



分析师：王先爽

执业证书：S0590525120014

邮箱：wangxianshuang@glms.com.cn

- 7 月 20 日至 8 月 10 日，1 年期国债利率（中债估值，下同）从 1.14%，上行 6bp 至 1.21%，同时 10 年期和 30 年期国债利率分别自 1.75% 和 2.25% 持续降至 1.71% 和 2.16%，长债明显走强，引起市场和银行关注（见图 1、2）。
- 目前长债利率已经进入我们年初预估合理点位。我们年初发布的《流动性系列之一：“资产荒”的逻辑与测算》中判断今年银行体系会有资产荒压力，10 年国债测算合理点位约为 1.71%，正好接近当前市场估值利率。6 月份的报告《中国货币观察：降准概率在提升》预期，“如果海外需求出现波动，且财政政策出现滞后，可能会出现货币政策加力，导致利率中枢三季度破前低，随后四季度财政跟随发力，推动地产企稳，利率迎来中周期的上行”。由于降准落地推迟，结合财政节奏和经营贷趋势，我们预计长债行情可能接近尾声。
- 本轮长债走强源自政府债供给下滑。本轮长债下行启动于 7 月下旬，恰好与政府债供给明显下行相对应（见图 4）。根据同花顺披露，8 月上半月政府债计划净发行预计仅 -400 亿元，明显低于 7 月的 1.2 万亿元净发行，也明显低于去年 8 月发行的 1.33 万亿元。政府债供给快速下滑，减少了银行一级市场承接压力，进而银行为缓解 ΔEVE 压力进行二级卖出压力也相应下降。也就是说，银行 ΔEVE 存量压力约束并未缓解，二级市场卖出压力下降主要源于一级市场供给减少。与此同时，资本市场波动又带来了一些配置资金对债的关注，从而形成了接近三周的走强行情，但政府债供给收缩仍是本轮行情的主要催化因素。
- 后续政府债供给有望明显回升。今年政府债发行相对后置，后续政府债供给会上升。按照预算，8-12 月剩余政府债额度约 6.2 万亿元，高于去年同期约 4.8 万亿元的净供给规模，意味着后续几个月债券供给同比将明显上升。
- 长债走强行情可能接近尾声。因为银行 ΔEVE 压力短期难解，一级市场长债发行供给最终需要二级市场净卖出来，预计下半月到四季度政府债供给重新上量，如果保险没有增量资金，长债利率可能重回上行。短期关注 8 月 13 日至 15 日前后资金面与债券供给预期的切换窗口。
- 9 月利率上下波动可能会加大。9 月份可能是重要的政策窗口期，一方面源自前三季度经济数据有了大概眉目，需要政策进行回应；另一方面重要会面窗口期，前期财政货币政策储备集中释放也可能会加大利率波动。
- 利率中枢上行可能是中期趋势。中期来看，根据预算和当前节奏，四季度财政力度重回扩张是大概率趋势。随着财政力度回升，明年经营贷到期高峰压力结束，房地产市场有望逐步修复。四季度财政恢复，明年一季度地产接力，零售信贷增量转正，中国内需资产有望迎来占有机遇（见报告《银行研思录之十三：中国内需或成全球占优资产》），利率中枢可能进入中期上行周期，预计到 2028 年 10 年国债存在重回 2.0% 的可能，银行板块有望同时获得绝对和相对受益。
- 风险提示：息差超预期收窄；经济增长不及预期；资产质量恶化等。

