

债海观潮，大势研判

政策宽松托底经济，债市迎来交易机会

投资策略 · 固定收益

2026年第七期

证券分析师：赵婧

0755-22940745

zhaojing@guosen.com.cn

S0980513080004

证券分析师：季家辉

021-61761056

jijiahui@guosen.com.cn

S0980522010002

证券分析师：邵兴宇

010-88005483

shaoxingyu@guosen.com.cn

S0980523070001

证券分析师：陈笑楠

021-60375421

chenxiaonan@guosen.com.cn

S0980524080001

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

摘要



- **行情回顾：**7月债券收益率多数上行；利率债方面，短期限利率债收益率上行更为显著；信用债方面，多数品种信用利差走阔；违约方面，7月违约金额下降；
- **海外基本面：**美国新增就业下滑；美国CPI通胀反弹；欧洲日本通胀回升；
- **国内基本面：**上半年我国 GDP 实际同比增长 4.7%，其中二季度 GDP 增速为 4.3%，较一季度回落 0.7 个百分点，低于今年政府增长目标区间下限。从需求结构看，拖累主要来自内需，消费和投资对GDP同比的拉动均较一季度回落0.4个百分点，而外需表现强劲。高频跟踪来看，7月中国高频经济活动指数有所回落，表现强于历史平均水平，指向国内经济增长动能季调后环比有所改善；价格方面，7月国内CPI持平，PPI同比或有所回落；
- **货币政策：**7月政治局会议强调“综合运用并适时调整货币政策工具”；
- **热点追踪：**2024年以来，政策与经济的关系似乎发生了异化，表现为经济与利率变得异向背离，融资规模无法解释利率，利率的变化方向和经济、融资的变化方向产生了显著背离；主要原因是经济内生动能不足
- **大势研判：**二季度GDP同比增速约为4.3%，突破区间下限，国内经济下行压力加大，政策托底的必要性增加；目前制约货币宽松的因素例如银行净息差以及人民币汇率均有缓解，今年降准降息概率增加；债市迎来交易机会，10年期国债利率向下突破1.62%前低的可能性增加；目前30年期与10年期国债的利差50BP左右，处于近两年较高水平，超长端的性价比亦有提升；



目录

- 2026年7月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
 - ✓ 海外基本面：美国服务景气回升，新增就业下滑
 - ✓ 国内基本面：二季度增长回落，通胀有所回升
 - ✓ 国信高频跟踪与预测：7月国内经济增长高频指标平均表现强于季节性
- 货币政策回顾与展望
 - ✓ 央行公开市场净投放
- 热点追踪
 - ✓ 转型时期的政策、经济与市场
- 大势研判
 - ✓ 利率新低的概率加大

目录

● 2026年7月债券行情回顾

● 海内外基本面回顾与展望

- ✓ 海外基本面：美国服务景气回升，新增就业下滑
- ✓ 国内基本面：二季度增长回落，通胀有所回升
- ✓ 国信高频跟踪与预测：7月国内经济增长高频指标平均表现强于季节性

● 货币政策回顾与展望

- ✓ 央行公开市场净投放

● 热点追踪

- ✓ 转型时期的政策、经济与市场转型时期的政策、经济与市场

● 大势研判

- ✓ 利率新低的概率加大

7月债券行情回顾：债市多数下跌

➤ 利率债收益率多数上行，3年期信用利差走阔

- ✓ 收益率方面，1年国债、10年国债、10年国开债、3年AAA、3年AA+、3年AA和3年AA-分别变动+2BP、-2BP、-0BP、+6BP、+6BP、+3BP和-0BP；
- ✓ 信用利差方面，3年期品种信用利差走阔，3年AAA和AA+信用利差均变动+7BP；

2026年7月各品种中债估值收益率和信用利差变动（单位：BP）

	R001（均值）	R007（均值）	1年	3年	5年	10年
回购利率	-1	-2				
收益率	国债		2	-1	-3	-2
	国开债		9	4	2	-0
	口行		9	4	1	-1
	AAA		2	6	3	
	AA+		3	6	1	
	AA		1	3	-1	
	AA-		3	-0	-8	
信用利差	AAA		-1	7	6	
	AA+		0	7	4	
	AA		-2	4	2	
	AA-		0	1	-5	

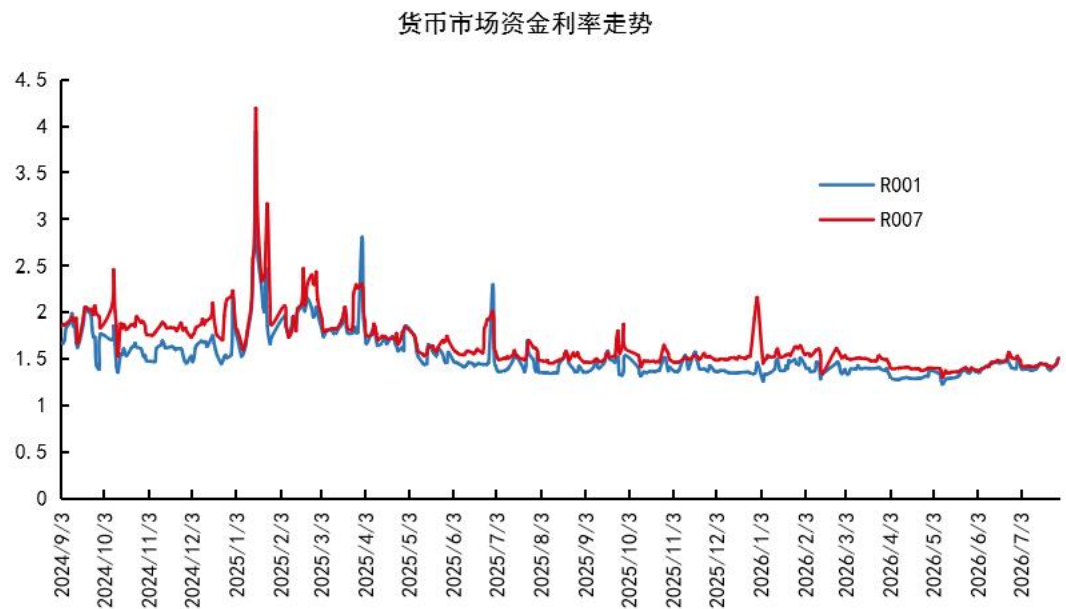
资料来源：WIND、国信经济研究所整理；注：数据截至7月31日

7月资金行情回顾：资金面延续宽松

➤ 7月货币市场利率小幅回落

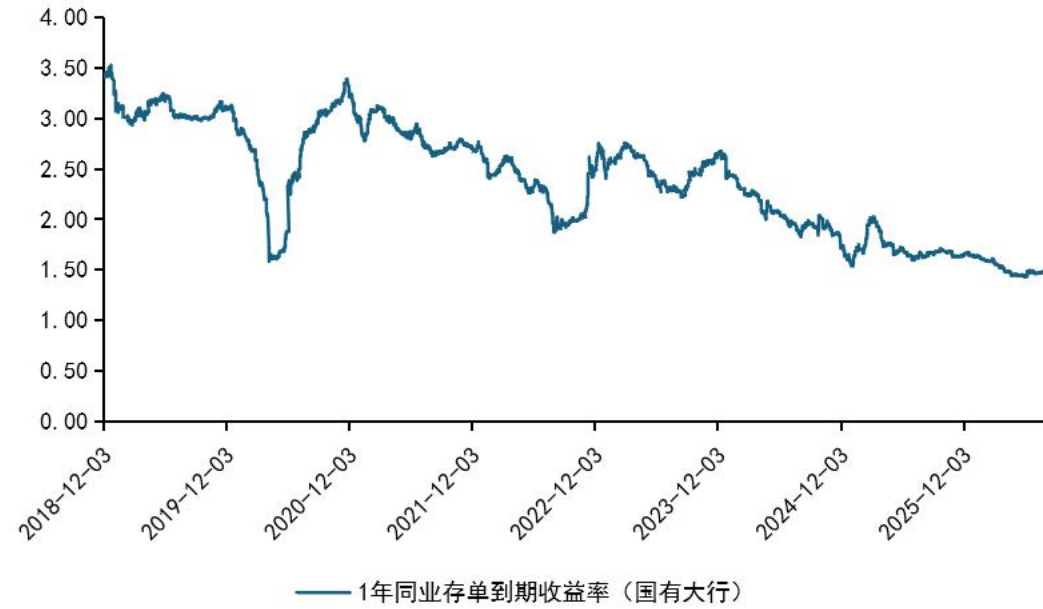
- ✓ 7月R001平均利率约为1.42%，较6月下行1BP；R007平均利率为1.44%，较6月下行2BP；
- ✓ 7月货币市场资金面整体延续宽松态势；

图1：货币市场资金利率走势



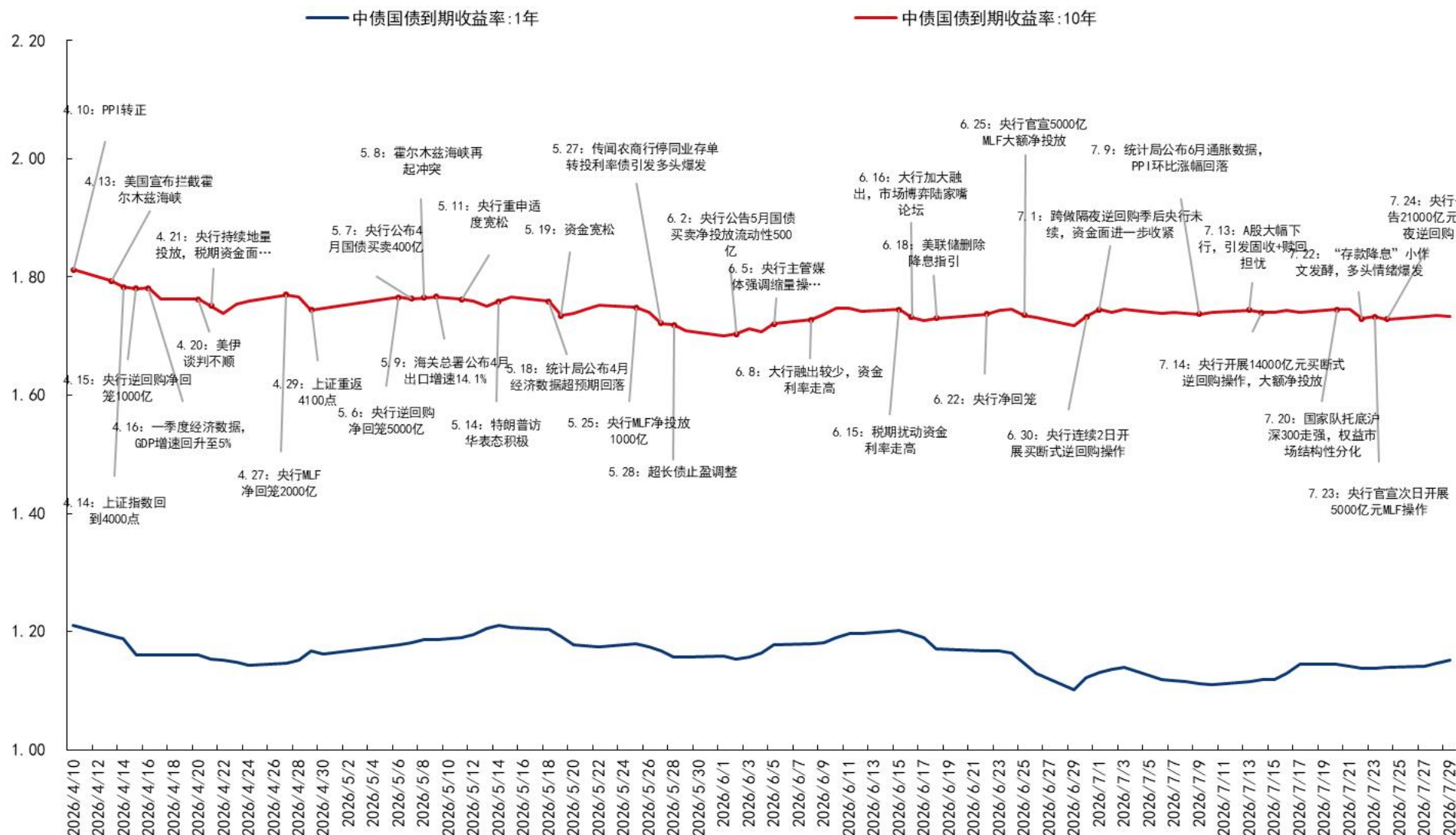
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：市场利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

7月税期扰动叠加政府债集中缴款, 短期收益率上行



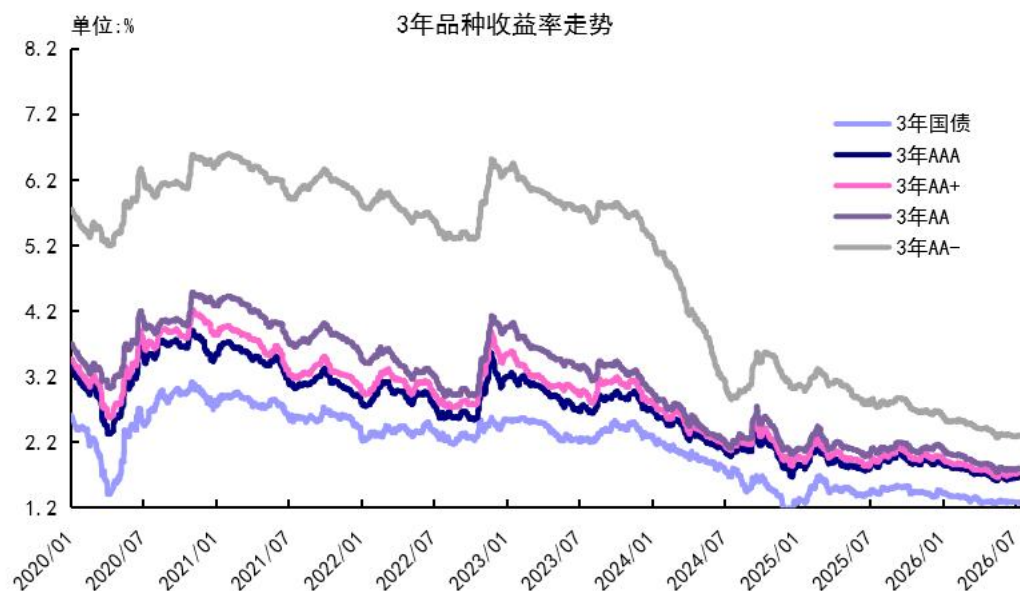
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

7月信用债收益率分化

➤ 7月多数品种信用债收益率上行，信用利差走阔

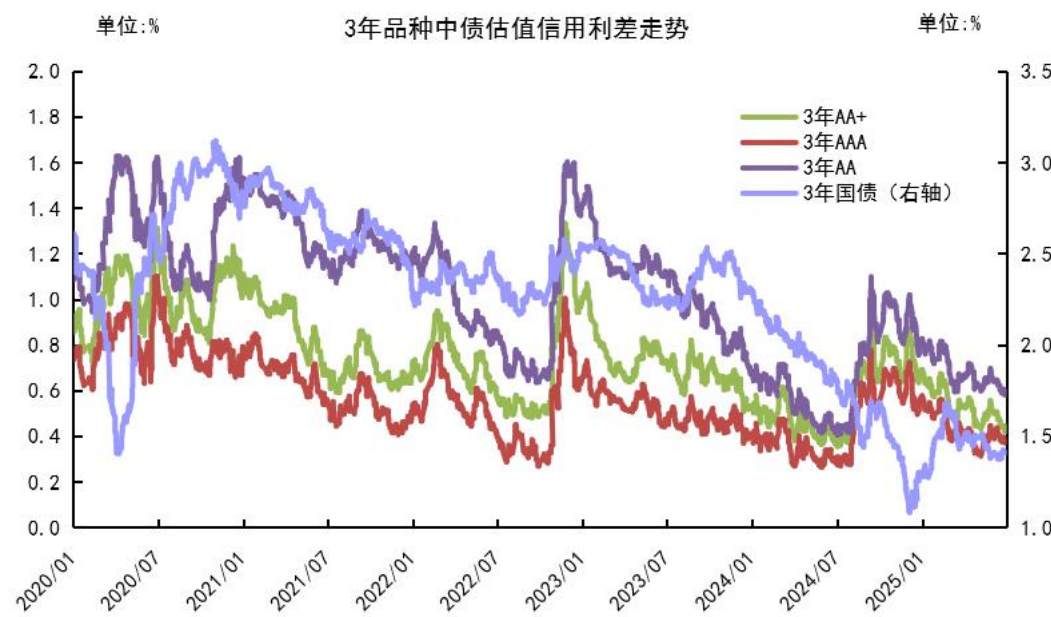
✓ 7月3年AAA和AA+信用利差均变动+6BP，为上行幅度最大品种；同时信用利差走阔7BP，变化最为显著

