仅供内部参考，请勿外传

资金观察，货币瞭望

资金面平稳低波，10月超储率预计有所回落

投资策略·固定收益

2026年第十期

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

仅供内部参考，请勿外传

摘要

- **资金面延续平稳低波态势：**9月资金利率月均值基本持平，银行间和交易所流动性分层基本持平，同业存单利率走平、短债利率走势分化；9月央行通过公开市场操作合计投放6,140亿元流动性。
- **五因素超储率测算：**央行公开市场净投放，季末财政支出增加，财政存款季节性回落，超额存款准备金率较上月回升至1.2%；
- **五因素超储率展望：**10月资金价格平稳运行，财政存款预计增加约8,000亿元，同时央行预计通过公开市场净投放约4,000亿元予以对冲，综合来看预计超储率小幅回落至1.1%。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 9月货币市场流动性整体回顾
   - 9月货币市场价格指标
   - 9月货币市场量指标
2. 9月超额存款准备金率测算与分析
   - 五因素超储率测算模型
   - 9月超额存款准备金率
3. 10月超储率五因素综合测算
   - 10月超储率五因素判断及综合测算
4. 核心结论与风险提示

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 9月货币市场流动性整体回顾
- 9月货币市场价格指标
- 9月货币市场量指标

2. 9月超额存款准备金率测算与分析
- 五因素超储率测算模型
- 9月超额存款准备金率

3. 10月超储率五因素综合测算
- 10月超储率五因素判断及综合测算

4. 核心结论与风险提示

仅供内部参考，请勿外传

9月流动性环境

➢ 9月资金利率月均值基本持平，银行间和交易所流动性分层基本持平

- ✓ **银行间回购利率：**9月银行间回购利率月度均值基本持平，R001和R007月均值为1.40%和1.42%，较上月分别变化了-0BP和-0BP；R007与OMO-7D利差均值为2BP，环比上月持平；
- ✓ **交易所回购利率：**9月交易所回购利率月均值小幅上行，GC001和GC007月均值为1.35%和1.42%，较上月分别变动2BP和-0BP；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3BP和0BP；
- ✓ **同业存单与短债利率：**9月同业存单利率基本持平，1年期高等级同业存单利率变动0BP；9月短期债券利率月均值走势分化。

表1：9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	-0	2	
7天	-0	-0	0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：9月各品种债券收益率变动（单位：BP）

