



2026 年 7 月利率债回顾与下月展望：低位盘整，待机而御

技术研究部 | 刘祥东 孙榕 戚旻婧

2026 年 7 月 28 日

摘要：

2026 年 7 月，10 年期国债收益率围绕 1.74% 中枢窄幅波动、小幅下行。长端利率在政府债供给、政策预期与配置需求的博弈下保持相对平稳。展望 8 月，10 年期国债收益率或将延续低位震荡、重心略偏下。基本面维度，美国通胀黏性及美联储降息节奏的不确定性，或维持美债收益率高位，对国内长端利率下行形成外部约束；国内经济修复仍不均衡，内需、投资及地产改善的持续性有待观察，尚不足以支撑长端利率趋势性上行；政策面，7 月底政治局会议后的稳增长部署及增量政策预期，可能抬升长端利率的阶段性波动，但政策落地并传导至经济数据仍需时间；资金面，流动性维持充裕，央行将灵活对冲缴款、税期等扰动，短期市场利率将有望保持平稳。供需面，下半年政府债发行或进一步提速，供给压力将增加市场波动。配置上宜维持中性偏多久期，重点关注政府债缴款节奏、长端招标承接及稳增长政策信号。

关键词：国债收益率；基本面；政策面；供需面；资金面；配置策略

正文：

一、债市运行回顾

（一）收益率低位运行，短端与中长端走势分化

7 月¹，10 年期国债收益率整体在窄幅震荡中下行。月初在央行单日净回笼 1.16 万亿元及 6 月 PMI 重回扩张区间驱动下，10 年期国债收益率快速反弹至 1.75%。随后，受缴税缴款压力、股市波动、央行呵护资金稳定性、宏观经济数据偏弱等的综合影响，10 年期国债收益率围绕 1.74% 反复博弈。下旬，税期结束后资金面紧张有所缓解，收益率继续窄幅震荡。22 日，尽管央行大额净回笼，但 10 年期国债收益率单日常下行 1.5bp，收于 1.73%。

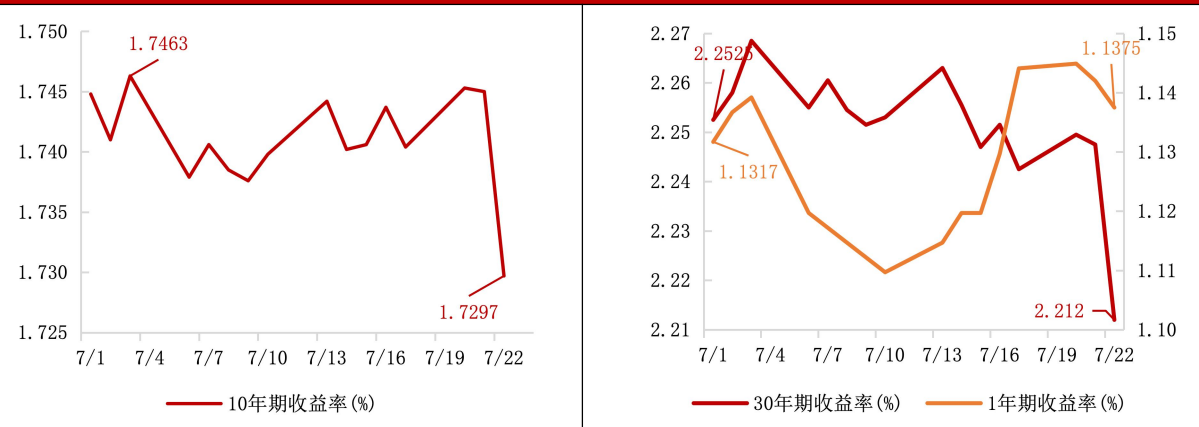
分期限看，国债收益率短端与中长端走势分化。其中，30 年期国债收益率走势与

¹ 本文所有数据均截至 7 月 22 日。



10年期国债收益率基本保持一致，但波动幅度稍有放大，从月初 2.25%下行至 22 日的 2.21%。1 年期国债收益率呈现“U”形走势，上旬受资金利率回落影响下探至 1.11%，后虽转为上行，但内需修复力度有限、资产荒逻辑延续限制其上行空间，升破 1.14% 后横盘震荡，22 日小幅回落至 1.14% 以下，较月初上行约 6bp。

图 1 10Y 期国债收益率在窄幅震荡中下行，短端与中长端走势分化



数据来源：中央国债登记结算有限公司，大公国际整理。

(二) 债市存量规模继续扩容，利率债占比超过七成

7 月，债券市场存量规模有所扩大。全部债券余额由 6 月 30 日的 204.86 万亿元增至 7 月 22 日 206.78 万亿元，债券只数也同步增至 80,375 只。分结构看，利率债在债券市场中占据主导地位。利率债余额为 148.31 万亿元，占全部债券余额的 71.72%；信用债余额为 39.44 万亿元，占比为 19.07%。从债券只数看，信用债数量占比更高。利率债只数为 14,967 只，占全部债券只数的 18.62%；信用债只数为 54,154 只，占比为 67.38%。

表 1 债券市场存量规模与结构

	债券余额(亿元)		债券只数(只)	
	利率债	1,483,092.08	利率债	14,967
债券种类	其中：		其中：	
	国债	444,278.68	国债	301
	地方政府债	588,675.48	地方政府债	14,361
	政金债	281,917	政金债	303
	央行票据	1,050	央行票据	2
	信用债	394,381.89	信用债	54,154
	同业存单	190,360.8	同业存单	11,254
所有债券		2,067,834.77		80,375



数据来源：WIND，大公国际整理。数据更新截至 2026 年 7 月 22 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）政金债与国债为二级主要交易品种，占比超六成

