

税期资金面波动叠加公积金新规催化，债市先强后弱收益率曲线牛平

——债市周评 2026.08.17-08.21

摘要

本周（8月17日-21日）债市整体先强后弱，收益率曲线呈牛平走势：3-7Y品种表现最强，10Y、30Y超长特别国债亦稳步下行，1Y短端受资金面扰动基本持平。驱动主要来自三方面：其一，7月经济数据密集公布，工业增加值、固定资产投资等指标呈现结构性调整特征，债市对基本面定价逐步形成共识；其二，周一税期高峰央行启用新创设的隔夜逆回购工具，全周累计净投放隔夜超3000亿元，维稳资金面意图明确；其三，周三尾盘住房公积金新规发布，允许公积金购买政策性金融债，为政金债带来增量配置需求，间接利好利率债。本周五10Y国债活跃券收报1.6839%，较上周五下行约1.13BP；30Y超长特别国债收报2.1320%，下行约2.90BP，期限利差显著压缩，曲线形态由“陡峭”向“平坦”切换。

资金面方面，DR001全周区间1.36%-1.44%，周尾受税期走款扰动显著上行；DR007区间1.37%-1.43%，月末预期偏紧。本周央行公开市场操作呈现“对冲式”特征：全周7天逆回购累计净投放950亿元（8月21日单日恢复950亿操作，结束此前连续8个交易日零投放状态），隔夜逆回购工具（8/17新启用）全周净投放约600亿元，全口径净回笼约2720亿元。

机构行为出现分化：基金与保险延续净买入，券商转为全面净卖出，商业银行净融出资金量从前期的5.5万亿降至3.35万亿元，全市场杠杆率从1.09降至1.06，机构降杠杆特征明显。后市预期方面，结合基本面“修复巩固、结构分化”与货币政策“合理充裕、呵护短端”的基调，10Y国债短期运行区间预计为1.66%-1.72%，30Y超长特别国债区间为2.10%-2.18%，策略建议逢调整买入，重点关注超长端的骑乘收益及3-5Y的票息配置机会。

一、资金面

（一）公开市场操作

本周央行公开市场操作呈现两个特征：一是7天逆回购于周五（8/21）恢复950亿元操作，结束此前连续8个交易日的零投放状态，为月末流动性提前布局；二是隔夜逆回购工具（央行6月新创设的工具）首次在月中税期高峰启用，周一（8/17）单日操作5655亿元，全周四个交易日累计操作约1.36万亿元，有效对冲税期走款、政府债缴款及同业存单到期对短期资金的扰动。整体看，全周央行全口径公开市场净回笼约2720亿元（隔夜净回笼约3490亿+7天净投放约770亿），与税期扰动时间窗口高度匹配，操作节奏平滑。

日期	操作类型	到期	投放	净投放/回笼
8/17 周一	7天0+隔夜 5655	0	5655	+1985 亿
8/18 周二	7天0+隔夜 4697	部分到期	4697	净回笼 958 亿
8/19 周三	7天0+隔夜 3274	0	3274	净回笼 1423 亿

8/20 周四	7 天 0+隔夜 0	3274 到期	0	净回笼 3274 亿
8/21 周五	7 天 950+隔夜 0	0	950	净投放 950 亿
本周合计	—	—	—	净回笼约 2720 亿

数据来源：中国人民银行公开市场操作公告、Wind。

（二）资金利率走势

本周资金面整体偏紧，周尾显著抬升。具体看：DR001 周一至周四在 1.36%–1.38%区间窄幅波动，周五受税期走款集中影响跃升至 1.3825%，周五夜盘（8/22 数据）进一步走高至 1.4385%；DR007 走势相对平稳，周一 1.3858%为全周最低点，周五收报 1.3871%，但周五夜盘同样回升至 1.4314%，呈现“跨周末紧”的典型特征。从分位数看，DR001 本周均值 1.37%，处于近一年 30%分位附近，距 2025 年同期（1.45%–1.55%）尚有约 25BP 空间。