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

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

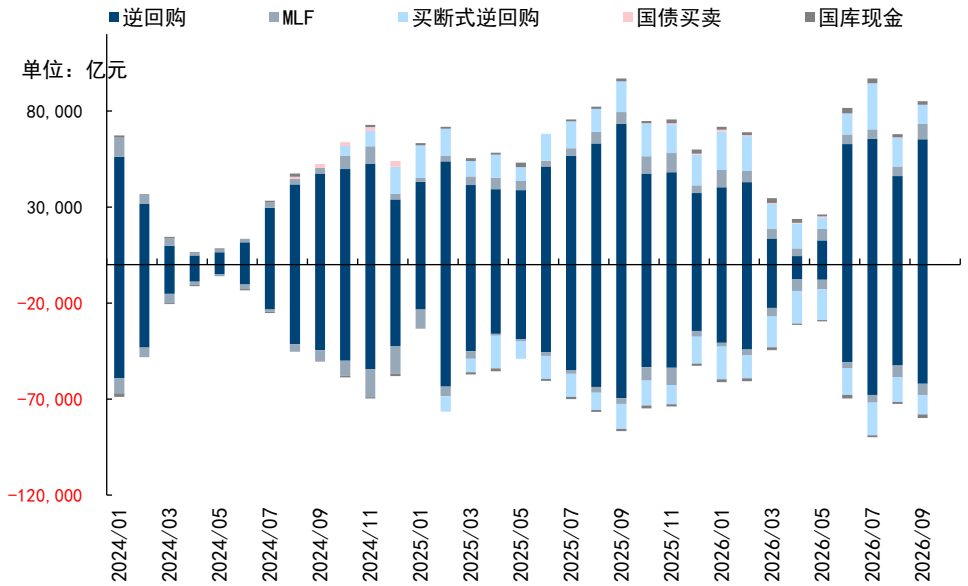
仅供内部参考，请勿外传

9月流动性环境

➢ 央行延续净投放：

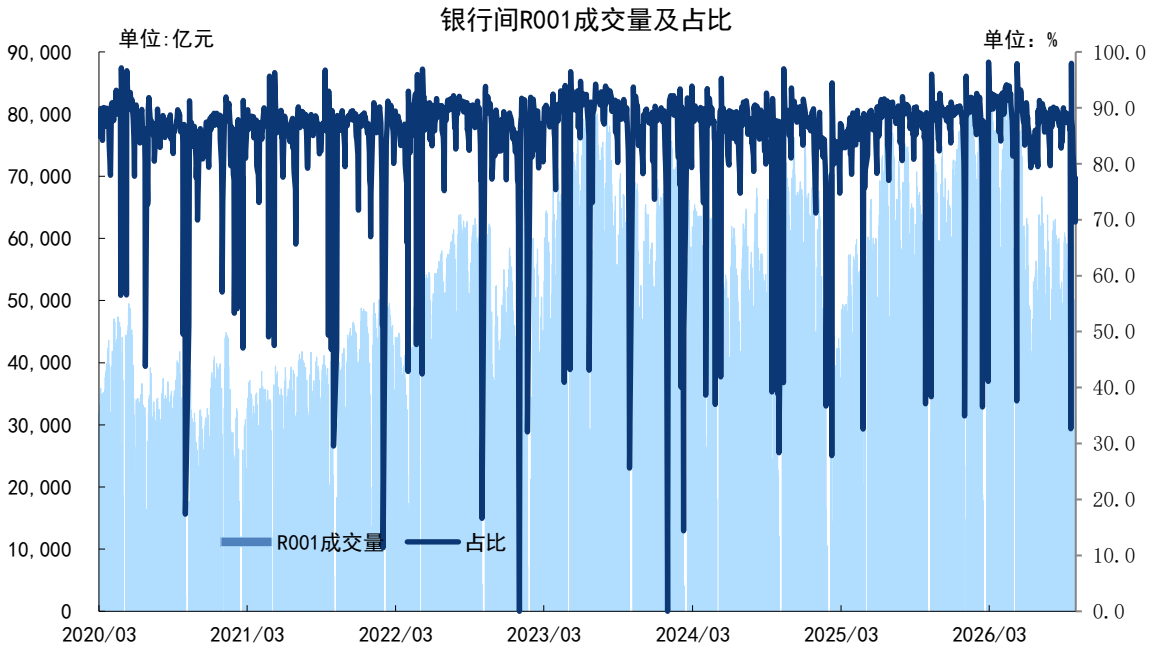
- ✓ 央行操作：9月央行通过公开市场操作（包括逆回购、买断式逆回购、MLF、国债买卖和国库现金）合计投放了6,140亿元流动性，其中MLF净投放规模扩大、买断式逆回购净投放规模收窄；
- ✓ 成交量：9月银行间隔夜成交量和占比较上月均有所回落；

图1：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2：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

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 9月货币市场流动性整体回顾
- 9月货币市场价格指标
- 9月货币市场量指标

2. 9月超额存款准备金率测算与分析
- 五因素超储率测算模型
- 9月超额存款准备金率

3. 10月超储率五因素综合测算
- 10月超储率五因素判断及综合测算

4. 核心结论与风险提示

仅供内部参考，请勿外传

五因素超储率测算模型

➢ 五因素流动性分析框架：

- ✓ 基于央行资产负债表恒等式，通过分析银行超额准备金的五个核心因素来跟踪超储率的变化；
- ✓ 基本定义：超储率=超额存款准备金÷一般性存款（缴准基数）；
- ✓ 核心公式：Δ超额准备金≈Δ外汇占款+Δ公开市场净投放－Δ政府存款－ΔM0－Δ法定存款准备金；

外汇占款	央行债权	政府存款	M0	法定存款准备金
定义：央行收购外汇资产，投放的本国货币。 机制：央行买入外汇（贸易顺差、外资流入）投放人民币，形成外汇占款；卖出则回。	定义：逆回购、MLF、再贷款等工具，对银行投放/回笼流动性。 机制：央行主动调节流动性的主渠道，投放增加超储，回笼减少超储。	定义：政府在央行账户的存款，源于税收和发债。 机制：具有“抽水”效应，缴税、发债减少超储，财政支出增加超储。	定义：流通于银行体系外的现金(M0)。 机制：居民/企业取现，资金从银行存款转为现金，离开银行体系；现金存入则回流，春节等节日需求大增时影响显著。	定义：银行按法定准备金率，将一般性存款的一部分缴存央行。 机制：降准释放超储增加流动性，升准冻结超储减少流动性。

