



2026 年三季度利率债回顾与展望：收益率低位震荡、中枢或小幅下移

技术研究部 | 刘祥东 孙榕 戚旻婧

2026 年 9 月 29 日

摘要：

三季度，在经济基本面弱修复、流动性与供需博弈、政策预期变化综合影响下，10 年期国债收益率保持低位窄幅震荡，中枢稳步下行至 1.68% 附近，期限利差有所收窄。展望四季度，10 年期国债收益率或将延续低位震荡态势，利率中枢仍有小幅下探空间，但相对有限。基本面，海外美国通胀回落路径反复、就业边际降温但仍有韧性，美联储维持偏鹰立场，美债利率与美元偏强对国内降息节奏形成约束；国内经济呈弱修复，内生需求偏弱、实体融资意愿不足仍对收益率形成下行支撑，但稳增长政策逐步落地和价格水平边际改善限制其持续下探空间。政策面，财政加力带来的政府债供给和增长预期修复构成上行扰动，货币政策则以维持流动性合理充裕、平滑供给冲击为主，全面宽松预期有所下降。资金面，央行有望对冲缴税、政府债缴款及跨季跨年扰动，但资金利率中枢或较前期低位略有抬升，流动性阶段性收敛将影响收益率波动节奏。供需面，政府债集中发行可能对长端利率形成压力，但银行、保险等配置需求稳定，叠加摊余成本法债券基金扩容带来的长期资金支持，将限制收益率上行幅度。配置策略上，久期可维持中性，底仓偏重 5-10 年期国债及高流动性政金债；超长端关注期限利差走阔后的相对价值机会，并审慎控制久期与杠杆。

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

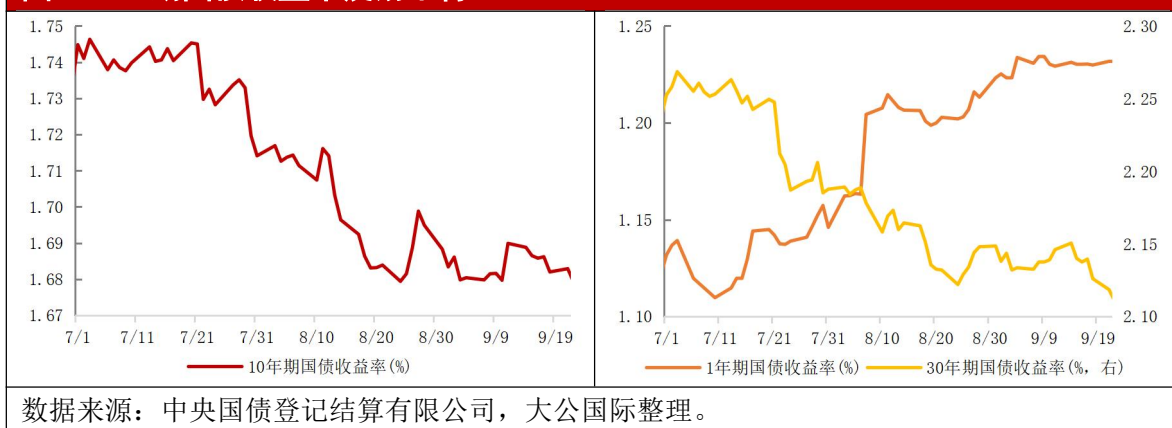
（一）10Y 收益率保持低位窄幅震荡，中枢稳步下行至 1.68% 附近

三季度¹，10 年期国债收益率呈现低位窄幅震荡、中枢稳步下行的运行格局，由经济基本面弱修复、流动性与供需博弈、政策预期变化扰动主导走势。7 月，在缴税缴

¹ 除单独说明外，本文所有数据均截至 9 月 21 日。

款压力、央行先收紧后呵护、宏观经济数据偏弱等的综合影响下，10 年期国债收益率中上旬围绕 1.74% 中枢窄幅波动，下旬在机构做多期货、宽货币预期推动下开始下行，月末收于 1.71% 附近；8 月，上半月受内需修复乏力、政策宽松预期支撑，10 年期国债收益率震荡下破 1.70%，下半月在国内消费和投资修复节奏放缓、实体经济融资需求偏弱、“资产荒”格局延续等因素的驱动下，10 年期国债收益率始终保持在 1.70% 以下低位运行。9 月，在经济基本面偏弱、货币政策宽松预期、“资产荒”格局延续等利多因素，与供给压力显现、资金面边际收敛、外部利率约束等利空因素的拉锯中，10 年期国债收益率中枢进一步下移至 1.68% 附近，全月维持 1.67%-1.70% 的极窄震荡区间。

图 1 10Y 期国债收益率震荡下行至 1.68%



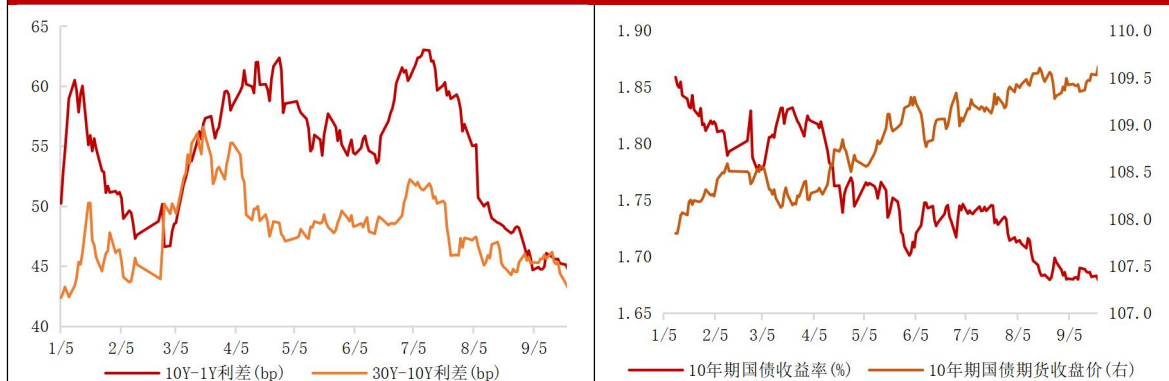
三季度，国债长短端收益率走势显著分化，短端震荡上行、长端震荡下行，推动期限利差不断收窄。7 月，在资金利率回落、资金面边际收紧和供给压力的共同作用下，1 年期国债收益率先下后上，结束二季度低位盘整格局；8 月，虽然经济基本面数据偏弱、货币政策预期宽松，但受银行负债端压力、同业存单融资需求增加等因素制约，1 年期国债收益率延续上行态势，并未跟随长端利率下行；9 月，伴随季末流动性波动、国债与地方债集中发行缴款和外部利率约束，1 年期国债收益率上行趋势得到巩固，但内需格局偏弱、信贷持续低迷导致上行节奏大幅放缓，全月在 1.23% 附近保持窄幅高位运行。截至 21 日，季度累计上行 10bp。30 年期国债收益率走势与 10 年期国债收益率高度趋同，三季度持续震荡下行，从 7 月 1 日的 2.25% 降至 9 月 21 日的 2.12%，充分定价了国内经济弱复苏、货币环境总体宽裕的基本面。

