



2026 年利率债中期回顾与展望：固本筑底，震荡谋机

技术研究部 刘祥东 孙榕

2026 年 6 月 22 日

摘要

2026 年上半年，利率债市场在资金面宽松、信贷需求偏弱、机构配置压力上升和资产荒逻辑强化的共同作用下整体走强，10 年期国债收益率震荡下行并创近年低位。宏观层面，海外通胀反弹和主要央行取向偏紧，国内经济则呈现生产外贸较强、消费投资偏弱、地产链低位运行的结构性特征。政策层面，财政靠前发力，货币维持适度宽松，银行体系流动性保持合理充裕。供需方面，地方债净融资构成主要支撑，国债阶段性放量，商业银行仍是利率债配置的主要力量。展望下半年，海外通胀韧性与主要央行偏紧取向延续，美债高企与中美利差倒挂将制约国内利率下行空间。国内 PPI 大幅回升、CPI 温和上行，物价修复对名义利率进一步走低形成内生抑制；房地产在精准托底新政下有望逐步企稳，但内需偏弱格局短期难改，利率上行亦受约束。政策面总量宽松节奏趋审慎，资金面短端利率已处低位，供需面政府债供给加快与银行配置韧性形成平衡。综合判断，10 年期国债收益率大概率延续低位区间震荡，策略上宜维持中性久期，坚持区间交易与回调配置思路。

关键词：国债收益率；基本面；政策面；供需面；资金面；配置策略

1. 债市运行回顾

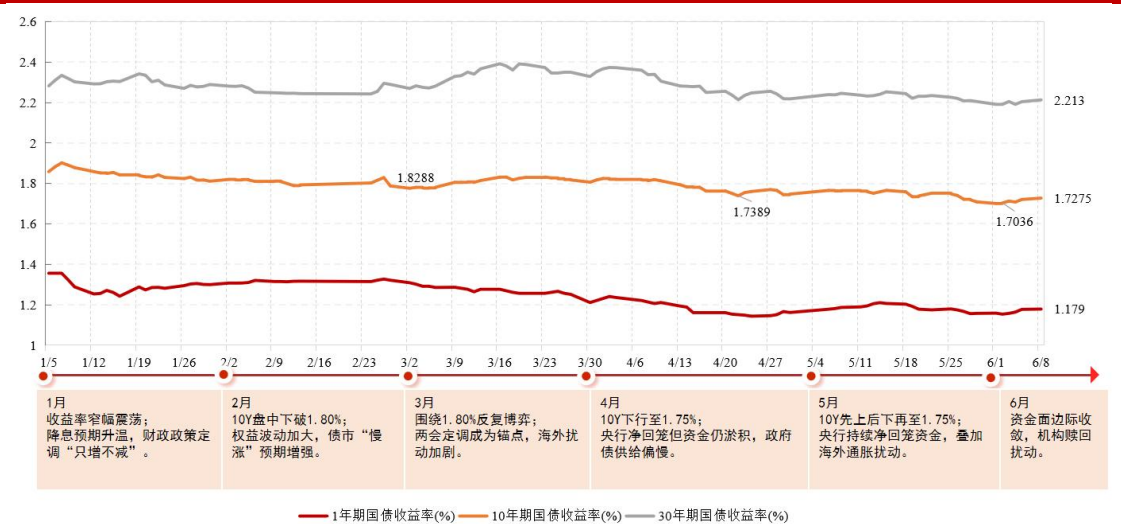
1.1 收益率低位企稳，期限利差压缩空间由中短端向超长端转移

2026 年上半年，10 年期国债收益率由年初 1.82% 附近逐步下探至 5 月末至 6 月初的 1.70%—1.71% 区间，创下近年来新低；6 月中旬受资金面边际收敛、理财赎回扰动和交易盘止盈影响，收益率小幅回升至 1.74% 附近，但整体仍处于低位区间。从节奏看，1 月市场对降准降息等总量宽松政策的预期一再推迟，10 年期国债收益率缺乏明确突破动力；2 月在信贷需求偏弱、银行配置压力上升以及券商自营等交易盘接力买入的推动下，10 年期国债收益率下破 1.80%；3 月受两会政策定调和中东局势恶化所致海外地缘冲突加剧扰动风险偏好影响，收益率围绕 1.80% 附近反复拉锯；4 月以后，银行间资金淤积、政府债供给节奏偏慢，



叠加资产荒逻辑进一步强化，推动收益率中枢进一步下移；5月虽一度受资金面从宽裕回归中性偏松、交易盘止盈等因素影响10年期国债收益率出现回升，但随后经济数据继续验证内需偏弱、信贷投放不足和配置需求旺盛，收益率再次向下突破。

