

# 跨月后资金均衡偏松叠加 PMI 回暖，债市震荡走强超长端韧性凸显

——债市周评（2026. 08. 31-09. 04）

**摘要：**本周央行公开市场大幅净回笼 14115 亿元，但主要系跨月投放的短期资金自然到期回笼，并非货币政策转向；资金面前紧后松、跨月后低位企稳，DR001 围绕 1.36%运行，低于 1.40%政策利率。8 月制造业 PMI 回升至 49.8%，超预期的 PMI 与周初地产政策落地未明显冲击债市。在全球债市剧烈波动（日债升破 3%、美债 10 年升至 4.79%创 2025 年 1 月以来新高）背景下，国内债市展现独立韧性，收益率多数小幅下行、曲线平坦化，超长端表现亮眼：10 年期国债收益率下行 1.45BP 至 1.6804%，30 年期超长特别国债下行 1.45BP 至 2.1335%，1 年期上行 2.05BP 至 1.2337%。

## 一、资金面

### （一）公开市场操作

本周央行公开市场操作呈现“跨月投放集中到期、月初大幅净回笼”的特征，全周逆回购口径合计净回笼 14115 亿元，为近期单周最大净回笼规模。但需指出的是，这一净回笼主要系 8 月末为呵护跨月而集中投放的短期资金（隔夜逆回购）于本周自然到期回笼，并非货币政策转向。具体来看：周一（8/31）跨月最后一天，央行开展 50 亿元 7 天期逆回购及 4470 亿元隔夜逆回购操作，当日逆回购到期 6730 亿元，净回笼 2210 亿元；周二（9/1）开展 50 亿元 7 天期及 3590 亿元隔夜逆回购，到期 8330 亿元，净回笼 4690 亿元；周三至周五（9/2-9/4）央行连续三日暂停 7 天期逆回购新增投放，仅通过自然到期回收资金，单日分别净回笼 5985 亿元、1030 亿元、200 亿元。全周 7 天期逆回购合计操作 100 亿元（仅 8/31、9/1 各 50 亿元），隔夜逆回购合计操作 8060 亿元（仅 8/31、9/1），逆回购到期合计 22275 亿元。此外，央行公告将于 9 月 7 日开展 5000 亿元 3 个月期买断式逆回购操作，为等量续作，结束此前连续两个月的加量模式；8 月中央银行各项工具中，公开市场国债买卖净投放 500 亿元、中央国库现金管理净投放 700 亿元、结构性货币政策工具净投放 650 亿元，MLF 与 PSL 分别净回笼 1000 亿元、521 亿元，中长期流动性投放进一步倚重国债买卖等新工具。

| 日期      | 7 天逆回购操作<br>(亿) | 隔夜逆回购操作<br>(亿) | 逆回购到期(亿) | 净投放(亿) |
|---------|-----------------|----------------|----------|--------|
| 8/31(一) | 50              | 4470           | 6730     | -2210  |
| 9/1(二)  | 50              | 3590           | 8330     | -4690  |
| 9/2(三)  | 0               | 0              | 5985     | -5985  |
| 9/3(四)  | 0               | 0              | 1030     | -1030  |

|        |     |      |       |        |
|--------|-----|------|-------|--------|
| 9/4(五) | 0   | 0    | 200   | -200   |
| 合计     | 100 | 8060 | 22275 | -14115 |

### （二）资金利率

本周资金面前紧后松，跨月后快速回落并低位企稳。周一（8/31）为跨月最后一天，资金价格边际抬升，DR001 升至约 1.42%，DR007 收于 1.418%，Shibor 隔夜上行 7.4BP 至 1.413%；周二起随着央行隔夜逆回购投放平抑集中到期，资金平稳跨月，DR007 回落至 1.3841%；周三起央行暂停逆回购但月初资金面自然转松，DR001、DR007 运行中枢分别回落至约 1.35%、1.38%，均低于 1.40%政策利率；截至周五（9/4）收盘，DR001、DR007 分别为 1.3593%、1.3726%，隔夜 Shibor、7 天 Shibor 分别为 1.3620%、1.3760%。全周 DR001、DR007 运行中枢分别约 1.36%、1.38%，显著低于政策利率，机构对逆回购“挂零”反应平淡，资金面整体均衡偏松。R001 与 R007 走势同步，周五分别报约 1.38%、1.395%，DR 与 R 利差维持低位，反映流动性分层不明显。

| 日期      | DR001 (%) | DR007 (%) | R001 (%) | R007 (%) | Shibor 隔夜 (%) |
|---------|-----------|-----------|----------|----------|---------------|
| 8/31(一) | 1.4200    | 1.4180    | 1.4400   | 1.4500   | 1.4130        |
| 9/1(二)  | 1.3600    | 1.3841    | 1.3800   | 1.4100   | 1.3640        |
| 9/2(三)  | 1.3550    | 1.3800    | 1.3720   | 1.4050   | 1.3630        |
| 9/3(四)  | 1.3542    | 1.3704    | 1.3682   | 1.4064   | 1.3620        |
| 9/4(五)  | 1.3593    | 1.3726    | 1.3800   | 1.3950   | 1.3620        |