图3：3年期品种收益率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：3年期品种中债估值信用利差走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

评级迁移：7月中债市场隐含评级下调规模下降

➤ 具体到单只信用债的资本利得上，其所属的中债市场隐含评级下调也是重要风险点

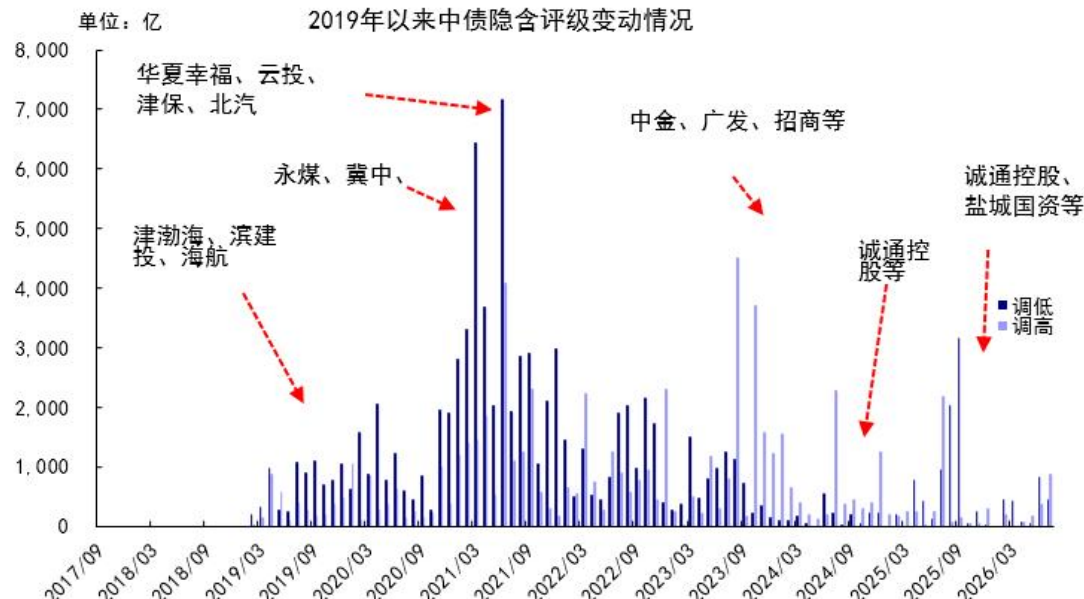
- ✓ 7月中债市场隐含评级下调债券金额460亿，上调债券金额879亿；
- ✓ 7月下调主体共6个，主要包括：陕西建工、孝感农商行、秦汉新城等，其中秦汉新城为城投品种；
- ✓ 7月上调主体共4个，主要包括：潍坊文旅、遵义交旅、河南交通等，其中遵义文旅为城投品种；

图5：2018年以来中债隐含评级调低的债券金额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2019年以来中债隐含评级变动情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

违约率和回收率：7月违约金额下降

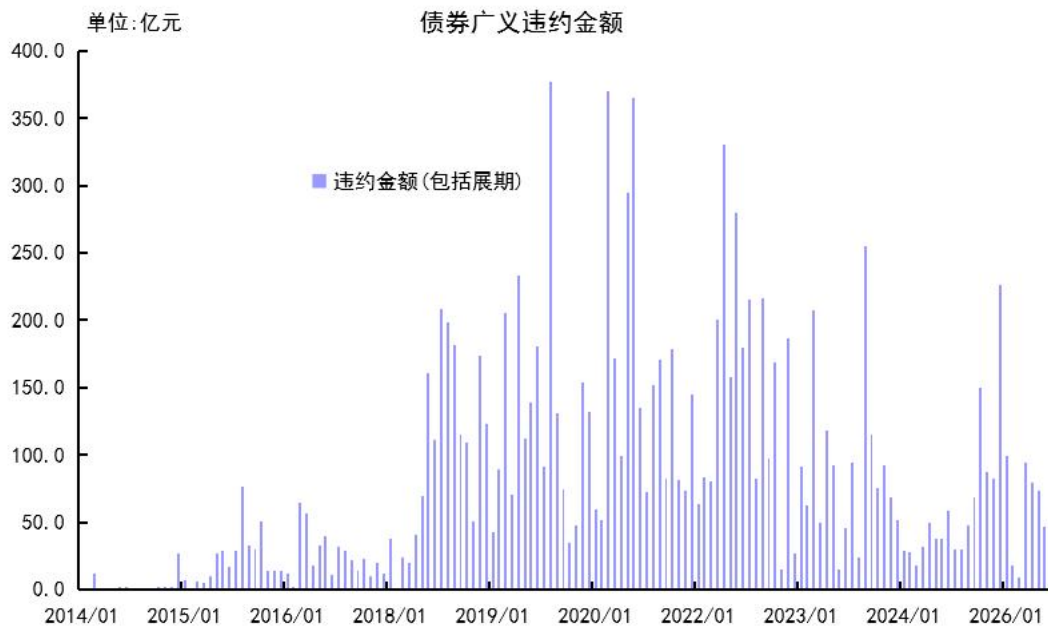
➤ 7月违约金额下降

✓ 7月违约金额（包括展期）46.7亿元，较上月73亿元水平下降；

➤ 7月华夏幸福、时代控股还本付息

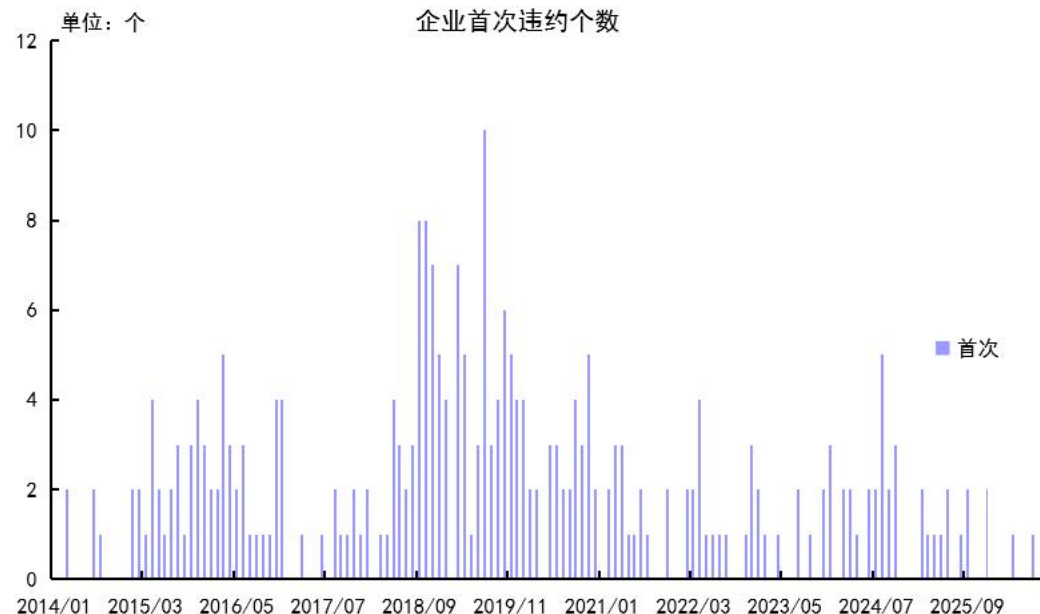
✓ 2015年以来共兑付1726亿，兑付率为14%；

图7：债券广义违约金额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：企业首次违约个数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



目录

● 2026年7月债券行情回顾

● 海内外基本面回顾与展望

- ✓ 海外基本面：美国服务景气回升，新增就业下滑
- ✓ 国内基本面：二季度增长回落，通胀有所回升
- ✓ 国信高频跟踪与预测：7月国内经济增长高频指标平均表现强于季节性

● 货币政策回顾与展望

- ✓ 央行公开市场净投放

● 热点追踪

- ✓ 转型时期的政策、经济与市场转型时期的政策、经济与市场

● 大势研判

- ✓ 利率新低的概率加大

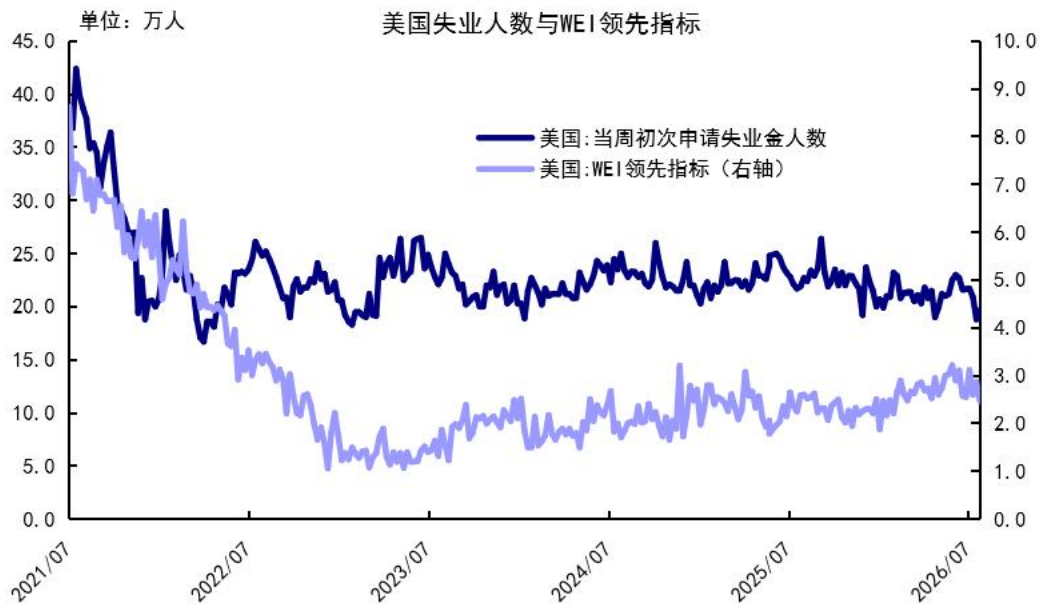
海外经济基本面——美国经济增长



➤ 美国服务景气回升，新增就业下滑

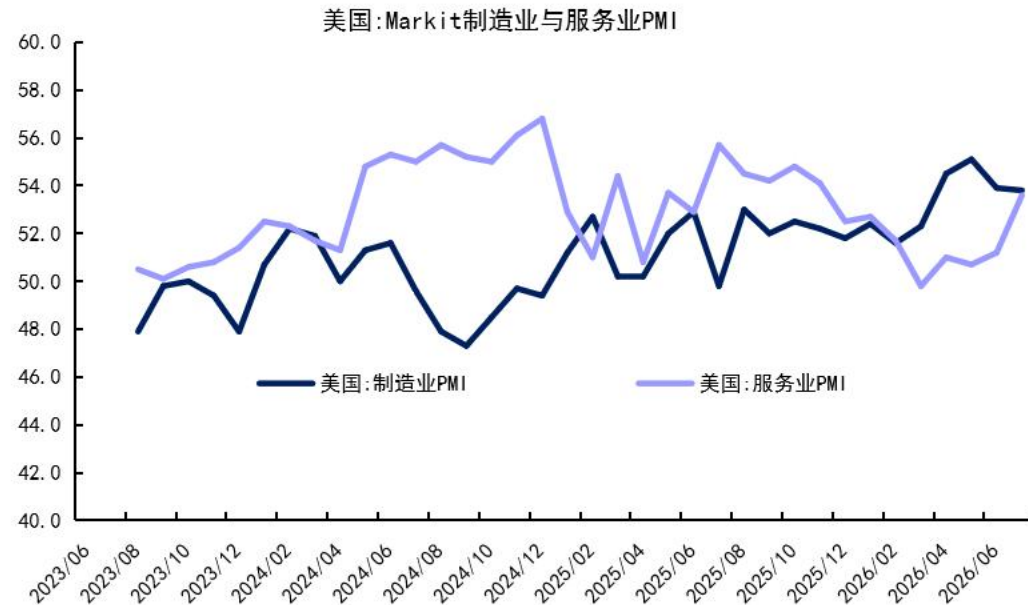
- ✓ 7月美国Markit制造业和服务业PMI分别录得53.8和53.6，前值为53.9和51.2，美国服务业景气回升；
- ✓ 6月非农就业增长5.7万人，较上月大幅少增7万人，就业市场降温；

图9：美国失业人数与WEI领先指标



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：美国制造业与服务业PMI



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

海外经济基本面——美国通货膨胀



➤ 美国CPI通胀反弹，通胀预期回落

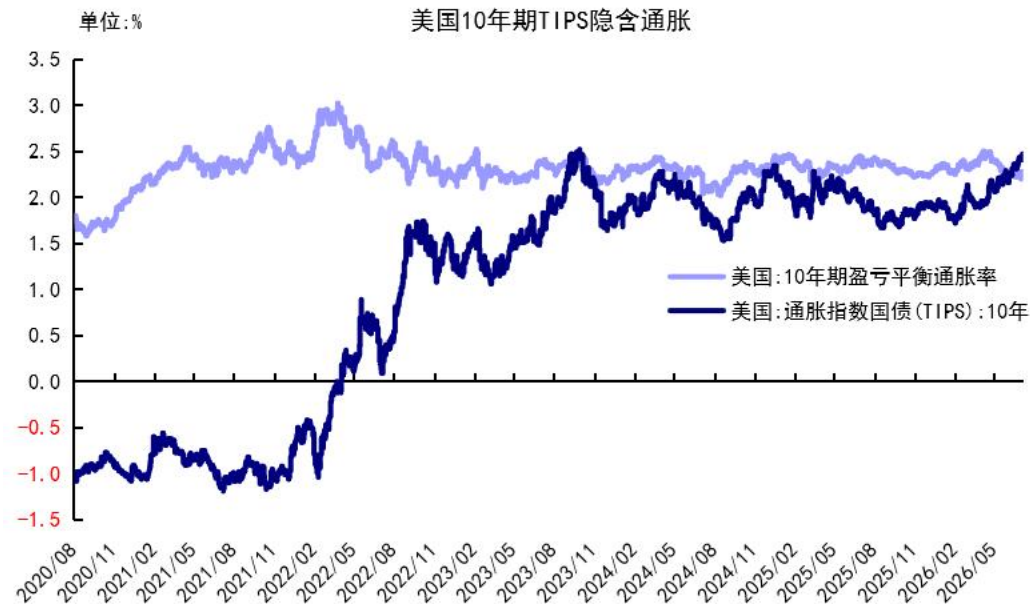
- ✓ 6月美国CPI同比上涨3.5%，较4月回落0.7个百分点；核心CPI同比上涨2.6%，较4月回落0.2个百分点；
- ✓ 7月以来，美国10年期通胀预期企稳在2.2%左右；

图11：美国通货膨胀



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：美国10年期TIPS隐含通胀



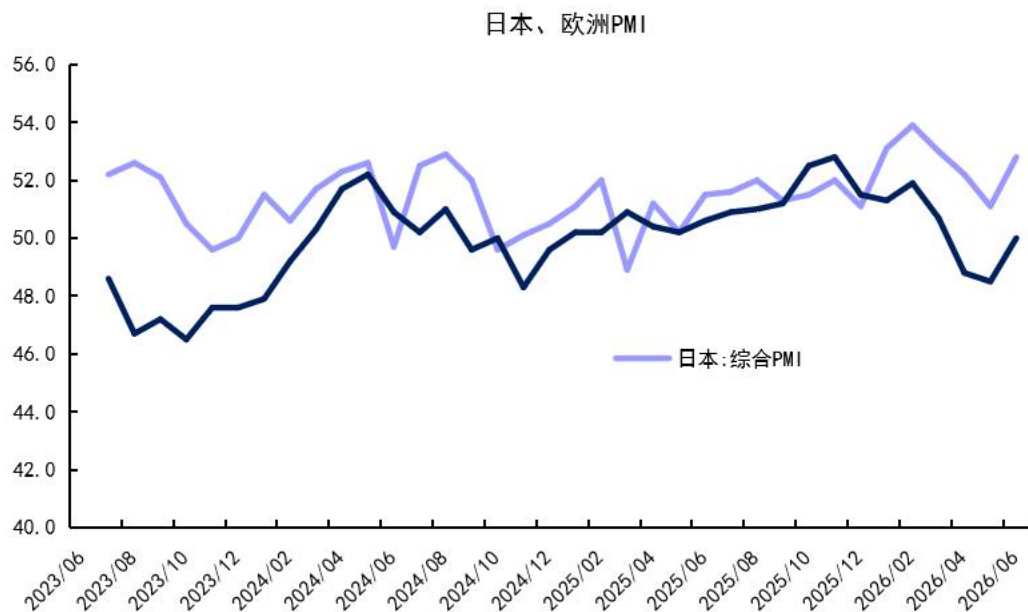
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

