

破而后立，还是破而未立？

周策略图谱

Fixed Income

核心观点：政治局会议前后利率下行概率高 + 信贷投放持续偏弱 + 交易盘需求较强 + 供给压力减弱 + 前期流动性收紧时债市跌不动 - 资金面临跨月压力 - 30Y 拥挤度较高 = 震荡看多。关注下周政治局会议政策实际落地情况。10 年国债目标 1.70%，30 年国债目标 2.15%。

策略建议：信用策略赔率低，建议采用高流动性的利率策略，并以哑铃型结构扛波动。

多空因子概览：①**利率债方面**，空方担忧超预期政策出台，同时三季度供给节奏也有不确定性；多方则着眼于内需疲弱，以及非管制利率下行所反映的自然宽松格局，认为利率中枢仍有下行支撑。

②**信用债方面**，空方观望评级调整的潜在扰动；多方关注理财资金增配动力仍强。

未来一周，债市迎来政治局会议政策验证期，下周走强概率较高，但也有回调风险。政治局会议后一周倾向于看多。

1. 日历效应视角，下周做多胜率较高。近五年会议前后 4 日窗口期利率下行概率较高。但若观察期延长至会议后 10 个交易日，利率方向更多取决于政策预期差、资金状态以及机构行为的再定价。

2. 资金面中性偏空，税期后流动性转松，但下周面临跨月压力。截至 2026 年 7 月 23 日，DR001、DR007 利率均下行 4BP，大行净融出也恢复至季节性水平。下周面临跨月，但央行宣布届时再度开启隔夜逆回购，仍展现出平滑资金利率波动的态度，对债市利空有限。

3. 基本面偏多，信贷投放持续偏弱+政策超预期概率低，共同构成债市支撑。当前票据利率处于 2024 年以来第三轮低位，信贷投放偏弱格局未改。但超预期政策的概率也较低，重点在存量政策的落实。

4. 机构行为中性，交易盘快速入场，银行左侧止盈，需求端整体积极。量化指标来看，当前利率债基久期中位数高位波动，市场拥挤度仍然较高。

5. 供给端偏多。本周大量地方债发行，但保险积极增配、对市场冲击不大。下周供给压力将明显减轻，仅有 1200 多亿地方债和 600 亿贴现国债待发行。

6. 技术面偏多。22 日，TL 以光头阳线突破上升趋势线及 114.4 水平阻力位，整体形态显著转强。24 日继续突破上涨至 114.8，预计有望再度创新高，上方目标看向 115。但若短线回调幅度过大，触发前期量化多头集中离场，可能放大波动幅度，跌破 114.5 后需保留防御姿态。

组合建议：信用债评级调整影响仍在持续，建议采用高流动性的利率策略，并以哑铃型结构扛波动。关注 10Y 国债、5-7Y 国开债，负债端稳定的机构可关注票息更厚、波动幅度较低的 30Y 地方债。

风险提示：1.政策或外部扰动超预期；2.资金面及流动性变化超预期；3.负债端负反馈风险。

杜渐

SAC 执证号：S0260526020003
SFC CE No. BXV349
dujian@gf.com.cn

刘畅

SAC 执证号：S0260526060004
fzliuchang@gf.com.cn

请注意，刘畅并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

震荡格局短期难破:周策略图谱	2026-07-17
债市利多蓄势，突围尚欠东风:周策略图谱	2026-07-10
债市突破仍待央行放行:周策略图谱	2026-07-03

目录索引

一、债市策略

二、市场动态观察

(一) 资金面

(二) 长端大势研判

(三) 机构交易行为追踪

三、债市机构核心关注点汇总

四、策略跟踪

(一) 静态票息

(二) 各典型策略测算与个券图谱

(三) 市场核心：样本个券收益率图谱

(四) 个券比价情况与期限结构

(五) 布林带择时

(六) 赎回指数

五、基本面数据跟踪

六、风险提示

5

8

8

11

14

17

18

18

20

21

21

26

28

29

30

图表索引

图 1：近年来 7 月政治局会议 T 日前后 10 个交易日 10 年、30 年国债收益率变化（单位：BP）	5
图 2：10Y 国债的日历效应（单位：BP）	5
图 3：信用债的日历效应（单位：BP）	6
图 4：本周市场交易逻辑（单位：%）	6
图 5：债市多空因素	7
图 6：周策略收益（单位：%）	8
图 7：本周大行净融出水平回升至 4 万亿水平（单位：百万元）	9
图 8：大行净融出规模回升至季节性水平（单位：百万元）	9
图 9：税期过后，资金利率多数下行（单位：%）	10
图 10：中长期资金仍较为平稳（单位：%）	10
图 11：票据利率和人民币贷款增速呈现正相关性	11
图 12：7 月票据利率仍在低位（单位：%）	11
图 13：2024 年 12 月至今，10 年期国债期货 K 线图	12
图 14：2025 年 11 月至今，10 年期国债期货 K 线图	13
图 15：2024 年 12 月至今，30 年期国债期货 K 线图	13
图 16：2025 年 11 月至今，30 年期国债期货 K 线图	14
图 17：本周各机构净买入现券规模（亿元）	15
图 18：主要参与机构 30Y 国债累计净买入规模（亿元）	15
图 19：主要参与机构 10Y 国债累计净买入规模（亿元）	16
图 20：主要参与机构 10Y 国开累计净买入规模（亿元）	16
图 21：债市杠杆率	17
图 22：利率债基久期中位数持续提升	17
图 23：各券种广谱利率图（单位：%，BP）	18
图 24：国开&地方债&信用利差情况（单位：%，BP）	19
图 25：信用-国开：利差分位数情况（单位：%，BP）	19
图 26：各策略配置方法收益测算（单位：%，BP）	20
图 27：样本个券收益率图谱	21
图 28：城投债期限利差情况（单位：BP）	22
图 29：二级资本债期限利差情况（单位：BP）	22
图 30：城投债-银行二级债情况（单位：BP）	22
图 31：城投债等级利差情况（单位：BP）	22
图 32：国债期限利差走势（%）	23
图 33：30-10Y 国债利差走势（%）	23
图 34：各板块利差比较（单位：%，BP）	24
图 35：国债收益率期限结构（单位：%，BP）	24
图 36：二级资本债收益率期限结构（单位：%，BP）	24

图 37：沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率（ERP）与 10 年国债 YTM.....25

图 38：股商房所处历史分位值25

图 39：债券所处历史分位值.....26

图 40：3 年 AA+城投债-国开债信用利差布林带（单位：%，BP）26

图 41：3 年 AAA-二级资本债-国开债信用利差布林带（单位：%，BP）26

图 42：各类信用债估值偏离成交幅度与信用债收益率走势（单位：%，BP）28

图 43：2025 年下半年以来赎回风险指数复盘（单位：%）29

图 44：经济数据概览图（单位：%）29

图 45：调查数据概览图（单位：%）30

表 1：周策略建议配比（单位：%）7

表 2：债市机构核心关注点汇总.....17

表 3：国债期限利差历史分位值.....23

表 4： 3 年 AA+城投债择时策略收益27

表 5： 3 年 AAA-二级资本债择时策略收益27

一、债市策略

1. 政治局前后日历效应分析：会议前后 4 日窗口为做多胜率较高的时间

政治局会议行情由三因素共同定价，短窗口做多胜率偏高。近五年会议前后 4 日窗口期利率下行概率较高。但若观察期延长至会议后 10 个交易日，利率方向更多取决于政策预期差、资金状态以及机构行为的再定价。当两个或以上因素指向同一方向时，会议后行情通常形成较为明确的趋势；当三者相互抵消时，市场则更多表现为震荡。

图 1：近年来 7 月政治局会议 T 日后 10 个交易日 10 年、30 年国债收益率变化（单位：BP）

7 月政治局会议前后 10 年国债收益率利差 (bp)																					
日期	T-10	T-9	T-8	T-7	T-6	T-5	T-4	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10
2021	-10.69	-11.20	-8.95	-8.21	-9.21	-7.71	-3.48	-7.47	-9.49	-4.77	0.00	-1.51	-0.26	-0.25	-3.75	-2.24	2.52	4.03	4.78	2.03	4.29
2022	-0.57	-0.07	0.13	-0.09	1.40	2.15	-0.20	0.60	1.50	1.49	0.00	-2.90	-5.58	-5.36	-6.32	-6.58	-5.11	-4.41	-4.50	-4.84	-5.33
2023	-4.69	-4.19	-4.44	-4.79	-5.10	-4.30	-3.00	-2.99	-2.80	-1.45	0.00	6.96	4.96	4.61	5.99	6.63	6.73	5.91	5.01	5.35	5.28
2024	-11.33	-11.18	-11.93	-11.34	-9.81	-8.42	-9.01	-6.88	-4.64	-0.94	0.00	0.14	-1.83	-2.03	-1.04	0.11	-0.66	3.30	5.06	10.28	7.75
2025	5.63	5.50	5.28	4.06	2.73	1.39	-1.96	-1.44	0.34	-2.86	0.00	-1.36	-1.21	-0.97	-1.19	-1.81	-2.86	-2.89	0.23	0.91	0.82
下行占比	80%	80%	60%	80%	60%	60%	100%	80%	60%	80%	0%	60%	80%	80%	80%	60%	60%	40%	20%	20%	20%
日历效应	多下	多下	中性	多下	中性	中性	多下	多下	中性	多下	基准	中性	多下	多下	多下	中性	中性	中性	多上	多上	多上

7 月政治局会议前后 30 年国债收益率利差 (bp)																					
日期	T-10	T-9	T-8	T-7	T-6	T-5	T-4	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10
2021	-8.19	-8.45	-6.70	-5.71	-6.21	-4.47	-0.98	-4.23	-5.74	-3.49	0.00	-3.27	-3.00	-3.51	-6.75	-6.26	-2.77	-1.76	-1.51	-3.24	-1.00
2022	-2.67	-1.66	-0.92	-0.92	0.57	1.27	0.05	0.54	1.22	1.27	0.00	-2.44	-4.47	-4.20	-4.96	-5.02	-3.74	-2.77	-2.53	-2.73	-2.90
2023	-5.03	-4.23	-4.23	-4.96	-5.56	-4.97	-3.77	-3.99	-3.79	-2.40	0.00	5.68	4.15	3.60	4.73	5.15	5.31	4.01	3.39	3.39	3.16
2024	-10.36	-10.47	-11.36	-10.77	-9.47	-9.26	-9.11	-5.92	-4.61	-1.35	0.00	0.60	-1.14	-3.00	-3.90	-2.15	-4.15	-0.65	0.35	5.85	3.10
2025	9.39	7.70	7.15	4.85	2.65	2.20	-1.90	-1.25	0.75	-3.80	0.00	-1.50	-1.10	-1.00	-0.15	-0.20	-0.90	0.00	3.50	5.70	6.00
下行占比	80%	80%	80%	80%	60%	60%	80%	80%	60%	80%	0%	60%	80%	80%	80%	80%	80%	60%	40%	40%	40%
日历效应	多下	多下	多下	多下	中性	中性	多下	多下	中性	多下	基准	中性	多下	多下	多下	多下	多下	中性	中性	中性	中性

数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心。

季节效应来看，2015 年以来，10 年期国债收益率在 7 月多震荡；信用债收益率在 7 月多下行，8-9 月面临回调止盈。

图 2：10Y 国债的日历效应（单位：BP）

时间	下行概率	10 年国债收益率变化 (bp)											
		2026 年	2025 年	2024 年	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
1 月	⇒ 58%	-3.6	-4.5	-12.2	6.2	-7.6	3.6	-14.3	-12.3	3.3	33.5	2.1	-12.0
2 月	⇒ 50%	-3.6	8.5	-9.5	0.4	7.5	10.1	-25.6	6.9	-9.4	-5.4	0.8	-14.2
3 月	↓ 89%	4.2	9.8 流动性收紧	-4.7	-4.9	1.3 固收+赎回潮	-9.1	-14.8	-10.5	-7.9	-0.9	-0.8	28.8 1 万亿互换盘
4 月	⇒ 58%	-7.0	-18.9	1.3	-7.4	5.1	-2.5	-5.2	31.9	-11.9	18.4	4.9	-29.8
5 月	↓ 70%	-3.8	4.7	-1.0	-9.4	-9.6	-11.9	16.7 防控拐点 11.8 防控拐点	-11.2	-0.9	14.3 50 号文去杠杆	9.4	24.5
6 月	⇒ 64%	2.4	-2.4	-8.7	-5.0	7.8	3.3	3.3	-5.0	-13.7	-4.2	-14.4	0.2
7 月	⇒ 55%		5.7	-5.6	2.5	-6.5	-24.2	14.3	-7.0	0.6	5.8	-6.4	-12.2
8 月	⇒ 45%		13.4	2.1	-10.2	-13.4	0.9	5.1	-9.8	9.4	0.1	-3.4	-15.0
9 月	↑ 30%		2.3	-1.9 924 新政	11.8	13.8	3.3	13.1	8.4	3.5	-1.3	-1.7	-8.9
10 月	⇒ 45%		-6.5	-0.4	1.9	-11.7	9.6	3.3	14.7	-10.2	27.8	1.7	-17.6
11 月	↓ 88%		4.6	-12.7	-2.6	24.2 理财赎回潮	-14.8	6.9 永煤事件	-12.3	-15.4	-0.2	20.8 特朗普当选 6.1 国海梦卜章	-2.0
12 月	↓ 90%		0.6	-34.5	-11.3	-5.0	-5.0	-10.7	-2.9	-12.9	-0.9		-21.9

