2026年10月利率债回顾与展望：利率中枢下行空间尚存，但波动或将放大

技术研究部| 刘祥东 戚旻婧 孙榕

2026年10月26日

摘要：

2026年10月，在政策利率锚切换预期、资金面现实宽松与机构配置需求共同作用下，10年期国债收益率震荡下行至1.65%以下，长短端收益率同步回落，期限利差整体保持稳定。展望11月，10年期国债收益率中枢下行空间尚存，但单边顺畅下行难以延续，波动或将明显放大。基本面，国内弱修复与海外高利率共同支撑收益率震荡走势，但基本面因素已被较充分定价，若11月数据出现超预期改善，收益率向上调整弹性会明显大于向下空间。政策面，央行将常态化开展隔夜逆回购操作，7天期逆回购则调整为主要在税期、月末等时点操作，货币政策重点仍在稳流动性、平波动，对长端收益率的下行推动有限；财政政策加快落地、资金加快形成实物工作量，将对长端收益率下行形成约束。资金面，在央行加强短端利率引导、隔夜流动性投放更为稳定的背景下，短端资金利率中枢有望维持低位，对长端利率形成一定支撑；若税期、缴款与跨月叠加，同时央行投放边际收敛，资金波动将抑制套息。供需面，优质资产供给有限与机构欠配将继续对10年期国债收益率形成一定的下行支撑，近期华发集团信用舆情引发市场风险偏好下降，资管产品赎回压力可能向利率债传导，叠加长端收益率处于年内低位、机构止盈需求上升，债市阶段性调整压力有所加大。配置上，可在控制回撤下适度参与，以中性久期为底、波段操作增厚收益，不押注单边下行。

关键词：国债收益率；政策利率锚；政策面；资金面；供需面；配置策略

正文：

一、债市运行回顾

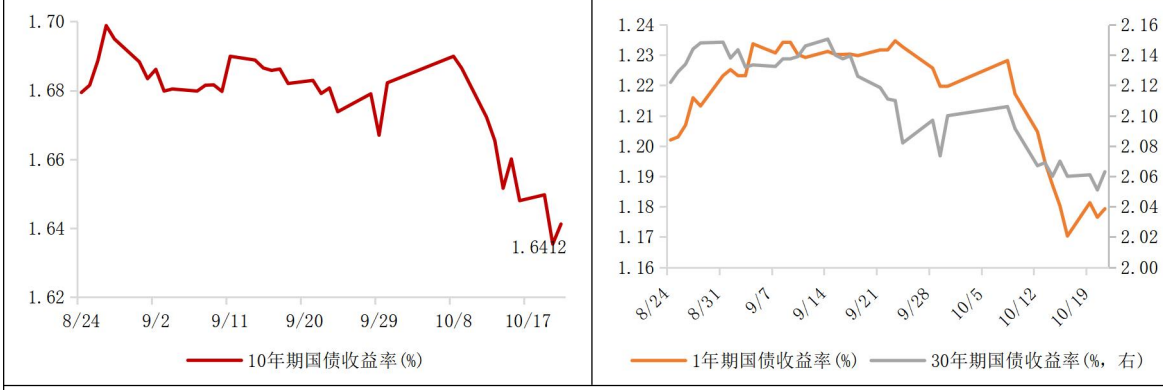
（一）10年期国债收益率震荡下行突破1.65%，30Y－10Y期限利差有所收窄

10月，10年期国债收益率震荡下行，逐步回落至1.65%附近。截至10月21日，10年期国债收益率为1.6412%，较9月末下行4.10bp，期间最低降至10月20日的

1.6354%。从走势来看，国庆节后 10 年期国债收益率一度升至 1.69%附近，随后持续回落。本轮收益率下行是政策利率锚切换预期、资金面现实宽松与机构配置需求共同作用下的结果。一是政策信号改变利率定价锚，10 月 19 日金融街论坛年会释放将主要政策利率由七天期切换为隔夜的政策信号，隔夜操作利率低于七天期逆回购利率，市场按类降息逻辑定价，长端收益率下行空间被打开；二是资金面现实宽松提供持有基础，节后银行负债压力缓解，央行通过买断式逆回购和连续隔夜逆回购呵护流动性，隔夜资金利率中枢下移，机构持券的稳定收益改善，杠杆与久期策略意愿上升；三是基本面与供需结构形成配合，经济总量温和修复但内需分化延续，地产链条和居民信用扩张偏弱，未能形成收益率上行的强驱动，同时优质固收资产供给有限，保险和基金欠配压力上升、配置盘向超长端集中，成为推动收益率曲线整体下移的重要力量。

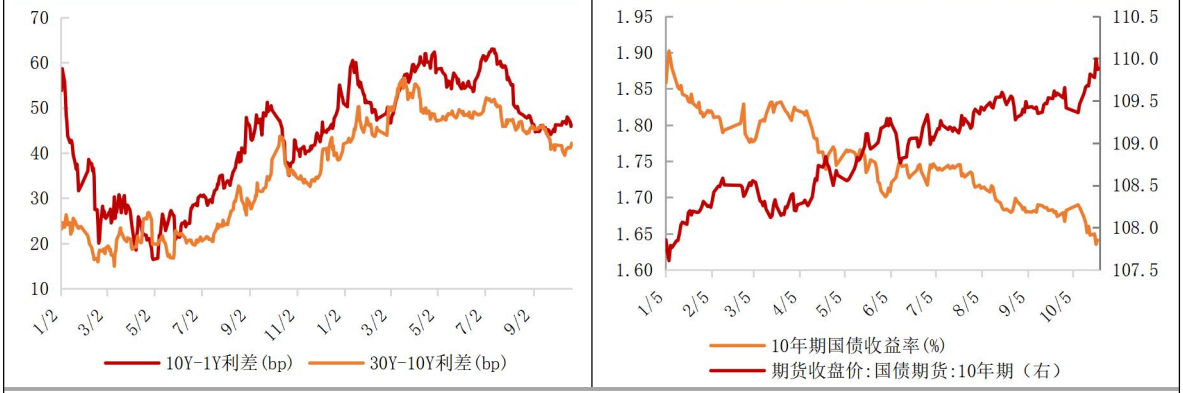
国债各期限收益率普遍下行，10Y-1Y 期限利差小幅走阔，30Y-10Y 期限利差有所收窄。截至 10 月 21 日，1 年期、10 年期和 30 年期国债收益率分别为 1.1793%、1.6412%和 2.0630%，较 9 月末分别下行 4.04bp、4.10bp 和 3.70bp。期限利差方面，10Y-1Y 利差为 46.19bp，较 9 月末收窄 0.06bp，整体基本稳定；30Y-10Y 利差为 42.18bp，较 9 月末扩大 0.40bp，但较 9 月均值 44.33bp 有所收窄。10 月以来，资金面宽松推动短端收益率回落，而中长端收益率则受到经济修复预期偏弱、机构配置需求及货币政策预期共同影响；超长端债券受久期风险和机构交易行为影响，收益率波动相对明显。

