年国债、1年国开债、1年AAA短融、1年AA短融和1年AA-短融均值分别为1.20%、1.42%、1.53%、1.57%和1.82%，较上月分别变动了7BP、3BP、1BP、-1BP和-5BP；
- ✓ 8月1年期AAA短融和国债利率利差较上月收窄6BP；

图9：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10：1年国债利率和1年AAA短融信用利差走势



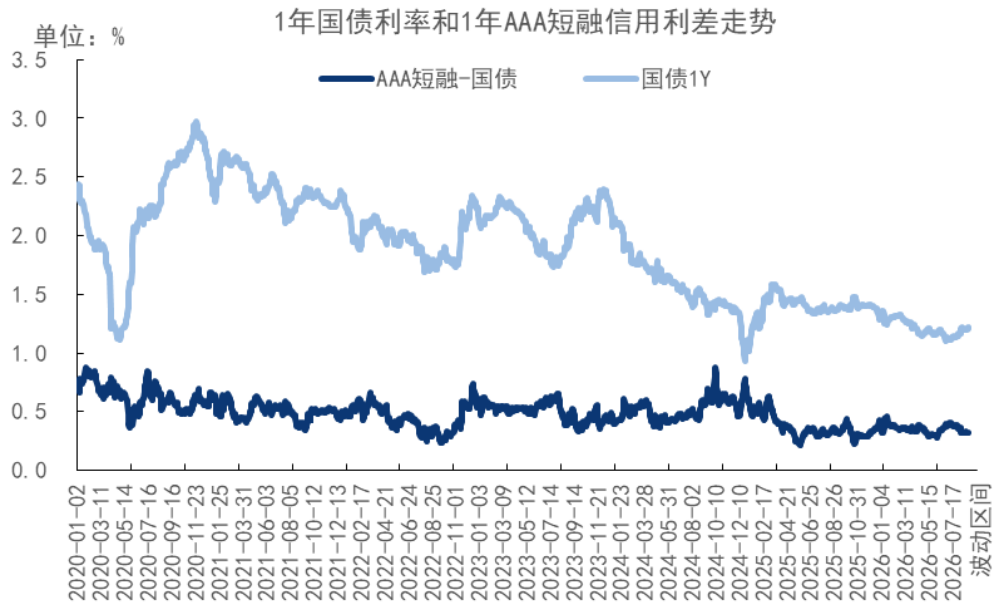
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

资金行情回顾——价格指标

- **8月余额宝收益率0.82%，十大货币基金平均收益较上月继续回落：**
  - ✓ 货币基金7日年化收益率：8月的余额宝的7日年化收益率月均值首次降至0.82%；
  - ✓ 8月余额宝和十大货币基金7日年化收益月均值较上月分别变动了-3BP和-2BP；

图11：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12：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

