

隔夜逆回购护航跨季，超长端承压曲线上移

——债市周评（2026 年 6 月 29 日-7 月 3 日）

摘要

本周（6 月 29 日-7 月 3 日）债市呈现先强后弱格局。央行隔夜逆回购工具首秀护航跨季平稳，周初债市走强；跨季后大额逆回购到期叠加超长特别国债续发招标偏弱，长端收益率显著上行。全周 1 年期国债收益率上行约 1.0BP 至 1.1392%，10 年期上行约 1.5BP 至 1.7463%，超长特别国债 30 年期上行约 5.1BP 至 2.2685%，超长端承压明显。央行全口径净回笼约 15870 亿元，7 月 3 日尾盘续作 3M 买断式逆回购净投放 2000 亿元。6 月制造业 PMI 重返扩张区间至 50.3%，经济景气水平有所回升。

一、资金面

（一）公开市场操作

本周央行公开市场操作力度前松后紧，全口径净回笼 15870 亿元。周一（6 月 29 日）央行以固定利率、数量招标方式开展 1575 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.40% 不变；同时首次开展 3000 亿元隔夜逆回购操作，这是该工具的正式首秀。当日有 4765 亿元 7 天期逆回购到期，全口径单日净回笼 190 亿元。周二（6 月 30 日）央行开展 695 亿元 7 天期逆回购，加码 6000 亿元隔夜逆回购，当日有 5245 亿元 7 天期逆回购及 3000 亿元隔夜逆回购到期，全口径净回笼 1550 亿元。隔夜逆回购跨季两日合计投放 9000 亿元，有效稳定了季末资金面。跨季后，周三（7 月 1 日）面临 7 天逆回购到期 6625 亿元及隔夜逆回购到期 6000 亿元的“双重到期”压力，合计到期 12625 亿元，为今年以来次高，央行仅续作 1000 亿元 7 天逆回购，单日净回笼 11625 亿元，资金面承压明显，DR001 跳升至 1.42% 附近。周四（7 月 2 日）央行开展 2885 亿元 7 天逆回购，到期 3705 亿元，净回笼 820 亿元，到期压力边际递减，资金利率缓步回落。周五（7 月 3 日）央行开展 630 亿元 7 天逆回购，到期 2315 亿元，净回笼 1685 亿元。同日尾盘央行公告续作 10000 亿元 3 个月期买断式逆回购，到期 8000 亿元，净投放 2000 亿元，结束了 3 月以来买断式逆回购连续缩量的态势，释放中期流动性呵护信号。全周 7 天期逆回购合计操作 6785 亿元，到期 22655 亿元，净回笼 15870 亿元；隔夜逆回购合计操作 9000 亿元，到期 9000 亿元，净投放为零。全口径公开市场净回笼约 15870 亿元。

日期	星期	7 天逆回购操作（亿元）	隔夜逆回购操作（亿元）	7 天逆回购到期（亿元）	隔夜逆回购到期（亿元）	全口径净投放（亿元）
6 月 29 日	周一	1575	3000	4765	—	-190

6月30日	周二	695	6000	5245	3000	-1550
7月1日	周三	1000	—	6625	6000	-11625
7月2日	周四	2885	—	3705	—	-820
7月3日	周五	630	—	2315	—	-1685
合计	—	6785	9000	22655	9000	-15870

注：7月3日另续作3M买断式逆回购10000亿元（到期8000亿元，净投放2000亿元），未计入上表。数据来源：Wind、央行官网

（二）资金利率

本周银行间资金面呈现“跨季平稳→跨季初承压→缓步宽松”的三段式走势。周一（6月29日）隔夜逆回购首秀落地，DR001报1.3535%，较上周五（6月26日）的1.3702%下行1.67BP，DR007报1.4531%，较上周五的1.4672%下行1.41BP，资金面平稳偏松。周二（6月30日）为跨季当日，隔夜逆回购加码至6000亿元，DR001微升至1.3626%，DR007升至1.4587%，但R001跳升至1.5029%，R007升至1.5268%，非银融资成本明显抬升，分层现象加剧。跨季当日DR001仅较前日上行0.9BP，远低于2025年以来其余季末隔夜资金超7BP的平均升幅，隔夜逆回购工具护航效果显著。周三（7月1日）为跨季后首日，逆回购合计到期12625亿元，DR001跳升至1.4153%，较前日上行5.27BP，DR007持稳于1.4537%，资金面明显承压。周四（7月2日）到期压力递减，DR001回落至1.4048%，DR007降至1.4278%。周五（7月3日）资金面进一步宽松，DR001降至1.3608%，DR007降至1.3924%。全周来看，DR001由上周五1.3702%下行至1.3608%，累计下行0.94BP；DR007由1.4672%下行至1.3924%，大幅下行7.48BP。Shibor隔夜由1.371%微降至1.369%，下行0.2BP；Shibor1周由1.467%降至1.396%，下行7.1BP。