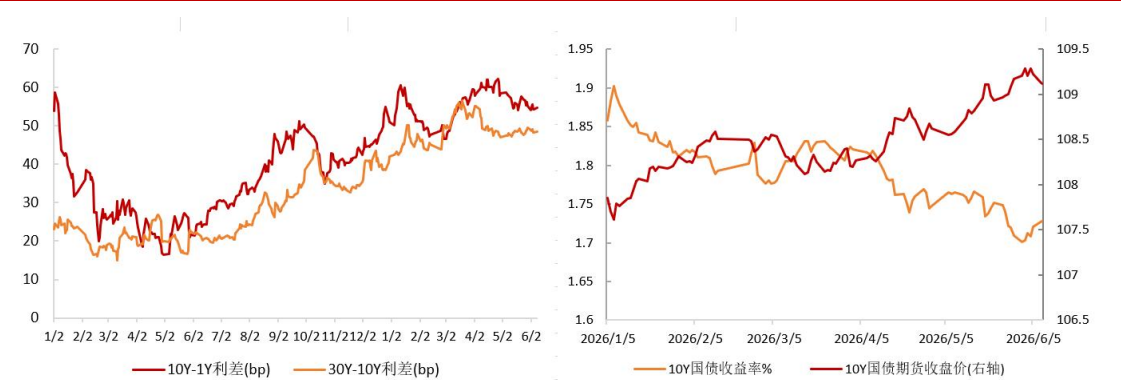
图1 年初以来10Y期国债收益率震荡下行，资金面与政策预期主导交易节奏



数据来源：中央国债登记结算有限公司，大公国际整理。

分期限看，前期资金主要集中于5—10年期品种以压缩期限利差，而1—5年期中短端在资产荒推动下率先走强，10年期国债收益率随后成为市场情绪集中反映的核心点位。但进入5月下旬至6月后，短端利率受政策利率和资金利率约束明显增强，1年期国债收益率稳定在1.20%左右，进一步下行空间有限。中短端收益率被压缩至较低历史分位后，继续挖掘收益的空间收窄，资金开始从交易拥挤的中短端逐步向超长端切换，30年期国债成为新的交易主线。与10年期相比，30年期受保险机构负债端久期匹配的刚性配置需求，以及券商、基金等交易盘的久期博弈行为影响更大；在中短端性价比下降后，超长端接替中短端成为债市后半段的主要交易主线。

图2 年初以来期限利差走阔，期现联动下曲线交易特征突出



数据来源：中央国债登记结算有限公司，WIND，大公国际整理。



1.2 债市存量规模持续扩容，利率债占比保持六成以上

2026年以来，债券市场存量规模整体保持扩张，利率债仍是市场存量的主要构成。1—5月全部债券余额由197.53万亿元增至202.28万亿元，市场规模持续扩大；截至6月数据更新日，全部债券余额为200.70万亿元，债券只数为78,133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128.91万亿元，占全部债券余额的64.23%；信用债余额为54.68万亿元，占比为27.25%。从年内走势看，利率债余额由1月的124.94万亿元增至6月更新日的128.91万亿元，信用债余额由53.52万亿元增至54.68万亿元，二者均保持扩容态势。从债券只数看，信用债数量占比更高。利率债只数为14,756只，占全部债券只数的18.89%；信用债只数为52,882只，占比为67.68%。

表 1 2026 年以来债券市场存量规模与结构变化

指标	债券种类	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06
债券 余额 (亿元)	利率债	1249443.31	1262301.18	1272787.25	1278451.73	1291911.03	1289068.83
	信用债	535211.36	536025.23	537630.21	543203.96	546887.23	546848.77
	所有债券	1975280.67	1987104.11	1996730.26	2004067.89	2022827.86	2007034.8
债券 只数	利率债	14260	14395	14521	14612	14715	14756
	信用债	51767	51885	52324	52817	53007	52882
	所有债券	78054	78091	78693	79043	79133	78133

数据来源：WIND，大公国际整理。数据更新截至2026年6月16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。

1.3 二级成交维持高位，金融债与国债为主要交易品种

2026年以来，债券二级市场成交规模整体保持较高水平，成交活跃度在3—4月明显提升。1—5月，债券成交总额由33.95万亿元波动上升至4月的42.14万亿元，其中3月、4月成交额分别达到41.74万亿元和42.14万亿元，为年内成交高点，债券市场交易情绪较为活跃。5月成交总额回落至34.77万亿元，但仍高于2月水平。

从券种结构看，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，1—6月更新日成交额分别为14.26万亿元、9.29万亿元、18.34万亿元、18.55万亿元、14.85万亿元和10.80万亿元，占债券成交总额的比重基本维持在四成以上。国债成交额位居前列，3月和4月分别达到10.34万亿元和10.77万亿元，利率债交易需求在一季度末至二季度初明显升温。同业存单成交额也保持较高水平，3月、4月和5月分别为6.34万亿元、6.12万亿元和5.69万亿元，银行间短端资产交易仍较活跃。

信用债方面，公司债、中期票据和短期融资券是主要成交品种，但成交规模



明显低于金融债和国债。3—4月，公司债成交额分别为1.64万亿元和1.57万亿元，中期票据成交额分别为1.49万亿元和1.51万亿元，短期融资券成交额分别为6,617.02亿元和6,737.74亿元，均较2月明显回升。企业债、定向工具、政府支持机构债、资产支持债券等品种成交规模相对较小，整体对市场总成交的贡献有限。

表 2 2026 年以来债券二级市场分券种成交情况

债券种类	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05
国债	94625.15	57070.95	103372.42	107686.29	92074.44
地方政府债	14746.69	13381.96	23803.67	24289.88	19489.88
央票	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同业存单	47988.67	32968.78	63373.28	61162.80	56867.33
金融债	142591.92	92868.10	183365.79	185522.04	148548.63
企业债	812.09	456.11	782.49	773.50	543.49
公司债	14273.61	9197.28	16369.17	15730.43	12202.13
中期票据	13676.74	8196.14	14920.71	15122.59	11284.17
短期融资券	6029.26	3423.16	6617.02	6737.74	3424.09
定向工具	2392.56	1392.39	2403.83	1988.73	1597.15
国际机构债	103.88	74.43	253.37	269.95	130.87
政府支持机构债	498.84	330.96	460.74	637.66	282.74
资产支持债券	1588.64	715.57	1610.76	1200.31	1100.45
可转债	39.69	8.12	27.65	11.31	43.54
可交换债	158.79	80.67	89.03	233.38	98.54
可分离债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
债券成交总额	339526.54	220164.60	417449.91	421366.62	347687.45

数据来源：WIND，大公国际整理。数据更新截至 2026 年 6 月 16 日。

2. 宏观基本面与政策面分析

2.1 美国通胀反弹推升美债利率，降息预期大幅后移

2026 年上半年，美国 CPI 同比由年初的 2.4% 升至 5 月的 4.2%，核心 PCE 同比截至 4 月仍处于 3.29% 的较高水平，明显高于 2% 的政策目标，通胀回落进程并不顺畅。就业方面，5 月新增非农就业 17.2 万人，失业率维持在 4.4% 左右，劳动力市场虽较前期有所降温，但尚未出现趋势性走弱信号。5 月 ISM 制造业 PMI 升至 54.0，持续位于荣枯线以上，制造业景气度较 2025 年末明显修复。