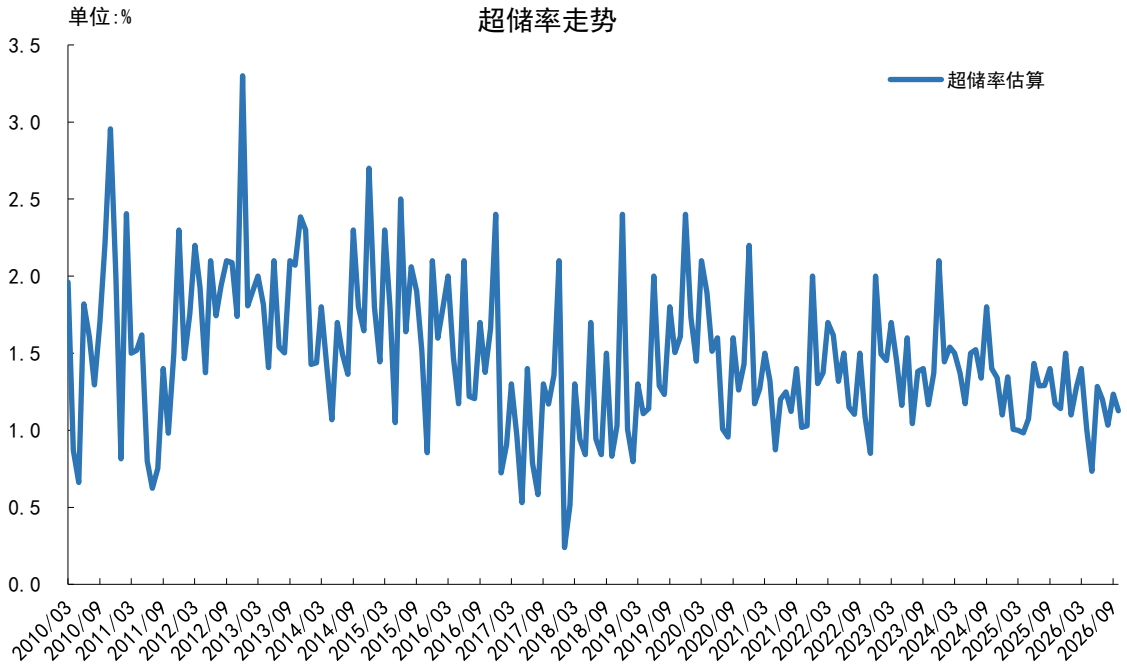
仅供内部参考，请勿外传

9月超额存款准备金率

➢ 9月央行公开市场净投放，政府支出提速，超额存款准备金率较上月回升：

- ✓ 9月央行公开市场净投放6,140亿元流动性。其中中期流动性方面，MLF净投放2,000亿、买断式逆回购净投放0亿元、国债买卖净投放100亿元，MLF净投放扩大，买断式逆回购净投放规模收窄；短端流动性方面，除了常规的7天逆回购，央行月末还使用了21,930亿临时隔夜逆回购工具平抑跨季末资金波动。
- ✓ 9月三季度末财政支出季节性增加，财政存款减少了4,360亿元。
- ✓ 综合五渠道后，预估9月超额存款准备金率为1.2%；

图3：超储率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 9月货币市场流动性整体回顾
- 9月货币市场价格指标
- 9月货币市场量指标