海外经济基本面——欧洲和日本

➤ 欧洲日本景气上升，通胀亦回升

- ✓ 6月欧元区CPI同比上涨2.9%，较上月回升0.1%；日本CPI同比上涨1.7%，较上月上升0.2%；
- ✓ 7月欧元区和日本综合PMI录得51.9和53.1，前值为50.0和52.8，欧洲和日本经济景气上升；

图13：日本、欧洲PMI



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图14：日本、欧洲CPI同比



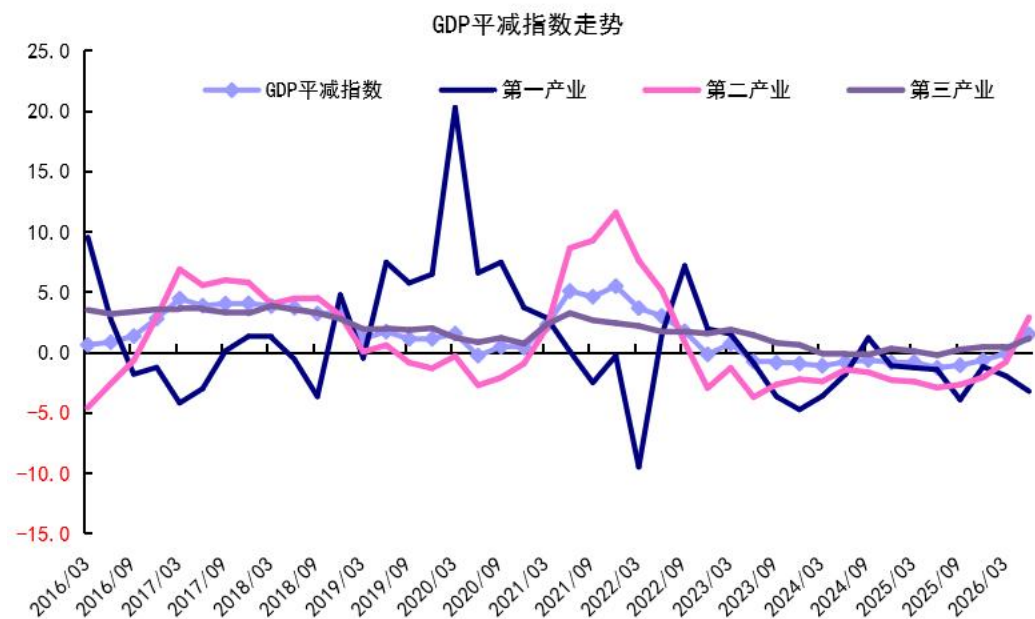
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内通货膨胀

➤ 二季度GDP平减指数较一季度反弹，第二产业为主要贡献

- ✓ 2026年第二季度GDP平减指数同比上涨1.5%，上个季度为下跌0.1%；
- ✓ 其中，第一产业-3.2%（-1.3%）、第二产业2.9%（+3.7%），第三产业1.2%（+0.8%）；

图15：GDP平减指数走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

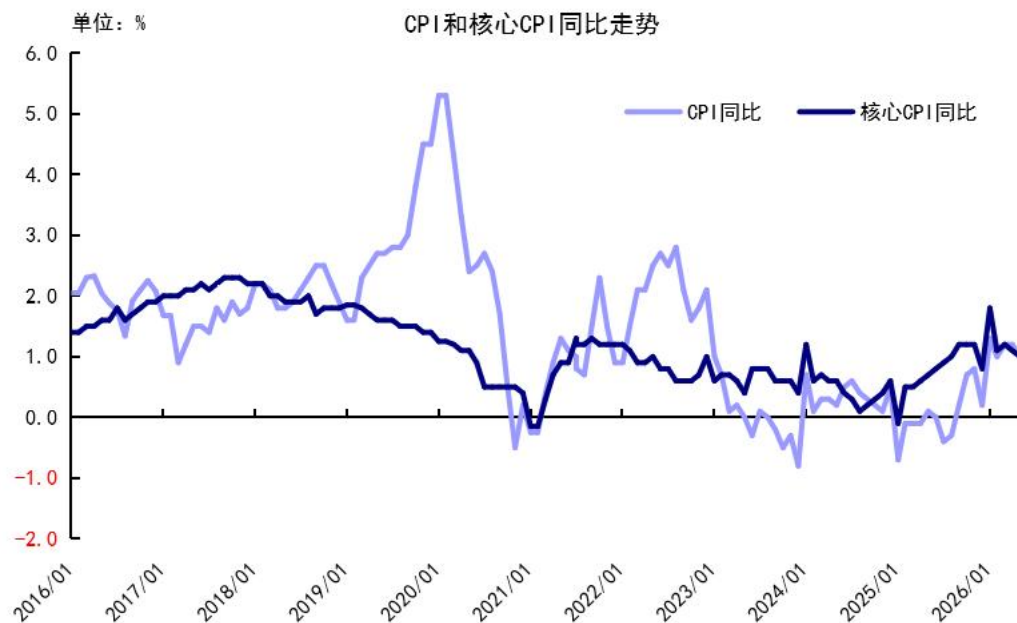
国内通货膨胀

➤ 6月国内通胀：CPI同比回落，PPI同比涨幅扩大

✓ 6月CPI同比上涨1.0%，其中核心CPI同比1.0%，涨幅较上月分别回落0.2和0.1个百分点。

✓ 6月PPI同比上涨4.1%，较上月涨幅扩大0.2个百分点。

图16：CPI和核心CPI同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图17：PPI、生产资料和生活资料同比走势



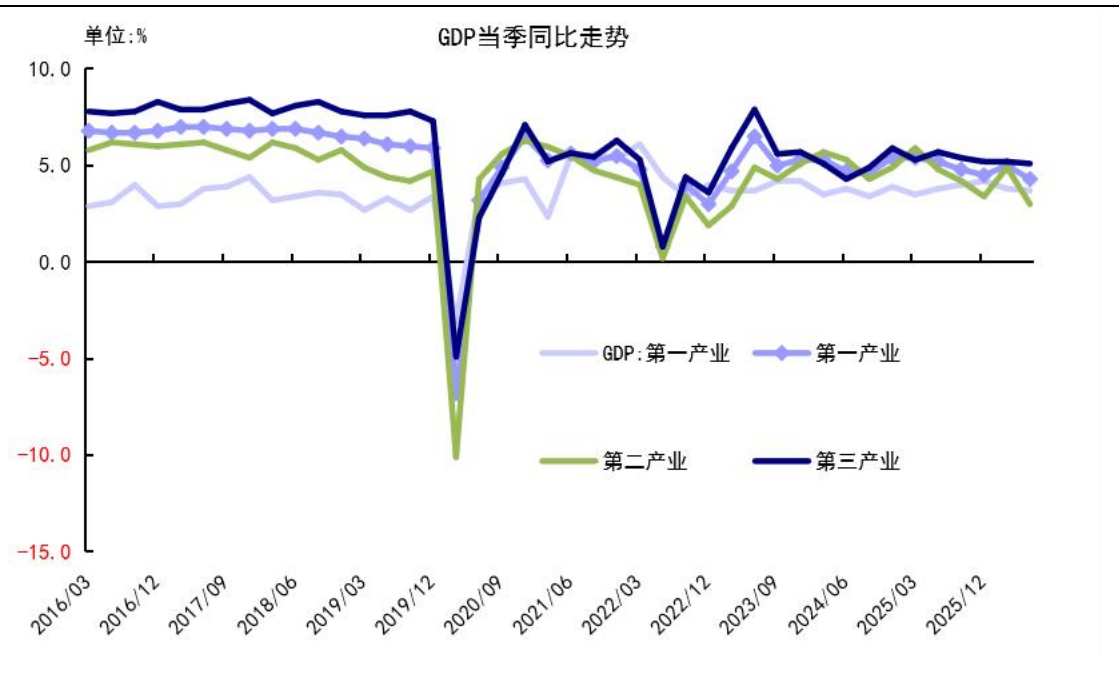
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内经济增长之生产端

➤ 二季度GDP增速大幅回落

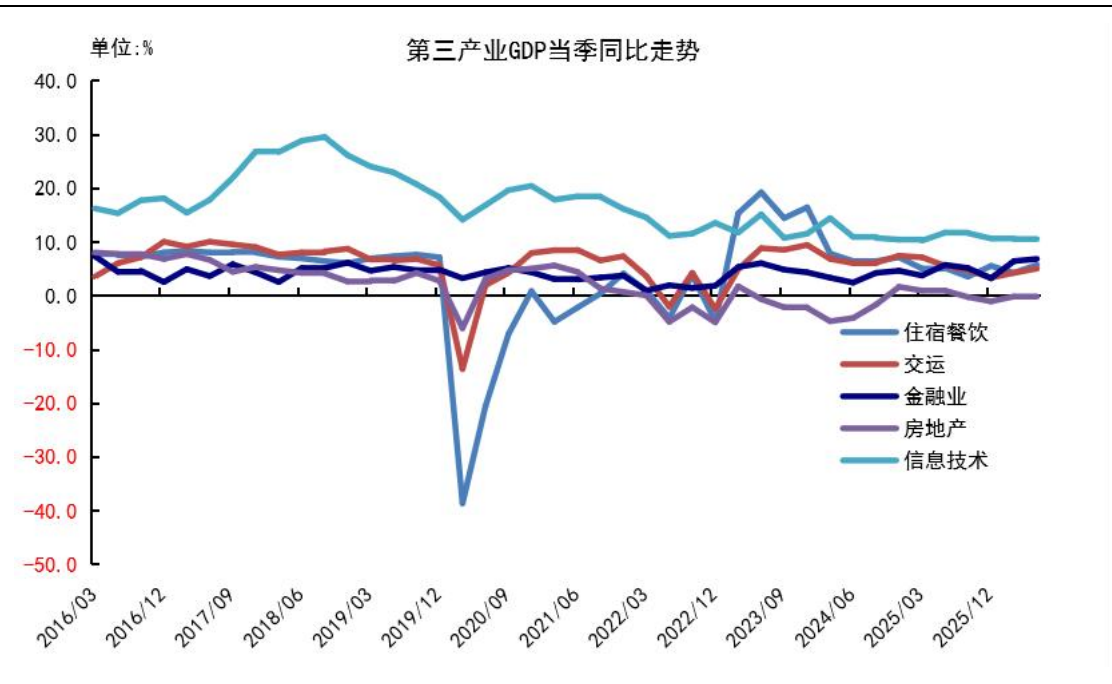
- ✓ 2026年第二季度GDP当季同比4.3%，较去一季度回落0.7个百分点；分产业来看，第一产业3.7%（-0.1%），第二产业3.0%（-1.9%），第三产业5.1%（-0.1%）；
- ✓ 细分行业看，二季度交运、住宿和金融业增速上升；

图18：GDP当季同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图19：第三产业细分行业GDP当季同比走势



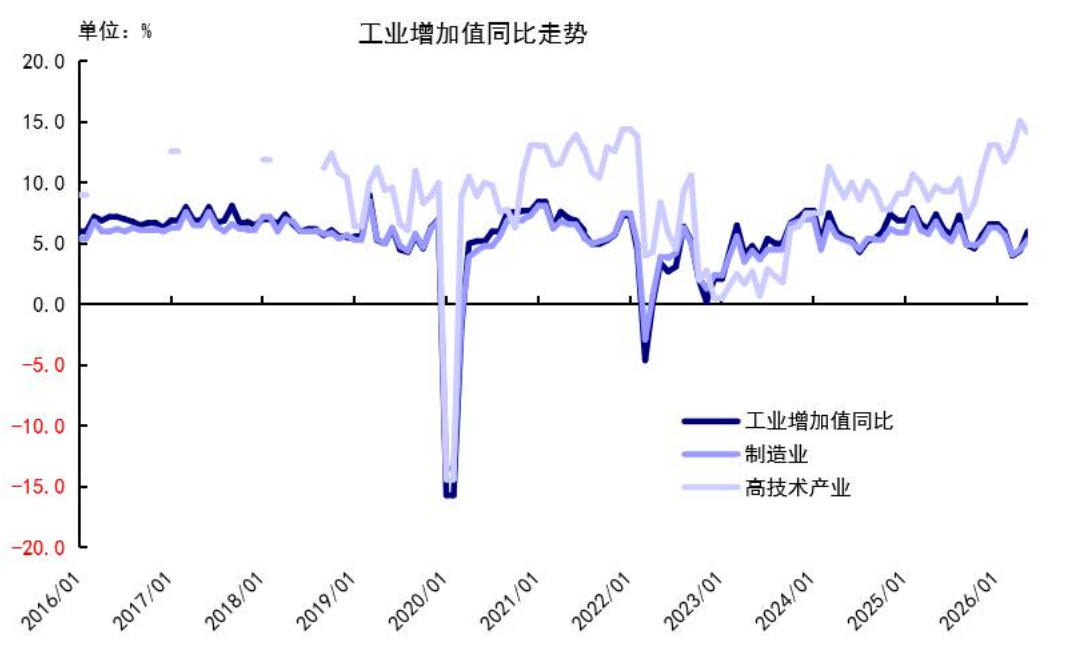
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内经济增长之生产端

➤ 6月工业生产增速回升，高技术产业增长稳健

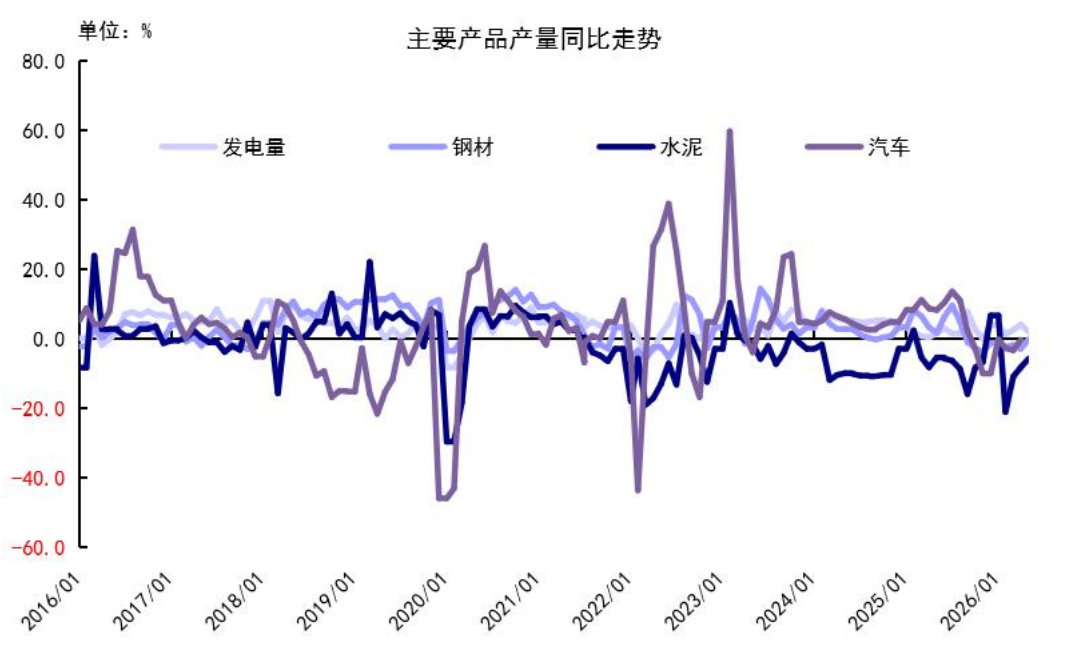
- ✓ 6月工业增加值同比上涨5.3%，较上月上升0.8%；
- ✓ 细分行业中，采矿业-2.2%（-4.5%）、制造业6.0%（+1.6%）、公用事业7.4%（-0.2%），高技术产业14.1%（-1.0%）；
- ✓ 分产品来看，发电量2.0%（-2.2%），钢材0.0%（+2.8%），水泥-5.6%（-2.5%），汽车-0.2%（+3.0%）；