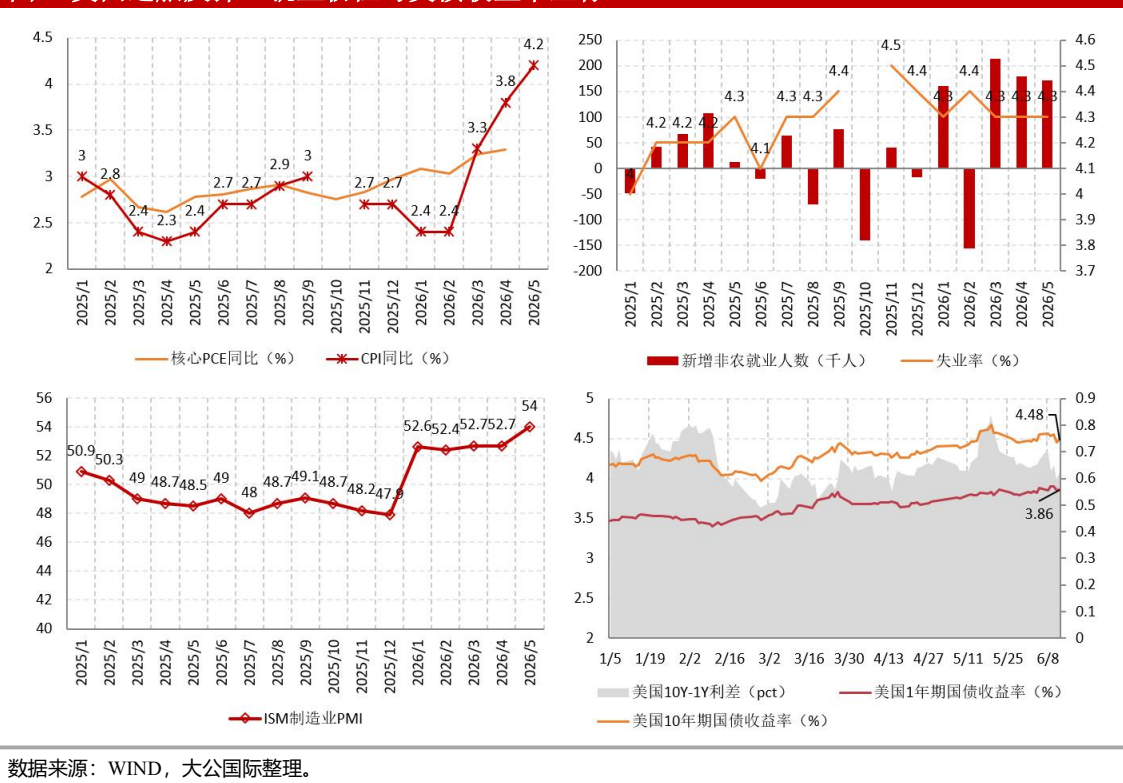
受通胀反弹和降息预期后移影响，美国国债收益率上半年整体上行。年初至 6 月 12 日，美国 1 年期国债收益率由 3.47% 升至 3.86%，10 年期国债收益率由 4.17% 升至 4.48%，短端和长端收益率均明显抬升。其中，短端利率主要反映市



市场对美联储维持限制性政策更久的定价，长端利率则同时受到通胀预期、实际利率和期限溢价上行影响。美债收益率上行对全球无风险利率形成牵引，成为影响海外资金流向和人民币汇率预期的重要外部变量。

从美联储政策取向看，3月和4月底FOMC会议均维持联邦基金利率目标区间在3.50%—3.75%不变，政策表述继续强调通胀仍处高位，并将能源价格上涨和中东局势扰动视为通胀与经济前景不确定性的来源。进入6月，Warsh履新后，美联储继续按兵不动，政策信号较此前进一步偏鹰。6月会议声明明显压缩篇幅，弱化传统前瞻指引，转而强调经济活动仍保持稳健扩张、就业市场总体平稳、通胀仍高于2%目标，并明确释放“实现价格稳定”的政策承诺。市场对年内降息的定价进一步降温，在通胀压力持续背景下可能出现加息操作，美债短端收益率和美元资产定价对政策预期变化更加敏感。

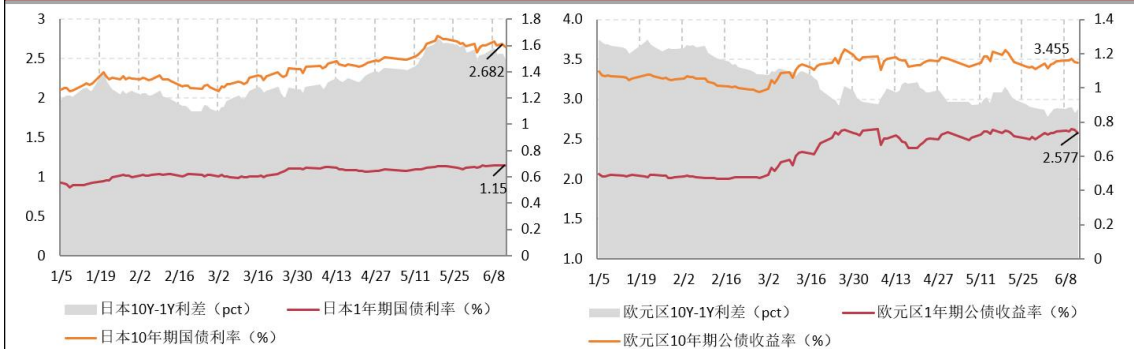
图3 美国通胀反弹、就业韧性与美国债收益率上行



欧元区和日本央行政策也显示，海外主要央行在通胀压力回升和地缘风险扰动下，整体呈现谨慎偏紧特征。6月11日，欧央行宣布将三大关键利率上调25个基点，其中存款机制利率上调至2.25%，为近三年来首次加息，主要受中东局势推升能源价格、通胀预期上修等因素影响。日本央行则于6月16日宣布加息25个基点，将政策利率引导目标上调至1.0%左右，延续货币政策正常化方向。

