

税期扰动消退叠加政治局会议前避险情绪，超长端强势引领 收益率下移

——债市周评（2026 年 7 月 20 日-7 月 24 日）

摘要

本周（7 月 20 日-7 月 24 日）税期扰动逐步消退，央行公开市场虽大额净回笼，但 MLF 加量续作与月末隔夜逆回购提前公告显示流动性呵护态度，资金面转向均衡偏松。债券市场整体震荡偏强，收益率曲线小幅下移，超长端表现尤为突出。10 年期国债收益率下行 1.22BP 至 1.73%附近，30 年期超长特别国债收益率下行 5.25BP 至 2.19%附近。一级市场招标热度分化，10 年期、5 年期国债认购倍数较高；二级市场上基金、保险等配置盘延续净买入。展望后市，政治局会议政策定调、政府债供给节奏及海外利率走势将成为关键变量。

一、资金面

（一）公开市场操作

本周央行公开市场操作以大额净回笼为主，主因上周税期投放的 7 天期逆回购集中到期。周一（7 月 20 日）央行开展 3985 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率维持 1.40%不变，当日 2240 亿元到期，净投放 1745 亿元。周二（7 月 21 日）央行开展 2530 亿元 7 天期逆回购，到期 2365 亿元，净投放 165 亿元。周三（7 月 22 日）央行开展 760 亿元 7 天期逆回购，到期 4265 亿元，净回笼 3505 亿元。周四（7 月 23 日）央行开展 2040 亿元 7 天期逆回购，到期 6260 亿元，净回笼 4220 亿元。周五（7 月 24 日）央行开展 890 亿元 7 天期逆回购，到期 4505 亿元；同日开展 5000 亿元 MLF 操作，连续第三个月加量续作。全周来看，7 天期逆回购合计操作 10205 亿元，到期 19635 亿元，净回笼 9430 亿元；考虑周五 MLF 投放 5000 亿元、国库现金定存到期 1000 亿元及发行 2000 亿元后，全口径流动性净回笼约 5430 亿元。尽管逆回购口径大额净回笼，但税期扰动消退后资金面实际转松，央行提前公告月末隔夜逆回购操作亦稳定跨月预期。

日期	星期	7 天逆回购 操作（亿 元）	7 天逆回购 到期（亿 元）	当日净投放 （亿元）
7 月 20 日	周 一	3985	2240	+1745
7 月 21 日	周 二	2530	2365	+165
7 月 22 日	周 三	760	4265	-3505
7 月	周	2040	6260	-4220

23 日	四			
7 月 24 日	周 五	890	4505	-3615
合计	—	10205	19635	-9430

注：操作利率均为 1.40%；周五另开展 MLF 操作 5000 亿元。数据来源：Wind、央行官网

（二）资金利率

本周税期扰动逐步消退，银行间资金利率中枢整体下移。周一（7 月 20 日）DR001 报 1.4107%，DR007 报 1.4323%，税期尾段资金价格仍处相对高位。周二（7 月 21 日）DR001 回落至 1.3798%，DR007 降至 1.4030%，资金面边际转松。周三（7 月 22 日）DR001 进一步降至 1.3681%，DR007 报 1.3976%，资金宽松态势延续。周四（7 月 23 日）DR001 报 1.3618%，为全周低点；DR007 报 1.3923%。周五（7 月 24 日）受跨月临近及 MLF 操作影响，DR001 小幅回升至 1.3826%，DR007 报 1.4023%。全周来看，DR001 由上周五 1.4011%下行至 1.3826%，累计下行 2.85BP；DR007 由 1.4362%下行至 1.4023%，下行 3.39BP。Shibor 隔夜由 1.3971%降至 1.3812%，下行 1.59BP；Shibor1 周由 1.4350%降至 1.4000%，下行 3.50BP；Shibor3 月由 1.4300%微降至 1.4280%。R007（银行间）由 1.4428%降至 1.4090%，下行 3.38BP。整体看，资金面已重回均衡偏松状态，价格中枢围绕政策利率窄幅波动。

日期	星期	DR001 (%)	DR007 (%)	R007 (%)	Shibor 隔夜 (%)	Shibor 1 周 (%)	Shibor 3 月 (%)
7 月 20 日	周一	1.4107	1.4323	1.4329	1.4120	1.4310	1.4300
7 月 21 日	周二	1.3798	1.4030	1.4240	1.3820	1.4010	1.4300
7 月 22 日	周三	1.3681	1.3976	1.4201	1.3730	1.4010	1.4300
7 月 23 日	周四	1.3618	1.3923	1.4170	1.3650	1.3930	1.4300
7 月 24 日	周五	1.3826	1.4023	1.4090	1.3812	1.4000	1.4280