期限利差方面，10Y-1Y、30Y-1Y 期限利差分别从 7 月 1 日的约 61bp、51bp 压缩至 9 月 21 日的约 45bp、44bp 附近，30Y-1Y、10Y-1Y 期限利差曲线分别自 7 月底和 9 月初起呈现平坦化特征，核心原因是短端更多受资金面、财政供给等短期因素扰动，



波动偏强，而长端锚定国内经济基本面与货币政策宽松基调持续下行，期限结构趋于平坦化反映出市场对长期经济复苏力度偏弱的一致预期。

图2 期限利差持续收窄



数据来源：中央国债登记结算有限公司、WIND，大公国际整理。

(二) 债市存量规模稳中有升，利率债占比稳定在六成以上

三季度，债券市场存量规模整体稳中有升，利率债仍是市场存量的最主要构成。从变动趋势看，全部债券余额先由6月末的204.72万亿元增至8月末208.67万亿元，债券只数由79,942只增至80,828只，市场规模持续扩大，但9月市场规模小幅回落，截至9月18日，全部债券余额为208.50万亿元，债券只数为78,133只，主要由于同业存单、政金债、超短期融资券存量规模收缩所致。

分结构看，债券余额方面，利率债始终在债券市场中占据主导地位。截至9月18日，利率债余额为133.14万亿元，占全部债券余额的63.86%；信用债余额为54.68万亿元，占比为27.09%。债券只数方面，信用债数量占比始终更高。利率债只数为15,215只，占全部债券只数的19.01%；信用债只数为54,260只，占全部债券只数的67.78%。

表1 债券市场存量规模与结构变化

	债券种类	2026-07	2026-08	2026-09
债券余额 (亿元)	利率债	1,315,121.33	1,327,184.22	1,331,417.07
	其中：		其中：	
	国债	441,024.98	445,532.08	450,519.38
	地方政府债	590,298.65	596,842.34	601,549.29
	政金债	282,747.7	283,759.8	278,298.4
	央行票据	1,050.00	1,050.00	1,050.00
	信用债	561,531.45	564,805.44	564,721.74
	同业存单	194,060.7	194,737.3	188,811.7



	所有债券	2,070,713.48	2,086,726.96	2,084,950.51
债券只数 (只)	利率债	14,995	15,147	15,215
	其中：			
	国债	301	304	304
	地方政府债	14,391	14,549	14,627
	政金债	301	292	282
	央行票据	2	2	2
	信用债	54,162	54,464	54,260
	同业存单	11,200	11,217	10,574
	所有债券	80,357	80,828	80,049

数据来源：WIND，大公国际整理。数据更新截至 2026 年 9 月 18 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）债市成交规模有所回落，金融债和国债走势持续分化

三季度，债券二级市场成交规模整体保持较高水平，但市场活跃度有所下降。分月份看，7 月和 8 月债券成交总额分别为 41.16 万亿元和 39.03 万亿元，从 6 月起持续回落，但仍保持年内较高水平；9 月，截止 18 日，成交总额为 24.13 万亿元。

分券种看，二级市场成交主要集中于金融债、国债和同业存单。其中，金融债成交规模始终居于首位，但 5 月以来占比不断下降，截至 9 月 18 日，9 月金融债成交规模占成交总额比重降至 33.49%，为年内最低。国债成交额位居前列，6、7、8 月连续 3 个月超过 12 万亿元，且成交规模占成交总额比重从 3 月的 23.88%持续上升至 9 月的 32.54%，几乎与金融债持平。同业存单成交额也保持较高水平，7 月、8 月和 9 月分别为 5.19 万亿元、4.75 万亿元和 3.36 万亿元，但交易活跃度较二季度明显下降。

表 2 债券二级市场成交情况（亿元）

债券种类	2026-07	2026-08	2026-09
国债	123,172.06	121,905.92	78,522.44
地方政府债	19,723.38	21,870.00	14,495.65
央票	0	0	0
同业存单	51,908.95	47,519.49	33,590.96
金融债	158,610.94	146,723.46	80,817.47
企业债	686.11	607.06	391.15
公司债	14,995.22	14,575.31	10,687.83
中期票据	12,813.58	13,470.01	9,515.84
短期融资券	6,534.72	5,038.05	2,891.92
定向工具	1,882.73	1,920.10	1,217.73

国际机构债	161.31	85.57	251.49
政府支持机构债	1,088.17	1,041.01	516.83
资产支持债券	1,688.65	1,368.97	930.50
可转债	18,285.82	14,058.33	7,430.07
可交换债	79.90	86.38	77.52
可分离债	0	0	0
债券成交总额	411,631.54	390,269.67	241,337.39
数据来源：WIND，大公国际整理。数据更新截至 2026 年 9 月 18 日。			

二、宏观基本面与政策面分析

（一）美国经济展现出较强韧性，美债收益率持续抬升并创下年内新高

三季度，美国经济呈现通胀黏性凸显、就业先降后升、制造业持续扩张的结构性特征，整体经济展现出较强韧性，为 9 月美联储重启加息提供了坚实的基本面支撑。通胀维度，6 月，受国际能源价格阶段性回落带动，CPI 环比出现四年来最大降幅，但同比依旧维持 3.5% 的高位，内生通胀压力并未缓解，7-8 月，回落趋势停滞，通胀由短期供给冲击导致的阶段性问题演变为经济内部的持续性压力，扭转了市场此前的通胀降温预期，成为美联储重启加息的核心诱因。就业维度，5-7 月非农就业数据较之前大幅走弱，劳动力市场降温迹象明显，但 8 月非农就业人数大幅反弹，表明美国就业市场未出现实质性走弱。景气度方面，6-8 月 ISM 制造业 PMI 分别为 53.3、55.6、54.6，虽有小幅波动，但始终处于荣枯线上方，美国制造业整体扩张态势仍在持续。

