

隔夜逆回购护航跨月叠加 PMI 回落，债市震荡偏强收益率曲线小幅下移

——债市周评（2026 年 7 月 27 日-7 月 31 日）

摘要

本周（7 月 27 日-7 月 31 日）跨月资金面先紧后松，央行连续三日开展 6000 亿元隔夜逆回购操作护航跨月，全周公开市场净投放 4215 亿元。7 月制造业 PMI 回落至 49.2%降至荣枯线下方，叠加政治局会议释放“适度宽松的货币政策”信号，债市震荡偏强。10 年期国债收益率下行 1.08BP 至 1.7171%，30 年期超长特别国债收益率小幅波动。国债期货超长端表现亮眼，TL2609 周涨 0.49%。一级市场国开债招标倍数温和；二级市场保险、理财延续净买入，证券公司净卖出约 1063 亿元。展望后市，月初资金面有望季节性转松，但 8 月公开市场到期压力较大，关注政府债供给节奏及海外利率变化。

一、资金面

（一）公开市场操作

本周央行公开市场操作以净投放为主，主因跨月流动性需求上升。周一（7 月 27 日）央行开展 3255 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率维持 1.40%不变，当日 3985 亿元到期，净回笼 730 亿元；同日有 4000 亿元 MLF 到期（已在 7 月 24 日提前操作 5000 亿元覆盖）。周二（7 月 28 日）央行开展 3055 亿元 7 天期逆回购，到期 2530 亿元，净投放 525 亿元。周三（7 月 29 日）央行开展 2065 亿元 7 天期逆回购，并首次启动本轮隔夜逆回购操作 6000 亿元，当日 760 亿元到期，单日净投放 7305 亿元。周四（7 月 30 日）央行开展 2705 亿元 7 天期逆回购及 6000 亿元隔夜逆回购，到期 8040 亿元（含隔夜 6000 亿元），净投放 665 亿元。周五（7 月 31 日）央行开展 1340 亿元 7 天期逆回购及 6000 亿元隔夜逆回购，到期 6890 亿元（含隔夜 6000 亿元），净投放 450 亿元。全周来看，7 天期逆回购合计操作 12420 亿元，到期 10205 亿元；隔夜逆回购合计操作 18000 亿元，到期 12000 亿元；MLF 到期 4000 亿元（已在上周操作覆盖）。全口径净投放 4215 亿元。央行提前公告隔夜逆回购操作安排，释放呵护跨月流动性的积极信号，隔夜逆回购工具的常态化运用有助于平抑月末资金波动。

日期	星期	7 天逆回购 操作 (亿元)	7 天逆回购 到期 (亿元)	隔夜逆回购 操作 (亿元)	隔夜逆回购 到期 (亿元)	当日净 投放 (亿元)
7 月 27 日	周一	3255	3985	0	0	-730

7月28日	周二	3055	2530	0	0	+525
7月29日	周三	2065	760	6000	0	+7305
7月30日	周四	2705	2040	6000	6000	+665
7月31日	周五	1340	890	6000	6000	+450
合计	一	12420	10205	18000	12000	+4215

注：操作利率均为1.40%；7月27日另有4000亿元MLF到期（已在7月24日操作5000亿元覆盖）。数据来源：Wind、央行官网

（二）资金利率

本周跨月期间资金利率先升后降，整体中枢较上周有所抬升。周一（7月27日）DR001报1.4173%，DR007报1.4336%，受MLF到期及逆回购净回笼影响，资金面小幅收敛。周二（7月28日）DR001升至1.4234%，DR007报1.4676%，跨月压力开始显现。周三（7月29日）DR001进一步升至1.4468%，DR007报1.5019%，为全周高点，隔夜逆回购首日市场反应有限。周四（7月30日）隔夜逆回购累积效应显现，DR001大幅下行至1.4010%，DR007回落至1.4518%。周五（7月31日）跨月当日，DR001小幅反弹至1.4175%，DR007继续下行至1.4469%，跨月整体平稳。全周来看，DR001由上周五1.3826%上行至1.4175%，累计上行3.49BP；DR007由1.4023%上行至1.4469%，上行4.46BP。Shibor隔夜由1.3812%升至1.4100%，上行2.88BP；Shibor1周由1.4000%升至1.4530%，上行5.30BP；Shibor3月由1.4280%微升至1.4300%，上行0.20BP。R007（银行间）由1.4090%升至1.4624%，上行5.34BP。整体来看，跨月期间资金面“有惊无险”，DR001最高仅升至1.45%附近，相较于过去三年同期升幅明显收窄，反映央行精细化调控效果显现。