### （三）同业存单

本周 AAA 级同业存单 1 年期收益率在 1.48%附近窄幅波动，周五报 1.48%，较上周五的 1.485%小幅下行约 0.5BP，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 5BP。本周同业存单发行规模较上周下降 3661 亿元至 3464 亿元，偿还规模下降 4224 亿元至 2257 亿元，存单净融资 1207 亿元（上周为 643 亿元），其中中国有行净融资 850 亿元、城商行 294 亿元、农商行 121 亿元，股份行净融资-92 亿元。跨月结束后银行负债端压力明显缓解，国股行 1 年期发行利率基本稳定在 1.48%左右，一级提价发行意愿减弱；需求方面，资金价格回落改善非银配置环境，中长端存单收益率整体小幅回落，银行负债端压力总体可控。

| 品种          | 8/31(一) | 9/1(二) | 9/2(三) | 9/3(四) | 9/4(五) |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| AAA 同业存单 1Y | 1.4820  | 1.4810 | 1.4800 | 1.4790 | 1.4800 |
| Shibor 3M   | 1.4300  | 1.4300 | 1.4300 | 1.4300 | 1.4300 |

## 二、经济数据

**8 月制造业 PMI 回升至 49.8%。**8 月 31 日国家统计局公布数据显示，8 月制造业 PMI 为 49.8%，较上月上升 0.6 个百分点，连续第二个月回升，但仍处荣枯线下方；生产指数与新订单指数分别为 50.4%和 50.6%，产需两端重回扩张区间，新出口订单指数升至 50.1%；

主要原材料购进价格指数与出厂价格指数分别回升至 56.6%和 50.4%，出厂价格重返扩张区间；大型企业 PMI 升至 50.6%，21 个行业中有 16 个行业 PMI 环比上升，制造业景气度明显改善。非制造业商务活动指数 49.0%与上月持平，综合 PMI 产出指数 49.5%，较上月上升 0.2 个百分点。整体看，经济呈现温和修复态势，但内需回升的持续性仍有待观察，基本面对债市的支撑逻辑未变。

**8 月央行货币政策工具操作情况公布。**9 月 2 日央行公布 2026 年 8 月中央银行各项工具流动性投放情况：公开市场国债买卖净投放 500 亿元，中央国库现金管理净投放 700 亿元，结构性货币政策工具净投放 650 亿元，MLF 与 PSL 分别净回笼 1000 亿元、521 亿元，中长期流动性投放进一步倚重国债买卖等新工具，货币政策框架转型持续推进。此外，1-7 月我国服务进出口总额 44467.1 亿元，同比增长 8.3%，服务贸易逆差同比缩小。

**财政与产业政策密集落地。**工信部等十部门印发《促进中小企业发展“十五五”规划》，提出高质量建设债券市场“科技板”、设立国家中小企业发展基金二期；8000 亿元新型政策性金融工具加快落地；9 月 1 日起资管产品与私募基金信息披露两项新规正式施行。8 月地方债发行规模达 1.19 万亿元，创年内月度新高，置换隐性债务的再融资专项债完成全年额度的 92%，化债持续推进。