美债收益率中枢持续抬升，且长短端收益率同步上行，主要受通胀粘性凸显、美联储偏鹰立场、经济韧性显现三大因素共同驱动。7 月，在地缘冲突升级推升能源及通胀担忧、新增非农就业数据持续下降、美联储持偏鹰态度等因素的综合影响下，10 年期美债收益率从月初的 4.48% 震荡上行至月末的 4.75%。8 月，受经济基本面走弱、中东局势推升油价引发通胀担忧、财政可持续性压力上升等因素影响，美债收益率维持高位震荡态势。9 月，上半月市场提前定价美联储加息预期，收益率延续高位震荡格局，16 日，美联储落地加息 25bp 叠加鹰派表态，推动 10 年期国债收益率短暂冲高至 5.01%，后随着国际油价回落，叠加市场通胀预期小幅降温，美债收益率震荡小幅回落至 21 日的 4.96%，但整体中枢仍显著高于二季度，持续对全球债券市场形成紧缩约束。

美联储继续维持谨慎态度，7-8 月利率不变但表态持续收紧，9 月加息为全年货币政策核心拐点。沃什履职后，多次公开表态对高通胀零容忍，强调通胀回落进度不

及预期，坚决捍卫价格稳定目标，政策整体保持强硬姿态。9月议息会议上，美联储全票通过并正式落地25bp加息，将联邦基金利率区间上调至3.75%-4.00%，此次加息核心原因是美国通胀内生性增强、回落趋势停滞，核心PCE居高不下，且经济、就业韧性充足，具备承受进一步紧缩的条件。加息落地后，美元指数重回100关口，美债收益率走高、美股承压，全球风险资产估值被动调整。从后续政策来看，当前点阵图显示年内有近九成可能性再次加息，在沃什拒绝给出固定前瞻指引的情况下，四季度是否、何时落地加息，将与通胀、就业两项指标的表现高度相关。

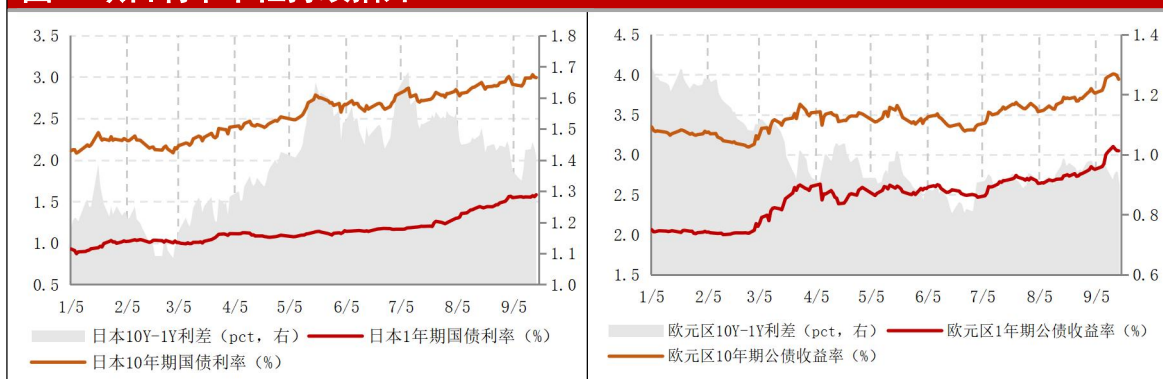
图3 美国通胀粘性凸显，就业先降后升，美债收益率持续上行



欧元区、日本央行同步跟进紧缩周期，叠加区域内通胀压力，推动海外整体利率中枢抬升，形成全球债券市场同步调整格局。欧央行在6月11日将三大关键利率上调25bp后，受地缘冲突推升能源价格、输入性通胀压力持续攀升影响，三季度延续紧缩立场，9月10日再次加息25bp，政策紧缩叠加通胀和财政压力，推动欧元区核心国家国债收益率持续走高，其中，德国、法国、意大利的10年期国债收益率于9月分别最高升至3.56%、4.56%、4.44%，除意大利外，均为2010年以来新高。日本央行持续推进货币政策正常化，分别于6月16日和9月18日各加息25bp，政策利率从0.75%上调至1.25%，叠加全球长债抛售潮、国内通胀压力以及财政扩张预期，日本10年期国债收益率持续上行，9月数次突破3%，不断刷新1996年9月以来新高。

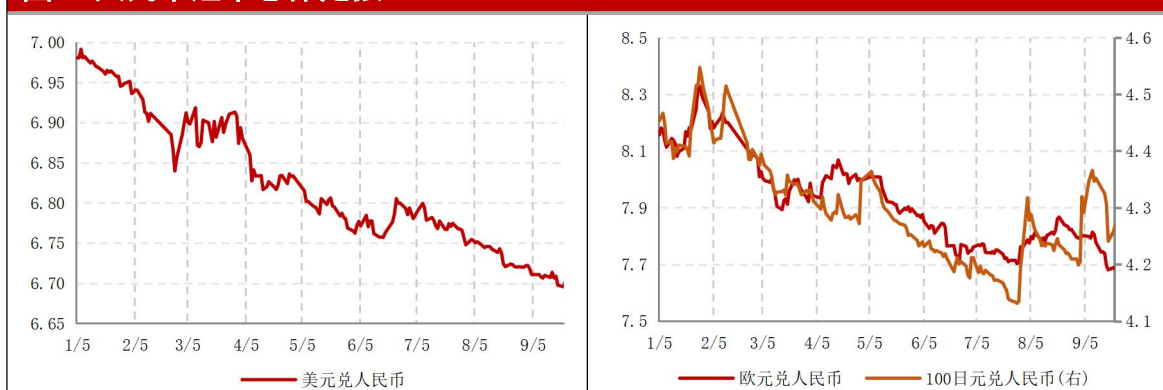
此外，三季度日元出现大幅波动，7月，日元受日美利差持续倒挂和市场对日本财政前景担忧影响大幅贬值，7月末在美日联合实施的买入日元干预下出现短期阶段性反弹，但未能彻底扭转日元汇率下行趋势，8月4日起，日元持续下行。9月初，日本央行释放鹰派信号，市场加息预期急剧升温，100日元兑人民币迅速升至4.37，然后再度下行，最终跌至21日的4.26。

