

央行万亿净投放资金面宽松，MLF 缩量续作叠加股债跷跷板债市回调曲线上移

——债市周评（2026. 08. 24-08. 28）

摘要：本周央行公开市场逆回购口径净投放 13265 亿元（7 天逆回购操作 10885 亿元、隔夜逆回购操作 8365 亿元、到期 5985 亿元），叠加 8 月 25 日 MLF 续作 5000 亿元（6000 亿元到期、净回笼 1000 亿元），全口径净投放 12265 亿元，为月末流动性提供充分呵护。资金面由紧转松，DR001 从上周五税期高位的 1.4385%大幅回落至 1.3378%，下行约 101BP；DR007 从 1.4314%回落至 1.3859%。但债市未能受益于资金面宽松，在月末考核压力、政府债集中缴款、股市连续走强分流资金及前期多头止盈等多重因素叠加下回调，10 年期国债收益率从 1.6833%上行至 1.695%，临近 1.70%关口；30 年期超长特别国债上行 5.60BP 至 2.188%，为本周最大变动。收益率曲线整体上移，长端上行幅度大于短端，曲线呈现熊陡格局。周四（8/27）公布 1-7 月规模以上工业企业利润同比增长 17.6%，保持较快增长。

一、资金面

（一）公开市场操作

本周央行公开市场操作力度显著加大，逆回购口径全周净投放 13265 亿元，为近期单周最高水平。周一（8/24）开展 3400 亿元 7 天逆回购操作；周二（8/25）开展 3860 亿元 7 天逆回购操作，同日 MLF 续作 5000 亿元（对冲 6000 亿元到期，净回笼 1000 亿元），MLF 连续第二月缩量续作；周三（8/26）开展 2395 亿元 7 天逆回购操作；周四（8/27）重启隔夜逆回购工具，单日开展 1030 亿元 7 天逆回购和 5035 亿元隔夜逆回购操作，合计净投放 6065 亿元，为本周单日最大投放；周五（8/28）开展 200 亿元 7 天逆回购和 3330 亿元隔夜逆回购操作，当日 5985 亿元逆回购到期，单日净回笼 2455 亿元。全周来看，7 天逆回购操作合计 10885 亿元，隔夜逆回购操作合计 8365 亿元，逆回购到期 5985 亿元，逆回购口径净投放 13265 亿元；叠加 MLF 净回笼 1000 亿元，全口径净投放 12265 亿元。央行在月末时点大额投放流动性，体现呵护资金面的明确态度，隔夜逆回购工具的灵活运用进一步增强了流动性管理的精准性。

日期	7 天逆回购操作 (亿)	隔夜逆回购操作 (亿)	逆回购到期(亿)	净投放(亿)
8/24(一)	3400	0	0	3400
8/25(二)	3860	0	0	3860
8/26(三)	2395	0	0	2395
8/27(四)	1030	5035	0	6065

8/28(五)	200	3330	5985	-2455
合计	10885	8365	5985	13265

（二）资金利率

本周资金面由紧转松，呈现“前高后低”格局。周一（8/24）税期效应余波尚存，DR001 报约 1.42%，仍处相对高位；周二（8/25）受 MLF 到期 6000 亿元影响，DR001 进一步升至 1.4430%，DR007 升至 1.4531%，为本周高点；周三起随央行持续大额投放，资金面快速转松，DR001 降至 1.4105%；周四（8/27）在隔夜逆回购 5035 亿元放量投放护航下，DR001 大幅下行至 1.3594%，单日降幅超 5BP；周五（8/28）DR001 进一步下行至 1.3378%，全周较上周五（1.4385%）下行约 101BP。DR007 全周从 1.4531%高点回落至 1.3859%，较上周五（1.4314%）下行约 46BP。R001 与 R007 走势同步，周五分别报 1.3625%、1.4077%，DR 与 R 的利差收窄至 2-3BP，反映银行间流动性分层明显缓解。Shibor 隔夜周五报 1.339%，较上周五（1.434%）下行约 95BP。整体看，央行万亿级净投放有效平抑了月末资金面波动，隔夜利率重返 1.34%附近的低位区间，资金面宽松格局已基本确立。

日期	DR001 (%)	DR007 (%)	R001 (%)	R007 (%)	Shibor 隔夜 (%)
8/24(一)	1.4200	1.4200	1.4400	1.4400	1.4190
8/25(二)	1.4430	1.4531	1.4650	1.4650	1.4350
8/26(三)	1.4105	1.4282	1.4300	1.4450	1.4120
8/27(四)	1.3594	1.3950	1.3770	1.4237	1.3650
8/28(五)	1.3378	1.3859	1.3625	1.4077	1.3390