图 1 10Y 期国债收益率震荡下行至 1.64%



数据来源：中央国债登记结算有限公司，大公国际整理。

图 2 10Y－1Y 期限利差小幅走阔，30Y－10Y 期限利差有所收窄



数据来源：中央国债登记结算有限公司、WIND，大公国际整理。

（二）债市存量规模继续扩容，利率债仍占主导

10 月，债券市场存量规模继续扩大，利率债仍占据市场主导地位。全部债券余额增至 212.25 万亿元，债券只数增至 81,508 只。从存量结构看，利率债余额为 135.00 万亿元，占全部债券余额的 63.60%，其中地方政府债、国债和政策性金融债余额分别为 60.51 万亿元、46.16 万亿元和 28.23 万亿元；信用债余额为 57.46 万亿元，占比为 27.07%；同业存单余额为 19.80 万亿元，占比为 9.33%。从债券只数看，信用债数量仍占据主导，共 55,083 只，占全部债券只数的 67.58%；利率债共 15,333 只，占比为 18.81%。

表 1 债券市场存量规模与结构

	债券余额（亿元）		债券只数（只）	
债券种类	**利率债**	1,350,005.21	**利率债**	15,333
	其中：		其中：	
	国债	461,570.98	国债	309
	地方政府债	605,090.53	地方政府债	14,737
	政金债	282,293.70	政金债	285
	央行票据	1,050.00	央行票据	2
	信用债	574,552.03	**信用债**	55,083
	同业存单	197,980.60	**同业存单**	11,092
所有债券		2,122,537.85		81,508

数据来源：WIND，大公国际整理。数据更新截至 2026 年 10 月 21 日。
注：利率债包含国债、地方政府债、政金债、央行票据。信用债包含除利率债、同业存单以外的其他券种。

（三）债券二级市场成交延续活跃，国债及政金债交易占据主导

10 月以来，债券二级市场交易仍以利率债为主，国债和政策性金融债保持较高活跃度。债券成交总额为 19.44 万亿元，其中利率债成交 13.53 万亿元，占比 69.60%，较 9 月上升 4.33 个百分点。分券种看，国债和政策性金融债成交最为活跃，成交额分别为 7.31 万亿元和 5.19 万亿元，合计占利率债成交额的 92.37%；地方政府债成交 1.03 万亿元，交易活跃度相对较低。同期，信用债成交 3.37 万亿元，占比 17.35%，较 9 月下降 2.33 个百分点；同业存单成交 2.54 万亿元，占比 13.05%，较 9 月下降 2.00 个百分点。

表 2 2026 年债券二级市场成交统计（亿元）

债券种类	2026-09	2026-10
利率债	244,264.10	135,293.39
其中：		
国债	123,192.10	73,065.52
地方政府债	24,173.50	10,327.44
政金债	96,898.49	51,900.42
央行票据	0	0
信用债	73,613.27	33,714.39
同业存单	56,304.93	25,366.70
债券成交总额	**374,182.30**	**194,374.47**

数据来源：WIND，大公国际整理。数据更新截至 2026 年 10 月 21 日。

二、宏观基本面与政策面分析

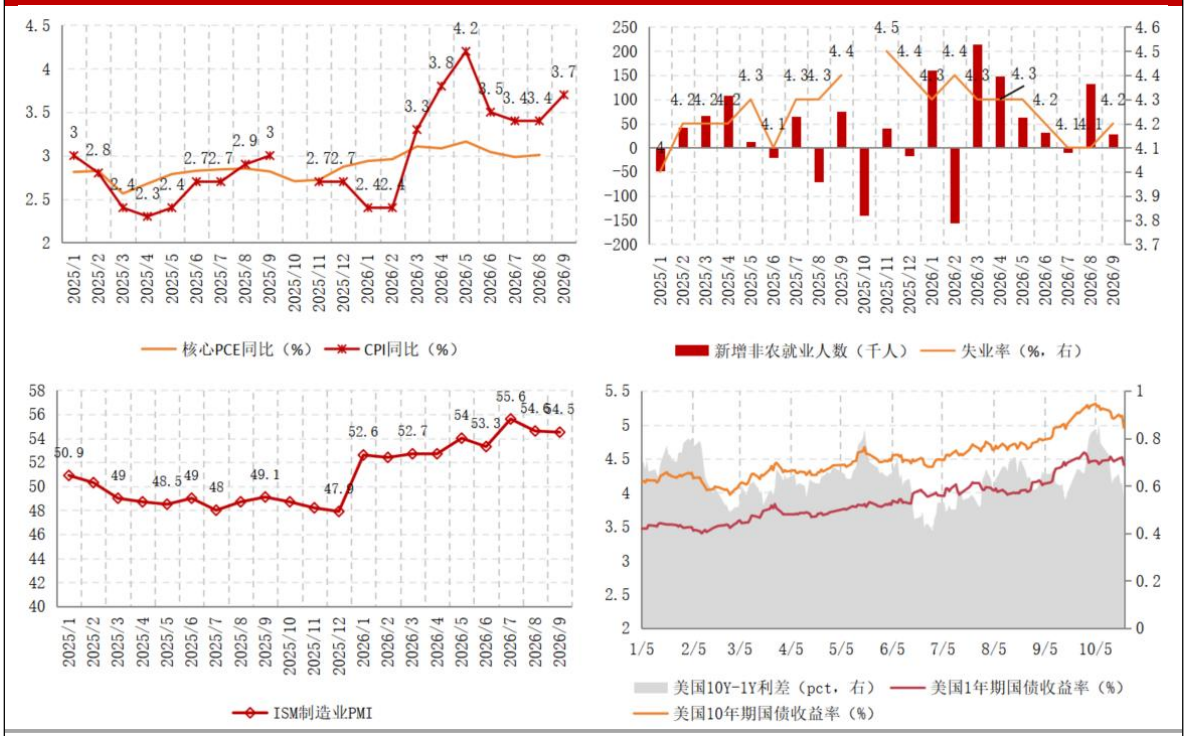
（一）美国经济保持扩张，美债收益率冲高回落

9 月美国经济延续扩张态势，制造业和服务业景气度维持高位，但就业增长明显放缓，通胀压力再度上升。9 月 ISM 制造业 PMI 为 54.5%，较上月小幅下降 0.1 个百分点；服务业 PMI 为 54.9%，较上月下降 0.5 个百分点，均处于扩张区间，美国经济活动仍具较强韧性。就业方面，9 月新增非农就业人数仅 2.9 万人，失业率为 4.2%，就业增长动能有所减弱。消费方面，9 月零售销售额环比增长 0.8%，同比增长 6.3%，但增长部分受到汽油价格上涨推动，剔除部分波动较大项目后的核心零售销售仅环比增长 0.1%，实际消费动能弱于名义数据表现。通胀方面，9 月 CPI 同比上涨 3.7%，核心 CPI 同比上涨 2.6%，较上月的 2.4%有所回升，能源价格上涨和部分服务价格黏性使通胀回落进程面临阻力。