推荐

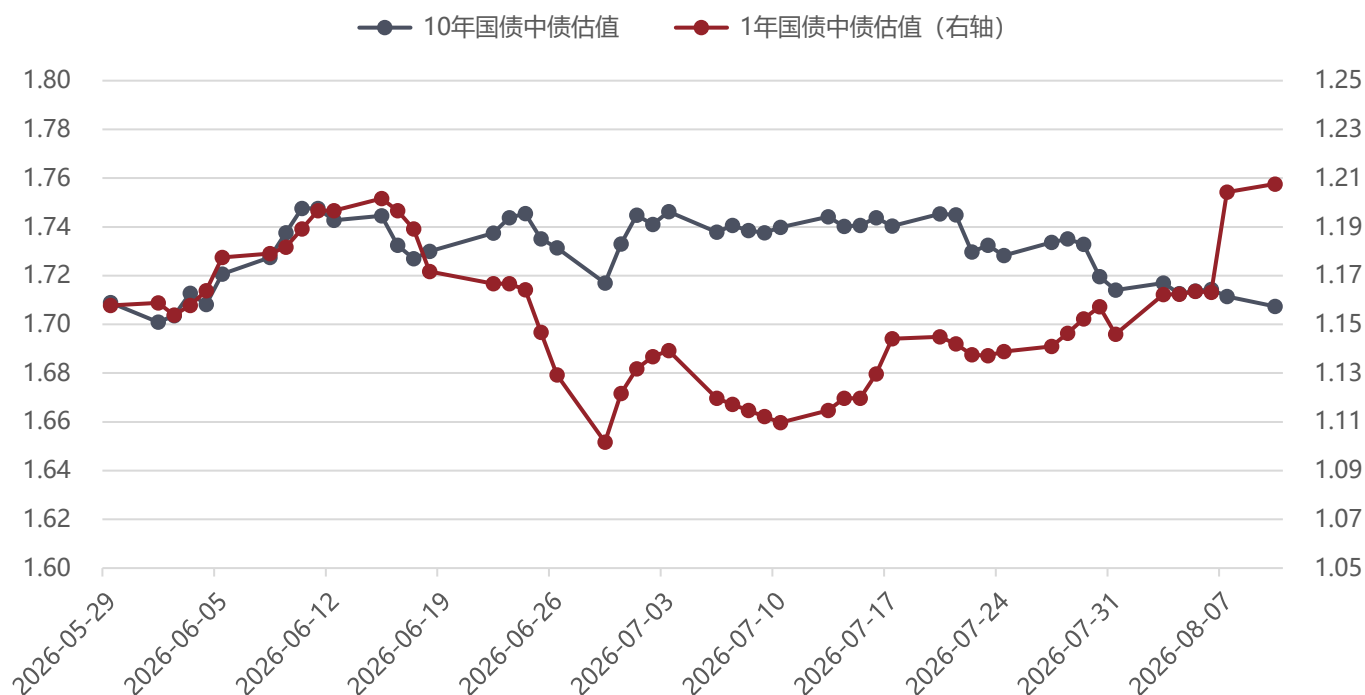
维持评级

相对走势

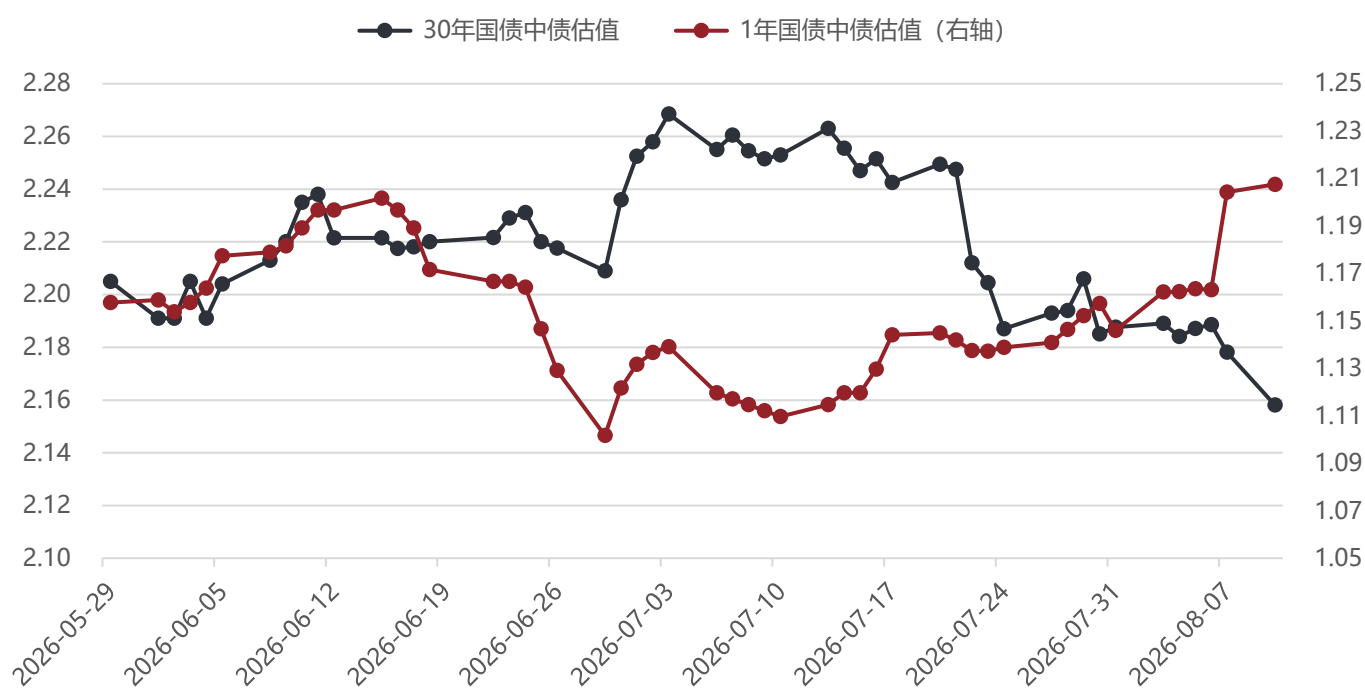


相关研究

- 银行研思录之十四：只投银行回报有多高？-2026/08/07
- 银行研思录之十三：中国内需或成全球占优资产-2026/07/30
- 26Q2 主动偏股基金银行持仓点评：减至低位，期待回补-2026/07/24
- 银行研思录之十二 何为好银行？-2026/07/17
- 2026 年 6 月金融数据点评：贷款降速，等待财政-2026/07/17

图1：1 年期与 10 年期国债利率走势

资料来源：wind，国联民生证券研究所

图2：1 年期与 30 年期国债利率走势

资料来源：wind，国联民生证券研究所

表1：政府债当月净融资（亿元）

年\月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2026	11,457	13,645	10,266	9,200	12,602	8,335	12,019	-416				
2025	9,224	15,225	14,699	9,502	14,946	13,738	12,650	13,301	11,975	5,149	12,011	5,980
2024	3,037	6,028	4,789	-400	12,194	7,657	7,181	17,352	14,803	9,790	15,382	14,970
2023	5,020	7,762	5,915	5,111	6,197	5,984	3,876	11,365	10,032	15,383	11,646	9,565
2022	6,412	2,820	6,698	3,875	11,214	16,309	3,308	3,223	5,613	4,263	4,926	2,894
2021	2,447	769	3,252	3,714	7,132	7,336	2,100	9,671	8,996	7,667	6,830	11,493
2020	6,678	3,572	5,511	3,389	13,372	5,751	5,929	13,015	10,028	5,205	4,350	7,235
2019	3,134	4,570	3,341	3,884	4,005	6,997	6,115	5,455	3,349	1,851	1,751	3,734

资料来源：iFind，国联民生证券研究所；注：数据截至 2026/8/17

表2：政府债月度累计净融资（亿元）

年\月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2026	11,457	25,103	35,369	44,568	57,170	65,506	77,525	77,109				
2025	9,224	24,449	39,148	48,650	63,597	77,335	89,985	103,286	115,262	120,410	132,421	138,401
2024	3,037	9,065	13,853	13,454	25,647	33,304	40,485	57,837	72,640	82,430	97,812	112,781
2023	5,020	12,782	18,697	23,808	30,004	35,988	39,864	51,229	61,261	76,644	88,290	97,854
2022	6,412	9,232	15,930	19,805	31,019	47,328	50,636	53,860	59,472	63,735	68,661	71,555
2021	2,447	3,216	6,468	10,182	17,313	24,649	26,749	36,420	45,416	53,083	59,912	71,405
2020	6,678	10,250	15,762	19,150	32,522	38,273	44,201	57,216	67,244	72,449	76,799	84,034
2019	3,134	7,704	11,046	14,930	18,935	25,931	32,046	37,501	40,850	42,701	44,451	48,185

