

通胀温和运行叠加逆周期调节预期升温，债市走强 10Y 国债突破 1.70%

——债市周评（2026. 08. 10-08. 14）

摘要：本周央行 7 天逆回购连续四日零操作，但通过隔夜逆回购税期首现（3490 亿元）及 6 个月买断式逆回购等额续作（10000 亿元）呵护流动性，全口径净投放 2505 亿元。资金面整体均衡偏松，DR001 围绕 1.36%窄幅波动。7 月 CPI 同比+0.5%、PPI 同比+3.5%均温和回落，叠加 Q2 货政报告提出“加大逆周期调节力度”，降准降息预期升温，10 年期国债收益率突破 1.70%关口至 1.6952%（-1.67BP），30 年期超长特别国债下行 2.01BP 至 2.161%。收益率曲线呈现牛平格局，30 年期国债期货创年内新高。7 月金融数据公布，M2 同比+7.7%、社融存量同比+7.4%。

一、资金面

（一）公开市场操作

本周央行公开市场操作呈现“7 天零操作+隔夜逆回购税期首现+6M 买断式等额续作”的组合特征。周一（8/10）央行开展 180 亿元 7 天逆回购操作后，周二至周五连续四日 7 天逆回购操作量为零，为时隔两个月再现零操作。周三（8/12）尾盘，央行突发公告将在 8 月 14 日及 17 日至 19 日开展隔夜逆回购操作，每日上限 6000 亿元，首次于税期启用该工具。周五（8/14）央行开展 3490 亿元隔夜逆回购操作，同时以固定数量、利率招标方式开展 10000 亿元 6 个月期买断式逆回购操作，因 8 月有 10000 亿元 6M 买断式逆回购到期，此次实现等额续作。全周来看，7 天逆回购净回笼 985 亿元，隔夜逆回购净投放 3490 亿元，6M 买断式逆回购等额续作，全口径净投放 2505 亿元。央行“敲打”与“呵护”并存的操作模式，既反映当前流动性处于合意区间，也体现对税期资金波动的提前应对。

日期	7 天逆回购操作 (亿)	隔夜/买断式逆回 购操作(亿)	逆回购到期(亿)	净投放(亿)
8/10(一)	180	—	630	-450
8/11(二)	0	—	465	-465
8/12(三)	0	—	50	-50
8/13(四)	0	—	10	-10
8/14(五)	0	3490(隔 夜)+10000(6M 买断 式)	10+10000(6M 到期)	3480
合计	180	13490	11165	2505

（二）资金利率

本周资金面整体均衡偏松，资金利率窄幅波动。DR001 周一受跨月后首日影响偏高报 1.3778%，周二快速回落至 1.3602%，随后在 1.36%-1.37%区间窄幅震荡，周五报 1.3611%，全周均值约 1.3666%，较上周微降 0.07BP。DR007 全周在 1.3858%-1.3959%区间运行，周五报 1.3858%，全周均值约 1.3922%，较上周微降 0.23BP。R001 与 R007 走势同步，R007 全周从 1.4132%震荡至 1.4119%，DR 与 R 的利差维持在 2-3BP，反映银行间流动性分层现象不明显。Shibor 隔夜与 DR001 走势基本一致，Shibor 3 个月稳定在 1.43%不变。零操作之下资金利率不升反稳，反映银行体系流动性供给充裕，日均净融出约 4.26 万亿元，较前一周进一步增加。

日期	DR001 (%)	DR007 (%)	R001 (%)	R007 (%)	Shibor 隔夜 (%)
8/10(一)	1.3778	1.3953	1.3961	1.4132	1.3770
8/11(二)	1.3602	1.3925	1.3808	1.4181	1.3580
8/12(三)	1.3707	1.3959	1.3871	1.4262	1.3712
8/13(四)	1.3634	1.3917	1.3827	1.4206	1.3670
8/14(五)	1.3611	1.3858	1.3813	1.4119	1.3630

（三）同业存单

本周 AAA 级同业存单 1 年期收益率在 1.4825%-1.486%区间窄幅波动，周五报 1.4828%，与上周五持平，全周变动仅 0BP，走势十分平稳。Shibor 3 个月持续持平于 1.43%，3 个月期同业存单收益率约 1.43%，与 1 年期存单的期限利差维持在约 5BP。整体来看，同业存单利率运行平稳，反映银行负债端压力可控，中期流动性预期稳定。在央行 6M 买断式逆回购等额续作及隔夜逆回购税期首现的呵护下，市场对中期流动性的预期保持乐观。

