

央行大额净投放呵护税期，收益率曲线小幅平坦化

——债市周评（2026 年 7 月 13 日-7 月 17 日）

摘要

本周（7 月 13 日-7 月 17 日）税期扰动下资金面边际收敛，央行公开市场大幅净投放以对冲流动性波动，全口径净投放约 2.28 万亿元。债市整体呈现窄幅震荡格局，收益率曲线小幅平坦化。短端受资金利率上行影响有所承压，1 年期国债收益率上行 3.44BP 至 1.14%；长端在经济基本面与避险情绪支撑下保持韧性，10 年期国债收益率微幅上行 0.06BP 至 1.74%；超长特别国债 30 年期下行 1.05BP 至 2.24%，表现相对较优。二级市场上，保险、理财等配置盘延续净买入，券商、基金等交易盘以净卖出为主，银行间杠杆率小幅下降。展望后市，资金面均衡偏松格局有望延续，但三季度供给压力与基本面修复仍构成制约，预计短期内 10 年期国债将在 1.70%-1.78%区间窄幅波动。

一、资金面

（一）公开市场操作

本周央行公开市场操作转向大额净投放，积极应对税期资金面扰动。周一（7 月 13 日）央行开展 2240 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率维持 1.40%不变，当日 70 亿元到期，净投放 2170 亿元。周二（7 月 14 日）央行开展 2365 亿元 7 天期逆回购，到期 100 亿元，净投放 2265 亿元。周三（7 月 15 日）央行开展 4265 亿元 7 天期逆回购，到期 150 亿元；同时开展 14000 亿元 6 个月期买断式逆回购操作，到期 9000 亿元，当日全口径净投放 9115 亿元。周四（7 月 16 日）央行开展 6260 亿元 7 天期逆回购，到期 100 亿元，净投放 6160 亿元。周五（7 月 17 日）央行开展 4505 亿元 7 天期逆回购，到期 200 亿元，另有 1200 亿元国库现金定存到期，当日全口径净投放 3105 亿元。全周来看，7 天期逆回购合计操作 19635 亿元，到期 620 亿元，净投放 19015 亿元；6 个月期买断式逆回购净投放 5000 亿元；考虑国库现金定存到期 1200 亿元后，全口径净投放约 22815 亿元。7 月以来两个期限品种买断式逆回购合计净投放 7000 亿元，较 6 月净回笼 2000 亿元出现明显转向，显示央行对中长期流动性的呵护力度增强。

日期	星期	7 天逆 回购 操作 (亿 元)	买断式逆 回购 操作 (亿 元)	7 天逆 回购 到期 (亿 元)	买断式逆 回购 到期 (亿 元)	全口径净 投放 (亿元)
7 月 13 日	周一	2240	—	70	—	+2170
7 月 14 日	周二	2365	—	100	—	+2265
7 月	周三	4265	14000	150	9000	+9115

15 日	三					
7 月 16 日	周 四	6260	—	100	—	+6160
7 月 17 日	周 五	4505	—	200	—	+3105
合计	—	19635	14000	620	9000	+22815

注：操作利率均为 1.40%；全口径净投放含逆回购、买断式逆回购并扣除国库现金定存到期。数据来源：Wind、央行官网

（二）资金利率

本周税期因素带动银行间资金利率中枢小幅上移，但央行大额净投放有效对冲了缴税走款压力，资金面整体维持均衡偏松格局。周一（7 月 13 日）DR001 报 1.3722%，DR007 报 1.4021%，资金利率开局平稳。周二（7 月 14 日）DR001 升至 1.3931%，DR007 报 1.4044%，税期临近资金边际收敛。周三（7 月 15 日）DR001 报 1.3948%，DR007 升至 1.4267%，资金利率延续上行。周四（7 月 16 日）DR001 报 1.3950%，DR007 进一步升至 1.4343%，为全周 7 天利率高点。周五（7 月 17 日）DR001 升至 1.4011%，DR007 报 1.4362%，税期走款影响下资金价格维持偏高水平。全周来看，DR001 由上周五 1.3584%上行至 1.4011%，累计上行 4.27BP；DR007 由 1.3825%上行至 1.4362%，上行 5.37BP。Shibor 隔夜由 1.3601%升至 1.3971%，上行 3.70BP；Shibor1 周由 1.383%升至 1.435%，上行 5.20BP；Shibor3 月由 1.4279%微升至 1.430%，上行 0.21BP。R007（银行间）由 1.4113%升至 1.4428%，上行 3.15BP。尽管资金利率全周小幅上行，但绝对水平仍处于偏低位置，市场流动性整体保持合理充裕。