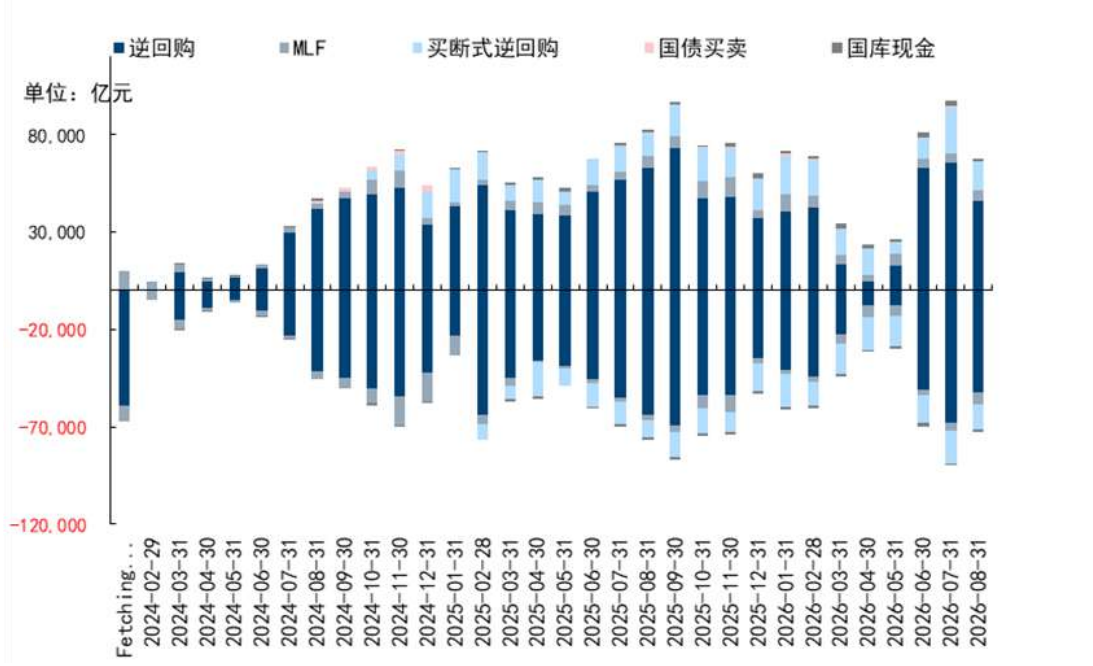
下载日志已记录，仅供内部参考

资金行情回顾——量指标

➢ 8月央行短端工具熨平时点波动，长端投放夯实流动性充裕底座：

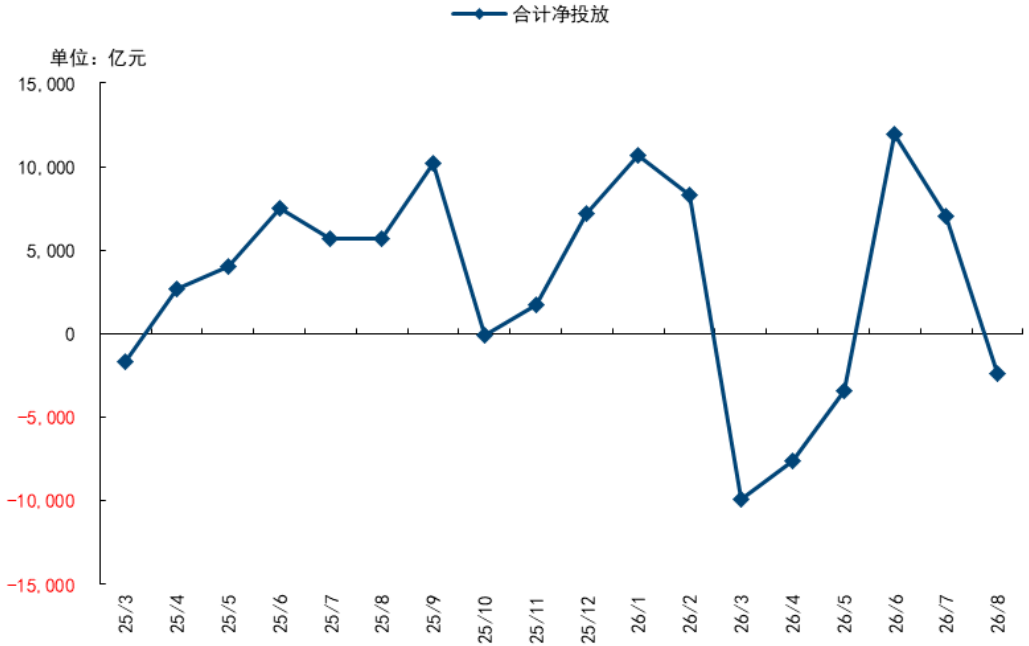
- ✓ 8月央行开展了46,181亿元逆回购操作，其中隔夜逆回购32,951亿元，合计净回笼短期流动性6,415亿元，在税期、月末均使用了隔夜逆回购工具，其余时点适度回笼，流动性管理精准性持续增强；
- ✓ 8月央行MLF转为净回笼1,000亿元，买断式逆回购净投放2,000亿元，合计净投放中期流动性1,000亿元；
- ✓ 整体来看，央行一方面依托隔夜、7天期短端工具精准平抑关键时间节点资金波动，另一方面通过中长期工具保障全市场流动性总量处于合理充裕区间、稳定市场预期。