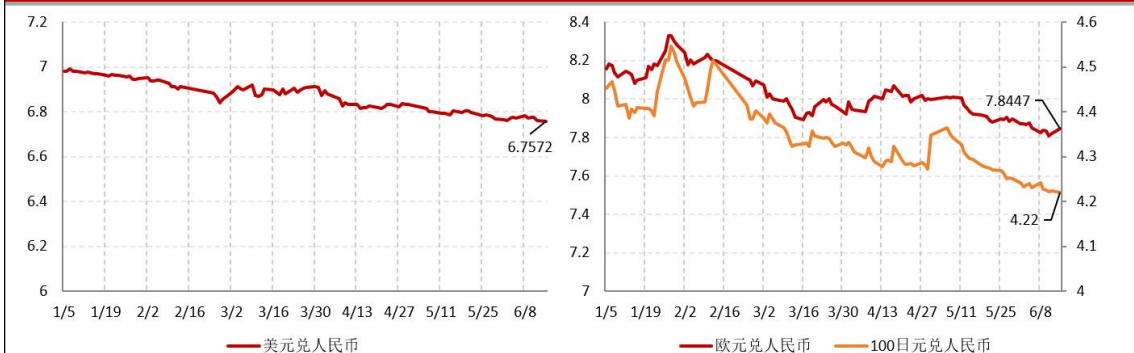


图4 欧日货币政策正常化下的利率中枢抬升



数据来源：WIND，大公国际整理。

图5 人民币汇率总体走强

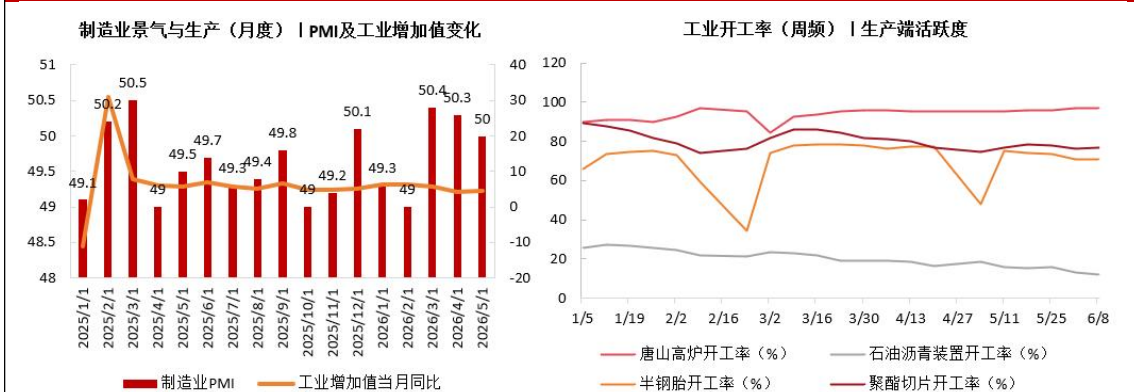


数据来源：WIND，大公国际整理。

2.2 生产外贸支撑经济运行，内需恢复偏弱

2026年上半年以来，国内经济稳中有进，呈现生产端仍有韧性、需求端偏弱、价格端温和回升以及外贸表现较强的特征。一季度GDP同比增长4.9%，基本锚定全年4.5%—5.0%左右的增长目标区间。5月制造业PMI为50.0%，制造业动能整体维持平稳。工业生产保持正增长，5月工业增加值同比增长4.5%。工业周度高频开工率保持平稳，印证国内生产端当前稳定的基本态势。

图6 制造业景气持续扩张，工业生产仍有支撑



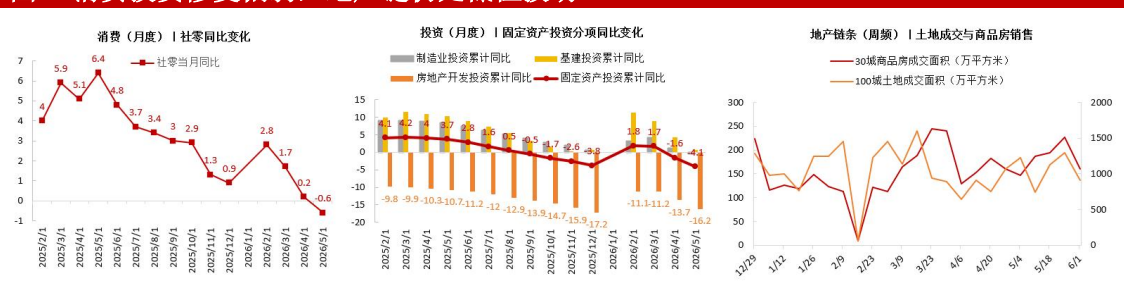
数据来源：WIND，大公国际整理。

消费恢复力度明显偏弱。5月社会消费品零售总额同比下降0.6%，居民消费动能仍偏弱，终端需求恢复基础尚不牢固。1—5月固定资产投资累计同比下降



4.1%，其中制造业投资累计同比由前期正增长转为下降 0.4%，基建投资累计同比下降 0.75%，房地产开发投资累计同比降幅扩大至 16.2%。投资端承压较为明显，基建和制造业投资对经济的支撑力度边际减弱，房地产仍是拖累内需修复的重要因素。

图 7 消费投资修复偏弱，地产链仍处低位波动



数据来源：WIND，大公国际整理。

CPI 温和回升，工业品价格修复更为明显。5 月 CPI 同比上涨 1.2%，与 4 月持平，居民消费价格整体仍处于温和区间。受国际能源价格上涨输入性影响，叠加国内产业升级带动的部分行业需求增加，PPI 同比增速在 3 月走出持续 41 个月负增长，5 月 PPI 同比上涨 3.9%。油价飙升对企业生产与盈利的冲击或分别在二、三季度集中体现，输入性滞胀压力有所加大。