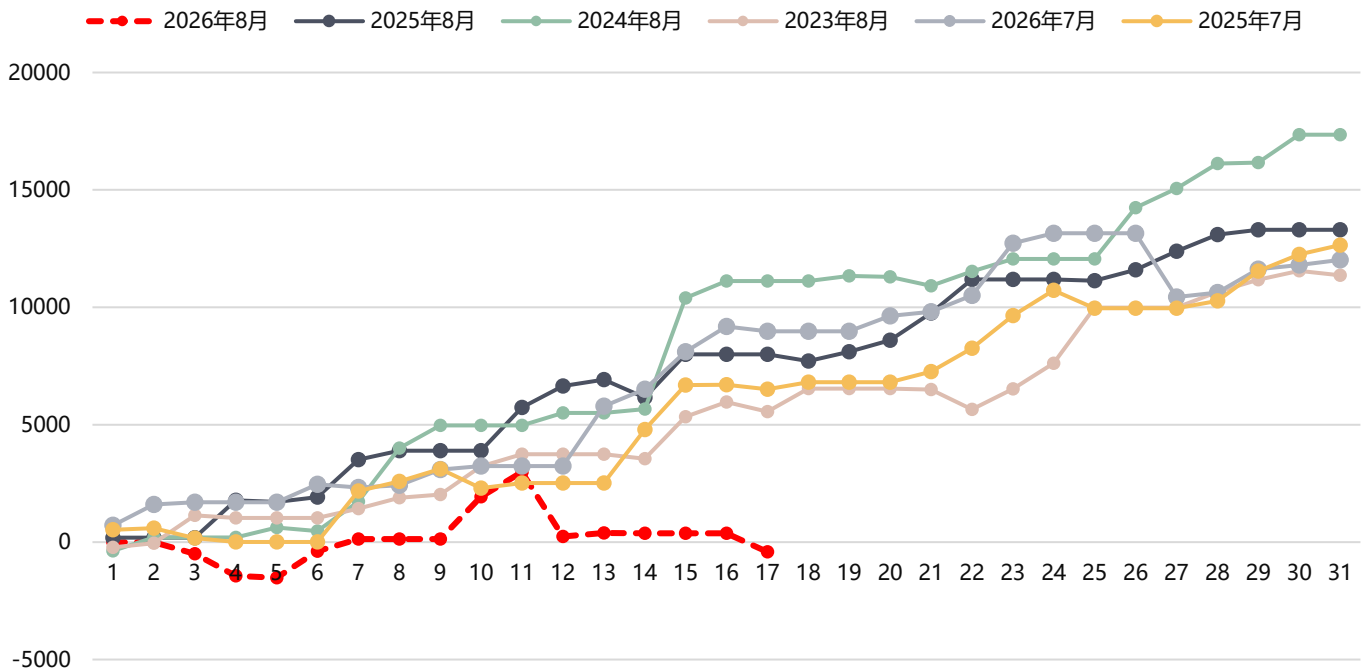
资料来源：iFind，国联民生证券研究所；注：数据截至 2026/8/17

表3：政府债月度累计净融资进度

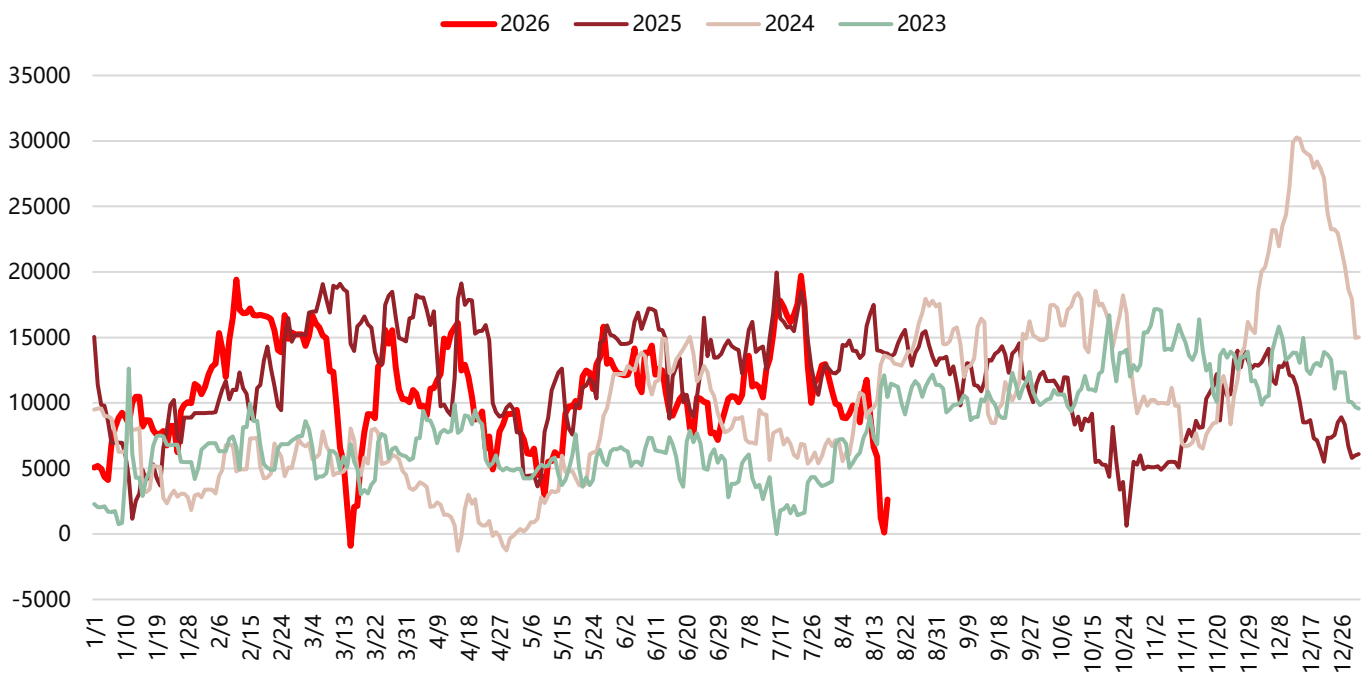
年\月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2026	8.2%	17.9%	25.3%	31.8%	40.8%	46.8%	55.4%	55.1%				
2025	6.7%	17.6%	28.2%	35.1%	45.9%	55.8%	64.9%	74.5%	83.2%	86.9%	95.5%	99.9%
2024	3.4%	10.1%	15.5%	15.0%	28.6%	37.2%	45.2%	64.6%	81.1%	92.0%	109.2%	125.9%
2023	5.8%	14.7%	21.5%	27.4%	34.6%	41.5%	45.9%	59.0%	70.6%	88.3%	101.7%	112.7%
2022	9.1%	13.2%	22.7%	28.2%	44.2%	67.4%	72.1%	76.7%	84.7%	90.8%	97.8%	101.9%
2021	3.0%	3.9%	7.9%	12.4%	21.1%	30.0%	32.5%	44.3%	55.3%	64.6%	72.9%	86.9%
2020	7.8%	12.0%	18.5%	22.5%	38.2%	45.0%	51.9%	67.2%	79.0%	85.1%	90.2%	98.7%
2019	6.4%	15.7%	22.5%	30.4%	38.6%	52.8%	65.3%	76.4%	83.2%	87.0%	90.5%	98.1%