日期	星期	DR001 (%)	DR007 (%)	R001 (%)	R007 (%)	Shibor 隔夜 (%)	Shibor 1周 (%)
6月29日	周一	1.3535	1.4531	1.3958	1.5023	1.356	1.450
6月30日	周二	1.3626	1.4587	1.5029	1.5268	1.360	1.458
7月1日	周三	1.4153	1.4537	1.4696	1.4964	1.403	1.463
7月2日	周四	1.4048	1.4278	1.4364	1.4837	1.406	1.437
7月3日	周五	1.3608	1.3924	1.3861	1.4225	1.369	1.396

数据来源：Wind、中国货币网

（三）同业存单

本周同业存单市场收益率整体下行，短端下行幅度较大。AAA 级 1 年期同业存单到期收益率由上周五（6 月 26 日）的 1.485%下行至 7 月 3 日的 1.465%，全周下行 2.0BP。3 个月期到期收益率由 1.4321%下行至 1.4051%，下行 2.70BP，短端下行幅度更大。9 个月期到期收益率由 6 月 29 日的 1.47%下行至 1.45%，下行 2.0BP。从周内走势看，6 月 29 日跨季前存单利率下行，6 月 30 日受跨季因素影响小幅上行，7 月 1 日跨季后首日存单利率跳升，1Y 由 1.4668%升至 1.4812%，随后 7 月 2-3 日逐步回落。一级市场方面，本周同业存单发行 2700 亿元，净融资-168 亿元，加权发行利率 1.45%，较前一周下行 2.4BP。国有行 1Y 存单加权平均发行利率 1.49%，股份行 1.48%，均较前一周小幅下行。发行期限进一步压缩，加权发行期限 5.9 个月，前一周为 7.2 个月。

日期	星期	AAA 级 1Y 存单 到期收益率（%）	AAA 级 3M 存单 到期收益率（%）	AAA 级 9M 存单 到期收益率（%）
6 月 29 日	周一	1.4700	1.4183	1.4700
6 月 30 日	周二	1.4668	1.4100	1.4650
7 月 1 日	周三	1.4812	1.4209	1.4772
7 月 2 日	周四	1.4700	1.4113	1.4606
7 月 3 日	周五	1.4650	1.4051	1.4500

数据来源：Wind（M1004902/M1004899/M1004901 指标）、中国货币网

二、经济数据与政策事件

本周重要的宏观数据为 6 月 PMI。6 月 30 日国家统计局发布数据显示，6 月份制造业采购经理指数（PMI）为 50.3%，比上月上升 0.3 个百分点，重返扩张区间，高于市场预期（50.1%）。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.7%，较上月下降 0.4 个百分点，仍高于临界点；中型企业 PMI 为 50.5%，较上月上升 1.9 个百分点；小型企业 PMI 为 48.2%，仍低于临界点。非制造业商务活动指数为 50.2%，较上月上升 0.1 个百分点，延续微幅扩张。综合 PMI 产出指数为 50.6%，较上月上升 0.1 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张略有加快。6 月 PMI 数据整体呈现结构性改善态势，制造业景气回升，但小型企业经营压力仍存，内需修复仍需巩固。

政策层面，本周最受市场关注的是隔夜逆回购工具的正式落地。6 月 29 日、30 日央行连续两个交易日开展隔夜逆回购操作，分别投放 3000 亿元和 6000 亿元，采用固定利率、数量招标方式，但央行未公布隔夜逆回购操作利率，仅披露操作量。有市场机构表示，隔夜逆回购工具当前定位或更偏向“按需启用”，而非“每日例行操作”，预计该工具将更多在税期、跨月（季）等关键时点启用。隔夜逆回购的隔夜到期特征有助于平滑季末时点资金利率的“凸点”效应，跨季当日 DR001 仅上行 0.9BP，远低于历史季末平均升幅，护航效果显著。然而，隔夜逆回购利率未公布引发市场分歧，

部分市场人士认为若利率定于 1.30%则释放偏宽信号，若定于 1.35%则基本符合预期，利率定价将成为后续债市关注的核心变量之一。

此外，7月3日尾盘央行公告续作 10000 亿元 3 个月期买断式逆回购，到期 8000 亿元，净投放 2000 亿元，结束了 3 月以来买断式逆回购连续缩量的态势。这一转向或传递两层信号：一是 DR001 和 DR007 均已回到 OMO 利率附近，继续缩量纠偏的必要性下降；二是经历 3 至 6 月中长期资金连续净回笼及跨季消耗后，市场流动性或已从过剩转入均衡，央行需适度超额投放回补缺口。