数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心。注：下行概率剔除特殊事件影响。

图 3：信用债的日历效应（单位：BP）

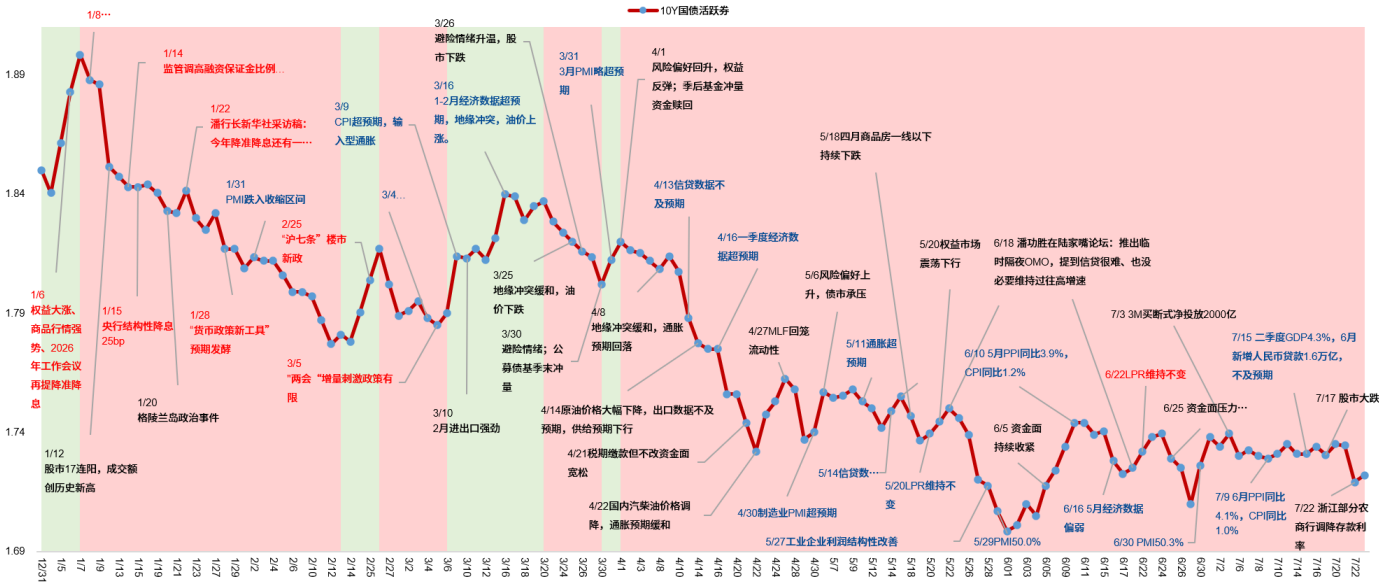
时间	下行概率	AA+ 3Y 中短票收益率变化 (bp)											
		2026年	2025年	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
1月	75%	-8.6	4.3	-12.6	-0.4	-20.4	-8.1	-8.3	-26.1	5.3	5.0	-2.9	-35.7
2月	64%	-1.9	23.8	-16.7	-19.5	16.5	-0.2	-31.4 疫情爆发	1.1	-9.1	20.6	-7.3	-20.1
3月	67%	-6.0	-10.5 流动性收紧	8.4	-17.8	19.7 固收+赎回潮	-8.9	-4.3	3.5	-32.3	14.6	-10.0	57.0 1万亿置换债
4月	73%	-4.7 中航产融兑付	-4.4	-13.5	-10.2	-14.4	-9.7	-53.3	33.5	-35.3	36.6	56.8	-43.8
5月	90%	-8.8	-9.1	-16.6	-1.6	-16.4	-20.4	33.5 防控防点	-23.2	16.3	35.6 50号文去杠杆	-22.4	-25.2
6月	82%	-1.1	-5.1	-10.6	-3.8	14.0	5.4	49.6 防控防点	-9.0	-8.2	-63.4	-17.9	-3.8
7月	73%		2.6	-14.5	-5.3	-24.1	-38.7	28.5	-12.6	-55.2	3.8	-23.1	-38.2
8月	45%		6.4	16.0	-10.2	-11.5	4.4	16.3	-15.5	8.2	27.4	-6.1	-3.4
9月	33%		11.3	18.3 924新政	22.8 35号文	6.4	11.4	3.1	7.9	3.1	-16.2	-5.3	-10.7
10月	55%		-14.9	-1.6	0.9	-6.8	2.4	-7.9	20.3	-24.8	23.1	1.9	-34.3
11月	57%		4.3 万科展期	-27.4	1.1	63.5 理财赎回潮	-16.9	33.6 永煤事件	-22.8	-9.9	45.5	53.7 特朗普当选	29.2
12月	80%		-0.9	-23.0	-28.1	17.7	-10.0	-12.3	-7.1	-7.2	2.4	51.1 四海萝卜章	-47.9

数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心。注：下行概率剔除特殊事件影响。

2. 债市策略

7月22日浙江部分农商行调降存款利率，债市做多情绪快速升温。

图 4：本周市场交易逻辑（单位：%）



数据来源：Wind、DM、广发证券发展研究中心。注：红色文字代表政策端变化，蓝色代表基本数据端变化，黑色为其他。

图 5：债市多空因素



数据来源：广发证券发展研究中心

表 1：周策略建议配比（单位：%）

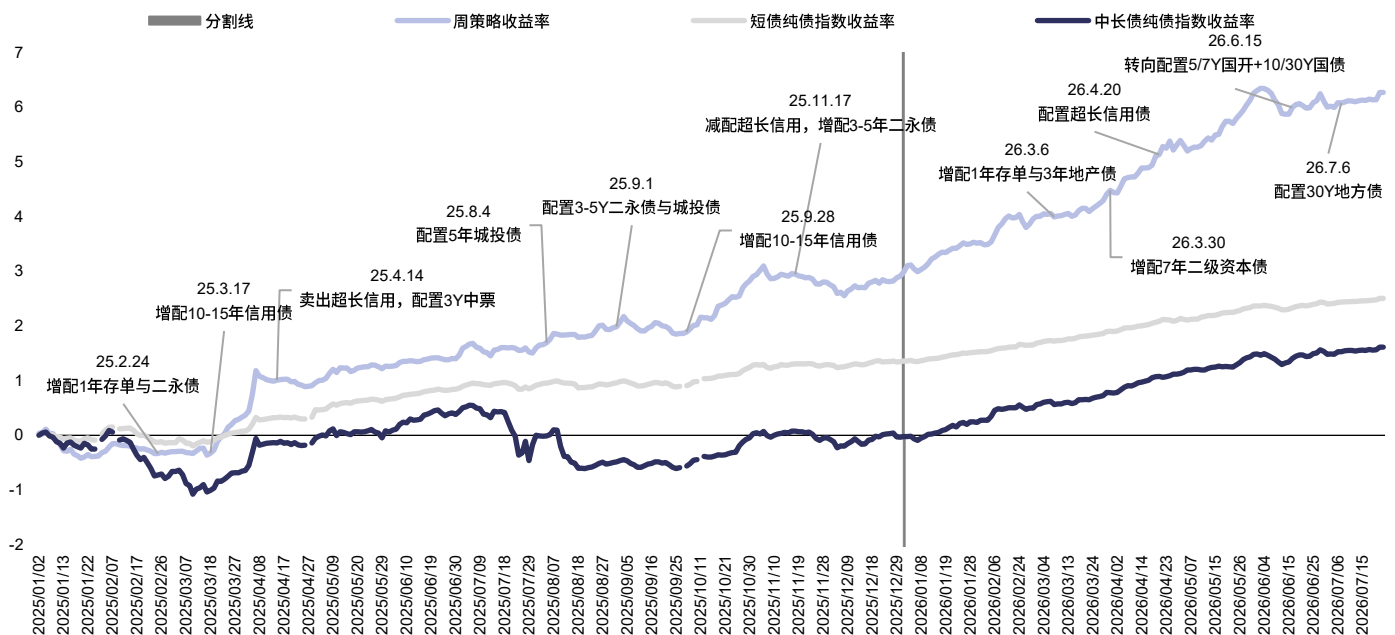
周度起始日	持仓 1		持仓 2		持仓 3		持仓 4		组合久期
	品种	比例	品种	比例	品种	比例	品种	比例	
2026/5/11	30Y AAA 信用债	30	5Y AAA-银行永续债	20	7Y AAA-银行二级资本债	20	3Y AA 房地产	30	9.59
2026/5/18	30Y AAA 信用债	30	5Y AAA-银行永续债	20	7Y AAA-银行二级资本债	20	3Y AA 房地产	30	9.60
2026/5/25	30Y AAA 信用债	30	5Y AAA-银行永续债	20	7Y AAA-银行二级资本债	20	3Y AAA 房地产	30	9.61
2026/6/1	30Y AAA 信用债	30	5Y AAA-银行永续债	20	7Y AAA-银行二级资本债	20	3Y AAA 房地产	30	9.65
2026/6/8	30Y AAA 信用债	30	5Y AAA-银行永续债	20	7Y AAA-银行二级资本债	20	3Y AAA 房地产	30	9.66
2026/6/15	1Y AA-存单	20	10Y 国债	30	30Y 国债	10	5-7Y 国开	40	7.52
2026/6/22	1Y AA-存单	20	10Y 国债	30	30Y 国债	10	5-7Y 国开	40	7.52
2026/6/29	1Y AA-存单	20	10Y 国债	30	30Y 国债	10	5-7Y 国开	40	7.53
2026/7/6	1Y AA-存单	20	10Y 国债	30	30Y 地方债	10	5-7Y 国开	40	7.47
2026/7/12	1Y AA-存单	20	10Y 国债	30	30Y 地方债	10	5-7Y 国开	40	7.47
2026/7/20	1Y AA-存单	20	10Y 国债	30	30Y 地方债	10	5-7Y 国开	40	7.49

数据来源：广发证券发展研究中心

2025 年初至今，周观点策略累计收益 6.27%，同期短债基金指数收益率 2.51%（周策略跑赢 3.77%），中长债指数收益率 1.61%（跑赢 4.66%）。

2026 年初至今，周观点策略累计收益 3.15%，同期短债基金指数收益率 1.13%（周策略跑赢 2.02%），中长债指数收益率 1.64%（跑赢 1.51%）。

图 6：周策略收益（单位：%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：在 Wind 的 PMS 组合管理界面搜索名称“债市渐法周策略模拟组合”可查看策略详细持仓，欢迎关注。数据更新至 2026/7/23。

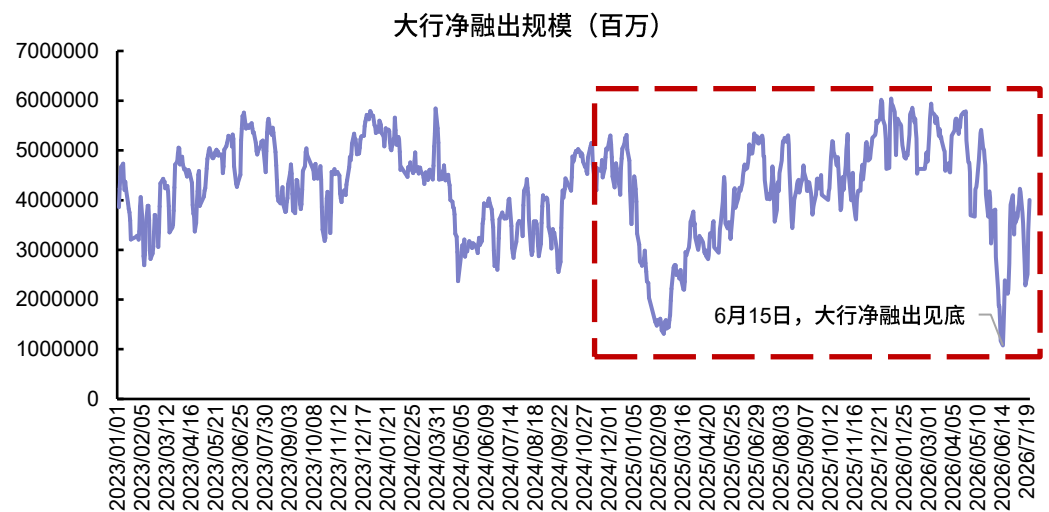
二、市场动态观察

（一）资金面

1. 大行净融出规模回升至季节性水平

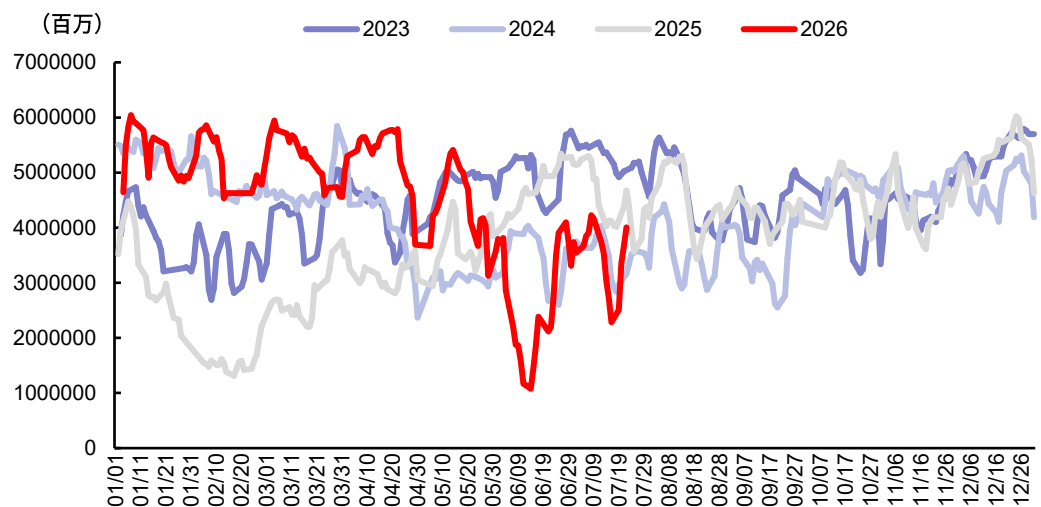
大行净融出规模回升至季节性水平：7 月税期过后，大行净融出规模明显季节性回升，截至 2026 年 7 月 23 日，大行净融出规模已经回升至 4 万亿元左右，处于季节性中枢水平。下周临近月末，大行净融出规模有季节性收敛的规律，但预计下行的规模不大。

图 7：本周大行净融出水平回升至 4 万亿水平（单位：百万元）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图 8：大行净融出规模回升至季节性水平（单位：百万元）