（三）同业存单

本周 AAA 级同业存单 1 年期收益率在 1.482%-1.486%区间窄幅波动，周五报 1.485%，较上周五的 1.4809%小幅上行约 0.4BP，走势整体平稳。Shibor 3 个月持续持平于 1.43%，与 1 年期存单的期限利差维持在约 5.5BP。本周同业存单发行规模约 7165 亿元，较前一周增加约 292 亿元，净融资额约 757 亿元。尽管 MLF 缩量续作 1000 亿元，但央行逆回购口径大额净投放有效补充了银行体系流动性，存单利率未随月末时点明显走高，反映银行负债端压力总体可控。有市场机构指出，央行通过买断式回购、MLF 的量价操作影响大行同业存单净融资量，进而影响银行买债行为和债券收益率曲线，这一传导路径值得关注。

品种	8/24(一)	8/25(二)	8/26(三)	8/27(四)	8/28(五)
AAA 同业存单 1Y	1.4820	1.4830	1.4840	1.4860	1.4850
Shibor 3M	1.4300	1.4300	1.4300	1.4300	1.4300

二、经济数据

1-7 月规模以上工业企业利润保持较快增长。8 月 27 日国家统计局公布数据显示，1-7 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 17.6%，增速较 1-6 月有所加快。分所有制看，国有控股企业利润同比增长同步加快，股份制企业和外商及港澳台投资企业利润均保持增

长。分行业看，有色金属冶炼和压延加工业、电力热力生产和供应业、计算机通信和其他电子设备制造业等行业利润增长较快，部分消费品制造业利润增速有所回升。整体看，工业企业效益延续恢复态势，但部分行业仍面临成本压力和需求不足的挑战，利润修复的可持续性仍需观察。

MLF 缩量续作 1000 亿元。8 月 25 日央行开展 1 年期 MLF 操作 5000 亿元，对冲当日到期的 6000 亿元，净回笼 1000 亿元，为连续第二月缩量续作。MLF 利率维持 2.50%不变。MLF 缩量续作反映在当前流动性已处合意区间背景下，央行对中期流动性投放保持审慎态度，同时逆回购口径的大额净投放弥补了 MLF 缩量的影响，全口径仍为大幅净投放。有市场机构认为，MLF 利率的调整空间受到中美利差倒挂和汇率因素的约束，短期内下调概率较低，但三季度末前后伴随降准落地，MLF 操作量有望回升。

财政金融协同促内需政策落地。8 月 21 日财政部、人民银行、金融监管总局联合发布《关于进一步做好财政金融协同促内需政策有关工作的通知》，在“精准度、覆盖面和撬动力”三个维度升级：贴息范围扩大至流动资金贷款，经办机构扩大至 21 家全国性银行和评级 3A 以上的城商行、农商行、民营银行、外资银行，单户中小微企业贷款贴息规模上限由每年 5000 万元提高至 7500 万元。中央财政专门安排 1000 亿元资金，通过“财政引导、金融投放、市场运作”的传导链条实现乘数效应。该政策有望提振中小微企业融资需求，对信用债市场形成边际利好。