图20：工业增加值同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图21：主要产品产量同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

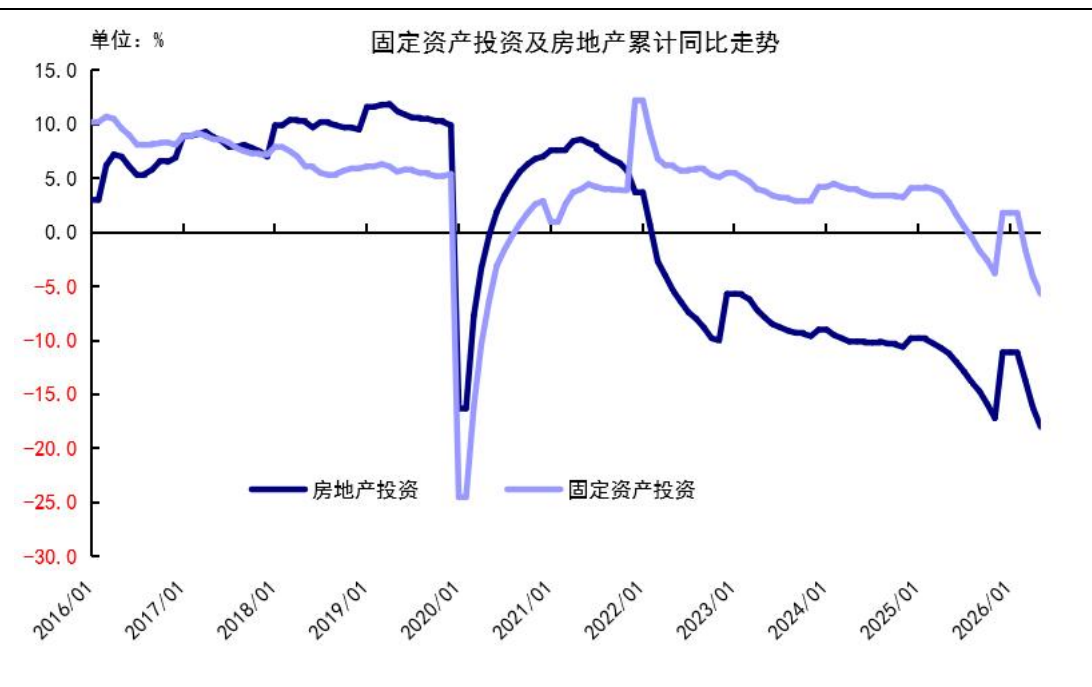
国内经济增长之需求端

➤ 6月固定资产投资跌幅收窄

✓ 6月固定资产投资同比增长-10.0%，较上月回升7.7%；

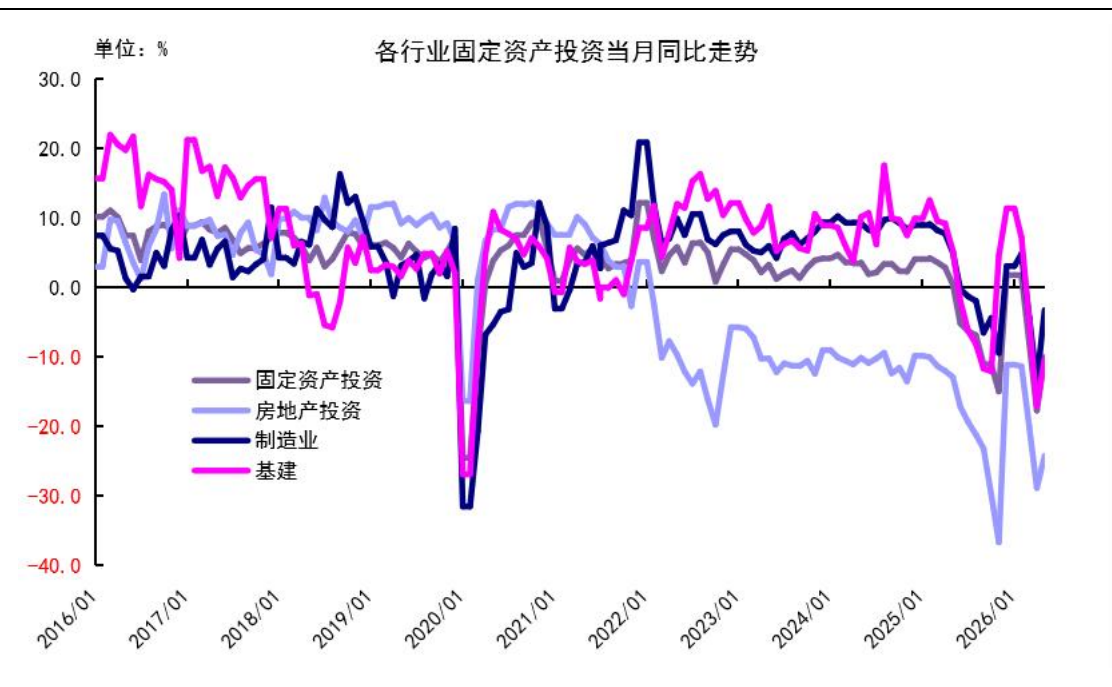
✓ 其中，制造业-3.2%（+10.3%），基建-10.2%（+6.8%），房地产-24.2%（+4.6%）；

图22：固定资产投资及房地产累计同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图23：各行业固定资产投资当月同比走势



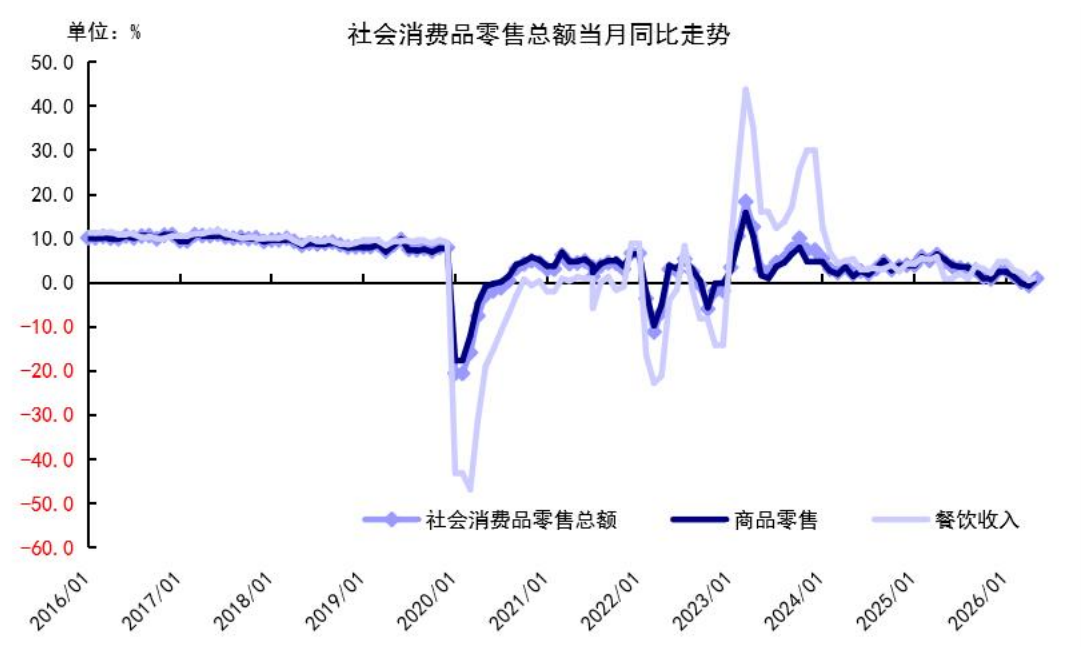
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内经济增长之需求端

➤ 6月社会消费品零售总额增速转正

- ✓ 6月社会消费品零售同比上涨1.0%，增速较上月回升1.6个百分点；
- ✓ 按消费类型分，商品零售额0.9%（+1.6%），餐饮1.2%（+0.6%）；
- ✓ 限额以上商品中，汽车销售额-16.1%（+0.0%），石油及制品-5.1%（-1.9%）；

图24：社会消费品零售总额当月同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图25：汽车类、石油制品类零售额当月同比走势



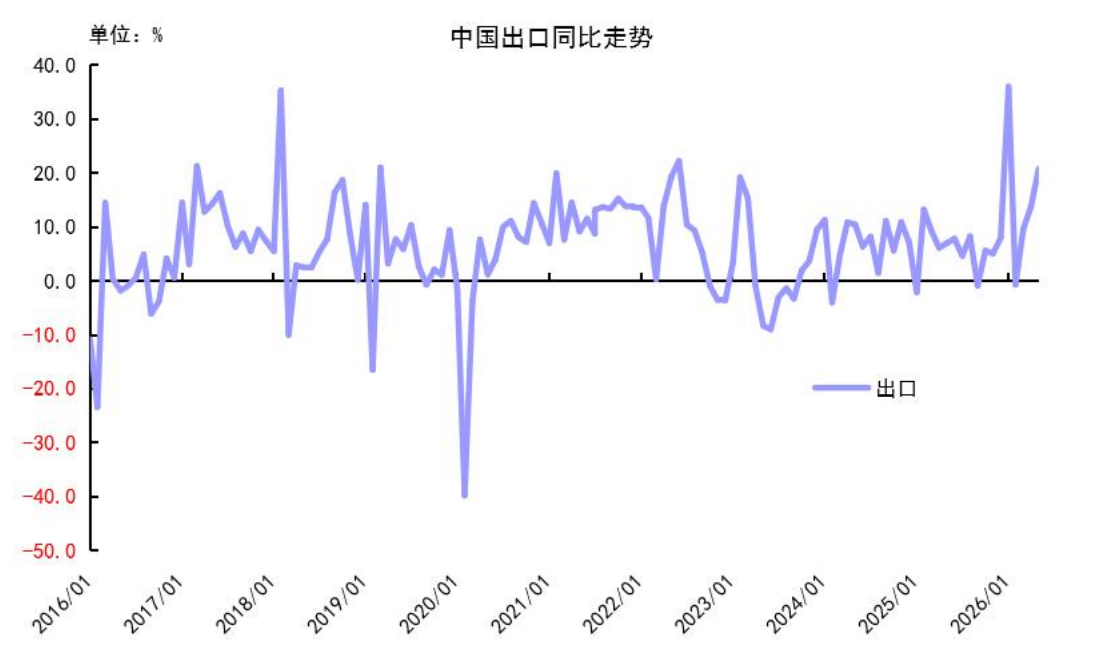
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内经济增长之需求端

➤ 6月进出口增速扩大

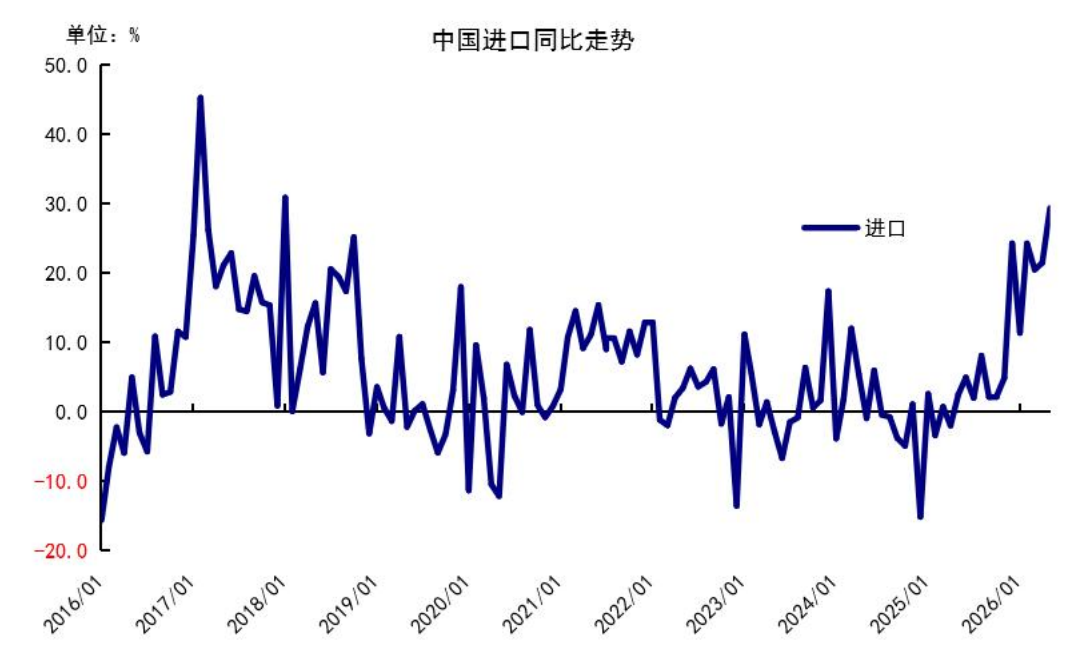
- ✓ 进口：6月进口同比增长29.4%，较上月上升7.9个百分点；
- ✓ 出口：6月出口同比增长20.8%，较上月增加7.1个百分点；

图26：中国出口同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图27：中国进口同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内金融数据



➤ 6月社融信贷增速均有下降

✓ 6月M2同比增长8.0%，较上月回落0.6%；

✓ 6月社融同比增长7.4%，增速较上月回落0.3%，其中政府债同比增长14.2%，较上月回落0.9%；贷款同比增长5.3%，小幅回落0.2%；

图28：社融及贷款累计同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图29：货币供应量累计同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

中国高频经济活动指数（高频）



➤ 7月国内经济增长高频指标平均表现强于季节性

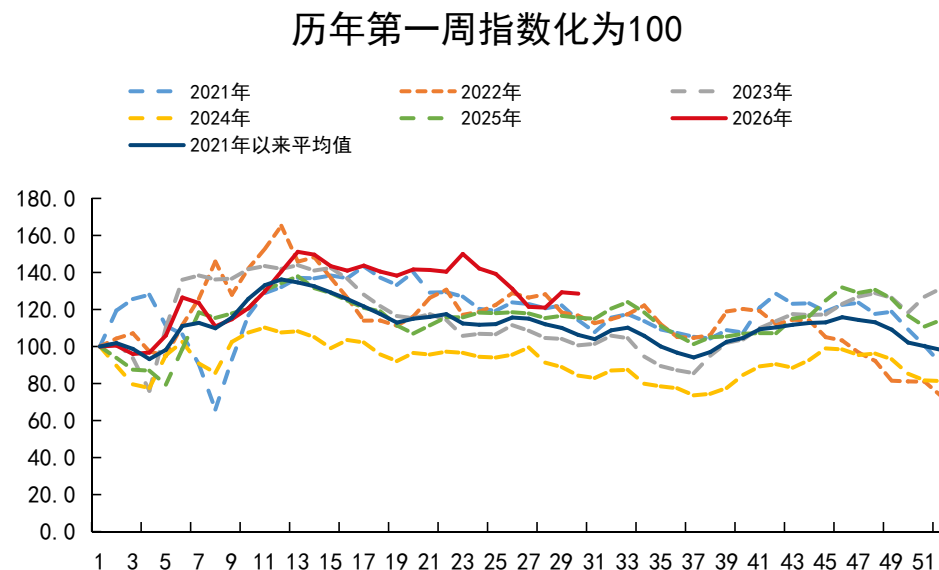
- ✓ 高频经济活动指数是指通过高频数据反映经济活动变化的综合指标，由第一财经研究院编制；
- ✓ 2026年7月中国高频经济活动指数回落，表现强于历史平均水平，指向国内经济增长动能季调后环比有所改善；

图30：中国高频经济活动指数走势一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图31：历年中国高频经济活动指数走势（首周指数化为100）