日期	星期	DR001 (%)	DR007 (%)	R007 (%)	Shibor 隔夜 (%)	Shibor 1 周 (%)	Shibor 3 月 (%)
7 月 13 日	周一	1.3722	1.4021	1.4219	1.3720	1.4000	1.4290
7 月 14 日	周二	1.3931	1.4044	1.4262	1.3890	1.4020	1.4299
7 月 15 日	周三	1.3948	1.4267	1.4372	1.3925	1.4235	1.4300
7 月 16 日	周四	1.3950	1.4343	1.4431	1.3890	1.4400	1.4300
7 月 17 日	周五	1.4011	1.4362	1.4428	1.3971	1.4350	1.4300

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小幅上行，受资金利率中枢抬升影响，短端上行幅度更为明显。AAA 级 1 年期同业存单到期收益率由上周五（7 月 10 日）的 1.4863%上行至 7 月 17 日的 1.4905%，全周上行 0.42BP。3 个月期由 1.4213%上行至 1.4382%，上行 1.69BP；9 个月期由 1.4714%上行至

1.4821%，上行 1.07BP。从周内走势看，存单利率整体随资金利率上行而走高，其中 3 个月期短端品种上行幅度最大。一级市场方面，本周同业存单发行约 5505 亿元，净融资-2737 亿元，国有行、股份行、城商行存单备案使用率分别为 64%、48%、61%。

日期	星期	AAA 级 1Y 存单 收益率 (%)	AAA 级 3M 存单 收益率 (%)	AAA 级 9M 存单 收益率 (%)
7 月 13 日	周一	1.4823	1.4200	1.4617
7 月 14 日	周二	1.4847	1.4294	1.4731
7 月 15 日	周三	1.4888	1.4374	1.4844
7 月 16 日	周四	1.4944	1.4338	1.4840
7 月 17 日	周五	1.4905	1.4382	1.4821

注：数据为 AAA 级同业存单发行利率。数据来源：Wind、中国货币网

二、经济数据与政策事件

本周密集发布二季度及 6 月宏观经济数据，整体呈现生产持稳、消费与投资延续结构性调整的特征。7 月 15 日国家统计局发布数据显示，上半年国内生产总值（GDP）同比增长 5.0%，其中二季度 GDP 同比增长 4.3%，较一季度 5.0%有所放缓，基本符合市场预期。6 月份规模以上工业增加值同比增长 5.3%，社会消费品零售总额同比增长 1.0%，固定资产投资累计同比下降 5.7%，城镇调查失业率为 5.0%。数据整体显示工业生产保持韧性，消费与投资仍处于修复巩固阶段。

通胀数据方面，7 月 9 日公布的数据显示，6 月 CPI 同比上涨 1.0%，涨幅与上月持平，整体物价水平保持温和；6 月 PPI 同比上涨 4.1%，涨幅较上月有所扩大，主要受国际大宗商品价格波动影响。外贸数据方面，7 月 14 日海关总署发布数据显示，6 月出口金额同比增长 27.0%，进口同比增长 36.0%，贸易顺差 1256.2 亿美元，出口增速创 2021 年 9 月以来新高，显示外需延续偏强格局。

金融数据方面，7 月 15 日中国人民银行公布数据显示，6 月社会融资规模新增 33645 亿元，人民币贷款新增 16100 亿元，广义货币（M2）同比增长 8.0%。有市场机构表示，6 月社融总量尚可但信贷结构有待改善，企业中长期贷款需求仍需进一步提振。

政策层面，本周最受市场关注的是央行公开市场操作的转向。7 月 15 日央行开展 14000 亿元 6 个月期买断式逆回购操作，当月该期限品种到期 9000 亿元，实现净投放 5000 亿元，为今年 3 月以来首次加量续作，并创该工具单次操作规模新高。结合 7 月 6 日开展的 10000 亿元 3 个月期买断式逆回购（净投放 2000 亿元），7 月两个期限品种买断式逆回购合计净投放 7000 亿元。有市场机构表示，此举有助于对冲税期与政府债缴款带来的流动性波动，保持银行体系流动性合理充裕，体现货币政策稳健灵活的取向。此外，央行在国新办发布会上表示将适当增加隔夜逆回购操作频率，并更加关注价格引导，进一步丰富流动性管理工具箱。

