下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

Fixed Income

超长端蓄势待发

周策略图谱

核心观点：技术面震荡走强 + 税期资金面收敛但央行持续呵护 + 信贷、经济数据均不及预期 + 交易盘、配置盘需求持续 + 出台大规模刺激性政策必要性不强 + 供给高峰但预期稳、流动性未收紧 – 长端合意约束 = 债牛定力不改，短期震荡偏多。10Y 国债 9 月底之前大概率在 1.65-1.70 之间保持震荡，30Y 国债 10 月底有望挑战 2.0 的关键点位。

策略建议：维持高流动性利率策略，采用哑铃型策略博弈期限利差收敛的机会。

下周趋势：当前债市的主要矛盾和突破点仍在于技术面，本周 T、TL 合约波幅收窄，且 9 月 18 日均边际走强，下周预计震荡偏多。整体而言，我们预计超长债行情尚未走完，30Y 国债 10 月底有望挑战 2.0 的关键点位，相比之下，10Y 国债面临 1.66%（即老券减掉增值税 1.60%）的前低阻力限制，且仍是央行当前观测的核心管制品种，若触及 1.65%或 1.6%的关键点位，仍可能触发流动性收紧风险，整体赔率弱于 30Y 国债。具体而言：

1.**技术面中性偏多。**本周 T、TL 合约均波幅收窄，进入横盘震荡期，但 9 月 18 日拉涨回到上行通道内，边际走强，短期仍不排除盘整的可能性。建议关注回调后的机会，TL 合约关注 116.4 点位的支撑性。

2.**资金面中性。**本周税期，虽然央行持续大额投放隔夜逆回购，但资金面仍边际收敛，R001 一度升至接近 1.5%。下周税期压力缓解，但考虑到央行前期精细化调控，预计资金利率将维持在 1.4%附近，大幅上行或下行的可能性都较低。

3.**基本面偏多。**8 月信贷持续偏弱（详见《8 月社融新增低于季节性水平》），经济数据同样不及预期（详见《供需错位下的债市逻辑验证》），均表明内需仍然偏弱，利好债市。同时，在高质量发展和政绩观影响下，出台大规模刺激政策的必要性不强，短期内政策更可能以用好存量工具为主，对债市利空有限。

4.**机构行为偏多。**交易盘、配置盘需求不弱，利率债基、信用债基久期中位数同步回升。

5.**供给端中性。**本周 30Y 国债小幅发飞，但市场情绪仍然较好。下周政府债供给压力仍然偏高，但在市场预期未变+流动性无大幅收紧压力的背景下，扰动相对有限。

组合建议：建议采用高流动性的利率策略，并采用哑铃型策略博弈期限利差收敛的机会，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

债市大势：震荡至 10 月，中期仍看多:周策略图谱	2026-09-13
赔率有限，胜率仍存:周策略图谱	2026-09-06
9 月债市：顺势突破 or 保持防御？:9 月债市展望	2026-08-29

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、核心观点 6
二、主要矛盾：技术面 7
（一）10 年期国债期货（T） 7
（二）30 年国债期货（TL） 9
三、市场动态观察 10
（一）债市日历效应表现 10
（二）大势研判 12
（三）政府债供给 17
（四）资金面 18
（五）机构行为交易跟踪 24
四、债市机构核心关注点汇总 32
五、策略跟踪 32
（一）各典型策略测算与个券图谱 32
（二）市场核心：样本个券收益率图谱 33
（三）个券比价情况与期限结构 34
（四）布林带择时 38
（五）赎回指数 39
六、基本面数据跟踪 40
七、风险提示 43

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：债市多空因素 6
图 2：周策略收益（单位：%） 7
图 3：2024 年 12 月至今，10 年期国债期货 K 线图 8
图 4：2025 年 11 月至今，10 年期国债期货 K 线图 8
图 5：2024 年 12 月至今，30 年期国债期货 K 线图 9
图 6：2025 年 9 月至今，30 年期国债期货 K 线图 10
图 7：10Y 国债的日历效应（单位：BP） 10
图 8：信用债的日历效应（单位：BP） 11
图 9：存款准备金率变化的月度规律（BP） 11
图 10：政策利率变化的月度规律（BP） 11
图 11：10Y 国债收益率波峰下移（固定标准差） 12
图 12：10Y 国债收益率波峰下移（滚动标准差） 12
图 13：30Y 国债收益率波峰下移（固定标准差） 13
图 14：30Y 国债收益率波峰下移（滚动标准差） 13
图 15：市场交易逻辑 14
图 16：各券种广谱利率图（单位：%，BP） 14
图 17：国开&地方债&信用利差情况（单位：%，BP） 15
图 18：信用-国开：利差分位数情况（单位：%，BP） 15
图 19：各板块利差比较（单位：%，BP） 16
图 20：国债收益率期限结构（单位：%，BP） 16
图 21：二级资本债收益率期限结构（单位：%，BP） 17
图 22：政府债供给放量对利率的影响 17
图 23：今年政府债融资节奏偏缓 18
图 24：2026Q2 与 2026Q1 货政报告要点对比 19
图 25：本周降息预期仍在 0BP 附近 19
图 26：降息预期上升至 10BP 以上，后续 1 年内降息落地的概率较高 20
图 27：本周大行净融出水平下降至 2.87 万亿水平 20
图 28：大行净融出规模处于季节性偏低水平 21
图 29：资金利率再度下行，央行态度仍较呵护 21
图 30：中长期资金仍较为平稳 22
图 31：MLF 和买断式逆回购在央行流动性工具中的作用更加重要 22
图 32：央行对于信贷和社融的表述 23
图 33：票据利率和人民币贷款增速呈现正相关性 24
图 34：9 月票据利率仍在低位 24
图 35：本周各机构净买入现券规模（亿元） 25
图 36：本周各机构净买入 10Y 国债规模（亿元） 25

下载日志已记录，仅供内部参考

图 37：长周期维度，各机构净买入 10Y 国债规模（亿元）.....26
图 38：本周各机构净买入 30Y 国债规模（亿元）.....27
图 39：长周期维度，各机构净买入 30Y 国债规模（亿元）.....27
图 40：债市杠杆率.....28
图 41：利率债基久期中位数回落放缓（年）.....28
图 42：利率债市场存量规模变化.....28
图 43：国债、国开债、地方债各月换手率（%）.....29
图 44：各年末存量国债期限结构分布.....29
图 45：各期限国债换手率分布.....29
图 46：各年末存量政金债期限结构分布.....30
图 47：各期限政金债换手率分布.....30
图 48：各年末存量地方债期限结构分布.....30
图 49：各期限地方债换手率分布.....30
图 50：银行净增持国债规模（亿元）.....31
图 51：各策略配置方法收益测算（单位：%，BP）.....33
图 52：样本个券收益率图谱.....33
图 53：城投债期限利差情况（单位：BP）.....34
图 54：二级资本债期限利差情况（单位：BP）.....34
图 55：城投债-银行二级债情况（单位：BP）.....34
图 56：城投债等级利差情况（单位：BP）.....34
图 57：国债期限利差走势（%）.....35
图 58：30-10Y 国债利差走势（%）.....35
图 59：国债期限利差历史分位值.....36
图 60：沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率（ERP）与 10 年国债 YTM.....36
图 61：股商房所处历史分位值.....37
图 62：债券所处历史分位值.....37
图 63：3 年 AA+城投债-国开债信用利差布林带（单位：%，BP）.....38
图 64：3 年 AAA-二级资本债-国开债信用利差布林带（单位：%，BP）.....38
图 65：2025 年下半年以来赎回风险指数复盘（单位：%）.....39
图 66：经济数据概览图（单位：%）.....40
图 67：调查数据概览图（单位：%）.....40
图 68：新订单－产成品库存（%）.....41
图 69：PMI 各分项指标对 PMI 拉动/拖累（%）.....41
图 70：制造业 PMI 及当月环比变化（%）.....42
图 71：CPI 及 PPI 同比（%）.....42
图 72：部分能源行业价格同比增速.....42
图 73：近 6 个月经济数据表现.....43