7 月，债券二级市场交易品种主要集中于政金债、国债和同业存单，成交总额为 27.53 万亿元。其中，政金债成交规模居于首位，成交额为 9.62 万亿元，占债券成交总额约 35%；国债成交额位居前列，为 7.76 万亿元；同业存单成交额也保持较高水平，为 3.38 万亿元。信用债整体成交额为 5.52 万亿元，明显低于利率债的 18.64 万亿元。其中，商业银行次级债券、公司债、中期票据和短期融资券是主要成交品种。

表 2 2026 年债券二级市场成交统计（亿元）

债券种类	一季度	二季度	2026-07
利率债	664,580.58	834,011.97	186,374.10
其中：			
国债	255,068.52	321,504.09	77,588.91
地方政府债	51,932.32	69,020.43	12,559.89
政金债	357,579.74	443,487.45	96,225.31
央行票据	0.00	0.00	0.00
信用债	214025.50	235808.36	55165.53
同业存单	144,330.72	186,224.16	33,756.03
债券成交总额	1,022,936.80	1,256,044.48	275,295.67

数据来源：WIND，大公国际整理。数据更新截至 2026 年 7 月 22 日。

二、宏观基本面与政策面分析

（一）美国通胀环比下降，非农就业超预期骤降，美联储持偏鹰态度但受外部政治压力干扰

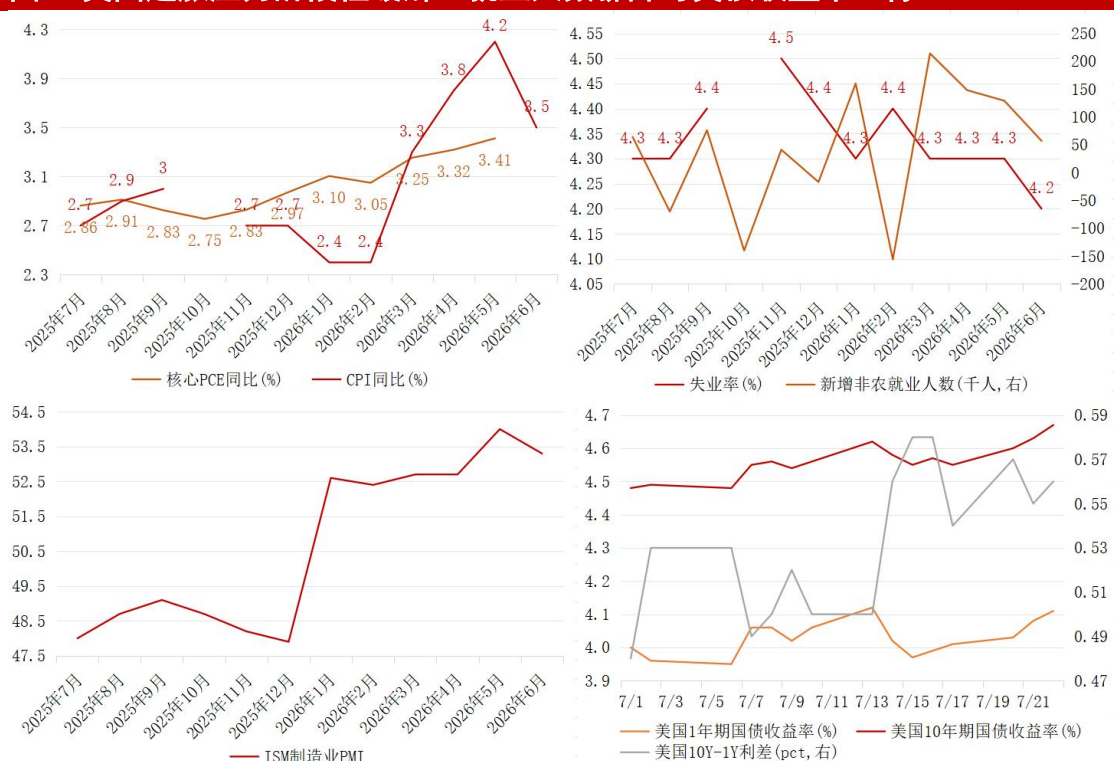
受能源价格回落带动，6 月美国 CPI 环比下降 0.4%，但同比仍处较高水平，同比上涨 3.5%。关税和能源对核心商品所带来的阶段性过热开始冷却，通胀回落持续性有待观察。就业方面，6 月新增非农就业 5.7 万人，较 5 月大幅下降，失业率环比小幅下降至 4.2%，出现就业人口与劳动人口同步下降的复杂情况。6 月 ISM 制造业 PMI 小幅降至 53.3，连续 6 个月处于扩张区间。

7 月 10 日，美联储发布半年度《货币政策报告》，报告中继续强调“确保长期通胀预期保持稳定”、“实现价格稳定”。14 日，沃什在国会接受质询时表示，“当前

美联储的核心使命就是通过正确的货币政策降低美国通胀水平”、“对持续高企的通胀零容忍，我们共同致力于确保物价稳定”，但未对下一步是否加息给出明确暗示。此外，考虑到 2026 年为美国中期选举年，政治压力已成为影响美联储货币政策的核心变量之一，美联储不仅需要回应经济数据，更需要平衡“缓解选民生活成本压力”与“捍卫央行独立性”之间的博弈。

