

资金先松后紧叠加 MLF 到期扰动，收益率曲线整体下行

——债市周评（2026年5月18日-5月22日）

摘要

本周（5月18日-22日）债市整体偏强，收益率曲线多数下行。周一至周二受资金面宽松及4月经济数据提振，现券收益率明显走低，10年期国债一度下探至1.73%附近；周三至周四市场进入横盘震荡，超长端表现偏弱；周五午后回暖，30年期国债期货领涨。全周来看，1年期国债收益率下行约2.8BP至1.17%，10年期国债收益率下行约0.9BP至1.75%，超长特别国债30年期收益率下行约2.1BP至2.23%。资金面前松后紧，央行全周逆回购净投放3015亿元，但MLF到期5000亿元形成扰动。5月LPR报价维持不变（1年期3.0%、5年期3.5%），连续12个月持平。首期中央金融机构注资特别国债（3000亿元）于周五启动发行，市场关注其供给影响。

一、资金面

（一）公开市场操作

本周央行累计开展7天期逆回购操作3045亿元，操作利率维持1.40%不变。具体来看：周一（5月18日）操作10亿元，完全对冲当日到期量；周二（5月19日）操作5亿元，完全对冲到期量；周三（5月20日）操作500亿元，净投放495亿元；周四（5月21日）操作1000亿元，净投放995亿元；周五（5月22日）操作1530亿元，净投放1525亿元。全周逆回购到期30亿元，净投放3015亿元。此外，本周有5000亿元MLF到期，央行于5月22日公告将于25日续作6000亿元MLF（加量1000亿元），全口径下本周资金净回笼约1985亿元。央行操作呈现“前低后高”特征，周三起显著放量，全周流动性合理充裕。

央行于5月22日公告，将于5月25日以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展6000亿元MLF操作。5月有5000亿元MLF到期，本次加量续作1000亿元，而4月为缩量2000亿元，MLF操作规模环比扩大，有助于维护银行体系流动性合理充裕。

(二) 资金利率

本周资金利率整体呈“前松后紧”格局。周一至周四，DR001在1.26%-1.29%区间窄幅波动，DR007维持在1.32%-1.33%附近，资金面延续宽松态势；周五资金利率明显抬升，DR001上行至1.32%，DR007升至1.36%，显示月末因素及MLF到期扰动下资金面边际收敛。

日期	DR001(%)	DR007(%)	R001(%)	R007(%)
5月15日(前周五)	1.266	1.322	1.298	1.359
5月18日(周一)	1.266	1.328	1.298	1.359
5月19日(周二)	1.267	1.321	1.303	1.357
5月20日(周三)	1.287	1.329	1.319	1.360
5月21日(周四)	1.290	1.328	1.325	1.366
5月22日(周五)	1.323	1.363	1.361	1.383
周度变动(BP)	15.7	14.1	16.3	12.4

数据来源：Wind、中国货币网。注：红色↑表示利率上行(涨)，绿色↓表示利率下行(跌)。R001/R007为银行间质押式回购加权利率。

(三) 同业存单

本周同业存单发行总额5563.90亿元，到期3228.50亿元，净融资2235.40亿元，供给环比明显放量。利率方面，短端存单利率小幅下行，长端略有上行。1个月期AAA存单收益率周度均值下行约0.6BP至1.28%附近，3个月期上行约0.1BP至1.54%左右，1年期上行约0.4BP至1.68%附近，仍低于同期限MLF利率(2.00%)约32BP。整体来看，银行负债端压力可控，存单利率维持低位震荡。

期限	周度均值变动(BP)	最新收益率(%)	较 MLF 利差(BP)
1 个月(AAA)	↓0.6	1.28	-72
3 个月(AAA)	↑0.1	1.54	-46
6 个月(AAA)	↑0.3	1.58	-42
9 个月(AAA)	↑1.4	1.64	-36
1 年(AAA)	↑0.4	1.68	-32

