

资金边际收敛叠加美债利率上行，债市低位震荡长端承压

——债市周评（2026. 09. 07-09. 11）

摘要：本周债市延续低位震荡、长端承压格局。央行公开市场全口径净回笼 15 亿元（逆回购操作 85 亿元、到期 100 亿元，另等量续作 5000 亿元 3 个月买断式逆回购），资金面前松后紧、边际收敛，DR001 由 1.36%升至 1.42%。8 月出口（同比增 25.0%）、CPI（同比涨 0.8%）、PPI（同比涨 3.8%）及美国非农、CPI 等数据密集落地，均未大幅超预期，利空钝化。但税期临近、政府债缴款及美债收益率大幅攀升（10 年期升至 4.96%）压制风险偏好，债市震荡偏弱。10 年期国债收益率上行 0.96BP 至 1.69%，30 年期超长特别国债上行 1.65BP 至 2.15%，1 年期下行 0.37BP 至 1.23%。

一、资金面

（一）公开市场操作

本周央行公开市场操作以地量 7 天期逆回购为主，全周合计开展 85 亿元 7 天期逆回购、到期 100 亿元，全口径净回笼 15 亿元；另于 9 月 7 日开展 5000 亿元 3 个月期买断式逆回购操作，与当月到期规模等量续作，结束此前 7—8 月连续两个月加量续作节奏，体现“削峰填谷”的流动性管理取向。分日看：周一（9/7）开展 5 亿元、到期 50 亿元，净回笼 45 亿元；周二（9/8）开展 10 亿元、到期 50 亿元，净回笼 40 亿元；周三（9/9）零操作零到期；周四（9/10）开展 30 亿元、净投放 30 亿元；周五（9/11）开展 40 亿元、净投放 40 亿元。从操作基调看，央行在短端维持地量、不主动加量，体现其在平衡短端流动性调节与长端利率约束之间的审慎态度，但已预告将于 9 月 14 日至 17 日重启隔夜逆回购（每日操作上限 6000 亿元）以呵护税期流动性。

日期	7 天逆回购操作(亿)	逆回购到期(亿)	净投放(亿)
9/7(一)	5	50	-45
9/8(二)	10	50	-40
9/9(三)	0	0	0
9/10(四)	30	0	30
9/11(五)	40	0	40
合计	85	100	-15

（二）资金利率

本周资金面呈现“前松后紧、边际收敛”特征。周初（9/7—9/8）跨月后资金平稳，DR001 在 1.36%—1.37%附近、DR007 在 1.38%—1.39%附近低位运行；周三起央行逆回购转为零投放，叠加政府债缴款及银行融出边际减少，资金利率逐步抬升，隔夜与七天利率一度倒挂；

至周五（9/11）DR001 升至 1.4206%、DR007 升至 1.4232%，R001、R007 分别报 1.4240%、1.4193%，Shibor 隔夜报 1.4170%。全周 DR001、DR007 运行中枢分别约 1.39%、1.40%，较上周小幅抬升约 1—2BP，但仍围绕 1.40%政策利率附近。R 与 DR 利差低位，流动性分层不明显，反映资金面整体均衡偏紧而非收紧。

日期	DR001 (%)	DR007 (%)	R001 (%)	R007 (%)	Shibor 隔夜 (%)
9/7 (一)	1.3600	1.3900	1.3800	1.4100	1.3720
9/8 (二)	1.3665	1.3815	1.3788	1.4088	1.3710
9/9 (三)	1.3736	1.3939	1.3888	1.4133	1.3730
9/10 (四)	1.4079	1.4113	1.4188	1.4289	1.4040
9/11 (五)	1.4206	1.4232	1.4240	1.4193	1.4170

（三）同业存单

本周同业存单利率小幅上行、整体平稳。1 年期 AAA 同业存单收益率由上周的 1.48%附近微升至 1.49%左右，3 个月、6 个月品种分别持稳于 1.43%、1.46%附近；Shibor 3 个月全周持平于 1.43%。季末月银行存在指标优化诉求，存单发行利率易上难下，但需求端配置力量仍提供支撑，国有大行 1 年期发行利率基本稳定在 1.48%—1.49%。从发行看，大行存单净融资明显抬升（由前一周约 850 亿元升至约 1809 亿元），或指向大行在税期及季末前主动补充负债、防御性减少融出。整体看，存单利率处于历史低位区间、波动有限，对短端资金面扰动可控。

品种	9/7 (一)	9/8 (二)	9/9 (三)	9/10 (四)	9/11 (五)
AAA 同业存单 1Y	1.4900	1.4800	1.4900	1.4900	1.4890
AAA 同业存单 3M	1.4300	1.4300	1.4400	1.4400	1.4390
AAA 同业存单 6M	1.4600	1.4600	1.4600	1.4600	1.4640
Shibor 3M	1.4300	1.4300	1.4300	1.4300	1.4300