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窄幅震荡，长短端走势略有分化。AAA 级 1 年期同业存单到期收益率由上周五（7 月 17 日）的 1.4905%上行至 7 月 24 日的 1.4965%，全周上行 0.60BP。3 个月期由 1.4382%下行至 1.4333%，下行 0.49BP；9 个月期由 1.4821%上行至 1.4877%，上行 0.56BP。从周内走势看，周三、周四 1 年期存单利率一度上行至 1.50%上方，周五有所回落。整体来看，存单利率仍在低位区间震荡，银行负债成本保持相对稳定。

日期	星	AAA 级 1Y 存	AAA 级 3M 存	AAA 级 9M 存
----	---	------------	------------	------------

	期	单 收益率 (%)	单 收益率 (%)	单 收益率 (%)
7 月 20 日	周一	1.4918	1.4373	1.4792
7 月 21 日	周二	1.4897	1.4354	1.4863
7 月 22 日	周三	1.4904	1.4350	1.4857
7 月 23 日	周四	1.5060	1.4367	1.4830
7 月 24 日	周五	1.4965	1.4333	1.4877

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

本周国内无重磅月度宏观经济数据发布，市场焦点集中在 LPR 报价、央行流动性操作及政策预期层面。7 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布新版贷款市场报价利率（LPR）：1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%，均维持不变，为连续第 14 个月按兵不动。有市场机构表示，LPR 持平主要源于政策利率基础未变、银行净息差承压以及当前市场流动性合理充裕。央行副行长在国新办发布会上表示，将根据宏观经济运行情况、物价走势和宏观调控需要，引导调控好利率水平，促进社会综合融资成本低位运行。

政策操作层面，7 月 24 日央行开展 5000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，连续第三个月加量续作，显示央行对中长期流动性的呵护态度。同时，央行提前公告将在月末开展隔夜逆回购操作，以稳定跨月资金预期。市场方面，本周部分地区城农商行存款利率出现调降，虽非全面降息，但在一定程度上提振了市场对负债成本下行的预期，成为长端及超长端收益率下行的催化剂之一。

海外方面，本周美债收益率大幅上行。截至 7 月 24 日，美国 10 年期国债收益率报 4.70%，30 年期报 5.16%，较上周五分别上行约 15BP 和 10BP。中东地缘局势持续紧张、美国经济数据韧性及市场对美联储政策路径的重新定价，共同推动长端美债收益率走高。美元指数在 101 附近波动，人民币汇率保持相对稳定。海外利率环境高位运行对国内货币政策空间构成外部约束，但国内债市运行相对独立。

事件/数据	时间	主要内容	市场影响
7 月 LPR 报价	7 月 20 日	1 年期 3.0%、5 年期以上 3.5%，均维持不变	符合预期，政策利率基础稳固
MLF 操作	7 月 24 日	开展 5000 亿元 MLF，连续第三个月加量续作	释放中长期流动性呵护信号
隔夜逆回购	本周	央行提前公告月末	稳定跨月资金

预告		将开展隔夜逆回购操作	预期
存款利率调降	本周	部分地区城农商行存款利率下调	提振负债成本下行预期
美债收益率上行	全周	10Y 美债升至 4.70%，30Y 升至 5.16%	中美利差维持高位

数据来源：中国人民银行、全国银行间同业拆借中心、Wind

三、债市行情

（一）整体走势

本周债券市场整体呈现震荡偏强格局，收益率曲线小幅下移，超长端表现尤为亮眼。周一 LPR 按兵不动符合预期，债市延续窄幅震荡，10 年期国债活跃券收益率围绕 1.73%-1.74%区间波动。周二资金面转松，现券小幅走强，超长端开始显现配置需求。周三午后市场情绪修复，长端及超长端收益率明显下行，30 年期国债期货创阶段新高。周四现券走势分化，中短端承压、超长端延续强势，30 年期国债活跃券收益率一度下探至 2.20%下方。周五在股债跷跷板效应及配置盘推动下，超长端强势下行，30 年期国债活跃券收益率低至 2.1865%附近。全周来看，中债国债到期收益率曲线整体小幅下移，1 年期下行 0.36BP 至 1.1388%，10 年期下行 1.22BP 至 1.7279%，超长特别国债 30 年期下行 5.25BP 至 2.1935%。