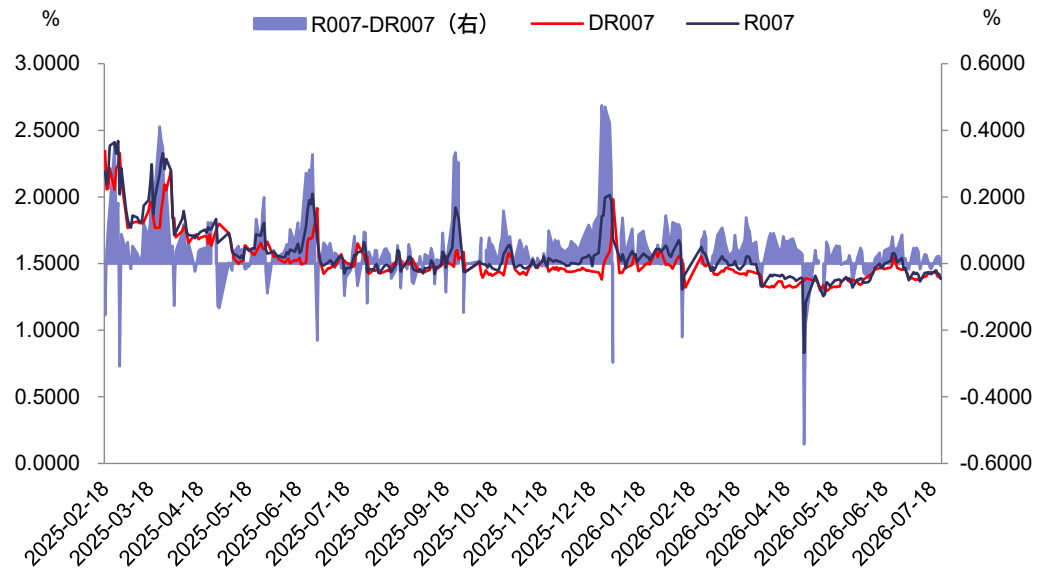
数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

2. 税期过后，资金面边际转松

税期扰动过后，资金利率边际下行：7 月税期过后，央行公开市场操作大额净回笼流动性，同时 MLF 净投放 1000 亿元，呈现出“收短放长”的特点，DR001、DR007 利率分别下行 3.9BP 和 4.4BP，均低于政策利率，资金面整体偏宽松，R007-DR007 利差为负，非银资金宽于银行。

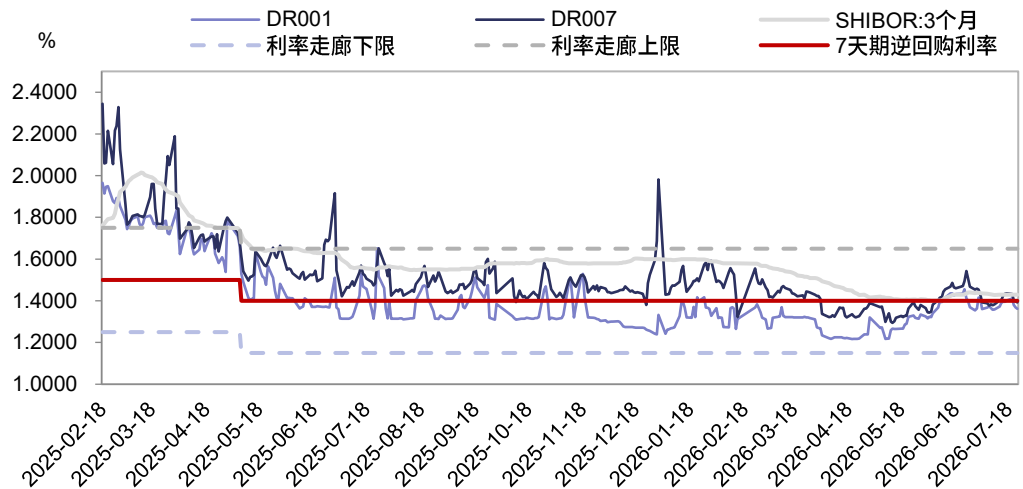
市场对中长期资金仍较为平稳：从短期资金利率（DR001 和 DR007）和中长期资金利率（SHIBOR 3M）的走势来看，目前 SHIBOR 3M> DR007> DR001，SHIBOR 3M 利率中枢变化不大，反映出市场对中长期资金利率仍较为乐观，资金中长期宽松的预期仍在。

图 9：税期过后，资金利率多数下行（单位：%）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图 10：中长期资金仍较为平稳（单位：%）



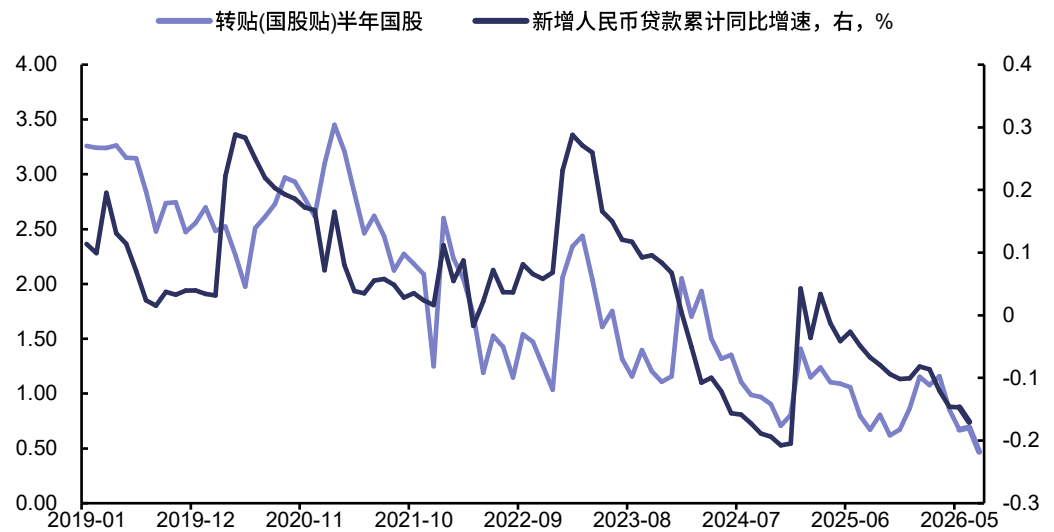
数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

3. 7 月票据利率仍在低位或指向信贷数据偏弱

票据利率和人民币贷款增速呈现正相关性：历史上看，票据利率和人民币贷款增速呈现较强的正相关性，票据往往是银行信贷的先行指标，当票据利率下行时，贷款增速往往偏弱。

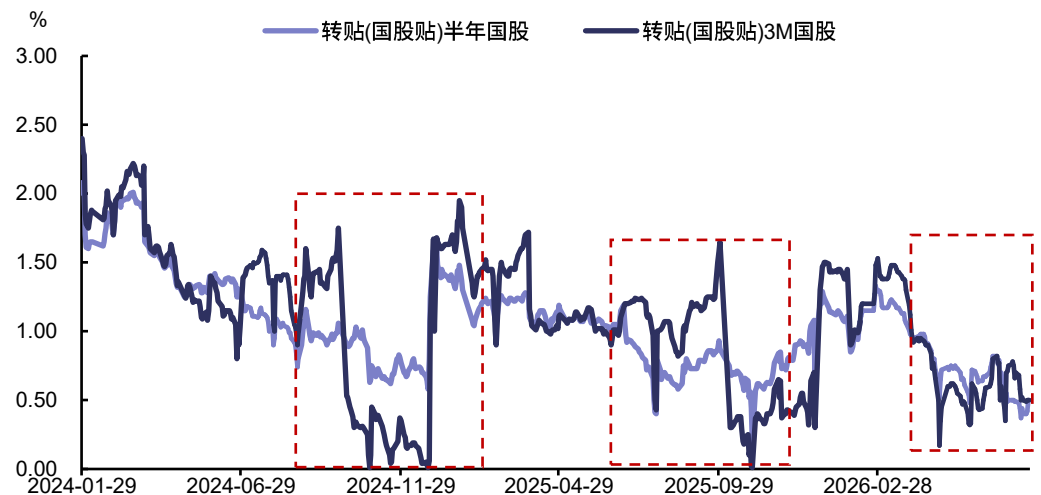
7 月票据利率仍在低位：从本周的票据利率走势来看，仍处在较低位置，或反映出银行信贷投放仍然偏弱，信贷“降速提质”的背景下，资金面很难长时间收紧。

图 11：票据利率和人民币贷款增速呈现正相关性



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图 12：7 月票据利率仍在低位（单位：%）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

（二）长端大势研判

10 年期国债期货（T）：突破楔形整理通道，打开上行空间

1. **放量突破楔形通道线上沿**：4 月 14 日 T 主力合约成交放量，价格突破 2025 年以来的楔形整理通道线上沿 108.5，对应 10 年期国债活跃券利率下行突破 1.8% 心理关口。
2. **底部抬升，形态偏强**：放量突破通道线上沿后，T 合约 4 月 20 日上行突破 2025 年 11 月的前期高点 108.75，对应 10 年期国债活跃券利率下行突破 1.75%。突破后回调至楔形整理通道线上沿再度反弹并创新高，其后再度回踩至颈线 108.75 位置，并遇支撑反弹，整体运行于底部抬升的上行趋势线上方。

图 14： 2025 年 11 月至今，10 年期国债期货 K 线图



数据来源：同花顺期货通、广发证券发展研究中心。注：连续合约价格未复权，显示历史合约实际价格。

30 年国债期货（TL）：W 底成型，当前处于上升三角突破临界位置

技术大势诊断：26 年 4 月 21 日，TL 突破颈线位置，确立“W”底形成。其后形成上升三角收敛形态，当前已接近收敛尾声。

交易逻辑转变：通胀预期缓和+资金超预期宽松+“类资产荒”压平利差。

图 15： 2024 年 12 月至今，30 年期国债期货 K 线图



数据来源：同花顺期货通、广发证券发展研究中心。注：连续合约价格未复权，显示历史合约实际价格。

30 年国债期货（TL2609）：上升楔形

1.TL2609 上下沿趋势线形成上升楔形：22 日光头阳线穿趋势线、114.4 阻力位，整体形态出现转强。目前趋势线上下沿形成上升楔形，顶点交汇于 115 水平。

2.短线警惕调整，回踩不破位仍维持看多：

当前 RSI 指标接近前高区间，如果出现超买信号需保有一份谨慎，可能存在调整。

1) 如果回踩不破 114.5 水平，那么整体或仍维持走强态势，且有可能再度创新高，上方看到 115。

2) 22 日在 T 与 TF 合约上的增仓，基本在 23 日减仓大半，唯有 TL 合约持仓保持高位，短线如果回调幅度过大触发前期量化多头离场可能放大波幅。如果跌破 114.5 需注意防御。

图 16： 2025 年 11 月至今，30 年期国债期货 K 线图



数据来源：同花顺期货通、广发证券发展研究中心。注：连续合约价格未复权，显示历史合约实际价格。

（三）机构交易行为追踪

1.本周机构行为概览

非银端表现积极：基金、保险、其他资管产品增配幅度明显增加，但中小行跟随收益率下行止盈。

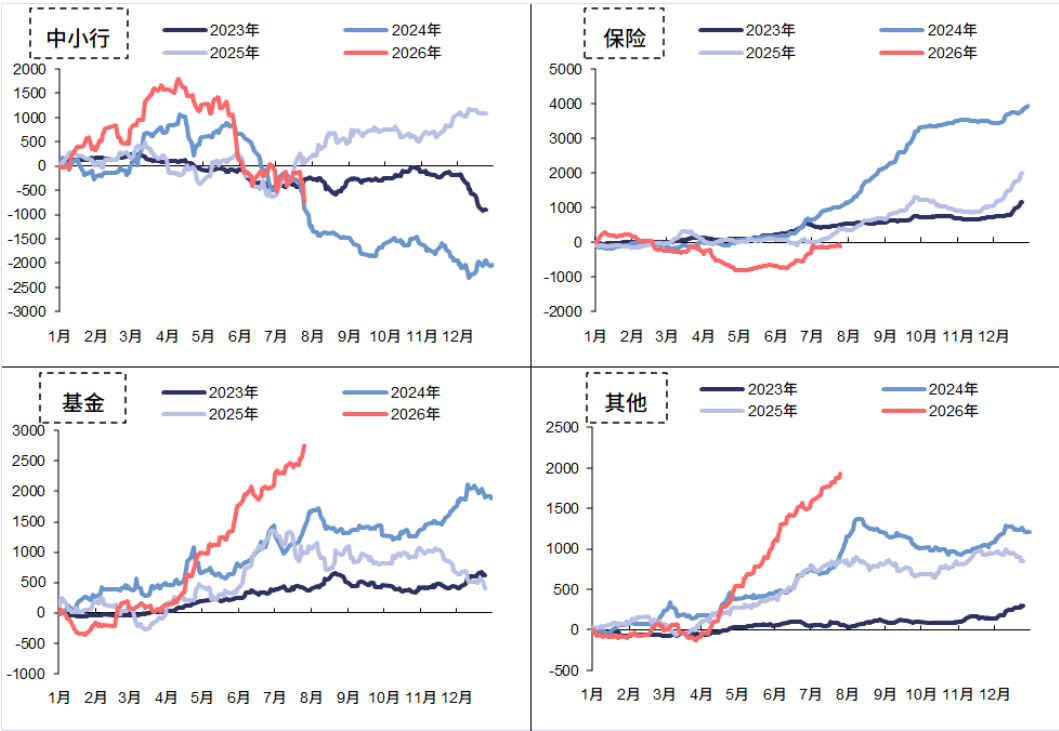
图 17：本周各机构净买入现券规模（亿元）

		大行	中小行	券商	保险	基金	货基	理财	其他
上周	2026/7/13	136	-5	-91	145	-49	-189	77	-24
	2026/7/14	360	214	-129	165	-224	-460	58	17
	2026/7/15	-3	-100	-56	181	45	-287	89	130
	2026/7/16	-59	122	-277	161	52	-279	36	245
	2026/7/17	-158	144	-361	220	-48	-99	60	243
本周	2026/7/20	-1	-402	36	103	241	-142	37	128
	2026/7/21	-240	261	-408	148	-102	63	76	203
	2026/7/22	-409	-288	325	150	76	-19	16	149
	2026/7/23	-133	-797	8	36	494	56	0	335
	上周合计	276	375	-915	872	-224	-1315	320	610
	本周合计	-783	-1227	-39	437	709	-42	128	816