二、经济数据

8 月进出口数据公布，出口延续韧性。9 月 8 日海关总署公布数据显示，以美元计 8 月出口同比增长 25.0%，较 7 月加快 1.1 个百分点，连续 10 个月保持增长；进口同比增长 28.2%；贸易顺差 1190.9 亿美元，创单月次高水平。出口韧性延续，AI 产业链与半导体出口高增印证外需结构性支撑，但高频与结构数据亦显示内需总体偏弱。

8 月物价数据温和回升。9 月 9 日国家统计局公布，8 月 CPI 同比上涨 0.8%，较 7 月提高 0.3 个百分点，环比由降转涨至 0.4%；扣除食品和能源的核心 CPI 同比涨幅回升至 1.0%（前值 0.9%）；PPI 同比上涨 3.8%，较 7 月提高 0.3 个百分点，环比由降转涨至 0.4%。CPI、PPI 环比双双由降转涨，物价温和回升，但核心 CPI 仍偏低，PPI 上行主因国际原油

及有色金属价格传导，不代表国内经济周期趋势反转，单月物价修复不足以打破债市现有震荡格局。

财政与货币端政策密集落地。9月7日财政部3000亿元特别国债为8家中央金融企业注资落地，市场解读偏暖，注资后银行对超长债的承接能力有望增强；同日央行开展5000亿元3个月期买断式逆回购操作，与当月到期等量续作。9月10日国新办新闻发布会介绍金融领域贯彻落实“十五五”规划有关情况，央行相关负责人表示将逐步淡化数量型中介目标、更加注重发挥利率型调控工具作用，并预告将于9月14日至17日重启隔夜逆回购操作以呵护税期流动性。8000亿元新型政策性金融工具有望在9月集中投放，财政金融协同进一步强化。8月金融数据（社融、信贷）推迟至下周一（9月14日）公布，市场等待数据进一步明朗。

三、债市行情

（一）整体走势

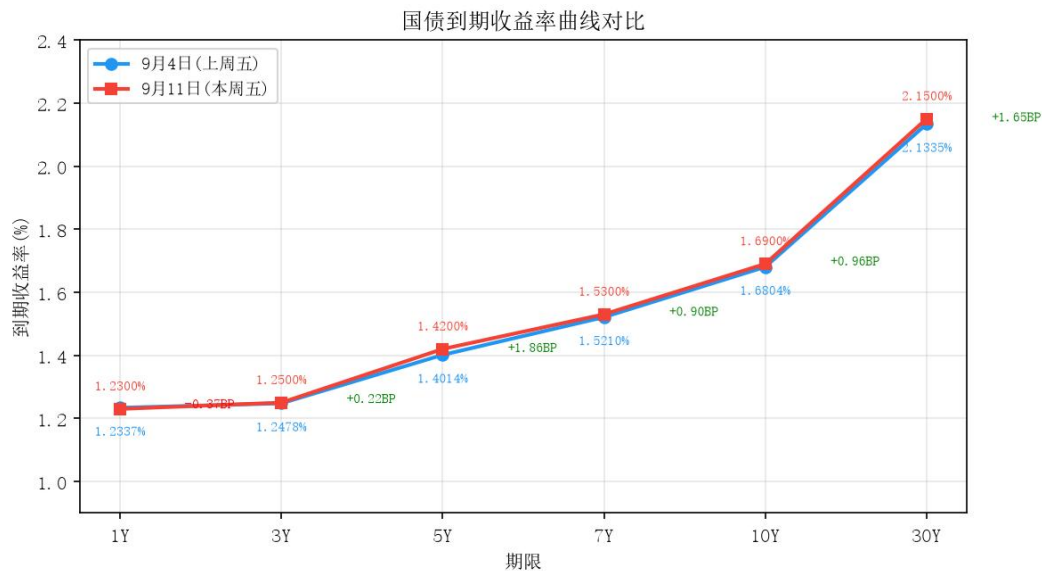
本周债市延续低位震荡、长端承压。周一（9/7）特别国债注资落地、超长端领涨，30年期活跃券一度下破2.16%；随后8月出口、CPI/PPI数据相继落地、均未大幅超预期，利空钝化。但资金面边际收敛、隔夜与七天一度倒挂，叠加海外美债利率快速上行，债市转向震荡偏弱。全周10年期国债围绕1.68%一线窄幅拉锯，收于1.69%（上行0.96BP）；30年期超长特别国债收于2.15%（上行1.65BP）；1年期下行0.37BP至1.23%。收益率曲线小幅平行上移、整体平坦化，长端承压、短端相对坚挺。周五（9/11）受国际油价大涨及美债收益率大幅攀升影响，国债期货全线收跌、现券普遍上行，10年期国债收益率自1.677%附近震荡走高、午后升破1.68%关口。