### 三、债市行情

#### （一）整体走势

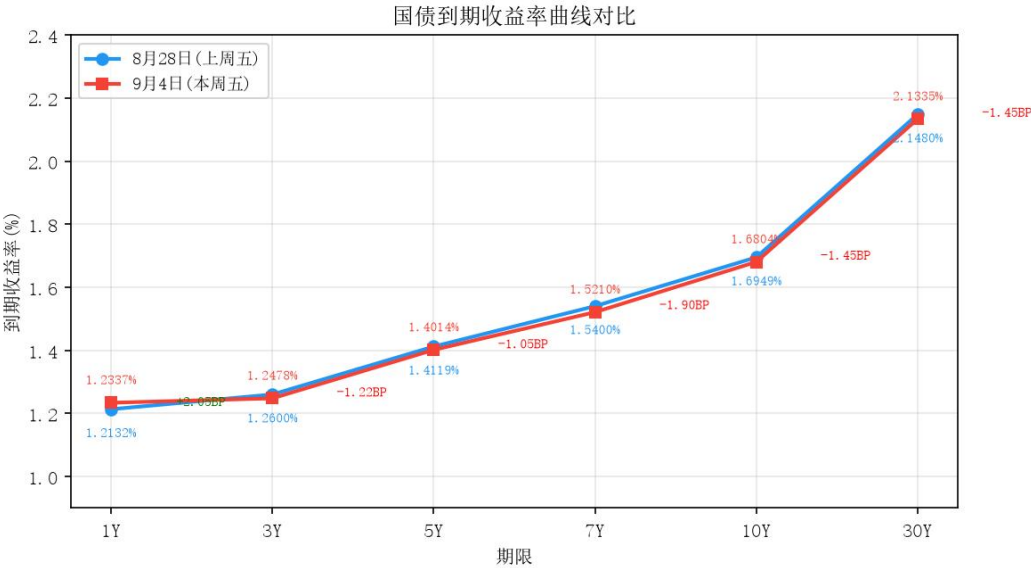
本周债市整体偏强震荡，收益率多数小幅下行，超长端表现亮眼，收益率曲线小幅平坦化。周一（8/31）跨月资金收敛叠加权益偏强，现券窄幅波动，尾盘期货拉升收涨，10 年期国债活跃券收益率下行 0.4BP 至 1.6890%；周二资金平稳跨月，10 年期国债活跃券收益率下行 0.35BP 至 1.6845%；周三（9/2）受日本 10 年期国债收益率升破 3%、10 年期美债收益率升至 4.79%（创 2025 年 1 月以来新高）影响，全球债市抛售情绪传导，国内利率债收益率小幅上行、超长端回调明显，国债期货全线收跌；周四（9/3）央行虽暂停逆回购但资金面宽松，债市情绪回暖、超长端领涨，30 年期国债期货主力合约大涨 0.41%，10 年期国债活跃券收益率下探至 1.678%，超长期活跃券下行约 1.5BP 至 2.164%附近；周五（9/4）央行逆回购继续零操作、单日净回笼 200 亿元，现券收益率窄幅震荡，10 年期国债收益率收于 1.6804%，全周下行 1.45BP。30 年期超长特别国债全周下行 1.45BP 至 2.1335%。3 年、5 年、7 年期品种分别下行 1.22BP、1.05BP、1.90BP，中段表现稳健。国开债 10 年期收益率全周下行 1.55BP 至 1.766%。1 年期国债收益率上行 2.05BP 至 1.2337%，短端在资金低位运行下相对偏弱。

| 品种     | 8/28 收益率(%) | 9/4 收益率(%) | 变动(BP) |
|--------|-------------|------------|--------|
| 国债 1 年 | 1.2132      | 1.2337     | +2.05  |
| 国债 3 年 | 1.2600      | 1.2478     | -1.22  |
| 国债 5 年 | 1.4119      | 1.4014     | -1.05  |

|             |        |        |       |
|-------------|--------|--------|-------|
| 国债 7 年      | 1.5400 | 1.5210 | -1.90 |
| 国债 10 年     | 1.6949 | 1.6804 | -1.45 |
| 超长特别国债 30 年 | 2.1480 | 2.1335 | -1.45 |
| 国开债 10 年    | 1.7815 | 1.7660 | -1.55 |

（二）收益率曲线

本周收益率曲线小幅平坦化。短端 1 年期国债收益率上行 2.05BP 至 1.2337%，在资金利率低位运行背景下相对偏弱；中段 3 年、5 年、7 年期品种分别下行 1.22BP、1.05BP、1.90BP，表现稳健；长端 10 年期下行 1.45BP 至 1.6804%，超长端 30 年期下行 1.45BP 至 2.1335%。10Y-1Y 期限利差从 48.17BP 收窄至 44.67BP，收窄约 3.5BP；30Y-10Y 期限利差基本持平于 45.31BP。曲线平坦化主要反映：其一，8 月 PMI 超预期回暖及周初地产政策落地未明显冲击债市，市场对基本面定价的分歧有限；其二，保险与基金等配置盘持续承接超长端，“安全资产荒”逻辑下超长端需求稳健；其三，全球债市剧烈波动（日债升破 3%、美债 10Y 创 2025 年 1 月以来新高）对长端形成一定压制，但国内债市展现独立韧性；其四，短端 1 年期在资金利率低位下缺乏进一步下行空间，相对偏弱。