图 8 价格水平温和回升，工业品价格修复快于消费品

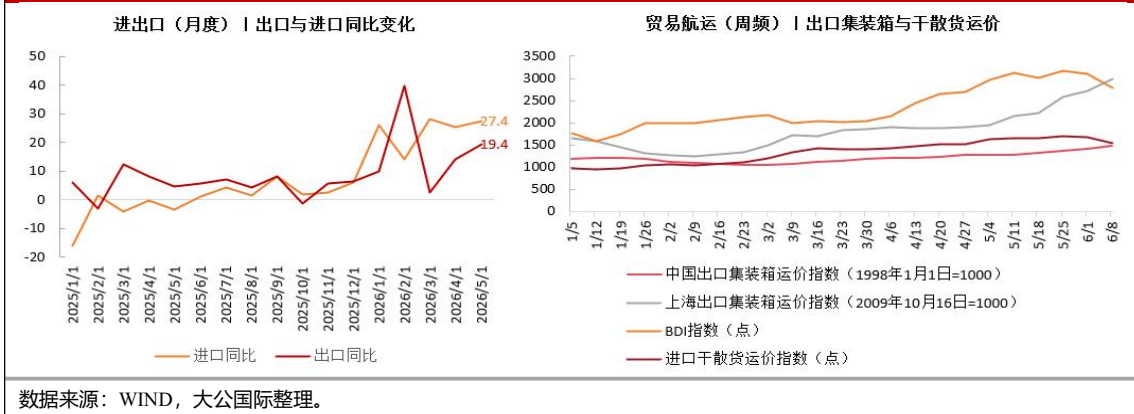


数据来源：WIND，大公国际整理。

外贸表现强劲，对经济形成一定支撑。5 月美元口径下出口同比增长 19.4%，进口同比增长 27.4%。出口端的核心驱动力来自 AI 产业链的“涨价效应”与高技术产品竞争力的持续释放，产业升级与制造业需求回暖推动进口增速持续走高。集装箱运价指数及干散货运价指数震荡上行，分别从出口出货量与进口原料需求两端，为外贸数据的强劲表现提供高频层面的交叉验证。



图9 进出口表现较强，航运景气延续改善



2.3 宏观政策更加积极有为，财政靠前发力、货币宽松预期回调

2025 年底中央经济工作会议明确提出“实施更加积极有为的宏观政策”，2026 年《政府工作报告》延续这一基调，要求财政、货币、产业等政策深度协同、形成合力。“积极”强调逆周期调节力度，“有为”突出精准施策与效率提升，二者统一于高质量发展的实践。财政政策保持必要强度，靠前发力特征明显。截至 4 月下旬，“两重”建设已累计安排超长期特别国债资金 6,065 亿元，下达进度明显快于去年，按计划 6 月底前将完成 1 万亿元超长期特别国债的下达工作。特别国债 3,000 亿元用于支持国有大型商业银行补充核心一级资本，首批注资特别国债已于 5 月 22 日正式启动发行。地方专项债方面，截至 5 月末各地发行新增专项债规模达 14,951 亿元，完成全年 4.4 万亿元额度的约 34%，发行节奏较去年同期有所提速。货币政策维持适度宽松基调，操作更注重提质增效。随着通胀水平回升和出口强劲增长，市场对货币政策进一步宽松的预期已显著回调。预计 7 天逆回购利率将稳定在 1.4%。

3. 资金面

3.1 资金利率向政策利率回归，短端利率约束增强

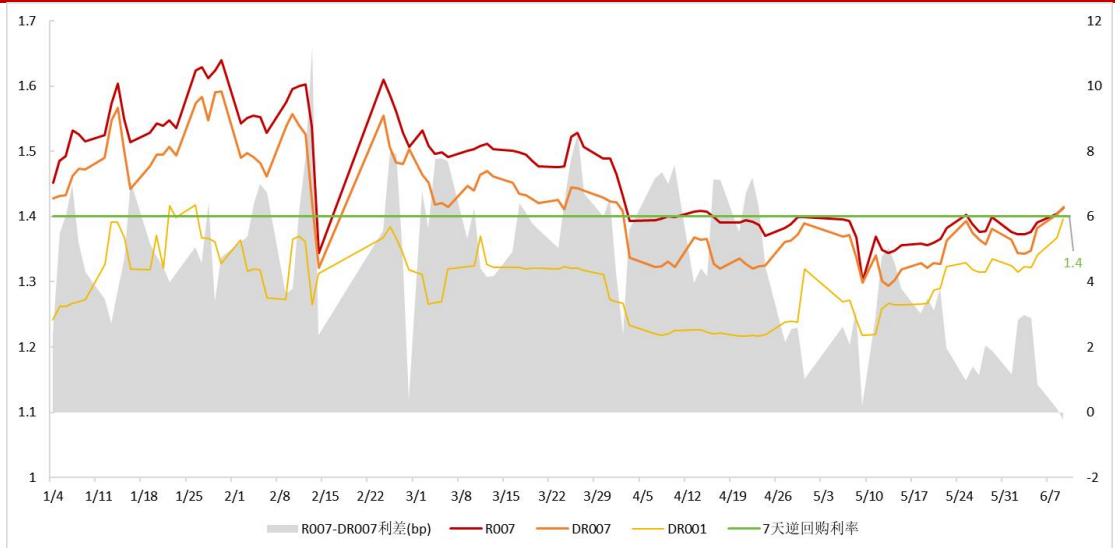
上半年，银行体系流动性保持合理充裕，货币市场利率整体围绕央行政策利率水平运行，资金面保持宽松。一季度，DR007 均值为 1.48%，DR001 均值为 1.33%，隔夜利率在略低于央行政策利率水平附近运行，银行体系流动性处于合理充裕水平。收益率下行更多来自配置盘需求增强、信贷投放偏弱和风险偏好回落。4 月以后，货币市场利率进一步下行，DR007 由 3 月的 1.44% 降至 4 月的 1.35% 和 5 月的 1.34%，持续低于政策利率约 5—6bp；DR001 由 3 月的 1.31% 降至 4



月的 1.23% 和 5 月的 1.28%，较政策利率低约 17bp 和 12bp。隔夜资金价格下行明显，银行体系短端流动性充裕，资金面更加宽松。R007-DR007 利差由一季度月均 6—7bp 收窄至 5 月的约 1.5bp，非银机构融资环境有所改善，资金分层压力总体可控。6 月，货币市场利率向央行政策利率水平附近回升，DR001 回升至 1.40% 附近，DR007 和 R007 分别为 1.42% 和 1.41% 左右，均围绕政策利率水平运行。