海外方面，本周美债收益率高位震荡后小幅下行。美国 6 月 CPI 同比上涨 3.5%，核心 CPI 同比上涨 2.6%，均低于市场预期；6 月 PPI 同比上涨 5.5%，同样低于预期。通胀数据降温一度带动美债收益率下行，但美联储主席沃什在国会听证会上表态偏鹰，强调对高通胀零容忍，未透露降息路径。截至 7 月 17 日，美国 10 年期国债收益率报 4.55%，30 年期报 5.06%，全周 10 年期美债收益率小幅下行约 1BP，整体维持高位运行。

数据指标	发布时间	本期值	前值/预期	备注
二季度 GDP 同比	7 月 15 日	4.3%	一季度 5.0%	上半年累计增长 5.0%
6 月规模以上工业增加值同比	7 月 15 日	5.3%	—	工业生产保持韧性
6 月社会消费品零售总额同比	7 月 15 日	1.0%	—	消费需求延续修复
6 月固定资产投资累计同比	7 月 15 日	-5.7%	—	投资仍处于调整期
6 月城镇调查失业率	7 月 15 日	5.0%	—	就业形势总体稳定
6 月 CPI 同比	7 月 9 日	1.0%	与上月持平	物价保持温和
6 月 PPI 同比	7 月 9 日	4.1%	—	涨幅有所扩大
6 月出口金额同比	7 月 14 日	27.0%	前值 19.4%	外需偏强
6 月进口金额同比	7 月 14 日	36.0%	前值 27.4%	进口延续高增长
6 月社会融资规模新增	7 月 15 日	33645 亿元	—	总量尚可
6 月人民币贷款新增	7 月 15 日	16100 亿元	—	信贷需求待提振
6 月 M2 同比	7 月 15 日	8.0%	—	货币供应平稳

数据来源：国家统计局、海关总署、中国人民银行、Wind

三、债市行情

（一）整体走势

本周债券市场整体呈现窄幅震荡格局，收益率曲线小幅平坦化。周一（7月13日）央行净投放2170亿元呵护税期，但资金价格小幅上行，国债期货低开震荡，各期限收益率多数小幅上行。周二（7月14日）央行继续净投放2265亿元，资金面均衡略转收敛，午后央行宣布次日加量续作6个月期买断式逆回购，尾盘收益率震荡下行。周三（7月15日）二季度GDP增速4.3%符合预期，6月经济数据表现分化，国债期货高开高走，现券收益率窄幅震荡。周四（7月16日）税期走款影响下资金先紧后松，股债双弱，主要期限收益率上行0-1BP，短端表现更弱。周五（7月17日）股市大幅下挫，资金避险情绪升温，国债期货震荡走强，全天主要期限收益率下行0-1BP，长端表现优于短端。全周来看，中债国债到期收益率曲线呈现短端上行、长端小幅下行态势，1年期上行3.44BP至1.14%，10年期上行0.06BP至1.74%，超长特别国债30年期下行1.05BP至2.24%。

信用债市场本周走势分化，中高等级品种表现相对稳健。AAA级3年期中票到期收益率保持在1.6451%附近。中短端信用利差多数压缩，1年期各等级信用利差压缩约3BP，3年期压缩1-2BP。城投债利差多数下行，AAA级1年、3年、5年城投债信用利差分别收窄约1.68BP、1.40BP、1.54BP。一级市场方面，本周普通信用债合计发行2828亿元，净融资607亿元，产业债净融资452亿元，城投债净融资155亿元，供给节奏相对平稳。

（二）收益率曲线

本周国债收益率曲线整体小幅平坦化，短端受资金收敛影响上行，长端及超长端在基本面支撑下保持韧性。1年期国债收益率从1.1056%上行至1.1400%，上行3.44BP；3年期从1.2952%下行至1.2888%，下行0.64BP；5年期从1.4440%上行至1.4466%，上行0.26BP；7年期从1.5655%下行至1.5640%，下行0.15BP；10年期从1.7394%上行至1.7400%，上行0.06BP；超长特别国债30年期从2.2505%下行至2.2400%，下行1.05BP。国开债10年期从1.7865%下行至1.7860%，下行0.05BP。从期限利差看，10Y-1Y期限利差由63.38BP收窄至60.00BP，30Y-10Y期限利差由51.11BP扩大至50.00BP，曲线整体小幅平坦化。