（三）国债期货

本周国债期货整体上涨，与现券走势方向一致。30 年期主力合约（TL2612）全周从 115.940 元上涨至 116.350 元，涨幅 0.35%；10 年期主力合约（T2612）从 109.335 元上涨至 109.420 元，涨幅 0.08%；5 年期主力合约（TF2612）从 106.425 元微涨至 106.430 元，基本持平；2 年期主力合约（TS2612）从 102.566 元微涨至 102.572 元，基本持平。周一周二债市偏强，期货连续两日收涨，TL 周二涨 0.22%；周三受海外债市抛售情绪传导，期货全线收跌，TL 跌 0.23%；周四资金面宽松推动超长端领涨，TL 大涨 0.41%为全周最大单

日涨幅；周五期货小幅回调，T、TF、TS 微跌，TL 基本持平。期货走强与现券收益率下行相互印证，反映配置盘入场意愿增强。

| 日期      | 30 年期涨跌(%) | 10 年期涨跌(%) | 5 年期涨跌(%) | 2 年期涨跌(%) |
|---------|------------|------------|-----------|-----------|
| 8/31(一) | +0.12      | +0.03      | +0.01     | -0.01     |
| 9/1(二)  | +0.22      | +0.05      | +0.03     | +0.02     |
| 9/2(三)  | -0.23      | -0.02      | -0.02     | -0.01     |
| 9/3(四)  | +0.41      | +0.12      | +0.05     | +0.02     |
| 9/4(五)  | +0.00      | -0.05      | -0.06     | -0.02     |

（四）信用债

本周信用债收益率普遍小幅下行，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多数下行，AAA 级 1 年期、3 年期、5 年期收益率分别约 1.53%、1.66%、1.74%；城投债与二永债成交活跃，AAA 级城投债 1 年期收益率降至 1.53%附近。一级市场方面，本周信用债发行规模较上周减少，但整体平稳；8 月城投债净融资约-1118 亿元，创 2025 年以来最大单月净偿还，化债持续推进。整体来看，信用债资产荒格局延续，但在利率债收益率下行至低位后，信用利差已处相对低位，继续下行空间有限，配置盘向中端信用债溢出的迹象明显。

（五）海外债市

本周全球债市剧烈波动，主要经济体长端收益率普遍上行。日本 10 年期国债收益率升破 3%，创历史高位；9 月 3 日美国 10 年期国债收益率升至 4.79%，创 2025 年 1 月以来新高。截至 9 月 4 日，10 年期美债收益率报 4.78%（较 8 月 28 日上行约 11BP），30 年期报 5.25%（上行约 6BP）。美联储主席沃什偏鹰表态下，市场对 9 月再度加息的预期升温；但 9 月 3 日美国非农数据远超预期，一度令美债收益率拉升。汇率方面，人民币兑美元中间价从 6.7811 小幅升至 6.7787，人民币延续偏强运行，中美 10 年期利差倒挂幅度约 309BP。海外债市高波动对国内债市的传导有限，国内债市在全球风暴中展现独立韧性。

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整体平稳，地方债需求尤为旺盛。8 月 31 日农发行发行 3 年、5 年、10 年期金融债，全场倍数分别为 4.77、5.53、4.26，中标利率 1.4484%、1.5358%、1.7916%；同日江苏省多期地方债招投标，全场倍数达 16-18 倍，需求强劲。9 月 2 日财政部第一次续发行 2026 年超长期特别国债（六期）30 年期固定利率附息债，竞争性招标面值总额 730 亿元，加权中标收益率 2.1405%，票面利率 2.14%，配置需求平稳；

同日 6 月期国债加权中标收益率 1.2227%，投标倍数 3.26；进出口行 2 年期绿色金融债中标 1.2300%，投标倍数 2.51。9 月 3 日湖南、辽宁等多期地方债招投标，全场倍数 16-27 倍，国债利差 5-13BP。9 月 4 日财政部第二次续发行超长期特别国债（五期）20 年期固定利率附息债 240 亿元。整体看，一级市场需求中性偏好，超长特别国债续发承接顺畅，反映配置盘对超长端的承接力仍强。