2. 9月超额存款准备金率测算与分析
- 五因素超储率测算模型
- 9月超额存款准备金率

3. 10月超储率五因素综合测算
- 10月超储率五因素判断及综合测算

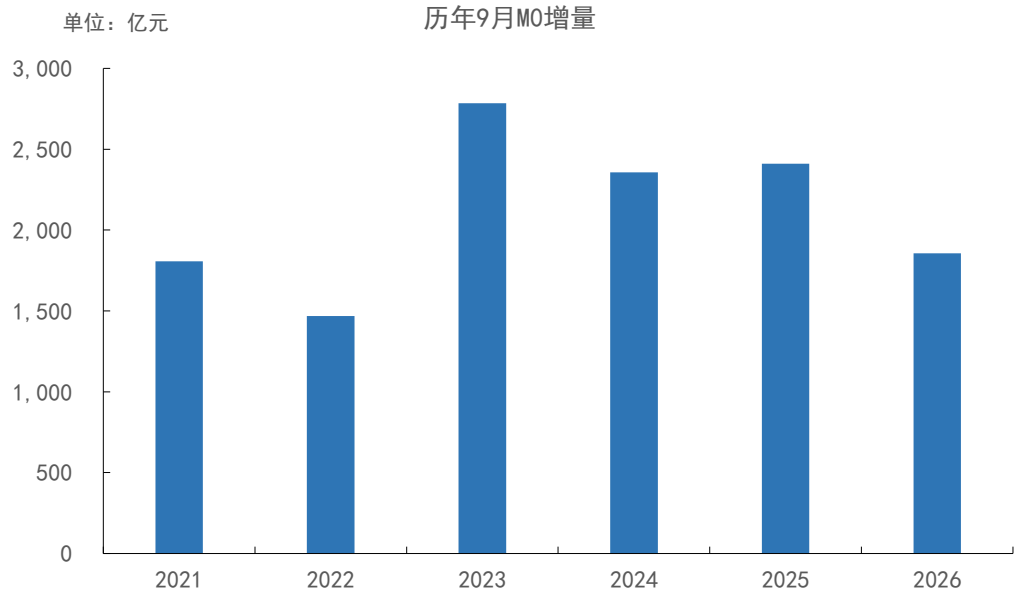
4. 核心结论与风险提示

仅供内部参考，请勿外传

五渠道之M0

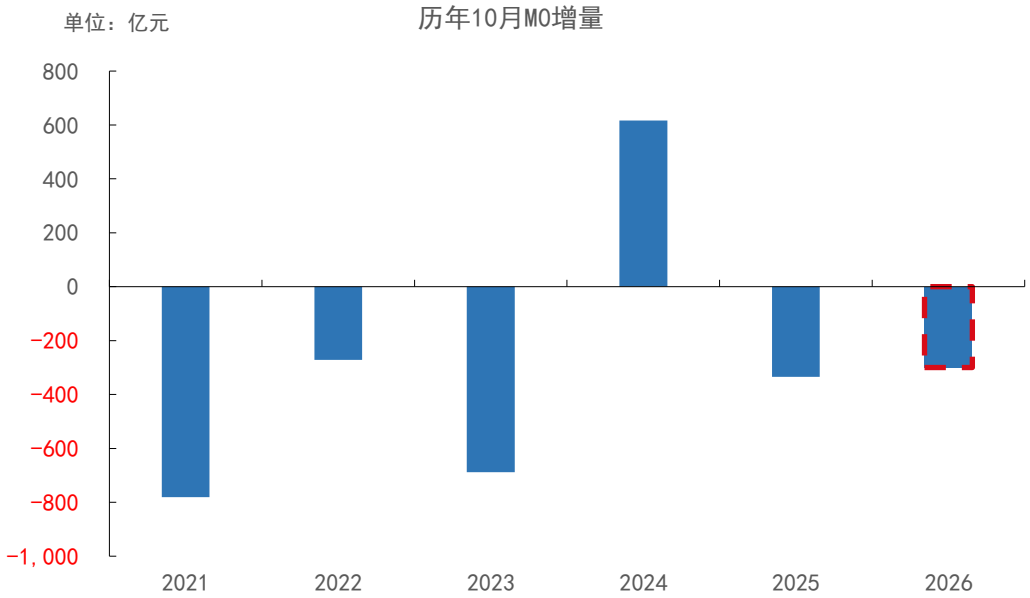
- △M0的季节性规律：
  - ✓ 9月M0增加了1,857亿；
  - ✓ 10月M0往往会季节性减少，预计10月M0增量为-300亿；

图4：历年9月M0增量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：历年10月M0增量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