日期	星期	DR001 (%)	DR007 (%)	R007 (%)	Shibor 隔夜 (%)	Shibor 1周 (%)	Shibor 3月 (%)
7月27日	周一	1.4173	1.4336	1.4413	1.4180	1.4316	1.4300
7月28日	周二	1.4234	1.4676	1.4747	1.4150	1.4600	1.4300
7月29日	周三	1.4468	1.5019	1.5054	1.4380	1.5100	1.4310
7月30日	周四	1.4010	1.4518	1.4776	1.4000	1.4550	1.4300
7月31日	周五	1.4175	1.4469	1.4624	1.4100	1.4530	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窄幅震荡，1 年期品种小幅上行。AAA 级 1 年期同业存单到期收益率由上周五（7 月 24 日）的 1.4792%上行至 7 月 31 日的 1.4836%，全周上行 0.44BP。从周内走势看，周一至周二 1 年期存单利率从 1.4807%升至 1.4845%，周三小幅回落至 1.4835%，周四升至全周高点 1.4852%，周五回落至 1.4836%。从二级市场来看，3 个月和 9 个月期限存单收益率均小幅上行约 1BP，短端上行幅度略大于长端。同业存单净融资转正，本周发行 6937 亿元，净融资 3080 亿元，募集率升至 94.01%。整体来看，跨月期间存单利率维持低位震荡，银行负债成本保持相对稳定。

日期	星期	AAA 级 1Y 存单 收益率（%）
7 月 27 日	周一	1.4807
7 月 28 日	周二	1.4845
7 月 29 日	周三	1.4835
7 月 30 日	周四	1.4852
7 月 31 日	周五	1.4836

注：3 个月和 9 个月期限存单收益率小幅上行约 1BP。数据来源：Wind、中国货币网

二、经济数据与政策事件

7 月 31 日，国家统计局公布 7 月采购经理指数（PMI）数据。7 月制造业 PMI 为 49.2%，较上月下降 1.1 个百分点，降至荣枯线下方。从分类指数看，生产指数为 49.9%，下降 1.5 个百分点；新订单指数为 48.5%，下降 2.7 个百分点，需求端回落幅度大于供给端。原材料库存指数为 48.3%，下降 0.1 个百分点。从业人员指数为 49.0%，上升 0.5 个百分点。值得关注的是，高技术制造业 PMI 为 53.3%，装备制造业 PMI 为 51.4%，均保持扩张态势，结构转型持续推进。非制造业商务活动指数为 49.0%，下降 1.2 个百分点；综合 PMI 产出指数为 49.3%，下降 1.3 个百分点。有市场机构表示，7 月 PMI 回落主要受前期制造业较快增长基数较高、部分行业进入传统生产淡季及高温天气等因素影响，基本面环境对债市偏友好。

7 月 30 日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议强调实施好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度，加力扩大内需、优化供给。综合运用并适时调整货币政策工具，优化实施财政金融协同促内需政策。会议定调对债市形成多空交织影响：一方面“适度宽松的货币政策”提振宽松预期，利好债市；另一方面“更加积极的财政政策”可能加大政府债供给压力。7 月 29 日，美联储 7 月 FOMC 会议决定维持联邦基金利率目标区间在 3.5%至 3.75%不变，为年内连续第五次按兵不动。美联储主席释放中性偏鹰基调，强调 2%通胀目标维持不变。美国第二

季度 GDP 折合年率增长 1.5%，低于市场预期的 2.1%。6 月核心 PCE 价格指数环比上涨 0.1%，低于预期。会后美债收益率上行，10 年期美债升至 4.75%，30 年期升至 5.27%。