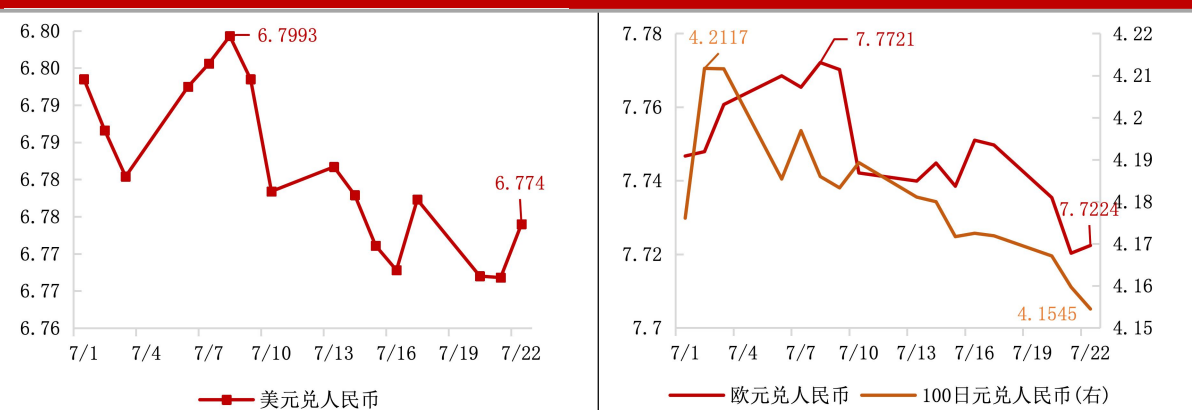
7 月，在美伊地缘冲突升级、新增非农就业人数骤降、“通胀见顶”乐观预期降温、美联储鹰派态度影响下，美国 10 年期国债收益率呈现高位震荡上行态势。上半月，受美伊地缘冲突升级、油价飙升及通胀担忧驱动，10 年期收益率从月初的 4.48% 持续上行至 13 日的 4.62%。但随着地缘局势出现缓和信号及油价回调，叠加市场对美联储 7 月底按兵不动的预期增强，收益率短暂震荡下行。受到美伊引发通胀二次担忧驱动，20 日起收益率再次转向上行，并在 22 日收于 4.67%。此外，美国 1 年期国债收益率同样受到美伊局势反复及非农数据超预期影响，由 4% 震荡上行至 4.11%。

图 2 美国通胀压力阶段性缓解、就业人数骤降与美债收益率上行



数据来源：WIND，大公国际整理。

图3 人民币汇率在波动中走强

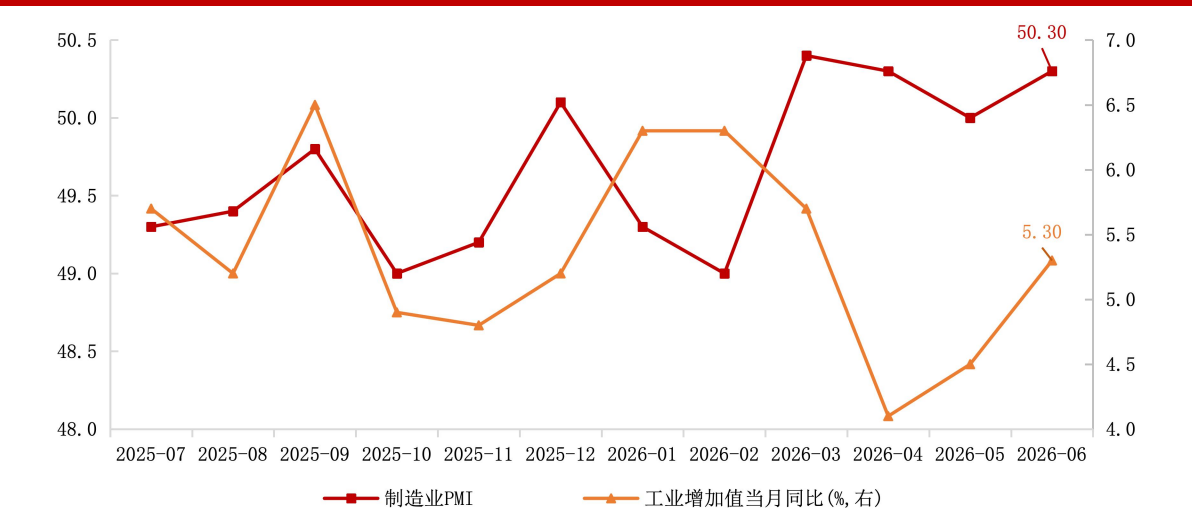


数据来源：WIND，大公国际整理。

(二) 国内景气水平有所回升，经济展现韧性与活力

制造业景气度持续修复，重返扩张区间。6月制造业PMI为50.3%，其中，生产指数和新订单指数均高于临界点，供需两端同步扩张。工业生产整体稳中向好，6月规模以上工业增加值同比增长5.3%，增速较5月加快0.8个百分点，连续两个月提速，主要由高技术制造、装备制造等高成长性行业持续发力带动。