## （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“配置盘承接、交易盘分化”的特征。根据市场研究数据，基金与保险延续净买入态势，是超长端的主要承接力量：基金久期抬升，保险在“安全资产荒”逻辑下持续买入 30 年期超长特别国债及地方债；券商交易方向切换较快，在全球债市波动及权益市场调整背景下，部分时段获利了结、净卖出利率债；银行作为重要配置盘迟迟未入场，9 月大行负债压力加大，配置力量边际偏弱，但中小行仍有止盈需求。

分期限看，30 年期超长特别国债仍是交易最活跃品种，主要由基金与保险承接，“30-10 年”利差进一步压缩空间受关注。整体看，配置盘（险资、中小行）承接力偏强，对债市形成底部支撑，但交易盘的止盈行为在供给放量预期下或加大短期波动。

## （三）杠杆率变化

本周银行间质押式回购日均成交额约 62673.57 亿元，较上周增加约 2414 亿元，隔夜成交占比维持高位，机构杠杆策略以滚隔夜为主。9 月 3 日全市场回购成交 72555.8 亿元。跨月后资金面宽松，DR001 围绕 1.36%低位运行，但机构并未明显加杠杆，杠杆水平整体平稳。R001、DR001 周度均值较前一周分别变动-2.91BP、-2.42BP，资金价格回落改善非银配置环境。展望后续，9 月政府债净融资或升至 1.6 万亿元历史同期高位，叠加 MLF 与买断式逆回购合计约 1.6 万亿元中长期资金到期、季末信贷冲量与考核扰动，资金面波动或较 8 月加大，杠杆策略建议保持谨慎，关注央行买断式逆回购续作与国债买卖等工具对中长流动性的平滑。

## 五、后市预期

### 综合多空判断

本周债市震荡走强、超长端韧性凸显，10 年期国债收益率下行至 1.6804%，30 年期超长特别国债下行至 2.1335%。综合来看，短期债市维持偏多震荡格局，超长端相对占优，收益率上行有顶、下行有底。资金面均衡偏松与配置盘承接构成支撑，但 9 月政府债供给放量、季末扰动及央行对长端利率的关注制约进一步下行空间，收益率大幅单边调整的风险可控。

### 利多因素：

- 资金面均衡偏松：跨月后 DR001 围绕 1.36% 低位运行，低于 1.40% 政策利率，机构对逆回购“挂零”反应平淡，流动性合理充裕。
- 央行呵护态度明确：全口径虽净回笼 1.41 万亿但系跨月资金自然回笼，9/7 将等量续作 5000 亿 3M 买断式逆回购，8 月国债买卖净投放 500 亿夯实中长期流动性。
- 超长端配置需求稳健：保险与基金持续承接 30 年期超长特别国债，“安全资产荒”逻辑下配置需求方向不变。
- 基本面温和修复：8 月 PMI 49.8% 虽回升但仍处荣枯线下方，经济“稳而不强”，基本面对债市支撑逻辑未变。
- 美债外部压力边际缓和：全球债市剧烈波动后，若美联储 9 月加息预期降温，外部利率上行对国内的压制或边际缓解。

### 利空因素：

- 政府债供给放量：9 月政府债净融资或升至 1.6 万亿历史同期高位，国债净融资约 8500 亿，发行缴款或形成时点性扰动。
- 中长期资金到期压力大：9 月 MLF 到期 6000 亿+6M 买断式逆回购到期 5000 亿，合计约 1.6 万亿，续作力度直接影响中长期流动性预期。
- 季末信贷冲量与考核扰动：9 月为传统季末月，资金面波动或较 8 月加大，大行负债压力上升。
- 央行对长端利率关注未解除：10Y 再度运行于 1.7% 下方，央行对长端过快下行的关注仍在，中长端进一步下行空间受限。
- 全球债市高波动：日债升破 3%、美债 10Y 创 2025 年 1 月以来新高，海外利率上行对国内长端定价形成一定压制。

### 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% 对应资金宽松叠加超长配置与降息预期发酵的下行空间，上限 1.72% 对应政府债供给放量叠加季末扰动的回调风险。当前 1.6804% 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%-2.18%。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 2.18% 对应供给放量带动的超长端回调。当前 2.1335% 处于区间中枢偏下位置。

**策略建议：**配置盘可继续布局超长端，30 年期超长特别国债 2.13%附近仍具配置价值，保险与理财承接力偏强；3-5 年期在曲线平坦化过程中票息保护较好，可关注骑乘收益。交易盘需盯紧资金面与 9 月政府债发行节奏，10 年期国债在 1.68%下方追涨性价比下降，建议等待回调买入机会。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 1.78%上方可分批增配。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。杠杆策略保持谨慎，关注央行中长期工具续作对流动性的平滑。