政策操作层面，本周央行连续三个交易日开展 6000 亿元隔夜逆回购操作，合计 18000 亿元，并预告 8 月 3 日继续开展 3000 亿元。隔夜逆回购工具的常态化运用体现央行精细化流动性管理意图，“隔夜打底、7 天配合”的调控思路有助于平抑月末资金波动。票据市场方面，7 月末各期限票据利率均持平于 0.50%，大行持续净买入，7 月累计净买入约 4507 亿元，反映 7 月信贷成色仍处于修复巩固阶段。

事件/数据	时间	主要内容	市场影响
7 月 PMI	7 月 31 日	制造业 PMI 49.2%（-1.1pp），非制造业 49.0%（-1.2pp）	利好债市，基本面支撑增强
政治局会议	7 月 30 日	更加积极财政+适度宽松货币，加大逆周期调节	多空交织：宽松预期 vs 供给压力
美联储 FOMC	7 月 29 日	维持利率 3.5%-3.75%不变，连续第五次按兵不动	偏鹰基调，美债收益率上行
隔夜逆回购操作	7/29-7/31	每日 6000 亿元，合计 18000 亿元，护航跨月	稳定跨月资金预期
美国 Q2 GDP	7 月 30 日	折合年率增长 1.5%，低于预期 2.1%	美债收益率上行压力缓解

数据来源：国家统计局、央行官网、Wind、新华财经

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，中段下行幅度相对较大。周一资金面小幅收敛，叠加 MLF 到期及股债跷跷板效应，债市窄幅震荡，10 年期国债活跃券收益率围绕 1.72%波动，30 年期国债盘中一度下探至 2.1735%刷新上市以来低点，但尾盘回吐涨幅。周二资金面延续紧平衡，现券走势分化。周三隔夜逆回购首日启动，但资金价格仍居高，DR001 升至 1.45%附近，债市承压。周四隔夜逆回购累积效应显现，资金面转松，叠加政治局会议释放“适度宽松”信号，债市大幅走强，超长端表现亮眼，TL2609 单日涨 0.65%。周五 7 月 PMI 数据公布大幅低于预期，10 年期国债收益率逼近 1.70%关口，但权益市场反弹形成跷跷板效应，超长端尾盘小幅回调。全周来看，中债国债到期收益率曲线整体小幅下移，1 年期上行 0.49BP 至 1.1463%，10 年期下行 1.08BP 至 1.7171%，超长特别国债 30 年期小幅波动。

信用债市场本周收益率有所上行，中高等级品种表现承压。AAA 级 5 年期企业债到期收益率由 1.7599%升至 1.8165%，全周上行约 5.66BP；AA+级 5 年期由 1.8147%升至 1.8430%，上行约 2.83BP。信用利差有所走阔，或与月末信用债供给增加及机构跨月审慎操作有关。在低利率和资产荒背景下，中高等级信用债配置需求仍在，但短期需关注信用利差波动。

（二）收益率曲线

本周国债收益率曲线整体小幅下移，中段下行幅度大于短端和超长端，曲线形态小幅平坦化。1 年期国债收益率从 1.1414%上行至 1.1463%，上行 0.49BP，受跨月资金面收敛影响；3 年期从 1.2890%下行至约 1.2850%，下行约 0.40BP；5 年期从 1.4381%下行至约 1.4250%，下行约 1.31BP；7 年期从 1.5565%下行至约 1.5420%，下行约 1.45BP；10 年期从 1.7279%下行至 1.7171%，下行 1.08BP；超长特别国债 30 年期从 2.1935%小幅下行至约 2.1900%，下行约 0.35BP。国开债 10 年期从 1.7840%下行至 1.7750%，下行 0.90BP。从期限利差看，10Y-1Y 期限利差由 58.65BP 收窄至 57.08BP，30Y-10Y 期限利差由 46.56BP 收窄至 47.29BP，中段表现优于两端。