品种	9/4 收益率(%)	9/11 收益率(%)	变动(BP)
国债 1 年	1.2337	1.2300	-0.37
国债 3 年	1.2478	1.2500	+0.22
国债 5 年	1.4014	1.4200	+1.86
国债 7 年	1.5210	1.5300	+0.90
国债 10 年	1.6804	1.6900	+0.96
超长特别国债 30 年	2.1335	2.1500	+1.65
国开债 10 年	1.7660	1.7740	+0.80

（二）收益率曲线

本周国债收益率曲线小幅平行上移、整体平坦化。短端1年期下行0.37BP至1.23%，在资金利率低位下相对坚挺；中段3年、5年、7年分别上行0.22BP、1.86BP、0.90BP；长端10年上行0.96BP至1.69%，超长端30年上行1.65BP至2.15%。10Y-1Y期限利差由约44.67BP走阔至约46BP（1年下行、10年上行），曲线小幅陡峭化；30Y-10Y期限利差约

46BP。上移主因有三：其一，资金面边际收敛、政府债供给放量预期推升短端资金价格；其二，美债收益率大幅上行形成外溢压制；其三，央行淡化数量型中介目标、注重利率型调控，中长端进一步下行空间受限。短端 1 年在资金利率低位及配置需求支撑下相对抗跌。



（三）国债期货

本周国债期货全线走弱，与现券方向一致。30 年期主力合约（TL2612）周跌 0.26%至 116.05 元，10 年期主力合约（T2612）周跌 0.06%至 109.35 元，5 年期主力合约（TF2612）周跌 0.04%至 106.39 元，2 年期主力合约（TS2612）基本持平于 102.57 元。周一周二超长端冲高回落，TL 在 116.6 位置显现阻力；周三至周五随资金收敛与海外扰动震荡走弱，周五 TL 跌 0.15%为全周较大单日跌幅。期货走弱与现券收益率上行相互印证，反映交易盘止盈情绪升温。

日期	30 年期涨跌(%)	10 年期涨跌(%)	5 年期涨跌(%)	2 年期涨跌(%)
9/7(一)	+0.06	+0.00	+0.00	+0.00
9/8(二)	-0.03	-0.02	-0.03	-0.01
9/9(三)	-0.06	+0.01	+0.01	+0.01
9/10(四)	-0.18	-0.01	+0.00	+0.01
9/11(五)	-0.15	-0.06	-0.06	-0.02

（四）信用债

本周信用债收益率普遍下行、信用利差多数收窄，表现相对利率债占优。中短期票据各等级收益率多数下行，AAA 级 1 年、3 年、5 年分别约 1.53%、1.66%、1.73%；城投债与二永债成交活跃，隐含 AA+城投债 1 年、3 年期收益率下行 1BP 至 1.54%、1.69%，AAA-二级资本债 3 年期下行 1BP 至 1.69%。机构配置需求依然旺盛，季末月银行指标优化诉求下存单

易上难下，但信用债“资产荒”格局延续，中短久期高等级品种更受青睐。一级市场信用债发行总金额约 1935 亿元，环比小幅上升，取消发行仅 1 只，整体平稳。

（五）海外债市

本周全球利率上行、波动加大。美国 10 年期国债收益率由 9 月 4 日的 4.78% 大幅攀升至 9 月 11 日的 4.96%（周上行约 18BP），30 年期升至 5.37%；主因 8 月非农（新增 16.2 万，远超预期的 5.5 万）与 CPI（核心环比涨 0.3%）超预期，美联储 9 月加息预期升至 87% 以上。日本 10 年期国债收益率此前升破 3% 后回落至 2.98%；欧洲央行 9 月 10 日加息 25BP，德国 10 年期国债收益率升至 3.50%。汇率方面，人民币兑美元中间价由 6.7787 小幅升至 6.7743，延续偏强运行，中美 10 年期利差倒挂扩大至约 327BP。海外高利率对国内长端形成一定外溢压制，但国内债市独立性仍较强，震荡格局未被打破。

四、机构行为

（一）一级市场招投标

本周利率债一级招投标需求总体平稳、结构分化。9 月 7 日农发行 3 年、5 年、10 年期金融债中标利率分别为 1.4484%、1.5358%、1.7916%，全场倍数 4.77、5.53、4.26；9 月 8 日国开 3 年、5 年、10 年期中标 1.4887%、1.4981%、1.7388%，全场倍数 2.54、3.96、2.63；9 月 9 日贴现国债 63 天、91 天中标 1.0495%、1.1270%，倍数 3.56、3.42；9 月 10 日财政部续发 50 年期超长特别国债 35 亿元，加权中标 2.2778%、全场倍数高达 10.07，超长端配置需求强劲，同日国开 3 年、5 年、10 年倍数升至 5.01、5.92、5.55；9 月 11 日财政部 5 年、10 年附息国债中标 1.38%、1.6677%，全场倍数 3.0、4.9，10 年中标低于二级约 1—2BP，显示配置盘承接有力。整体看，超长特别国债续发承接顺畅，一级市场需求中性偏好，反映保险等配置盘对超长端的承接力仍强。