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：周策略建议配比（单位：%） 6
表 2：债市机构核心关注点汇总 32
表 3：3 年 AA+城投债择时策略收益（%） 38
表 4：3 年 AAA-二级资本债择时策略收益（%） 38

下载日志已记录，仅供内部参考

一、核心观点

图 1：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		持仓 5		组合久期	调仓逻辑
	品种	比例	品种	比例	品种	比例	品种	比例	品种	比例		
2026/3/6	3YAAA-二级资本债	20	5YAAA-银行永续债	30	1YAA-存单	30	3YAAA 房地产	20	-	-	3.06	降息可期＋调整即机会＋防御两会预期差＝小幅看多，配二永＋地产＋存单
2026/3/23	3YAAA-二级资本债	10	5YAAA-银行永续债	40	1YAA-存单	30	3YAAA 房地产	20	-	-	3.28	曲线陡峭化＋拐点未至＋3Y 近止盈点＝仓位向 5Y 倾斜，博弈利差收窄
2026/3/30	3YAAA-二级资本债	10	5YAAA-银行永续债	30	7YAAA-二级资本债	30	3YAAA 房地产	30	-	-	4.73	风险偏好下行＋降息可期＋长端利率下行渐近＝减存单加 7Y 二永，博弈曲线走平
2026/4/20	30YAAA 信用债	30	5YAAA-银行永续债	20	7YAAA-二级资本债	20	3YAAA 房地产	30	-	-	9.56	资金宽松＋信贷偏弱＋30Y 利差触上轨＝置换 30Y 信用债，博弈补涨
2026/6/15	1YAA-存单	20	10Y 国债	30	30Y 国债	10	5-7Y 国开	40	-	-	7.52	资金偏紧＋赎回风险＋评级舆情＝全切利率策略，防负反馈
2026/7/6	1YAA-存单	20	10Y 国债	30	30Y 地方债	10	5-7Y 国开	40	-	-	7.46	资金转松＋配置回归＋供给可控＝哑铃博弈走平，30Y 国债换地方债
2026/8/20	1YAA-存单	20	10Y 国债	25	30Y 地方债	10	5-7Y 国开	45	-	-	6.71	T/TL 合约触及技术阻力位，债无远虑但有近忧，减仓 10 年国债
2026/8/31	1YAA-存单	20	10Y 国债	25	30Y 地方债	10	5-7Y 国开	35	30Y 国债	10	8.30	债市提前止盈+技术面临近关键支撑+资金面整体宽裕=看多债市保持定力，增仓 30Y 国债
2026/9/20	1Y AA-存单	20	10Y 国债	25	30Y 地方债	10	5-7Y 国开	35	30Y 国债	10	8.95	

数据来源：广发证券发展研究中心

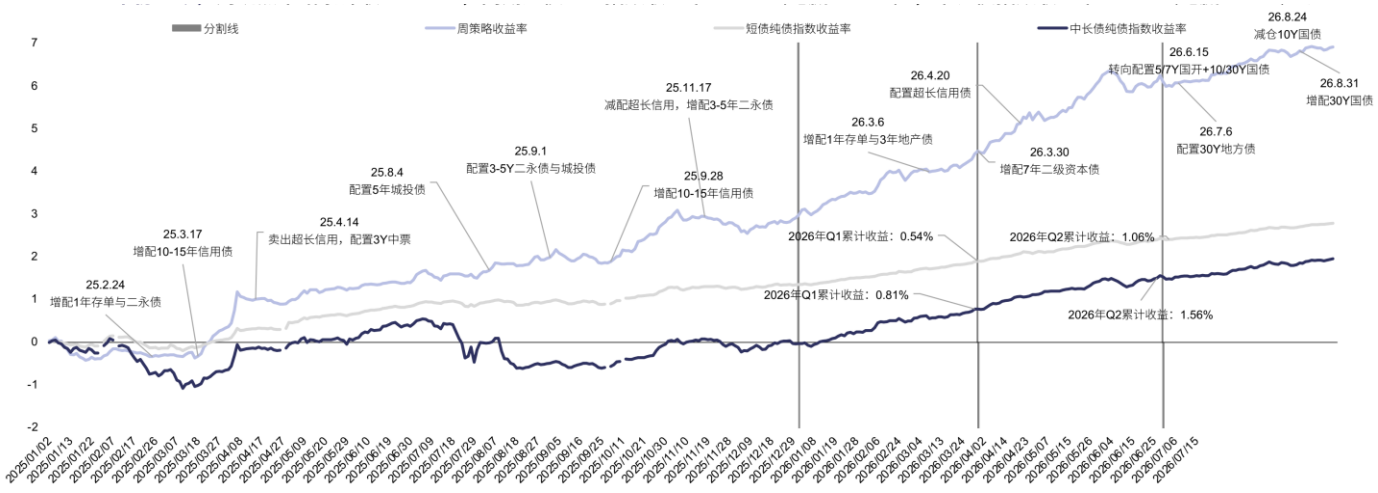
注：仅列示调仓时点及最新持仓情况

下载日志已记录，仅供内部参考

2025 年初至今，周观点策略累计收益 6.92%，同期短债基金指数收益率 2.79%（跑赢 4.13%），中长债指数收益率 1.96% （跑赢 4.96%）。

2026 年初至今，周观点策略累计收益 3.80%，同期短债基金指数收益率 1.41%（跑赢 2.36% ），中长债指数收益率 1.98%（跑赢 1.79%）。

图 2：周策略收益（单位：%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：数据更新至 2026/9/17。

二、主要矛盾：技术面

（一）10 年期国债期货（T）

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 年国债活跃券利率下行突破 1.8%心理关口。

2.**底部抬升：**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，一度挑战历史前高。

3.**顶部盘桓，破位下行。**T 合约价格触及 109.6 历史前高遇阻，短线突破下方趋势线，存在调整诉求。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：2024 年 12 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；依据 CTD 券久期，T 价格波幅 0.07 元左右，对应利率波动 1BP。

10 年期国债期货（T）：横盘震荡

1.**波幅收窄，横盘震荡期：**本周 T 合约波幅逐渐收敛，围绕 109.4 中枢上下震荡，MACD 线能量柱回到 0 轴附近震荡，是典型的震荡盘整，多空力量均衡阶段形态。

2.**短线有可能形成楔形收敛或箱体震荡形态：**8 月下旬以来的盘整波段底部抬升，顶部暂时没有创新高，有可能形成楔形收敛或者箱体震荡态势，假使形成收敛形态，目前顶端可能位于 10 月初，届时出现变盘的概率增大。

图 4：2025 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；依据 CTD 券久期，T 价格波幅 0.07 元左右，对应利率波动 1BP

下载日志已记录，仅供内部参考

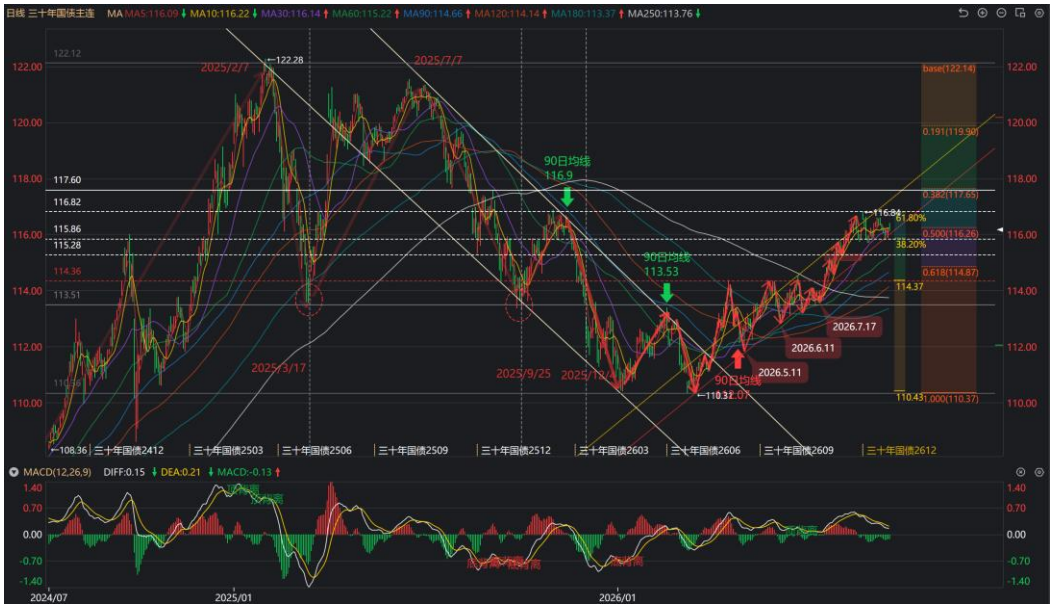
（二）30 年国债期货（TL）

30 年国债期货（TL）：突破上升三角上沿后进入上行通道

1.**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，当前已向上突破收敛三角上沿，进入新的上行通道。