图13：央行月度投放及到期



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图14：央行合计净投放流动性



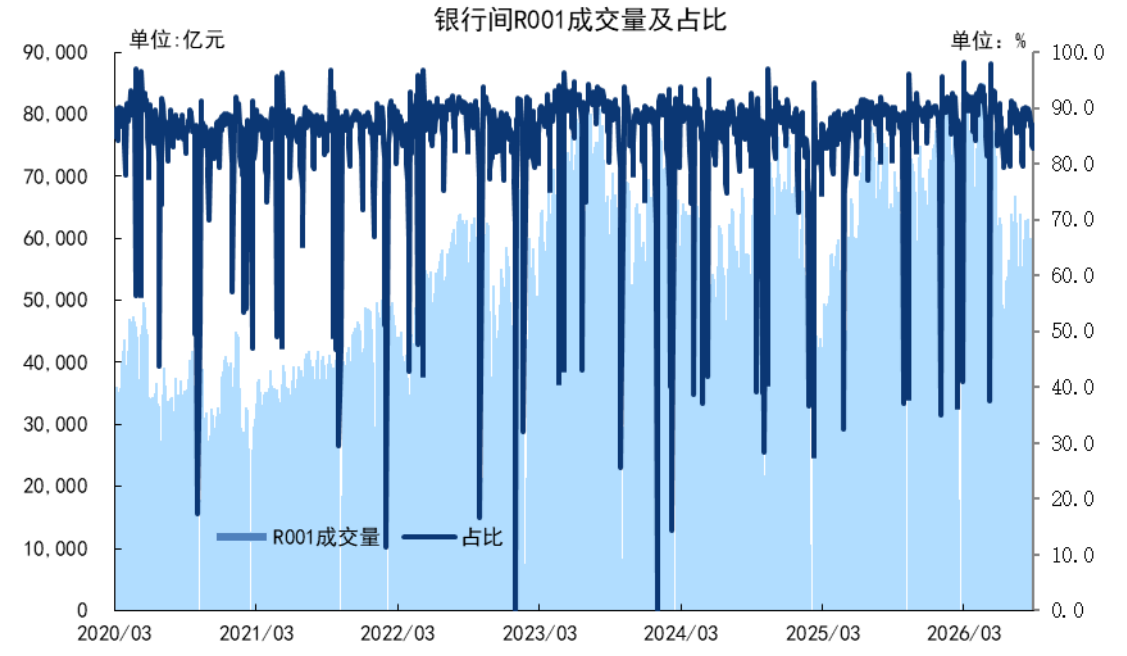
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