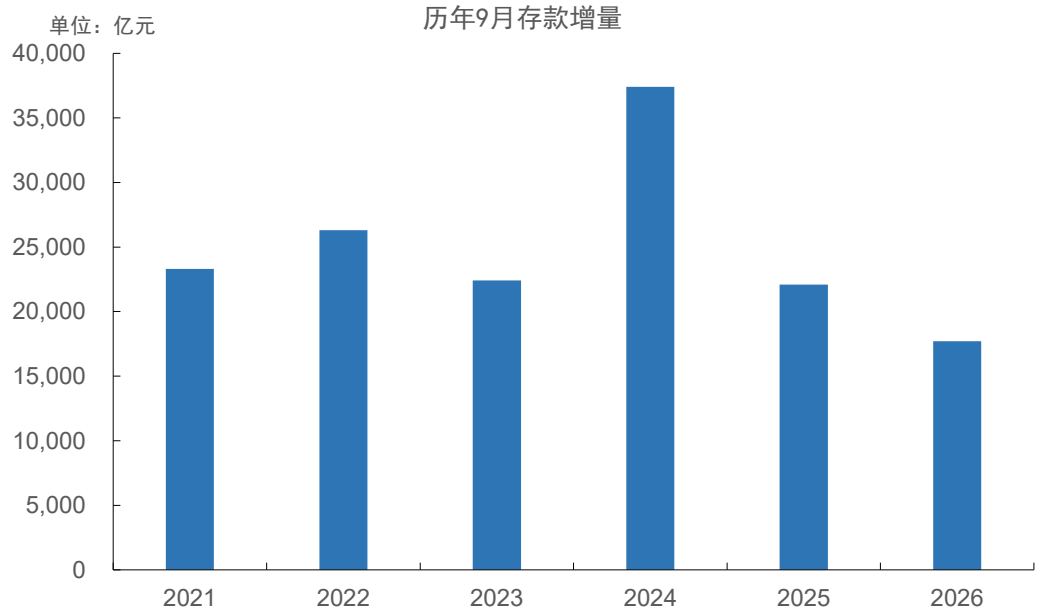
仅供内部参考，请勿外传

五渠道之法定存款准备金

➢ △法定存款准备金的季节性规律：

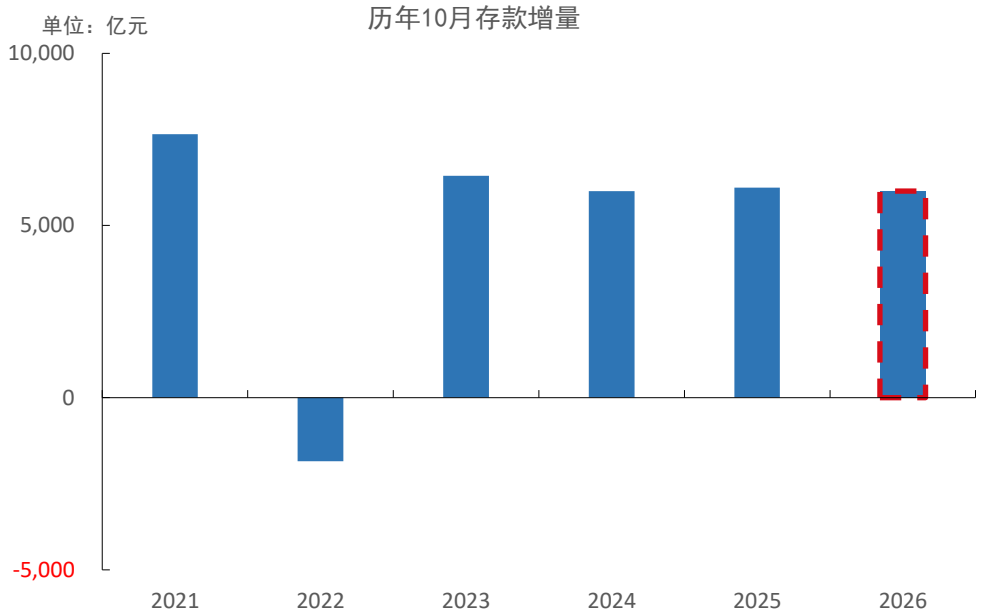
- ✓ 9月季末存款增量往往增加，但今年银行冲存款需求回落，存款增量低于往年同期，9月存款增加了17,700亿元，使存款准备金增加了1,097亿元；
- ✓ 往年10月存款往往有所回落，但近两年季末银行并未大幅冲存款，因此10月存款也相对平稳，预计10月存款增加6,000亿元，将使法定存款准备金增加372亿；

图6：历年9月存款增量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：历年10月存款增量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