资料来源：iFind，国联民生证券研究所；注：数据截至 2026/8/17



图3：政府债 7-8 月日度累计净融资（亿元）

资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图4：政府债滚动 30 日净融资（亿元）

资料来源：iFind，国联民生证券研究所

表4：大型银行年内二级市场 10Y 以上债券月度累计净买入（亿元）

合计	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2026	-335	-2295	-4769	-8652	-12720	-17971	-21419	-22102				
2025	-837	-3185	-5552	-8443	-11554	-14849	-17154	-19963	-21626	-23179	-24941	-26021
2024	-1160	-1765	-3053	-4230	-5714	-7744	-9540	-10748	-12621	-13613	-16289	-18921
政府债	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2026	-690	-2521	-4594	-7758	-10599	-14099	-16252	-16674				
2025	-732	-2685	-4888	-7299	-9434	-11469	-12808	-14516	-15716	-17014	-18328	-19203
2024	-1015	-1474	-2386	-3352	-4455	-5762	-6758	-7498	-8654	-9378	-11542	-13971
非政府债	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2026	355	226	-176	-894	-2121	-3872	-5167	-5429				
2025	-105	-500	-663	-1144	-2120	-3380	-4345	-5447	-5909	-6165	-6613	-6819
2024	-145	-291	-667	-878	-1260	-1982	-2782	-3249	-3967	-4235	-4748	-4951

资料来源：iDeal，国联民生证券研究所；注：数据截至 2026/8/14

表5：大型银行年内二级市场 10Y 以下债券月度累计净买入（亿元）

合计	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2026	3273	2085	386	-4650	1956	2903	3759	2416				
2025	2886	-8132	-21285	-36011	-46016	-54746	-58452	-59400	-58733	-62533	-63794	-62012
2024	-2474	-8255	-12554	-22932	-29879	-34841	-42001	-48254	-49649	-50057	-51288	-50436
政府债	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2026	3782	4893	6081	6468	7669	7611	8566	8677				
2025	1108	-1372	-3945	-6525	-7296	-6807	-4684	-3306	-1942	-1926	334	3663
2024	-1390	-2743	-2669	-3728	-4332	-3407	-3536	-5359	-5170	-5008	-4058	-1363
非政府债	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2026	-509	-2808	-5695	-11118	-5712	-4707	-4807	-6261				
2025	1778	-6760	-17340	-29487	-38720	-47939	-53767	-56094	-56791	-60607	-64128	-65675
2024	-1083	-5513	-9885	-19204	-25547	-31434	-38466	-42895	-44480	-45049	-47230	-49073