数据来源：Wind、中国货币网。MLF 利率为 1 年期 2.00%。

二、经济数据与政策事件

(一) 4 月宏观经济数据发布

5 月 18 日（周一），国家统计局公布 2026 年 1-4 月国民经济运行数据。1-4 月全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，其中 4 月单月增长 4.1%，较 3 月回落 1.6 个百分点，季调环比 0.05%。1-4 月社会消费品零售总额同比增长 1.9%，4 月单月增长 0.2%，环比下降 0.48%，消费延续修复步伐。1-4 月固定资产投资（不含农户）同比下降 1.6%，其中房地产开发投资下降 13.7%，制造业投资增长 1.2%，基础设施投资增长 4.3%。进出口方面，1-4 月货物进出口总额同比增长 14.9%，其中出口增长 11.3%，进口增长 20.0%。总体来看，4 月部分指标增速呈现阶段性分化，经济运行处于持续修复的过程中。偏中性的经济数据为债市提供了基本面支撑。

(二) 5 月 LPR 报价持平

5 月 20 日（周三），中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新贷款市场报价利率（LPR）：1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%，均与上月持平，LPR 已连续 12 个月保持不变。尽管近期银行负债成本有所下行，但在银行净息差压力仍存、政策利率未调整的背景下，LPR 下调空间有限。

(三) 首期中央金融机构注资特别国债发行

5 月 22 日（周五），2026 年首期中央金融机构注资特别国债正式启动发行。本轮发行总规模 3000 亿元，分两批进行：5 月 22 日发行 5 年期品种，6 月 12 日发行 7 年期品种，付息方式为按年付息。这是继 2025 年首批 5000 亿元特别国债注资中国银行、建设

银行、交通银行、邮储银行后，国有大行第二轮专项资本补充。有市场机构测算，本次3000亿元注资有望撬动较大规模资产扩张空间。市场关注特别国债供给对长端利率的潜在扰动。

（四）其他政策动态

5月20日，证监会受理南方、华夏、中金、易方达四家基金公司中证REITs全收益指数产品申请，政策意图为以增量资金预期对冲REITs供给压力，稳市信号明确。同日，财政部招标发行3个月期（91天）及6个月期（182天）贴现国债，加权中标收益率分别为0.9287%和0.9916%，全场倍数分别为3.64倍和3.28倍，需求尚可。此外，一级市场方面，农发行周三招标3年期和10年期固息债，中标利率分别为1.4354%和1.7944%，全场倍数分别达6.03倍和5.36倍，机构配置需求旺盛。

三、债市行情

（一）整体走势

本周利率债市场表现偏强，收益率曲线整体下行，长端表现略好于中短端。10年期国债收益率全周下行约0.9BP至1.75%，超长特别国债30年期收益率下行约2.1BP至2.23%。周初受4月经济数据偏弱及资金面宽松提振，收益率快速下行；周中市场进入横盘整理，超长端出现阶段性回调；周五午后在MLF加量续作预期及配置盘支撑下回暖。国债期货方面，主力合约全周多数收涨，30年期主力合约表现相对突出。

（二）关键期限收益率变动

以下为本周各关键期限国债、国开债收益率及变动情况（单位：%）：

期限	5月15日 (前周五)	5月18日 (周一)	5月19日 (周二)	5月20日 (周三)	5月21日 (周四)	5月22日 (周五)	周度变动 (BP)
国债 1Y	1.199	1.199	1.186	1.170	1.167	1.171	↓2.8
国债 3Y	1.292	1.288	1.286	1.280	1.282	1.294	↑0.2
国债 5Y	1.465	1.452	1.437	1.432	1.439	1.452	↓1.3
国债 10Y	1.760	1.759	1.733	1.738	1.747	1.750	↓1.0

超长特别 国债 30Y	2.252	2.244	2.225	2.233	2.233	2.231	↓2.1
国开债 10Y	1.822	1.822	1.813	1.810	1.818	1.821	↓0.1

数据来源：Wind、中证指数公司、中国货币网。30 年期国债为超长特别国债品种。周度变动为 5 月 22 日与 5 月 15 日（前周五）比较。

（三）逐日复盘

【周一·5 月 18 日】债市“先弱后强”，期现券午后回暖。国债期货主力合约全线收涨，30 年期涨 0.08%报 112.8，10 年期涨 0.09%报 108.96，5 年期涨 0.07%报 106.465，2 年期涨 0.03%报 102.648。银行间现券收益率午后回落 1BP 左右，30 年期国债活跃券（26 超长特别国债 02）下行 0.95BP 至 2.246%，10 年期国开债（25 国开 20）下行 1BP 至 1.826%。央行开展 10 亿元逆回购，完全对冲到期量。当日公布 4 月经济数据，工业增加值、社零等指标偏弱，对债市形成支撑。Shibor1 个月期报 1.386%，创 2020 年 5 月以来新低。