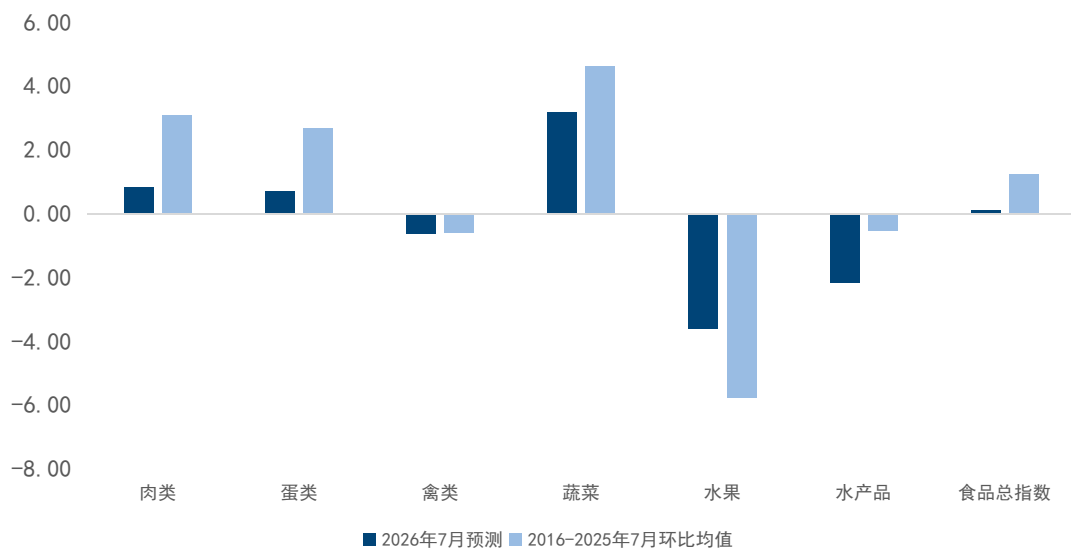
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

7月CPI高频跟踪及预测

➤ 7月CPI同比或持平1.1%

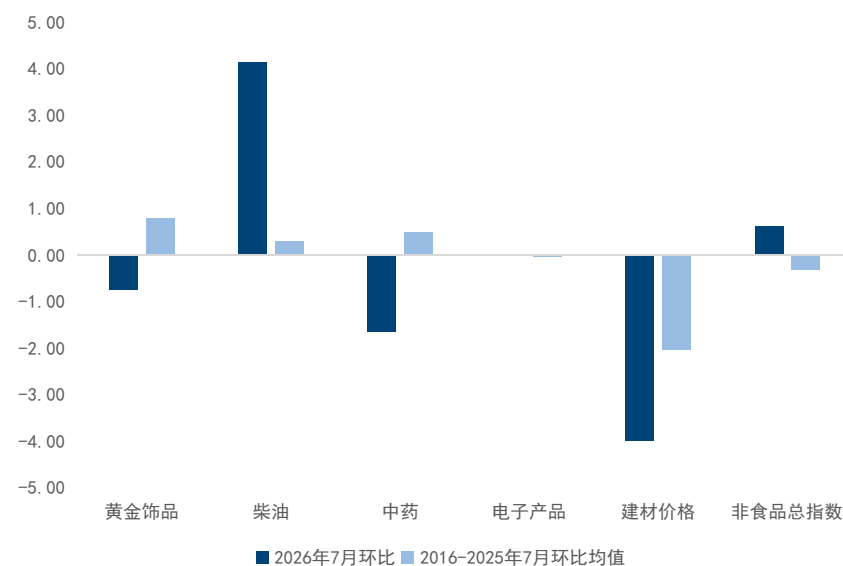
- ✓ 食品：国信农业部农产品批发价格指数7月环比约为0.4%，低于历史均值0.61%，预计7月CPI食品环比高于季节性水平；
- ✓ 非食品：7月非食品价格高频指标环比为0.4%，高于历史均值0.29%，预计7月CPI非食品环比低于季节性水平；

图32：CPI食品分项跟踪



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图33：CPI非食品分项跟踪



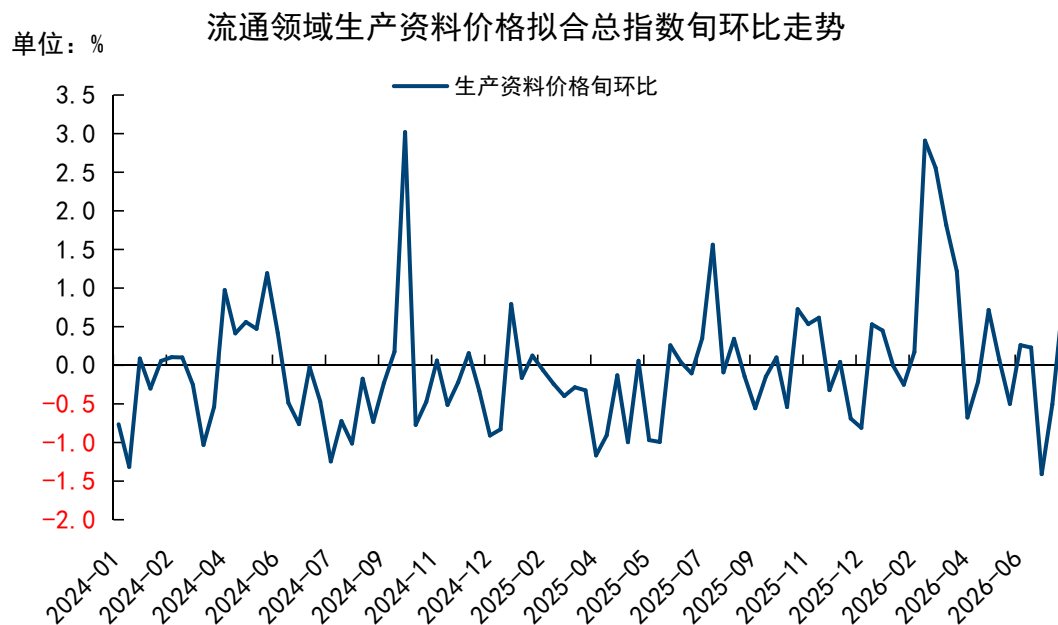
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

7月PPI高频跟踪及预测

➤ 7月PPI同比或回落至3.9%

- ✓ 7月流通领域生产资料价格回落；
- ✓ 7月国内PPI环比约为-0.3%，7月PPI同比或回落至3.9%；

图34：流通领域生产资产价格拟和总指数旬环比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

长期核心经济数据判断

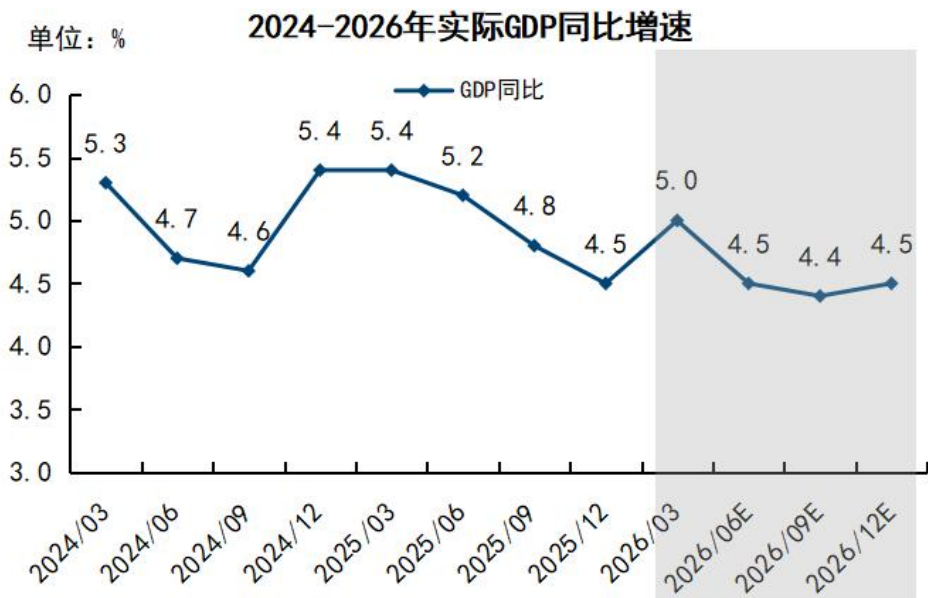
➤ 实际经济增速预期

✓ 2026年GDP增速预计为4.6%，四个季度分别是5.0%、4.3%、4.4%和4.5%；

➤ 物价走势预期

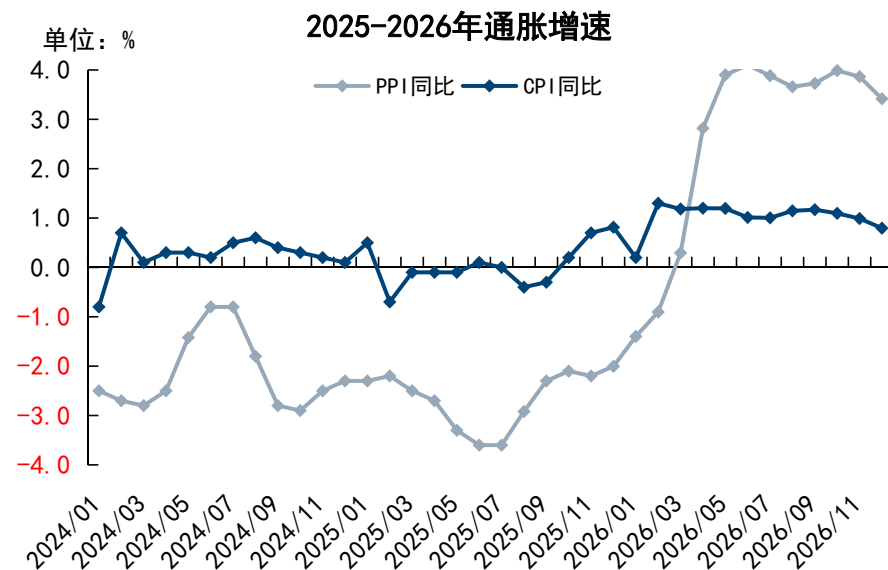
✓ 2026年CPI增速预计为1.0%，四个季度分别是1.2%、1.1%、1.1%和1.0%；2026年PPI增速预计为2.5%，四个季度分别是-0.6%、3.6%、3.8%和3.7%；

图35：2024年-2026年实际GDP同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图36：2024年-2026年通胀增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

目录

- 2026年7月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
 - ✓ 海外基本面：美国服务景气回升，新增就业下滑
 - ✓ 国内基本面：二季度增长回落，通胀有所回升
 - ✓ 国信高频跟踪与预测：7月国内经济增长高频指标平均表现强于季节性
- 货币政策回顾与展望
 - ✓ 央行公开市场净投放
- 热点追踪
 - ✓ 转型时期的政策、经济与市场转型时期的政策、经济与市场
- 大势研判
 - ✓ 利率新低的概率加大

公开市场操作

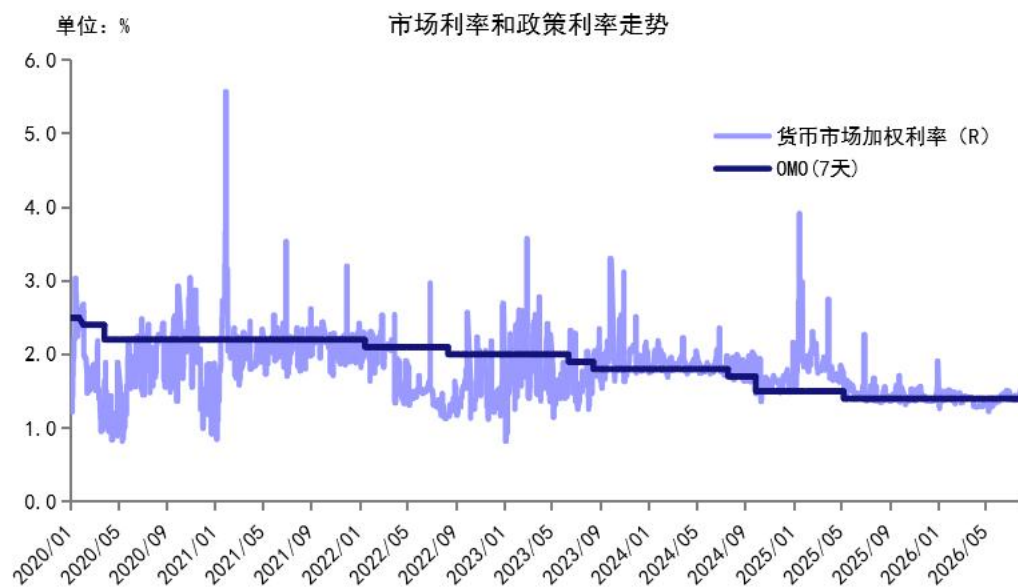
➤ 量（不包括MLF、国债买卖）：公开市场净投放

✓ 7月份公开市场净投放5,805亿；

➤ 价：政策利率保持不变

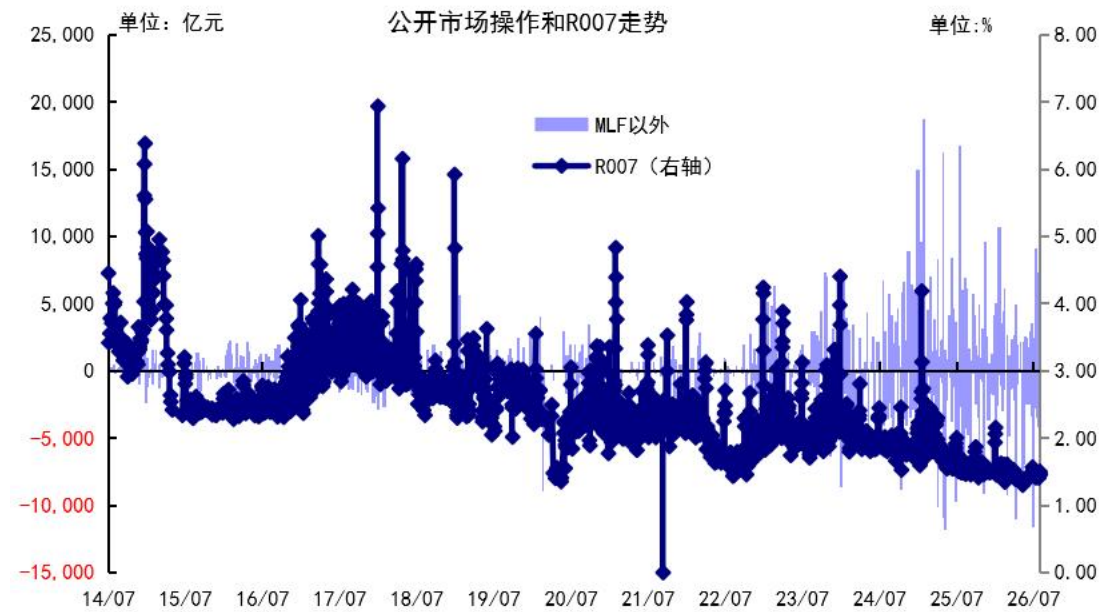
✓ 7天逆回购利率为1.4%；

图37：市场利率和政策利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图38：公开市场操作和R007走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