（二）二级市场机构动向

本周二级市场交易行为呈“配置盘承接、交易盘止盈”格局。保险为超长端主要买方，收益率逢高增配 30 年期超长特别国债与地方债；银行自营配置力度稳健，偏好中长久期利率债与高等级信用债；理财资金集中于 1—3 年高等级信用债；公募基金以波段思路参与、灵活调整久期；券商自营则在油价与美债扰动下主导卖出、兑现收益。

分日看，周一保险为主买方、基金与证券净卖出；周三至周四保险与银行为主买方、证券主导卖出；周五基金与银行转为买方、证券仍主导卖出。超长端在 2.16%—2.17% 区间有持续配置盘承接，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 64110.66 亿元，较上周增加约 1437 亿元，滚隔夜仍是机构主要杠杆策略。前半周资金宽松、杠杆平稳；后半周资金收敛、回购成交回落，9 月 11 日全市场回购成交下降。银行体系日均净融出 4.37 万亿元（较前周增 746 亿元），但结构分化：大行日均净融出由 3.71 万亿降至 3.58 万亿，非大行由 5784 亿升至 7880 亿，成为融出主力，或指向大行在税期及季末前防御性减少融出。当前杠杆水平整体平稳，但税期叠加政府债缴款下，建议杠杆策略保持审慎，关注央行隔夜逆回购续作力度。

五、后市预期

综合多空判断

本周债市低位震荡、长端承压，10 年期国债上行至 1.69%、30 年期超长特别国债上行至 2.15%。综合判断，短期债市维持区间震荡偏弱格局，收益率上行有顶、下行有底，超长端相对占优但追高性价比下降。资金面边际收敛与美债利率上行构成压制，但央行已预告税期隔夜逆回购呵护、配置盘承接有力，大幅调整风险可控；等待 8 月金融数据与税期资金面走向明朗后再做方向选择。

利多因素：

- 资金面呵护明确：央行预告 9 月 14—17 日重启隔夜逆回购（每日上限 6000 亿元），税期流动性安排前置，DR007 有望围绕 1.40% 政策利率平稳运行。
- 配置盘承接有力：保险与银行持续增配超长端，30 年期在 2.16%—2.17% 有稳定买盘，一级 50 年期特别国债倍数高达 10.07 印证需求。
- 基本面温和修复：8 月 CPI/PPI 虽回升但核心 CPI 仍偏低（1.0%），内需总体偏弱，基本面对债市支撑逻辑未变。
- 通胀回升持续性存疑：PPI 上行主因大宗外部冲击而非内需驱动，单月物价修复不足以打破债市震荡格局。
- 外部约束边际缓和：若美联储加息预期阶段性回落或油价冲高后回落，美债利率对国内的外溢压制或边际缓解。

利空因素：

- 资金边际收敛：税期（9 月 15—17 日）叠加政府债单周净缴款或超 6000 亿元，资金利率或继续小幅抬升。

- 政府债供给放量：9月为发行大月，全月净融资超1.4万亿元，发行缴款形成时点性扰动。
- 海外利率高企：美债10年期升至4.96%、美联储9月加息预期升至87%以上，对国内长端形成外溢压制。
- 央行对长端关注未解除：10年期再度运行于1.7%下方，央行淡化数量型中介目标、注重利率型调控，中长端进一步下行空间受限。
- 8月金融数据预期回暖：新型政策性金融工具投放改善配套融资预期，宽信用对长端定价偏空。

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%对应资金转松叠加配置需求与降息预期发酵的下行空间；上限1.74%对应税期资金收敛、政府债供给放量及美债上行的回调压力。当前1.69%处于区间中枢偏上。
- 30年期超长特别国债：运行区间2.10%—2.20%。下限2.10%对应保险配置持续入场与期限利差压缩；上限2.20%对应供给放量及海外利率上行的超长端回调。当前2.15%处于区间中枢。

策略建议：配置盘可继续布局超长端，30年期超长特别国债2.15%附近仍具配置价值，保险与理财承接力偏强；3—5年期票息保护较好，可关注骑乘收益。交易盘需盯紧税期资金面与政府债发行节奏，10年期国债在1.69%上方追涨性价比下降，建议等待回调至1.71%—1.72%再分批介入。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，逢调整适度增持中高等级3年期。杠杆策略保持审慎，关注央行隔夜逆回购续作与买断式逆回购到期（5000亿元）对冲力度。