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026 年 7 月 23 日。

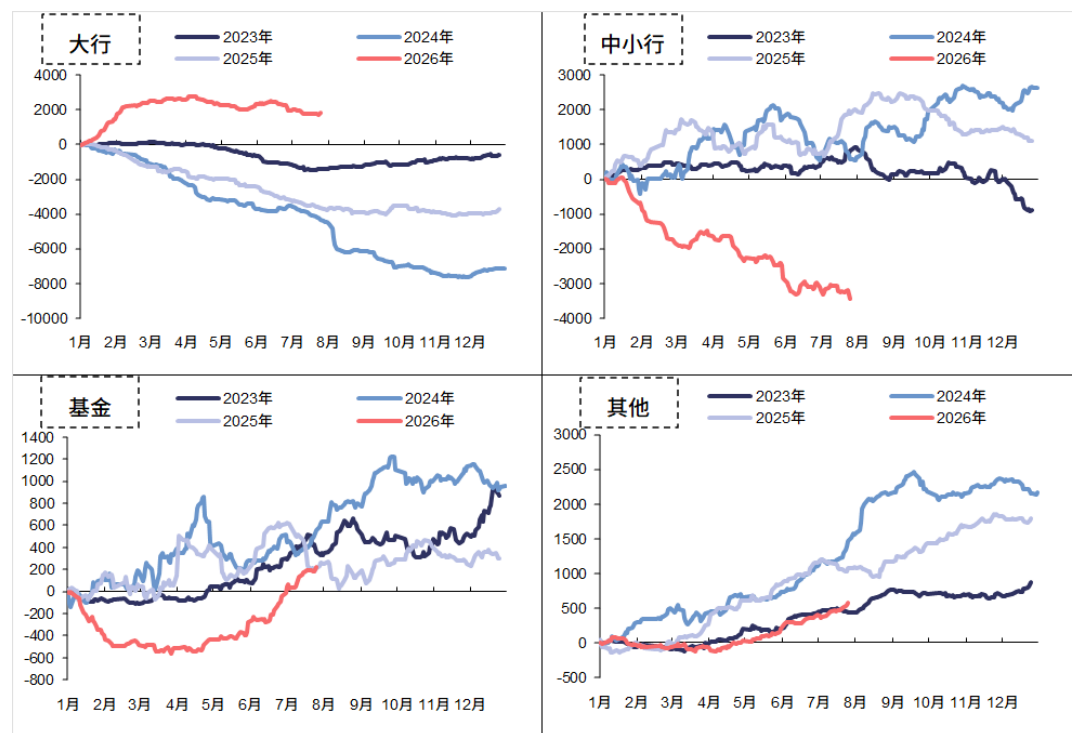
2.重点券种累计净买入情况

图 18：主要参与机构 30Y 国债累计净买入规模（亿元）



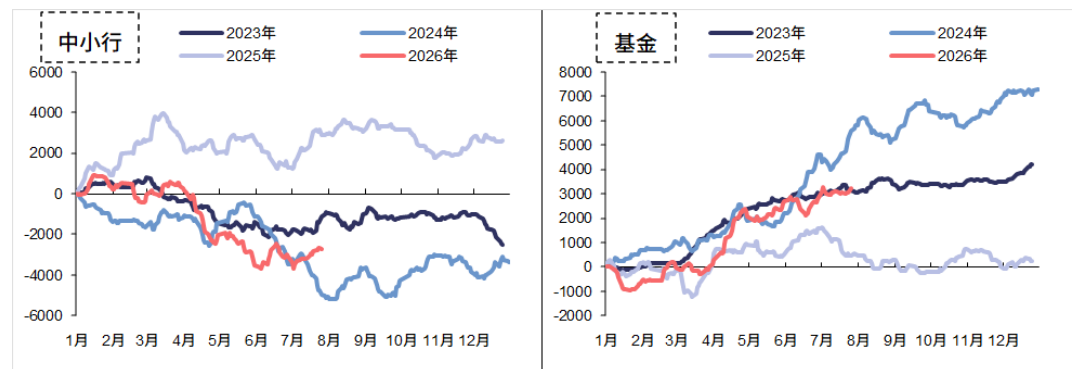
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 19：主要参与机构 10Y 国债累计净买入规模（亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 20：主要参与机构 10Y 国开累计净买入规模（亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

3.量化指标分析

杠杆率边际回升：税期过后资金面压力减轻，机构小幅加杠杆，但仍处于历史低位。

利率债基久期维持高位，但斜率明显放缓：本周基金久期高位波动，或已接近阶段性高点。

图 21：债市杠杆率

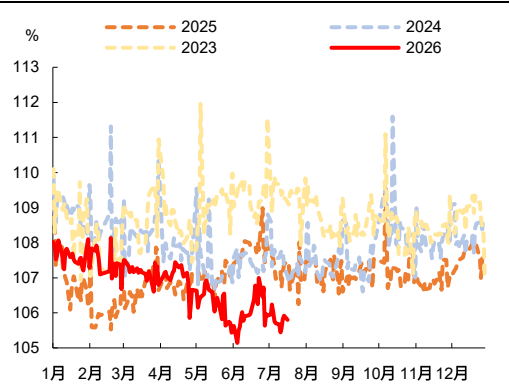
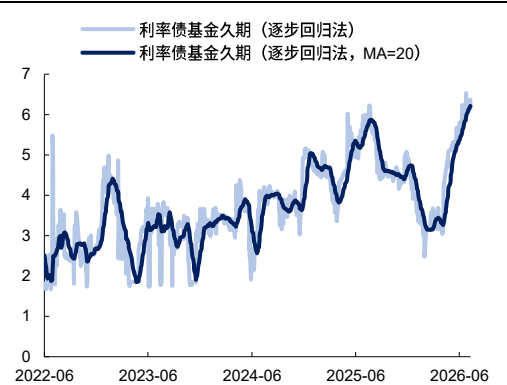


图 22：利率债基金久期中位数持续提升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026 年 7 月 23 日。

三、债市机构核心关注点汇总

表 2：债市机构核心关注点汇总

DM 机构观点总汇（0720-0724）	
概览	上周资金面在税期中维持紧平衡，债市对于经济和社融数据的反应有限，面对股市剧烈波动也走出较为独立的窄幅震荡行情。展望后市，预计短期债市以 震荡格局 为主，但中长期存在 下行可能 。多数机构认为 10 年期国债收益率将围绕 1.70%-1.85% 区间运行，部分观点指向 1.70% 或更低；30 年期国债收益率预期区间在 2.0%-2.3% ，走势或相对 纠结 ，30-10 年利差后续存在 压缩空间 。分歧主要源于对后续 政策力度 、 供给冲击 及 机构行为风险 的评估差异。机构料 7 月政治局会议政策 定调或偏稳 ，对债市情绪扰动有限。
具体观点	(1) 从基本面来看，机构认为内需修复基础仍不稳固，经济呈现弱复苏与结构化特征，地产链拖累明显，对债市构成支撑。但部分观点指出二季度经济边际走弱态势有所缓解。 (2) 通胀方面，机构料 PPI 同比受外部价格因素减弱影响或将见顶回落，CPI 维持温和运行，通胀压力整体缓和。但需关注地缘冲突导致油价高位运行带来的不确定性。 (3) 从资金面来看，样本内多家机构认为税期扰动过后资金压力将边际缓释，资金利率有望回落或在窄幅区间内平稳运行，但需警惕政府债券供给放量带来的阶段性扰动。 (4) 货币政策方面，机构表示下半年存在降准可能，政策利率亦有下调空间，但短期内进一步降息概率较低，货币政策整体维持中性稳健基调，难以驱动利率单边下行。 (5) 机构行为方面，样本内机构认为配置盘（如保险、银行）需求仍存，对长端有托底作用，但交易盘久期处于高位，需警惕市场拥挤度高及潜在赎回引发的负反馈风险。 (6) 海外及其他方面，机构认为人民币汇率或维持强势，加剧“资产荒”格局利好债市；但需关注地缘冲突推升油价及通胀预期，以及全球风险资产波动可能带来的情绪传导。
策略建议	建议以 票息策略 为主，把握 调整后的 配置机会，可关注 高流动性 利率债、 哑铃型结构 ，并警惕 久期风险 ，进行 波段操作 。

数据来源：DM、广发证券发展研究中心

四、策略跟踪

(一) 静态票息

图 23：各券种广谱利率图（单位：% ，BP）

日期	政策利率			定期存款			回购利率				国债				存单		商业银行二级资本债				商业银行永续债				城投债				
	OMO	MLF	LPR	1Y	3Y	5Y	DR001	DR007	R001	R007	1Y	5Y	10Y	30Y	AAA	AA-	1Y	AAA-	1Y	AAA-	1Y	AAA-	1Y	AAA	1Y	AA-	5Y		
	7D	1Y	5Y												1Y	3Y		5Y		7Y		3Y		5Y		3Y		5Y	3Y
2023/12/29							1.65	2.02	1.83	3.07	2.08	2.40	2.56	2.83	2.40	2.91	2.65	2.85	3.00	3.10	2.75	2.94	3.05	2.80	3.03	3.26	3.14	4.81	5.94
2024/3/29	1.8	2.5	4.2	1.45	1.95	2.00	1.71	2.01	2.17	2.34	1.72	2.20	2.29	2.46	2.23	2.49	2.35	2.52	2.62	2.66	2.40	2.58	2.51	2.35	2.58	2.67	2.71	3.40	4.31
2024/6/28							1.91	2.17	2.35	2.23	1.54	1.98	2.21	2.43	1.96	2.27	2.01	2.13	2.23	2.30	2.01	2.16	2.16	2.03	2.19	2.28	2.26	2.61	3.24
2024/7/31		2.3	3.95				1.80	1.80	1.96	1.93	1.42	1.85	2.15	2.38	1.88	2.12	1.92	2.02	2.15	2.19	1.92	2.04	2.06	1.94	2.06	2.13	2.13	2.41	2.84
2024/8/30	1.7			1.35	1.75	1.80	1.53	1.70	1.66	1.91	1.49	1.85	2.17	2.37	1.97	2.26	2.05	2.17	2.26	2.38	2.06	2.20	2.17	2.08	2.19	2.28	2.40	2.60	2.94
2024/9/30			3.85				1.52	1.56	1.77	1.98	1.37	1.84	2.15	2.36	1.91	2.25	2.21	2.33	2.43	2.49	2.25	2.38	2.25	2.18	2.32	2.38	2.61	2.96	3.38
2024/10/31							1.37	1.70	1.53	1.89	1.43	1.79	2.15	2.34	1.93	2.27	2.09	2.26	2.37	2.49	2.13	2.33	2.45	2.11	2.30	2.44	2.77	3.01	3.74
2024/11/29		2.0					1.32	1.64	1.46	1.82	1.37	1.66	2.02	2.20	1.80	1.99	1.95	2.08	2.19	2.30	1.97	2.13	2.24	1.98	2.05	2.23	2.35	2.81	3.67
2025/1/24	1.5			3.6	1.10	1.50	1.79	2.10	1.85	2.90	1.34	1.47	1.66	1.89	1.74	2.07	1.84	1.85	1.88	1.88	1.86	1.90	1.93	1.87	1.88	1.95	2.33	2.45	3.17
2025/2/28							1.86	2.13	1.98	2.14	1.46	1.60	1.72	1.91	1.99	2.32	2.08	2.06	2.08	2.19	2.10	2.12	2.17	2.04	2.09	2.16	2.48	2.60	3.15
2025/3/25							1.78	1.91	1.81	2.20	1.54	1.68	1.82	2.03	1.90	2.19	1.98	2.04	2.10	2.25	2.00	2.07	2.18	1.97	2.04	2.16	2.33	2.59	3.22
2025/4/30							1.79	1.80	1.85	1.84	1.46	1.52	1.62	1.82	1.74	1.99	1.79	1.88	1.95	2.09	1.80	1.94	2.01	1.83	1.93	2.03	2.10	2.45	3.06
2025/5/30							1.48	1.66	1.57	1.74	1.46	1.56	1.67	1.90	1.71	1.95	1.77	1.87	1.96	2.10	1.77	1.90	2.02	1.74	1.84	1.96	2.01	2.33	2.92
2025/6/27							1.37	1.70	1.46	1.92	1.35	1.51	1.65	1.85	1.64	1.88	1.74	1.84	1.91	2.02	1.74	1.86	1.96	1.73	1.85	1.91	1.95	2.26	2.81
2025/7/29							1.36	1.56	1.40	1.61	1.41	1.61	1.75	2.00	1.68	1.92	1.74	1.92	2.02	2.14	1.76	1.96	2.08	1.73	1.90	2.00	1.96	2.33	2.84
2025/8/29							1.33	1.52	1.42	1.52	1.37	1.63	1.78	2.02	1.66	1.92	1.71	1.94	2.07	2.23	1.73	1.96	2.18	1.72	1.94	2.07	1.95	2.43	2.92
2025/9/26							1.32	1.53	1.33	1.55	1.38	1.62	1.80	2.12	1.69	1.94	1.80	2.11	2.31	2.52	1.82	2.17	2.41	1.77	2.07	2.20	2.04	2.59	2.98
2025/10/31							1.32	1.50	1.41	1.59	1.38	1.56	1.79	2.15	1.64	1.89	1.68	1.92	2.16	2.35	1.70	1.97	2.19	1.69	1.89	2.05	1.86	2.44	2.85
2025/11/28							1.30	1.47	1.43	1.52	1.40	1.62	1.83	2.18	1.64	1.91	1.72	1.98	2.20	2.43	1.73	2.04	2.29	1.72	1.94	2.07	1.88	2.46	2.81
2025/12/26							1.26	1.52	1.35	1.53	1.29	1.59	1.84	2.22	1.64	1.88	1.75	2.00	2.22	2.43	1.78	2.04	2.26	1.72	1.86	2.02	1.92	2.42	2.94
2026/1/30							1.33	1.59	1.51	1.64	1.30	1.58	1.81	2.26	1.60	1.85	1.68	1.93	2.13	2.35	1.70	1.93	2.21	1.69	1.85	1.97	1.85	2.29	2.85
2026/2/27							1.34	1.48	1.36	1.53	1.32	1.55	1.80	2.25	1.58	1.82	1.66	1.91	2.09	2.31	1.67	1.92	2.16	1.70	1.84	1.96	1.84	2.26	2.79
2026/3/27	1.4	-	-	3.5	0.95	1.25	1.22	1.44	1.39	1.51	1.25	1.55	1.82	2.29	1.53	1.77	1.57	1.83	2.07	2.27	1.57	1.87	2.10	1.61	1.79	1.91	1.73	2.19	2.70
2026/4/22							1.32	1.30	1.29	1.39	1.15	1.48	1.75	2.21	1.44	1.68	1.52	1.77	1.96	2.09	1.52	1.79	1.98	1.53	1.73	1.84	1.65	2.10	2.55
2026/5/29							1.33	1.38	1.39	1.40	1.16	1.42	1.71	2.21	1.43	1.66	1.50	1.69	1.85	2.03	1.51	1.70	1.90	1.46	1.65	1.76	1.58	1.99	2.41
2026/6/5							1.34	1.38	1.39	1.39	1.18	1.42	1.71	2.20	1.45	1.68	1.49	1.69	1.88	2.04	1.50	1.71	1.91	1.47	1.64	1.74	1.57	1.93	2.33
2026/6/12							1.42	1.46	1.45	1.46	1.20	1.48	1.74	2.23	1.50	1.73	1.59	1.77	1.94	2.13	1.59	1.80	1.96	1.53	1.71	1.80	1.64	1.96	2.39
2026/6/18							1.43	1.46	1.45	1.47	1.17	1.44	1.72	2.22	1.47	1.70	1.55	1.70	1.88	2.05	1.55	1.74	1.91	1.52	1.67	1.79	1.63	1.99	2.35
2026/6/26							1.37	1.47	1.40	1.51	1.13	1.44	1.73	2.22	1.48	1.71	1.56	1.71	1.89	2.05	1.57	1.74	1.90	1.51	1.65	1.77	1.66	1.98	2.35
2026/7/3							1.36	1.39	1.39	1.42	1.14	1.45	1.73	2.24	1.46	1.69	1.53	1.71	1.89	2.08	1.55	1.74	1.90	1.53	1.67	1.80	1.69	2.00	2.35
2026/7/10							1.36	1.38	1.37	1.41	1.11	1.44	1.72	2.25	1.46	1.69	1.53	1.69	1.89	2.06	1.54	1.72	1.89	1.52	1.65	1.79	1.68	1.98	2.34
2026/7/17							1.40	1.44	1.44	1.44	1.14	1.45	1.71	2.24	1.47	1.68	1.53	1.70	1.88	2.05	1.54	1.71	1.90	1.52	1.65	1.78	1.70	1.98	2.35
2026/7/23							1.36	1.39	1.38	1.42	1.14	1.44	1.71	2.20	1.48	1.69	1.53	1.70	1.89	2.04	1.54	1.72	1.91	1.52	1.66	1.78	1.70	1.98	2.35
2024年初至今	-40	-50	-70	-50	-70	-70	-29	-63	-45	-165	-94	-96	-85	-63	-93	-122	-112	-115	-111	-105	-122	-122	-115	-128	-136	-148	-144	-282	-359
修正久期	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.98	4.76	9.05	21.64	0.98	0.98	0.98	2.88	4.68	6.35	0.98	2.88	4.66	0.98	2.88	4.70	0.98	2.85	4.60
过去一周变化	-	-	-	-	-	-	-4	-4	-6	-3	-1	-1	-1	-4	1	1	0	0	1	-1	-1	0	1	0	2	0	1	0	0
本周持仓回报率(bp)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	3	7	91	-1	-1	0	-1	-3	8	1	0	-5	0	-4	2	-1	1	0
2026Ave-OMO利差	-	-	-	-	-	-	-6	1	-2	4	-22	7	35	84	8	31	15	35	54	72	16	38	57	14	31	43	27	65	108
OMO利差	0	60	210	-45	-15	-10	-4	-1	-2	2	-26	4	31	80	8	29	13	30	49	64	14	32	51	12	26	38	30	58	95
建议止盈点位	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.34	1.49	1.64	1.84	1.60	1.83	1.65	1.75	1.84	1.99	1.65	1.81	1.90	1.66	1.77	1.86	1.87	2.18	2.74
当前相称止盈点位	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-20	-5	7	36	-12	-14	-12	-5	5	5	-12	-9	1	-15	-11	-8	-17	-19	-39