图4 欧日利率中枢持续抬升



数据来源：WIND，大公国际整理。

图5 人民币汇率总体走强



数据来源：WIND，大公国际整理。

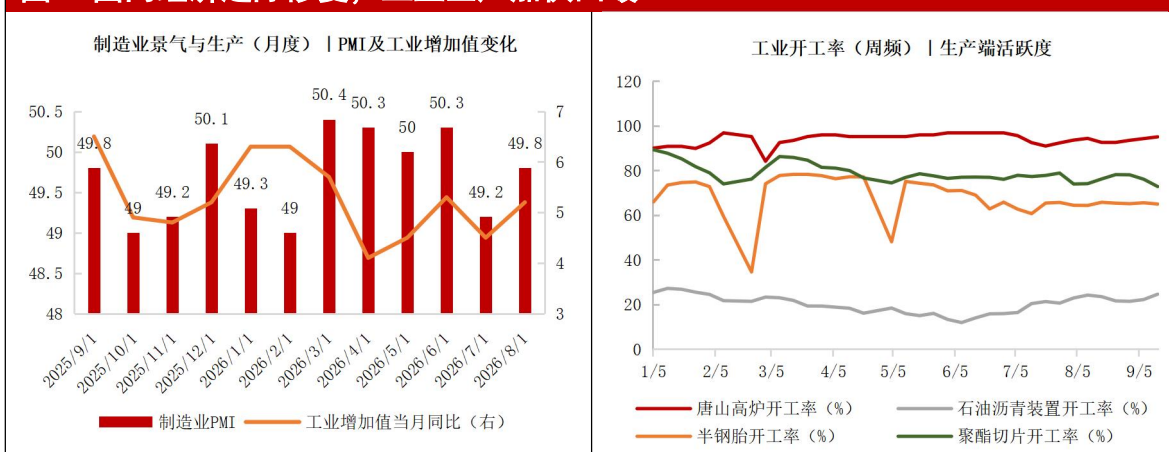
（二）国内生产动能有所回暖，内需修复力度仍然偏弱

工业生产有所回暖，但中小企业景气压力仍存。8月，制造业PMI为49.8%，较7月回升0.6个百分点，但仍处于荣枯线下方。其中，生产指数、新订单指数同步上行，供需两端边际改善，但中小型企业均仍处在收缩区间，就业分项持续偏弱，企业用工压力仍客观存在。8月，规模以上工业增加值同比增长5.2%，增速较7月加快0.7个百分点，装备制造业、高技术制造业、数字产品制造业是核心拉动力，均保持两位数增长；传统高耗能行业表现偏弱，对工业整体形成一定拖累，新旧动能转换特征突

出。

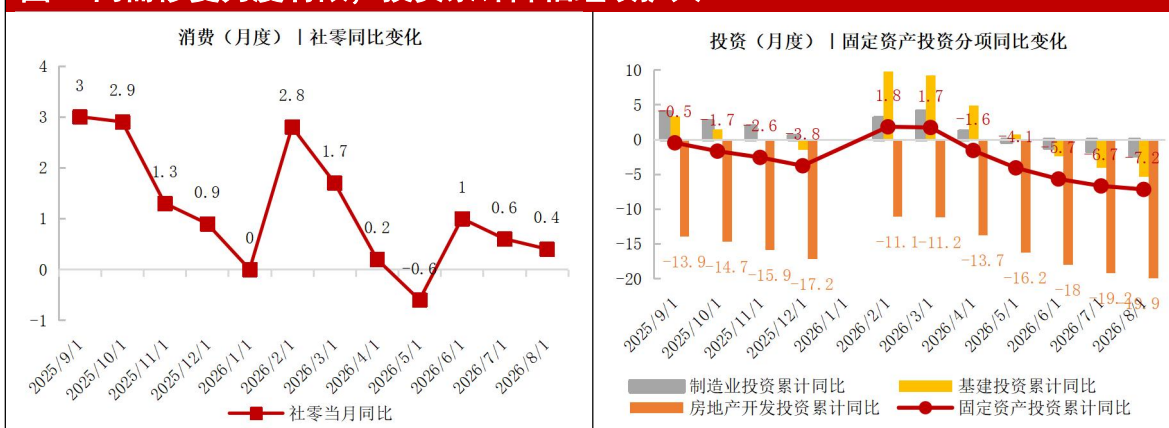
消费韧性仍存，投资结构性亮点突出，内需整体修复力度偏弱。8月，社会消费品零售总额同比增长0.4%，剔除汽车后的增速为2.5%，高于整体增速，其中，通讯器材、烟酒粮油等品类消费表现亮眼，但汽车消费大幅下滑对整体零售形成明显拖累，地产链相关消费依旧低迷，居民消费意愿修复节奏偏慢。1-8月，全国固定资产投资（不含农户）同比下降7.2%，整体延续偏弱态势但内部结构持续优化，知识产权产品、高技术产业、设备工器具购置领域形成坚实支撑，互联网、航空运输等新基建领域投资高速增长，而地产及相关产业链投资持续走弱，成为投资主要拖累项，此外，分主体看，民间投资整体偏弱，投资增长高度依赖国有资本带动。