资金行情回顾——量指标

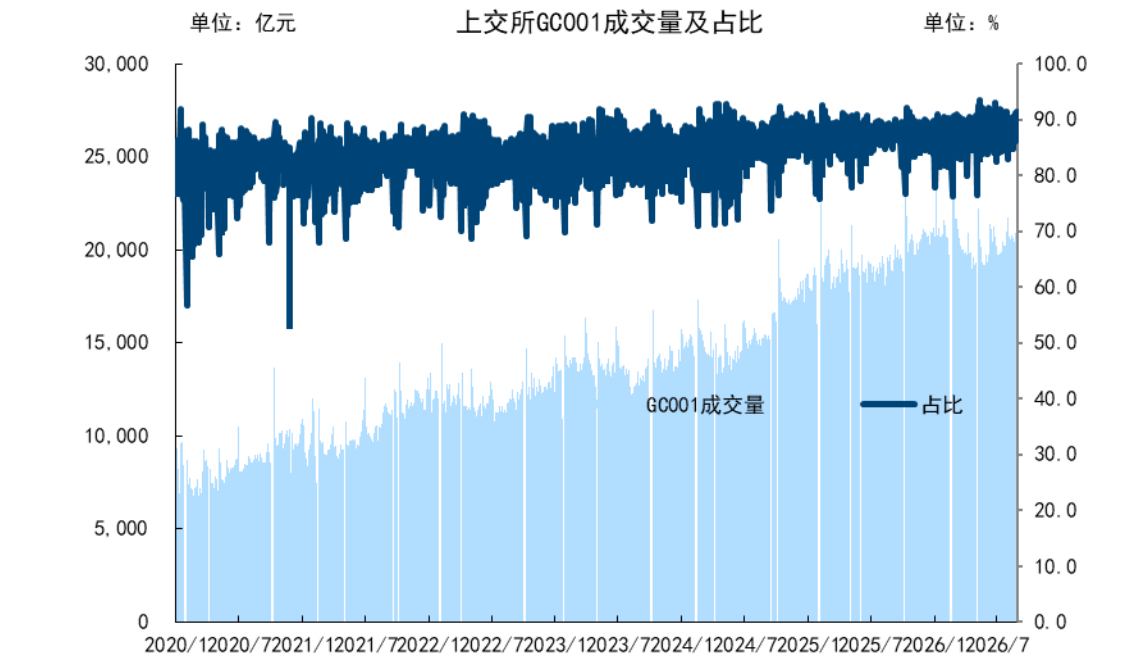
- **8月银行间隔夜成交量和占比较上月均有回升：**
  - ✓ 银行间方面，8月R001日均成交量5.73万亿，占比87.4%，成交量和占比均较上月回升；
  - ✓ 交易所方面，8月GC001日均成交量2.06万亿，占比88.6%，成交量和占比较上月回升；

图15：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16：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

下载日志已记录，仅供内部参考

资金行情回顾——量指标

- 8月银行间回购利率和交易所回购利率的波动率大多与上月持平：
  - ✓ V（R001）=0.06，V（R007）=0.10（8月底数据）；
  - ✓ V（GC001）=0.18，V（GC007）=0.12（8月底数据）；

图17：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18：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