数据来源：Wind、DM、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026 年 7 月 23 日，使用中债隐含评级，10Y 及 30Y 国债使用活跃券收益率

图 24：国开&地方债&信用利差情况（单位：%、BP）

日期	政策利率	国开债						地方政府债						AAA+超长债				二级资本 债利差			永续债利差			城投债利差						
	OMO 7D	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y	10Y	15Y	20Y	30Y	1Y	3Y	5Y	1Y	AAA- 3Y	5Y	1Y	AAA 3Y	5Y	1Y	AA- 3Y	5Y	
2023/12/29	1.8	2.20	2.34	2.49	2.49	2.68	2.68	2.29	2.57	2.64	2.64	2.74	2.85	2.97	3.05	3.09	3.15	30	45	51	52	56	60	39	43	44	94	246	346	
2024/3/29		1.84	2.17	2.27	2.27	2.44	2.41	1.98	2.21	2.34	2.34	2.50	2.56	2.68	2.74	2.82	2.83	22	51	35	35	56	41	51	41	40	87	122	204	
2024/6/28		1.69	1.94	2.03	2.03	2.20	2.29	1.66	1.95	2.15	2.15	2.25	2.36	2.43	2.48	2.53	2.57	12	32	19	20	32	22	34	25	25	56	67	122	
2024/7/31		1.65	1.84	1.90	1.90	2.08	2.22	1.56	1.82	2.01	2.01	2.13	2.27	2.29	2.32	2.38	2.41	13	27	18	25	27	21	29	23	23	48	57	95	
2024/8/30	1.7	1.71	1.87	1.97	1.97	2.12	2.26	1.61	1.85	2.01	2.01	2.16	2.27	2.43	2.48	2.52	2.53	18	34	30	29	35	33	37	32	31	69	73	97	
2024/9/30		1.65	1.88	1.95	1.95	2.16	2.25	1.56	1.80	1.96	1.96	2.20	2.32	2.50	2.53	2.61	2.63	27	56	45	48	60	50	53	45	43	96	108	143	
2024/10/31		1.71	1.86	1.88	1.88	2.16	2.22	1.56	1.82	2.02	2.02	2.22	2.32	2.51	2.57	2.60	2.60	39	38	39	49	42	46	40	44	55	106	114	186	
2024/11/29		1.60	1.73	1.77	1.77	2.01	2.10	1.51	1.66	1.87	1.87	2.04	2.20	2.31	2.34	2.41	2.46	35	35	35	42	36	40	38	32	45	75	108	190	
2025/1/2	1.5	1.26	1.41	1.44	1.63	1.66	1.95	1.24	1.39	1.58	1.70	1.82	2.11	2.01	2.11	2.15	2.25	37	30	34	42	35	40	42	37	44	90	102	183	
2025/1/24		1.48	1.54	1.53	1.69	1.69	1.97	1.37	1.47	1.58	1.73	1.83	2.06	2.01	2.04	2.08	2.19	35	30	35	38	35	40	39	34	42	85	91	164	
2025/2/28		1.68	1.72	1.72	1.85	1.74	2.04	1.50	1.61	1.76	1.86	1.98	2.18	2.20	2.20	2.21	2.26	39	34	37	42	39	45	35	36	44	79	88	144	
2025/3/25		1.64	1.74	1.73	1.93	1.85	2.17	1.65	1.83	1.94	2.00	2.06	2.29	2.26	2.28	2.31	2.35	34	30	36	36	33	45	32	30	43	68	85	148	
2025/4/30	1.4	1.57	1.63	1.58	1.75	1.66	2.00	1.58	1.62	1.66	1.77	1.88	2.09	2.15	2.18	2.20	2.22	23	25	38	23	30	43	27	30	46	54	82	148	
2025/5/30		1.53	1.63	1.62	1.78	1.71	2.08	1.51	1.55	1.64	1.77	1.90	2.13	2.13	2.14	2.20	2.21	24	24	34	24	27	39	21	21	34	48	70	130	
2025/6/27		1.48	1.58	1.57	1.74	1.68	2.03	1.49	1.57	1.67	1.70	1.80	2.05	2.07	2.07	2.07	2.12	26	26	34	26	29	39	26	27	34	47	69	124	
2025/7/29		1.52	1.68	1.71	1.84	1.82	2.10	1.46	1.57	1.67	1.75	1.83	2.10	2.18	2.18	2.18	2.20	22	24	31	24	28	37	21	22	29	45	66	112	
2025/8/29	1.4	1.53	1.69	1.77	1.90	1.88	2.20	1.49	1.58	1.75	1.91	1.96	2.31	2.25	2.26	2.27	2.33	18	25	30	20	27	41	18	24	30	41	74	115	
2025/9/26		1.62	1.80	1.82	1.97	2.04	2.34	1.49	1.63	1.85	1.99	2.10	2.40	2.44	2.49	2.51	2.55	18	31	49	20	37	60	14	27	39	42	79	116	
2025/10/30		1.60	1.72	1.76	1.92	1.96	2.33	1.46	1.59	1.73	1.90	2.00	2.39	2.28	2.38	2.41	2.47	9	20	40	10	25	43	9	17	28	26	72	109	
2025/11/27		1.63	1.73	1.81	1.94	2.00	2.34	1.46	1.60	1.74	1.82	2.04	2.38	2.36	2.43	2.45	2.51	9	27	40	10	32	50	9	22	26	25	73	100	
2025/12/26	1.4	1.53	1.67	1.78	1.94	1.98	2.39	1.41	1.58	1.67	1.82	2.04	2.38	2.36	2.44	2.47	2.55	23	32	44	25	37	48	19	19	24	40	74	115	
2026/1/30		1.58	1.69	1.80	1.92	1.99	2.42	1.32	1.53	1.68	1.78	2.02	2.45	2.32	2.38	2.46	2.53	10	23	33	11	24	42	11	16	17	27	60	105	
2026/2/27		1.57	1.67	1.76	1.87	1.98	2.43	1.33	1.52	1.66	1.81	2.01	2.49	2.30	2.39	2.44	2.53	9	23	33	9	25	40	12	17	20	26	58	103	
2026/3/27		1.46	1.59	1.69	1.84	1.96	2.48	1.26	1.50	1.67	1.77	2.00	2.51	2.25	2.37	2.48	2.53	11	24	38	11	29	41	15	21	22	27	60	101	
2026/4/22	1.4	1.38	1.54	1.63	1.76	1.83	2.34	1.29	1.38	1.58	1.74	1.91	2.44	2.11	2.26	2.42	2.49	14	23	33	14	24	35	15	18	21	27	55	91	
2026/5/29		1.35	1.45	1.55	1.69	1.77	2.33	1.25	1.36	1.48	1.66	1.84	2.42	2.10	2.24	2.38	2.44	15	23	30	15	25	34	11	20	20	22	53	86	
2026/6/5		1.36	1.45	1.57	1.68	1.77	2.31	1.28	1.38	1.51	1.64	1.80	2.40	2.04	2.19	2.33	2.42	14	24	31	14	26	34	11	19	17	21	48	76	
2026/6/12		1.38	1.48	1.60	1.73	1.80	2.33	1.29	1.42	1.54	1.67	1.85	2.44	2.12	2.25	2.39	2.45	21	29	33	21	32	36	15	23	20	26	48	79	
2026/6/18	1.4	1.38	1.46	1.55	1.69	1.78	2.33	1.26	1.40	1.54	1.69	1.85	2.41	2.09	2.21	2.37	2.43	17	24	33	18	28	35	15	21	24	26	53	79	
2026/6/26		1.38	1.45	1.55	1.68	1.78	2.33	1.24	1.39	1.53	1.68	1.86	2.39	2.08	2.22	2.36	2.43	18	26	34	19	28	35	13	20	22	28	53	80	
2026/7/3		1.36	1.47	1.55	1.68	1.80	2.38	1.26	1.39	1.55	1.69	1.87	2.42	2.08	2.23	2.38	2.44	18	24	34	19	27	35	17	20	25	33	53	80	
2026/7/10		1.36	1.48	1.55	1.67	1.79	2.36	1.22	1.39	1.53	1.66	1.84	2.40	2.07	2.22	2.37	2.43	17	22	34	18	24	34	15	18	24	32	50	80	
2026/7/17	1.4	1.40	1.49	1.55	1.67	1.79	2.35	1.23	1.39	1.53	1.66	1.83	2.40	2.07	2.19	2.36	2.43	13	21	33	14	23	34	12	16	23	30	50	80	
2026/7/23		1.40	1.51	1.56	1.67	1.78	2.31	1.22	1.38	1.52	1.64	1.82	2.36	2.07	2.18	2.34	2.42	12	19	33	14	21	35	11	16	22	30	47	79	
2024年初至今 (bp)	-40	-80	-87	-94	-81	-88	-30	-103	-118	-109	-95	-87	-43	-89	-82	-71	-72	-18	-26	-18	-38	-35	-25	-28	-27	-22	-64	-199	-267	
过去一周变化	-	0	2	1	1	0	-4	-1	-1	-1	-2	-1	-4	0	-2	-2	-1	-1	-2	0	-1	-2	0	0	0	-1	0	-2	-1	
2026Ave-OMO利差	-	2	14	24	37	46	99	-12	3	19	32	52	105	76	89	101	108	30	54	78	30	61	85	30	51	58	48	100	140	
OMO利差	-	0	11	16	27	38	91	-18	-2	12	24	42	96	67	78	94	102	13	30	49	41	59	126	-7	14	34	54	89	175	
建议止盈点位	-	1.45	1.56	1.56	1.71	1.66	2.01	1.44	1.51	1.60	1.68	1.77	2.02	2.02	2.04	2.05	2.07	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
当前相较止盈点位	-	-4	-5	0	-3	12	31	-22	-13	-8	-4	5	34	5	14	29	34	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源： Wind、DM、广发证券发展研究中心。注：信用利差由同期限信用债减国开债利率计算得出，统计时间截至 2026 年 7 月 23 日。