图6 国内经济边际修复，工业生产加快回暖



数据来源：WIND，大公国际整理。

图7 内需修复力度有限，投资累计降幅继续扩大



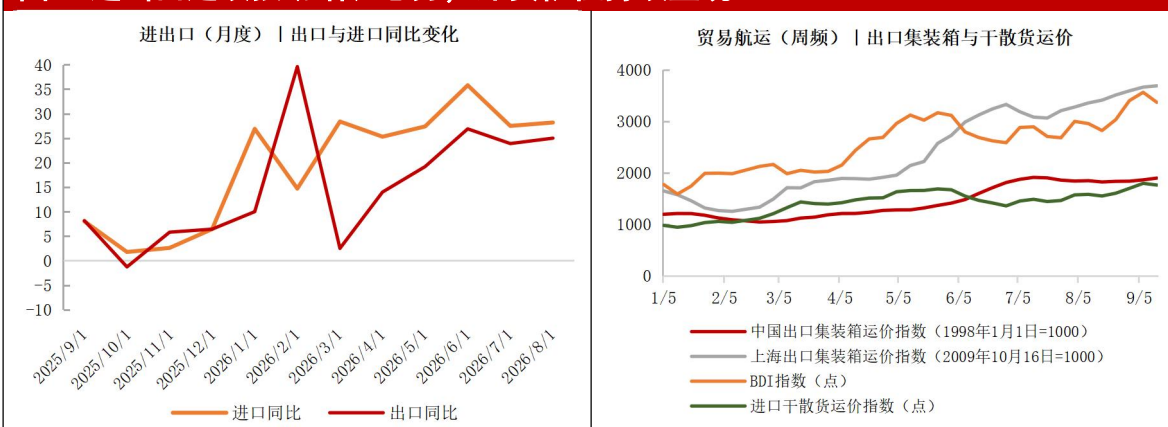
数据来源：WIND，大公国际整理。

进出口延续高景气，机电产品出口形成最有力支撑。以美元计价，8月，进出口总额同比增长26.3%，其中，出口增长25.0%，进口增长28.2%，进出口均实现两位数

增长，贸易规模维持高位运行。机电、高新技术产品是出口端核心支撑，AI 产业链相关产品、算力硬件保持高增态势，集成电路、自动数据处理设备出口金额同比增长分别为 130.6%、77.0%；进口端受国内工业生产回暖、以及 AI 产业链和高端制造需求带动同步走强。虽然本月制造业新出口订单指数回升荣枯线以上，但外部地缘政治格局反复、海外主要经济体需求波动仍构成潜在风险，出口高增的可持续性仍需要继续观察。

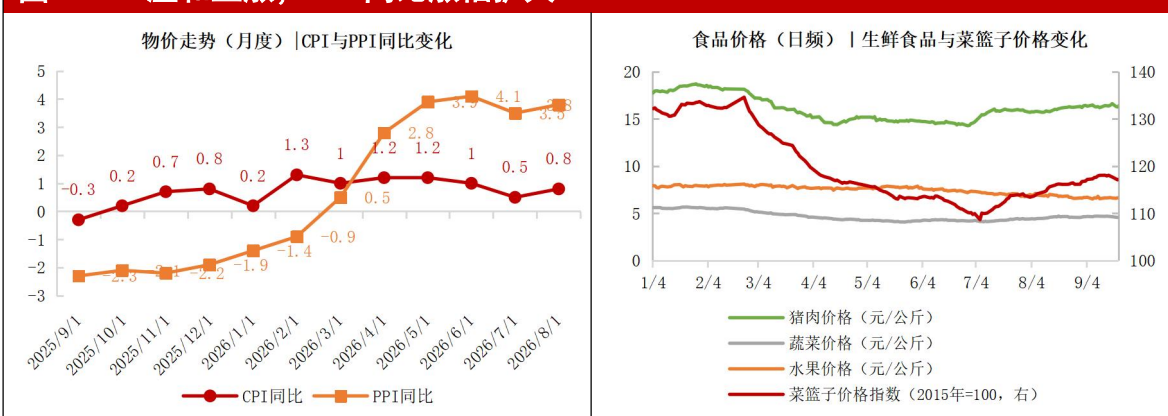
CPI 温和回升，PPI 同比涨幅扩大，输入性因素对工业品价格扰动增强。8 月，CPI 同比上涨 0.8%，主要受能源价格上行、消费电子产品迭代升级带动；环比上涨 0.4%，主要受鲜菜等食品季节性涨价拉动。8 月，PPI 同比上涨 3.8%，环比上涨 0.4%，主要原因是国际原油、有色金属价格上行向国内传导，采掘、有色冶炼等行业价格显著走高，推升生产资料价格。

图 8 进出口延续强劲增长态势，外贸韧性持续显现



数据来源：WIND，大公国际整理。

图 9 CPI 温和上涨，PPI 同比涨幅扩大



数据来源：WIND，大公国际整理。

（三）财政发力重在落地，货币兼顾总量与结构

财政政策方面²，坚持更加积极的政策取向，落实靠前发力、精准施策，兼顾扩大内需、培育新质生产力与化解地方存量隐性债务风险。今年，财政预算支出规模首次突破 30 万亿元，新增政府债券规模 11.89 万亿元，为历年来最大力度。资金重点向科技创新、新质生产力培育、民生保障倾斜，并着力加大“投资于人”相关投入。同时，财政金融协同促内需工具持续落地，设备更新、消费品以旧换新政策配套财政资金，撬动居民消费与企业投资。接下来，除了统筹用好专项债、超长期特别国债，加快债券资金拨付形成实物工作量外，财政政策将在加快资金使用、加力扩大内需、加强财政改革管理三方面重点发力，持续为实体经济保驾护航。

货币政策方面³，坚持适度宽松基调，坚守总量稳健、结构优化的双重导向，持续提升金融服务实体经济适配性。总量层面，央行始终保持稳健、审慎态度，一方面综合运用逆回购、MLF 等工具灵活调节流动性，另一方面完善短端利率调控机制，引导货币市场利率平稳运行，推动社会综合融资成本维持低位运行。结构层面，优化结构性货币政策工具，定向加大对科技创新、中小微、绿色、普惠等重点领域的信贷支持，持续矫正传统信贷粗放扩张模式，优化整体信贷投放结构。后续，央行将进一步深化结构性改革，聚焦新质生产力培育、高端制造、数字经济等新兴产业领域，强化金融赋能。同时，持续完善利率市场化与人民币汇率弹性管理，统筹平衡稳增长、调结构、防风险多重目标，持续补齐金融服务适配性短板，推动金融资源更好服务高质量发展。

三、资金面分析

（一）市场利率平稳运行，流动性分层压力较低

三季度以来，银行体系流动性维持充裕，短期市场利率围绕政策利率中枢平稳波动。三季度资金面未对债市形成明显约束，较低且稳定的回购利率为机构杠杆和短久期配置提供了相对友好的融资环境。R007、DR007 和 DR001 均值分别为 1.43%、1.41% 和 1.39%，较二季度分别上行 2.01bp、3.03bp 和 8.70bp。其中，DR007 均值仅较 7 天期逆回购利率高 0.74bp，仍处于政策利率附近，央行对短端资金价格的引导较为有效；DR001 均值略低于政策利率，隔夜资金供给整体较为充裕。