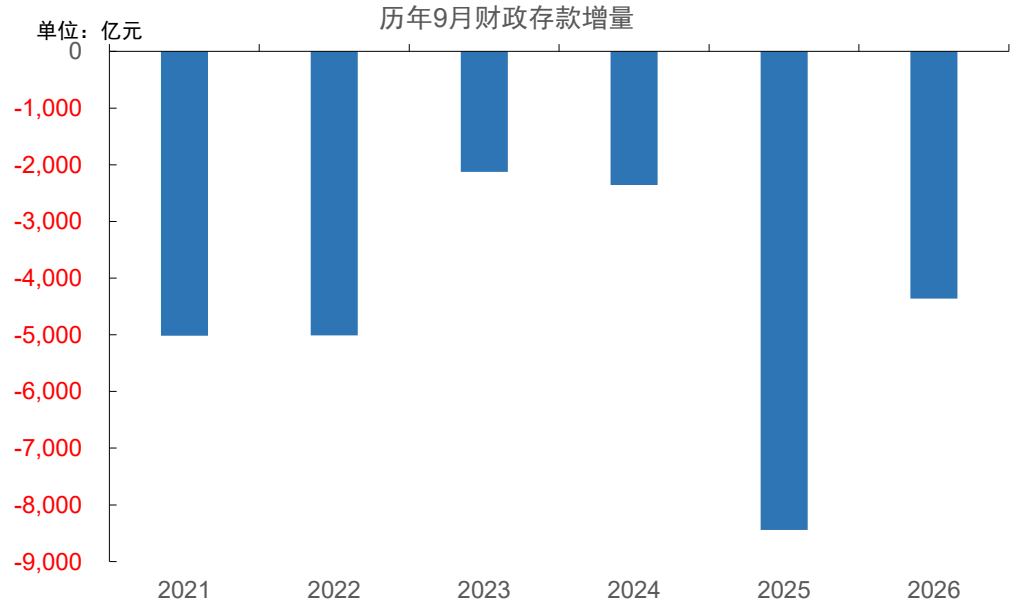
仅供内部参考，请勿外传

五渠道之财政存款

➢ △财政存款的季节性规律：

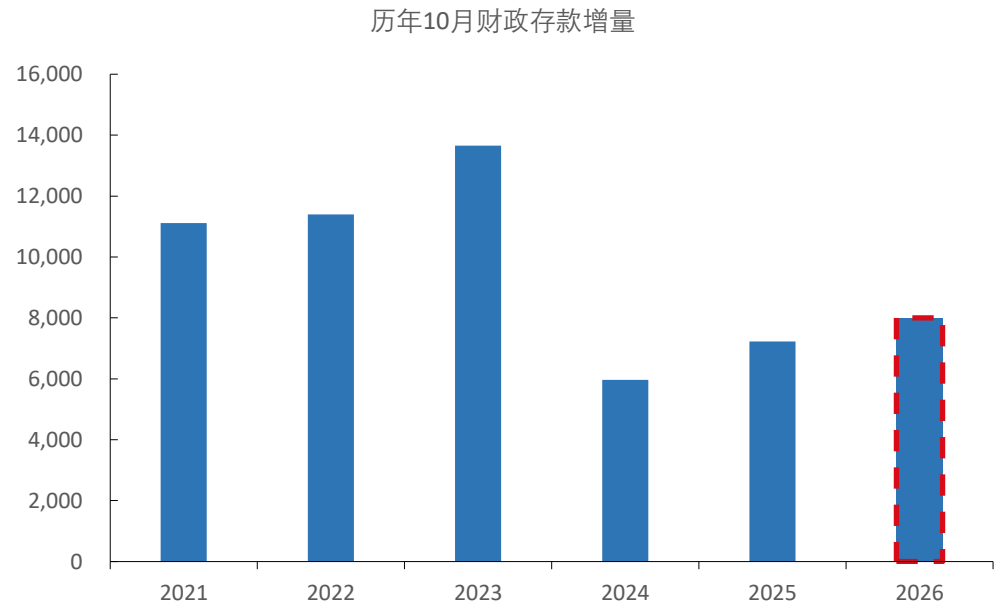
- ✓ 9月季末是财政支出大月，财政存款合计减少了4,360亿元；
- ✓ 今年上半年政府债发行速度偏慢，四季度是政府债发行高峰，预计10月财政存款增加8,000亿元；

图8：历年9月财政存款增量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：历年10月财政存款增量



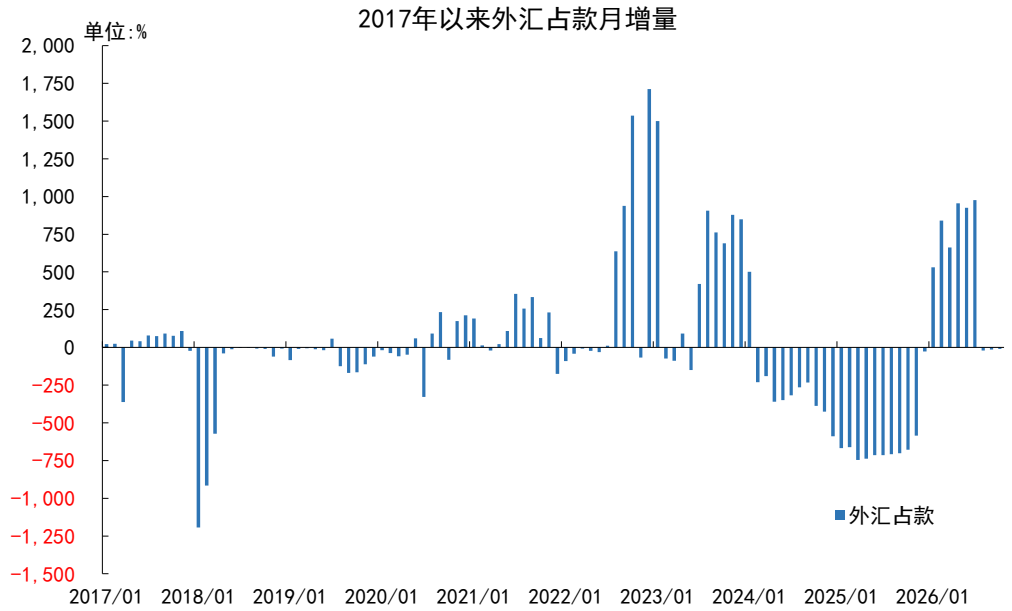
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