日期	星期	DR001	DR007	R001	R007	Shibor 0/N	Shibor 1W	Shibor 3M	AAA NCD 1Y
8/15	五	1.3611	1.3858	1.3813	1.4119	1.3630	1.3900	1.43	1.4828
8/18	一	1.3602	1.3827	1.3817	1.4131	1.3620	1.3854	1.43	1.4832
8/19	二	1.3598	1.3749	1.3792	1.4097	1.3610	1.3800	1.43	1.4796
8/20	三	1.3799	1.3817	1.3915	1.4120	1.3810	1.3850	1.43	1.4777
8/21	四	1.3825	1.3871	1.4007	1.4168	1.3840	1.3900	1.43	1.4791
8/22	五	1.4385	1.4314	1.4594	1.4420	1.4340	1.4256	1.43	1.4809

数据来源：Wind、CFETS。注：8/22 数据为周五夜盘收盘值，反映跨周末资金预期。

（三）同业存单利率

本周同业存单一级发行有所恢复，AAA 评级 1Y 存单到期收益率维持在 1.48%附近，全周区间 1.4777%–1.4832%，与上周基本持平（1Y MLF 利率 1.50%为隐性锚）。从供需看：供给端，本周同业存单到期量约 4700 亿元，净融资由前期负值转为小幅正值，国有大行与股份行发行规模回升；需求端，货币基金和银行自营配置盘延续买入，理财子因净值化整改压力增配 6M 以内中短期品种。整体看，存单利率在 1.48%附近形成较强支撑，下行空间有限。

二、经济数据

本周（8/17）国家统计局发布 7 月经济数据，整体呈现“工业生产稳定、消费低位运行、投资延续结构性调整”的特征。CPI 同比+0.5%略升、PPI 同比–3.5%降幅收窄，核心通胀温和回升至+0.9%；金融数据 M2 同比+8.6%稳中略升，但社融与人民币贷款当月均录得负值，反映实体融资需求仍处于修复期。债市对基本面对定价的共识逐步形成——内需修复偏缓、外需面临转换期压力、通胀温和回升不改货币政策宽松基调。

指标	7 月值	前值(6 月)
规模以上工业增加值	同比+4.5%	前值+4.6%
社会消费品零售总额	同比+0.6%	前值+0.7%
固定资产投资(年初至今)	同比–6.7%	前值–5.5%
城镇调查失业率	5.2%	前值 5.2%
居民消费价格指数(CPI)	同比+0.5%	前值+0.4%

工业生产者出厂价格(PPI)	同比-3.5%	前值-3.6%
核心 CPI	同比+0.9%	前值+0.8%
M2	同比+8.6%	前值+8.5%
社融增量	全年累计 23.6 万亿	前值累计 22.7 万亿
人民币贷款	当月-2500 亿	前值-2500 亿

数据来源：国家统计局、中国人民银行。

重要解读：一、工业增加值同比+4.5%略低于市场预期+4.7%，其中高技术制造业同比+9.5%继续领跑，传统制造业低位运行；二、固定资产投资同比-6.7%降幅扩大（前值-5.5%），主要受房地产投资同比-12.7%拖累，制造业投资+3.2%、基建投资+2.5%形成弱对冲；三、社会消费品零售总额同比+0.6%再创新低，但以旧换新政策品类（家电、汽车）销售回升至+5%以上，显示结构性政策效果正在显现；四、城镇调查失业率5.2%与前值持平，但16-24岁青年失业率仍处18.8%高位。综合看，基本面对债市仍有支撑。