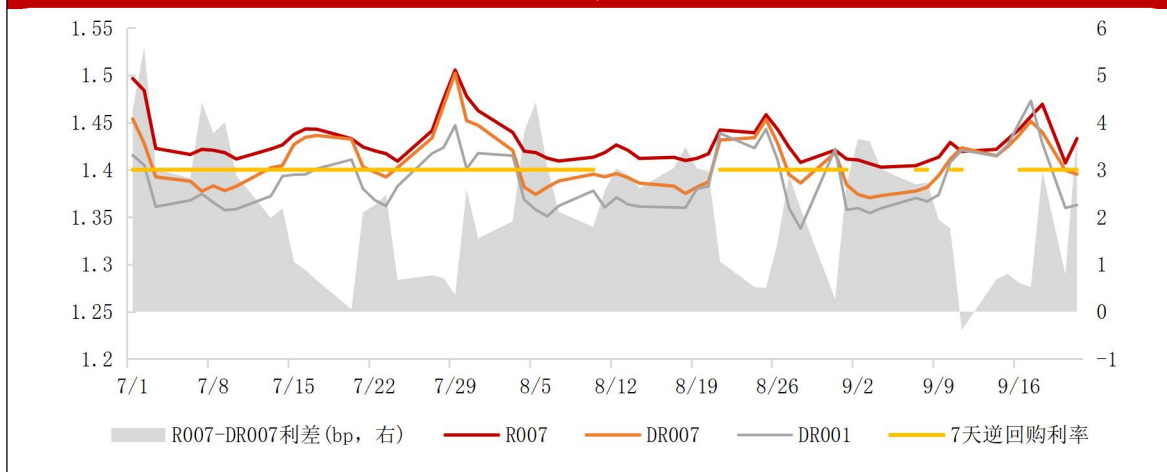
从季度内运行节奏看，7 月 DR007 和 R007 均值分别为 1.42% 和 1.44%，主要受政

² 内容来自 8 月 21 日召开的“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会。

³ 内容主要来自 8 月 1 日召开的中国人民银行 2026 年下半年工作会议、《求是》刊发的《深刻认识中国金融结构变迁 提升金融服务实体经济适配性》。

府债缴款、月末资金需求及机构负债端调整等因素影响，资金价格略高于政策利率；8月，随着央行通过公开市场操作调节流动性、市场资金供给保持平稳，DR007 均值回落至 1.40%；9 月以来，尽管临近季末，DR007 仍维持在 1.40% 左右，未出现明显跨季资金扰动。R007 与 DR007 利差均值为 2.21bp，较二季度收窄 1.03bp，且季度内始终处于低位，银行与非银机构之间的融资成本差异有限，流动性分层压力较低。

图 10 市场利率较紧密围绕政策利率运行，R-DR 利差维持在低位



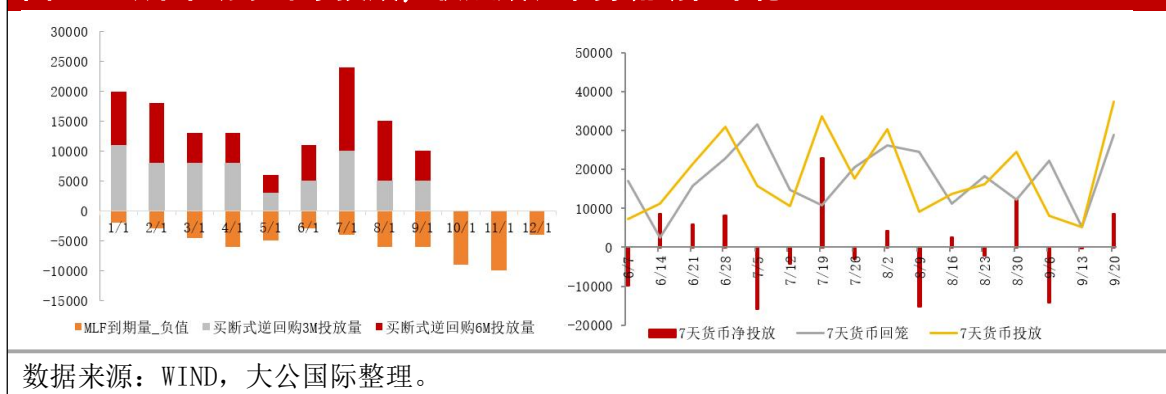
数据来源：WIND，大公国际整理。

（二）公开市场累计净投放，收短放长维持流动性平稳

央行继续运用逆回购、MLF、买断式逆回购及结构性工具组合调节流动性，更加注重保持资金总量合理充裕与期限结构匹配。三季度央行累计投放 29.31 万亿元、回笼 28.45 万亿元，合计净投放 8,584 亿元。分月看，6 月净投放 1.26 万亿元，是本阶段流动性补充的主要月份；7 月净回笼 150 亿元，操作基本保持平衡；8 月净投放 1,710 亿元；9 月截至 20 日当周已转为净投放 8,588 亿元，体现央行在季末前加大流动性投放、平滑跨季资金波动的意图。

公开市场操作根据税期、政府债缴款和季末资金需求变化动态调整，买断式逆回购则持续补充期限较长的流动性。MLF 到期规模合计 1.3 万亿元，央行 MLF 净投放 2,000 亿元；同期，央行累计开展 3 个月期买断式逆回购 2.0 万亿元、6 个月期买断式逆回购 3.5 万亿元，合计投放 5.5 万亿元。PSL 累计净回笼 2,182 亿元，其他结构性工具累计净投放 1,022 亿元。

图 11 公开市场累计净投放，收短放长维持流动性平稳



（三）存单利率温和上行，票据利率维持低位

三季度，银行负债端成本总体保持稳定，但同业存单利率较二季度小幅上行。AAA级1年期同业存单发行利率均值为1.49%，较二季度上行1.59bp。在政府债供给增加、季末考核及银行资产配置需求变化等因素影响下，银行1年期市场化负债成本略有抬升，但上行幅度有限。AAA级1年期存单与1年期国债利差均值为31.15bp，较二季度扩大1.20bp。该利差由7月的35.32bp逐步收窄至8月的29.68bp和9月以来的26.81bp，主要源于1年期国债收益率由7月均值的1.13%升至9月以来的1.23%，升幅快于存单利率。存单利率保持平稳有利于稳定短端资产定价，但在政策利率未调整的情况下，存单利率进一步明显下行的空间相对有限。

票据利率持续处于低位，票据市场资金供给较为充裕、信贷需求仍待进一步修复。三季度以来，半年期和3个月期国股转贴现利率均值分别为0.49%和0.54%，较二季度分别下行24.90bp和8.59bp。低票据利率反映银行票据供给相对充裕的同时，实体经济融资需求和信贷投放动能仍需巩固。