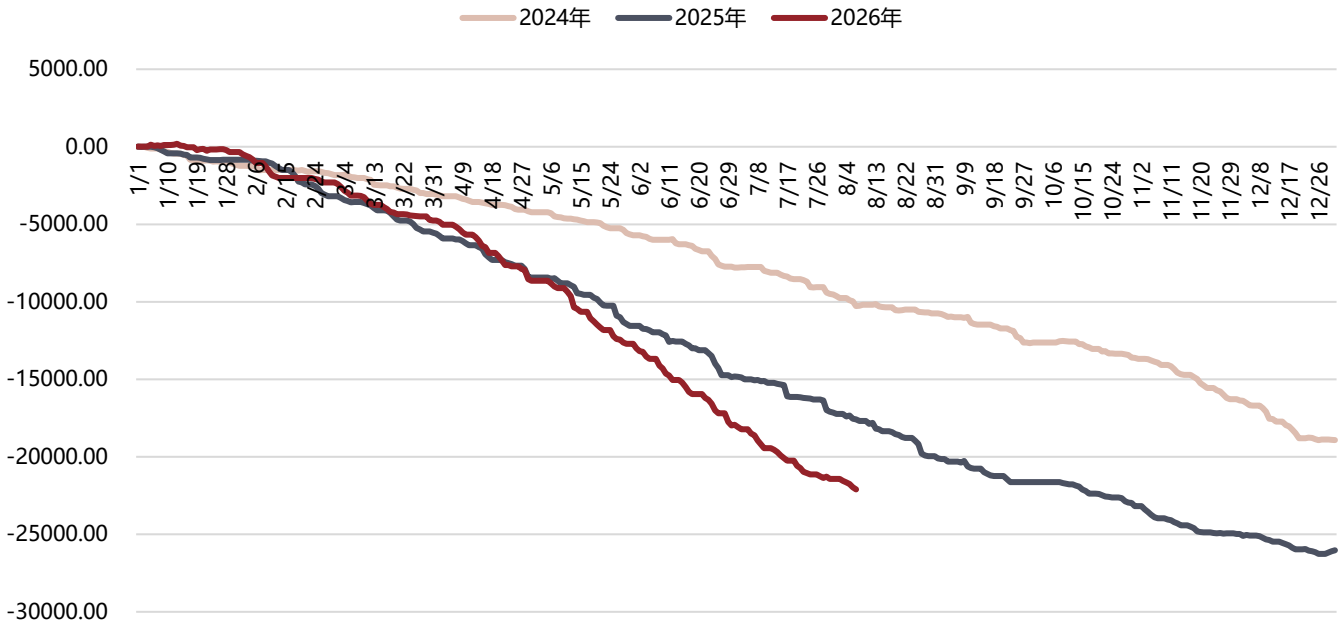
资料来源：iDeal，国联民生证券研究所；注：数据截至 2026/8/14

表6：大型银行年内二级市场债券合计月度累计净买入（亿元）

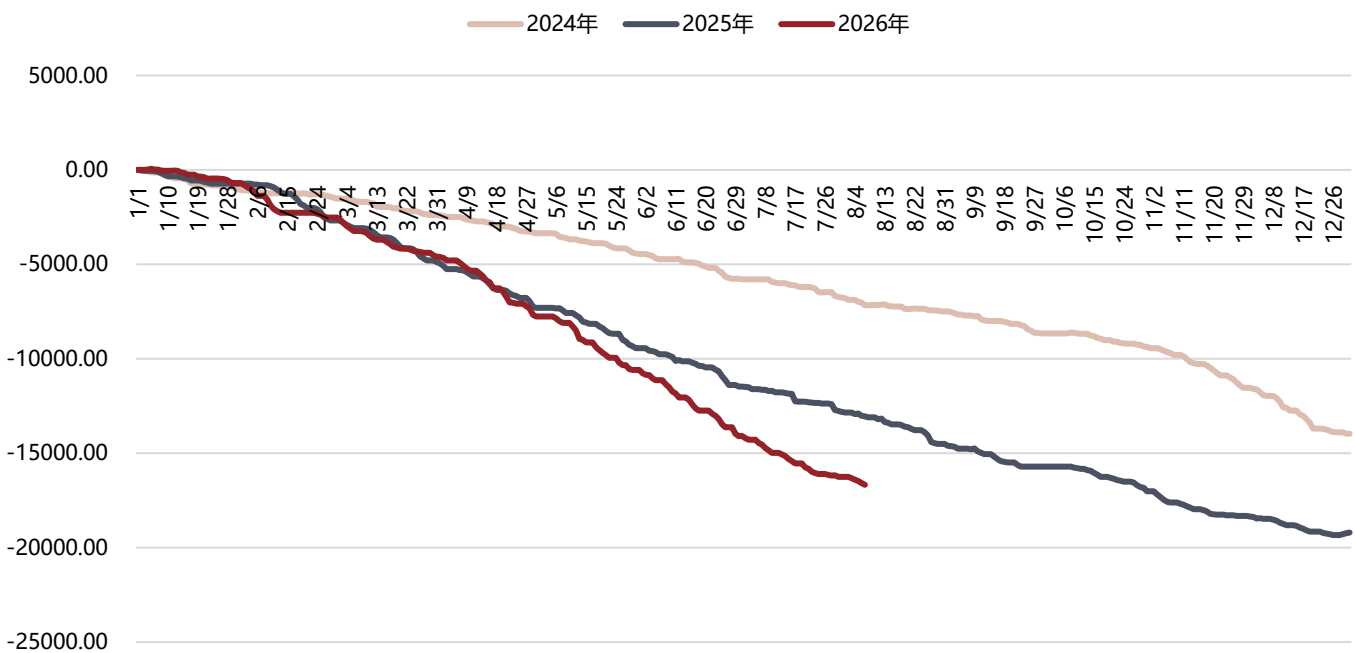
合计	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2026	2938	-210	-4383	-13302	-10763	-15067	-17660	-19686				
2025	2049	-11317	-26837	-44455	-57571	-69595	-75605	-79362	-80359	-85712	-88735	-88034
2024	-3634	-10021	-15608	-27162	-35594	-42586	-51541	-59002	-62270	-63670	-67578	-69357
政府债	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2026	3092	2372	1487	-1290	-2930	-6488	-7686	-7997				
2025	376	-4057	-8834	-13824	-16731	-18276	-17493	-17822	-17658	-18939	-17994	-15540
2024	-2405	-4217	-5055	-7080	-8787	-9169	-10293	-12857	-13823	-14386	-15600	-15334
非政府债	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2026	-154	-2582	-5870	-12012	-7834	-8579	-9974	-11690				
2025	1673	-7260	-18003	-30631	-40840	-51319	-58113	-61541	-62701	-66773	-70740	-72494

2024	-1229	-5804	-10552	-20082	-26807	-33416	-41248	-46145	-48447	-49284	-51978	-54024
------	-------	-------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