图4 工业生产提速回暖，制造业重回扩张区间



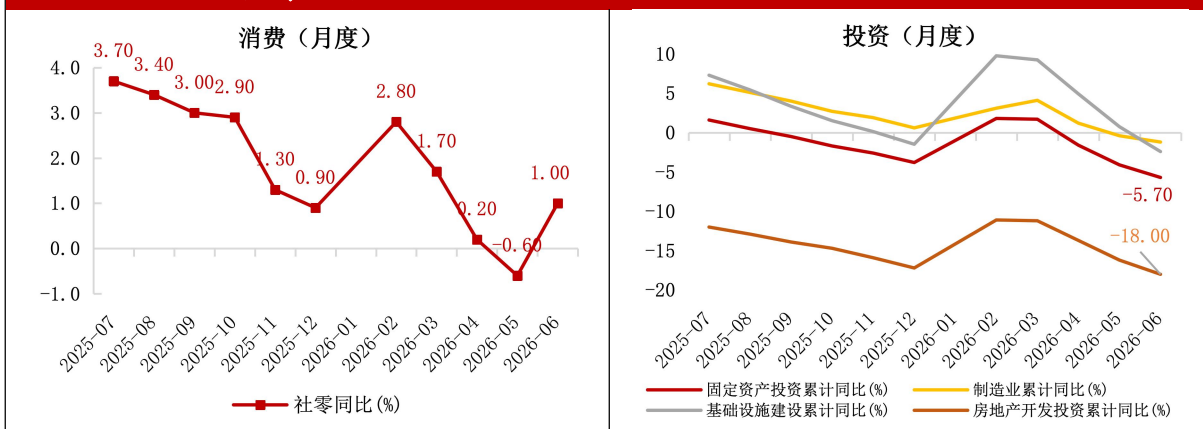
数据来源：WIND，大公国际整理。

消费边际回暖，但修复基础仍待巩固。6月社会消费品零售总额同比由5月下降0.6%转为增长1.0%。服务消费、升级类消费增势亮眼，绿色智能消费、沉浸式体验消费、入境消费持续扩容，城乡消费差距持续收窄。

投资总量仍承压、结构有所改善。1-6月，固定资产投资累计同比下降5.7%。投

资端整体增速承压，但结构性特征凸显。高技术产业、新基建、民生领域投资持续增长，设备更新投资活力释放，投资逐步向高质量发展领域倾斜。

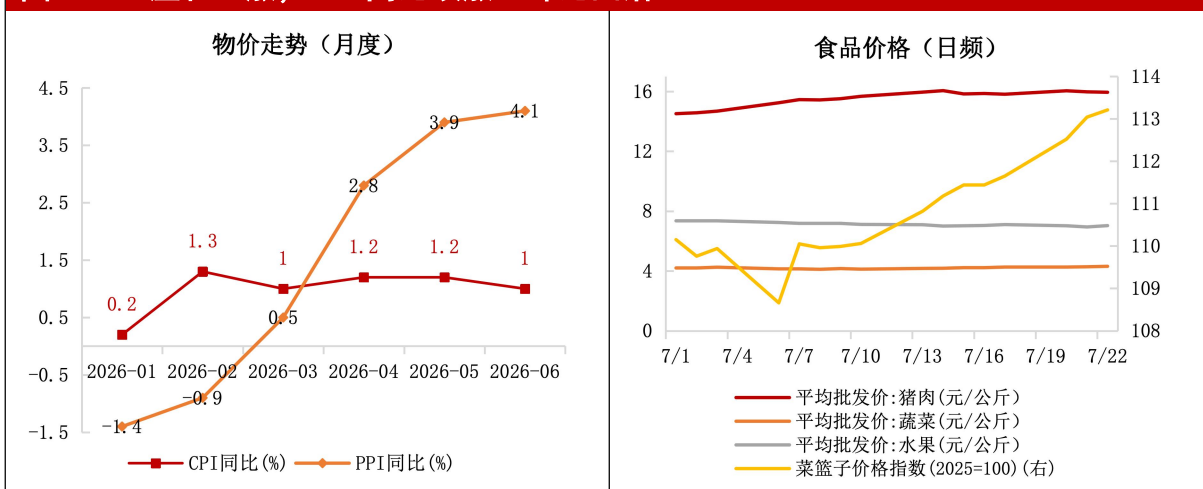
图 5 消费由降转升，投资结构持续优化



数据来源：WIND，大公国际整理。

物价继续保持温和上涨态势。6月CPI、核心CPI均同比上涨1.0%；环比小幅下降0.3%，主要受应季果蔬大量上市、国际金价油价回落等季节性与外部因素影响。当月PPI同比上涨4.1%，涨幅较上月小幅扩大，延续3月以来转正回升态势；环比在连续8个月上涨后转降0.3%，主要受国际原油价格下行传导影响，国内工业品供需基本面未发生根本性变化。

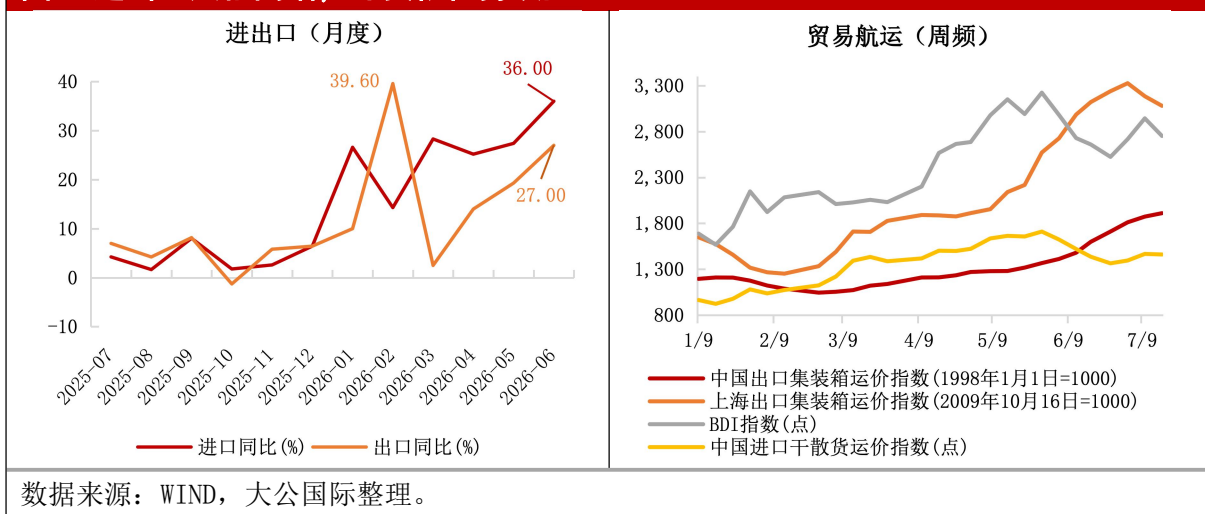
图 6 CPI 温和上涨，PPI 同比续涨、环比回落



数据来源：WIND，大公国际整理。

外贸延续强劲增长态势，进出口规模大幅扩容。以美元计，6月出口同比增长27%，进口同比增长36%，贸易顺差达1,256亿美元，较上月显著扩大。外贸结构持续优化，高技术、机电产品出口持续领跑，AI产业链相关产品、算力硬件出口竞争力持续释放。