图 12 银行负债端成本总体保持稳定，同业存单利率较二季度小幅上行

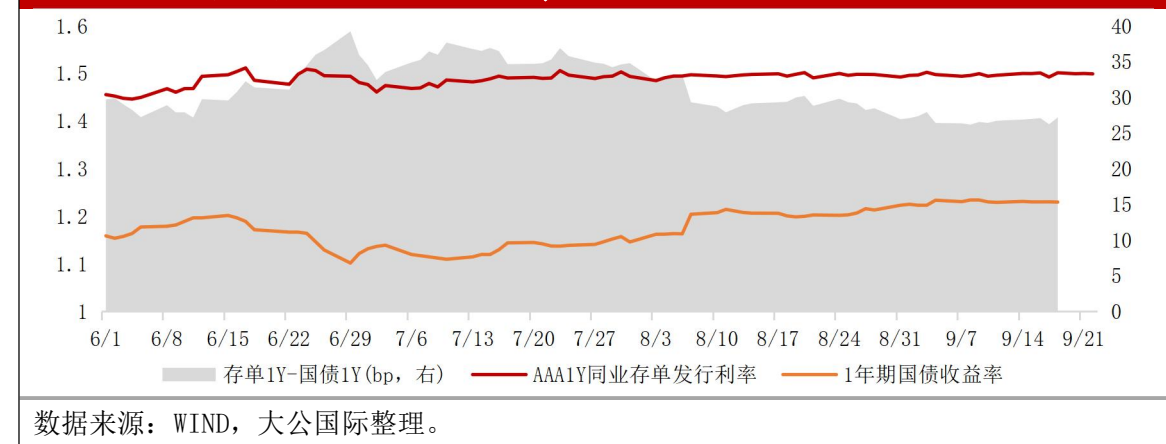
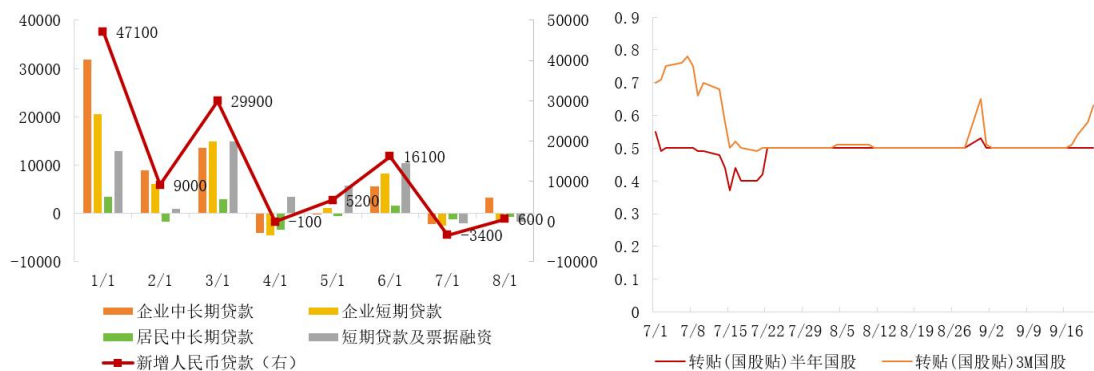




图 13 票据利率持续处于低位



数据来源：WIND，大公国际整理。

四、供需面分析

(一) 供给端：季度末净融资有所回落，地方政府债仍是主要支撑

随着到期偿还规模增加，季度末净融资有所回落，但整体仍维持较大规模净供给。三季度国债、地方政府债和政金债合计发行 8.62 万亿元，偿还 5.01 万亿元，净融资 3.60 万亿元，利率债供给总体保持较高强度。从月度节奏看，8 月发行规模升至 3.19 万亿元，为季度高点；7-9 月净融资分别为 1.39 万亿元、1.21 万亿元和 1.00 万亿元，

分券种看，国债三季度发行 4.03 万亿元、净融资 1.87 万亿元，8 月偿还规模阶段性走高，净融资降至 4,507.1 亿元；9 月到期压力回落，净融资回升至 7,787.3 亿元。地方政府债是季度供给的重要支撑，发行 2.84 万亿元、净融资 1.79 万亿元，8 月发行规模升至 1.19 万亿元，9 月虽回落至 9,057.2 亿元，但净融资仍增至 6,653.3 亿元，财政融资供给保持持续释放。政金债发行 1.75 万亿元，受 9 月到期偿还规模升至 9,316.4 亿元影响，当月净融资转为净偿还 4,391.4 亿元，三季度累计净偿还 615.2 亿元，对国债和地方政府债带来的净供给形成局部抵减。

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	指标	2026 年 7 月	2026 年 8 月	2026 年 9 月
国债	发行	13,397.0	13,636.5	13,261.9
	偿还	6,967.7	9,129.4	5,474.6
	净融资	6,429.3	4,507.1	7,787.3
地方政府债	发行	7,382.9	11,919.9	9,057.2
	偿还	2,678.0	5,376.2	2,403.8
	净融资	4,704.8	6,543.7	6,653.3
政金债	发行	6,198.0	6,373.9	4,925.0



	偿还	3,433.9	5,361.8	9,316.4
	净融资	2,764.1	1,012.1	-4,391.4

数据来源：WIND，大公国际整理。

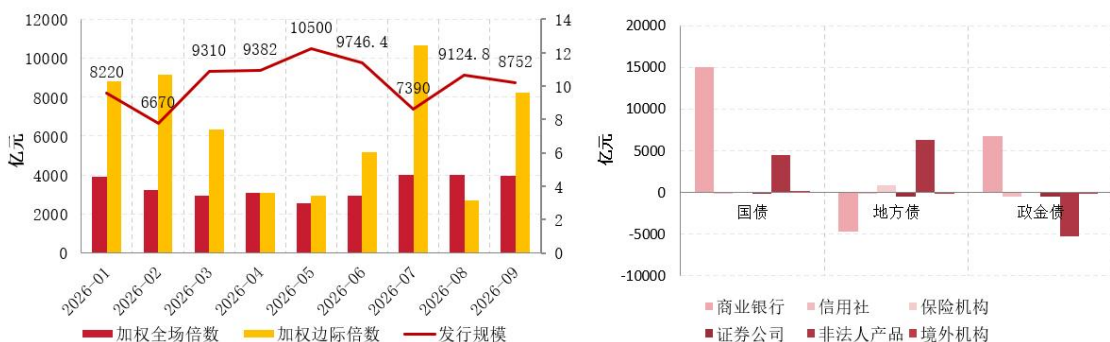
注：本表统计口径为主要利率债，包括国债、地方政府债和政策性金融债，不含央行票据；数据区间为2026年7月1日至9月21日。