图 25：信用-国开：利差分位数情况（单位：%、BP）

日期	银行普通债利差分位数			二级资本债利差分位数			永续债利差分位数			城投债利差分位数					
	AAA	3Y	5Y	AAA	3Y	5Y	AAA	3Y	5Y	AAA	3Y	5Y	AA-	3Y	5Y
2024/6/28	90	46	42	72	7	0	66	8	2	79	62	40	67	35	56
2024/7/31	71	40	49	59	5	10	56	3	5	65	52	30	52	17	16
2024/8/30	92	82	62	79	74	17	78	70	20	88	81	56	78	53	18
2024/9/30	100	96	85	100	99	96	100	98	93	100	98	82	96	94	67
2024/10/31	70	99	99	93	95	97	94	97	97	96	98	100	99	96	94
2024/11/29	68	85	95	86	90	83	81	90	80	89	81	91	83	94	96
2025/1/24	99	85	88	88	78	57	89	80	52	95	86	79	93	78	81
2025/2/28	98	93	70	96	89	63	95	89	75	84	90	88	88	75	67
2025/3/25	82	77	71	79	76	63	79	73	74	74	76	82	77	72	73
2025/4/30	55	72	84	48	52	69	47	62	66	57	76	92	64	68	72
2025/5/30	55	59	68	52	48	49	50	41	48	47	43	65	53	46	62
2025/6/27	59	69	73	57	62	51	55	52	47	55	70	65	51	43	58
2025/7/29	52	46	52	46	50	26	51	51	37	46	51	50	47	33	43
2025/8/29	39	53	41	38	52	22	41	41	57	42	60	52	41	54	49
2025/9/26	33	26	62	38	82	98	41	84	99	27	67	72	43	65	50
2025/10/30	8	39	53	4	11	79	8	22	65	5	7	48	14	51	35
2025/11/27	2	45	20	7	64	80	5	68	87	3	49	42	8	53	19
2025/12/25	38	61	21	49	84	88	52	87	82	45	28	29	36	56	46
2026/1/30	15	27	4	10	39	42	13	18	60	9	5	1	15	24	31
2026/2/27	4	17	18	5	40	42	4	25	49	17	9	11	14	19	25
2026/3/27	18	27	18	13	48	73	12	53	55	30	39	20	19	26	20
2026/4/22	30	6	15	23	33	35	21	21	26	33	18	16	18	14	14
2026/5/9	28	11	10	31	58	46	30	46	21	36	37	36	15	20	14
2026/5/15	23	9	14	28	51	52	25	38	34	24	31	33	7	17	11
2026/5/22	27	0	0	32	34	20	29	19	17	15	22	11	2	9	10
2026/5/29	21	2	5	28	38	20	26	24	18	8	33	14	2	9	9
2026/6/5	23	2	1	22	45	27	21	33	16	11	28	1	0	0	0
2026/6/12	39	14	26	45	73	43	44	67	33	31	54	10	10	1	4
2026/6/18	35	16	32	37	48	34	35	47	30	29	42	32	12	9	4
2026/6/26	31	12	29	39	60	48	39	49	28	23	33	23	21	7	7
2026/7/3	35	8	35	37	47	48	38	42	27	38	32	38	30	7	4
2026/7/10	33	4	33	35	26	48	35	19	19	32	15	35	28	3	5
2026/7/17	20	3	28	20	21	37	22	10	19	12	4	29	23	3	6
2026/7/23	17	3	21	17	11	37	19	3	22	10	3	21	24	0	4
2024年6月至今 (pct)	-73	-43	-21	-55	4	37	-47	-5	20	-68	-59	-19	-44	-35	-52
过去一周变化	-3	0	-7	-3	-10	0	-3	-8	3	-2	-1	-8	1	-3	-2

(二) 各典型策略测算与个券图谱

1.各典型策略：收益率测算

我们根据债市各类因子及市场偏好特征构建了城投、产业、二永债的典型组合，以观察各类策略的整体综合业绩情况。

本周，截至 7 月 24 日，城投债、产业债、二永债均以超长期策略相对占优。模拟组合来看，本周以高波动组合相对占优。

图 26：各策略配置方法收益测算（单位：% ，BP）

信用策略			配置仓位	流动性仓位	本周			年初以来	近3个月	近6月
					票息收益	资本利得收益	综合收益	综合收益	综合收益	综合收益
城投	高等级短久期	【1YAAA城投债*80%】	3YAAA-银行 二级资本债 *20%	3.9	-0.2	3.7	348	56	127	
	短久期下沉	【1YAA-城投债*80%】		4.3	-0.6	3.7	381	54	135	
	久期中性下沉	【2YAA-城投债*80%】		4.4	0.3	4.7	428	70	162	
	小哑铃	【1YAA-城投债*40%】 + 【5YAAA城投债*40%】		4.3	0.3	4.6	415	67	169	
	拉久期下沉	【3YAA-城投债*80%】		4.8	0.4	5.3	504	91	213	
	高等级拉久期	【5YAAA城投债*80%】		4.3	1.3	5.6	449	80	204	
	超长期城投	【10YAAA城投债*80%】		4.7	9.4	14.0	639	125	331	
产业	高等级短久期	【1YAAA产业债*80%】	3YAAA-银行 二级资本债 *20%	3.9	-0.2	3.7	349	55	127	
	短久期下沉	【1YAA产业债*80%】		4.1	-0.6	3.5	369	58	136	
	久期中性下沉	【2YAA产业债*80%】		4.2	0.7	4.9	398	66	157	
	拉久期下沉	【3YAA产业债*80%】		4.3	0.8	5.1	447	80	193	
	高等级拉久期	【5YAAA产业债*80%】		4.3	2.6	6.9	454	82	194	
	超长期产业	【10YAAA产业债*80%】		4.6	11.7	16.3	625	104	289	
二永	高等级短久期	【1YAAA-二级资本债*50%】 + 【1YAAA-银行永续债*50%】	不设置	3.9	0.5	4.3	330	49	114	
	短久期下沉	【1YAA-二级资本债*50%】 + 【1YAA-银行永续债*50%】		4.0	0.2	4.2	341	51	118	
	久期中性下沉	【3YAA-二级资本债*50%】 + 【3YAA-银行永续债*50%】		4.3	-0.2	4.0	438	85	175	
	拉久期下沉	【5YAA+二级资本债*50%】 + 【5YAA+银行永续债*50%】		4.4	-2.6	1.8	531	96	263	
	高等级拉久期	【10YAAA-二级资本债*60%】 + 【5YAAA-银行永续债*40%】		4.5	4.1	8.6	658	118	330	
代表性基金	十年国债ETF(久期=7.98年)						12.8	218.8	73.9	188.8
	国债ETF东财(久期=1.86年)						1.5	86.9	31.3	84.6
	货基(天弘余额宝)						1.6	51.9	22.0	47.0
模拟组合	高波动组合						6.2	397.6	106.4	351.4
	低波动组合						2.0	277.5	75.4	218.4

数据来源： iFinD、Wind、广发证券发展研究中心
注：票息以 2024 年 6 月 28 日的配置的中债估值收益率做测算，统计截至日期为 7 月 23 日。

(三) 市场核心：样本个券收益率图谱

图 27：样本个券收益率图谱

板块	主体名称	隐含评级	存续债券余额 (亿元)	1Y期 收益率	1Y期 收益率变化 (bp)	3Y期收 益率	3Y期 收益率变化 (bp)	5Y期收 益率	5Y期 收益率变化 (bp)
城投	西安高新	AA(2)	652	2.07	-1	2.38	3	2.65	5
	云南投资	AA(2)	486	1.63	-1	1.94	-2	2.33	1
	津城建	AA	986	1.58	-2	1.84	1	2.07	0
	青岛城投	AA+	897	1.58	0	1.82	-1	2.06	-1
	鄂联投	AA	581	1.65	0	1.90	-1	-	-
	河南航空港	AA(2)	678	1.64	-1	1.88	-2	-	-
	吉林高速	AA(2)	440	1.59	-1	1.78	-2	-	-
银行二永	民生银行	AA+	8656	1.51	-1	1.79	0	2.01	0
	渤海银行	AA	3210	-	-	1.81	0	1.96	0
	工商银行	AAA-	27522	1.50	0	1.67	0	1.88	1
	成都农商	AA	811	1.52	0	1.74	0	-	-
	天津银行	AA	1432	-	-	1.92	0	-	-
板块	主体名称	隐含评级	存续债券余额 (亿元)	1Y期收 益率	1Y期 收益率变化 (bp)	3Y期收 益率	3Y期 收益率变化 (bp)	5Y期收 益率	5Y期 收益率变化 (bp)
地产	首开股份	AA	655	3.18	1	4.59	0	-	-
	珠江实业	AA	191	2.36	0	2.83	0	-	-
	建发地产	AA+	306	1.92	-1	2.54	0	2.63	-2
	保利置业	AA+	216	1.85	0	2.34	1	-	-
	珠海华发	AA	397	2.94	1	-	-	-	-
	铁建房地产	AA+	362	1.79	0	-	-	-	-
央企	东方资管	AAA-	728	1.49	0	1.78	0	-	-
	节能集团	AA+	467	1.55	0	1.70	0	1.85	-1
民企	宏桥新材料	AA	147	1.67	-1	2.20	0	2.32	-1
	海尔金盈	AA	110	1.77	-1	2.00	0	-	-
	平安租赁	AA+	1184	1.59	-1	1.99	0	-	-
	远东租赁	AA	517	1.68	-1	-	-	-	-
煤炭	华阳新材料	AA	316	1.66	0	2.03	0	2.48	-2
	晋能煤业	AA	893	1.65	0	1.84	0	2.13	-2
	晋能电力	AA	619	1.61	2	1.82	0	2.04	-1
	陕煤化	AA+	975	1.55	0	1.72	0	1.86	-1
	冀中能源	AA	368	1.90	0	2.32	0	-	-
	兖矿能源	AA+	605	1.57	-1	1.75	-1	-	-
钢铁	河钢集团	AA+	1144	1.59	0	1.84	0	1.98	-2
	首钢集团	AA+	735	1.54	0	1.71	0	1.96	-1
	山钢集团	AA	473	1.69	0	1.91	0	-	-

数据来源：iFinD、Wind、广发证券发展研究中心

注：统计截至日期为 7 月 23 日。

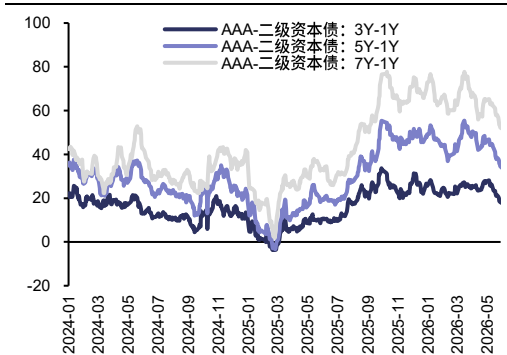
(四) 个券比价情况与期限结构

历史经验表明，二永债的急跌往往由超预期外部事件触发（如 2023 年 9 月地产政策放松、2024 年“924”后货币政策转向适度宽松、2025 年 2 月市场对宽松预期透支后的调整）。然而，由于长周期的多空因素并未发生根本变化，其估值在冲击后均会逐步修复。

从比价效应看，当前二永债比价优势凸显。自 2023 年下半年资产荒行情演绎以来，高等级二永债与城投债的收益率关系已发生反转，二永债收益率多数时间低于城投债。当前二永债收益率偏高，主要源于去年三季度赎回费率新规的扰动。目前该利空已基本出尽，但二永债估值修复仍不充分。在收益率曲线陡峭化、且二永债比价优势突出的环境下，利差仍有压缩空间。

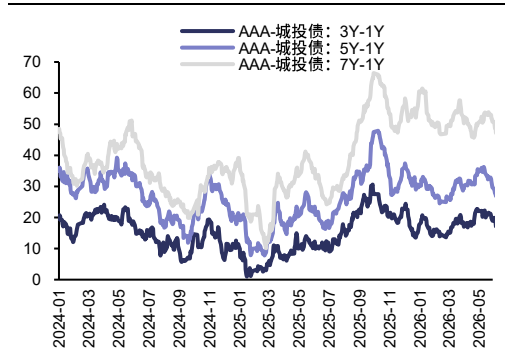
本周，城投债-二级资本债利差分化，5Y 二级资本债比价效应仍较突出，存在性价比。1Y、3Y 城投债仍有一定性价比；7-10Y 地方债值得关注；关注地产债修复右侧机会。

图 28：城投债期限利差情况（单位：BP）



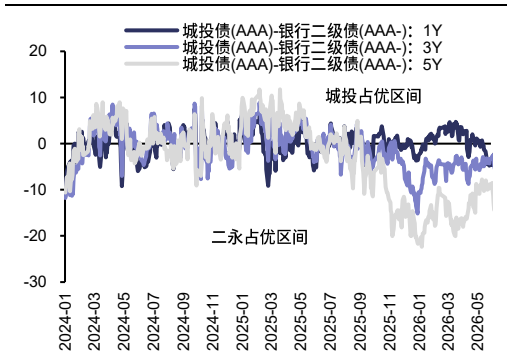
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：截至 2026 年 7 月 23 日

图 29：二级资本债期限利差情况（单位：BP）



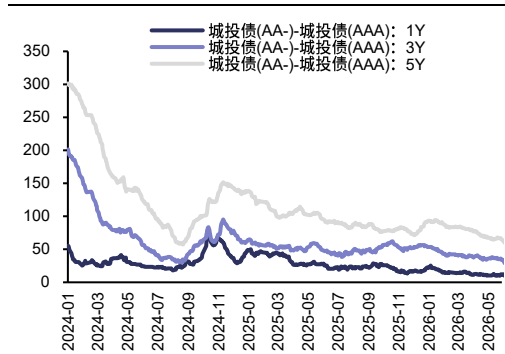
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：截至 2026 年 7 月 23 日

图 30：城投债-银行二级债情况（单位：BP）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：截至 2026 年 7 月 23 日

图 31：城投债等级利差情况（单位：BP）

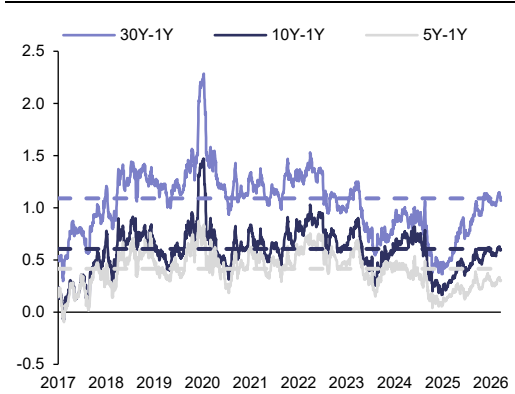


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：截至 2026 年 7 月 23 日

当前长短端利差较 2025 年低位已明显回升，长短端利差自低位明显修复，收益率曲线重新呈现陡峭化特征。但若放在更长周期中，整体尚未回到 2020 年和 2022 年的高位。但近期期限利差有所回落。