图 7 进出口大幅高增，外贸韧性持续凸显



（三）财政积极发力提质增效，货币适度宽松灵活精准

财政政策方面，1 万亿元超长期特别国债基本下达完毕，8000 亿元“两重”建设项目清单全部下达完毕，6 月以来专项债投放节奏明显提速，重点投向新型基础设施、产业升级、民生保障、生态治理等领域。下一步，财政部将继续实施好更加积极的财政政策，在推动各项既定政策落地实施，合理加快资金使用进度的同时，落实财税改革各项举措，大力优化财政支出结构，切实提高财政资金的使用效益²。

货币政策方面，央行在本年第二季度例会上提出，下一阶段，要继续实施适度宽松的货币政策，保持流动性充裕；强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制；降低融资中间费用，促进社会综合融资成本低位运行；用好各类结构性货币政策工具，加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持，助力经济稳中向好发展。

三、资金面分析

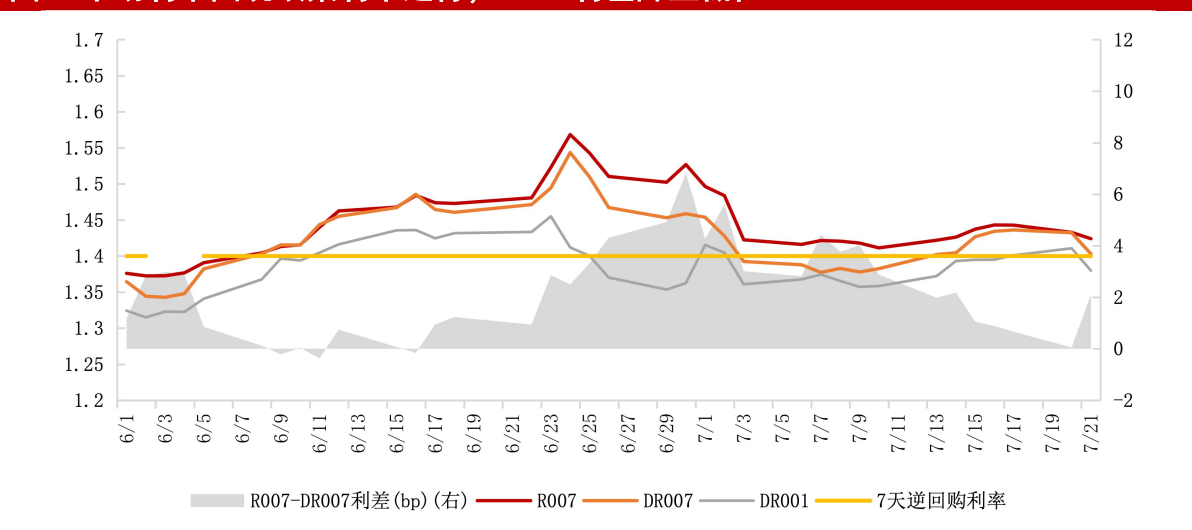
（一）市场利率低位平稳，流动性分层压力较低

7 月，银行体系保持流动性充裕，市场利率整体围绕 7 天期逆回购利率 1.40% 附近运行。DR007 均值为 1.41%，较 6 月均值下行约 3bp；R007 均值为 1.43%，较 6 月下行约 2bp；DR001 均值为 1.38%，与 6 月基本持平。7 月 21 日，DR007、R007 和 DR001 分别收于 1.40%、1.42% 和 1.38%，资金价格总体处于较低水平。

² 内容来自 2026 年上半年财政收支情况新闻发布会。

从运行节奏看，月初跨季资金回摆后，DR007 一度处于 1.45%附近，随后逐步回落；R007 与 DR007 利差月内均值为 2.6bp，维持低位，银行间流动性分层并不明显。资金面未对债市形成明显约束，但市场利率已接近政策利率中枢，短端利率进一步下行空间相对有限。