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券 GUOSEN SECURITIES

9月资金面展望：央行延续呵护力度，季节性扰动下资金中枢上移

央行维稳流动性态度明确，但季节性扰动边际增加。DR001 仍将围绕政策利率中枢震荡，资金加权中枢或出现小幅上行，流动性整体稳健宽松的基调并未发生改变。

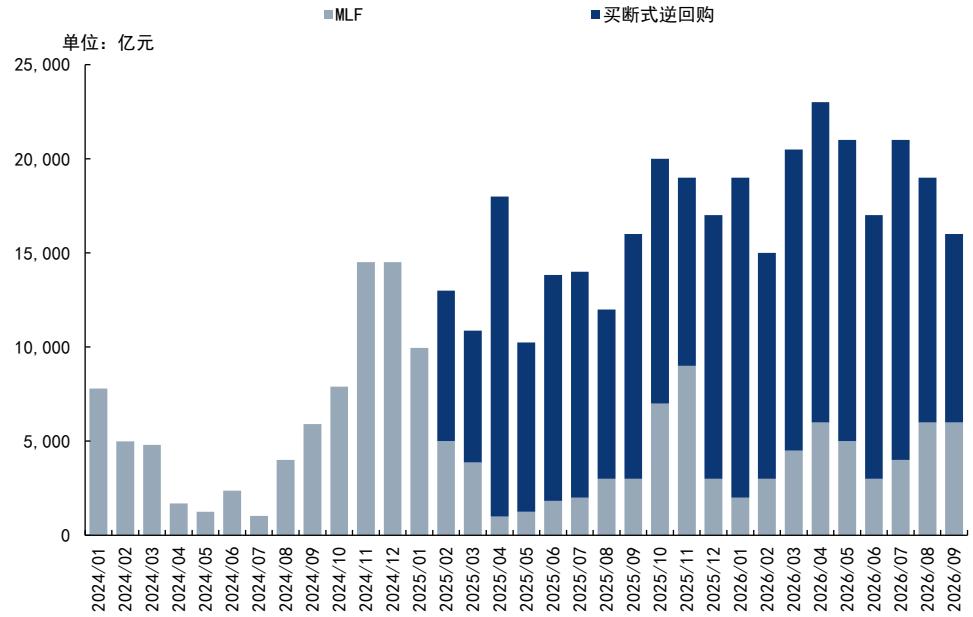
下载日志已记录，仅供内部参考

资金面压力

➢ 9月资金面压力有所回落：

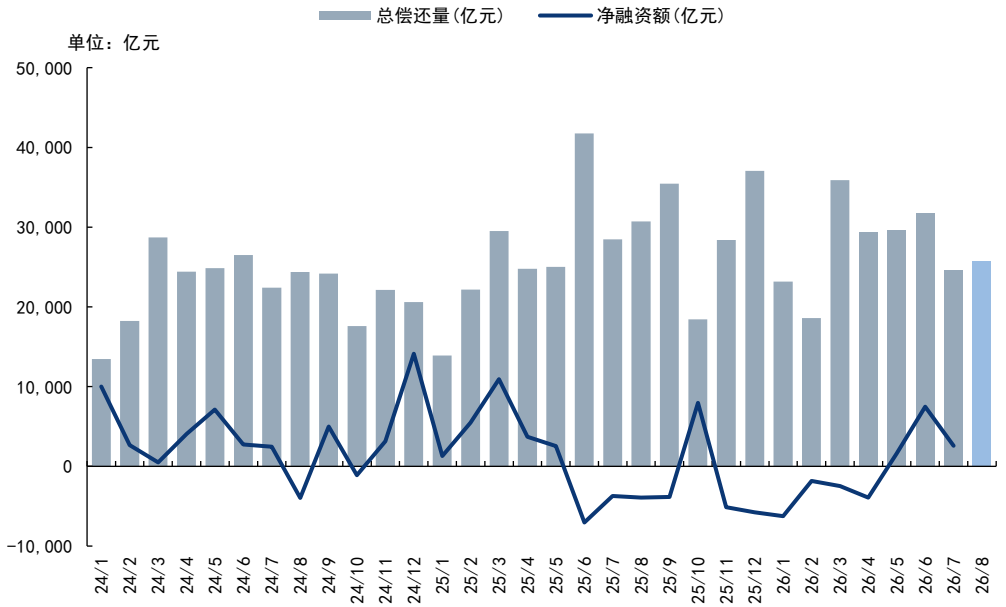
- ✓ 买断式逆回购到期：9月有10,000亿元买断式逆回购到期，包括5,000亿元3个月期限和5,000亿元6个月期限。
- ✓ MLF到期：9月有6,000亿元MLF到期，环比上月持平。
- ✓ 同业存单到期：9月约2.3万亿元同业存单到期，环比上月有所增加。
- ✓ 9月仍有4期超长期特别国债发行安排，缴款压力和资金扰动依然存在。