海外方面，本周美债收益率整体上行。7月2日（纽约尾盘）美国 10 年期国债收益率报 4.47%，较上周五（6月26日参考价 4.39%）上行约 8BP；30 年期美债收益率报 4.99%，较上周五上行约 13BP。7月3日为美国独立日假期，美债市场休市。中美 10 年期国债利差维持在约 272BP，外部利率环境对国内债市构成一定制约。

三、债市行情

（一）整体走势

本周债券市场呈现先强后弱走势，短端相对稳定而超长端显著承压。周一（6月29日）隔夜逆回购首秀落地叠加市场对跨季资金面预期改善，债市走强，10 年期国债下行至 1.7482%（中国货币网数据），30 年期国债期货主力合约上涨 0.12%。周二（6月30日）跨季当日非银融资成本抬升，R001 跳升至 1.50%以上，债市走弱，10 年期国债上行至 1.7523%，30 年期期货大跌 0.49%。周三（7月1日）跨季后大额逆回购到期 12625 亿元，资金面承压，债市明显降温，10 年期国债持稳于 1.7425%，但 30 年期期货续跌 0.34%。周四（7月2日）到期压力递减，资金利率缓步回落，债市小幅回暖，10 年期国债下行至 1.7369%。周五（7月3日）30 年期超长特别国债续发招标偏弱，超长端显著承压，30 年期国债收益率明显上行，30 年期国债期货跌 0.22%；短端则受益于资金面宽松而相对稳定。全周来看，中债国债到期收益率曲线整体上移：1 年期上行约 1.0BP 至 1.1392%，10 年期上行约 1.5BP 至 1.7463%，超长特别国债 30 年期上行约 5.1BP 至 2.2685%，超长端上行幅度最大，收益率曲线呈现平坦化上移特征。

信用债市场本周走势分化，中高等级短端表现相对稳健。中债中短期票据收益率曲线（AAA）1 年期上行约 2BP 至 1.51%附近，3 年期基本持平于 1.65%，5 年期下行约 1BP 至 1.79%。城投债方面，10 年期中高等级表现突出，但 1 年期城投债面临季末流动性溢价上升。一级市场发行节奏受跨季影响明显放缓，信用债净融资仅约 101 亿元。

（二）收益率曲线

本周国债收益率曲线整体上移，超长端上行幅度最大。1 年期国债收益率从 1.1292%上行至 1.1392%，上行 1.00BP；3 年期从 1.2890%上行至 1.2901%，上行 0.11BP；5 年期从 1.4350%上行至 1.4480%，上行 1.30BP；7 年期从 1.5650%上行至 1.5859%，上行 2.09BP；10 年期从 1.7314%上行至 1.7463%，上行 1.49BP；超长特别国债 30 年期从 2.2176%上行至 2.2685%，上行 5.09BP。国开债 10 年期从 1.7755%上行至 1.7925%，上行 1.70BP。从形态看，10-1Y 期限利差由 60.22BP 走阔至 60.71BP，30-10Y 期限利差由 48.62BP 走阔至 52.22BP，曲线整体平坦化上移，超长端调整幅度最大。