【周二·5 月 19 日】债市延续偏强，国债期货全线收涨。30 年期主力合约涨 0.56%报 113.43，涨幅居首；10 年期涨 0.15%报 109.11，5 年期涨 0.06%报 106.525，2 年期涨 0.02%报 102.666。现券收益率普遍下行约 1BP，30 年期国债下行 1.8BP 至 2.225%，10 年期国债下行 0.95BP 至 1.737%，10 年期国开债下行 1.3BP 至 1.812%。央行开展 5 亿元逆回购，完全对冲到期量。资金面延续宽松，Shibor 短端品种全线下行。机构普遍认为当前宽松资金面系前期持续投放的滞后显现，处于流动性“从投放到常态化”的过渡阶段。一级市场方面，国开行 3 年期和 10 年期金融债招标，全场倍数分别达 3.26 倍和 4.79 倍，需求旺盛。

【周三·5 月 20 日】债市横盘整理，振幅普遍在 0.5BP 以内。国债期货主力多数小幅收涨，10 年期涨 0.01%报 109.11，5 年期涨 0.03%报 106.565，2 年期涨 0.02%报 102.688。现券收益率基本持稳，超长端表现偏弱，30 年期国债上行 0.6BP 至 2.233%。央行开展 500 亿元逆回购，净投放 495 亿元，单日操作量放大至 500 亿元。Shibor 短端品种集体上行，隔夜上行 2.1BP 至 1.286%，7 天期上行 1.9BP 至 1.339%。当日公布 5

月 LPR 报价，1 年期和 5 年期以上分别维持 3.0%和 3.5%不变，符合市场预期。财政部同日招标 30 年期国债，中标利率 2.2315%，全场倍数 3.13 倍。证监会受理四家基金公司 REITs 指数产品申请，被市场视为稳市信号。

【周四·5 月 21 日】债市延续偏弱整理，国债期货全线收跌。30 年期主力合约跌 0.21%报 113.12，10 年期跌 0.13%报 108.985，5 年期跌 0.07%报 106.495，2 年期跌 0.02%报 102.668。银行间现券收益率小幅上行 0.5BP 左右，10 年期国债上行 0.45BP 至 1.7455%，10 年期国开债上行 0.15BP 至 1.816%。央行开展 1000 亿元逆回购，净投放 995 亿元，操作量进一步放大。资金利率部分回落，DR007 下行至 1.33%附近。市场在宏观数据等待更多验证、债市窄幅震荡、多空博弈的背景下，资金面边际变化成为主要关注点。

【周五·5 月 22 日】债市午后回暖，期现券回归平盘附近整理。30 年期主力合约涨 0.19%报 113.26 领涨，10 年期微跌 0.04%报 108.93，5 年期微跌 0.03%报 106.455，2 年期微跌 0.01%报 102.652。银行间现券收益率普遍在 0.5BP 以内窄幅波动，10 年期国债上行 0.15BP 至 1.746%，超长特别国债 30 年期下行 0.05BP 至 2.231%。央行开展 1530 亿元逆回购，净投放 1525 亿元，全周逆回购净投放达 3015 亿元。短端资金利率全面上行，DR001 上行至 1.32%，DR007 升至 1.36%，资金面边际收敛。首期中央金融机构注资特别国债（3000 亿元）正式发行，市场关注供给冲击。央行同日公告，将于 5 月 25 日续作 MLF 6000 亿元（加量 1000 亿元），释放维稳信号。财政部同日招标 3 年期和 5 年期国债，中标利率分别为 1.26%和 1.4197%。

（四）国债期货

本周国债期货整体偏强，10 年期主力合约 T2606 周涨幅约 0.14%，报 108.93 元；30 年期主力合约（主力切换至 TL2609）全周表现相对突出，主要受基本面偏弱及配置需求支撑。成交量方面，期货市场交投活跃度较上周有所回升。技术面上，10 年期主力合约

在 109 元附近形成短期支撑，超长端合约在急涨后出现技术性回调，但整体上行趋势未破。

合约	周一收盘	周二收盘	周三收盘	周四收盘	周五收盘	周涨跌
2 年期 (TS2606)	102.648	102.666	102.688	102.668	102.652	+0.02%
5 年期 (TF2606)	106.465	106.525	106.565	106.495	106.455	+0.05%
10 年期 (T2606)	108.960	109.110	109.110	108.985	108.930	+0.06%
30 年期(主力)	112.800	113.430	113.360	113.120	113.260	+0.64%