MLF：7月MLF净投放

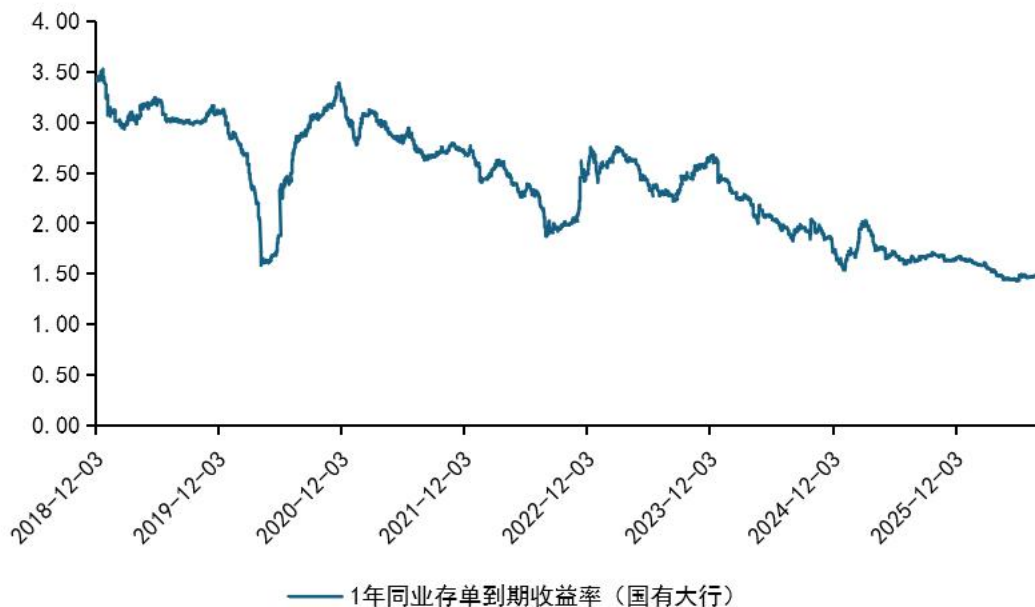
➤ 量：7月MLF净投放为1000亿

✓ 7月进行了5,000亿MLF操作，到期4,000亿，MLF净投放1,000亿；

➤ 价：MLF操作方式改变

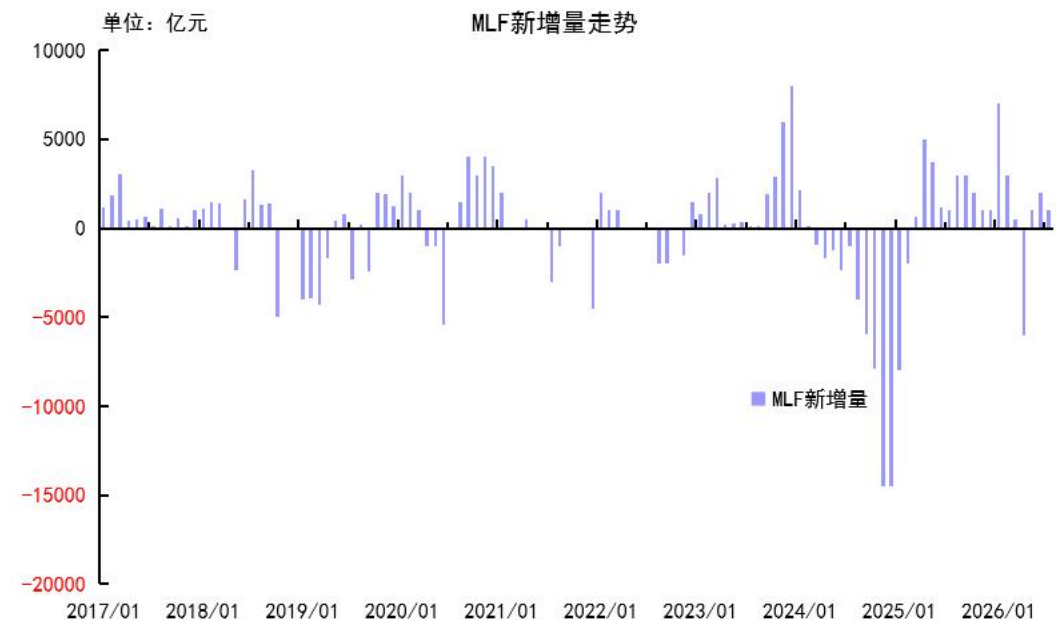
✓ MLF操作调整为多重价位中标方式；

图39：市场利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图40：MLF增量及利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



7月央行动态一览

➤ 7月政治局会议：

✓ 7月会议强调“综合运用并适时调整货币政策工具”，隐含降准降息作为年初“备案”的存量政策，下半年仍有实施可能。从前述分析可见，下半年经济运行读数企稳仍有较好基础，双降将主要作为“右侧”政策，对可能的外部冲击，或资本市场运行提供兜底。

表1：2024-2025 年制约降息的三重障碍已明显缓解

降息的约束	2024-2025 年	2026 年	判断
通缩预期强烈，降息反而提升实际利率（降息无用）	GDP 平减指数同比连续 11 个季度为负	Q2 升至 1.53%，已走出通缩	阶段性松弛
人民币贬值压力（不敢降息）	美中利差高企，人民币贬值预期强烈	人民币上半年升值约 3%	阶段性松弛
银行净息差压力（不敢降息）	净息差从 1.54%跌至 1.42%	随着存款重定价，有望企稳回升	阶段性松弛

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

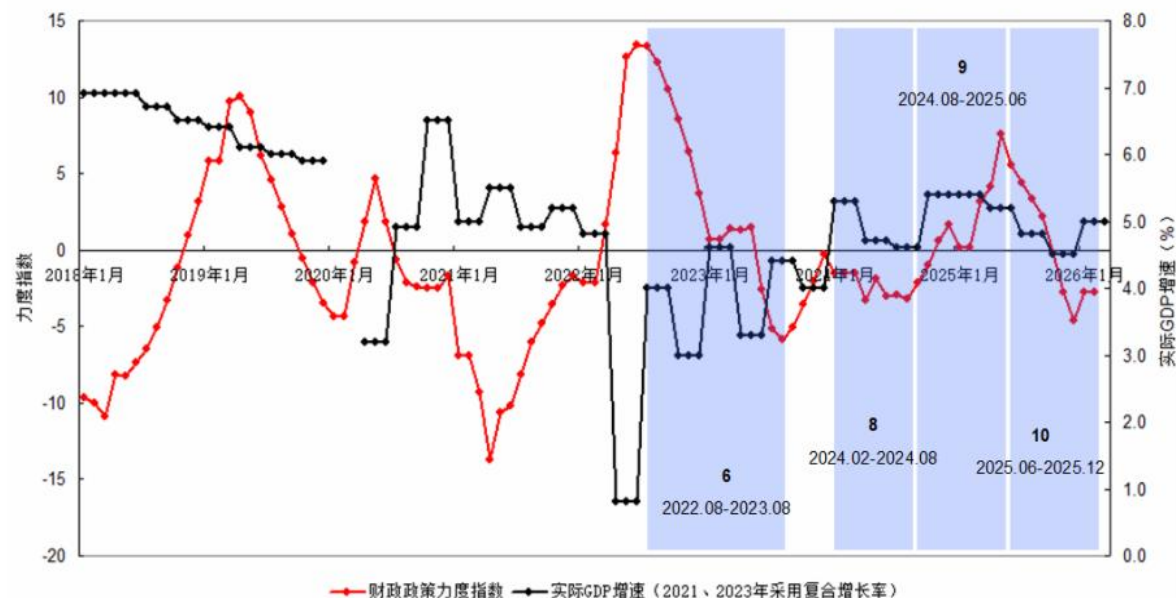
目录

- 2026年7月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
 - ✓ 海外基本面：美国服务景气回升，新增就业下滑
 - ✓ 国内基本面：二季度增长回落，通胀有所回升
 - ✓ 国信高频跟踪与预测：7月国内经济增长高频指标平均表现强于季节性
- 货币政策回顾与展望
 - ✓ 央行公开市场净投放
- 热点追踪
 - ✓ 转型时期的政策、经济与市场
- 大势研判
 - ✓ 利率新低的概率加大

近十年来，政策与经济的关系似乎发生了异化

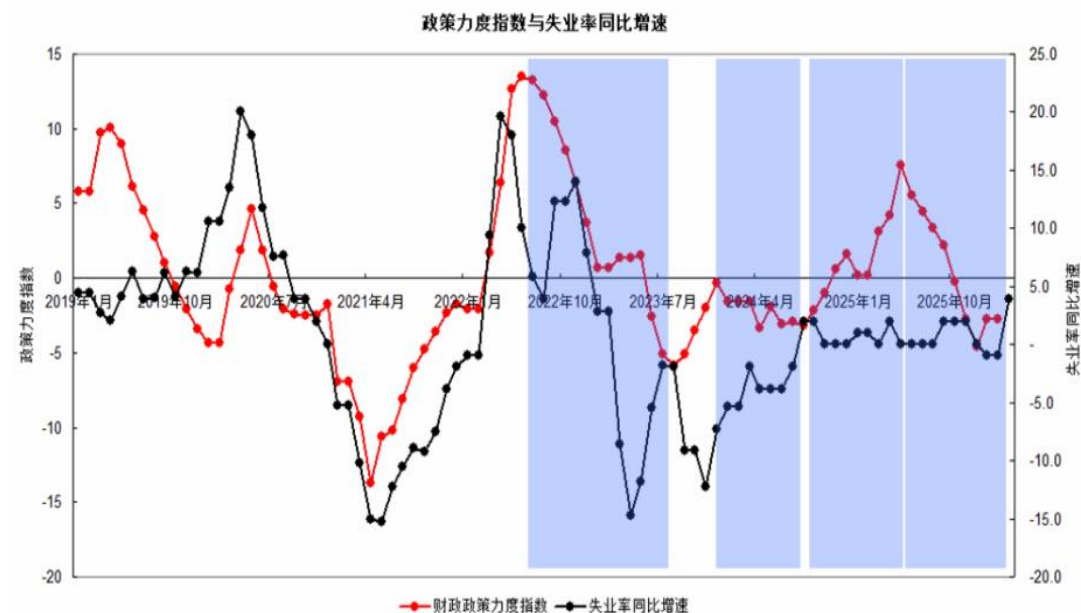
- 周期类政策：货币政策与财政政策—货币政策力度指数+财政政策力度指数；
- 经济代表：实际GDP+调查失业率同比增速；
- 2024年以来，政策与经济的关系似乎发生了异化；

图：政策力度指数与实际GDP增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所绘制

图：政策力度指数与就业市场变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所绘制

异化：从传统的“逆周期对冲”到现在的“顺周期引导”

- “逆周期”属性：政策的扩张与收敛 VS 经济的下行与改善，相互异向；
- “顺周期”属性：政策的扩张与经济的上行同步发生，政策收敛与经济下行同步发生，相互同向；
- 2024年以来，这种异化发生；

图：政策扩张与收敛的原因

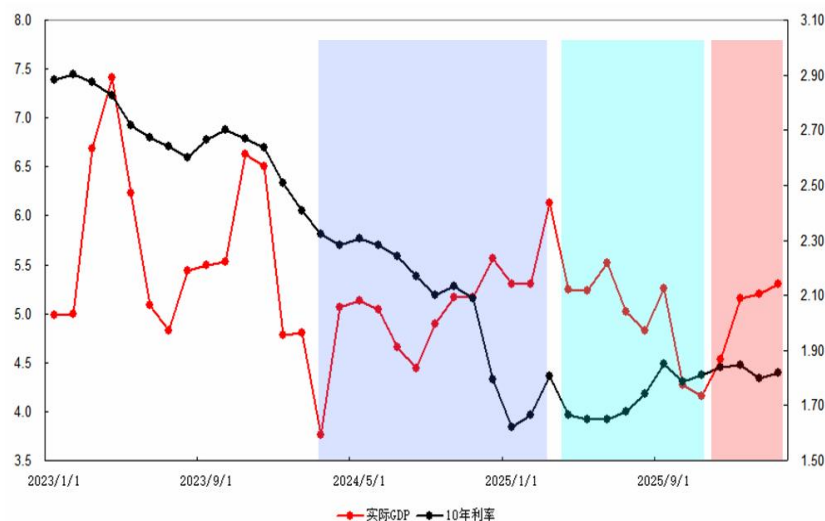
序号	时期	政策边际收紧	政策边际放松	历时（月）	主要的宏观背景	属性
1	2018.01-2019.3		✓	14	经济持续下行	逆周期属性
2	2019.03-2019.12	✓		10	经济企稳复苏	逆周期属性
3	2020.01-2020.05		✓	5	疫情冲击	逆周期属性
4	2020.05-2021.04	✓		11	疫后经济复苏	逆周期属性
5	2021.04-2022.08		✓	16	经济有所回落+上海疫情	逆周期属性
6	2022.08-2023.08	✓		12	疫情结束	？
7	2023.08-2024.02		✓	6	经济超预期回落	逆周期属性
8	2024.02-2024.08	✓		6	经济开门红之后	？
9	2024.08-2025.06		✓	10	9.24后政策刺激+中美贸易冲突	？
10	2025.06-2025.12	✓		6	经济目标已达成	？

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

市场定价逻辑也发生异化

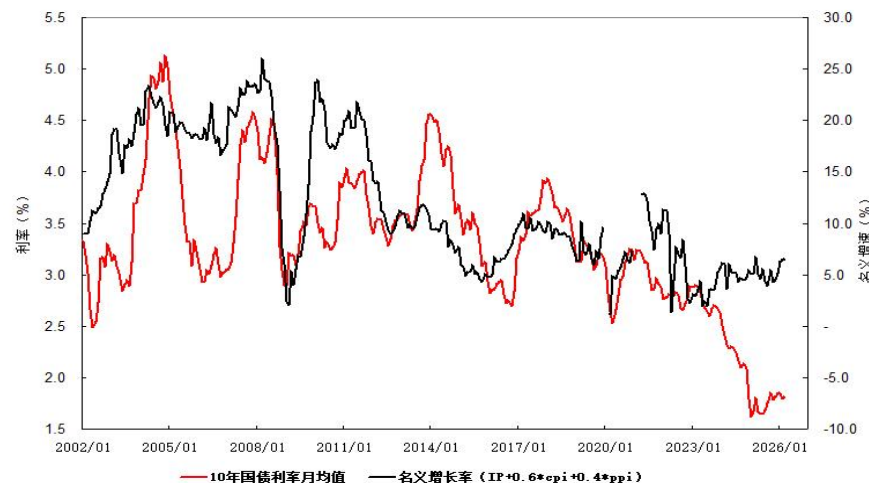
- 传统利率定价逻辑（经济基本面定价）直至2022年都可适用；
- 2023年以来，情况发生了奇怪的变化；
 - 经济与利率变得异向背离；
 - 融资规模无法解释利率；
 - 利率的变化方向和经济、融资的变化方向产生了显著背离；