上半年流动性充裕、资金面保持宽松，是利率债收益率下行的重要支撑。4—5 月货币市场利率明显低于政策利率水平，进一步强化机构配置需求，推动短端和中短端利率下行。6 月以来，随着资金利率向政策利率水平附近回升，资金面对债市的边际支撑有所减弱，但银行体系流动性仍保持合理充裕，资金分层压力较低，债券市场运行的流动性环境较为适宜。

图 10 资金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。

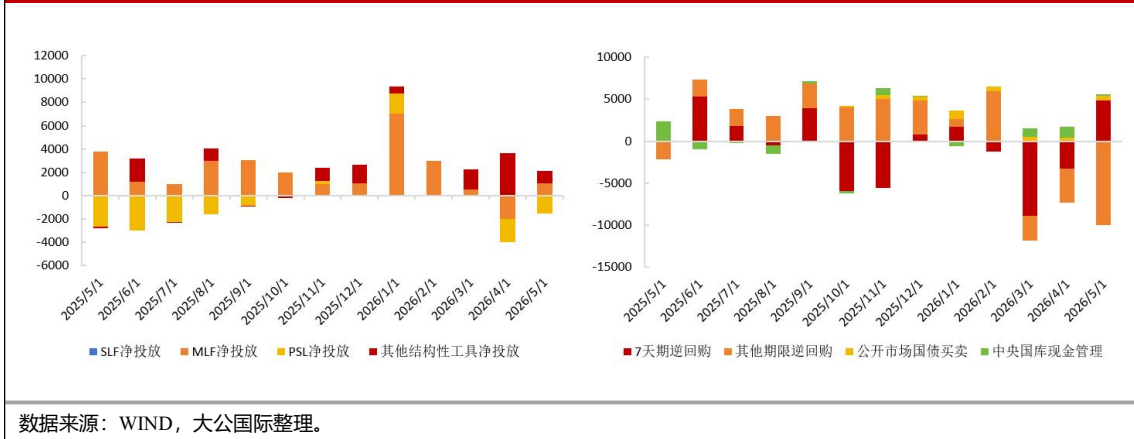
3.2 央行流动性供给灵活调节，中期工具维持稳定

上半年，央行公开市场操作及中长期流动性工具，根据市场流动性供求变化进行动态调节。年初，央行综合运用多种工具加大中长期流动性投放力度，1 月 7 天期逆回购净投放 1,678 亿元，MLF 净投放 7,000 亿元，PSL 净投放 1,744 亿元，公开市场国债买卖净投放 1,000 亿元，有效满足了跨年和春节前后的资金需求。进入 3 月至 4 月，在银行体系流动性相对充裕、市场利率持续低于政策利率的背景下，央行公开市场操作持续调减，买断式逆回购连续缩量，3 月和 4 月分别净回笼约 8,272 亿元和 4,912 亿元，更多体现为对冗余流动性的回收。进入 5 月，在政府债缴款、税期及跨月因素扰动下，资金面边际收敛，央行操作随之切



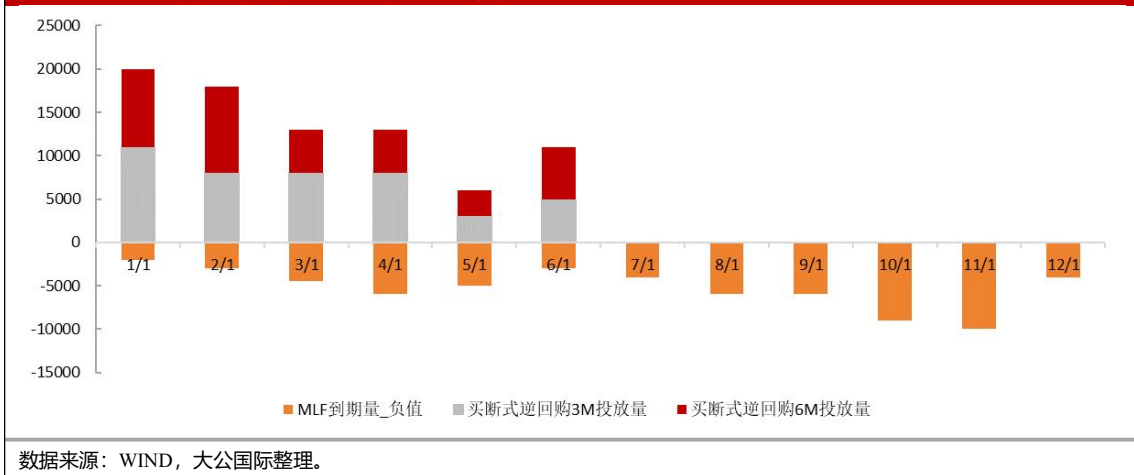
换为阶段性呵护：7 天期逆回购净投放 4,898 亿元，MLF 净投放 1,000 亿元，公开市场国债买卖净投放 500 亿元，但同时买断式逆回购净回笼 1 万亿元，呈现明确的收短放长特征，旨在引导过低的短期利率回归合理区间。

图 11 央行主要流动性工具净投放情况



买断式逆回购上半年持续对冲 MLF 到期压力，维持银行体系中期流动性稳定。前 4 月，3 个月和 6 个月买断式逆回购合计投放规模均明显高于同期 MLF 到期量，央行仍在通过中期工具平滑流动性缺口。5 月买断式逆回购投放明显缩量，6 月有所回升，但整体投放强度仍低于年初水平。

图 12 MLF 到期与买断式逆回购投放节奏



3.3 信贷需求偏弱强化资产荒，银行负债成本下行支撑债市配置

上半年债市“资产荒”不仅是由资金宽松推动，信贷需求偏弱与银行负债成本下行共同强化了机构配置债券的动力。年初信贷投放存在明显前置特征，1 月新增人民币贷款达到 4.71 万亿元，但此后贷款投放明显回落，2 月降至 0.90 万亿元，3 月虽回升至 2.99 万亿元，但 4 月新增贷款转负至-100 亿元，实体融资需求修复并不稳固。进入 5 月，新增人民币贷款环比改善至 5,200 亿元，但同比仍少增 1,000 亿元，延续同比少增态势。企业中长期贷款仍是信贷投放的主要支撑，