10 月以来，美联储官员释放谨慎加息信号，市场对 10 月暂停加息的预期升温，但年内进一步收紧货币政策的可能性仍然较高。继 9 月美联储加息 25 个基点、将联邦基金利率目标区间上调至 3.75%-4.00%后，10 月公布的会议纪要显示，多数官员认为年内仍有必要进一步加息，以抑制持续偏高的通胀。展望四季度，美国经济增长仍具韧性，通胀回落受阻使货币政策难以转向宽松，预计美联储 10 月将暂停加息，但 12 月仍存在加息 25 个基点的较大可能性，货币政策总体维持偏紧立场。

10 月美债收益率冲高回落，货币政策预期调整主导短期波动。10 年期美债收益率由 9 月末的 5.29%升至 10 月 5 日的 5.31%，随后震荡回落，截至 10 月 23 日降至 5.00%，较 9 月末下行 29 个基点；同期 30 年期美债收益率回落至 5.33%，长端利率仍处于较高水平。月初，美国通胀压力持续、市场对美联储进一步加息的担忧升温，推动美债收益率维持高位；随后，美联储官员释放谨慎政策信号，市场逐步下调 10 月加息预期，推动美债收益率回落。展望后续，美国通胀黏性、货币政策限制性立场及财政融资压力仍对长端收益率形成支撑，但就业市场放缓可能限制其上行空间，预计 10 年期美债收益率短期内仍将维持高位震荡。

图 3 美国经济持续扩张，美债收益率冲高回落

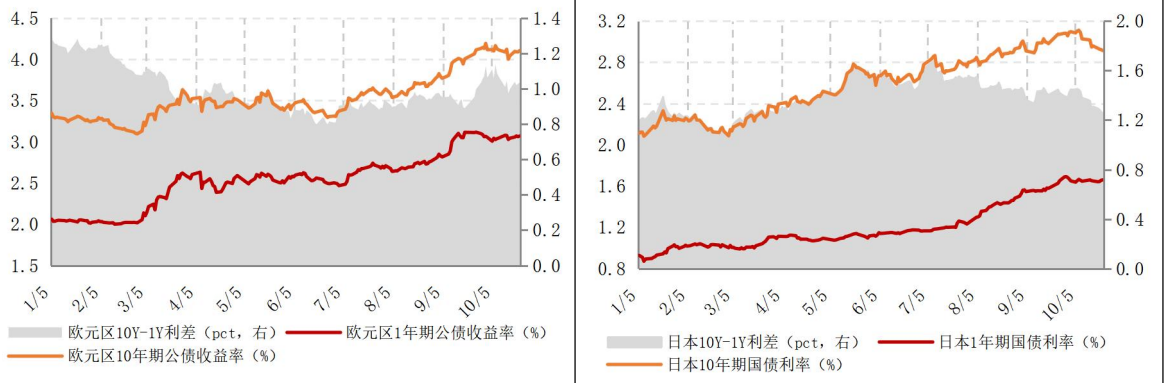


数据来源：WIND，大公国际整理。

10 月欧元区经济景气度有所回落，能源价格上涨与法国财政风险加剧。9 月欧元区通胀率升至 3.8%，能源价格上涨推动通胀压力回升，限制了欧洲央行的政策宽松空间。同时，法国财政和政治不确定性持续发酵，10 年期法国国债收益率一度突破 5%，与德国同期国债利差明显扩大。货币政策方面，欧洲央行此前已于 6 月和 9 月分别加息 25 个基点，目前存款机制利率为 2.50%。预计 10 月议息会议将维持利率不变。

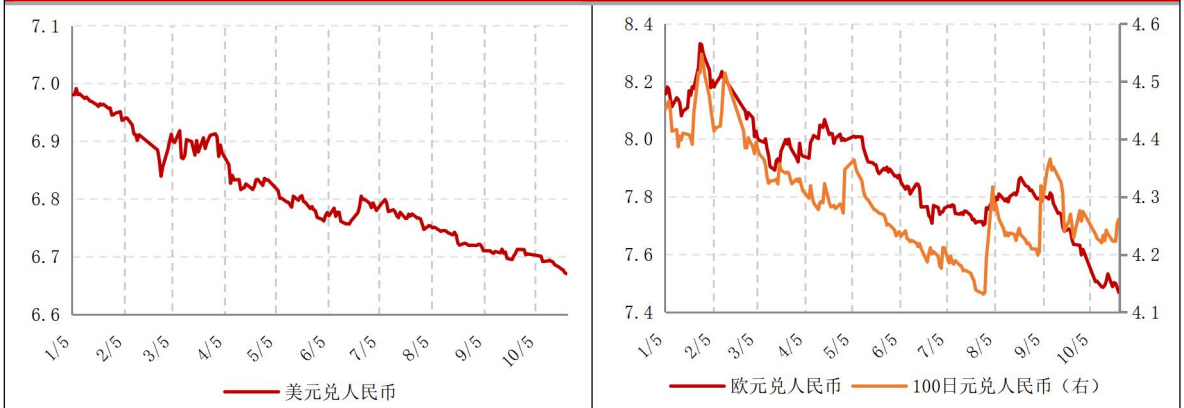
日本经济保持温和扩张，通胀回升与日元贬值压力强化货币政策正常化预期。受通胀预期和货币政策正常化影响，10 月 26 日日本 10 年期国债收益率升至 2.81%左右；日元汇率仍在 157 日元兑 1 美元附近波动，进口成本上涨进一步增加通胀压力。

图 4 欧洲经济增长动能放缓，日本央行加息预期增强推动日债收益率维持高位



数据来源：WIND，大公国际整理。

图 5 人民币汇率在波动中走强



数据来源：WIND，大公国际整理。

（二）国内经济边际改善，生产端保持较强韧性

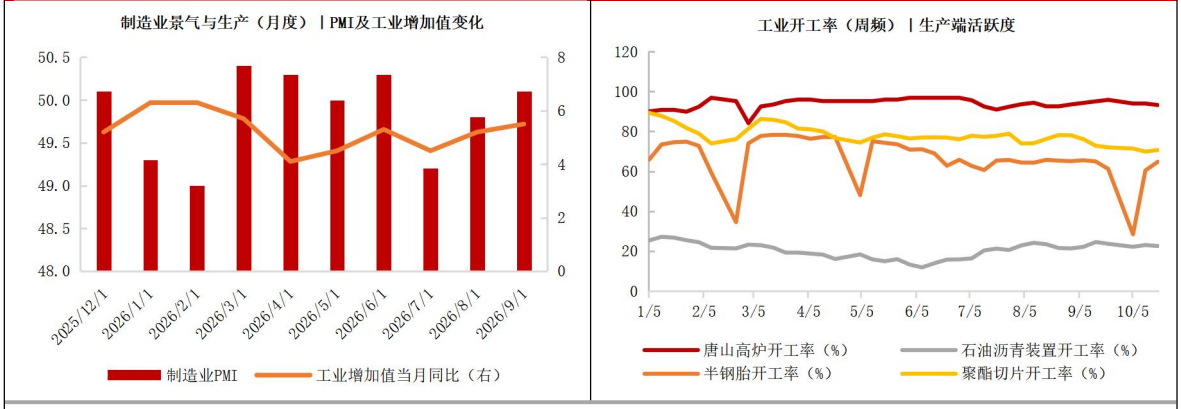
2026 年前三季度，国民经济整体运行在合理区间，“稳、韧、新、优”特征延续，新质生产力持续赋能经济高质量发展。前三季度 GDP 累计同比增长 4.6%，三季度同比