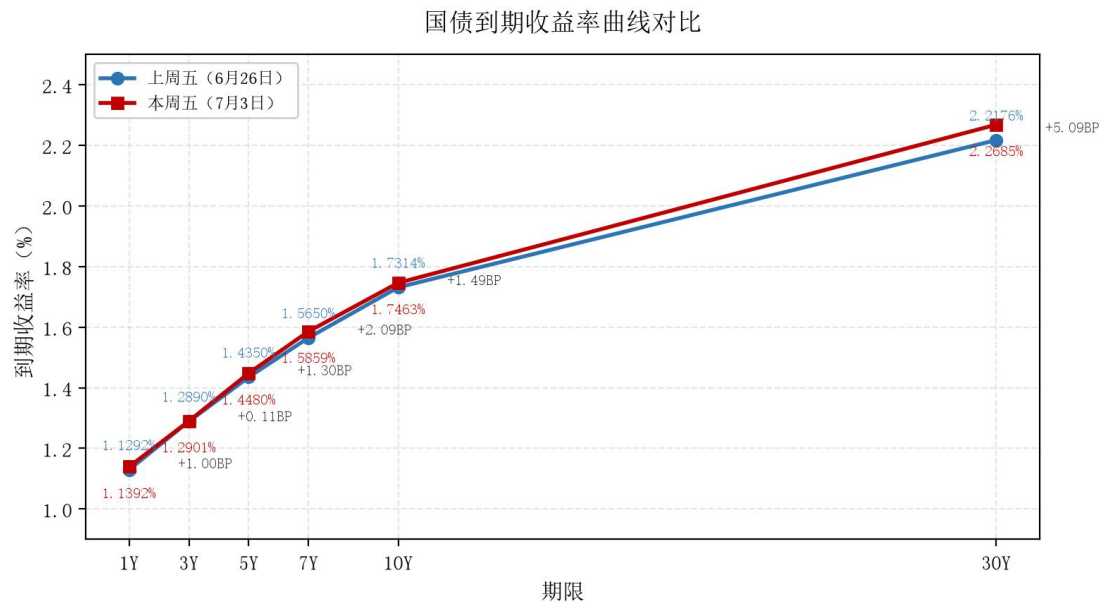


图 1：国债到期收益率曲线对比（6/26 vs 7/3）

期限	6/26（上周五）	7/3（本周五）	周变动（BP）	方向
国债 1Y	1.1292%	1.1392%	+1.00	↑
国债 3Y	1.2890%	1.2901%	+0.11	↑
国债 5Y	1.4350%	1.4480%	+1.30	↑
国债 7Y	1.5650%	1.5859%	+2.09	↑
国债 10Y	1.7314%	1.7463%	+1.49	↑
超长特别国债 30Y	2.2176%	2.2685%	+5.09	↑
国开债 10Y	1.7755%	1.7925%	+1.70	↑

数据来源：中债国债收益率曲线（yield.chinabond.com.cn）、Wind、中国货币网

日期	星期	1Y（%）	3Y（%）	5Y（%）	10Y（%）	超长特别国债 30Y（%）	国开 10Y（%）
6月29日	周一	1.1049	1.287	1.433	1.7482	2.218	1.7635
6月30日	周二	1.0999	1.290	1.436	1.7523	2.225	1.7760
7月1日	周三	1.1319	1.291	1.442	1.7425	2.238	1.7920
7月2日	周四	1.1336	1.290	1.445	1.7369	2.245	1.7865
7月3日	周五	1.1365	1.290	1.448	1.7423	2.268	1.7925

日	五						
---	---	--	--	--	--	--	--

注：1Y 和 10Y 数据来自中国货币网，国开 10Y 来自 Wind，其余期限由中债收益率曲线及市场数据估算。数据来源：Wind、中国货币网、中债收益率曲线

（三）国债期货

国债期货本周整体走弱，30 年期跌幅最大。2 年期主力 TS2609 全周累计下跌约 0.01%，5 年期主力 TF2609 累计下跌约 0.17%，10 年期主力 T2609 累计下跌约 0.15%，30 年期主力 TL2609 累计下跌约 0.79%。周内走势看：周一（6 月 29 日）隔夜逆回购首秀提振情绪，各期限主力合约全线上涨，TL2609 涨 0.12%报 114.250，T2609 涨 0.14%报 109.335；周二（6 月 30 日）跨季资金面偏紧，期货全线回调，TL2609 跌 0.49%报 113.710，为全周最大单日跌幅；周三（7 月 1 日）大额到期扰动延续，期货续跌，TL2609 跌 0.34%报 113.360，T2609 跌 0.21%报 108.985；周四（7 月 2 日）到期压力递减，期货小幅反弹，T2609 涨 0.07%报 109.070，TL2609 微涨 0.04%报 113.420；周五（7 月 3 日）超长特别国债续发偏弱，30 年期期货领跌，TL2609 跌 0.22%报 113.250，T2609 跌 0.04%报 109.035。从持仓量看，30 年期主力合约持仓先增后减，显示市场在超长端存在一定分歧。

（四）信用债

本周信用债市场走势分化，中高等级中长期品种表现相对稳健，短端受跨季因素影响有所承压。中债中短期票据收益率曲线（AAA）1 年期上行约 2BP 至 1.51%附近，3 年期基本持平于 1.65%，5 年期小幅下行约 1BP 至 1.79%。企业债方面，7 年期 AAA/AA+普遍下行约 1BP 表现最佳，5 年期 AA+上行约 2.4BP 表现偏弱。城投债方面，10 年期 AA+和 AA 级均下行约 1BP，但 1 年期分别上行 0.8BP 和 1.5BP，反映季末短端面临流动性溢价上升。信用利差方面，3 年期、7 年期中短期票据利差收窄，1 年期、10 年期利差走阔。一级市场方面，本周信用债发行 311 只共 2259 亿元，净融资仅约 101 亿元，受跨季因素影响发行节奏明显放缓。整体看，信用债在跨季前后波动加大，票息策略仍是当前市场主流选择。