2.**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 5：2024 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；依据 CTD 券久期，TL 价格波幅 0.17 元左右，对应利率波动 1BP

30 年国债期货（TL2612）：预计短期波动将放大

1.**波幅收窄，横盘震荡期：**本周 TL 合约波幅逐渐收敛，围绕 116 中枢上下震荡,且波段顶部上移，波段底部也并没有创新低，MACD 线能量柱回到 0 轴附近，快慢线缠绕，是震荡盘整，多空力量均衡阶段形态。

2.**短线有可能形成楔形收敛形态：**8 月下旬以来的盘整波段底部抬升，顶部也在下移，有可能形成楔形收敛或者箱体震荡态势，更倾向为趋势中继。假使形成收敛形态，目前顶端可能位于 10 月初，届时出现变盘的概率增大。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：2025 年 9 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；依据 CTD 券久期，TL 价格波幅 0.17 元左右，对应利率波动 1BP。

三、市场动态观察

（一）债市日历效应表现

季节效应看，2015 年以来，9 月 10 年期国债收益率多震荡。

图 7：10Y 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 1万亿置换债
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	-11.2	-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	11.8 防控拐点	-5.0	-13.7	-4.2	-14.4	0.2
7月	58%	-1.9	5.7	-5.6	2.5	-6.5	-24.2	14.3	-7.0	0.6	5.8	-6.4	-12.2
8月	50%	-2.6	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	-2.0
12月	90%		0.6	-34.5	-11.3	-5.0	-5.0	-10.7	-2.9	-12.9	-0.9	6.1 国海萝卜章	-21.9

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：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 防控拐点	-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 防控拐点	-9.0	-8.2	-63.4	-17.9	-3.8
7月	67%	6.0	2.6	-14.5	-5.3	-24.1	-38.7	28.5	-12.6	-55.2	3.8	-23.1	-38.2
8月	50%	-2.5	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 国海萝卜章	-47.9

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。

存款准备金率：2011 年-2025 年，2 月、4 月、5 月、9 月及 12 月降准概率较大。季度分布来看一二季度占比更高。

政策利率：2019 年-2025 年，降息月度规律不明显，季度分布来看多集中在二三季度。

图 9：存款准备金率变化的月度规律（BP）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2011	50	50	50	50	50	50						-50
2012		-50			-50							
2013												
2014												
2015		-50		-100					-50	-50		
2016			-50									
2017												
2018				-100			-50			-100		
2019	-100								-50			
2020	-50			-50	-50							
2021							-50					-50
2022				-25								-25
2023			-25						-25			
2024		-50							-25			
2025					-50							
月度次	3	4	3	5	4	1	2	0	4	2	0	3
季度次		10			10			6			5	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。

图 10：政策利率变化的月度规律（BP）

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
存贷款基准利率	2011												
	2012						-25	存-25 贷-31					
	2013												
	2014											存-25 贷-40	
	2015			-25		-25	-25		-25		-25		
	2016												
MLF隐性加息	2017	10		10									5
	2018				5								
MLF或OMO	2019											-5	
	2020		-10		-20								
	2021												
	2022	-10							-10				
	2023						-10		-15				
	2024							-20		-20			
	2025					-10							
月度次数		2	1	2	2	2	3	2	3	1	1	1	1
季度次数			5			7			6			3	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）大势研判

图 11：10Y 国债收益率波峰下移（固定标准差）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 12：10Y 国债收益率波峰下移（滚动标准差）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：30Y 国债收益率波峰下移（固定标准差）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

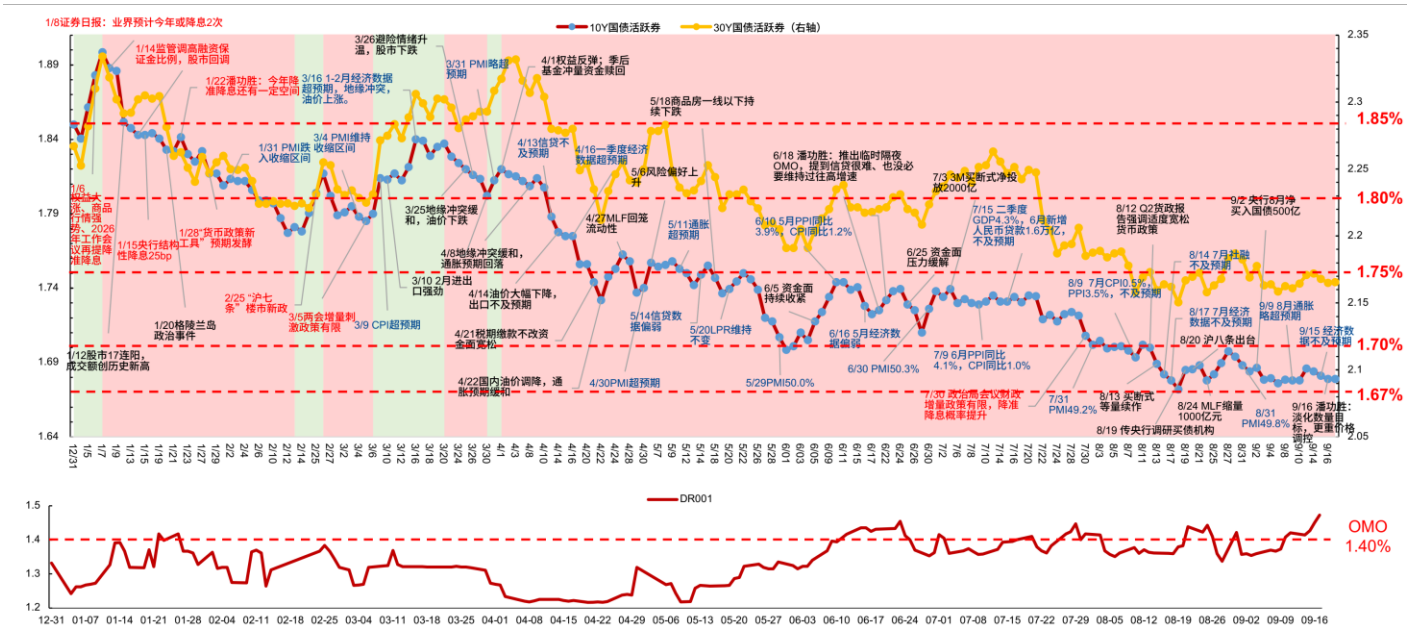
图 14：30Y 国债收益率波峰下移（滚动标准差）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：市场交易逻辑