图：经济增速与利率走势反向



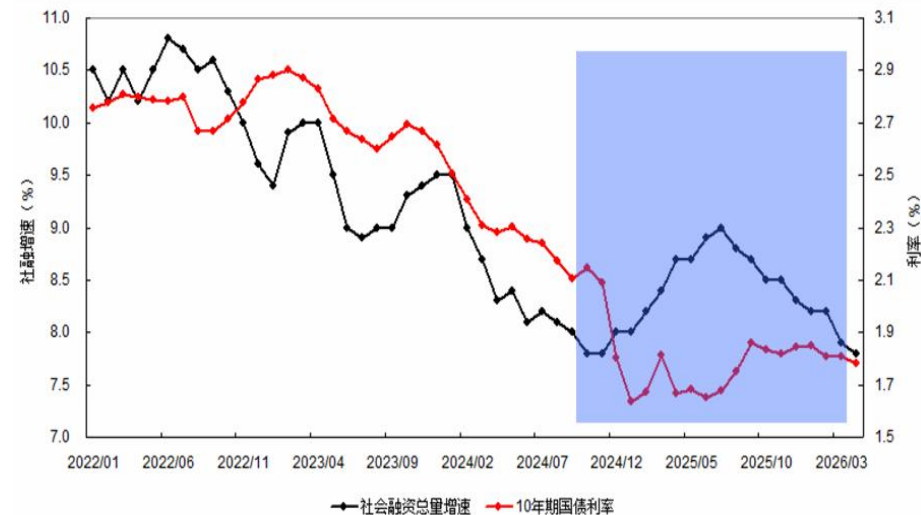
资料来源：wind，国信证券经济研究所绘制

图：经济与利率的巨大背离



资料来源：wind，国信证券经济研究所绘制

图：融资增速与利率反向

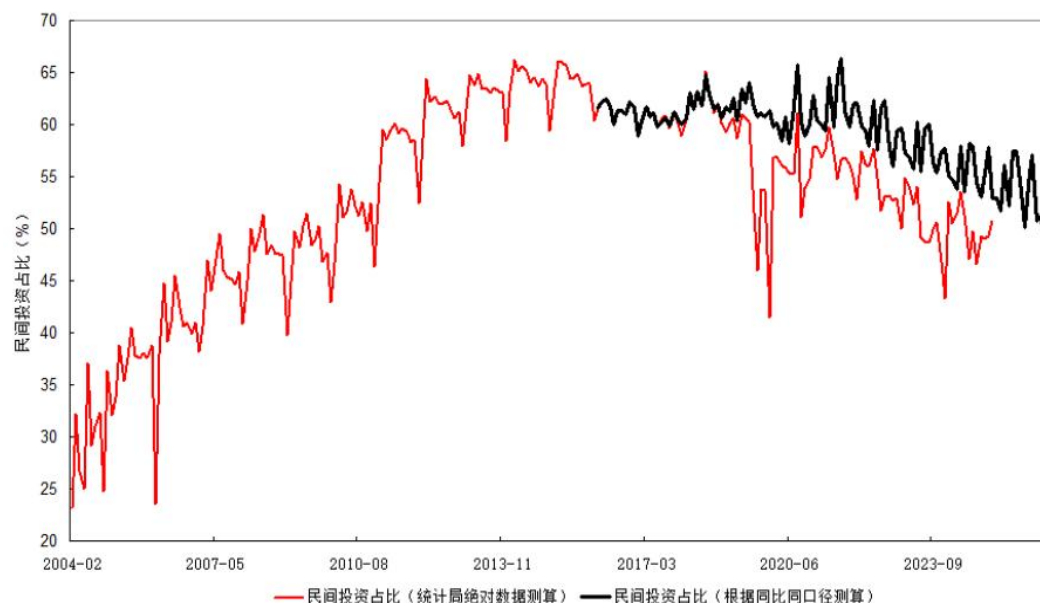


资料来源：wind，国信证券经济研究所绘制

1、经济的内生动能的比重发生了变化

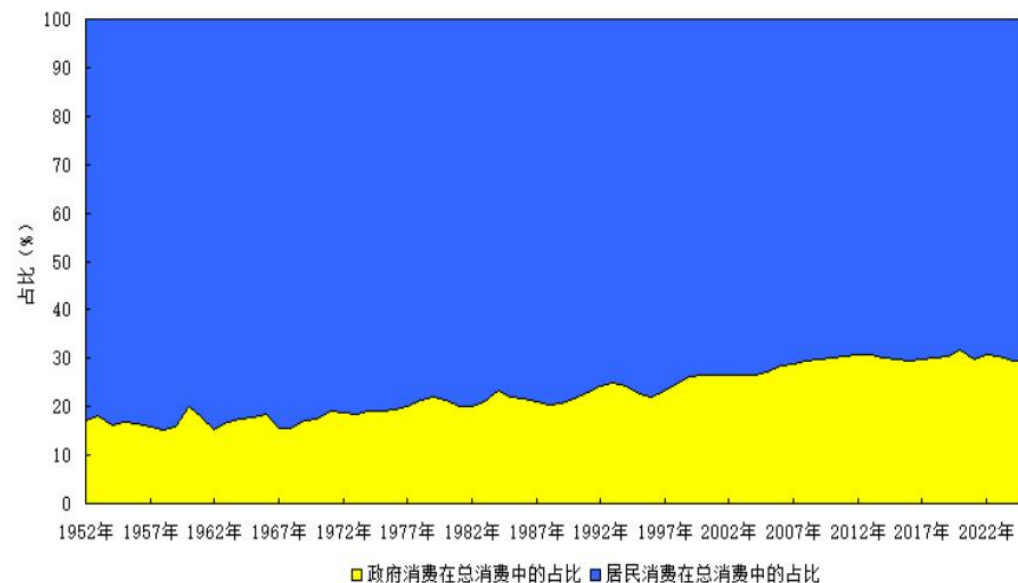
- 经济总需求=政府需求+民间需求；
- 经济内生动能：指民间需求，例如民间投资、居民消费；
- 经济内生动能的特征：1、绝对权重大；2、弹性高。内生动能是经济总需求的趋势决定力量。

图：民间投资占比日趋下降



资料来源：wind，国信证券经济研究所绘制

图：居民消费占比也有所回落

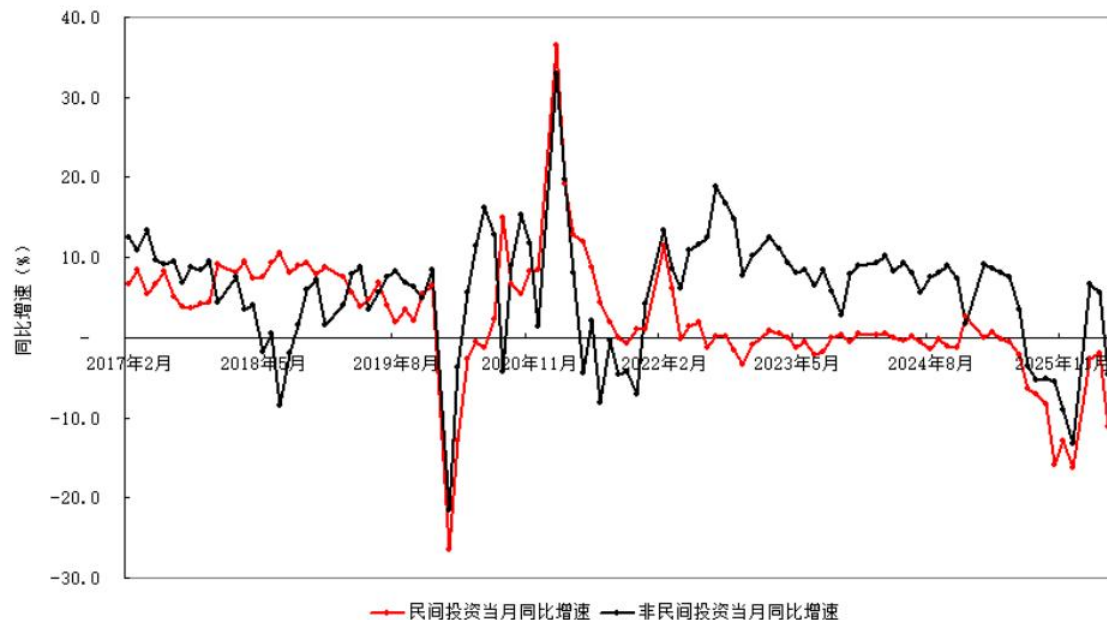


资料来源：wind，国信证券经济研究所绘制

2、经济内生动能的弹性发生了变化

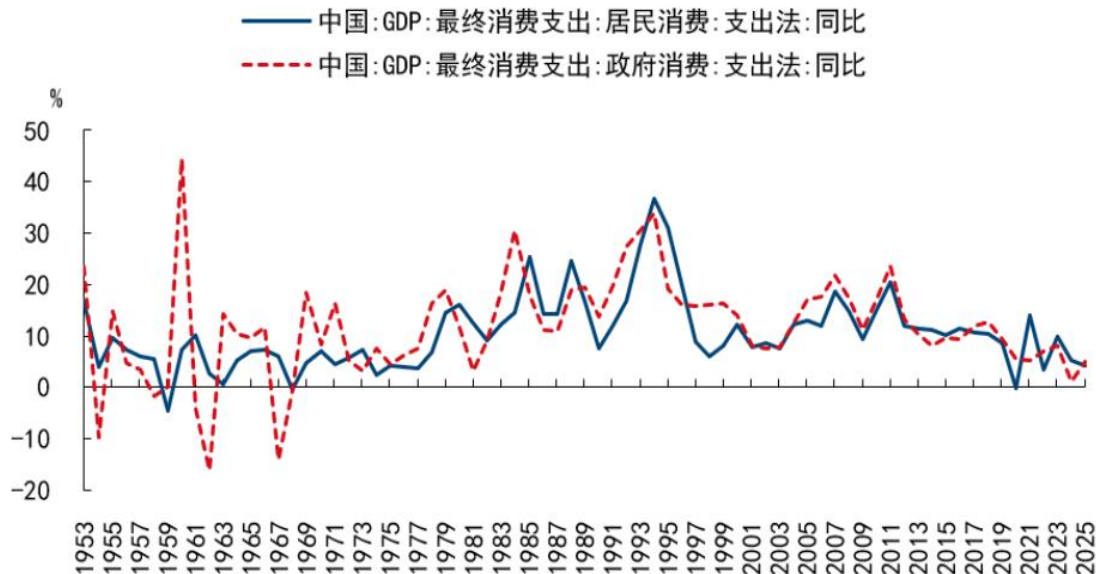
- 传统意义上，政府需求的变化领先于民间需求，并引导带动民间需求；
- 2023年以来，民间需求的弹性异常低迷，无法被政府需求所引导；

图：2023年以来，民间投资增速弹性消失



资料来源：wind，国信证券经济研究所绘制

图：政府消费也无法撬动居民消费

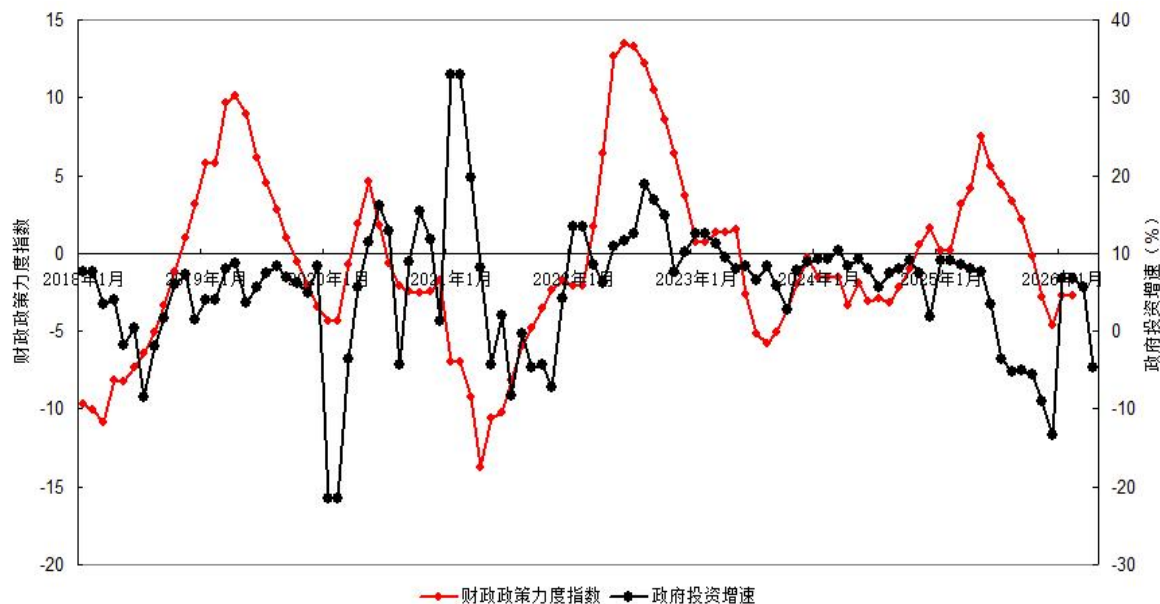


资料来源：wind，国信证券经济研究所绘制

3、政策对不同需求的传导效果出现了变化

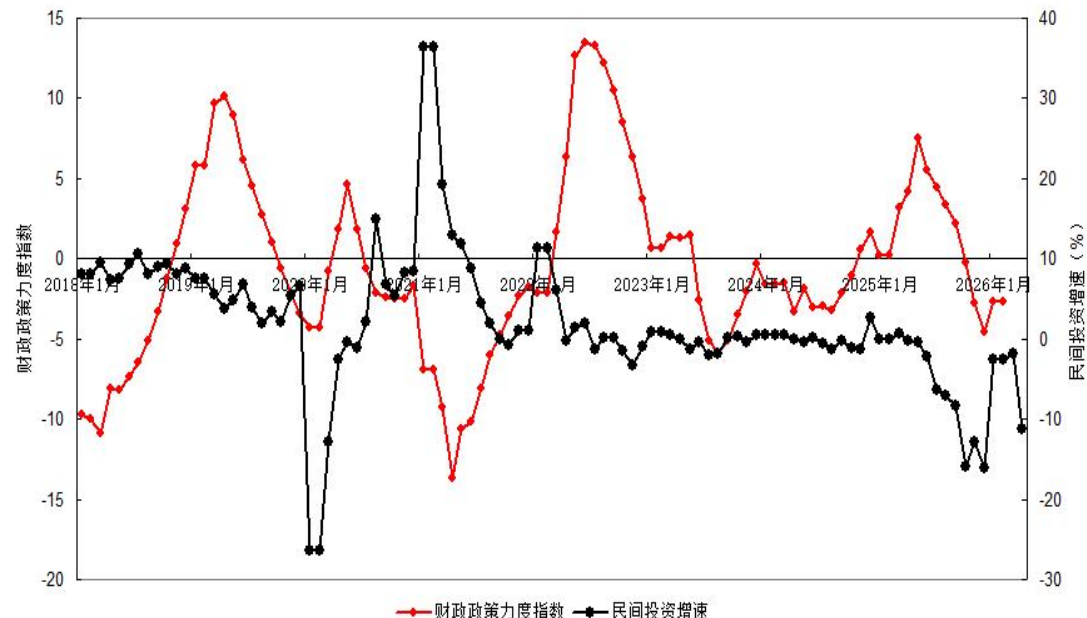
- 政策对政府需求依然有传导作用；
- 政策对民间需求传导很弱；

图：政策依然可以牵引政府投资



资料来源：wind，国信证券经济研究所绘制

图：政策已无法牵引民间投资



资料来源：wind，国信证券经济研究所绘制

政策与经济：传统关系 VS 目前关系

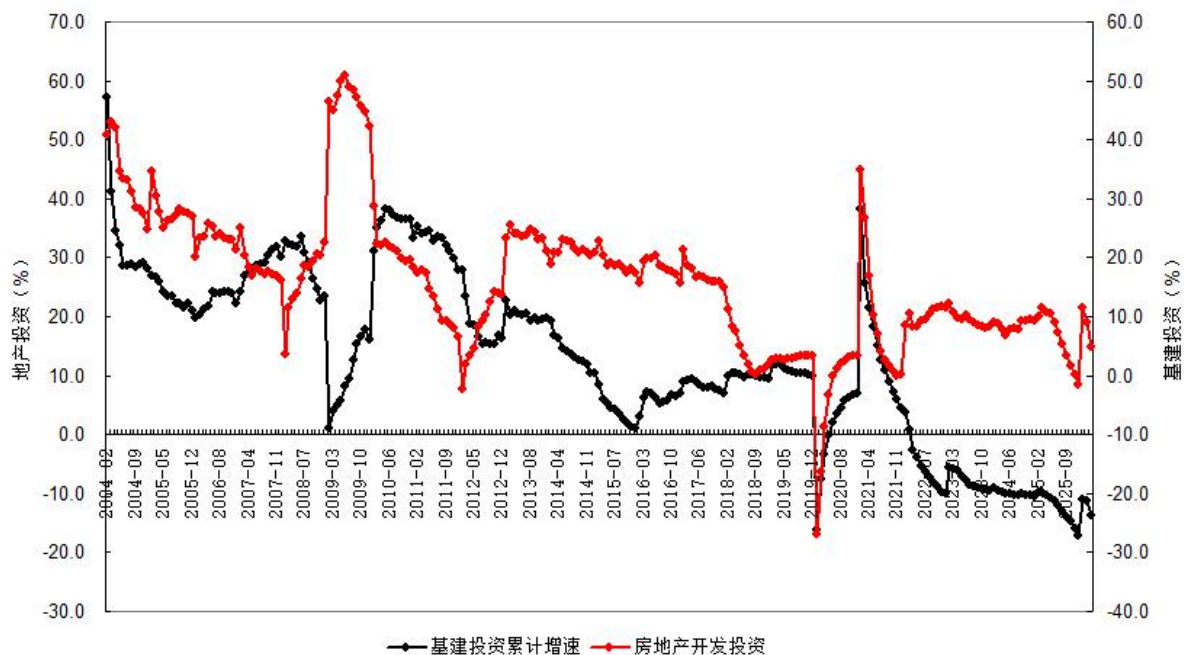
● 传统关系：政策扩张（收敛）+经济下行（上行）同步发生

- 经济总需求回落→政策扩张→直接作用于政府需求回暖→民间需求启动→总需求企稳回升→政策收敛；
- 经济总需求上行→政策收敛→直接作用于政府需求回落→民间需求回落→总需求企稳回落→政策扩张