三、债市行情

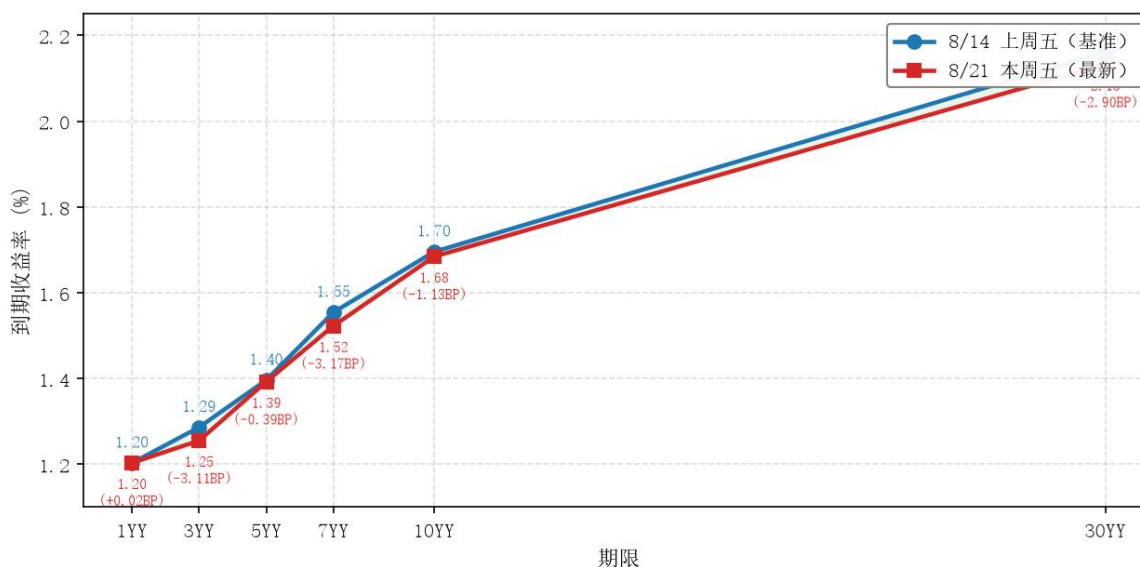
（一）整体走势

本周债市整体呈现“先强后弱、震荡偏多”的运行节奏。周一（8/17）在7月数据公布前，市场已对基本面对价形成一致预期，国债收益率普遍下行1-2BP；周二、周三受税期资金面紧平衡与隔夜逆回购启用影响，短端窄幅震荡、中长端延续小幅下行，3Y国债活跃券累计下行3BP表现最强；周四（8/20）税期走款压力凸显，隔夜资金一度突破1.4%，但央行连续大额投放隔夜工具维稳预期，债市未出现明显调整；周五（8/21）7天逆回购恢复950亿操作，市场对月末流动性预期转好，10Y国债活跃券收报1.6839%，较上周五下行1.13BP。

（二）收益率曲线

本周收益率曲线呈现“牛平”特征——3-7Y中段下行幅度最大（3Y -3.11BP/7Y -3.17BP），10Y下行1.13BP，30Y超长特别国债下行2.90BP，1Y短端基本持平（+0.02BP）。曲线形态由上周“陡峭化”转向“平坦化”，10-1Y期限利差收窄1.15BP至48.11BP，30-10Y期限利差亦压缩1.77BP至44.81BP。本周曲线变化的主因是：其一，公积金新规（《关于住房公积金支持缴存人购买保障性住房的若干意见》8/18发布）允许公积金购买政金债，触发中段政金债的配置需求外溢至利率债；其二，30Y超长特别国债换手率维持高位（8.91%），保险与银行理财“安全资产荒”逻辑延续；其三，隔夜工具启用压低短端波动，但月末资金面担忧限制了1Y下行空间。