信用债市场本周走势相对平稳，中高等级品种收益率小幅下行。AAA 级 5 年期企业债到期收益率由 1.7782%降至 1.7599%，下行 1.83BP；AA+级 5 年期由 1.8390%降至 1.8147%，下行 2.43BP。中高等级信用利差小幅压缩，信用债资产荒格局下配置需求仍存。城投债、银行二永债等品种整体跟随利率债波动，中高等级品种表现相对稳健。

（二）收益率曲线

本周国债收益率曲线整体小幅下移，超长端下行幅度明显大于中短端，曲线形态小幅陡峭化。1 年期国债收益率从 1.1424%下行至 1.1388%，下行 0.36BP；3 年期从 1.2888%微幅上行至 1.2890%，上行 0.02BP；5 年期从 1.4466%下行至 1.4381%，下行 0.85BP；7 年期从 1.5640%下行至 1.5565%，下行 0.75BP；10 年期从 1.7401%下行至 1.7279%，下行 1.22BP；超长特别国债 30 年期从 2.2460%下行至 2.1935%，下行 5.25BP。国开债 10 年期从 1.7860%下行至 1.7840%，下行 0.20BP。从期限利差看，10Y-1Y 期限利差由 59.77BP 收窄至 58.91BP，30Y-10Y 期限利差由 50.59BP 扩大至 46.56BP，超长端表现显著优于中长端。

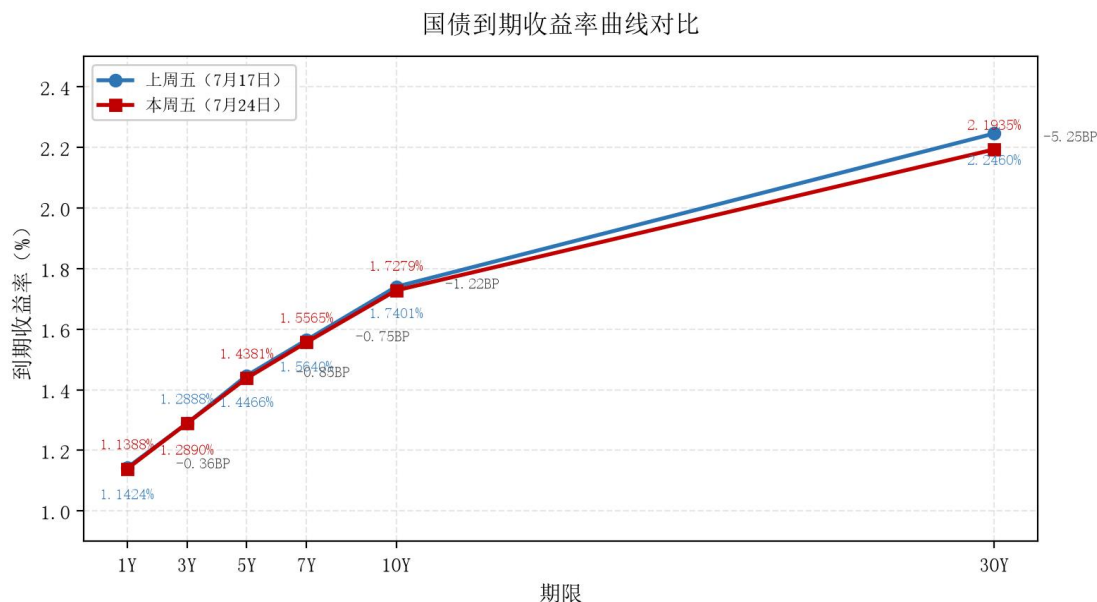


图 1: 国债到期收益率曲线对比 (7/17 vs 7/24)

期限	7/17 (上周五)	7/24 (本周五)	周变动 (BP)	方向
国债 1Y	1.1424%	1.1388%	-0.36	↓
国债 3Y	1.2888%	1.2890%	+0.02	↑
国债 5Y	1.4466%	1.4381%	-0.85	↓
国债 7Y	1.5640%	1.5565%	-0.75	↓
国债 10Y	1.7401%	1.7279%	-1.22	↓
超长特别国债 30Y	2.2460%	2.1935%	-5.25	↓
国开债 10Y	1.7860%	1.7840%	-0.20	↓