但居民中长期贷款修复偏慢，短期贷款及票据融资波动较大。信贷扩张更多依赖企业端和阶段性票据补量，居民部门加杠杆意愿仍然不足。

票据利率走势也对信贷需求偏弱形成验证。4月下旬以来，国股银票转贴现利率明显下行，半年期和3个月国股银票转贴利率均回落至年内低位附近。票据利率低位运行，一方面反映实体融资需求不足背景下票据资产供给和银行信贷投放存在结构性压力；另一方面也说明银行在缺少高收益贷款资产时，对票据和债券等标准化资产的配置需求增强。

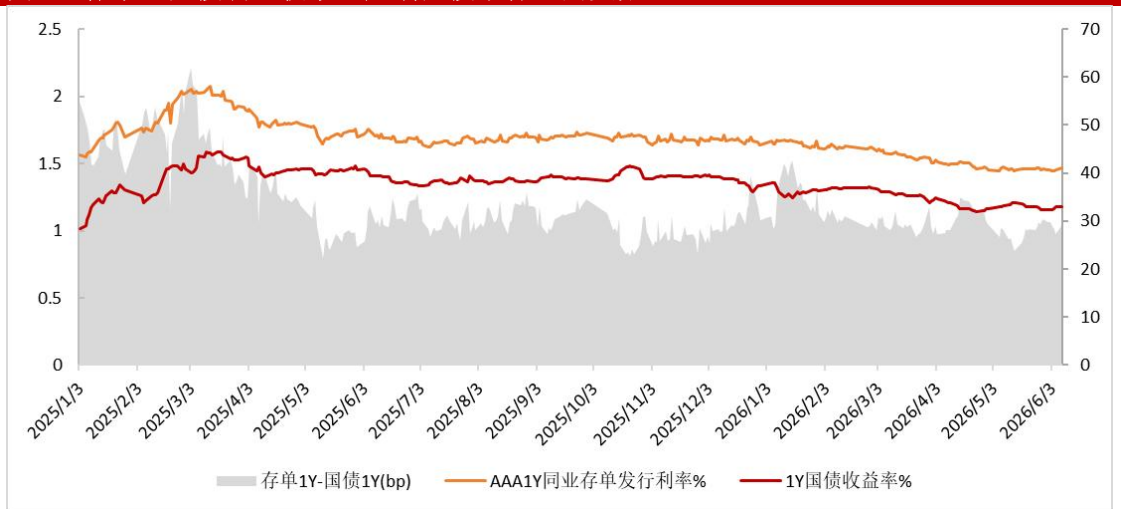
负债端方面，AAA级1年期同业存单发行利率与1年期国债收益率均处于下行通道，银行主动负债成本整体回落，为债券配置提供了较低的资金成本基础。但从存单与1年期国债利差看，短端国债收益率被压缩至较低位置，短端品种的继续下行空间受到资金利率和银行负债成本约束。

图 13 信贷投放转弱，票据利率下行验证资产荒延续



数据来源：WIND，大公国际整理。

图 14 存单一国债利差收窄，短端国债下行空间受限



数据来源：WIND，大公国际整理。



4.供需面分析

4.1 供给端：地方债构成主要支撑，国债阶段性放量，政金债形成局部对冲

2026年以来国债、地方政府债和政策性金融债发行规模整体较高，但不同券种的净供给贡献存在明显差异。地方债净融资在年初明显偏高，1月和2月分别为6,972.5亿元和10,684.7亿元，是主要利率债净融资的核心支撑；3月地方债净融资仍维持在7,042.5亿元的较高水平，地方政府债发行节奏相对靠前。4月以后，地方债净融资有所回落，4月、5月和6月分别为3,208.6亿元、5,348.6亿元和2,317.2亿元，但仍保持正向贡献。

国债供给则呈现较强的阶段性特征。3月和5月国债发行规模分别达到16,954.6亿元和14,100.2亿元，带动当月净融资分别升至6,122.7亿元和7,075.5亿元，对主要利率债供给形成明显补充。相比之下，4月国债净融资降至2,248.9亿元，6月受偿还规模高于发行规模影响，净融资转为-660亿元，国债供给压力阶段性缓和。

政金债对主要利率债供给的影响更多体现为波动性补充和局部对冲。1月、4月和5月政金债净融资为正，分别为1,481.2亿元、617.2亿元和1,035.2亿元；2月、3月和6月则表现为净偿还，其中3月净融资为-2,995.5亿元，对当月主要利率债总净融资形成一定抵减。

表3 国债、地方债、政金债的发行、偿还及净融资情况

类别	指标	2026.1	2026.2	2026.3	2026.4	2026.5	2026.6
国债	发行	12170	10220	16954.6	10640.8	14100.2	8298
	偿还	7902.5	6198.9	10831.9	8391.9	7024.7	8958
	净融资	4267.5	4021.1	6122.7	2248.9	7075.5	-660
地方政府债	发行	8633.5	11582.3	11772.5	7183.3	8047.4	6642.9
	偿还	1661	897.6	4730	3974.8	2698.8	4325.7
	净融资	6972.5	10684.7	7042.5	3208.6	5348.6	2317.2
政金债	发行	6928.2	4170	7652	4459.3	4260	2670
	偿还	5447	5521.4	10647.5	3842.1	3224.8	3796.2
	净融资	1481.2	-1351.4	-2995.5	617.2	1035.2	-1126.2