三、债市行情

（一）整体走势

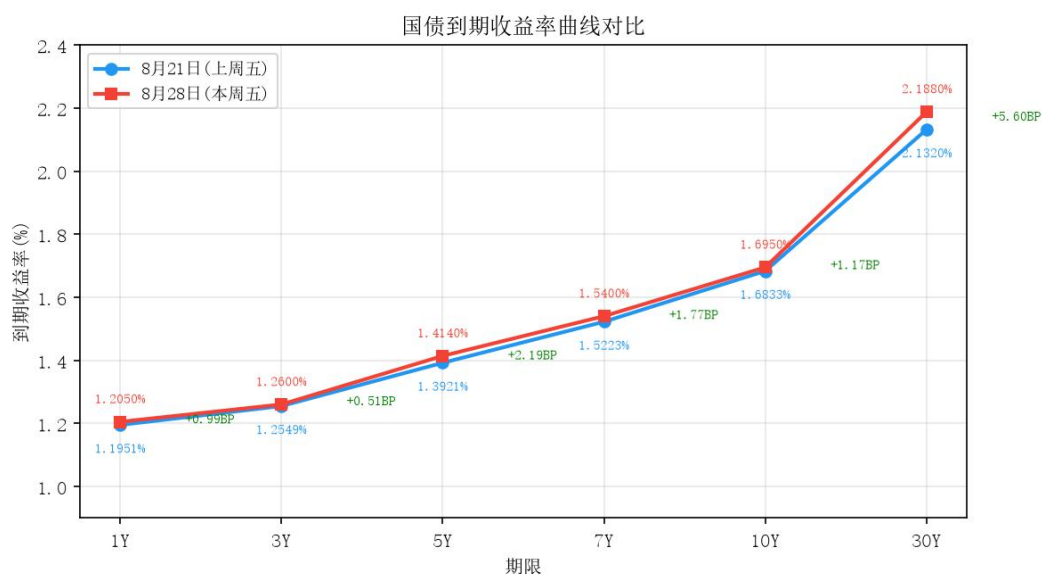
本周债市回调，收益率全周震荡上行，与资金面大幅宽松形成背离。周一（8/24）税期余波叠加周末信息消化，10 年期国债收益率小幅上行至 1.685%附近；周二（8/25）MLF 到期 6000 亿元叠加缩量续作，10 年期上行至 1.69%上方；周三（8/26）央行继续投放 2395 亿元 7 天逆回购，资金面开始转松，但债市未能跟进，10 年期维持在 1.69%附近震荡；周四（8/27）隔夜逆回购放量 5035 亿元，DR001 大幅下行至 1.3594%，但股市连续走强叠加月末考核压力，券商大幅卖出债券分流债市增量资金，10 年期上行逼近 1.70%关口；周五（8/28）央行净回笼 2455 亿元，但 DR001 进一步下行至 1.3378%，10 年期收于 1.695%，全周上行 1.17BP。30 年期超长特别国债全周上行 5.60BP 至 2.188%，为本周最大变动。5 年期、7 年期品种分别上行 2.19BP、1.77BP，中段调整幅度相对较大。国开债 10 年期收益率全周上行 2.47BP 至 1.7815%，调整幅度大于国债。短端 1 年期国债收益率上行 0.99BP 至 1.205%，调整幅度有限。

品种	8/21 收益率(%)	8/28 收益率(%)	变动(BP)
国债 1 年	1.1951	1.2050	+0.99
国债 3 年	1.2549	1.2600	+0.51
国债 5 年	1.3921	1.4140	+2.19

国债 7 年	1.5223	1.5400	+1.77
国债 10 年	1.6833	1.6950	+1.17
超长特别国债 30 年	2.1320	2.1880	+5.60
国开债 10 年	1.7568	1.7815	+2.47

（二）收益率曲线

本周收益率曲线整体上移，呈现熊陡格局。短端 1 年期国债收益率小幅上行 0.99BP；中段 5 年、7 年期品种分别上行 2.19BP、1.77BP，调整幅度相对较大；长端 10 年期上行 1.17BP，超长端 30 年期上行 5.60BP，为全曲线最大变动。10Y-1Y 期限利差从 48.82BP 小幅走扩至 49.00BP，走扩 0.18BP；30Y-10Y 期限利差从 44.87BP 显著走扩至 49.30BP，走扩 4.43BP。曲线熊陡主要反映：其一，月末考核压力叠加政府债集中缴款，机构配置意愿边际减弱；其二，股市连续走强形成“股债跷跷板”效应，券商资金从债市流向股市，分流债市增量资金；其三，前期收益率快速下行后多头止盈压力集中释放，30 年期超长特别国债前期涨幅最大，本周回调幅度也最大；其四，尽管资金面大幅转松，但市场对 9 月政府债供给放量的预期升温，长端定价承受一定压力。



（三）国债期货

本周国债期货整体回调，与现券走势方向一致。30 年期主力合约（TL2609）全周从 115.860 元下跌至 115.760 元，跌幅 0.09%；10 年期主力合约（T2609）从 109.455 元下跌至 109.305 元，跌幅 0.14%；5 年期主力合约（TF2609）从 106.555 元下跌至 106.410 元，跌幅 0.14%；2 年期主力合约（TS2609）从 102.626 元微跌至 102.572 元，跌幅 0.05%。本周期货与现券走势方向一致，均为回调，不同于上周的“期货跌、现券涨”基差修复行情。周四（8/27）为本周最大单日跌幅，TL 跌 0.54%、T 跌 0.16%，主要受股市大

涨和月末考核压力驱动。周五（8/28）期货企稳，T、TF、TS 基本持平或微涨，仅 TL 继续小幅下跌 0.14%，反映短期调整或接近尾声，部分机构开始逢调整布局。