五渠道之外汇占款

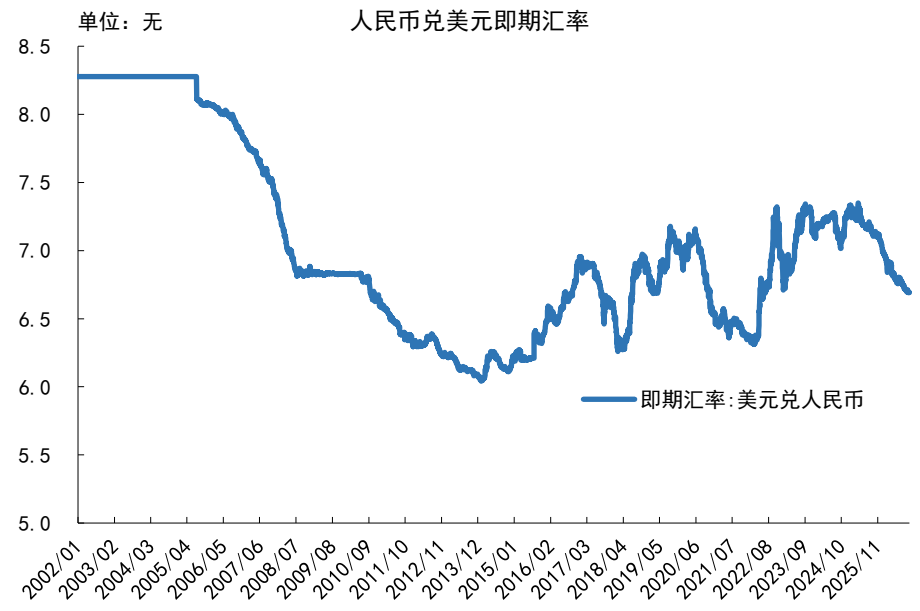
- △外汇占款：
  - ✓ 9月人民币升值预期降温，外汇占款减少11亿元；
  - ✓ 10月人民币预期汇率稳定，预计外汇占款减少10亿元；

图10：2017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11：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