图19：9月MLF和买断式逆回购到期压力



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图20：9月同业存单到期压力



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

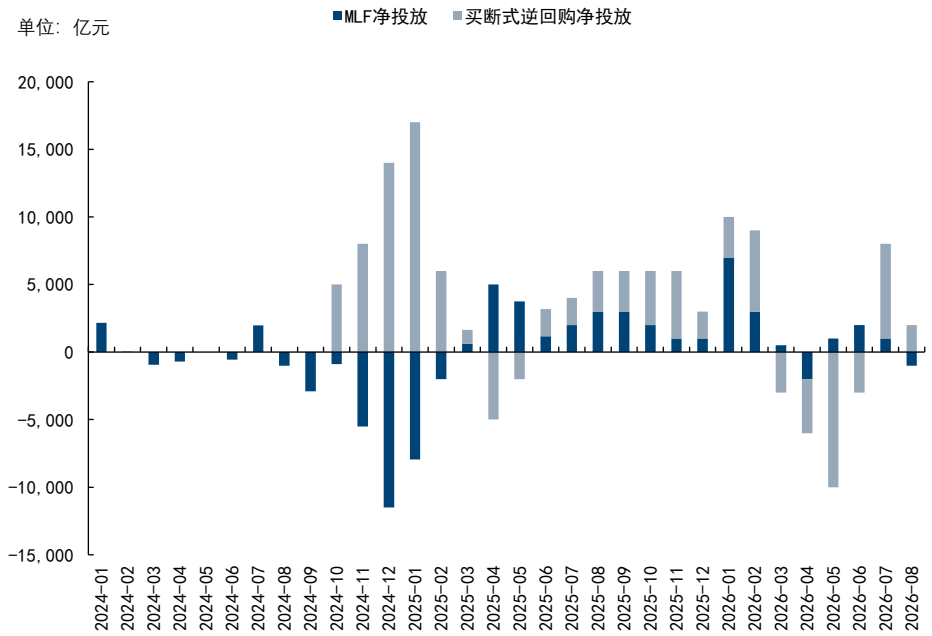
下载日志已记录，仅供内部参考

资金面供给

➢ 央行短端熨平时点波动，长端夯实流动性，资金利率维持窄震：

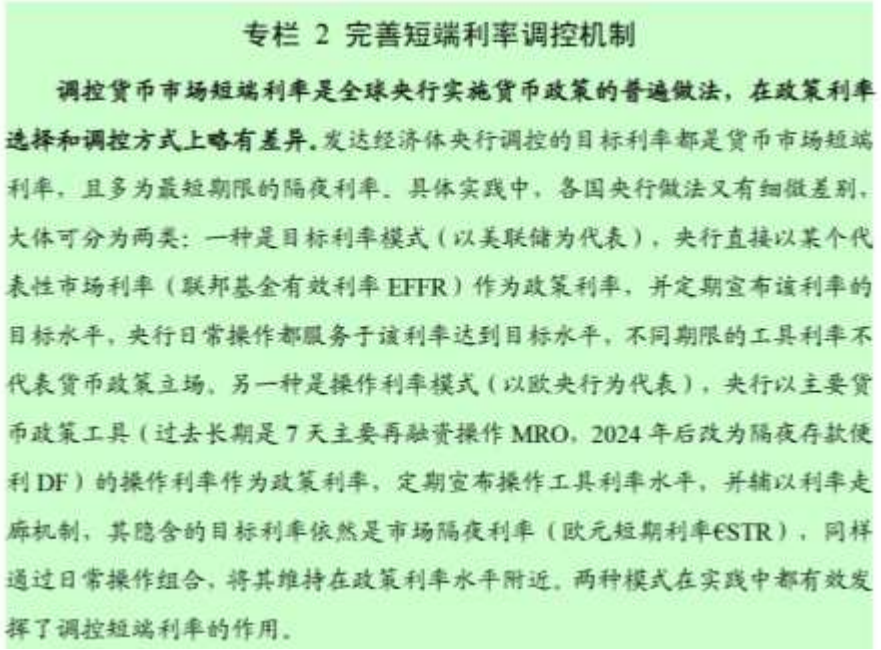
- ✓ 三季度以来，DR001回归政策利率附近且波动大幅收窄，央行增加隔夜逆回购使用频率，精准呵护税期、跨月等时点资金价格平稳，并通过MLF、买断式逆回购投放夯实中期流动性。
- ✓ 二季度货币政策执行报告明确“继续实施好适度宽松的货币政策”整体政策框架，同时专栏提到“完善短端利率调控机制”，结合一季度执行报告中提到的“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”，显示出调控的目标利率逐步转向货币市场隔夜利率。
- ✓ 国内内需动能仍显疲弱，9月市场宽信用预期逐步抬升，货币宽松的兑现程度，需要观察财政政策的落地力度。