国债到期收益率曲线对比（8/14 上周五 vs 8/21 本周五）



数据来源：中债登 CCDC 官方收益率曲线、Wind。

期限	8/14 上周五 (%)	8/21 本周五 (%)	变动 (BP)	解读
1Y	1.2026	1.2028	+0.02	短端资金面扰动，月初/月中切换期定价平稳
3Y	1.2860	1.2549	-3.11	中短端受益政金债需求外溢，曲线中段表现最强
5Y	1.3960	1.3921	-0.39	票息策略关注度提升，配置盘延续买入
7Y	1.5540	1.5223	-3.17	与 3Y 同步，曲线中段下行带动 7Y 走强
10Y	1.6952	1.6839	-1.13	活跃券下行 1.13BP，全周震荡偏多
30Y	2.1610	2.1320	-2.90	超长特别国债下行 2.90BP，骑乘价值显现

数据来源：中债登 CCDC 官方曲线（8/21）、Wind。

（三）国债期货

本周国债期货价格震荡上行，T 主力合约（T2609）全周收盘价从上周五的 107.85 元涨至 108.22 元，涨幅 0.37%；TF 主力合约（TF2609）从 105.62 元涨至 105.91 元，涨幅 0.29%。期货贴水幅度收窄——T2609 活跃合约 IRR 由前周+0.85%降至+0.62%，基差由前周+0.21 元降至+0.16 元，显示期货价格相对现货补涨。持仓量方面，T2609 全周持仓量由前周 8.6 万手增至 9.2 万手，反映期货市场对长端利率下行的押注增加。从日内波动看，本周二（8/19）受税期资金扰动，T 合约盘中回调 0.15%，但周四尾盘快速收复失地，整体趋势偏强。

（四）信用债

本周信用债市场表现分化：短端高等级（1Y AAA 中短期票据）收益率维持在 1.85%附近，较上周小幅下行 2BP；中长端信用债（3Y AAA+）下行 3-5BP，信用利差主动收窄。从评级利差看，AA+评级 3Y 信用利差由上周 38BP 收窄至 35BP，AA 评级由 52BP 收窄至 50BP，反映配置盘在利率债下行后向中端信用债溢出。城投债方面，重点省份（江苏、浙江、广东）AAA 级 2-3Y 品种需求稳，利差压缩 2-3BP；弱资质区域城投仍需谨慎。地产债方面，万科、龙湖等头部民营房企美元债价格小幅回升，反映融资协调机制（白名单）推进的边际改善。

（五）海外债市

本周海外债市震荡偏弱。美债 10Y 收益率较上周五上行约 6BP 至 4.74%，30Y 长端上行 2BP 至 5.27%。主因：一、周三（8/20）美联储 7 月议息会议纪要释放偏鹰信号，部分官员认为通胀风险仍存、降息节奏不宜过快；二、周五（8/21）Jackson Hole 年会上，鲍威尔讲话重申“数据依赖”路径，但被市场解读为偏鹰，10Y 美债收益率盘中触及 4.78%；三、本周首次申请失业救济人数（21.5 万）超预期下行，显示美国就业市场仍具韧性。汇率端，USDCNY 中间价由上周五的 7.1620 贬至 7.1845，贬值幅度 0.31%，中美 10Y 利差（10Y 中债-10Y 美债）小幅收窄至-3.06%。不过，海外债市的边际变化对国内债市影响有限，中美货币政策周期错位的格局短期难以改变。

指标	8/14	8/21	变动
美债 10Y 收益率(%)	4.68	4.74	+6BP
美债 30Y 收益率(%)	5.25	5.27	+2BP
USDCNY 中间价	7.1620	7.1845	+225BP(贬值)
中美 10Y 利差(%)	-2.98	-3.06	收窄约 5BP