增长 4.5%，较二季度回升 0.2 个百分点，经济动能亦有所增强。

工业生产稳中加快，制造业景气度回升与新兴产业增长形成支撑。9 月规模以上工业增加值同比增长 5.5%，较上月加快 0.3 个百分点，环比增长 0.61%；制造业 PMI 回升至 50.1%，较上月提高 0.3 个百分点，重返扩张区间，企业生产活动有所改善。结构方面，装备制造业和高技术制造业保持较快增长。

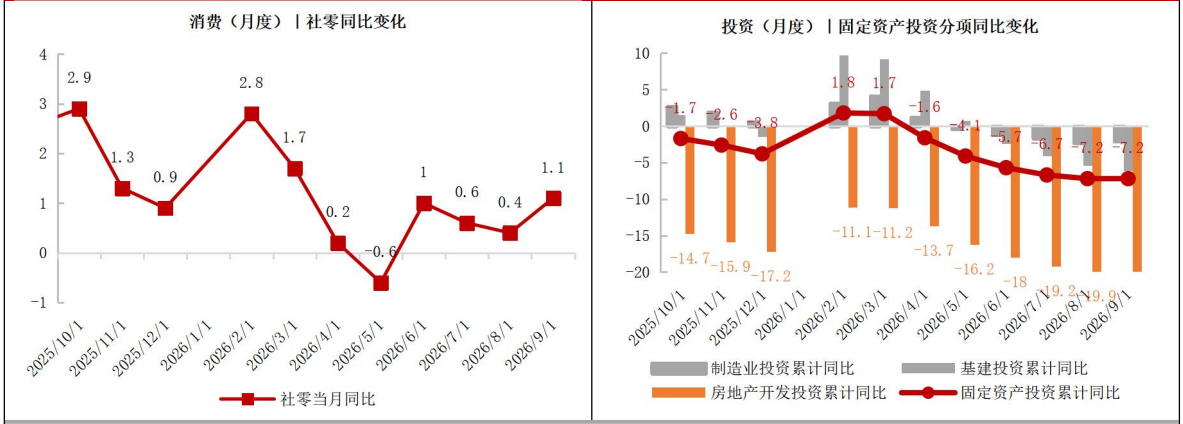
消费市场温和修复，房地产调整与投资疲弱仍制约内需增长。消费方面，9 月社会消费品零售总额同比增长 1.1%，较上月加快 0.7 个百分点，通讯器材、粮油食品等商品消费表现较好，但汽车类零售额同比下降 21.2%，大宗消费需求仍然偏弱；前三季度服务零售额同比增长 5.0%，快于商品零售额，消费结构分化较为明显。投资方面，1-9 月固定资产投资同比下降 7.2%，其中制造业投资、基础设施投资和房地产开发投资分别下降 2.1%、4.2%和 20.6%，房地产市场深度调整仍是投资的主要拖累。高技术产业投资保持增长，但尚不足以对冲传统领域投资下行压力。

图 6 国内经济景气重返扩张区间，生产端保持较强韧性



数据来源：WIND，大公国际整理。

图 7 消费市场温和修复，房地产调整与投资疲弱仍制约内需增长

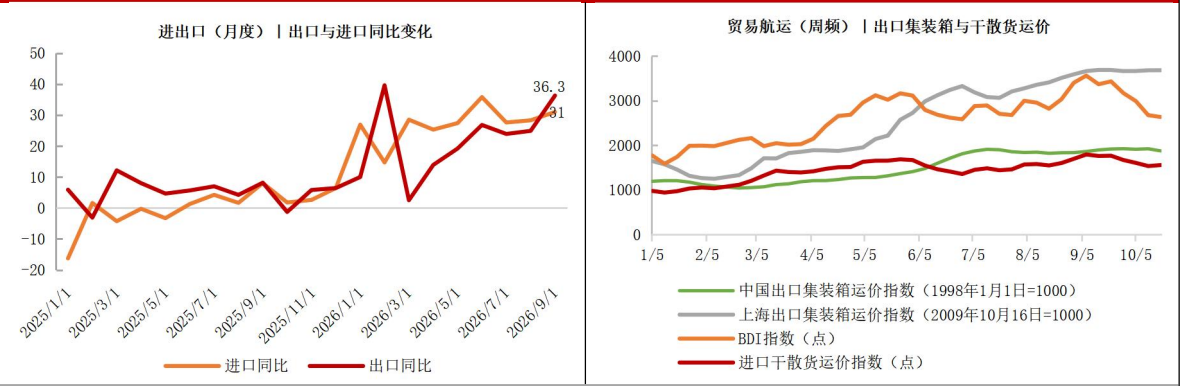


数据来源：WIND，大公国际整理。

外贸保持较快增长，出口韧性与进口需求共同支撑贸易扩张。按人民币计价，9月货物贸易进出口总额同比增长27.5%，其中出口、进口分别同比增长29.6%和24.6%，外贸规模创单月新高。出口方面，全球人工智能相关投资需求扩张、机电及高技术产品竞争力提升，为出口增长提供重要支撑，出口商品结构持续优化。进口方面，国际大宗商品价格上涨与国内产业链生产需求共同推动进口金额增长，进口增速保持较高水平。