品种	8/10(一)	8/11(二)	8/12(三)	8/13(四)	8/14(五)
AAA 同业存单 1Y	1.4825	1.4855	1.4848	1.4860	1.4828
Shibor 3M	1.4300	1.4300	1.4300	1.4300	1.4300

二、经济数据

7 月 CPI、PPI 均温和回落。8 月 9 日国家统计局公布数据显示，7 月 CPI 环比下降 0.1%，同比上涨 0.5%（涨幅较上月回落 0.5 个百分点，为今年 2 月以来首次降至 1%以下），主要受汽油价格涨幅回落影响。扣除食品和能源价格的核心 CPI 环比上涨 0.3%，同比上涨 0.9%，反映服务消费与内需渐进修复。PPI 环比下降 0.7%，同比上涨 3.5%（涨幅较上月回落 0.6 个百分点），受国际输入性因素及季节性影响。其中，有色金属、煤炭、电子等上游价格仍同比上涨，与新质生产力相关的行业价格逆势上涨。物价延续温和运行，为货币政策维持适度宽松提供空间。

央行发布二季度货币政策执行报告。8 月 12 日央行发布《2026 年第二季度中国货币政策执行报告》，延续政治局会议对货币政策的总体基调，将一季度“灵活运用多种货币政策

工具”的表述升级为“综合运用并适时调整货币政策工具”，并提出“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”。报告显示，上半年DR001均值为1.31%，6月新发放企业贷款利率约3.0%（较上年同期低约20个基点），商业银行净息差降至1.40%。尽管报告未明确提到降准降息，但“适时调整”和“加大逆周期调节”的表述令市场降准降息预期进一步发酵。多位分析人士认为，三季度是观察降息降准的重要窗口。

7月金融数据公布。8月14日央行公布7月金融统计数据：7月末M2余额355.51万亿元，同比增长7.7%（较上月回落0.3个百分点）；M1余额115.46万亿元，同比增长4.0%（持平）；社会融资规模存量463.27万亿元，同比增长7.4%；人民币贷款余额282.29万亿元，同比增长5.1%。前7个月社会融资规模增量累计22.25万亿元，比上年同期少1.74万亿元，其中企业债券净融资2.52万亿元（同比多1.1万亿元），政府债券净融资7.76万亿元（同比少1.15万亿元）。7月企业新发放贷款加权平均利率略低于3.0%，个人住房贷款利率约3.1%，贷款利率保持在历史低位。整体来看，金融总量保持合理增长，融资结构持续优化，直接融资占比稳步上升。