图21：MLF和买断式逆回购净投放情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：二季度货币政策执行报告



专栏 2 完善短端利率调控机制

调控货币市场短端利率是全球央行实施货币政策的普遍做法，在政策利率选择和调控方式上略有差异。发达经济体央行调控的目标利率都是货币市场短端利率，且多为最短期限的隔夜利率。具体实践中，各国央行做法又有细微差别，大体可分为两类：一种是目标利率模式（以美联储为代表），央行直接以某个代表性市场利率（联邦基金有效利率 EFFR）作为政策利率，并定期宣布该利率的目标水平，央行日常操作都服务于该利率达到目标水平，不同期限的工具利率不代表货币政策立场。另一种是操作利率模式（以欧央行为代表），央行以主要货币政策工具（过去长期是 7 天主要再融资操作 MRO，2024 年后改为隔夜存款便利 DF）的操作利率作为政策利率，定期宣布操作工具利率水平，并辅以利率走廊机制，其隐含的目标利率依然是市场隔夜利率（欧元短期利率€STR），同样通过日常操作组合，将其维持在政策利率水平附近。两种模式在实践中都有效发挥了调控短端利率的作用。

资料来源：中国政府网、国信证券经济研究所整理

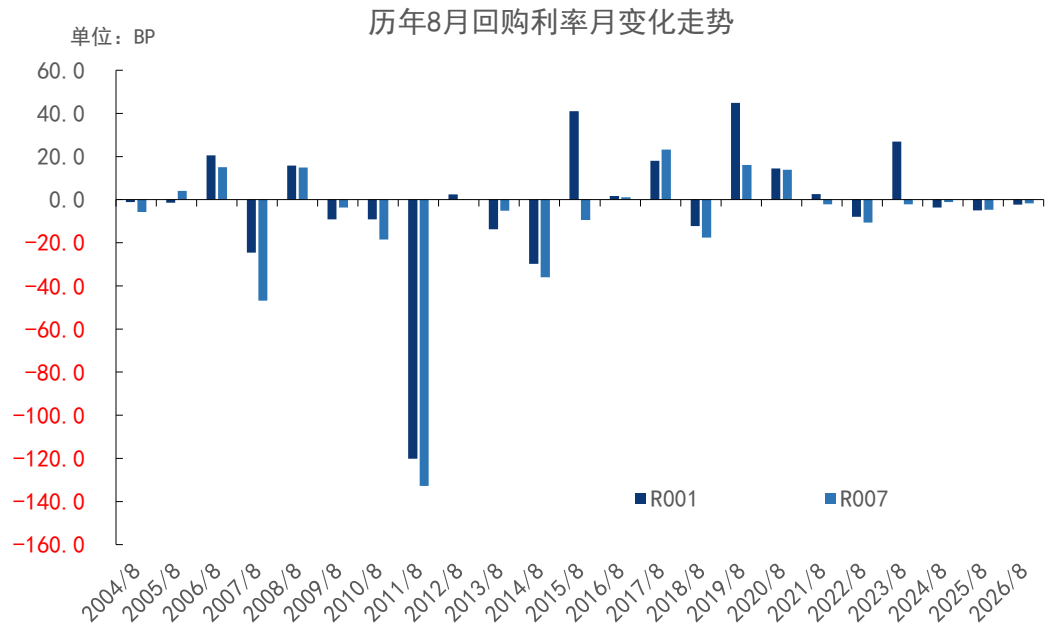
下载日志已记录，仅供内部参考

季节性规律

➢ 历史同期对比：

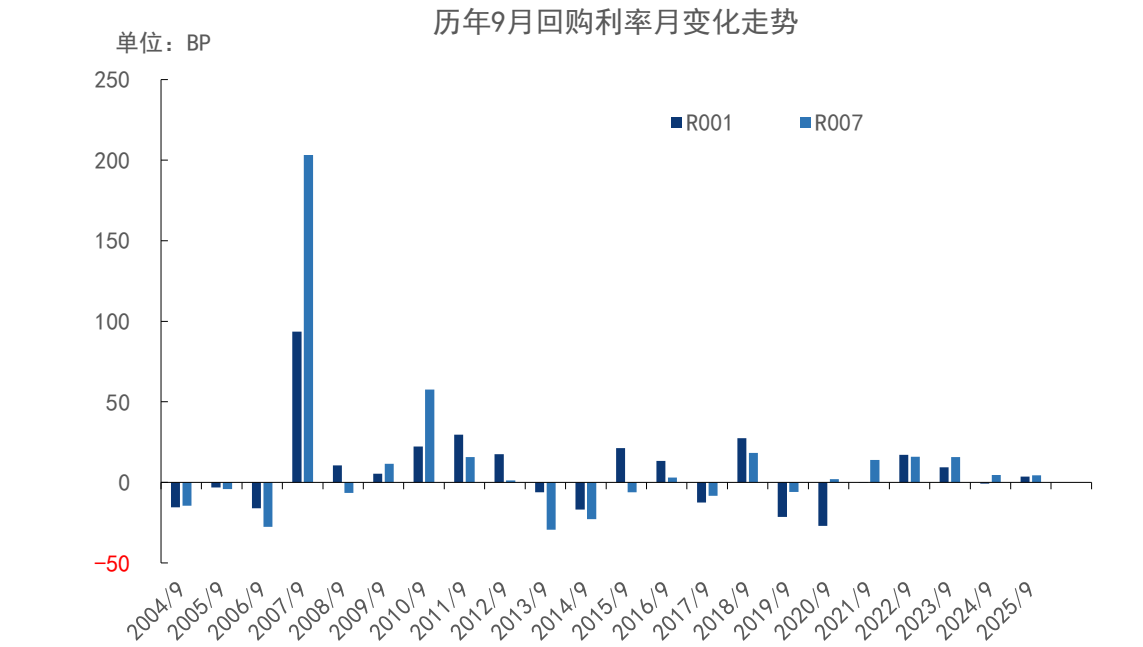
✓ 9月季末资金面往往转紧，2022-2025年，9月R001和R007月均变动的中位数分别为7BP和10BP。

图23：历年8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24：历年9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