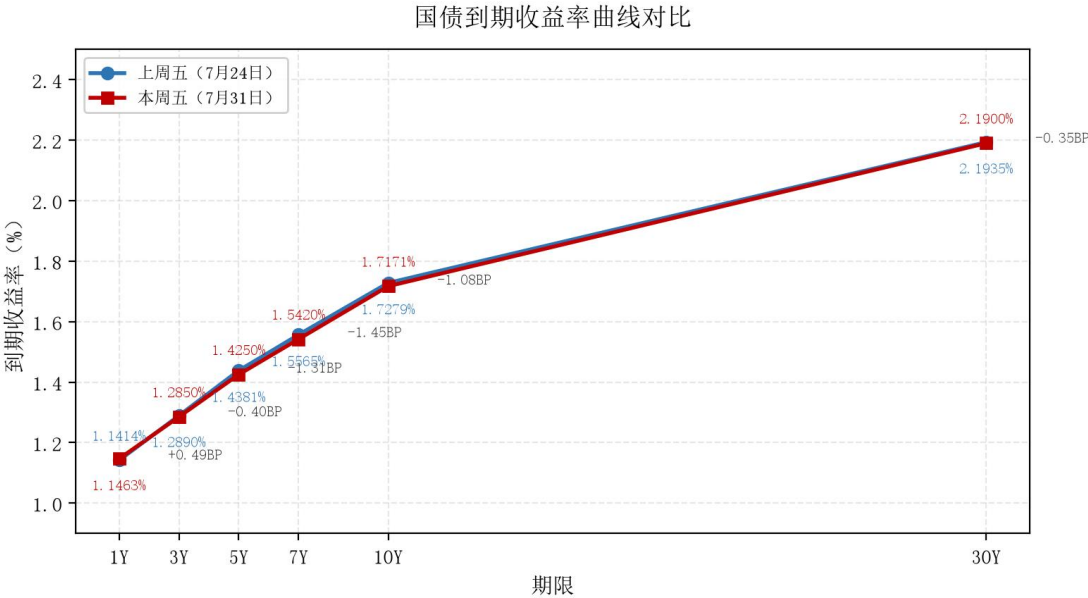


图 1：国债到期收益率曲线对比（7/24 vs 7/31）

期限	7/24（上周五）	7/31（本周五）	周变动（BP）	方向
国债 1Y	1.1414%	1.1463%	+0.49	↑
国债 3Y	1.2890%	1.2850%	-0.40	↓
国债 5Y	1.4381%	1.4250%	-1.31	↓
国债 7Y	1.5565%	1.5420%	-1.45	↓
国债 10Y	1.7279%	1.7171%	-1.08	↓
超长特别国债 30Y	2.1935%	2.1900%	-0.35	↓

国开债 10Y	1.7840%	1.7750%	-0.90	↓
---------	---------	---------	-------	---

注：3Y/5Y/7Y/30Y 为基于市场数据估算值。数据来源：Wind、中债收益率曲线、中国货币网

（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 31 日收盘，10 年期主力合约 T2609 报 109.400 元，较上周五涨 0.11 元，周涨幅约 0.10%；5 年期主力合约 TF2609 报 106.420 元，较上周五跌 0.04 元，周跌幅约 0.04%；30 年期主力合约 TL2609 报 115.400 元，较上周五涨 0.56 元，周涨幅约 0.49%。周内走势看，周一至周三国债期货震荡波动，TL 主力合约在 114.64-114.91 元区间徘徊。周四成为全周转折点，政治局会议释放“适度宽松”信号后，TL2609 单日大涨 0.65%至 115.39 元，突破前期阻力区间，持仓量显著增加。周五在 PMI 数据利好推动下，TL2609 继续收涨至 115.40 元，但涨幅收窄。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，5 年期合约小幅收跌，反映短端受跨月资金面压制。