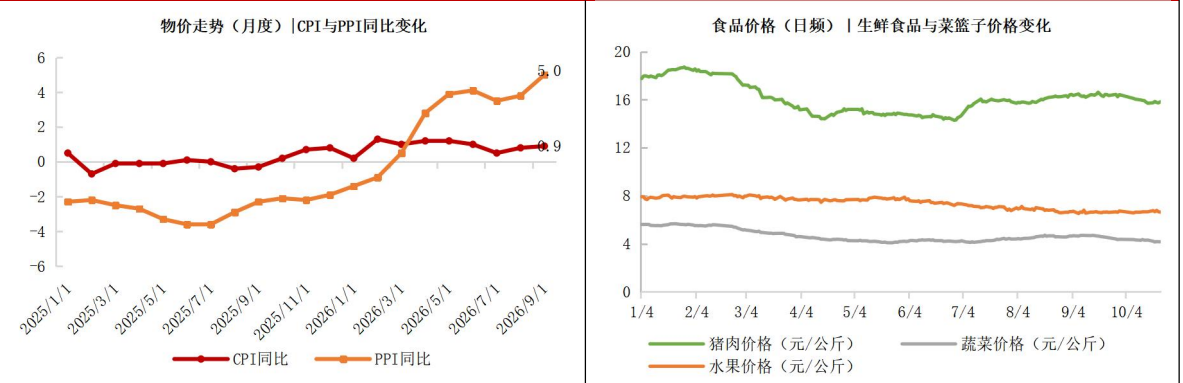
物价水平继续回升，工业品价格上涨明显快于居民消费价格。9月CPI同比上涨0.9%，较上月扩大0.1个百分点，环比上涨0.2%；核心CPI同比上涨1.0%，与上月持平。能源价格上涨是推动CPI回升的重要因素，而食品价格同比下降1.7%，对居民消费价格形成一定拖累，终端消费需求修复仍然偏缓。PPI同比上涨5.0%，较上月扩大1.2个百分点，环比上涨1.2%，工业品价格上涨明显加快，主要受国际原油、有色金属价格上行，以及煤炭等部分上游行业供需关系变化影响。人工智能相关产业发展同时带动电子设备、电气机械等行业产品价格上涨。

图8 外贸保持较快增长，出口韧性与进口需求共同支撑贸易扩张



数据来源：WIND，大公国际整理。

图9 物价水平继续回升，工业品价格上涨明显快于居民消费价格



数据来源：WIND，大公国际整理。

（三）增量财政政策加码内需刺激，货币适度宽松灵活精准

财政政策持续加力，政府债券资金加快向稳投资、促内需领域转化。10 月以来，更加积极的财政政策持续发力，政策重点由政府债券发行逐步转向资金使用和扩大有效需求。财政部安排使用 5,500 亿元地方政府债务结存限额，其中 3,000 亿元用于增强县区一般公共预算保障能力，2,500 亿元支持地方扩大有效投资，重点保障在建项目及“六张网”建设。10 月 16 日，全年 1.3 万亿元超长期特别国债发行收官，资金重点支持“两重”建设和“两新”工作，为扩大有效投资和提振消费提供资金保障。同时，财政部强调加快财政资金拨付和使用进度，加强财政金融政策协同，持续推进地方政府债务风险化解。

货币政策延续适度宽松取向，注重完善利率调控和传导机制。10 月以来，货币政策继续保持适度宽松，央行更加注重发挥结构性工具作用，推动金融资源向重点领域和薄弱环节倾斜。9 月末，央行宣布下调 PSL 利率 25 个基点至 1.50%，并将水网、新型电网、算力网等“六张网”建设纳入支持范围；同时增加科技创新和技术改造再贷款额度 2,000 亿元，将央行资金支持比例由 60%提高至 100%，进一步降低重点领域融资成本。10 月 19 日，潘功胜行长在 2026 金融街论坛年会上明确提出推动贷款利率定价基准改革，由主要参考 LPR 向多元定价基准转型，探索将 DR001 等市场利率引入贷款定价，并研究择机将公开市场主要操作品种期限调整为隔夜。10 月 30 日，央行发布公告，自 11 月 2 日起，每个工作日开展隔夜逆回购操作招标，采用固定利率、数量招标，目前操作利率为 1.25%。由于隔夜操作利率低于七天期逆回购利率，主要政策利率向隔夜切换在实质上具有类降息效果，市场据此提前定价政策利率中枢下移，构成本轮 10 年期国债收益率下行的核心政策因素。

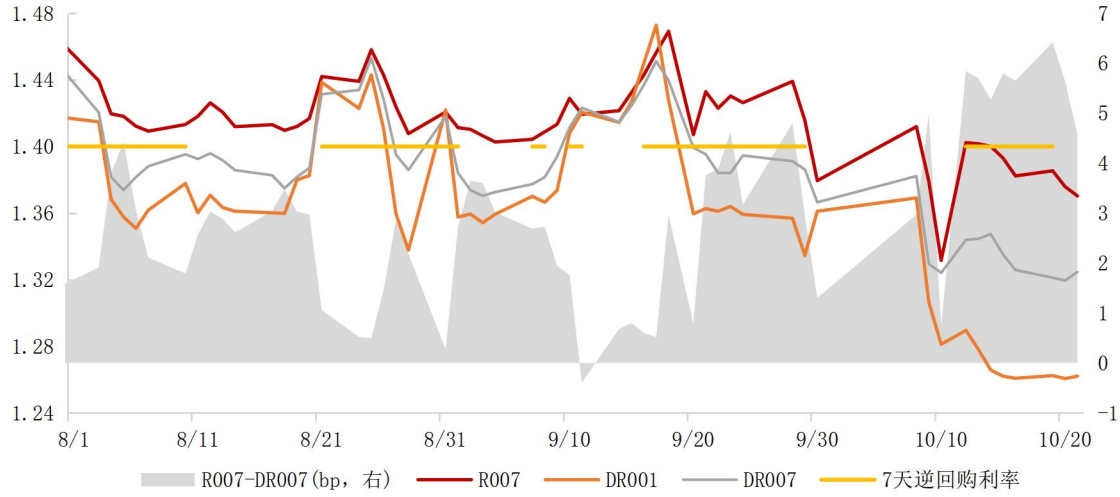
三、资金面分析

（一）市场利率较 9 月整体下移，DR 始终位于政策利率下方

10 月，银行体系流动性整体充裕，市场利率较上月整体下移。DR007 均值为 1.34%，较 9 月均值下行 6.2bp；R007 均值为 1.38%，较 9 月下行 3.7bp；DR001 均值为 1.28%，较 9 月下行 10.1bp。本月，DR001 和 DR007 始终位于 7 天期逆回购利率 1.40%下方，R007 绝大部分时间也位于 7 天期逆回购利率下方，资金利率中枢整体处于 2026 年以来相对低位。其中，隔夜资金利率中枢下移尤为明显，DR001 月均值较 9 月下行 10.1bp，央行连续开展隔夜逆回购操作对短端流动性的呵护，也为机构提升杠杆、拉长久期提供了现实基础。

从运行节奏看，DR007、R007 和 DR001 均在 9-10 号迅速下降后短暂抬升，随后持续低位窄幅震荡，DR001 主要运行于 1.26%-1.29%区间，DR007 大多运行于 1.32%-1.35%区间，R007 主要运行于 1.37%-1.41%区间。10 月 21 日，DR007、R007 和 DR001 分别收于 1.33%、1.37%和 1.26%。此外，R007 与 DR007 利差月内均值为 4.87bp，与 9 月相比有所扩大，表明非银机构融资成本相对银行体系仍存在一定溢价，资金分层现象有所加剧。