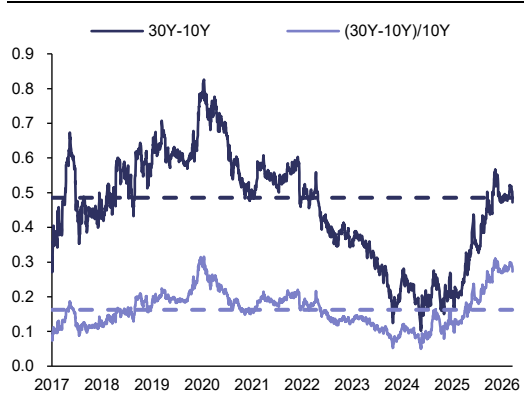
近 1 年来看，当前国债期限利差普遍处于高位，曲线整体明显走陡，本周有所回落。中长端利差明显收敛，但仍处于 2025 年以来的高点。处于近三年较高分位的是 10Y-5Y、10Y-1Y 和 30Y-1Y 利差，分别在 87.8%、85.4%和 78.5%，30Y-10Y/10Y 仍处高位。

图 32：国债期限利差走势（%）



数据来源：Wind、iFinD、广发证券发展研究中心
注：截至 2026 年 7 月 23 日，图中所标横线分别为各期限利差在八年间的中位数。

图 33：30-10Y 国债利差走势（%）



数据来源：Wind、iFinD、广发证券发展研究中心
注：截至 2026 年 7 月 23 日，图中所标横线分别为各期限利差在八年间的中位数。

表 3：国债期限利差历史分位值

	近 1 年分位（2025 年至今）	近 3 年分位（2023 至今）	近 8 年分位（2017 至今）
30Y-1Y	78.50%	90.30%	47.50%
10Y-1Y	85.40%	68.00%	47.40%
5Y-1Y	74.40%	51.40%	26.10%
30Y-10Y	58.20%	86.10%	46.20%
10Y-5Y	87.80%	82.30%	90.50%

数据来源：Wind、iFinD、广发证券发展研究中心。注：截至 2026 年 7 月 23 日。

从曲线形态来看，7Y 二级资本债以及 8Y 城投债凸点明显； 1Y、3Y 城投债仍有一定性价比；关注地产债修复右侧机会。

图 34：各板块利差比较（单位：%、BP）



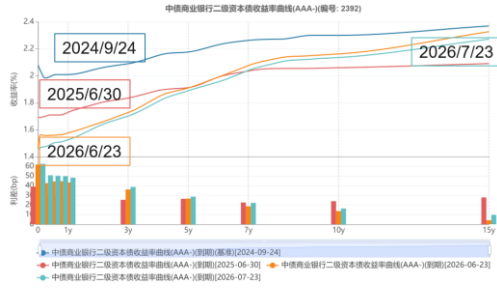
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026 年 7 月 23 日。

图 35：国债收益率期限结构（单位：%、BP）



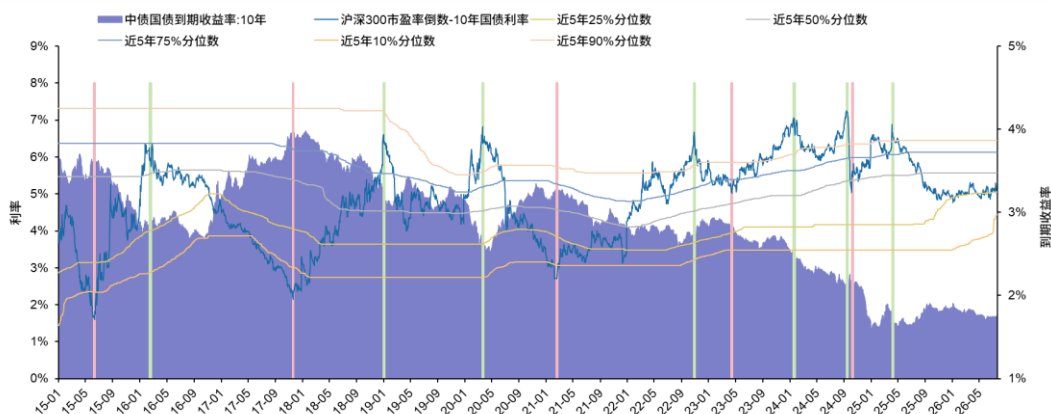
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心
注：统计时间截至 2026 年 7 月 23 日。

图 36：二级资本债收益率期限结构（单位：%、BP）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心
注：统计时间截至 2026 年 7 月 23 日。

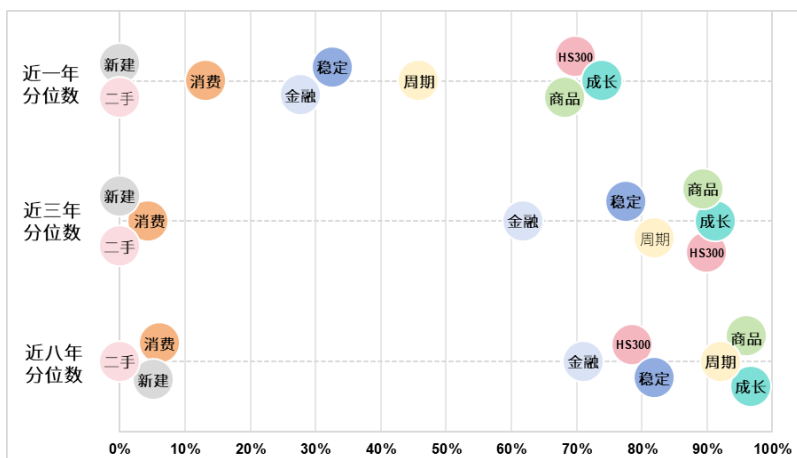
图 37：沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率（ERP）与 10 年国债 YTM



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：红色柱线：ERP 底部拐点，提示债券极具相对性价比，未来易债涨股跌；绿色柱线：ERP 顶部拐点，提示权益具相对性价比，未来易股涨债跌。

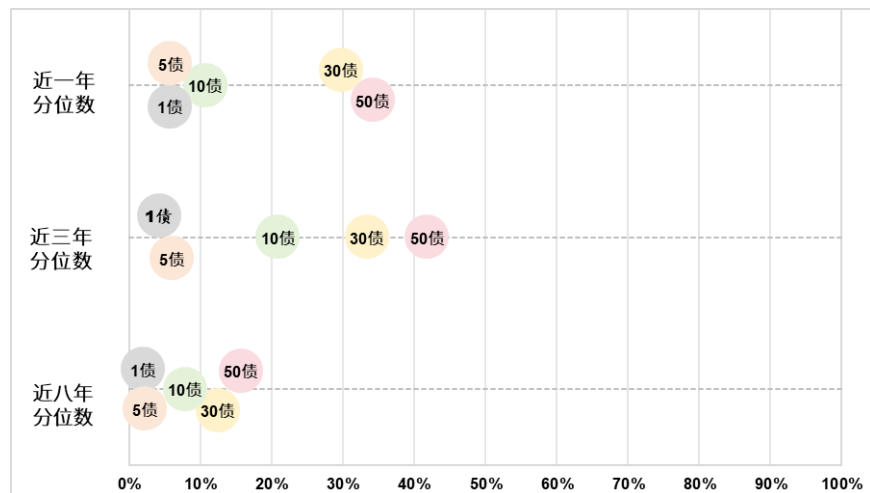
图 38：股商房所处历史分位数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：“新建”代表 70 城新建商品住宅价格指数；“二手”代表 70 城二手住宅价格指数；“消费”代表消费股，“金融”、“稳定”、“周期”和“成长”以此类推；“HS300”为沪深 300 指数；“商品”代表南华商品指数。

图 39：债券所处历史分位数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。

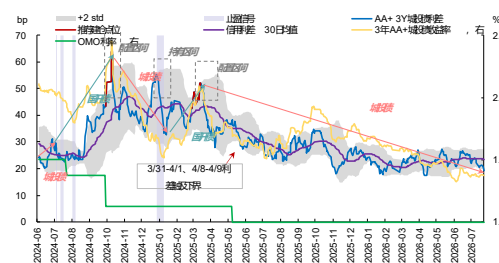
（五）布林带择时

根据信用-国开构建信用利差生成布林带，针对上下轨的相对位置以及信用债与 OMO 利差进行择时处理：1、配置信号：利差触及布林带上轨；2、绝对止盈信号：如果 1 年 AAA-二永-OMO 利差 $<20\text{bp}$ ；3、相对止盈信号：触及下轨，选择平配；

历史择时超额：根据这一策略，去年 630 以来二级资本债和城投债历史择时超额为 0.66% 和 0.83%。

当前信号：3 年 AA+城投债触及下轨，3 年 AA+二级资本债触及下轨，均建议平配。

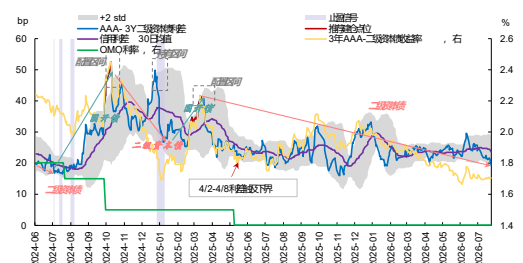
图 40：3 年 AA+城投债-国开债信用利差布林带（单位：%、BP）



数据来源：Wind、iFinD、广发证券发展研究中心

统计时间：2026 年 7 月 23 日。

图 41：3 年 AAA-二级资本债-国开债信用利差布林带（单位：%、BP）



数据来源：Wind、iFinD、广发证券发展研究中心

统计时间：2026 年 7 月 23 日。

表 4： 3 年 AA+城投债择时策略收益

始	末	策略	累计收益 (择时)	累计收益 (不择时)	累计 超额收益
2024/6/3	2024/7/3	持有城投债	0.37	0.37	0.00
2024/7/4	2024/9/30	持有国开债	0.85	0.25	0.60
2024/10/8	2025/1/9	持有城投债	2.86	2.26	0.60
2025/1/10	2025/2/27	持有国开债	2.32	1.49	0.83
2025/2/28	2026/7/23	持有城投债	5.33	4.50	0.83

数据来源：iFinD、Wind、广发证券发展研究中心。统计时间：2026 年 7 月 23 日。

表 5： 3 年 AAA-二级资本债择时策略收益

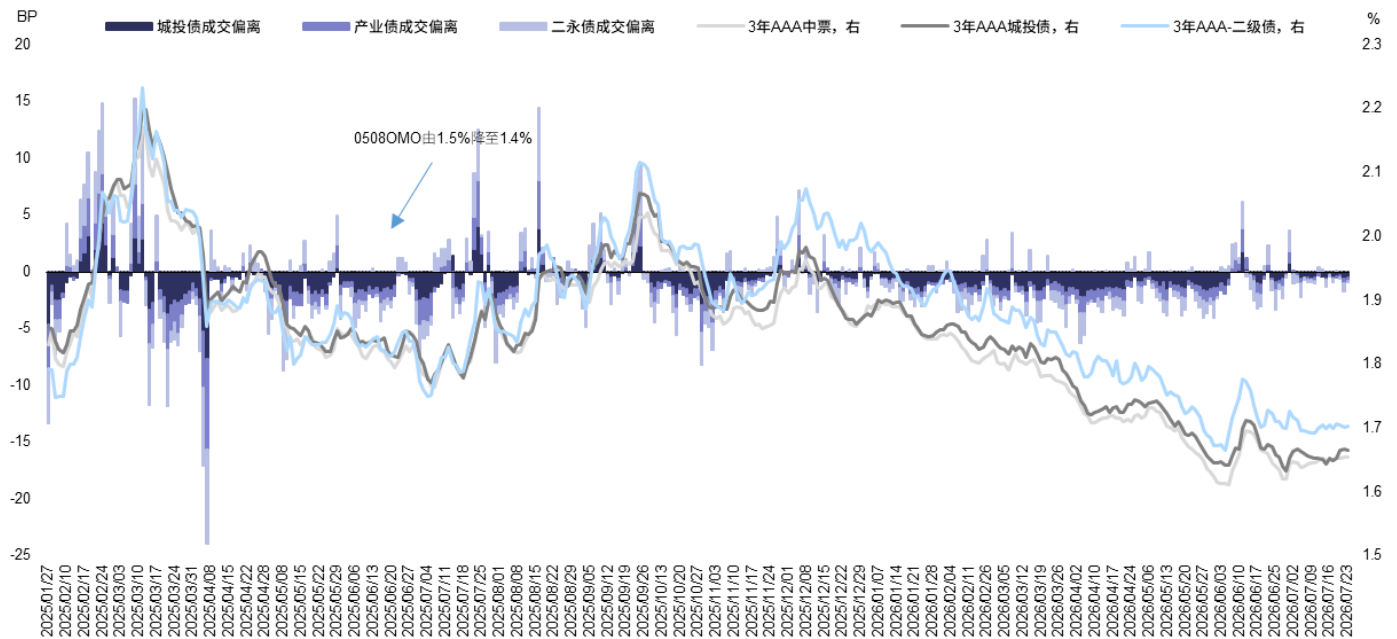
始	末	策略	累计收益 (择时)	累计收益 (不择时)	累计 超额收益
2024/6/3	2024/7/3	持有二级资本债	0.54	0.54	0.00
2024/7/4	2024/9/27	持有国开债	1.22	0.69	0.53
2024/9/29	2025/1/9	持有二级资本债	2.75	2.23	0.53
2025/1/10	2025/2/24	持有国开债	2.21	1.56	0.66
2025/2/25	2026/7/23	持有二级资本债	5.09	4.43	0.66

数据来源：iFinD、Wind、广发证券发展研究中心。统计时间：2026 年 7 月 23 日。

二永债估值偏离成交幅度大致领先信用债收益率 1-3 个交易日。复盘来看，2024 年 630 以来这一指标曾三次领先：2024 年 9 月 26 日，二永债偏离估值成交幅度相比 9 月 25 日提升接近 5bp，随即 9 月 27 日信用债出现较大调整；10 月 9 日二永债偏离估值成交幅度相比 10 月 8 日下降 5bp，次日信用债开启修复行情；2025 年 1 月 2 日-1 月 3 日二永债偏离成交幅度连续大幅上行，3 个交易日后信用债市场出现由负 carry 主导的调整行情。