（四）信用债

本周信用债市场收益率有所上行，中高等级品种表现承压，信用利差走阔。AAA 级 5 年期企业债到期收益率上行约 5.66BP 至 1.8165%，AA+级 5 年期上行约 2.83BP 至 1.8430%。与国债 5 年期相比，AAA 级企业债信用利差有所扩大，或与月末信用债供给增加及机构跨月审慎操作有关。城投债方面，高等级城投债利差维持低位震荡，陕西等地方债招标全场倍数均超 22 倍，显示配置需求仍在。银行二永债收益率整体小幅波动。策略上，短期需关注信用利差波动，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，美债收益率整体上行。截至 7 月 31 日，美国 10 年期国债收益率报 4.75%，30 年期报 5.27%，较上周五（4.70%、5.16%）分别上行约 5BP 和 11BP。上行驱动主要来自美联储 7 月 FOMC 会议释放中性偏鹰基调，主席强调 2%通胀目标维持不变，保留后续进一步加息选项。此外，中东地缘局势持续紧张也推升了长端美债收益率。美国第二季度 GDP 折合年率增长 1.5%，低于预期 2.1%，但 6 月核心 PCE 通胀低于预期，数据信号参差。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，贴现国债认购倍数尚可，国开债中标倍数相对温和，地方债需求旺盛。周二（7 月 28 日）财政部发行 3 月期和 6 月期贴现国债，加权中标收益率分别为 1.0053%和 1.1132%，全场倍数分别为 3.03 和 2.30。同日国开行发行 3 年、5 年、10 年期金融债，加权中标收益率分别为 1.4957%、1.5500%、1.7610%，全场倍数分别为 2.39、1.88、2.52，边际倍数分别为 5.88、1.44、1.15。其中 3 年期国开债边际倍数较高达 5.88，显示短端需求相对旺盛；10 年期倍数 2.52，需求尚可。此外，陕西省 7 期地方债中标结果出炉，全场倍数均超 22 倍，其中 10 年期“26 陕西债 36”全场倍数达 28.64，反映地方债配置需求依然旺盛。

日期	券种	期限	加权中标利率(%)	全场倍数	边际倍数
7/28	财政部贴现国债	3M	1.0053	3.03	—
7/28	财政部贴现国债	6M	1.1132	2.30	—
7/28	国开行金融债	3Y	1.4957	2.39	5.88
7/28	国开行金融债	5Y	1.5500	1.88	1.44
7/28	国开行金融债	10Y	1.7610	2.52	1.15
7/28	陕西地方债	10Y	1.7800	28.64	3.26
7/28	陕西地方债	20Y	2.3100	25.20	1.47

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，保险公司全周净买入约 625 亿元，延续净买入态势，是债市底部的重要支撑力量，主要增持超长国债。理财产品全周净买入约 440 亿元，主要参与短端和中短端品种，票息策略为主。基金公司全周净买入约 361 亿元，对超长端有一定增持。证券公司全周净卖出约 1063 亿元，为本周主要卖方力量，主要卖出 10 年期国债、10 年期国开债及地方债。银行体系方面，大型银行日均净融出约 2.54 万亿元，货币基金净融出约 1.67 万亿元，银行体系日均净融出降至 2.87 万亿元，较前周 3.59 万亿元有所回落。从周内节奏看，前半周银行、保险为主要买盘，后半周政治局会议利好释放后，基金与理财买盘增强。

机构类型	全周方向	主要操作期限	特征描述
保险公司	净买入约 625 亿	超长端（20Y+）	持续配置超长国债，底部支撑
理财产品	净买入约 440 亿	短端、中短端	稳定配置，票息策略为主
基金公司	净买入约 361 亿	中长端、超长端	政治局会议后买盘增强
证券公司	净卖出约 1063 亿	10Y 国债、国开、地方	本周主要卖方力量