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，蓝色代表基本面数据端变化，黑色为其他。

图 16：各券种广谱利率图（单位：%，BP）

日期	政策利率			定期存款			银行		回购利率				国债					存单		商业银行二级资本债				商业银行永续债（含权）			城投债					
	OMO 7D	MLF 1Y	LPR 5Y	1Y	3Y	5Y	生息资产收益率	付息负债成本率	DR001	DR007	R001	R007	1Y	5Y	10Y	30Y	50Y	AAA 1Y	AA- 1Y	AAA- 1Y	AAA- 3Y	AAA- 5Y	AAA- 7Y	AAA- 1Y	AAA- 3Y	AAA- 5Y	AAA 1Y	AAA 3Y	AAA 5Y	AA- 1Y	AA- 3Y	AA- 5Y
2023/12/29			4.2				3.68	2.13	1.65	1.91	1.83	2.25	2.02	2.39	2.56	2.83	2.91	2.40	2.96	2.65	2.85	3.00	3.10	2.75	2.94	3.05	2.59	2.77	2.93	3.14	4.81	5.94
2024/3/29	1.8	2.5		1.45	1.95	2.00	3.49	2.07	1.71	2.01	2.17	2.81	1.72	2.19	2.29	2.46	2.66	2.23	2.49	2.35	2.52	2.62	2.66	2.40	2.58	2.71	2.35	2.58	2.67	2.71	3.40	4.31
2024/6/28							3.49	2.07	1.91	2.17	2.35	2.45	1.53	1.97	2.23	2.42	2.46	1.96	2.28	2.01	2.13	2.23	2.30	2.01	2.16	2.29	2.03	2.19	2.28	2.26	2.61	3.24
2024/7/31			4				3.40	2.01	1.80	1.80	1.96	1.90	1.45	1.86	2.15	2.38	2.38	1.88	2.13	1.92	2.02	2.15	2.19	1.92	2.04	2.17	1.94	2.06	2.13	2.13	2.41	2.84
2024/8/30	1.7	2.3		1.35	1.75	1.80	3.40	2.01	1.53	1.70	1.66	1.84	1.49	1.83	2.17	2.36	2.35	1.97	2.27	2.05	2.17	2.26	2.38	2.06	2.20	2.31	2.08	2.19	2.28	2.40	2.60	2.94
2024/9/30			3.85				3.40	2.01	1.52	1.56	1.77	1.83	1.35	1.82	2.16	2.35	2.31	1.91	2.29	2.21	2.33	2.43	2.49	2.25	2.38	2.48	2.18	2.32	2.38	2.61	2.96	3.38
2024/10/31							3.40	2.01	1.37	1.70	1.53	1.85	1.38	1.79	2.13	2.33	2.38	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							3.40	2.01	1.32	1.64	1.46	1.79	1.37	1.65	2.03	2.20	2.28	1.80	2.18	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
2024/12/27		2.0					3.40	2.01	1.38	1.80	1.51	2.14	1.37	1.38	1.69	1.95	2.05	1.60	2.03	1.70	1.83	1.94	2.12	1.78	1.88	2.00	1.75	1.85	1.95	2.20	2.46	3.32
2025/1/24	1.5		3.6	1.10	1.50	1.55	3.03	1.71	1.79	2.11	1.85	3.16	1.34	1.44	1.64	1.86	1.94	1.74	2.07	1.84	1.85	1.88	1.98	1.86	1.90	1.93	1.87	1.88	1.95	2.33	2.45	3.17
2025/2/28							3.03	1.71	1.86	2.13	1.98	2.14	1.48	1.60	1.73	1.92	2.06	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							3.03	1.71	1.78	1.91	1.81	2.20	1.53	1.67	1.81	2.02	2.18	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							3.03	1.71	1.79	1.80	1.85	1.84	1.45	1.50	1.62	1.86	1.97	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							3.03	1.71	1.48	1.66	1.57	1.70	1.46	1.54	1.68	1.90	2.08	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							3.03	1.71	1.37	1.70	1.46	1.92	1.35	1.48	1.65	1.85	1.97	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							2.93	1.62	1.36	1.56	1.40	1.61	1.40	1.60	1.75	1.96	2.05	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							2.93	1.62	1.33	1.52	1.42	1.52	1.35	1.60	1.78	2.02	2.13	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							2.93	1.62	1.32	1.53	1.33	1.55	1.38	1.62	1.80	2.12	2.27	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							2.93	1.62	1.32	1.46	1.41	1.49	1.38	1.53	1.79	2.15	2.21	1.63	1.88	1.67	1.90	2.13	2.33	1.69	1.95	2.18	1.68	1.89	2.01	1.84	2.42	2.83
2025/11/28							2.93	1.62	1.30	1.47	1.43	1.52	1.40	1.61	1.83	2.18	2.36	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							2.93	1.62	1.26	1.52	1.35	1.53	1.29	1.58	1.84	2.22	2.44	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							2.71	1.39	1.33	1.59	1.51	1.64	1.29	1.57	1.80	2.26	2.46	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							2.71	1.39	1.34	1.48	1.36	1.53	1.30	1.55	1.80	2.25	2.46	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		-					2.71	1.39	1.32	1.44	1.39	1.51	1.24	1.54	1.81	2.29	2.55	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	1.4		3.5	0.95	1.25	1.30	2.71	1.39	1.22	1.32	1.29	1.39	1.13	1.48	1.73	2.21	2.41	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							2.71	1.39	1.33	1.38	1.39	1.40	1.14	1.41	1.71	2.21	2.42	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
2026/6/26							2.71	1.39	1.37	1.47	1.40	1.51	1.10	1.42	1.72	2.22	2.40	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
2026/7/31							2.71	1.39	1.42	1.45	1.47	1.46	1.14	1.41	1.70	2.19	2.30	1.48	1.69	1.54	1.71	1.88	2.02	1.55	1.72	1.90	1.52	1.68	1.79	1.71	1.99	2.36
2026/8/7							2.71	1.39	1.36	1.39	1.38	1.41	1.20	1.39	1.70	2.18	2.27	1.48	1.70	1.54	1.69	1.88	2.01	1.55	1.72	1.90	1.52	1.68	1.79	1.69	1.98	2.32
2026/8/14							2.71	1.39	1.36	1.39	1.38	1.41	1.20	1.38	1.68	2.16	2.26	1.48	1.71	1.54	1.68	1.85	1.95	1.55	1.70	1.86	1.53	1.68	1.77	1.69	1.96	2.26
2026/8/21							2.71	1.39	1.44	1.43	1.46	1.44	1.19	1.38	1.69	2.17	2.28	1.48	1.72	1.54	1.69	1.85	1.99	1.55	1.72	1.87	1.52	1.67	1.75	1.68	1.95	2.23
2026/8/28							2.71	1.39	1.34	1.39	1.36	1.41	1.20	1.41	1.69	2.19	2.30	1.49	1.73	1.54	1.70	1.87	1.99	1.55	1.73	1.89	1.53	1.67	1.76	1.68	1.94	2.22
2026/9/4							2.71	1.39	1.36	1.37	1.37	1.40	1.22	1.40	1.68	2.17	2.28	1.48	1.72	1.54	1.69	1.84	1.96	1.55	1.72	1.86	1.53	1.66	1.74	1.66	1.91	2.20
2026/9/11							2.71	1.39	1.42	1.42	1.42	1.42	1.21	1.41	1.69	2.17	2.28	1.49	1.73	1.54	1.69	1.84	1.95	1.55	1.71	1.86	1.52	1.66	1.74	1.61	1.89	2.16
2026/9/17							2.71	1.39	1.47	1.45	1.49	1.46	1.21	1.40	1.68	2.17	2.29	1.49	1.71	1.54	1.67	1.81	1.93	1.55	1.69	1.84	1.52	1.65	1.73	1.62	1.84	2.11
2024年初至今	-40	-50	-70	-50	-70	-70	-97	-74	-18	-46	-35	-79	-80	-99	-88	-66	-62	-91	-125	-111	-118	-119	-117	-121	-124	-122	-107	-112	-120	-152	-297	-383
修正久期	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.98	4.76	9.05	21.64	28.98	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	-	-	-	-	-	-	-	-	5	3	6	4	0	-1	-1	-1	1	0	-1	0	-1	-3	-2	0	-1	-2	-1	-1	-1	0	-5	-5
本周持仓回报率(bp)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	6	6	12	-34	0	1	0	4	12	14	0	4	11	1	2	5	0	14	23
2026Ave-OMO利差	-	-	-	-	-	-	-	-	-4	1	-1	4	-23	4	33	81	98	8	31	15	33	51	67	16	36	54	13	29	40	27	61	100
OMO利差	0	60	210	-45	-15	-10	-	-	7	5	9	6	-19	0	28	77	89	9	31	14	27	41	53	15	29	44	12	25	33	22	44	71
建议止盈点位	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.34	1.49	1.64	1.84	1.94	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
当前相较止盈点位	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-12	-9	4	33	35	-11	-12	-11	-8	-3	-6	-11	-11	-6	-14	-12	-13	-25	-34	-63