图 10 市场利率较 9 月整体下移，R-DR 利差有所扩大



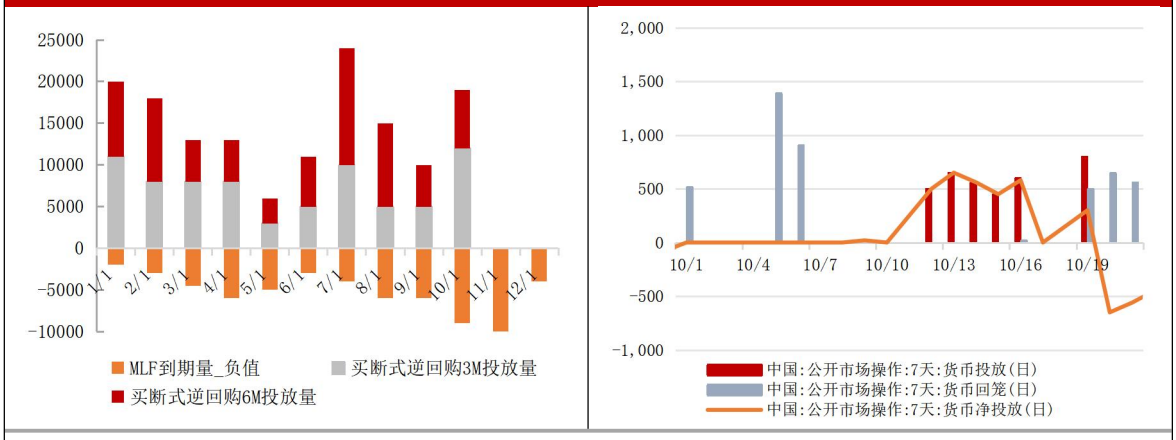
数据来源：WIND，大公国际整理。

（二）央行中长期资金投放放量，买断式逆回购成为资金面主要支撑

买断式逆回购投放明显放量，整体投放强度在今年处于较高位。10 月，3 个月和 6 个月买断式逆回购分别投放 1.2 万亿元和 7,000 亿元，合计 1.9 万亿元，当月 9,000 亿元 MLF 到期后，中长期资金净投放约 1 万亿元，较 9 月中长期资金净投放规模明显增加。相比之下，7 天逆回购投放相对克制。10 月 8 日至 21 日，7 天期逆回购累计投放 3,580 亿元、到期 4,540 亿元，净投放 1,850 亿元，整体并未形成大规模净投放。

央行“收短放长”的操作一方面有助于稳定银行体系负债端预期，避免政府债缴款及 MLF 到期集中冲击资金面；另一方面也说明央行更注重通过结构性、期限较长的流动性工具平滑资金波动。央行连续开展隔夜逆回购操作，补充短端流动性，推动隔夜资金利率中枢有所下移，但七天期逆回购投放相对克制，表明央行对短端资金利率的引导仍以稳为主。总体来看，中长期投放放量、短端操作相对克制的组合，为 10 月资金面维持宽松提供了支撑，也是机构持券收益改善、杠杆与久期策略意愿上升的重要基础。

图 11 10 月买断式逆回购放量，7 天逆回购投放相对克制



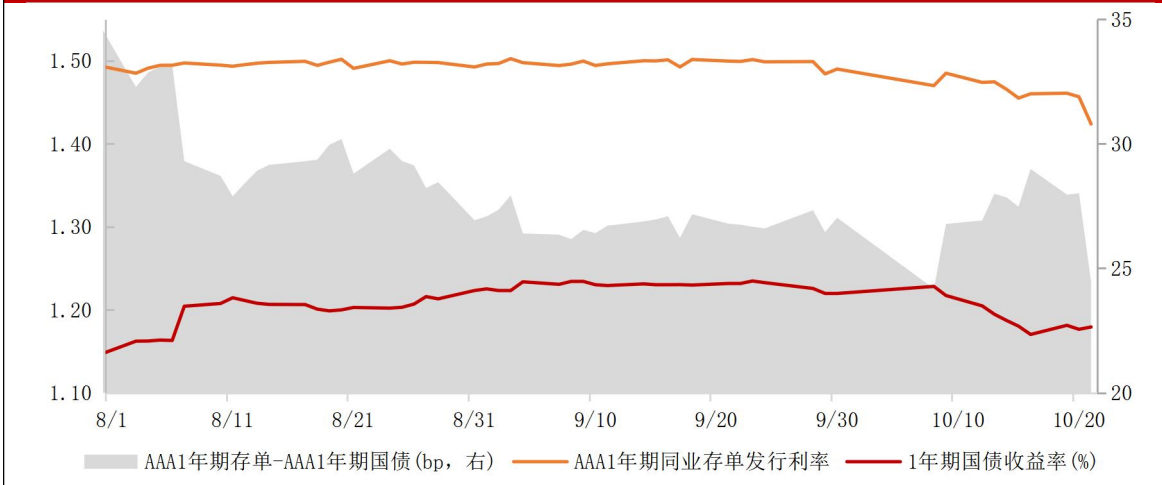
数据来源：WIND，大公国际整理。

（三）存单利率延续下行走势，票据利率底线横盘运行

银行负债端定价继续回落，但存单与国债利差小幅走阔。10 月，AAA 级 1 年期同业存单发行利率均值为 1.46%，比 9 月均值低 3.5bp；同期 1 年期国债收益率均值为 1.19%，较 9 月下行 3.7bp；存单-国债利差均值由 9 月的 26.80bp 走阔至 10 月的 27.06bp。从月内走势看，AAA 级 1 年期同业存单发行利率整体震荡下行，1 年期国债收益率则呈现先下后上的走势。8-16 日，受资金面宽松、债券配置需求较强等因素影响，1 年期国债收益率下行幅度已超过 AAA 级 1 年期同业存单发行利率的全部下行幅度，此后，国债收益率虽有所回升，但上行幅度相对有限，未能完全抵消前期下行影响，最终使国债收益率月均降幅略大于同业存单发行利率，推动存单-国债利差小幅走阔。