		债	
大型银行	净融出约 2.54 万亿	资金供给	银行间主要 资金融出方

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下降，市场杠杆水平小幅回落。截至 7 月 31 日，银行间质押式回购余额约 9.68 万亿元，较上周下降约 0.63 万亿元；银行间债市杠杆率约 105.44%，较上周下降 0.40 个百分点。非银机构方面，保险净融入约 0.74 万亿元，证券公司净融入约 1.41 万亿元，基金净融入约 1.40 万亿元，理财净融出约 0.01 万亿元。从资金面来看，跨月期间银行体系日均净融出降至 2.87 万亿元，较前周 3.59 万亿元回落，大行日均净融出由 3.37 万亿元降至 2.53 万亿元，为主要拖累项。周三起随隔夜逆回购落地，大行融出逐级修复，周四回升至 2.99 万亿元，周五在月末压力下再度回落至 2.54 万亿元。整体来看，跨月期间机构杠杆水平小幅回落，属季节性现象，未出现明显去杠杆迹象。

指标	本周水平	变动
银行间质押式回购余额（万亿元）	9.68	较上周-0.63
银行间债市杠杆率（%）	105.44	较上周-0.40pct
大型银行净融出（万亿元）	2.54	日均较前周回落
货币基金净融出（万亿元）	1.67	—
证券公司净融入（万亿元）	1.41	—
基金净融入（万亿元）	1.40	—

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，月初资金面季节性转松及 PMI 回落构成主要支撑，但 8 月公开市场到期规模较大、政府债供给预期升温及海外利率高位运行构成潜在压力。预计短期内 10 年期国债将在 1.68%-1.76%区间运行，30 年期超长特别国债将在 2.10%-2.22%区间波动。

（一）利多因素

1. PMI 回落至荣枯线下方：7 月制造业 PMI 49.2%，新订单指数回落 2.7 个百分点至 48.5%，需求端收缩快于供给端，基本面对债市形成支撑。

2. 货币政策宽松预期：政治局会议定调“适度宽松的货币政策”，叠加隔夜逆回购工具常态化运用，市场对后续降准降息预期有所升温。
3. 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。
4. 月初资金面季节性转松：跨月平稳结束后，DR001 有望向 1.35%回归，月初财政支出亦有支撑，资金面大概率转松。
5. 票据利率低位运行：7 月各期限票据利率均持平于 0.50%，大行持续净买入，反映信贷处于修复巩固阶段。

（二）利空因素

1. 8 月公开市场到期压力：下周（8/3-8/7）公开市场合计到期约 2.14 万亿元，含 7 天逆回购 1.24 万亿、隔夜逆回购到期 6000 亿及 3M 买断式逆回购到期 3000 亿，关注央行续作情况。
2. 政府债供给预期升温：政治局会议强调“更加积极的财政政策”，8 月政府债计划发行量较前周大幅提升，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：美联储偏鹰基调下，美国 10 年期国债收益率升至 4.75%，30 年期升至 5.27%，中美利差维持高位，对国内货币政策空间构成外部约束。
4. 信用利差走阔风险：本周信用债收益率上行、信用利差扩大，若跨月后信用供给持续放量，信用利差可能进一步波动。

（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（8 月初至 8 月底）利率运行区间预测如下：

品种	当前收益率 (7 月 31 日)	预测区间 (未来一个月)	区间设定依据
10 年期国债	1.7171%	1.68%-1.76%	下限：PMI 回落+月初资金转松+宽松预期； 上限：供给提速+公开市场到期压力
30 年期超长特别国债	2.1900%	2.10%-2.22%	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，跨月平稳结束后月初资金面有望季节性转松，叠加 PMI 回落及宽松预期，债市短期预计维持偏多震荡格局。但需重点关注 8 月公开市场到期压力、政府债发行节奏及海外美联储政策动向。策略上建议：一是维持中性偏积极仓位，关注月初资金面转松后的短端配置机会，DR001 若回落至 1.35%附近，短端品种仍有票息价值；二是超长端在 2.10%-2.16%区间可适度参与，TL2609 突破前期阻力后趋势向好，但需控制追高节奏，防范交易盘止盈回调；三是 10 年期国债 1.70%附近谨慎追多，若收益率上行至 1.76%以上可加仓；四是关注信用利差走阔后的配置机会，中高等级信用债票息价值仍具吸引力，对低等级品种保持审慎。需密切关注 8 月政府债供给节奏、央行公开市场操作及买断式逆回购续作情况、美国经济数据及美联储政策路径。