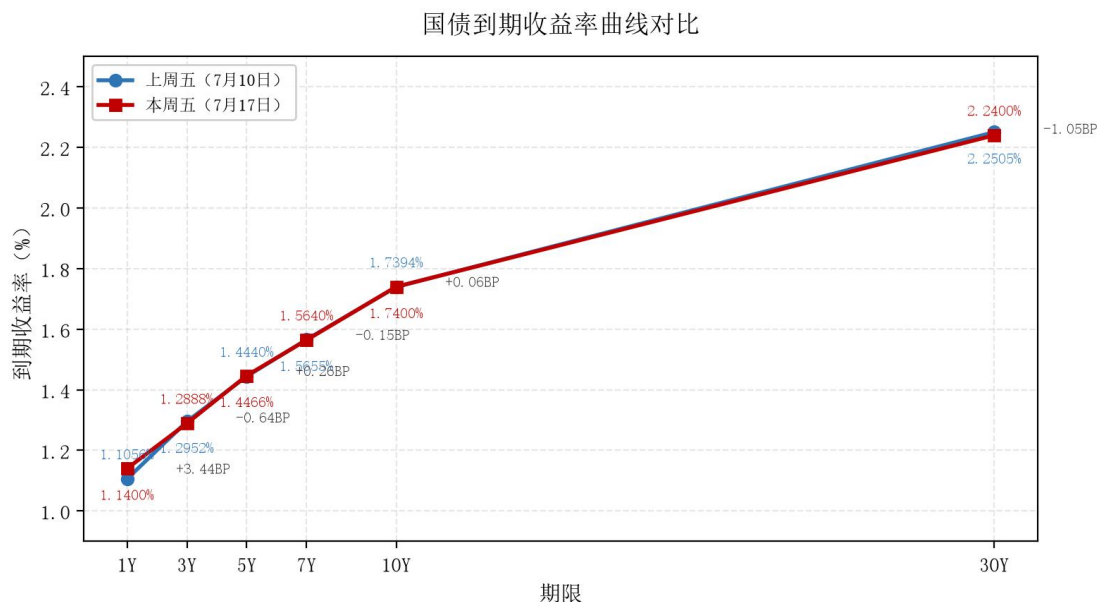


图1：国债到期收益率曲线对比（7/10 vs 7/17）

期限	7/10（上周五）	7/17（本周五）	周变动（BP）	方向
国债 1Y	1.1056%	1.1400%	+3.44	↑
国债 3Y	1.2952%	1.2888%	-0.64	↓
国债 5Y	1.4440%	1.4466%	+0.26	↑
国债 7Y	1.5655%	1.5640%	-0.15	↓
国债 10Y	1.7394%	1.7400%	+0.06	↑
超长特别国债 30Y	2.2505%	2.2400%	-1.05	↓
国开债 10Y	1.7865%	1.7860%	-0.05	↓

数据来源：Wind、中债收益率曲线、中国货币网、新华财经

（三）国债期货

国债期货本周整体小幅波动，30年期表现弱于10年期。截至7月17日收盘，2年期主力合约涨0.01%报102.632元，5年期主力合约涨0.02%报106.430元，10年期主力T2609报109.180元，较前一周变动-0.025元，30年期主力TL2609报113.880元，较前一周变动-0.120元。周内走势看，周一至周四国债期货多数收跌，30年期合约波动较大；周五在股市大幅调整背景下，避险情绪升温带动国债期货全线上涨，10年期主力合约涨0.04%，30年期主力合约涨0.24%。从持仓量看，市场对超长端存在一定分歧，但整体多头情绪在周五有所回暖。

（四）信用债

本周信用债市场走势分化，中高等品种表现相对稳健，短端受资金利率上行影响略有承压。AAA级3年期中期票据到期收益率保持在1.6451%附近。中短端信用利差多数压缩，1年期各等级

信用利差压缩约 3BP，3 年期压缩 1-2BP。城投债方面，AAA 级 1 年、3 年、5 年城投债信用利差分别收窄约 1.68BP、1.40BP、1.54BP，AA+级 1 年、5 年利差分别收窄约 3.62BP、2.31BP。银行二永债收益率涨跌互现，1-5 年期品种利差大多收窄。一级市场方面，本周普通信用债发行 2828 亿元，净融资 607 亿元，银行二永债净融资-80 亿元。整体看，信用债在低利率环境下波动趋缓，票息策略仍是市场主流选择，对低等级信用债宜保持审慎。