数据来源：WIND，大公国际整理。

注：本表统计口径为为主要利率债，包括国债、地方政府债和政策性金融债，不含央行票据；数据截至6月16日。

4.2 需求端：银行配置托底，一级认购热度边际降温

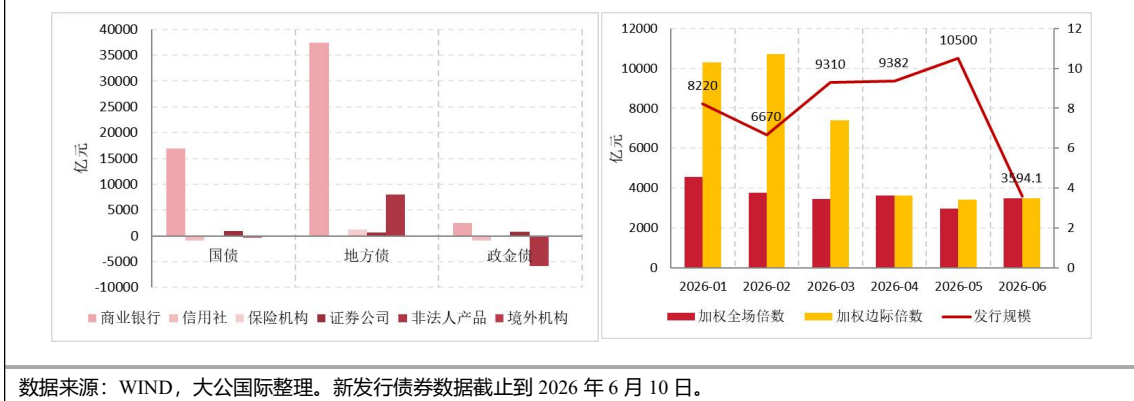
上半年利率债需求仍主要由商业银行托底，但不同券种、不同机构之间的配置行为分化明显。商业银行对国债和地方债增持力度最强，年初以来分别增持约



1.03 万亿元和 2.70 万亿元，是利率债需求端最主要的稳定力量。其中，地方债增持规模明显高于国债和政金债，地方债仍主要依赖银行体系配置承接。相比之下，非法人产品对国债和政金债分别减持约 0.19 万亿元和 0.49 万亿元，信用社、保险机构、境外机构对部分券种也有不同程度减持，非银和外资配置需求并未形成一致增持，需求结构呈现“银行主导、非银分化”的特征。

国债需求仍有支撑，但认购热度较年初边际降温。1 月至 5 月，国债发行规模由 8,220 亿元上升至 10,500 亿元，供给有所增加；同期加权全场倍数由 1 月的 4.55 倍回落至 5 月的 2.96 倍，加权边际倍数由年初 10 倍以上降至 5 月的 3.43 倍。随着收益率持续下行、绝对票息吸引力下降，一级市场追涨情绪有所弱化。不过，认购倍数虽较年初回落，但仍保持在相对可承接水平，说明在资产荒和配置压力延续背景下，机构对国债供给仍具备一定消化能力。

图 15 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落



5.利率走势研判与策略建议

5.1 10 年期国债利率或将延续低区间震荡

展望下半年，10 年期国债利率大概率延续低位区间震荡格局，短期尚不具备大幅单边上行或下行的充分条件。主要理由如下：

基本面方面，海外主要经济体通胀韧性与货币政策紧缩周期料将延续，对国内利率下行空间形成持续外部约束。美国核心通胀回落路径仍将颠簸，劳动力市场虽有降温但尚未趋势性走弱，美联储在 Warsh 偏鹰立场下预计将继续按兵不动，年内降息窗口基本关闭，美债短端与长端收益率大概率维持高位震荡。欧元区受能源价格传导与地缘风险扰动影响，通胀预期易上难下，欧央行后续仍有可能维持偏紧姿态；日本央行货币政策正常化方向明确，政策利率中枢仍有进一步抬升空间。全球主要央行整体偏紧的取向短期难以逆转，中美利差倒挂程度料将延续，



这对人民币汇率预期及海外资金流向构成制约，进而牵制国内利率向下突破的空间。国内方面，经济修复仍呈分化格局，工业生产与出口高景气有望延续，为经济增长提供支撑；价格端呈现明显的结构性修复特征，PPI在输入性因素与产业升级共振下已走出通缩区间并大幅走高，CPI温和回升，物价总水平的上行意味着实际利率趋于下行，这对名义利率进一步大幅走低形成内生抑制。同时，房地产链条在“精准托底”政策下有望逐步筑底企稳，6月一揽子新政以降首付、减税费、国家队收储及一线城市差异化松绑为核心，有助于稳定市场预期、缓解系统性下行风险，但居民加杠杆意愿修复尚需时日，房市回暖向投资端的传导仍存滞后，内需偏弱格局短期难以根本扭转，基本面对利率上行空间同样形成约束。

政策面上，国内货币政策仍将保持适度宽松基调，但总量宽松工具的运用节奏将更趋审慎，价格型工具的下调空间因外部制约与内部通胀温和回升而受限，政策面对利率单边大幅下行的催化作用有限。

资金面看，银行体系流动性将维持合理充裕，但资金利率进一步大幅低于政策利率的概率不高，短端收益率在经历前期快速下行后已处于较低分位，继续大幅下行的动力不足，对长端的传导效应也将减弱。

供需面看，下半年政府债供给节奏将有所加快，超长期特别国债与专项债形成增量供给，阶段性缓解资产荒压力；但信贷需求偏弱背景下，银行等机构的配置需求仍具韧性，供需力量整体趋于平衡，利率缺乏向上或向下突破的充足驱动。

5.2 配置策略：区间交易，中性久期

策略上，下半年利率债投资应从上半年的趋势性做多逐步转向区间交易和久期精细化管理。当前10年期国债收益率已处于历史低位区间，票息保护偏薄，继续追涨的性价比下降；但基本面修复斜率有限、资产荒逻辑尚未逆转，收益率大幅上行的基础也不牢固。因此，组合久期可维持中性略偏积极，但不宜在低位过度拉长久期，应更多依靠收益率回调后的配置机会和曲线结构机会增厚收益。

交易节奏上，下半年应持续关注政府债发行缴款、跨季资金、央行公开市场操作以及月度金融和经济数据发布窗口。当供给放量或资金面边际收敛推动收益率出现回调时，可视为配置建仓的观察窗口，适当拉长久期锁定较高票息。若经济数据弱于预期或货币政策宽松信号增强，交易盘可适度拉长久期参与利率下行行情；反之，若外部通胀传导超预期或国内物价回升加快，应及时缩短久期，控制回撤风险。



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。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。