（二）需求端：一级认购需求稳中偏强，银行和非法人产品继续承接配置需求

一级市场认购需求整体较强。三季度国债加权全场认购倍数均保持在4.60倍以上，按发行规模加权计算为4.64倍，较二季度的3.33倍明显回升。机构配置意愿总体较为充足。其中，7月和8月加权全场倍数分别为4.66倍和4.67倍，9月虽小幅回落至4.60倍，仍处于较高水平。边际认购倍数按发行规模加权为8.12倍，较二季度有所提高，但月度波动较大：7月升至12.45倍，8月回落至3.17倍，9月回升至9.62倍。在全场需求稳定的同时，机构对不同期限和券种的报价分歧仍然存在，招标定价对边际需求的影响较为明显。

配置需求仍主要集中于商业银行及非法人产品，且国债、地方债的承接力度相对较强，政金债在季度后段的配置需求有所减弱。较5月末，商业银行国债和政金债托管量分别增加15,064.48亿元和6,789.71亿元，虽减持地方债4,643.49亿元，但三类利率债合计仍净增17,210.70亿元；非法人产品增持国债和地方债4,517.56亿元、6,307.03亿元，减持政金债5,299.03亿元，合计净增5,525.56亿元。保险机构整体小幅增持，尤其增加地方债820.44亿元；信用社和证券公司则分别净减持844.37亿元和1,200.87亿元。境外机构托管量整体变动有限，主要增持国债219.08亿元。

图 14 一级认购需求稳中偏强，银行和非法人产品继续承接配置需求



数据来源：WIND，大公国际整理。

五、四季度利率走势研判与策略建议

（一）多重因素相互制衡，10 年期国债收益率或将低位震荡、中枢小幅下行

展望四季度，10 年期国债收益率或将延续低位震荡，利率中枢仍有小幅下行空间，但下行空间有限。当前市场已较充分交易基本面偏弱、资金面平稳和配置需求较强等利多因素，后续行情将更多取决于政策落地效果、政府债供给节奏及资金中枢变化，收益率或呈现低位震荡、波段运行特征。

基本面方面，海外方面，美国通胀回落路径反复、就业边际降温但仍有韧性，美联储维持偏鹰立场，点阵图显示年内仍存一次加息预期，美债利率与美元偏强，中美利差倒挂加深，对国内降息节奏和外资流入形成约束，但国内货币政策仍以国内为主，外部影响更多体现为节奏扰动而非方向逆转。国内方面，经济运行总体保持平稳，工业生产和出口仍具韧性，但消费、投资和房地产市场修复相对偏弱，内生需求仍处于逐步企稳阶段。实体融资意愿不足、投资增速承压等因素，决定了经济尚不具备推动长端利率持续上行的基础，对债市仍将形成支撑。但随着稳增长政策逐步落地、价格水平边际改善，市场对于经济弱修复和低通胀的预期已得到一定反映，基本面进一步走弱才可能成为推动 10 年期国债收益率有效下破 1.65% 的新增催化。

政策面方面，财政政策将继续围绕扩大有效投资、支持重点领域建设和提振消费发力，货币政策则更可能维持流动性合理充裕，并通过公开市场操作和结构性工具配合财政发力。当前，银行净息差压力、人民币汇率约束及外部利率高位运行，全面宽松的必要性有所下降，市场对于降息降准的预期下降。需要关注的是，若稳增长诉求上升，年底中央经济工作会议出台超预期增量政策，且政策重心偏向宽信用与风险偏好修复，可能推动长端收益率阶段性上行。

资金面方面，央行仍有望通过逆回购、买断式逆回购等工具平滑政府债缴款、季末和年末资金扰动，资金面大概率偏松，但资金利率中枢或较前期低位略有抬升。近期机构普遍关注资金中枢变化及季末超长端抛压，市场对杠杆空间已较为审慎。四季度需关注缴税、政府债集中发行和跨年资金需求带来的阶段性收敛，资金面扰动可能推动收益率上行。

供需面方面，政府债供给仍是影响收益率节奏的主要变量。地方债和国债发行若四季度集中落地，将对长端和超长端形成阶段性压力。但银行、保险等配置型机构需求仍较稳定，基金在调整后亦可能重新参与配置，优质资产供给偏慢的格局尚未根本改变。近期摊余成本法债券基金重启审批并陆续发行，有望引入以银行理财等为主

的长期稳定资金，进一步增强债券市场的配置力量。考虑到该类产品以中短久期高等级信用债为主要配置方向，其对10年期国债的直接拉动有限，但有助于稳定整体债券需求、降低市场抛压，并通过信用债配置需求增加间接改善利率债的供需环境。

（二）配置策略：震荡中把握票息与波段机会，重视久期与杠杆约束

四季度利率债配置或宜以中性久期为主，在供给节奏与政策预期交织中把握票息，关注调整带来的波段机会，整体保持审慎灵活。

久期策略上，可维持中性水平，兼顾票息收益与回撤控制。当前收益率处于历史偏低水平，继续拉长久期博取价差的空间收窄，净值回撤风险需纳入考量；但基本面与资金面尚未出现趋势性收紧信号，久期过短亦可能错失票息与波段收益。底仓或可偏重5-10年期国债及高流动性政金债，结合利差水平适度关注优质区域地方债。超长端与10年期利差仍处偏高分位，若供给节奏明朗、保险配置需求释放，期限利差存在一定压缩可能，但在供给扰动未消前，过度拉长久期的必要性有限。

交易节奏上，或可采取“调整中布局、下行中审慎”的思路，灵活应对四季度供需与政策变化。10月至11月政府债供给集中，叠加政策预期扰动，收益率可能阶段性上行，此时可关注调整后的介入机会；若配置需求释放、资金面维持平稳，收益率下行逻辑或相对顺畅。年末需关注中央经济工作会议定调、美联储政策动向及跨年资金波动。若收益率快速下行至区间低位，部分机构可能选择锁定收益；若供给冲击带来回调，则可评估增配价值。不宜机械依据点位操作，应结合市场环境灵活应对。



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。