● 目前关系：政策扩张（收敛）+经济上行（下行）同步发生

- 政策扩张→直接作用于政府需求回暖→无法带动民间需求启动→总需求边际改善；
- 政策收敛→直接作用于政府需求回落→无法带动民间需求启动→总需求边际弱化；

图：基建投资对于地产投资的对冲效应越发弱化



资料来源：wind，国信证券经济研究所绘制

转型的诉求是内生动能不足的主要原因

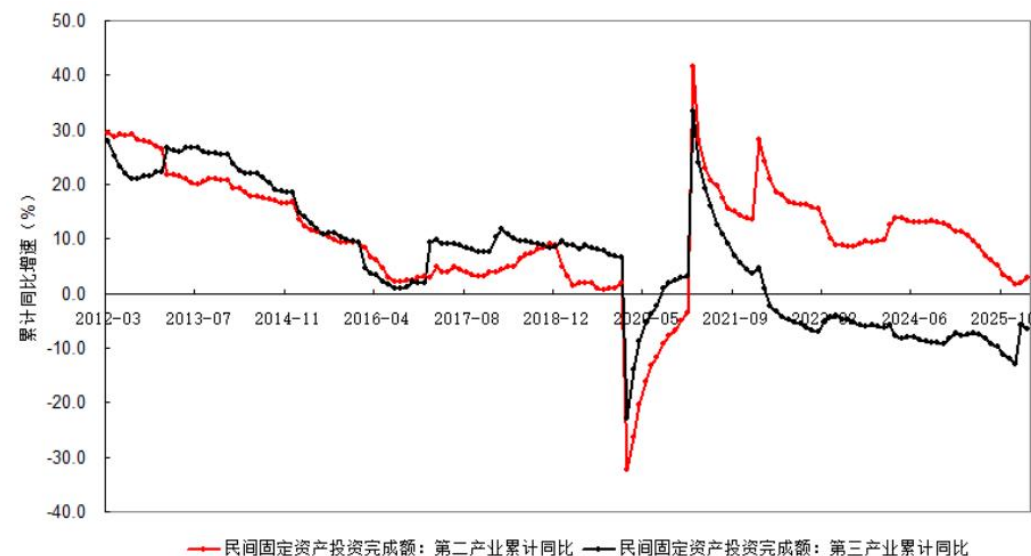
- 转型背景下，经济内生动能存在考验，两者是内涵一致的；
- 我国原有的民间需求主要构成：以固定资产投资需求为例—民间投资需求的构成中，第二产业中的制造业部分占比约40%，第三产业中的房地产业需求占比约30%，剩余不足20%的比重投向房地产业之外的服务业领域；
- 转型的诉求：地产—>战略性新兴产业，民间资本退“旧”入“新”；
- 经济内生动能的不足是转型经济必须要承担的“痛”，也未必代表不健康的经济结构变化；

图：新旧动能切换中



资料来源：wind，国信证券经济研究所绘制

图：民间投资的拖累项是第三产业中的房地产

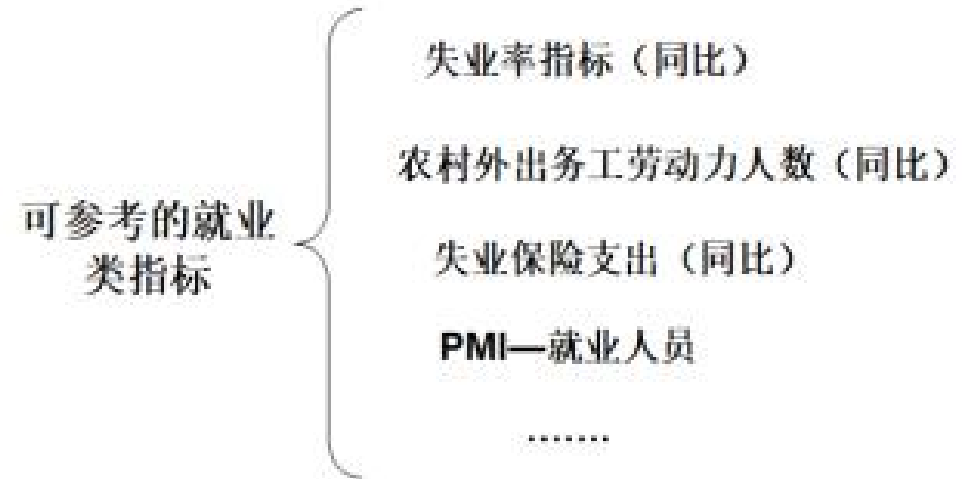


资料来源：wind，国信证券经济研究所绘制

这种背景下，周期类政策因何而动？

- 在传统的政策与经济的关系中，政策力度是依据经济变化的强弱而相机抉择。当经济动能出现拐点回落时，政策力度可以随之变化，政策难以领先；
- 大环境：以转型为主体目标，产业政策主导；周期类政策的重要度降低；
- 周期类政策扩张或收敛的依据：
 - 周期类政策目标的托底性特征：经济增长目标的上下限有可能成为周期类政策更为关注的决策点，当实际经济增速滑落并逼近经济增长目标下限时，周期类政策扩张动机将显著增强，而当实际经济增速处于经济增长目标上限时，周期类政策的收敛动机将显著增强。在这种转型时期，周期类政策的目标是保持经济运行于合理的目标区间内，而非强力推动经济的走升；
 - 周期类政策目标的民生性特征：经济的结构变化比总量性变化更为重要，失业率、通胀率将会成为重要衡量标准；
 - 周期类政策目标的预期性特征：资本市场的运行在很大程度上承载或影响着社会大众的预期，周期类政策对于资本市场的关注度也会越发增强；

图：多类就业数据相互印证



• 资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



目录

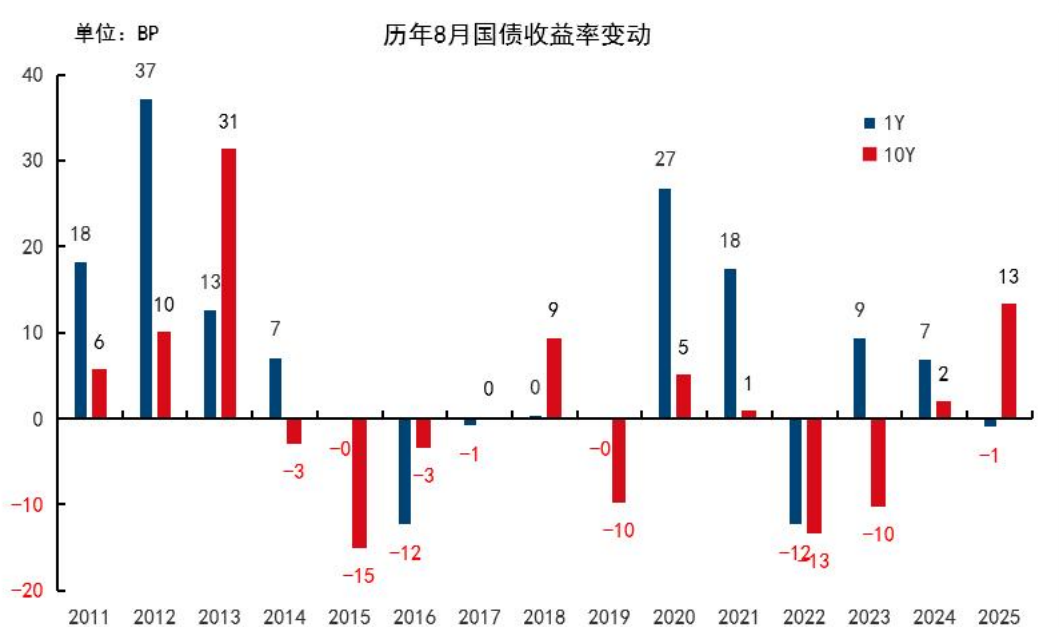
- 2026年7月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
 - ✓ 海外基本面：美国服务景气回升，新增就业下滑
 - ✓ 国内基本面：二季度增长回落，通胀有所回升
 - ✓ 国信高频跟踪与预测：7月国内经济增长高频指标平均表现强于季节性
- 货币政策回顾与展望
 - ✓ 央行公开市场净投放
- 热点追踪
 - ✓ 转型时期的政策、经济与市场转
- 大势研判
 - ✓ 利率新低的概率加大

近些年8月国债收益率波动运行

➤ 疫情后8月债券收益率无明显变化规律：

- ✓ 历史数据显示，疫情以来（2022年）8月份平均1年期国债收益率上行1BP、10年期国债收益率下行2BP；
- ✓ 截至7月31日，国债10-1期限利差为57BP，处于2002年以来29%分位数；

图68：历年8月国债收益率变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图69：10-1期限利差走势（2004年至今）



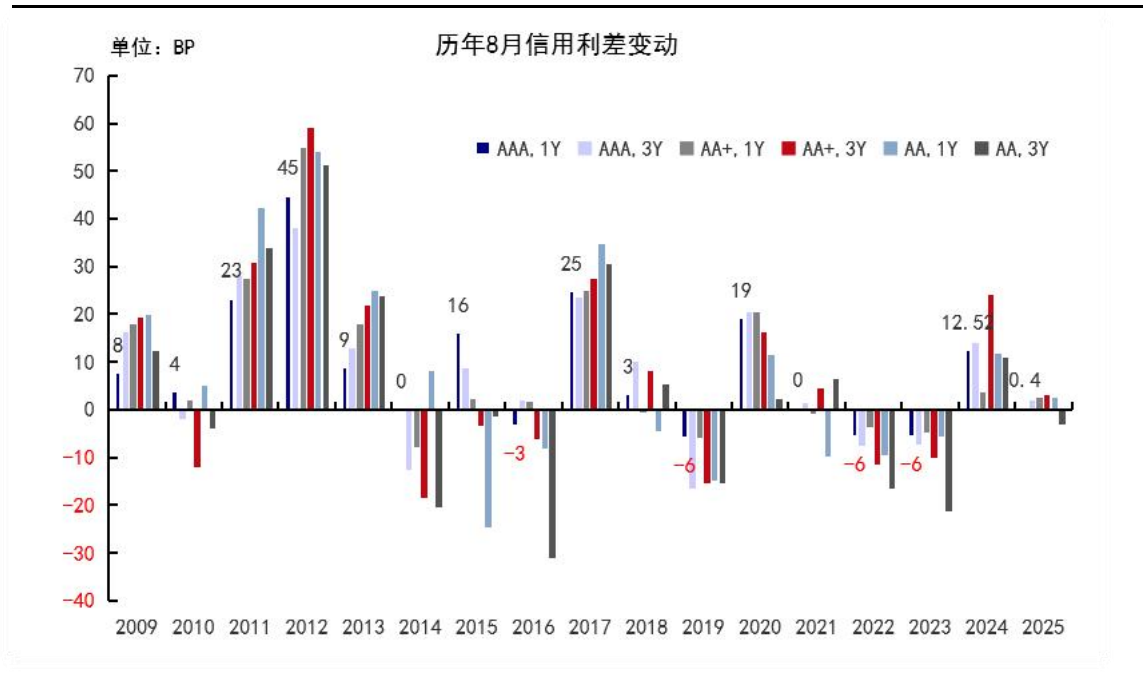
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

近些年8月信用利差波动运行

➤ 近些年8月信用利差无明显规律：

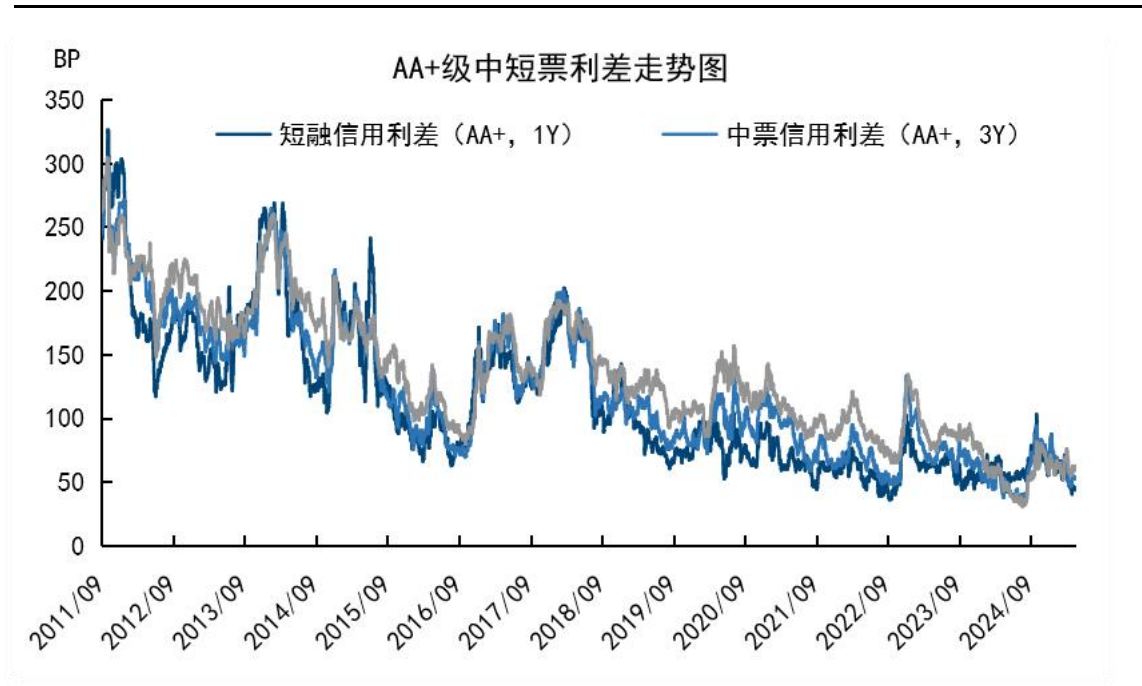
- ✓ 疫情后（2022年）8月份信用利差两年收窄两年走阔，2025年8月所有品种信用利差变化不超过3BP；

图70：历年7月信用利差变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图71：中债AA+信用利差走势（1年、3年和5年）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

中长期品种信用利差仍偏低

➤ 中长期信用利差位于历史极低位置：

1 年期各等级信用利差水平（2016 年以来）

1 年短融	当前分位数 (%)	目前水平	最小值	1/4 分位数	1/2 分位数	3/4 分位数	最大值
超 AAA	12.0	34	17	40	51	68	163
AAA	9.2	35	22	45	56	73	173
AA+	4.9	38	30	56	70	95	202
AA	3.6	40	34	63	88	127	227
AA-	3.1	75	61	202	293	312	383

3 年期各等级信用利差水平（2016 年以来）

3 年中票	当前分位数 (%)	目前水平	最小值	1/4 分位数	1/2 分位数	3/4 分位数	最大值
超 AAA	28.7	43	22	42	56	75	160
AAA	20.1	44	27	46	63	84	171
AA+	11.6	50	36	63	81	110	200
AA	6.7	59	41	81	117	146	223
AA-	3.4	113	99	244	316	351	399

5 年期各等级信用利差水平（2016 年以来）

5 年中票	当前分位数 (%)	目前水平	最小值	1/4 分位数	1/2 分位数	3/4 分位数	最大值
超 AAA	9.6	36	23	44	62	83	153
AAA	11.4	40	23	53	74	97	164
AA+	6.3	46	31	73	100	127	193
AA	6.8	65	36	106	152	173	230
AA-	3.2	130	105	265	354	380	417

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理；注：数据为截至 7 月 31 日

保护度测算

➤ 3年期品种，持有3个月：

✓ AAA品种的票息可以抵御16BP收益率上行；

✓ 和AAA品种相比，AA品种的票息收益可多抵御1BP上行；AA-品种的票息收益可多抵御6BP上行；

票息保护度测算（持有 3M）

	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	50Y
国债	39	12	8	6	5	4	3	3	2
国开债	48	14	9	7	5	4	4		
中短期票据（AAA）	51	16	10	8					
中短期票据（AA+）	53	16	10						
中短期票据（AA）	53	17	11						
中短期票据（AA-）	63	22	14						

票息保护度测算（持有 6M）

	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	50Y
国债	113	26	16	12	10	8	7	5	4
国开债	141	31	18	14	10	8	7		
中短期票据（AAA）	150	34	21	16					
中短期票据（AA+）	154	36	22						
中短期票据（AA）	155	37	23						
中短期票据（AA-）	183	47	30						

资料来源：WIND、国信经济研究所整理；注：按照 7 月 31 日收益率买入

债海观潮，大势研判



➤ 政策宽松托底经济，利率新低的概率加大

- ✓ 经济增长：2026年GDP目标定为【4.5%，5%】区间，二季度GDP同比增速约为4.3%，突破区间下限，国内经济下行压力加大，政策托底的必要性增加；
- ✓ 货币政策：7月会议强调“综合运用并适时调整货币政策工具”，隐含降准降息作为年初“备案”的存量政策，目前制约货币宽松的因素例如银行净息差以及人民币汇率均有缓解，今年降准降息概率增加；
- ✓ 通胀：中东地缘冲突缓解，输入性通胀影响趋弱；
- ✓ 债市迎来交易机会，10年期国债利率向下突破1.62%前低的可能性增加；目前30年期与10年期国债的利差50BP左右，处于近两年较高水平，超长端的性价比亦有提升；

➤ 风险点

- ✓ 川普态度的多变性；
- ✓ 财政政策超预期；

风险提示



- ✓ 内需改善动能趋弱；
- ✓ 就业修复不及预期；
- ✓ 国内货币政策大幅放松；
- ✓ 世界地缘政治矛盾加剧；
- ✓ 海外通胀韧性超预期；

免责声明



国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032