数据来源：新华财经。30 年期主力合约本周由 TL2606 切换至 TL2609，周涨跌以活跃合约为准。

（五）信用债

本周非金融信用债发行 182 只，金额合计 1653.35 亿元，环比大幅增加 171.67%，节后供给集中释放。AAA 评级继续贡献多数发行量，其中 5 年及以上 AAA 评级发行 593.05 亿元，1-5 年 AAA 评级 417.49 亿元，1 年及以下 AAA 评级 321.50 亿元。信用利差方面，AAA 级信用债平均票面利率 1.78%，较上周下行 14.4BP；AA+级平均票面利率 1.97%，下行 24.2BP；AA 及以下平均票面利率 2.33%，上行 18.9BP，中低评级走势分化。整体来看，高等级信用债受益于配置需求及利率下行环境，表现较好。

（六）海外债市

本周美债市场承压震荡。美国 4 月 CPI 与 PPI 数据仍处较高区间，市场对美联储后续货币政策路径存在分歧，加息预期有所升温。10 年期美债收益率在 4.55%-4.60%区间波动，5 月 22 日报 4.57%，较前周小幅回落。中美国债 10 年期利差维持在约 2.82 个百分点附近，整体变化不大。有市场机构提示，需关注油价上行及通胀压力对美债利率的上行风险。部分市场人士认为，若美联储加息预期出现调整，中资美元债或迎来估值修复机会。

四、后市预期

（一）利多因素

1. 基本面支撑：4月工业增加值、社零等经济指标增速有所分化，房地产开发投资持续经历结构调整，经济整体延续平稳修复态势，为债市提供基本面支撑。
2. 货币政策取向稳健：央行周三起加大逆回购投放力度，并于周五公告MLF加量续作1000亿元，有助于维护流动性合理充裕。在经济延续修复的背景下，货币政策保持稳健取向。
3. 机构配置需求旺盛：银行负债成本持续下行（存款利率下调效应逐步显现），配债需求增加。一级市场投标倍数维持高位，显示配置力量仍然强劲。
4. 外部因素：中美经贸关系及外部环境存在一定不确定性，可能影响经济预期，进而对国内债市产生支撑。

（二）利空因素

1. 供给压力：特别国债（3000亿元）及地方政府专项债发行提速，5-6月利率债供给高峰可能对市场形成阶段性扰动。
2. 资金面边际收敛：月末及跨半年因素叠加，DR007已从1.32%升至1.36%，若央行对冲力度不及预期，资金面可能进一步收敛。
3. 收益率已处低位：10年期国债收益率已降至1.75%附近，进一步大幅下行空间有限，10年期国债突破1.7%可能需要总量货币政策进一步放松触发。
4. 外部风险：海外主要经济体通胀走势及货币政策路径存在变数，若通过输入性渠道影响国内，可能对货币政策空间形成一定约束。

（三）策略建议

综合来看，当前债市处于“流动性平稳+基本面偏弱+配置需求旺盛”的有利环境中，但收益率已处于历史低位，进一步下行需要更强催化。建议：

1. 久期策略：维持中性偏长，关注 10 年期国债在 1.75%附近的配置价值，在 1.70%-1.80%区间内灵活操作。超长端（30 年）供给高峰期后可关注回调后的配置机会。

2. 杠杆策略：月末资金面或有扰动，建议适当控制杠杆水平，关注央行 MLF 续作后资金面改善情况。若 DR007 回落至 1.30%以下，可适度提升杠杆。

3. 品种选择：利率债仍为底仓首选，关注 3-5 年期品种的骑乘收益。信用债方面，高等级短久期信用债仍有配置价值，中低评级信用债需关注信用风险溢价走阔风险。

4. 风险提示：密切关注 5 月 PMI 数据（预计 5 月 31 日发布）、海外通胀走势及地缘政治风险，注意月末资金面波动及特别国债供给节奏带来的交易机会与风险。

数据来源

Wind 金融终端、新华财经、中国人民银行官网、中国货币网（chinamoney.com.cn）、中国债券信息网、国家统计局官网、全国银行间同业拆借中心。

免责声明：本报告仅供内部参考，不构成任何投资操作建议。