（五）海外债市

本周海外债券市场整体小幅波动，美债收益率高位震荡后小幅下行。美国 6 月 CPI 同比上涨 3.5%，预期 3.8%，前值 4.2%；核心 CPI 同比上涨 2.6%，低于前值 2.9%。6 月 PPI 同比上涨 5.5%，预期 6.2%，前值 6.0%。通胀数据降温一度带动美债收益率下行，但美联储主席沃什在国会听证会上表态偏鹰，强调对高通胀零容忍，市场宽松预期有所收敛。截至 7 月 17 日，美国 10 年期国债收益率报 4.55%，30 年期报 5.06%，全周 10 年期美债收益率小幅下行约 1BP。欧洲方面，欧元区 6 月 HICP 同比降至 2.8%，综合 PMI 回升至 50.0，经济接近企稳。日本方面，6 月企业物价同比升至 7.1%，日央行加息预期升温。海外利率环境整体仍处于高位，对国内债市构成一定外部约束，但国内债市运行相对独立。

四、机构行为

（一）一级市场招投标

本周利率债一级市场招投标热度分化，短端与超长期需求旺盛，中端需求相对温和。周二（7 月 14 日）财政部发行 1 年期、20 年期国债，中标收益率分别为 1.07%、2.24%，全场倍数分别为 2.18、6.98，边际倍数分别为 2.03、13.93，20 年期超长特别国债需求较好。同日国开行发行 1 年、3 年、5 年、10 年期金融债，中标收益率分别为 1.2765%、1.4476%、1.5064%、1.7537%，全场倍数分别为 3.66、2.78、2.43、3.16，边际倍数分别为 2.84、3.89、1.79、1.62，短端认购倍数显著高于长端。周三（7 月 15 日）财政部发行 91 天期贴现国债，加权中标收益率 0.8924%，全场倍数 2.81；续发 30 年期国债，中标收益率 2.2529%，全场倍数 6.66，边际倍数 2.50，超长端国债招标需求保持旺盛。整体看，一级市场对短端和超长期品种配置需求较强，10 年期国开债需求相对一般。

日期	券种	期限	中标利率（%）	全场倍数	边际倍数
7/14	财政部国债	1Y	1.0700	2.18	2.03
7/14	财政部超长特别国债	20Y	2.2400	6.98	13.93
7/14	国开行金融债	1Y	1.2765	3.66	2.84
7/14	国开行金融债	3Y	1.4476	2.78	3.89
7/14	国开行金融	5Y	1.5064	2.43	1.79

	债				
7/14	国开行金融债	10Y	1.7537	3.16	1.62
7/15	财政部贴现国债	91D	0.8924	2.81	1.25
7/15	财政部续发超长特别国债	30Y	2.2529	6.66	2.50

数据来源：财联社、中国债券信息网

（二）二级市场机构动向

本周二级市场机构交易行为分化，配置盘与交易盘方向不一。从全周数据来看，证券公司净卖出约 915 亿元，基金公司净卖出约 224 亿元，理财类产品净买入约 320 亿元，保险净买入约 872 亿元。银行体系方面，大型银行净融出约 2.29 万亿元，继续发挥资金供给作用；中小型银行净融出约 0.11 万亿元。分期限看，保险等配置盘持续增持超长端国债，是 30 年期和 50 年期国债的重要承接力量；基金、券商等交易盘对长端追涨意愿有所降温，以兑现收益和调仓为主；理财类产品延续稳定配置，主要参与短端和中短端品种。整体看，配置盘力量为债市提供底部支撑，但交易盘情绪相对谨慎。

机构类型	全周方向	主要操作期限	特征描述
保险公司	净买入	超长端(20Y+)	持续配置超长国债
理财类产品	净买入	短端、中短端	稳定配置
大型银行	净融出	资金供给	银行间主要资金融出方
证券公司	净卖出	各期限	交易盘获利了结
基金公司	净卖出	中长端	长端追涨意愿降温