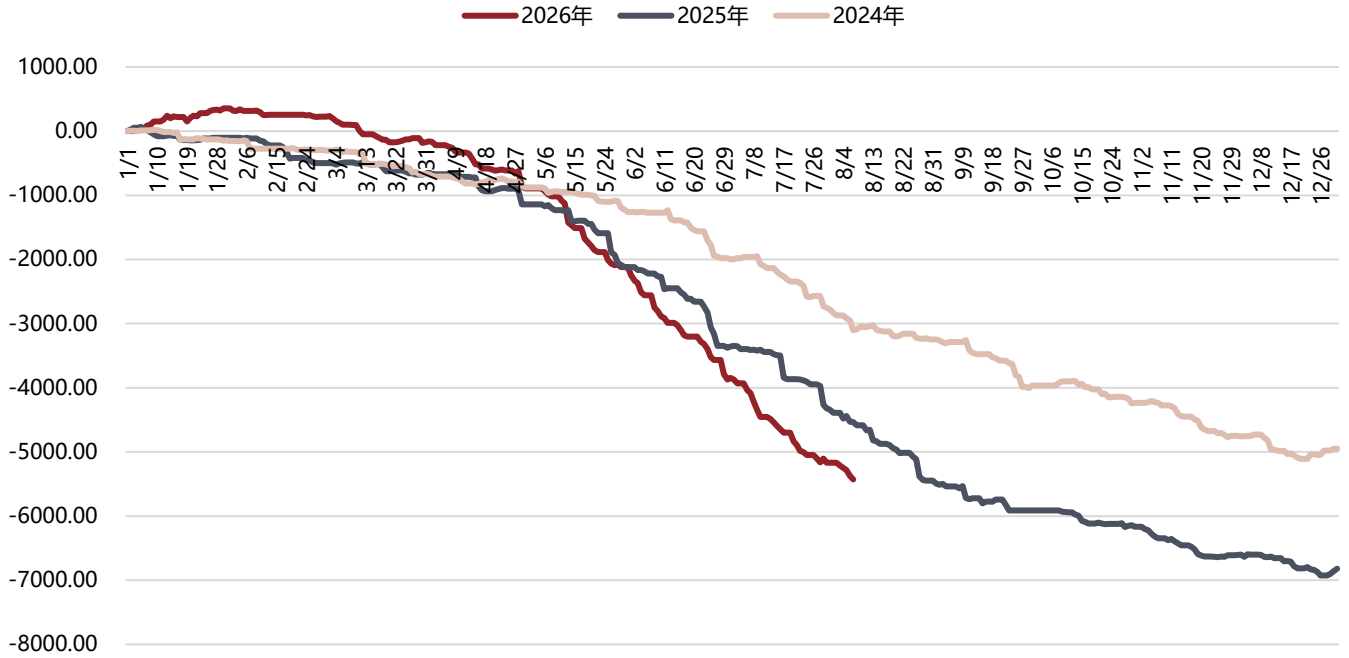
资料来源：iDeal，国联民生证券研究所；注：数据截至 2026/8/14

图5：大型银行年内二级市场 10Y 以上债券累计净买入季节性

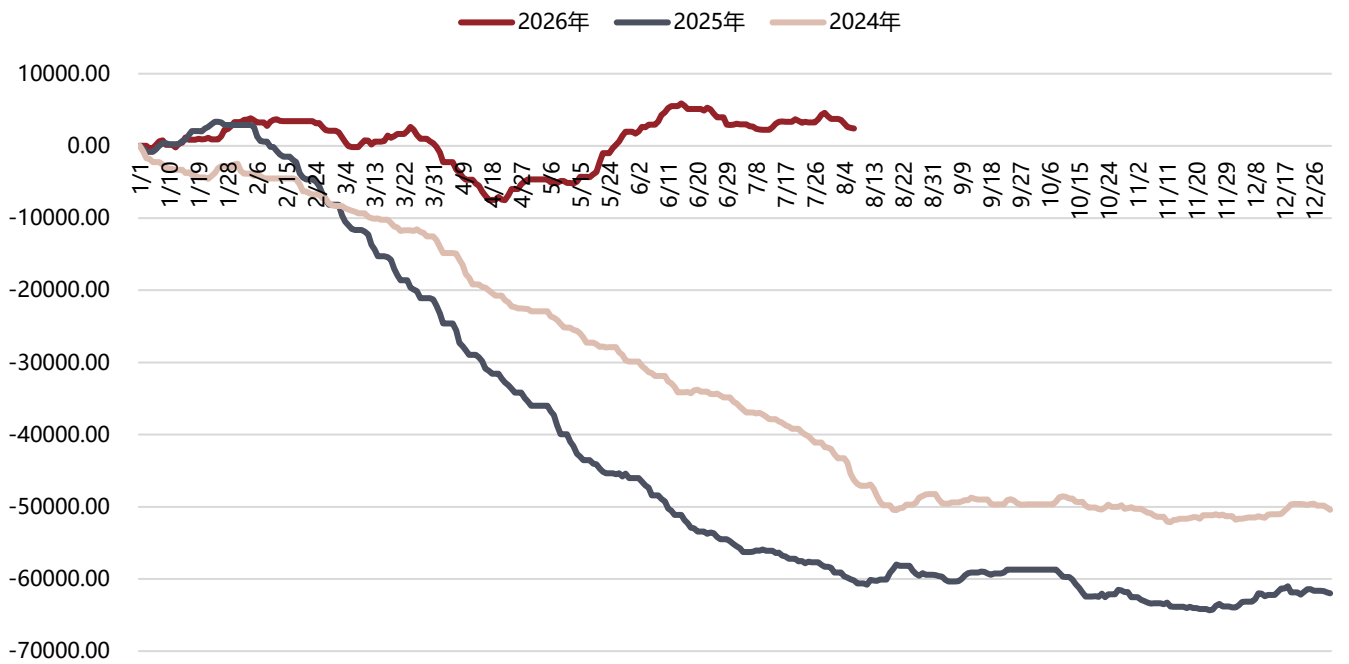
资料来源：iDeal，国联民生证券研究所

图6：大型银行年内二级市场 10Y 以上政府债累计净买入季节性

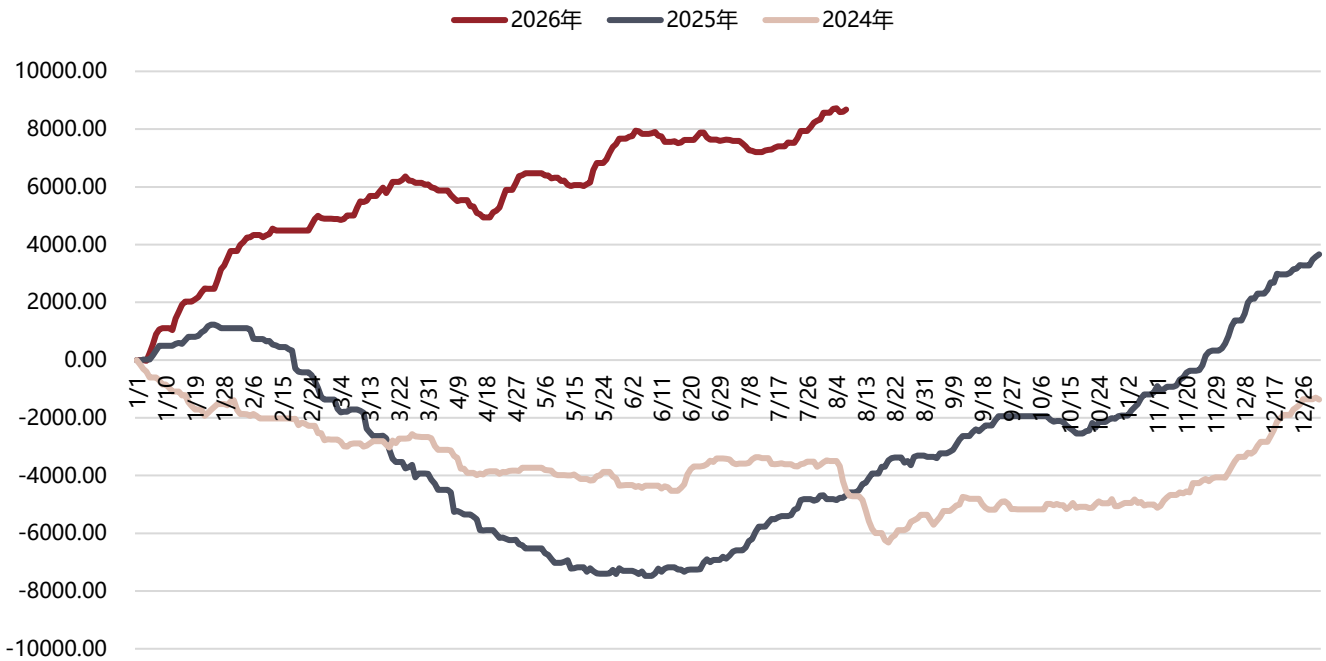
资料来源：iDeal，国联民生证券研究所

图7：大型银行年内二级市场 10Y 以上非政府债累计净买入季节性


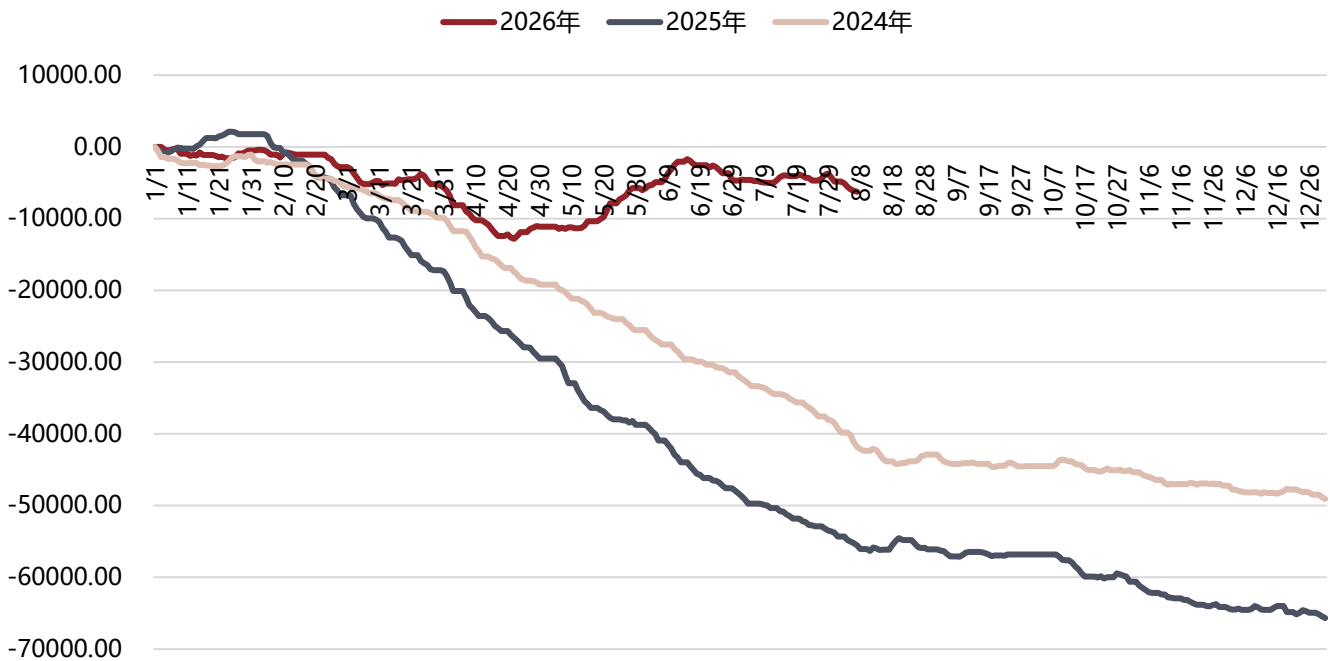
资料来源：iDeal，国联民生证券研究所

图8：大型银行年内二级市场 10Y 以下债券累计净买入季节性


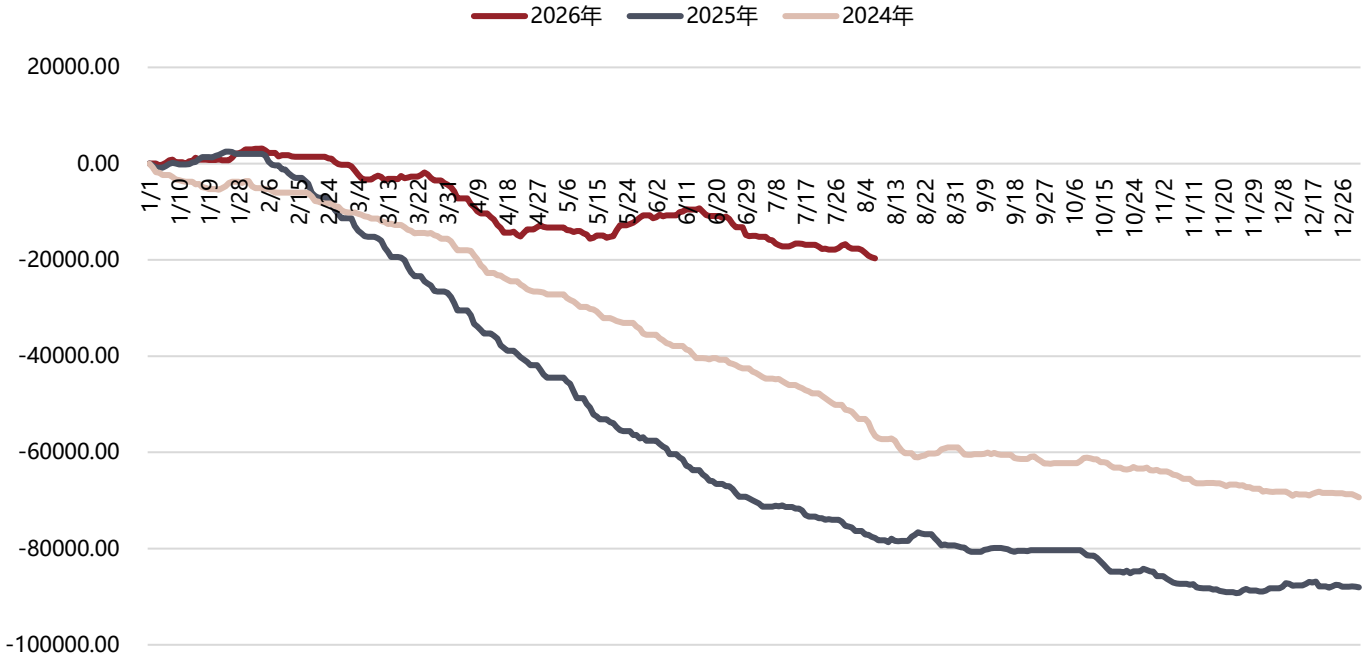
资料来源：iDeal，国联民生证券研究所