图 8 市场利率围绕政策利率运行，R-DR 利差降至低位

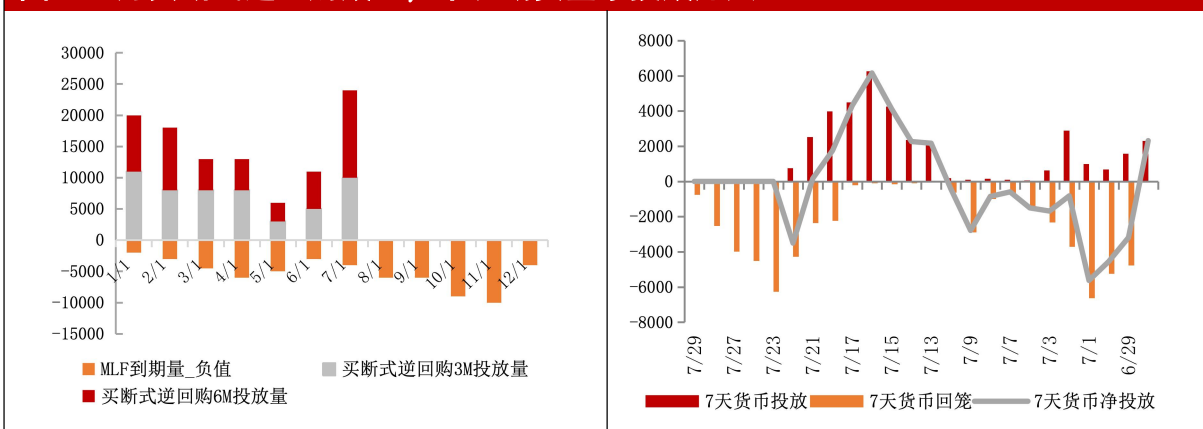


数据来源：WIND，大公国际整理。

（二）中长期资金投放加码，央行对冲市场阶段性资金压力

7 月，央行通过买断式逆回购明显加大中长期资金投放。3 个月和 6 个月买断式逆回购分别投放 1.0 万亿元和 1.4 万亿元，合计 2.4 万亿元；考虑当月 4,000 亿元 MLF 到期后，中长期资金净投放约 2.0 万亿元，较 6 月中长期资金净投放规模明显增加。在政府债发行缴款、税期及月末资金需求等扰动下，中长期工具加码有助于稳定银行体系流动性预期，并降低阶段性供给冲击向资金价格传导的风险。7 月 1 日至 22 日，7 天期逆回购累计投放 3.20 万亿元、到期 2.89 万亿元，实现净投放 3,125 亿元，为银行体系流动性保持充裕提供短期支持。

图9 7月买断式逆回购放量，中长期资金净投放加大



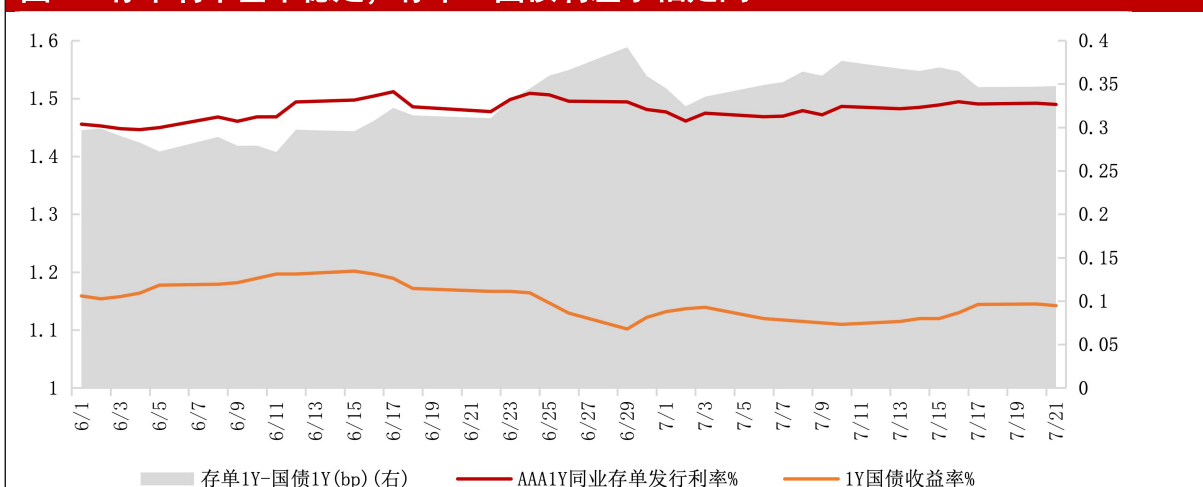
数据来源：WIND，大公国际整理。

(三) 存单利率持稳、票据利率下行，资产荒逻辑仍未扭转

银行负债端定价整体保持稳定。7月,AAA级1年期同业存单发行利率均值为1.48%,与6月基本持平;同期1年期国债收益率均值为1.13%,较6月下行约4bp,存单一国债利差均值由6月的31bp走阔至35bp。存单利率未随短端国债同步下行,银行负债成本仍具有一定刚性,对短端收益率进一步下行形成约束。

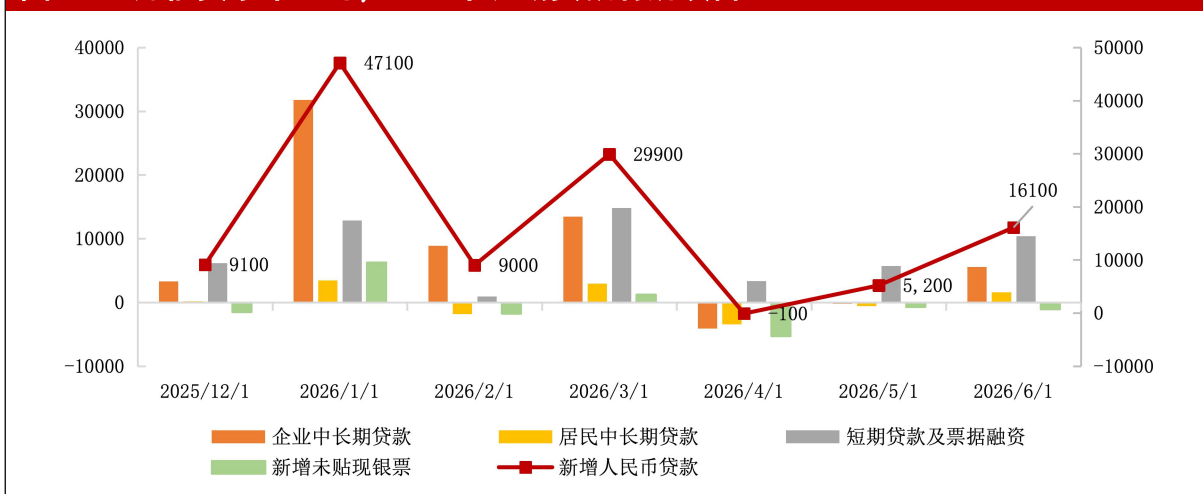
票据利率延续低位运行。7月21日,半年期和3个月期国股转贴现利率分别为0.42%和0.50%,较7月初分别下行13bp和20bp。6月新增人民币贷款1.61万亿元,其中企业中长期贷款新增5,600亿元、居民中长期贷款新增1,584亿元,季末信贷投放有所回升;但票据利率仍处于低位,实体融资需求的持续改善仍待进一步观察。