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17，使用中债隐含评级，10Y 及 30Y 国债使用活跃券收益率。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：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				地方债利差				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	5Y	10Y	30Y	AAA- 1Y	AAA- 3Y	AAA- 5Y	AAA- 1Y	AAA- 3Y	AAA- 5Y	AAA 1Y	AAA 3Y	AAA 5Y	AA- 1Y	AA- 3Y	AA- 5Y
2023/12/29		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	21	24	29	12	30	45	51	52	56	60	39	43	44	94	246	346
2024/3/29	1.8	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	26	14	27	22	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	17	15	7	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	14	16	12	5	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	12	16	10	3	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	19	12	17	6	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	13	23	17	10	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	14	21	18	15	35	35	35	42	36	40	38	32	45	75	108	190
2024/12/27		1.23	1.39	1.46	1.70	1.76	2.04	1.25	1.40	1.62	1.75	1.88	2.20	2.09	2.17	2.21	2.28	21	21	19	25	46	44	48	54	50	55	52	46	50	97	108	186
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	17	18	21	27	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	3	11	17	17	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	4	16	26	28	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	11	26	24	26	34	30	36	36	33	45	32	30	43	68	85	148
2025/4/30		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	12	14	26	27	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	5	8	23	23	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	14	16	15	20	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	5	6	8	10	22	24	31	24	28	37	21	22	29	45	66	112
2025/8/29		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	12	12	12	17	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	11	23	22	18	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	8	17	19	23	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	5	11	19	18	9	27	40	10	32	50	9	22	26	25	73	100
2025/12/26		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	12	8	20	16	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	2	10	21	16	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	1	11	22	20	9	23	33	9	25	40	12	17	20	26	58	103
2026/3/27	1.4	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	1	12	18	16	11	24	38	11	29	41	15	21	22	27	60	101
2026/4/22		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	10	17	23	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	9	6	13	22	15	23	30	15	25	34	11	20	20	22	53	86
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	11	10	13	17	18	26	34	19	28	35	13	20	22	28	53	80
2026/8/7		1.42	1.48	1.55	1.65	1.76	2.29	1.27	1.36	1.50	1.62	1.78	2.30	2.06	2.16	2.29	2.37	7	9	7	12	12	21	33	13	24	35	10	19	24	27	49	77
2026/8/14		1.42	1.48	1.55	1.65	1.76	2.27	1.26	1.35	1.49	1.60	1.77	2.28	2.04	2.15	2.26	2.34	5	10	7	12	11	19	29	12	22	31	10	19	22	27	48	70
2026/8/21		1.41	1.48	1.53	1.65	1.76	2.24	1.26	1.33	1.47	1.60	1.77	2.28	2.04	2.16	2.26	2.34	6	8	9	15	12	21	32	14	24	34	11	19	22	26	47	70
2026/8/28		1.41	1.49	1.54	1.67	1.77	2.26	1.28	1.35	1.49	1.61	1.78	2.29	2.06	2.16	2.28	2.35	7	8	9	14	13	21	33	14	24	34	13	18	21	27	45	67
2026/9/4		1.38	1.49	1.53	1.66	1.76	2.24	1.29	1.36	1.50	1.61	1.77	2.27	2.05	2.14	2.27	2.34	6	10	9	14	16	21	31	17	23	33	16	18	21	28	42	66
2026/9/11		1.39	1.48	1.54	1.67	1.77	2.26	1.29	1.36	1.50	1.62	1.77	2.28	2.04	2.14	2.26	2.35	6	8	8	13	15	20	30	16	22	32	13	17	20	22	40	62
2026/9/17		1.40	1.47	1.53	1.67	1.76	2.25	1.30	1.37	1.50	1.62	1.77	2.27	2.03	2.12	2.26	2.34	7	9	8	13	14	20	28	15	22	30	12	18	19	22	36	58
2024年初至今（bp）	-40	-80	-87	-96	-83	-92	-43	-99	-120	-114	-102	-97	-58	-94	-93	-83	-81	-14	-15	-21	1	-16	-25	-23	-37	-34	-30	-27	-25	-25	-72	-210	-288
过去一周变化	-	1	-1	-1	-1	0	-1	1	1	0	0	0	-1	-1	-2	0	-1	1	1	0	0	-1	0	-2	-1	0	-2	-2	0	-1	-1	-4	-5
2026Ave-OMO利差	-	2	13	21	34	44	96	-13	1	16	29	48	101	74	85	98	105	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OMO利差	-	0	7	13	27	36	85	-10	-3	10	22	37	87	63	72	86	94	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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	-8	-2	-4	10	24	-14	-14	-10	-6	0	25	0	8	21	27	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：Wind、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 2026/9/17。

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

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计自 2024 年 6 月末以来利差分位数，统计时间截至 2026/9/17。

下载日志已记录，仅供内部参考

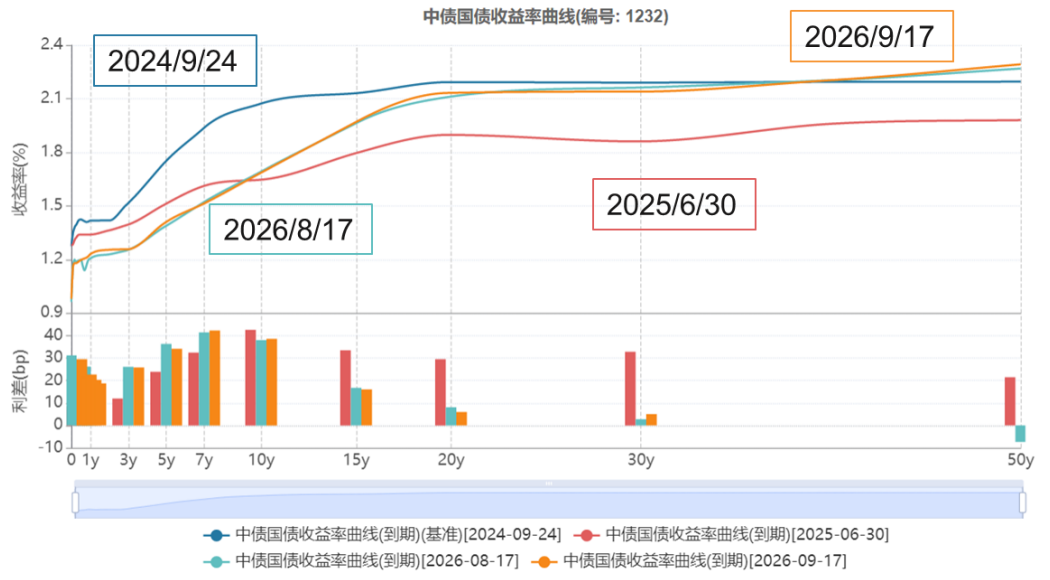
从曲线形态来看，9Y 国开债凸点明显；1Y、3Y 城投债仍有一定性价比；关注地产债修复右侧机会。