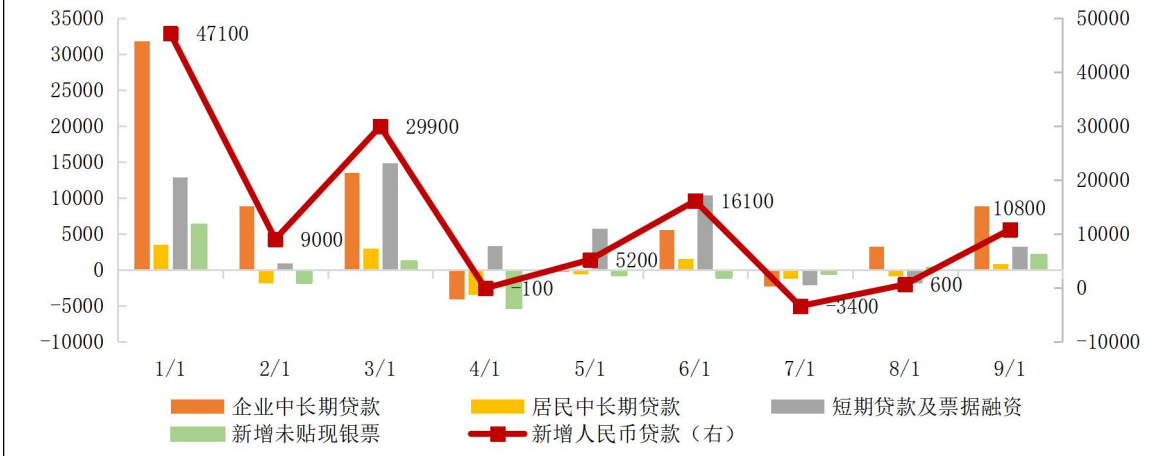
信贷需求有所回升。9 月，金融机构新增人民币贷款升至 10,800 亿元，其中，企业中长期贷款增加 8,900 亿元、居民中长期贷款增加 874 亿元。企业中长期贷款规模连续 2 个月上升，表明基建、制造业及部分重点领域融资需求有所回升，但居民部门加杠杆意愿和房地产相关融资需求恢复仍较缓慢。10 月，票据利率延续低位运行态势，半年期和 3 个月期国股转贴现利率始终在 0.50%底线横盘运行，月内波动为全年最小。企业融资边际改善与票据利率低位并存，说明信贷需求修复仍不均衡，实体融资需求改善的持续性仍需进一步观察。

图 12 10 月存单利率延续下行走势，存单-国债利差小幅走阔



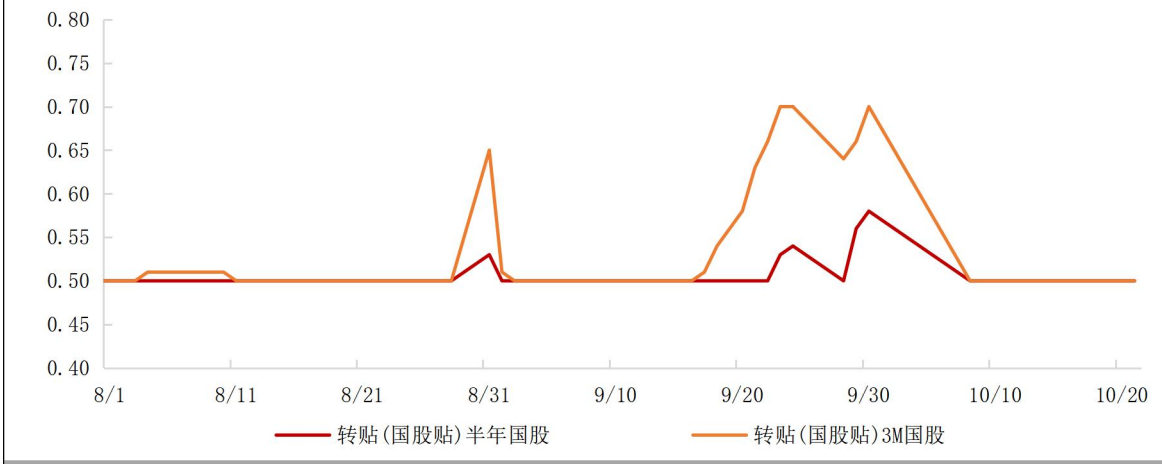
数据来源：WIND，大公国际整理。

图 13 9 月信贷有所回升，实体融资需求仍有待进一步改善



数据来源：WIND，大公国际整理。

图 14 票据利率持续低位运行，在 0.50%底线横盘



数据来源：WIND，大公国际整理。

四、供需面分析

（一）供给端：国债和地方债净融资规模较高，政金债供给相对有限

按周度数据统计，国债、地方债和政策性金融债分别发行 1.18 万亿元、5,900.09 亿元和 2,470.00 亿元，分别实现净融资 6,869.30 亿元、3,148.33 亿元和 1,724.00 亿元。国债和地方债合计净融资 1.00 万亿元，占三类券种合计净融资的 85.32%，构成当期利率债净供给的主要来源；政金债净融资规模较小，但仍保持正向贡献。

分券种看，国债受国庆假期影响较小，当期发行规模仍有 11,844.60 亿元，且偿还额在年内属于较低水平，最终实现净融资 6,869.30 亿元。国债净融资额已连续 2 个月处于年内较高水平，对银行体系流动性和市场承接能力形成了一定的阶段性考验。而地方债和政金债受国庆假期影响较大，当期发行规模均为年内最低水平，但相对于地方债中等偏上的偿还量，政金债的偿还量同为年内最低水平，因此最终净融资额在年内处于较高水平。

表 3 国债、地方债、政金债的发行、偿还及净融资情况

债券类别	发行额（亿元）	发行只数	偿还额（亿元）	净融资额（亿元）
国债	11,844.60	18	4,975.30	6,869.30
地方债	5,900.09	171	2,751.76	3,148.33
政金债	2,470.00	44	746.00	1,724.00
合计	20,214.69	233	8,473.06	11,741.63

数据来源：WIND，大公国际整理。
注：本表统计口径为主要利率债，包括国债、地方政府债和政策性金融债，不含央行票据；按周度数据汇总（2026 年 9 月 28 日至 10 月 21 日）。

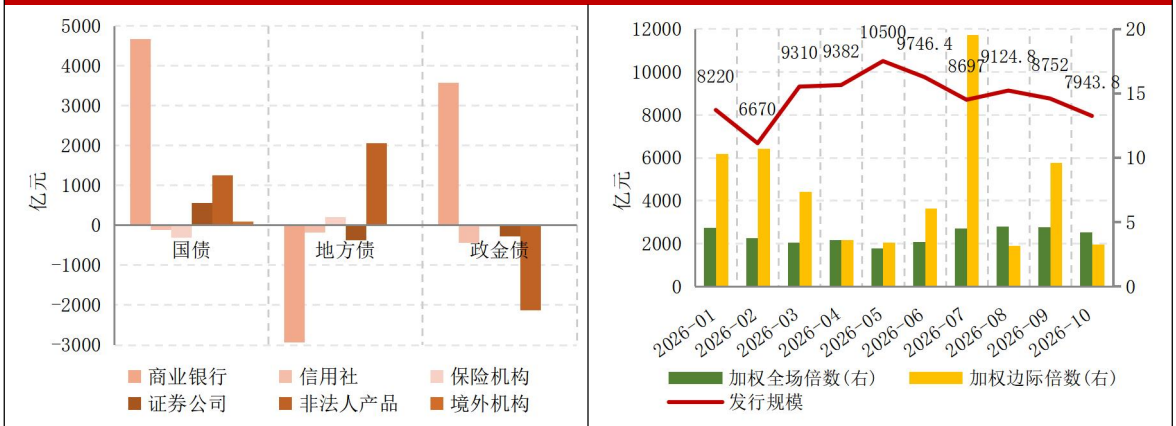
（二）需求端：机构偏好向国债和地方债集中，国债认购热度有所回落

机构配置偏好明显向国债和地方债集中，但国债认购热度有所回落。较上月末，国债、地方债和政策性金融债在所列六类机构中的托管量分别增加 7,147.73 亿元、增加 7,620.50 亿元和减少 6,001.65 亿元，合计增加 8,766.58 亿元，托管量较上月大幅上升。分券种看，地方债托管量增量最大，主要受商业银行和非法人产品大幅增持影响，商业银行增持 5,086.88 亿元，非法人产品增持 2,406.55 亿元，表明地方债稳定的配置属性及相对的票息优势仍对机构具有吸引力。国债托管量增加同样主要由商业银行和非法人产品增持推动，商业银行增持 3,931.29 亿元，非法人产品增持 2,901.92 亿元。在低风险资产供给不足、信贷需求偏弱的背景下，银行自营资金和广义资管资金仍然偏好流动性较高、交易属性较强的国债。政金债托管量大幅下降，主