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

国债期货本周整体震荡走强，超长端表现显著优于其他期限。截至 7 月 24 日收盘，10 年期主力合约 T2609 报 109.29 元，较上周五涨 0.17 元，周涨幅约 0.16%；5 年期主力合约 TF2609 报 106.46 元，较上周五涨 0.075 元，周涨幅约 0.07%；30 年期主力合约 TL2609 报 114.84 元，较上周五涨 1.14 元，周涨幅约 1.00%。周内走势看，周一至周二国债期货小幅波动，周三起超长端开始突破上行，TL 主力合约周三单日涨 0.62%，周四、周五延续强势，持仓量明显增加。30 年期国债期货突破前期横盘区间，显示交易盘对超长端的做多情绪升温。不过，10 年期合约涨幅相对有限，反映市场对政策面仍保持一定谨慎。

（四）信用债

本周信用债市场整体跟随利率债波动，中高等级品种收益率小幅下行，表现相对稳健。AAA 级 5 年期企业债到期收益率下行 1.83BP 至 1.7599%，AA+级 5 年期下行 2.43BP 至 1.8147%。与国债 5 年期相比，AAA 级企业债信用利差由 33.16BP 小幅压缩至 32.18BP，收窄约 0.98BP。在低利率和资产荒背景下，中高等级信用债配置需求仍存，短端和中短端品种受到理财、基金等机构青睐。城投债方面，高等级城投债利差维持低位震荡，市场对弱资质区域仍保持审慎。银行二永债收益率整体小幅波动，利差压缩空间有限。策略上，中高等级信用债票息价值仍具吸引力，对低等级品种宜控制久期与信用敞口。

（五）海外债市

本周海外债券市场波动加大，美债收益率显著上行。截至 7 月 24 日，美国 10 年期国债收益率报 4.70%，30 年期报 5.16%，较上周五（4.55%、5.06%）分别上行约 15BP 和 10BP。上行驱动主要来自中东地缘局势紧张、美国经济数据韧性以及市场对美联储维持高利率更长时间的预期重估。欧洲方面，欧元区经济复苏仍显乏力，欧债收益率跟随美债小幅上行。日本方面，日央行加息预期仍存，日债收益率维持高位。海外利率环境高位运行对国内货币政策空间构成外部约束，但中美利差因素对国内债市的直接冲击有限，国内债市仍主要受自身基本面与流动性环境驱动。

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，国债长端和超长期需求较好，国开债中标倍数相对温和。周二（7 月 22 日）财政部续发 10 年期国债“26 国债 10（续 5）”，加权中标收益率 1.7147%，边际中标收益率 1.7335%，全场倍数 7.41，边际倍数 32.07，显示长端配置需求旺盛。同日财政部发行 91 天期和 182 天期贴现国债，全场倍数分别为 2.65 和 2.02。周三（7 月 23 日）国开行发行 3 年、7 年、10 年期金融债，中标收益率分别为 1.4935%、1.6373%、1.7889%，全场倍数分别为 1.90、2.38、2.67，边际倍数分别为 4.92、2.70、1.01，10 年期需求相对一般。周五（7 月 24 日）财政部发行 5 年期国债“26 附息国债 15”，加权中标收益率 1.40%，边际中标收益率 1.43%，全场倍数 3.80，边际倍数高达 59.74，显示机构对 5 年期品种配置热情较高。

日期	券种	期限	加权中标利率（%）	边际中标利率（%）	全场倍数	边际倍数
7/21	国开行金融债	3Y	1.4682	—	2.63	3.63
7/21	国开行金融债	5Y	1.5129	—	2.37	3.69
7/21	国开行金融债	10Y	1.7573	—	2.37	2.32
7/22	财政部国债	10Y	1.7147	1.7335	7.41	32.07

7/22	财政部贴现 国债	91D	0.9341	1.0536	2.65	2.07
7/22	财政部贴现 国债	182D	1.0425	1.1598	2.02	1.33
7/23	国开行金融 债	3Y	1.4935	—	1.90	4.92
7/23	国开行金融 债	7Y	1.6373	—	2.38	2.70
7/23	国开行金融 债	10Y	1.7889	—	2.67	1.01
7/24	财政部国债	5Y	1.4000	1.4300	3.80	59.74

数据来源：财联社、中国债券信息网、Wind

（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。根据部分市场机构统计，基金公司全周净买入约 499-906 亿元，对 30 年期国债净买入约 407 亿元，是长端及超长端的重要买盘力量。保险资金延续净买入态势，全周净买入约 442-462 亿元，持续增持超长国债，是债市底部的重要支撑。理财产品全周净买入约 197 亿元，主要参与短端和中短端品种。证券公司对 30 年期国债净买入约 578 亿元，但在全券种口径下方向存在分歧，部分统计显示券商净卖出约 369 亿元。银行体系方面，大型银行净卖出约 7.55 亿元，中小行大幅净卖出约 1249.6 亿元；大型银行仍是银行间主要资金融出方，全周净融出约 3.31 万亿元，货币基金净融出约 1.85 万亿元。