图 19：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 2026/9/17。

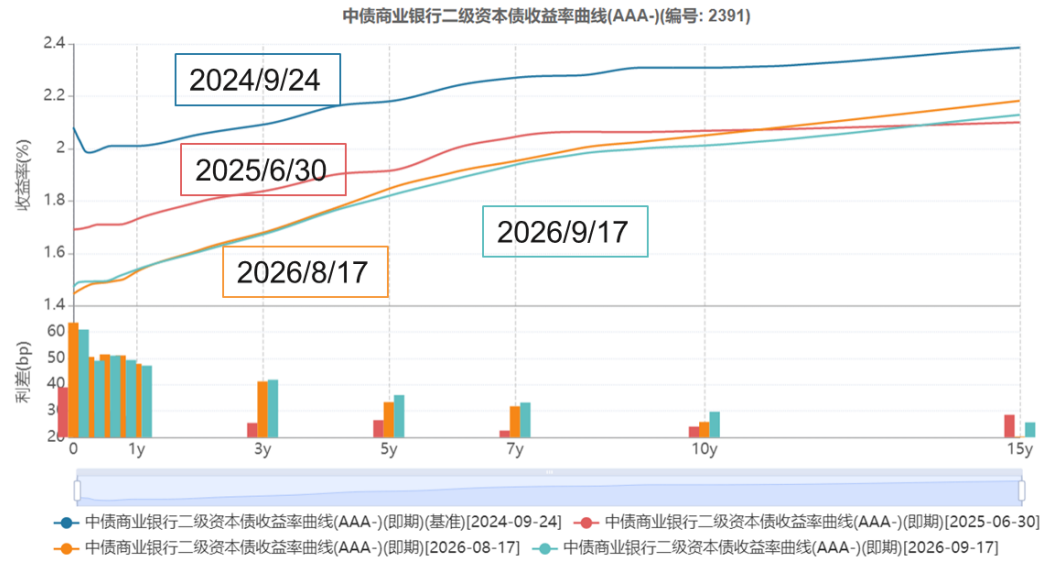
图 20：国债收益率期限结构（单位：%，BP）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心注：统计时间截至 2026/9/17。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 21：二级资本债收益率期限结构（单位：%，BP）

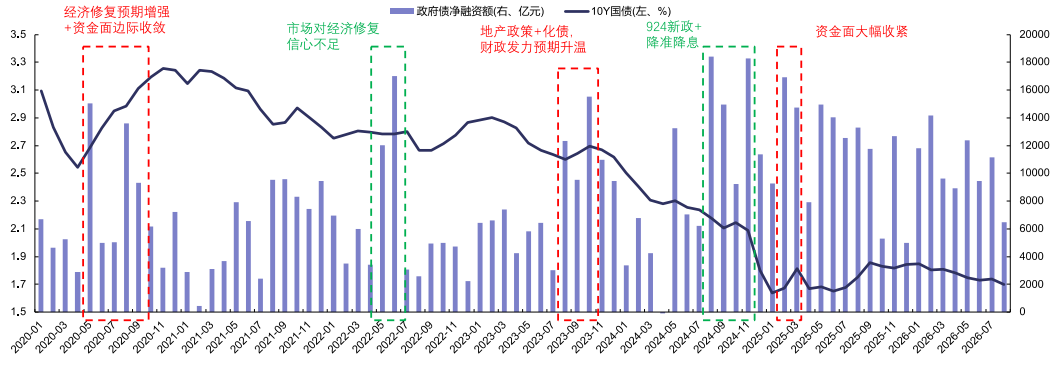


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心注：统计时间截至 2026/9/17。

（三）政府债供给

政府债净融资增加会在部分阶段影响债市，尤其是发行和缴款集中的时候，容易对市场造成边际扰动。但从历史表现看，净融资增加并不必然推高利率，也很难单独推动利率中枢的上移。核心在于市场预期及流动性环境是否发生变化。

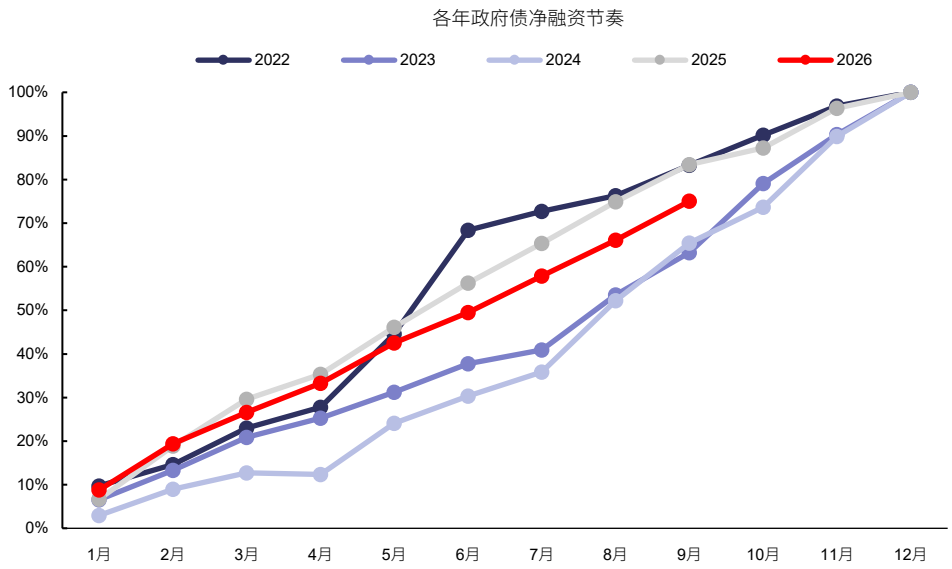
图 22：政府债供给放量对利率的影响



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：今年政府债融资节奏偏缓



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（四）资金面

1.税期资金面边际收敛，但央行宽松基调延续

2026Q2 货政报告：宽松基调延续，增量政策可期。

关注总量型货币政策落地可能：2026 年二季度货币政策执行报告延续“适度宽松”的总体基调，政策方向未发生实质变化，但在工具运用与框架优化上进一步细化。报告提出“适时调整货币政策工具”，延续 7 月政治局会议的表述，下半年关注总量型政策工具落地可能，并通过完善短端利率调控机制、强化结构性工具支持等方式，提升政策的精准性与传导效率。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：2026Q2 与 2026Q1 货政报告要点对比

		2026Q2	2026Q1
下一阶段整体思路	货币政策	**继续实施好适度宽松的货币政策，发挥增量政策和存量政策集成效应。**增强货币政策前瞻性灵活性针对性，把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机，持续营造适宜的货币金融环境。**综合运用并适时调整货币政策工具，保持流动性充裕，更好引导货币市场短端利率围绕政策利率平稳运行。**保持金融支持实体经济力度稳固，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长和价格总水平预期目标相匹配。	**继续实施好适度宽松的货币政策。**增强政策前瞻性灵活性针对性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机，**加强货币财政政策协同配合**，畅通货币政策传导机制，促进经济稳定增长和物价合理回升。**灵活运用多种货币政策工具，保持流动性充裕和社会融资条件相对宽松，**引导金融总量合理增长、信贷均衡投放，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。
	物价	把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，持续营造适宜的货币金融环境。	畅通货币政策传导机制，促进经济稳定增长和物价合理回升。
	利率汇率	深入推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道。强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制；强化利率政策执行和监督，**促进金融机构提升利率定价能力；发挥市场利率定价自律机制作用，规范不合理市场行为，推动贷款定价基准多元化；**持续深化明示企业贷款综合融资成本工作，降低融资中间费用，促进社会综合融资成本低位运行。 **用好各类结构性货币政策工具，不断完善工具设计和管理，**扎实做好金融“五篇大文章”，加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持。 坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能，**综合施策，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，**防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	进一步完善利率调控框架，强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督，降低银行负债成本，**引导金融机构提高利率定价能力**，促进社会综合融资成本低位运行。持续深化明示企业贷款综合融资成本工作。 发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，**用好各类结构性货币政策工具**，优化工具管理，扎实做好金融“五篇大文章”，加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持。 坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能，**综合施策，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，**防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
	金融风险	拓展丰富中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场平稳运行；按照市场化、法治化原则，稳妥有序推进重点领域金融风险处置，夯实金融稳定机制保障。	拓展丰富中央银行宏观审慎和金融稳定功能，完善宏观审慎和金融稳定管理工具箱，维护金融市场平稳运行，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