日期	30 年期涨跌(%)	10 年期涨跌(%)	5 年期涨跌(%)	2 年期涨跌(%)
8/24(一)	-0.03	-0.01	-0.02	-0.01
8/25(二)	+0.03	-0.01	-0.01	+0.00
8/26(三)	+0.05	+0.01	+0.01	+0.00
8/27(四)	-0.06	-0.15	-0.13	-0.05
8/28(五)	-0.07	+0.03	+0.01	+0.01

（四）信用债

本周信用债收益率整体跟随利率债上行，信用利差多数收窄。根据市场研究数据，中短期票据各等级收益率上行 0.5-1.0BP，其中 1 年期 AAA 级中短期票据收益率上行约 0.5BP 至 1.5341%，1 年期 AA 级上行约 0.5BP 至 1.5741%；城投债 1 年期 AAA 级收益率上行约 0.3BP 至 1.5321%。信用利差多数收窄，主要因信用债收益率上行幅度小于利率债。一级市场方面，本周信用债发行规模环比基本持平，新债票面利率有所上行，认购倍数整体平稳。银行“二永债”方面，收益率普遍上行 1-2BP，在利率债回调的比价效应下，二永债配置关注度有所降温。整体来看，信用债资产荒格局延续，但在利率债收益率回调至相对高位后，配置盘向中端信用债溢出的迹象仍有待观察，当前信用利差已处相对低位，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

本周美债收益率震荡回落。10 年期美债收益率从上周五的 4.74%降至 4.674%（-6.6BP），30 年期从 5.27%降至 5.191%（-7.9BP）。本周美债收益率回落主要受以下因素驱动：其一，美国 8 月消费者信心指数继续下滑，经济降温预期升温；其二，部分美联储官员表态偏鸽，市场对 9 月降息预期有所强化；其三，地缘局势紧张推动避险资金流入美债。汇率方面，人民币兑美元中间价从 6.7817 微调至 6.7811，人民币延续偏强运行，美元指数在 99 关口上方震荡。中美利差倒挂幅度有所收窄，人民币汇率展现较强韧性为国内货币政策“以我为主”提供空间，海外债市波动对国内债市的传导影响有限。值得关注的是，离岸人民币报 6.7193，在岸与离岸价差维持窄幅，反映汇率预期总体稳定。

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需求分化。8 月 28 日进出口行发行 1 年期固息债，全场倍数 2.47，边际倍数 1.81，中标利率 1.3909%，短端需求中性。本周国债方面无附息国债新发

（上周已发行 50 年期超长特别国债），地方债发行节奏环比有所加快，但整体规模可控。政金债方面，在财政金融协同促内需政策落地背景下，市场对政金债增量配置需求的预期仍在消化，一级市场需求整体平稳。本周一级市场情绪受二级市场回调影响有所降温，全场倍数环比小幅下降，中标利率与二级市场收益率利差有所收窄，反映机构在收益率回调至相对高位后配置意愿边际回升，但月末考核压力下整体参与度仍然有限。

（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“交易盘卖出、配置盘观望”的特征。根据市场研究数据，券商延续净卖出态势，且卖出力度较上周加大，主要受股市连续走强下“股债跷跷板”效应驱动，券商资金从债市流向股市。具体来看：券商全周净卖出利率债，30 年期超长特别国债为主要卖出品种；基金在前期收益率快速下行后获利了结，转为边际净卖出；保险逢调整逐步入场承接，对超长端的配置需求保持稳健，但买入节奏有所放缓；银行自营配置力量边际减弱，大行月末融出规模逐步下降。

分期限来看，30 年期国债仍为交易最活跃品种，但换手率较上周有所下降；基金卖出加权久期有所下降，反映在曲线熊陡过程中机构适度降低久期风险敞口；保险买入久期维持高位，配置节奏边际放缓但方向不变。周五（8/28）部分机构转为防守，保险与银行逢调整买入，券商卖盘力度有所减弱，长端利率逐步靠近整数关口预示着债市月末调整期或临近结束。

（三）杠杆率变化

本周银行间债券市场杠杆率小幅上升至约 106.04%，较上周上升约 0.30 个百分点。分机构来看，广义基金杠杆率上升 1.83 个百分点至 112.29%，为本周增幅最大的机构类型，主要受隔夜利率大幅下行后加杠杆性价比提升驱动；保险机构杠杆率下降 0.48 个百分点至 125.62%；银行杠杆率下降 0.17 个百分点至 101.62%；证券公司杠杆率下降 0.46 个百分点至 213.80%。隔夜回购成交占比维持高位，DR001 降至 1.34%附近后，滚动加杠杆的短久期策略性价比回升，广义基金杠杆率抬升反映了这一趋势。下周进入 9 月，月初资金面通常转松，但 9 月政府债供给有望进一步提速，叠加跨季因素，杠杆策略建议关注资金面的可持续性。