图9：大型银行年内二级市场 10Y 以下政府债累计净买入季节性

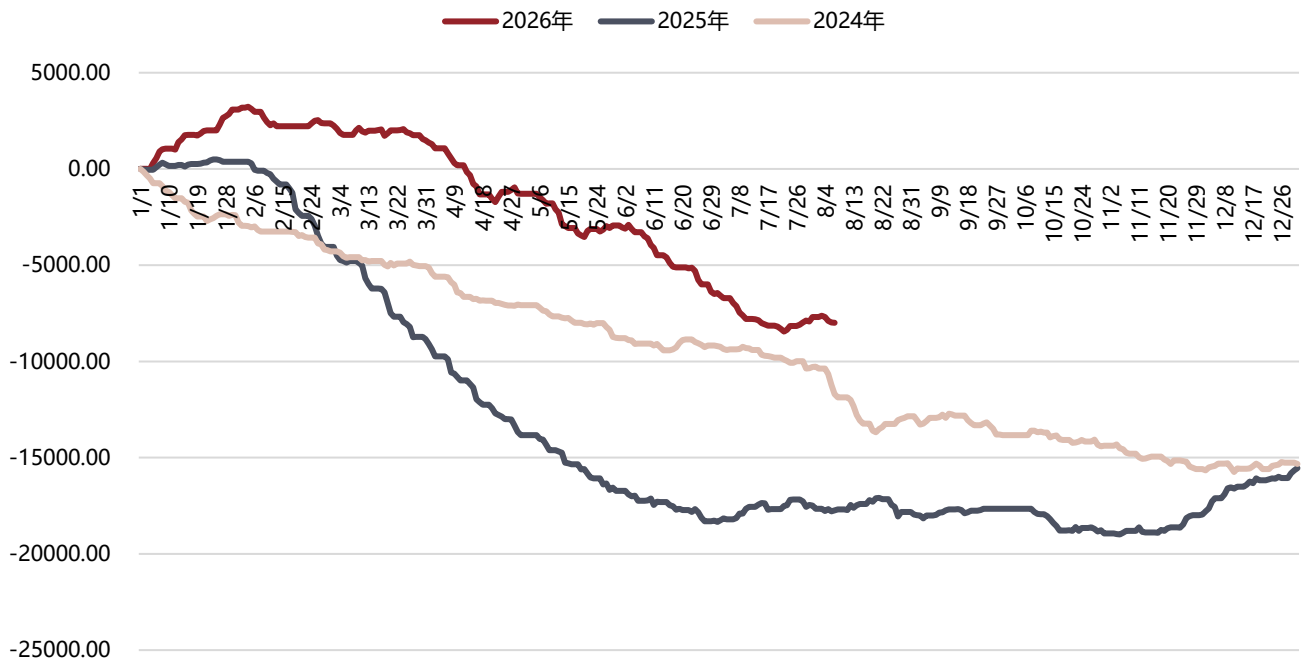
资料来源：iDeal，国联民生证券研究所

图10：大型银行年内二级市场 10Y 以下非政府债累计净买入季节性

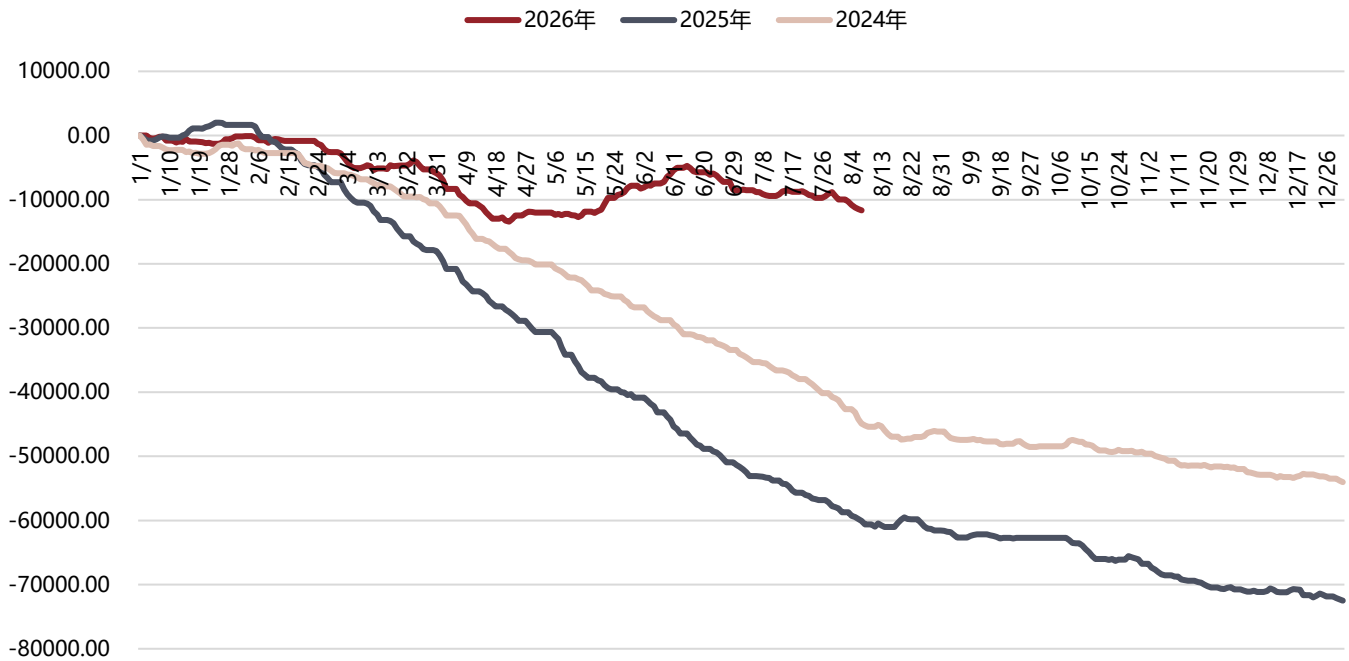
资料来源：iDeal，国联民生证券研究所

图11：大型银行年内二级市场债券合计累计净买入季节性


资料来源：iDeal，国联民生证券研究所

图12：大型银行年内二级市场政府债合计累计净买入季节性


资料来源：iDeal，国联民生证券研究所

图13：大型银行年内二级市场非政府债合计累计净买入季节性


资料来源：iDeal，国联民生证券研究所

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的利益。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生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。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融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发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

 **无锡** 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

 **上海** 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

 **北京** 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

 **深圳** 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室