本周，利率互换市场反映的降息预期仍在 0BP 附近，反映出市场对短期的降息预期并不强。

历史上看，利率互换市场反映的降息预期上升至 10BP 以上，后续 1 年内降息实际落地的概率较高。

图 25：本周降息预期仍在 0BP 附近



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

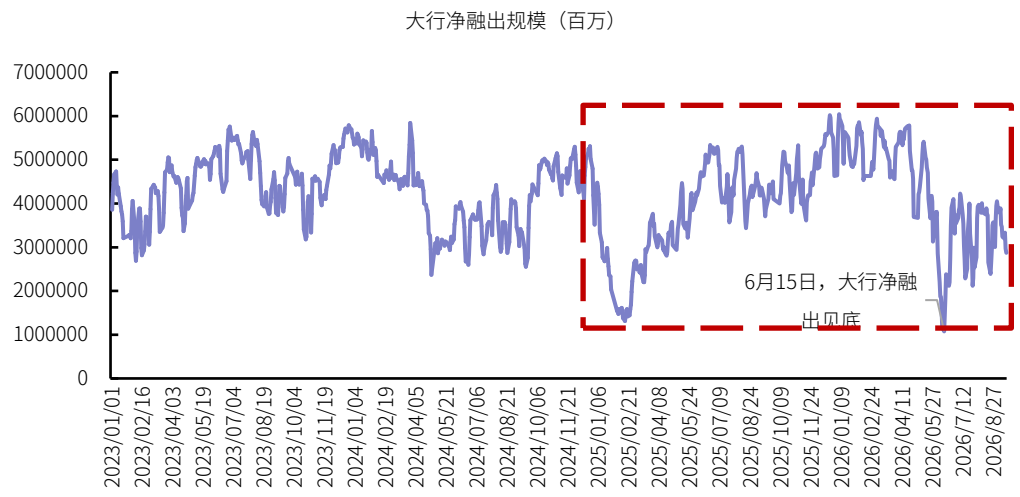
图 26：降息预期上升至 10BP 以上，后续 1 年内降息落地的概率较高

突破日期	突破时降息预期(BP)	当期逆回购利率(%)	未来1M降息幅度(BP)	未来3M降息幅度(BP)	未来6M降息幅度(BP)	未来12M降息幅度(BP)
2020/2/3	13.6	2.4	0	20	20	20
2021/12/31	11.66	2.2	10	10	10	20
2022/1/17	10.29	2.1	0	0	0	10
2022/2/8	10.37	2.1	0	0	0	10
2022/4/1	11.22	2.1	0	0	10	10
2023/1/4	12.86	2	0	0	10	20
2023/1/12	10.38	2	0	0	10	20
2023/1/17	10.1	2	0	0	10	20
2023/7/3	11.2	1.9	0	10	10	10
2023/7/21	10.24	1.9	10	10	10	10
2023/10/27	12.09	1.8	0	0	0	30
2023/11/28	12.93	1.8	0	0	0	30
2024/3/28	10.62	1.8	0	0	10	30
2024/6/27	13.09	1.8	10	10	30	40
2024/7/9	11.44	1.8	10	30	30	40
2024/8/13	11.92	1.7	0	20	20	30
2024/8/26	12.66	1.7	0	20	20	30
2025/5/28	10.4	1.4	0	0	0	0
2025/6/9	10.37	1.4	0	0	0	0
2025/6/27	10.45	1.4	0	0	0	0
2025/7/16	10.05	1.4	0	0	0	0
2026/1/16	10.92	1.4	0	0	0	0

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

大行净融出规模下降至 2.87 万亿水平：本周大行净融出规模整体有所下行。截至 2026 年 9 月 17 日，大行净融出规模下降至 2.87 万亿水平，较上周减少约 0.36 万亿元，仍处于季节性偏低水平。

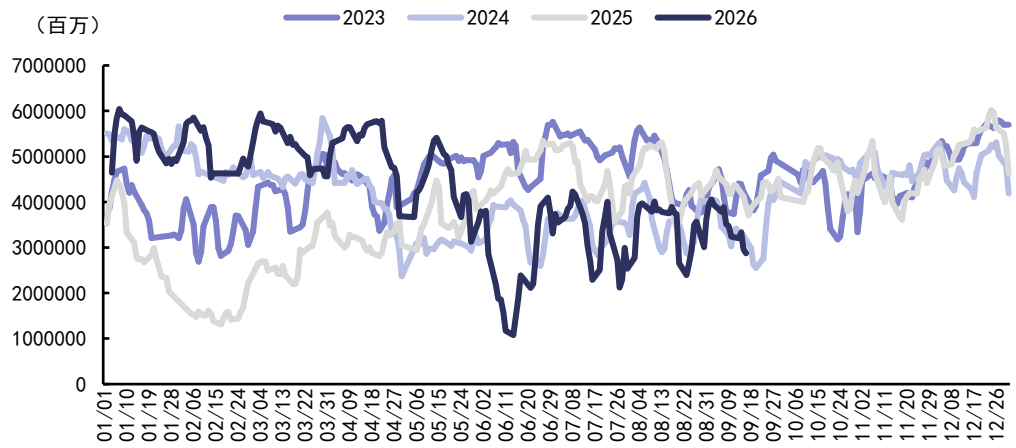
图 27：本周大行净融出水平下降至 2.87 万亿水平



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：大行净融出规模处于季节性偏低水平

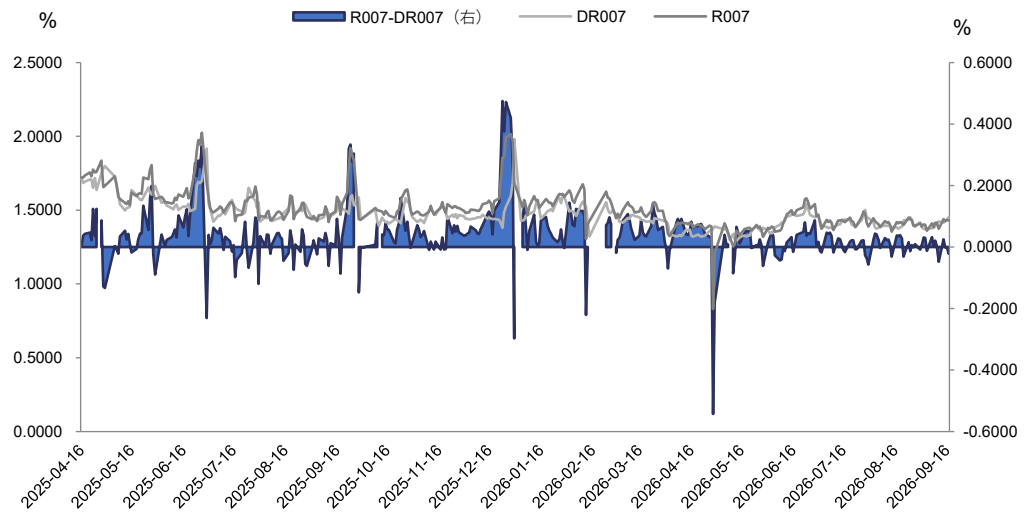


数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

本周央行明显加大短端投放、等量续作中期资金，操作呈现“收长放短”，对税期流动性偏呵护：截至 9 月 17 日，本周央行公开市场合计净投放 8675 亿元，此外还有 700 亿元中央国库现金定存落地。随着税期压力显现，央行由隔夜工具“削峰填谷”逐步转向隔夜与 7 天期工具共同对冲。

税期资金面收敛，但中长期资金预期仍较为平稳：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，本周短端资金利率上行，目前 DR001 >DR007 > SHIBOR 3M ，本轮收敛主要是银行体系整体资金价格抬升，而非非银融资出现明显缺口，说明市场并不缺钱。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。