五、后市预期

综合多空判断

本周债市回调，收益率曲线整体上移，10 年期国债收益率上行至 1.695%，临近 1.70%关口，30 年期超长特别国债上行 5.60BP 至 2.188%。综合来看，短期债市经历月末调整后或

逐步企稳，资金面大幅转松为收益率下行提供基础，但股债跷跷板效应和政府债供给预期仍构成压制。10 年期国债在 1.70%附近或有所反复，若月初资金面平稳转松且股市高位回调，收益率有望重回 1.68%-1.69%区间运行。

利多因素：

- 资金面大幅转松：DR001 从 1.4385%降至 1.3378%，全周下行约 101BP，央行万亿级净投放确立月末流动性宽松格局，为收益率下行提供基础。
- 央行呵护态度明确：全口径净投放 12265 亿元为近期单周最高，隔夜逆回购工具灵活运用，体现“保持流动性合理充裕”的政策取向。
- 基本面支撑逻辑未变：1-7 月工业企业利润虽保持增长但部分行业仍面临成本和需求挑战，经济处于修复巩固阶段，基本面对债市的支撑逻辑未变。
- 降准降息预期仍在：市场对三季度末前后降准落地的预期升温，MLF 缩量续作后降准必要性上升，为债市提供底部支撑。
- 超长端配置需求稳健：保险机构逢调整逐步入场承接 30 年期超长特别国债，“安全资产荒”逻辑下对超长端的配置需求方向不变。
- 美债收益率回落：10 年期美债收益率从 4.74%降至 4.674%，中美利差倒挂幅度收窄，外部压力有所缓解。

利空因素：

- 股债跷跷板效应：股市连续走强，券商资金从债市流向股市，分流债市增量资金，若股市强势延续则债市持续承压。
- 政府债供给放量预期：9 月地方债发行有望进一步提速，政府债缴款压力或阶段性抬升资金面波动并分流配置力量。
- 月末考核压力：金融机构月末考核叠加缴税缴准等资金需求，大行月末融出规模逐步下降，月末时点债市配置意愿偏弱。
- 止盈压力释放：前期收益率快速下行后多头止盈压力集中释放，30 年期超长特别国债前期涨幅最大，回调幅度也最大，若止盈延续则调整或未结束。
- MLF 缩量续作信号：MLF 连续第二月缩量续作，反映央行对中期流动性投放保持审慎，市场对流动性可持续性仍需验证。
- 美债收益率高位运行：30 年期美债收益率仍在 5.19%附近的 2007 年以来高位区域，全球长端利率高位运行对国内长端定价仍构成压力。

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 1.66%-1.74%。下限 1.66%对应降准落地叠加资金面持续宽松的下行空间，上限 1.74%对应政府债供给放量叠加股债跷跷板效应持续的回调风险。当前 1.695%处于区间中枢位置。
- 30 年期超长特别国债：运行区间 2.10%-2.22%。下限 2.10%对应保险配置需求持续入场叠加期限利差压缩，上限 2.22%对应供给放量带动的超长端回调。当前 2.188%处于区间中枢偏上位置。

策略建议：配置盘可趁月末调整带来的回调逐步布局，当前 30 年期超长特别国债 2.19%附近仍具配置价值，保险与理财的配置需求对超长端形成持续支撑；3-5 年期品种在曲线熊陡过程中票息保护较好，可关注月初资金面转松后的骑乘收益。政金债在财政金融协同促内需政策催化下配置价值仍在，若回调至 1.80%上方可分批增配。交易盘需盯紧月初资金面转松时点和股市走势，10 年期国债在 1.70%上方追空性价比下降，建议等待资金面平稳后的回调买入机会。期货端短期调整或接近尾声，周五 T、TF、TS 已企稳，正套策略可关注 IRR 回升带来的套利机会。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，逢调整可适度增持中高等级 3 年期品种。

数据来源

本报告数据来源于：万得 Wind 金融数据服务（economic_data/analytics_data）、中国债券信息网（中债国债到期收益率曲线）、中国货币网、中国人民银行、国家统计局、全国银行间同业拆借中心、新华财经、证券时报、上田八木货币经纪等公开渠道。