图10 存单利率基本稳定，存单一国债利差小幅走阔



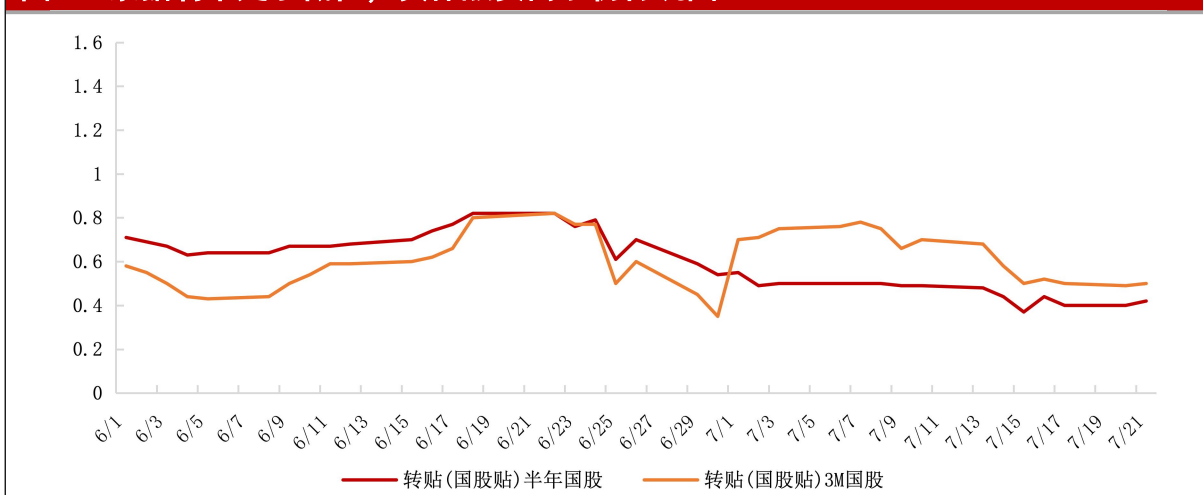
数据来源：WIND，大公国际整理。

图 11 6 月信贷季末回升，企业中长期贷款有所改善



数据来源：WIND，大公国际整理。

图 12 票据利率处于低位，实体融资需求仍待巩固



数据来源：WIND，大公国际整理。

四、供需面分析

（一）供给端：国债稳定续发，地方债加快落地，供给高峰渐显

按周度数据统计，国债、地方债和政策性金融债分别发行 1.25 万亿元、8,385.24 亿元和 4,620.00 亿元，分别实现净融资 5,822.30 亿元、5,776.36 亿元和 1,656.10 亿元。国债与地方债合计净融资 1.16 万亿元，占三类券种合计净融资的 87.5%，构成当期净供给的主要来源；政策性金融债净融资规模相对较小，主要发挥补充作用。

7 月国债保持常态化续发，发行规模居三类券种首位；虽然同期偿还规模达 6,667.70 亿元，对新增发行形成一定对冲，但国债仍实现较高净融资。地方债发行规

模虽低于国债，但同期偿还仅 2,608.88 亿元，较低到期基数使新增发行更多转化为净融资，因而其净融资规模与国债基本相当。

上半年新增专项债发行进度相对偏慢，市场普遍预计下半年、尤其三季度需通过加快新增专项债发行和使用进度，推动已储备项目形成实物工作量；同时，再融资债发行仍受地方债到期及存量债务置换安排影响。

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	12,490.00	17	6,667.70	5,822.30
地方债	8,385.24	219	2,608.88	5,776.36
政金债	4,620.00	74	2,963.90	1,656.10
合计	25,495.24	310	12,240.48	13,254.76

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 6 月 29 日至 7 月 22 日）。

（二）需求端：托管需求与一级认购同步改善，国债承接较强、政金债需求呈结构性分化

需求整体仍能承接政府债供给，但不同券种和机构间存在明显分化。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 6,451.18 亿元、2,497.73 亿元和减少 68.42 亿元，合计增加 8,880.49 亿元。