三、债市行情

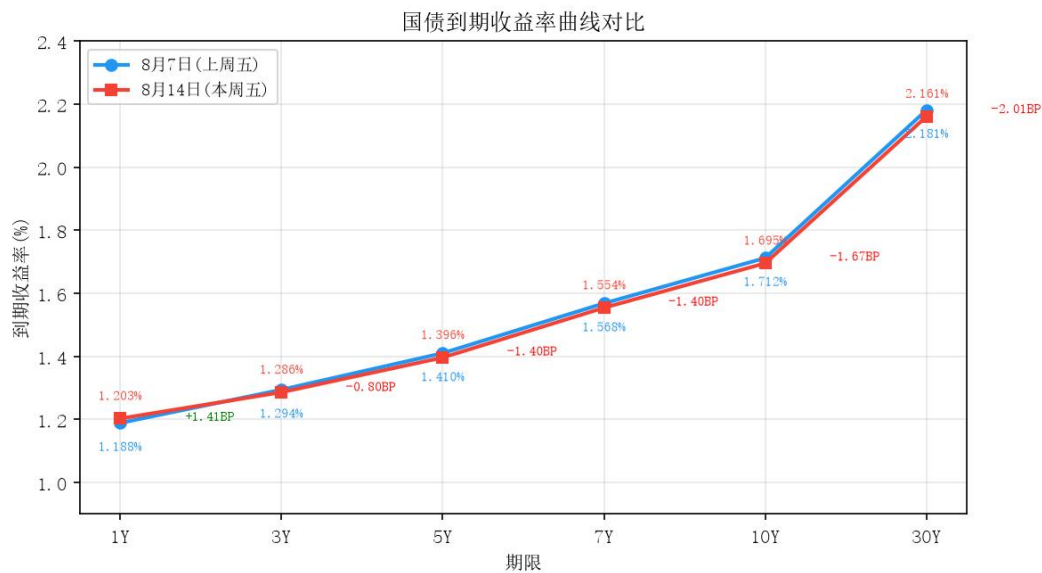
（一）整体走势

本周债市走强，收益率曲线呈现牛平格局。周一在7月通胀数据温和运行的提振下，超长端强势突破，30年期国债期货主力合约创近九个月收盘新高；周二央行7天逆回购时隔两月再现零操作，市场谨慎情绪升温，叠加止盈盘释放，债市回调；周三50年期超长期特别国债续发后市场走出利空落地，尾盘央行公告将开展隔夜逆回购操作，收益率快速下行；周四在隔夜逆回购呵护和降准预期推动下，债市小幅下行，TL合约创年内新高；周五7月金融数据公布叠加国债招标结果较好，10年期国债突破1.70%关口至1.6952%，全周下行1.67BP。30年期超长期特别国债全周下行2.01BP至2.161%，但周五因新券招标后换券预期压制表现相对逊色。国开债10年期收益率全周下行0.48BP至1.7531%。短端1年期国债收益率上行1.41BP至1.2026%，主要受资金面边际收敛及政府债供给预期影响。

品种	8/7 收益率(%)	8/14 收益率(%)	变动(BP)
国债 1 年	1.1885	1.2026	+1.41
国债 3 年(估)	1.2940	1.2860	-0.80
国债 5 年(估)	1.4100	1.3960	-1.40
国债 7 年(估)	1.5680	1.5540	-1.40
国债 10 年	1.7119	1.6952	-1.67
超长特别国债 30 年	2.1811	2.1610	-2.01
国开债 10 年	1.7579	1.7531	-0.48

（二）收益率曲线

本周收益率曲线呈现牛平格局。短端 1 年期国债收益率上行 1.41BP，主要受资金面边际收敛及政府债供给预期影响；长端 10 年期下行 1.67BP，超长端 30 年期下行 2.01BP，呈现“短上长下”格局。30Y-10Y 期限利差从 46.92BP 收窄至 46.58BP，收窄 0.34BP；10Y-1Y 期限利差从 52.34BP 收窄至 49.26BP，收窄 3.08BP。曲线牛平主要反映了通胀数据温和运行及 Q2 货政报告释放逆周期调节信号后，市场对长端利率下行空间的博弈加速，10 年期国债突破 1.70% 关口后进一步向 1.69% 靠拢。超长端期限利差压缩趋势仍在延续，但 30Y 新券招标后换券预期对超长端形成一定压制。



（三）国债期货

本周国债期货整体走强，30 年期主力合约创年内新高。30 年期主力合约（TL2609）全周从 115.720 元上涨至 116.390 元，涨幅 0.58%；10 年期主力合约（T2609）从 109.425 元上涨至 109.540 元，涨幅 0.11%；5 年期主力合约（TF2609）从 106.535 元上涨至 106.615 元，涨幅 0.08%；2 年期主力合约（TS2609）从 102.634 元微涨至 102.636 元，基本持平。周一超长端强势突破，TL 大涨 0.32% 站上 116；周二央行零操作引发谨慎情绪，期货全线收跌，TL 失守 116；周三周四震荡回升，TL 周四创年内新高 116.38 元；周五在金融数据和国债招标结果提振下再度走强。30 年期期货表现最强，反映超长端仍受交易盘青睐，但换券预期对近月合约形成一定压制。

日期	30 年期涨跌(%)	10 年期涨跌(%)	5 年期涨跌(%)	2 年期涨跌(%)
8/10(一)	+0.32	+0.05	+0.04	+0.01
8/11(二)	-0.15	-0.06	-0.05	-0.02
8/12(三)	-0.07	-0.01	+0.00	+0.01
8/13(四)	+0.35	+0.07	+0.05	+0.01