本周，二永债基本均为低估值成交，市场情绪较为平稳。

图 42：各类信用债估值偏离成交幅度与信用债收益率走势（单位：%、BP）



数据来源：Wind、qeubee、广发证券发展研究中心。截止 2026 年 7 月 23 日。

（六）赎回指数

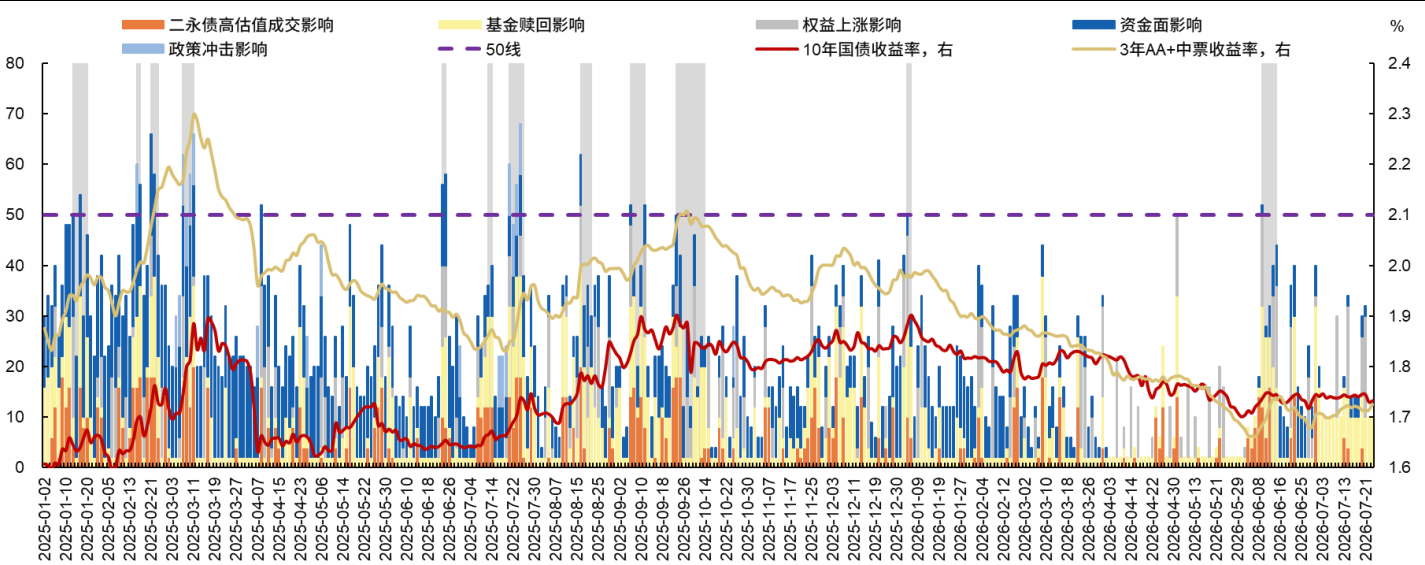
2024 年大型赎回潮出现在 2024 年 9 月底-10 月初，赎回风险主要来自政策冲击与权益上涨，信用债折价成交亦加剧了赎回力度。2024 年 9 月 24 日一揽子金融政策的出台显著推高赎回风险指数至 60 分以上，此后二永债高估值成交、权益上涨与债基赎回几乎同时出现，拉动赎回风险指数达到 88 分的峰值。2025 年的两轮赎回潮分别出现在 1 月-3 月上旬和 7 月末。

第一轮赎回潮：与 2024 年 9-10 月不同，2025 年 1 月-3 月上旬赎回的核心原因在于资金面收紧。2025 年 1 月-2 月，央行有意纠偏过度宽松预期，因此公开市场操作态度偏谨慎，导致资金面承压。1-2 月资金面得分在赎回风险指数中占比明显高于去年 9 月底，债市负 carry 加剧下债基遭到抛售，标志本轮赎回潮的开始。此外，权益走强亦对本轮赎回潮起到助推作用。

第二轮赎回潮：7 月末赎回风险主要来自于风险资产走强与政策冲击。7 月以来反内卷政策持续推进落实，供需格局优化预期推动 A 股持续上攻，7 月 24 日 A 股时隔 9 个月重回 3600 点。商品亦有亮眼表现，南华黑色指数从 7 月 1 日至 7 月 25 日上涨 15%。风险资产走强下，债市情绪受到明显压制，“下跌-赎回-抛售”负反馈再度演绎，7 月 21 日-7 月 24 日赎回风险指数升至 50 以上。

本周，赎回风险指数未突破 50，暂无负反馈压力。

图 43：2025 年下半年以来赎回风险指数复盘（单位：%）



数据来源：Wind、qeube、广发证券发展研究中心。截止 2026 年 7 月 23 日。

五、基本面数据跟踪

本周公布数据：7 月 MLF 净投放 1000 亿元，LPR 继续按兵不动。

下周预计公布经济数据：7 月 PMI（7/31），建议关注。

图 44：经济数据概览图（单位：%）

类别	累计同比	22年底	23年底	24年Q1	24年Q2	24年Q3	24年Q4	25年Q1	25年4月	25年5月	25年6月	25年7月	25年8月	25年9月	25年10月	25年11月	25年12月	26年1月	26年2月	26年3月	26年4月	26年5月	26年6月	
国内增长 (累计同比)	GDP增速	3.13	5.42	5.30	4.90	4.80	5.00	5.40	5.30	5.20	5.00	4.80	4.60	4.50	4.30	4.00	3.70	5				4.30		
	社会消费品零售总额	-0.20	7.20	4.70	3.70	3.30	3.50	4.60	4.70	5.00	5.00	4.80	4.60	4.50	4.30	4.00	3.70	2.8		2.4		1.9	1.40	1.30
	固定资产投资总额	5.10	3.00	4.50	3.90	3.40	3.20	4.20	4.00	3.70	2.80	1.60	0.50	-0.50	-1.70	-2.60	-3.80	1.8		1.7		-1.6	-4.10	-5.70
	基础设施建设投资	11.52	8.24	8.75	7.70	9.26	9.19	11.50	10.85	10.42	8.90	7.29	5.42	3.34	1.51	0.13	-1.48	11.4		8.9		4.3	0.75	-2.41
	制造业投资	9.10	6.50	9.90	9.50	9.20	9.20	9.10	8.80	8.50	7.50	6.20	5.10	4.00	2.70	1.90	0.60	3.1		4.1		1.2	-0.40	-1.20
外汇贸易 (当月同比)	房地产开发投资	-10.00	-9.60	-9.50	-10.10	-10.10	-10.60	-9.90	-10.30	-10.70	-11.20	-12.00	-12.90	-13.90	-14.70	-15.90	-17.20	-11.1		-11.2		-13.7	-16.20	-18.00
	进出口金额	-10.46	1.34	-5.33	3.67	1.39	6.45	4.90	4.50	1.30	3.90	5.90	3.10	7.90	-0.30	4.30	6.20	15.71	27.70	12.70	18.70	22.60	30.60	
	出口金额	-12.59	2.15	-7.71	8.42	2.33	10.67	12.20	8.00	4.60	5.80	7.10	4.30	8.20	-1.10	5.90	6.60	10.00	39.60	2.50	14.10	19.40	27.00	
	对美出口金额	-19.51	-6.89	-15.92	6.60	2.16	15.59	9.09	-21.03	-34.52	-16.13	-21.67	-33.12	-27.03	-25.17	-28.58	-30.01	-11.00		-16.30		11.31	35.41	13.87
	进口金额	-7.53	0.29	-2.14	-2.63	0.13	0.84	-4.30	-0.30	-3.30	1.20	4.20	1.40	7.40	1.00	1.90	5.70	25.64	13.80	27.80	25.30	27.40	36.00	
价格指标 (当月同比)	美元/人民币	6.96	7.08	7.10	7.13	7.01	7.19	7.18	7.20	7.18	7.16	7.15	7.10	7.11	7.09	7.08	7.03	6.97	6.92	6.92	6.86	6.82	6.81	
	人民币汇率指数	100.03	98.14	99.83	99.76	98.36	101.47	98.77	96.20	95.58	95.35	96.76	96.57	96.77	97.61	97.92	97.99	96.99	98.58	100.87	100.17	100.66	102.59	
	外汇储备(万亿美元)	-3.77	3.53	1.94	0.92	6.46	-1.10	-0.15	2.53	1.65	2.95	1.10	1.03	0.67	2.52	2.47	4.86	5.92	6.22	3.13	3.93	4.78	2.98	
	CPI	1.80	-0.30	0.10	0.20	0.40	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.10	0.00	-0.40	-0.30	0.20	0.70	0.80	0.20	1.30	1.00	1.20	1.20	1.00	
	PPI	-0.70	-2.70	-2.80	-0.80	-2.80	-2.30	-2.50	-2.70	-3.30	-3.60	-3.60	-2.90	-2.30	-2.10	-2.20	-1.90	-1.40	-0.90	0.50	2.80	3.90	4.10	
景气指数	核心CPI	0.70	0.60	0.60	0.60	0.10	0.40	0.50	0.50	0.60	0.70	0.80	0.90	1.00	1.20	1.20	1.20	0.80	1.80	1.10	1.20	1.10	1.00	
	CPI: 非食品	1.10	0.50	0.70	0.80	-0.20	0.20	0.20	0.00	0.00	0.10	0.30	0.50	0.70	0.90	0.80	0.80	0.40	1.30	1.20	1.80	1.90	1.50	
	制造业PMI	47.00	49.00	50.80	49.50	49.80	50.10	50.50	49.00	49.50	49.70	49.30	49.40	49.80	49.00	49.20	50.10	49.30	49.00	50.40	50.30	50.00	50.30	
	非制造业PMI	41.60	50.40	53.00	50.50	50.00	52.20	50.80	50.40	50.30	50.50	50.10	50.30	50.00	50.10	49.50	50.20	49.40	49.50	50.10	49.40	50.30	50.40	
	M1	3.70	1.30	2.30	-1.70	-3.30	1.20	1.60	1.50	2.30	4.60	5.60	6.00	7.20	6.20	4.90	3.80	4.90	5.90	5.10	5.00	5.50	4.00	
金融数据	M2	11.80	9.70	8.30	6.20	6.80	7.30	7.00	8.00	7.90	8.30	8.80	8.80	8.40	8.20	8.00	8.50	9.00	9.00	8.50	8.60	8.60	8.00	
	人民币贷款	23.89	-16.43	-20.57	-30.16	-31.17	-15.38	17.80	-61.64	-34.74	5.16	-119.23	-34.44	-18.87	-56.00	-32.76	-10.06	-8.19	-10.89	-17.86	-103.57	-16.13	-28.13	
	社融规模存量	9.60	9.50	8.70	8.10	8.00	8.00	8.40	8.70	8.70	8.90	9.00	8.80	8.70	8.50	8.50	8.30	8.20	8.20	7.90	7.80	7.70	7.40	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026 年 7 月 23 日；美元/人民币、人民币汇率指数、PMI 为数据原始值，未作同比计算。

图 45：调查数据概览图（单位：%）

类别	累计同比	23年底	24年Q1	24年Q2	24年Q3	24年Q4	25年Q1	25年Q2	25年7月	25年8月	25年9月	25年10月	25年11月	25年12月	26年1月	26年2月	26年3月	26年4月	26年5月	26年6月
失业率	城镇调查失业率	5.10	5.20	5.00	5.10	5.10	5.20	5.00	5.20	5.30	5.20	5.10	5.10	5.10	5.20	5.30	5.40	5.20	5.10	5.00
	城镇调查失业率:16-24岁劳动力(不含在校生)	14.90	15.30	13.20	17.60	15.70	16.50	14.50	17.80	18.90	17.70	17.30	16.90	16.50	16.30	16.10	16.90	16.30	15.60	14.90
	城镇调查失业率:25-29岁劳动力(不含在校生)	6.10	7.20	6.40	6.70	6.60	7.20	6.70	6.90	7.20	7.20	7.20	7.20	6.90	6.80	7.20	7.70	7.40	7.20	7.10
	城镇调查失业率:30-59岁劳动力(不含在校生)	3.90	4.10	4.00	3.90	3.90	4.10	4.00	3.90	3.90	3.90	3.80	3.80	3.90	4.00	4.20	4.30	4.20	4.10	4.00
收入指数	当期收入感受指数	47.10	48.00	46.60	45.70	46.00	46.30	45.00	46.50			46.10			未披露					
	未来收入信心指数	47.00	47.00	45.60	45.20	45.10	45.60	45.00	45.90			45.80								
就业指数	当期就业感受指数	34.10	35.10	33.80	30.20	30.00	30.30	28.50	25.80			29.20								
	未来就业预期指数	45.10	45.20	43.40	41.30	41.50	43.00	41.70	42.10			42.20								
物价指数	未来物价预期指数	59.20	56.10	58.10	60.90	59.80	57.10	56.40	57.10			57.10								
贷款需求	贷款需求指数	61.40	71.60	55.10	53.10	61.40	68.70	51.90	52.80			55.50								

数据来源： Wind，广发证券发展研究中心，注：统计时间截至 2026 年 7 月 23 日。

六、风险提示

- 1.政策或外部扰动超预期。宏观政策及外部环境的变化存在不确定性，若相关因素超预期，可能对市场整体表现产生影响。
- 2.资金面及流动性变化超预期。资金面及流动性受央行及货币政策影响较大，政策变动存在超预期风险。
- 3.负债端负反馈风险。债市出现阶段性调整时，理财、基金等资管产品可能面临赎回压力。

广发固定收益研究小组

杜 渐：CFA，首席分析师，美国福德汉姆大学金融学硕士，十年债市工作经历。

余 淼：FRM，资深分析师，英国格拉斯哥大学硕士，九年债市工作经历。

汤庭恺：资深分析师，上海财经大学硕士，3 年投行及租赁相关经验，3 年信用及产业研究经历。

刘 畅：资深分析师，南开大学硕士，4 年利率策略及机构行为研究经历。

熊睿健：高级研究员，英国爱丁堡大学硕士，四年国债期货研究经历。

张 陆：高级研究员，美国哥伦比亚大学硕士，四年利率衍生品+多资产研究经历。

分析师及联系人



杜渐

SAC 执证号：S0260526020003
SFC CE No. BXV349
dujian@gf.com.cn



刘畅

SAC 执证号：S0260526060004
fzliuchang@gf.com.cn

请注意，刘畅并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

广发证券

行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券

公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址

邮政编码

客服邮箱

广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼

510627

gfzqyf@gf.com.cn

深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层

518026

北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层

100045

上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼

200120

香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼

-

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。