（五）海外债市

本周海外债券市场整体偏弱，美债收益率全周上行。截至 7 月 2 日（纽约尾盘，7 月 3 日为美国独立日假期），美国 10 年期国债收益率报 4.47%，较上周五（6 月 26 日参考价 4.39%）上行约 8BP；2 年期美债收益率报 4.76%，较上周五上行约 6BP；30 年期美债收益率报 4.99%，较上周五上行约 13BP，超长端上行幅度最大。美债收益率全线上行，主要受美国经济数据韧性及中东局势影响。7 月 2 日美国 10 年期国债收益率微跌 0.99BP 至 4.467%，30 年期微涨 0.2BP 至 4.972%，收益率曲线维持倒挂状态。日本央行此前将政策利率上调至 1%，日债收益率涨跌互现。截至 7 月 2 日，中美 10 年期国债利差维持在约 272BP，较上周有所走阔，外部利率环境对国内债市构成一定制约。国内债市在自身基本面与货币政策主导下运行相对独立，海外利率波动的外溢影响有限。

四、后市预期

（一）利多因素

一是跨季后资金面有望重回自发性宽松。随着跨季扰动消退，银行融出已回升至 4 万亿元以上，DR001 和 DR007 均已回到 OMO 利率附近。下周逆回购到期 6785 亿元，处于中性偏低水平，叠加 3M

买断式逆回购净投放 2000 亿元，资金面缺乏实质性利空，DR001 中枢或在 1.35%，DR007 或分布 1.40%附近。二是经济基本面仍处于修复巩固阶段。虽然 6 月 PMI 重返扩张区间至 50.3%，但小型企业 PMI 仅 48.2%，仍低于临界点，内需修复仍需政策持续支撑。三是隔夜逆回购工具虽未公布利率，但其落地本身传递了央行维护流动性合理充裕的积极信号。若后续隔夜逆回购利率定于较低水平（如 1.30%），将进一步确认资金利率中枢下移趋势。四是 7 月为信贷投放全年低点，对超储消耗较少，有利于流动性维持宽松格局。

（二）利空因素

一是隔夜逆回购利率未公布引发市场分歧。央行仅公布操作量而未披露利率，且 7 月初即暂停隔夜逆回购操作，部分市场人士认为央行可能不希望市场对资金低利率有过高期待。若利率最终定于 7 天 OMO 利率（1.40%）附近，则对债市偏空，需谨慎应对。二是 6 月 PMI 重返扩张区间，经济景气水平有所回升，制造业 PMI 50.3%高于市场预期，经济基本面边际改善可能对债市形成一定压制。三是三季度政府债发行提速预期升温。截至 6 月 30 日，政府债累计净发行同比少约 1.15 万亿元，下半年发行提速或为既定事实，供给压力可能对长端形成扰动。四是本周超长端已显著调整，30Y-10Y 期限利差走阔至 52BP，后续特别国债续发节奏及机构配置行为需密切关注。

（三）策略建议

展望下周，跨季已过、税期未至，公开市场到期和政府债供给等常规性资金扰动偏弱，资金面有望重回自发性宽松格局，债市短期预计维持震荡偏强，但需关注隔夜逆回购利率定价、PMI 改善的持续性及供给预期。策略上建议：一是维持中性偏积极仓位，关注资金面重回宽松后的短端配置机会，DR001 若稳定在 1.35%附近，短端品种仍有下行空间；二是久期管理可适度向中端（3Y-5Y）倾斜，本周中端上行幅度有限、性价比有所提升，10 年期国债 1.75%上方具备配置价值；三是超长端需等待供给压力明确后再择机参与，30Y-10Y 期限利差走阔至 52BP，具备较厚保护垫，但特别国债续发节奏及机构配置行为尚待观察；四是关注信用债的票息价值，在中高等级品种中择机配置，对低等级信用债保持审慎。需密切关注隔夜逆回购利率定价及后续操作频率、7 月政府债发行节奏与供给压力、以及海外美联储货币政策路径的边际变化。

数据来源

1. 万得（Wind）金融数据终端
2. 同花顺 iFind 金融数据终端
3. 新华财经
4. 中国人民银行官网（www.pbc.gov.cn）
5. 中国货币网（www.chinamoney.com.cn）
6. 中债收益率曲线（yield.chinabond.com.cn）
7. 中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）
8. 国家统计局官网（www.stats.gov.cn）