8/14(五)	+0.09	+0.06	+0.05	+0.01
---------	-------	-------	-------	-------

（四）信用债

本周信用债收益率整体窄幅波动，信用利差多数小幅被动走阔。根据市场研究数据，城投债收益率多数下行，其中 2-3 年、3-5 年品种平均分别下行约 1BP 和 1.4BP。中短票据、企业债和交易所公司债各等级收益率波动区间在-2BP 到 2BP。信用利差方面，由于利率债收益率下行幅度更大，普信债信用利差多数被动小幅走阔。一级市场方面，本周信用债发行规模环比回升，超长信用债一级发行规模合计约 178.5 亿元，新债票面利率有所下行。银行“二永债”方面，本周收益率普遍下行约 1BP，超额利差压缩但比价优势减弱。整体来看，信用债资产荒格局延续，超长信用债情绪偏热，估值收益率落在 2.2%以下的超长信用债只数明显增加，但当前信用利差已处于相对低位，后续定价或主要取决于利率走势和品种流动性。

（五）海外债市

本周美债收益率先升后降再回升。8 月 7 日（上周五）10 年期美债收益率报 4.65%，30 年期报 5.19%。周一（8/10）美债收益率大幅上行，10 年期升至 4.72%（+7BP），30 年期升至 5.25%（+6BP），主要受美国财政部增加长债发行及经济数据偏强影响。随后两个交易日收益率逐步回落，周三（8/12）10 年期降至 4.68%，30 年期降至 5.24%。周四（8/13）收益率继续下行，10 年期降至 4.63%，30 年期降至 5.21%。但周五（8/14）收益率再度回升，10 年期回到 4.68%，30 年期回到 5.25%。全周来看，10 年期美债收益率从 4.65%升至 4.68%（+3BP），30 年期从 5.19%升至 5.25%（+6BP），中美利差倒挂幅度有所扩大，但人民币汇率持续走强（在岸人民币升破 6.75 创三年半新高），外部约束边际缓解。

四、机构行为

（一）一级市场招投标

本周利率债发行规模有所回升，一级市场招投标整体需求平稳。8 月 12 日财政部发行 50 年期超长期特别国债 400 亿元，中标利率 2.2831%，全场倍数 6.87，边际倍数 1.42，发行结果基本符合市场预期。同日财政部还发行了 63 天期和 91 天期贴现国债，全场倍数分别为 3.52 和 3.58。8 月 14 日财政部发行 10 年期国债 900 亿元，中标利率 1.66%，边际利率 1.68%，全场倍数 6.12，边际倍数 11.64；30 年期国债 730 亿元，中标利率 2.14%，全场倍数 6.03，边际倍数 2.49。10 年期国债中标利率低于二级市场收益率，反映一级市场配置需求旺盛。此外，进出口行 1 年期金融债中标利率 1.3816%，全场倍数 3.28；农发行 3 年/5 年/10 年期金融债全场倍数分别为 4.31/4.97/3.92。地方债方面，广西、重庆等多地

地方债全场倍数均超 20 倍，反映机构对地方债的配置热情不减。财政部还在香港发行 150 亿元人民币国债，认购倍数 4.67 倍，受到投资者广泛欢迎。

（二）二级市场机构动向

本周机构在二级市场的交易行为呈现明显分化。根据市场研究数据，基金与理财维持净买入态势，银行与券商为主要净卖出方。具体来看：银行净卖出国债、地方政府债和信用债，净买入政金债及同业存单；券商净买入国债，净卖出政金债等；基金净买入国债、地方政府债和信用债，净卖出政金债与同业存单；保险主要净买入地方政府债、同业存单和信用债，小幅净卖出国债；理财对政金债、同业存单和信用债为净买入。

分券种来看，10 年国债方面银行转为净卖出，券商与基金转为净买入；30 年债券方面银行、券商为主要净卖出方，保险为主要净买入方，基金同步净买入；银行二永债方面银行、保险为主要净卖出方，基金为主要净买入方。从机构久期来看，基金买入加权久期明显抬升至 7.62 年，中长期利率债基金久期降至 4.32 年，处于 2025 年以来 78.1%分位，反映基金仍在增配长久期品种。保险买入加权久期由 13.61 年降至 9.92 年，反映保险在超长端配置节奏有所放缓。30 年国债日换手率升至 9.25%，交投活跃度维持高位。周五（8/14）银行为全天买债主力，主要买入 30Y 债与地方债，证券为主要卖盘，保险与基金盘中买卖角色反转。