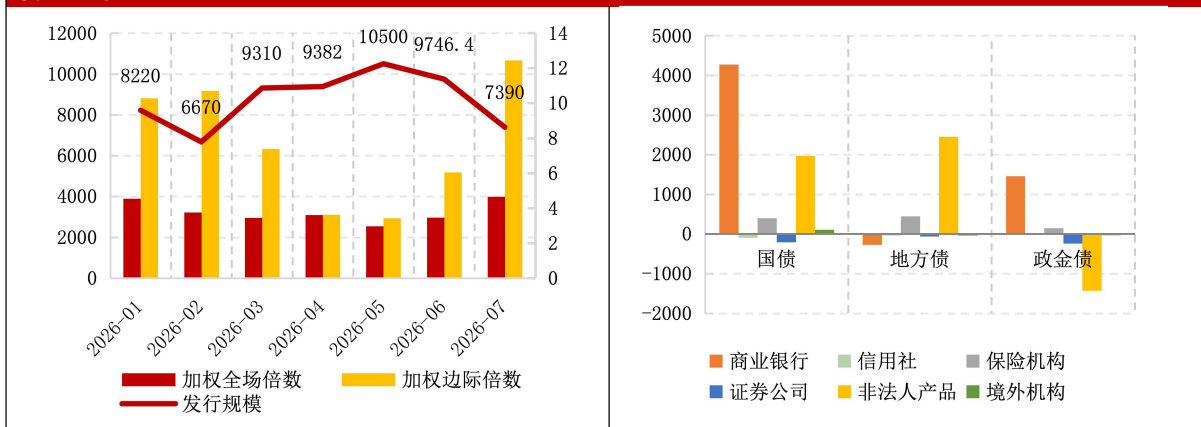
国债增持最为显著，商业银行、非法人产品和保险机构分别增持 4,271.83 亿元、1,971.65 亿元和 400.50 亿元，是主要配置力量。同时，截至 7 月 22 日，关键期限新发行国债加权全场倍数升至 4.66 倍，较 6 月提高 1.20 倍；加权边际倍数升至 12.45 倍，处于年内较高水平。银行自营、资管产品及长期配置资金的投标和承接意愿较强。理财、基金等广义资管资金对利率债的配置需求有所增强。

地方债托管增量主要由非法人产品贡献，增持 2,454.19 亿元，保险机构亦增持 445.79 亿元，而商业银行小幅减持 269.50 亿元。地方债供给更多由广义资管及部分长期资金承接。考虑到地方债收益率通常较同期限国债存在一定利差，且部分券种具有较好的票息和久期配置价值，资管产品与保险机构的增持有助于消化地方债新增供给；但后续若地方债发行进一步提速，仍需关注银行配置意愿能否改善，以及一级招标利差能否维持稳定。

相比之下，政策性金融债托管量总体小幅减少 68.42 亿元，商业银行增持

1,461.54 亿元，但非法人产品减持 1,430.03 亿元，证券公司亦减持 235.46 亿元。不同机构对其配置需求有所分化，广义资管资金可能在国债和地方债配置机会改善的情况下，阶段性降低了政金债持仓。

图 13 商业银行增持主导利率债需求，非银机构配置分化明显，国债一级认购热度边际回升



数据来源：WIND，大公国际整理。

五、利率走势研判与策略建议

（一）10 年期国债收益率或将延续低位区间震荡

展望 8 月，10 年期国债收益率或将延续低位震荡、重心略偏下走势，中枢或在 1.73%—1.76% 附近。当前经济基本面尚不足以支持长端利率持续上行，配置需求仍将对收益率形成支撑；但政府债供给、稳增长政策预期及海外利率高位运行，将制约收益率向下突破。若月内资金面保持平稳、一级市场承接延续较好，10 年期国债收益率有望向区间下沿靠近；若政府债缴款集中或政策预期显著升温，则可能阶段性向区间上沿回升。主要理由如下：

基本面方面，海外经济美国消费仍具韧性，但就业市场边际放缓，新增动能偏弱；同时，美国通胀黏性及美联储降息节奏的不确定性仍可能维持美债收益率高位，对国内长端利率下行形成外部约束。国内经济仍呈现生产和外需支撑较强、消费和投资修复偏弱的结构。消费、投资及房地产相关需求仍待进一步巩固，内生动能尚未形成全面回升，不足以支持长端利率持续上行。

政策面方面，政策主线仍是推动既有财政资金、专项债资金和重大项目尽快落地，短期内财政发力将通过政府债供给和稳增长预期对长端利率形成约束，但资金形成实物工作量及其向经济数据传导仍需时间。7 月底政治局会议即将召开，市场将重点关

注会议对下半年稳增长、扩内需、稳就业和防风险的部署；在存量政策效果仍待观察的情况下，增量政策或将在三季度末出台。政策预期的强化将抬升收益率波动上限，但若政策更侧重存量工具落实而非立即扩大总量，则对8月债市的影响仍以预期扰动为主，尚不足以扭转震荡格局。

资金面方面，预计8月银行体系流动性仍将维持充裕，但波动将较7月有所增加。央行“收短放长”呵护流动性基调明确，中长期资金已提前布局，全面收紧概率较低。资金面总体平稳有助于维持配置需求，并限制长端收益率上行幅度，但难以单独推动收益率趋势性下行。

供需面方面，下半年国债和地方债剩余发行额度较多，8-9月或为供给高峰，单月政府债净融资预计显著回升，将对长端利率形成阶段性上行压力。需求端，银行自营、理财及保险等机构配置需求强劲，一级市场承接较好。供需格局整体平衡，供给冲击不构成利率趋势性上行的驱动力。

（二）配置策略：中性偏多久期，把握震荡中的配置与交易节奏

8月利率债配置可维持中性偏多久期思路，以7—10年期国债和高流动性政金债为主要配置方向，兼顾票息收益、流动性与久期弹性。短端可保留一定仓位，用于应对资金面波动并维持组合流动性；超长端受供给扰动和风险偏好变化影响更大，宜控制仓位，以波段操作为主。券种上，国债仍是防御性配置的核心，政金债可关注其相对国债的利差变化，地方债则结合利差水平和流动性条件择优参与。

交易节奏上，可把握收益率向区间下沿靠近时逐步兑现收益、向区间上沿回升时择机布局的机会，不宜在收益率快速下行时追涨，亦不宜在供给扰动中过度悲观。可利用政府债发行缴款、资金面短暂扰动带来的收益率阶段回升逐步建仓；在长端收益率下行至区间下沿附近时，则适度控制久期，保留交易灵活性。后续重点关注政府债发行缴款节奏、长端国债招标结果及政治局会议后稳增长政策预期变化。

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。