要受商业银行大幅减持影响。境外机构、信用社、非法人产品、保险机构和证券公司均出现不同程度减持，政金债需求呈现全线走弱特征，可能是由于政金债相较国债和地方债的相对收益和配置性价比阶段性下降。

关键期限新发行国债加权全场倍数降至 4.23 倍，较 9 月下降 0.37 倍，连续 2 个月呈下降趋势；加权边际倍数大幅降至 3.26 倍，处于年内较低水平。全场倍数和边际倍数同步下降，可能受国债发行净规模连续 2 个月保持较高水平、债券收益率处于历史低位、R007 与 DR007 利差扩大等因素影响，机构特别是边际交易资金的追价意愿有所减弱，但全场倍数仍高于 4 倍，国债需求暂未出现趋势性走弱。

图 15 机构偏好向国债和地方债集中，国债边际认购热度大幅回落



数据来源：WIND，大公国际整理。

五、利率走势研判与配置策略参考

（一）10 年期国债收益率中枢下行空间尚存，但波动或将放大

展望 11 月，10 年期国债收益率中枢仍有一定下行空间，但单边顺畅下行难以延续，运行区间较 10 月或将明显加宽，呈现下探有余、顺畅不足的特征。

基本面方面，国内弱修复与海外高利率相互对冲，10 年期国债收益率难以走出单边行情，但基本面因素已被较充分定价，收益率的上行风险大于下行空间。海外方面，美国经济仍具韧性，通胀黏性、财政融资压力及货币政策限制性立场将使美债收益率维持相对高位，对 10 年期国债收益率下行形成外部约束。国内方面，经济预计将延续结构性修复格局，消费、房地产投资和居民融资需求恢复仍需时间，短期内难以形成推动收益率持续上行的强逻辑，但也正因为市场对弱修复定价充分，一旦 11 月数据出现超预期改善，10 年期国债收益率向上调整的弹性会明显大于向下空间。

政策面方面，11 月 2 日起政策利率正式“换锚”，短端利率传导机制进一步强化，

10 年期国债收益率短期内仍具有一定下行空间。除了开展隔夜逆回购常态化操作外，临时正/逆回购、境外央行类机构回购工具等的加减点基准也同步切换至隔夜逆回购操作利率，7 天期逆回购则调整为主要在税期、月末等时点操作，表明货币政策更重在稳定流动性和平滑波动，而非继续显著压低资金价格。财政政策预计延续更加积极、精准发力的取向，重点在于更快落地既定政策、使用政府债等财政资金加快形成实物工作量，将对长端收益率进一步下行形成约束。

资金面方面，类降息效应已被较充分定价，资金面的现实约束成为 10 年期国债收益率能否继续下探的核心变量。常态化隔夜逆回购有助于维持短端流动性稳定，资金利率中枢大概率保持低位，对长端利率形成一定支撑；若 11 月税期、政府债缴款与跨月因素叠加，同时央行投放边际收敛，资金波动将抑制套息交易，短端下行空间随之收窄，并通过期限联动约束长端。R007 与 DR007 利差若继续维持一定水平，说明非银资金成本并未同步改善，收益率下探的持续性动力将相应减弱。

供需面方面，优质资产供给有限与机构欠配将继续对 10 年期国债收益率形成一定的下行支撑，但机构止盈压力和信用风险扰动可能放大债市阶段性调整压力。供给端，11 月政府债仍将保持一定发行强度，集中缴款时点将对长端收益率形成阶段性上行压力；需求端，信贷需求修复偏慢，银行、保险及资管机构对高等级、高流动性利率债的配置需求仍有韧性，资产荒格局短期难以根本改变，但更多表现为回调承接而非追价买入。当前，10 年期国债收益率行至年内低位，长端下行过快、交易拥挤度上升，机构止盈压力与配置盘承接意愿的边际变化可能放大调整幅度。此外，近期华发集团信用舆情持续发酵，部分资管产品出现预防性赎回，市场抛压由信用债向利率债传导，机构负债端稳定性对债券配置行为的影响有所增强，若信用风险担忧进一步扩散，基金赎回与被动减仓可能削弱配置盘承接能力，推动长端收益率阶段性上行；若信用风险得到有效控制、赎回压力逐步缓解，机构配置需求有望继续发挥支撑作用。

（二）配置策略参考：以稳健持仓为基础，利用收益率波动调整久期和品种结构

11 月利率债配置可在控制回撤的前提下适度参与，核心是把久期维持在中性水平，靠波段操作而不是拉长久期来增厚收益。组合不宜押注收益率单边下行，收益率越接近区间下沿，越应主动收缩久期敞口。

组合久期上，可以中性水平为底、不普遍性拉长，把久期当作应对波动的工具而非博取下行空间的筹码。当前收益率处于年内低位，进一步下探的空间尚存但已被较多定价，底仓可重点关注 5-10 年期国债及流动性较好的政金债，该期限段票息与交

易价值兼顾，对资金面和供给扰动的敏感度低于超长端。超长端可结合政府债发行节奏、保险机构配置力度及期限利差变化有限参与，不宜在收益率低位继续加仓，而是在收益率回调、期限利差重新具备安全边际后再逐步加仓。地方债可结合区域资质、流动性和票息水平择优配置，政金债可重点比较其与国债的利差及流动性溢价，做结构性选择。

交易节奏上，可把收益率上行当机会、把区间下沿当止盈位，分批而不是一次性完成调整。可将政府债集中发行缴款、税期资金收敛、政策与监管表态引发的收益率上行，作为观察和分批建仓的窗口，在基本面未出现明显趋势性改善的情况下适度增加中长端配置；当收益率重新接近区间下沿，或出现资金面过度宽松、配置盘集中追价、交易拥挤度快速上升等情形时，可主动降低久期敞口、兑现交易性收益，避免在低位继续加杠杆。后续可重点关注财政资金使用效果、政府债发行缴款与税期扰动、央行公开市场操作、监管对长端过快下行的表态、美国通胀及美联储政策信号、国内经济数据和长端国债招标结果。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。