数据来源：Wind、中国外汇交易中心、有市场机构统计

（三）杠杆率变化

本周银行间质押式回购余额约 9.55 万亿元，较上周下降约 1.28 万亿元，银行间债市杠杆率约 105.4%，较上周下降约 0.78 个百分点。非银机构方面，保险净融入约 0.69 万亿元，证券公司净融入约 1.59 万亿元，基金净融入约 1.33 万亿元，理财净融出约 0.04 万亿元，货币基金净融出约 2.18 万亿元。整体来看，税期因素影响下机构杠杆行为趋于谨慎，杠杆率小幅下降，市场未出现过度加杠杆迹象，融资结构保持相对稳健。

指标	本周水平	变动
----	------	----

银行间质押式回购余额（万亿元）	9.55	较上周-1.28
银行间债市杠杆率（%）	105.4	较上周-0.78pct
货币基金净融出（万亿元）	2.18	—
大型银行净融出（万亿元）	2.29	—

数据来源：Wind、有市场机构测算

五、后市预期

综合多空因素分析，当前债市维持偏多震荡格局，但多空力量趋于均衡，利率上下行空间均较为有限。央行大额净投放呵护税期流动性，资金面有望延续均衡偏松；配置盘（保险、理财）持续入场为债市提供底部支撑。但三季度政府债供给提速预期、经济基本面延续结构性修复以及海外利率高位运行仍构成上方制约。预计短期内 10 年期国债将在 1.70%-1.78% 区间窄幅波动，30 年期超长特别国债在 2.20%-2.28% 区间运行。

（一）利多因素

1. 央行流动性呵护力度加大：本周全口径净投放约 2.28 万亿元，7 月买断式逆回购合计净投放 7000 亿元，显示央行维持流动性合理充裕的态度明确，后续 MLF、国债买卖等工具也可能维持积极操作。
2. 资金面有望延续均衡：税期高峰已过，下周逆回购到期规模较大但央行可通过续作平滑，预计 DR007 中枢维持在 1.40%-1.45% 的合理区间。
3. 通胀保持温和：6 月 CPI 同比仅 1.0%，PPI 后续上行幅度预计放缓，整体物价环境对债市偏友好。
4. 配置盘持续入场：保险、理财等机构延续净买入，超长端配置需求旺盛，为债市提供稳定需求支撑。
5. 股市波动提升避险情绪：本周 A 股主要指数明显回调，若权益市场波动延续，部分资金或转向债券市场寻求避险。

（二）利空因素

1. 三季度政府债供给压力升温：截至 6 月底政府债累计净发行同比偏少，下半年发行提速概率较高，7 月下半月地方债净发行可能密集放量，供给压力对长端形成扰动。
2. 经济基本面延续修复：二季度 GDP 增长 4.3%，6 月工业增加值同比增长 5.3%，出口同比增长 27%，经济延续结构性修复态势，对债市形成一定压制。
3. 海外利率环境高位运行：美国 10 年期国债收益率维持在 4.55% 附近，中美利差仍处较高水平，对国内货币政策空间构成外部约束。

4. 交易盘情绪偏谨慎：基金、券商等交易盘本周以净卖出为主，显示市场对长端追涨意愿有所降温。

（三）利率预测区间

基于当前收益率水平、多空因素综合判断及历史波动范围，对未来一个月（7月下旬至8月中旬）利率运行区间预测如下：

品种	当前收益率 (7月17日)	预测区间 (未来一个月)	区间设定依据
10年期国债	1.7400%	1.70%-1.78%	下限：资金面宽松+配置需求；上限：供给提速+基本面修复
30年期超长特别国债	2.2400%	2.20%-2.28%	下限：保险配置需求持续；上限：特别国债供给+海外利率高位

注：预测区间仅供参考，实际走势受多重因素影响。

（四）策略建议

展望后市，税期高峰已过，央行流动性呵护态度明确，资金面有望延续均衡偏松，债市短期预计维持震荡偏强格局。但需关注三季度政府债发行节奏、基本面修复持续性及海外利率变化。策略上建议：一是维持中性偏积极仓位，关注资金面宽松下的短端配置机会，DR007若稳定在1.40%-1.45%区间，短端品种仍有票息价值；二是久期管理可适度向中端（3Y-5Y）倾斜，10年期国债1.74%附近具备一定配置价值；三是超长端可择机参与，30Y-10Y期限利差约50BP，具备一定保护垫，但需关注特别国债续发节奏及机构配置行为变化；四是关注信用债票息价值，在中高等级品种中择机配置，对低等级信用债保持审慎。需密切关注下周逆回购到期对冲情况、7月底政治局会议定调、政府债供给节奏以及海外美联储货币政策动向。