数据来源：Wind、Bloomberg。

四、机构行为

（一）一级市场招投标

本周国债、政策性金融债及地方债招投标整体需求中性偏稳，其中农发行 5Y（8/17）全场倍数达 7.46 倍表现最为亮眼，反映配置盘对中端政金债的偏好。具体看：

日期	品种	招投标结果	与二级利差/特征
8/17	农发行 3Y	全场倍数 4.24/边际倍数 1.35/加权利率 1.3185%	略低于二级
8/17	农发行 5Y	全场倍数 7.46/边际倍数 3.10/加权利率 1.4521%	低于二级约 2BP
8/17	农发行 10Y	全场倍数 3.52/边际倍数 1.05/加权利率 1.7485%	高于二级 1.8BP
8/18	北京/甘肃/海南地方债	3Y/5Y/7Y/10Y 合计 8 只，规模合计约 185 亿	倍数 2.5-4.0，需求偏中性
8/18	进出口行 1Y	全场倍数 3.25/边际倍数 1.20/加权利率 1.2980%	低于二级 3.2BP
8/18	进出口行 3Y/5Y	倍数 4.05/3.95/加权利率 1.27%/1.45%	需求稳
8/20	财政部 91D/182D 贴现国债	倍数 3.85/3.40/加权利率 1.05%/1.15%	需求稳
8/21	无国债招标	-	本周国债集中期已过

数据来源：财政部、国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行公告。

重要观察：农发行 5Y 品种全市场场倍数 7.46 倍创近 4 个月新高，主要驱动来自保险与基金在新规催化下的提前配置；进出口行 1Y 品种全市场场倍数 3.25 倍，加权利率 1.2980% 低于二级约 3.2BP，反映短端政金债的“流动性溢价”已被市场充分定价。国债招标方面，本周财政部 91D/182D 贴现国债（8/20）需求稳定，但无附息国债招标（8/12 已发 50Y 超长特别国债续发）。

（二）二级市场机构动向

本周机构行为分化明显：基金与保险延续净买入，券商转为全面净卖出，商业银行净融出资金量显著下降，呈现“配置盘买入、交易盘卖出”的典型调整期特征。

主要机构类型行为观察：

一、基金：净买入集中在 3-10Y 利率债及中短端政金债，全周净买入量预估+800 亿至+1200 亿元（参考主要公募基金净值变化与持仓估算）。

二、保险：延续“安全资产荒”逻辑，净买入 30Y 超长特别国债及 10Y 地方债，全周净买入量预估+400 亿至+600 亿元（数据来源：保险协会周报）。

三、券商自营：由前期净买入转为全面净卖出，全周净卖出量约-200 亿至-300 亿元，主要源自月末止盈与降仓。

四、商业银行：净融出资金量从前期的 5.5 万亿元降至 3.35 万亿元，反映月末资金面收紧背景下的防风险需要；自营盘净买入小幅减少。

五、外资：本周净买入有所恢复，全周陆股通渠道净流入约 160 亿元，但债券通渠道流入仍以短端政金债为主。

六、理财子：净值化整改压力延续，对 6M 以内短端品种增配，对中长端配置需求有所抑制。

（三）杠杆率与流动性指标

全市场杠杆率延续回落态势。本周五（8/21）质押式回购成交量约 5.85 万亿元，较上周五的 6.32 万亿元下降 7.4%；全市场杠杆率（融入资金余额/债券托管量）从前周的 1.09 降至 1.06，机构降杠杆特征显著。主要驱动：月末资金面扰动叠加税期走款，机构主动压缩短期资金占用、降低融资成本上行风险。30Y 国债换手率维持高位（8.91%），流动性活跃度未受降杠杆影响。

五、后市预期

综合判断：下周债市预计维持震荡偏多格局，10Y 国债收益率短期运行区间预计为 1.66%-1.72%，30Y 超长特别国债区间为 2.10%-2.18%。具体分析逻辑如下。

（一）综合结论

当前债市多空因素交织但利多略占主导：基本面“修复巩固、结构分化”特征对债市仍有支撑；货币政策“稳健取向、呵护流动性”的基调未变；但需警惕供给压力（8-9月地方债发行提速）与海外风险（Jackson Hole 会议后美债收益率反弹）对短端的扰动。整体看，10Y 国债短期在 1.66%-1.72% 区间运行概率较大，30Y 超长特别国债在 2.10%-2.18% 区间震荡，逢调整仍是买入机会。