（三）杠杆率变化

本周银行间质押式回购日均成交额约 68460 亿元，较前一周增加 988 亿元，其中 R001 日均成交额 60798 亿元，占比 88.8%。银行体系资金净融出平均约 4.26 万亿元，较前一周进一步增加，大行仍为主要贡献项。银行间债券市场杠杆率小幅降至约 1.06，证券公司杠杆率升至约 2.14，非银机构杠杆率升至约 1.12，债券基金杠杆率升至约 1.10。整体来看，市场杠杆水平维持在合理区间，资金面均衡偏松带动机构加杠杆意愿温和恢复。在央行隔夜逆回购税期首现及 6M 买断式逆回购等额续作的呵护下，中期流动性预期稳定，机构杠杆操作空间仍在。但下周税期（8 月 17-21 日）是资金面的主要考验，央行已公告将在税期期间启动隔夜逆回购操作，预计部分缓释资金压力。

五、后市预期

综合多空判断

本周债市走强，10 年期国债突破 1.70%关口至 1.6952%，收益率曲线牛平格局进一步演绎。综合来看，短期债市维持偏多震荡格局，10 年期国债在 1.70%以下空间打开但 1.68%附近

仍有反复。Q2 货政报告释放“加大逆周期调节”信号，降准降息预期为债市提供底部支撑，但收益率已处历史低位，进一步下行需要更明确的政策催化。

利多因素：

- 通胀数据温和运行：7 月 CPI 同比+0.5%回落至 1%以下，PPI 同比+3.5%回落，核心 CPI 虽有回升但整体温和，为货币政策宽松提供空间。
- 货政报告释放宽松信号：Q2 货政报告提出“综合运用并适时调整货币政策工具”“加大逆周期调节力度”，降准降息预期升温，三季度为重要观察窗口。
- 流动性呵护态度明确：隔夜逆回购税期首现（3490 亿元）+6M 买断式逆回购等额续作（10000 亿元），央行呵护流动性态度明确，资金面大幅收紧概率较低。
- 金融数据偏弱支撑债市：7 月 M2 同比+7.7%回落，社融存量+7.4%，贷款增速放缓至 5.1%，融资需求处于修复巩固阶段，基本面对债市仍有支撑。
- 人民币汇率走强缓解外部约束：在岸人民币升破 6.75 创三年半新高，汇率弹性增强为货币政策“以我为主”提供更大空间。

利空因素：

- 收益率处历史低位：10 年期国债已破 1.70%至 1.6952%，30 年期超长特别国债降至 2.161%，收益率进一步下行空间受限，容错空间减小。
- 美债收益率上行：本周 10 年期美债+3BP 至 4.68%，30 年期+6BP 至 5.25%，中美利差倒挂幅度有所扩大，外部约束仍存。
- 政府债供给放量预期：地方债发行进度偏慢，三季度供给高峰可能考验市场承接力，8 月政府债发行有望进一步提速。
- 超长端换券压力：30 年期国债新券招标后，次新券面临卖出压力，新老券切换可能对超长端走势形成短期压制。
- 交易盘拥挤度上升：基金买入加权久期抬升至 7.62 年，中长期利率债基久期处于 78%分位偏高位置，若交易盘止盈可能放大波动。

利率预测区间：基于当前收益率水平、多空因素综合判断，预计未来一个月：

- 10 年期国债：运行区间 1.65%-1.72%。下限 1.65%对应降准降息落地后的下行空间，上限 1.72%对应供给冲击和止盈回调带来的回升风险。当前 1.6952%处于区间中枢偏下位置。
- 30 年期超长特别国债：运行区间 2.10%-2.20%。下限 2.10%对应期限利差进一步压缩至 42-44BP 区间，上限 2.20%对应换券压力消退前的高点和供给放量带来的回调。当前 2.161%处于区间中枢位置。

策略建议：配置盘可趁回调逐步布局超长端，当前 30 年期超长特别国债仍具配置价值，但需关注换券过程中的次新券机会；交易盘需盯紧资金面和供给节奏，10 年期国债在 1.70% 以下容错空间减小，建议控制久期风险暴露，关注降准降息落地的催化时点。曲线策略方面，30Y-10Y 期限利差仍有压缩空间，可关注做平曲线交易机会。信用债方面，资产荒格局延续但信用利差已处低位，建议以中短久期高流动性品种为主，关注超长信用债的配置价值和二永债的流动性优势。