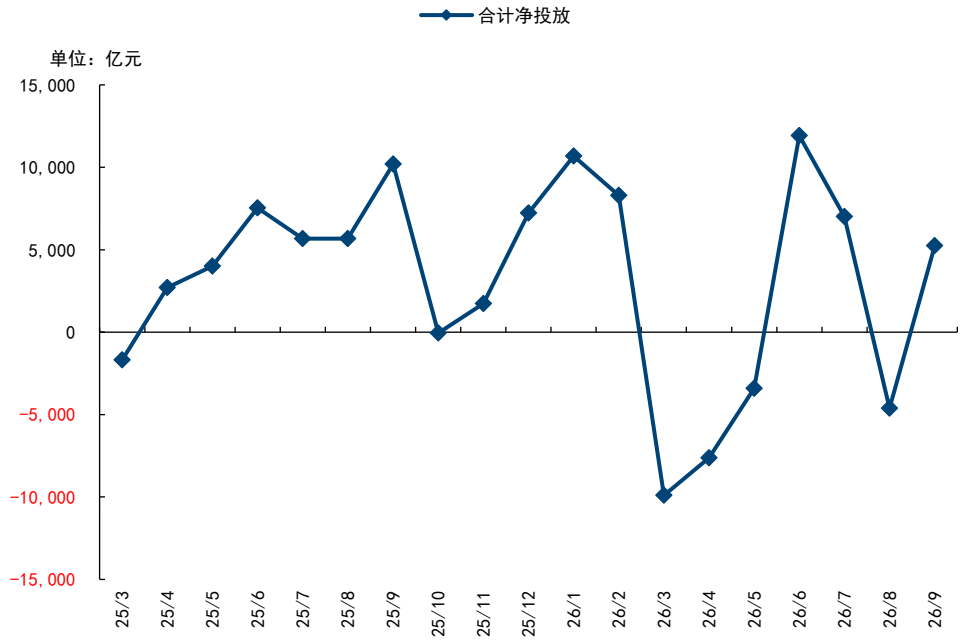
仅供内部参考，请勿外传

五渠道之公开市场

➢ 10月资金价格整体平稳，央行预计将继续公开市场净投放：

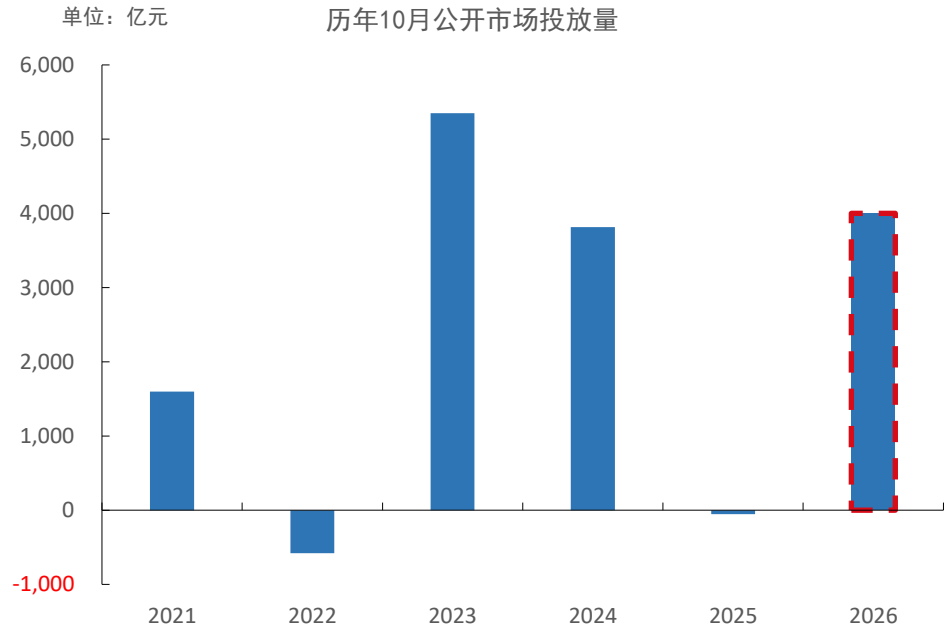
- ✓ 由于财政存款、M0、存款等存在明显的季节性规模，为了平抑资金面的剧烈波动，央行往往通过公开市场进行反向对冲；
- ✓ 10月初跨季后央行公开市场持续净回笼，但临近税期转为净投放，并通过两笔买断式逆回购合计净投放了4,000亿，也是连续三个月净投放中期流动性后继续大额净投放，跨过税期后央行预计继续公开市场投放流动性，预计累计净投放4,000亿元。综合五渠道变化后，10月超额存款准备金率预估为1.1%。

图12：央行月度净投放规模



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图13：历年10月公开市场投放量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 9月货币市场流动性整体回顾
- 9月货币市场价格指标
- 9月货币市场量指标

2. 9月超额存款准备金率测算与分析
- 五因素超储率测算模型
- 9月超额存款准备金率

3. 10月超储率五因素综合测算
- 10月超储率五因素判断及综合测算

4. 核心结论与风险提示

仅供内部参考，请勿外传

主要结论

- 9月，市场资金利率围绕政策利率中枢平稳运行，波动维持低位。央行依托公开市场操作、MLF及临时性隔夜逆回购工具灵活调节流动性，DR001稳定在1.40%附近窄幅运行，跨季等关键时点的利率震荡幅度保持收敛。
- 9月央行MLF净投放规模扩大，10月公开市场也继续大额净投放，延续中期流动性净投放态势，市场对于资金面收紧的担忧持续消退。
- 受央行公开市场净投放、季末财政支出提速共同带动，9月超储率回升至1.2%。
- 展望10月，财政部安排使用5500亿元地方政府债务结存限额，央行超额续作2000亿买断式对冲，预计当月超储率小幅回落至1.1%，整体资金利率维持低位、低波动运行。

仅供内部参考，请勿外传

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；

仅供内部参考，请勿外传

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。

仅供内部参考，请勿外传

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