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，是底部支撑
基金公司	净买入	中长端、超长端	对 30Y 国债增持明显
理财类产品	净买入	短端、中短端	稳定配置，票息策略为主
证券公司	分歧	超长端	30Y 现券净买入，全券种口径方向不一
大型银行	净卖出/净融出	资金供给	银行间主要资金融出方
中小银行	净卖出	各期限	全券种净卖出规模较大

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成交量逐日回升，全周日均成交量约 2.03 万亿元，合计约 10.16 万亿元。具体来看，周一至周五成交量分别为 1.74 万亿、1.78 万亿、1.90 万亿、2.32 万亿、2.41 万亿元，呈现逐步放量态势。截至 7 月 24 日，银行间质押式回购余额约 10.31 万亿元，较上周上升约 0.76 万亿元；银行间债市杠杆率约 105.84%，较上周上升 0.43 个百分点。非银机构方面，保险净融入约 0.75 万亿元，证券公司净融入约 1.69 万亿元，基金净融入约 1.39 万亿元，理财净融出约 0.15 万亿元。整体来看，随着资金面转松，机构杠杆水平小幅回升，但仍处于相对温和区间，未出现明显过度加杠杆迹象。

指标	本周水平	变动
银行间质押式回购成交量（万亿元）	10.16	日均约 2.03 万亿
银行间质押式回购余额（万亿元）	10.31	较上周 +0.76
银行间债市杠杆率（%）	105.84	较上周 +0.43pct
货币基金净融出（万亿元）	1.85	—
大型银行净融出（万亿元）	3.31	—

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，但利率进一步下行空间受政策预期与供给因素制约。资金面回归均衡偏松、配置盘持续入场以及负债成本下行预期对债市形成支撑；但下周政治局会议政策定调、三季度政府债供给提速以及海外利率高位运行仍构成潜在利空。预计短期内 10 年期国债将在 1.70%-1.76%区间运行，30 年期超长特别国债将在 2.16%-2.24%区间波动。

（一）利多因素

- 1. 资金面维持均衡偏松：税期扰动消退后 DR007 中枢回落至 1.40%附近，央行提前公告月末隔夜逆回购操作，显示维护流动性合理充裕的态度明确，跨月资金压力可控。
- 2. 负债成本下行预期升温：部分地区城农商行存款利率调降，叠加 MLF 加量续作，市场对银行负债成本进一步下行存在一定预期，利好长端及超长端。
- 3. 配置盘持续入场：保险、基金、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。
- 4. 基本面延续结构性调整：二季度 GDP 增速回落至 4.3%，内需修复仍需巩固，基本面环境对债市偏友好。
- 5. 股债跷跷板效应：若权益市场波动延续，部分避险资金或转向债券市场。

（二）利空因素

- 1. 政治局会议政策预期：下周政治局会议召开，若释放稳增长政策加力信号，可能提振市场风险偏好，对债市形成阶段性压力。
- 2. 三季度政府债供给压力：上半年政府债发行进度偏慢，下半年发行提速概率较高，供给压力对长端收益率下行空间形成制约。
- 3. 海外利率高位运行：美国 10 年期国债收益率升至 4.70%附近，中美利差维持高位，对国内货币政策空间构成外部约束。
- 4. 交易盘止盈压力：超长端本周快速下行后，部分交易盘存在获利了结动机，若机构行为轮动放缓，长端可能出现震荡回调。

（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 月下旬）利率运行区间预测如下：

品种	当前收益率 (7 月 24 日)	预测区间 (未来一个月)	区间设定依据
10 年期国债	1.7279%	1.70%-1.76%	下限：资金面宽松+配置需求；上限：政策预期+供给提速
30 年期超长特别国债	2.1935%	2.16%-2.24%	下限：保险配置需求+负债成本下行预期； 上限：供给压力+交易盘止盈

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，税期扰动消退后资金面有望延续均衡偏松，债市短期预计维持偏多震荡格局。但需重点关注下周政治局会议政策定调、三季度政府债发行节奏及海外利率变化。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%附近，短端品种仍有票息价值；二是久期管理可适度向超长端倾斜，30 年期超长特别国债在 2.20%附近具备一定配置价值，但需控制追高节奏；三是 10 年期国债 1.72%-1.74%区间可择机布局，若收益率上行至 1.76%以上可加仓；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。需密切关注政治局会议定调、政府债供给节奏、央行公开市场操作以及海外美联储货币政策动向。