下载日志已记录，仅供内部参考

主要结论：后期货币市场总体状况瞭望

国信证券 GUOSEN SECURITIES

➢ 9月流动性展望：精准呵护平抑资金波动，季节性扰动推动中枢小幅上行：

- ✓ 央行流动性呵护意愿明确：三季度以来，央行依托隔夜、7天逆回购精准对冲税期、跨月等时点的资金扰动，搭配MLF、买断式逆回购中长期工具，DR001逐步稳定在政策利率附近，体现初央行货币调控维稳、平滑资金波动的操作思路。
- ✓ 货币政策框架清晰，隔夜利率重要性提升：二季度货币政策执行报告明确“继续实施好适度宽松的货币政策”整体政策框架，调控的目标利率逐步转向货币市场隔夜利率。
- ✓ 9月季节性影响边际增加：季末机构面临考核因素，叠加政府债发行高峰，资金和供给扰动都有所增加。
- ✓ 资金利率整体预判：央行对流动性的精准呵护力度预计维持不变，但阶段性季节性扰动有所抬升。DR001仍将围绕政策利率中枢震荡运行，不过资金加权中枢或小幅上行，流动性整体稳健宽松的基调并未发生改变。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- ✓ 政策变动或刺激力度减弱；
- ✓ 经济增长不及预期；
- ✓ 海外经济出现衰退，美联储政策调整；

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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中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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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