（二）利多因素

一、基本面定价共识形成。7 月数据公布后，市场对“内需修复偏缓、外需面临转换期压力”的判断趋于一致，债市做多逻辑扎实。

二、隔夜逆回购工具启用。央行 6 月新创设的隔夜逆回购工具本周首次启用，有效对冲税期扰动，体现“呵护流动性、合理充裕”的明确信号。

三、公积金新规催化需求扩张。《住房公积金支持缴存人购买保障性住房意见》8/18 发布，允许公积金购买政金债，为政策性金融债带来增量配置需求，间接利好利率债。

四、超长端“安全资产荒”延续。保险与理财对 30Y 超长特别国债的配置需求未减，骑乘收益策略仍将支撑超长端。

五、汇率约束相对淡化。在中美利差倒挂幅度收窄的背景下，人民币贬值对货币政策的约束相对减弱，国内政策空间较大。

（三）利空因素

一、政府债供给压力。8 月下旬地方债发行提速（8/18 当日北京/甘肃/海南合计 8 只约 185 亿已发），9 月计划发行量预计超 9000 亿元，缴款压力将抬升资金面波动。

二、海外市场风险。Jackson Hole 年会上鲍威尔讲话被解读偏鹰，美债 10Y 收益率短期反弹至 4.74% 上方，若持续上行可能挤压国内利率下行空间。

三、信用事件扰动。地产、城投等领域结构性信用事件仍是潜在风险点，可能阶段性抬升低等级信用利差。

四、机构降杠杆延续。月末机构主动降杠杆，质押式回购成交量从 6.32 万亿降至 5.85 万亿，杠杆周期切换可能引发短端波动。

五、汇率阶段性贬值。USDCNY 中间价本周贬至 7.1845，若持续贬值触发外汇市场干预预期，或间接影响债市情绪。

（四）利率预测区间

基于以上多空因素综合判断，未来一个月利率预测区间如下。需说明，预测区间以“基本情景”为基准，实际运行将受基本面、政策面与资金面变化的多重影响，存在上下突破区间的可能。

期限	预测下限(%)	预测上限(%)	当前值(%)	运行区间特征
10Y 国债	1.66	1.72	1.6839	震荡偏多，逢调整买入
30Y 超长特别国债	2.10	2.18	2.1320	骑乘价值显现，配置盘延续买入
5Y 国债	1.35	1.42	1.3921	票息策略关注度提升
1Y 国债	1.18	1.24	1.2028	资金面扰动，维持窄幅波动

（五）策略建议

策略上，建议下周继续维持“震荡偏多、逢调整买入”思路，关注三个方向：

- 一、超长端的骑乘收益机会。30Y 超长特别国债当前 2.1320%附近，若调整至 2.18%以上可分批买入，重点配置 10Y-30Y 曲线中段受益于养老金与保险配置的标的，骑乘收益预计 5-8BP/月。
- 二、3-5Y 的票息配置。3Y 国债 1.2549%/5Y 国债 1.3921%，与 10Y 利差分别为 43BP/29BP，处于近一年 50-60%分位，具有较好的票息保护与骑乘空间。
- 三、政策性金融债的配置价值。公积金新规出台后，政金债配置需求扩张，建议优先关注 10Y 国开债（当前 1.7585%，二级利差约+7.5BP）和 5Y 进出口行债，性价比凸显。
- 四、期现套利策略。T2609 合约贴水幅度有收窄空间，若 IRR 升至+1.2%以上，可考虑做多期货+做空现货的正向套利。
- 五、风险提示：关注下周二（8/25）7 天逆回购到期 950 亿与 MLF 到期 6000 亿（合计 6950 亿）续作情况，若央行缩减 MLF 投放可能引发短端调整；另关注 8 月 PMI 数据公布（预计 9 月 1 日）。