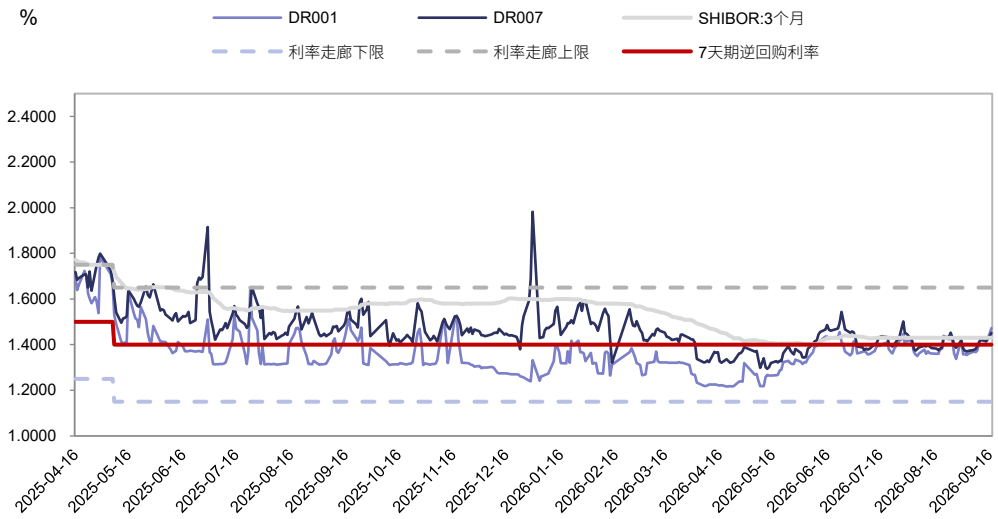
图 29：资金利率再度下行，央行态度仍较呵护



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：中长期资金仍较为平稳



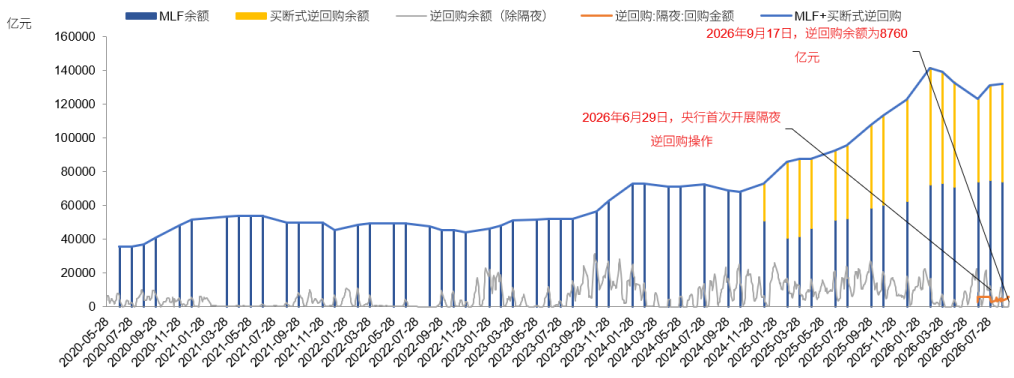
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

MLF 和买断式逆回购在央行流动性工具中的作用更加重要。MLF 余额目前规模最大，有 7.5 万亿余额：MLF 自 2014 年创设后于 2016-2018 年快速扩张，2023 年因政府债发行及中长期资金缺口再次明显放量，2024 年 7 月后 MLF 不再作为政策利率，且随着降准和买断式逆回购启用一度压降，但 2025 年以来又重新增加 1 年期资金投放。

买断式逆回购余额目前有 5.8 万亿元：买断式逆回购自 2024 年 10 月推出后快速上量，填补 7 天逆回购与 1 年期 MLF 之间的期限空白，其余额主要随 3 个月、6 个月操作和到期节奏波动。

逆回购余额目前规模较小：逆回购主要用于应对缴税、政府债缴款、春节及月末季末等短期扰动，余额往往快速上升又随到期迅速回落，目前来看存量规模较小。

图 31：MLF 和买断式逆回购在央行流动性工具中的作用更加重要



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

2.信贷利率维持低位，反映内需偏弱

贷款的降速提质可能成为宏观运行的新常态之一。

图 32：央行对于信贷和社融的表述

时间	发言人物	场合/会议	相关言论
2022/1/18	央行副行长 刘国强	金融统计数据新闻发布会	**保持货币信贷总量稳定增长。**综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，**引导金融机构有力扩大信贷投放，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。**
2023/10/22	央行行长 潘功胜	人大常委会-金融工作报告	未来稳健的货币政策更加精准有力，**把握好逆周期和跨周期调节，保持货币信贷总量适度、节奏平稳。**总量上，综合运用多种货币政策工具，**保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，**促进经济金融良性循环。
2023/12/4	央行行长 潘功胜	人民日报撰文	更加注重跨周期和逆周期调节，保持货币信贷总量和社会融资规模合理增长。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，**引导金融机构增强信贷增长的稳定性和可持续性，满足实体经济有效融资需求**，促进经济稳定增长。
2024/6/19	央行行长 潘功胜	陆家嘴论坛	目前我国社会融资规模存量超过390万亿元，M2余额超过300万亿元，**宏观金融总量规模已经很大。金融总量增速有所下降也是自然的**，这与我国经济从高速增长转向高质量发展是一致的。同时我们也应该看到，**很多存量贷款效率不高，盘活低效存量贷款和新增贷款对经济增长的意义本质上是相同的。** 从信贷结构发生的变化看，当前近250万亿元的贷款余额中，房地产、地方融资平台贷款占比很大，这一块不仅不再增长，反而还在下降。剩下的其他贷款要先填补上这个下降的部分，才能表现为增量，**全部信贷增速要像过去一样保持在10%以上是很难的。**
2025/5/7	央行行长 潘功胜	国务院新闻发布会	今年以来各项宏观金融数据都比较不错，**货币信贷呈现出“数量增加、价格下降、结构优化”的运行特征。**
2025/10/26	央行行长 潘功胜	人大常委会-金融工作报告	综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。**盘活存量，用好增量，提高资金使用效率。**
2026/6/17	央行行长 潘功胜	陆家嘴论坛	目前，**我国社会融资规模存量超过450万亿元，M2余额超过350万亿元，总量规模已经很大。**当前280万亿元的贷款余额中，房地产、地方融资平台的贷款占比仍然较大，这一块不仅不再增长，反而还在下降。剩下的其他贷款要先填补上这个下降的部分，才能表现为增量，**全部信贷要保持过去的增速是很难的，也是没有必要的。**同时，部分存量贷款效率不高，盘活低效存量贷款和新增贷款对经济增长的意义本质上是相同的。**贷款“降速提质”或将成为宏观运行的新常态之一。**
2026/7/15	货政司司长 谢光启	国新办发布会	未来一段时期，**货币信贷会从外延式的扩张转向内涵式的发展，贷款的降速提质可能成为宏观运行的新常态之一。**

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

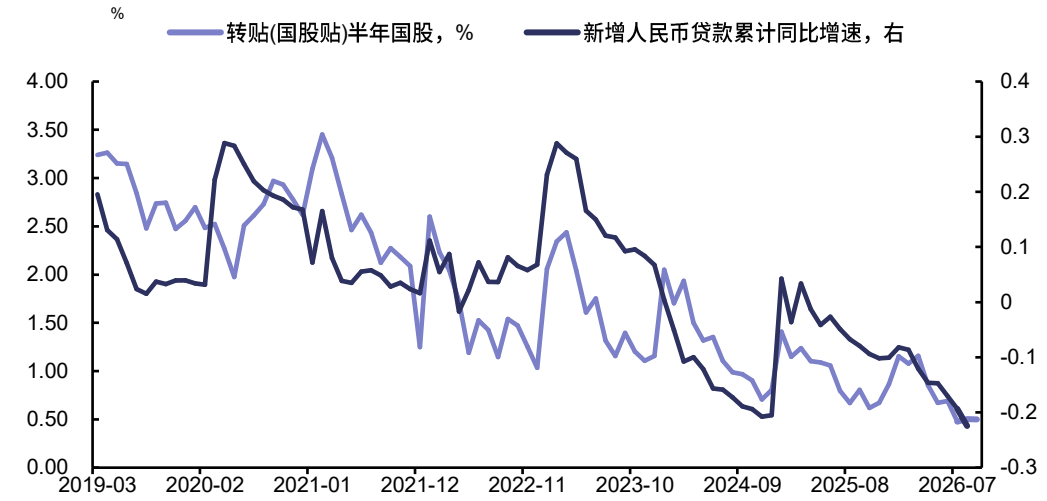
9 月票据利率仍在低位或指向信贷数据偏弱。

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。

8 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。

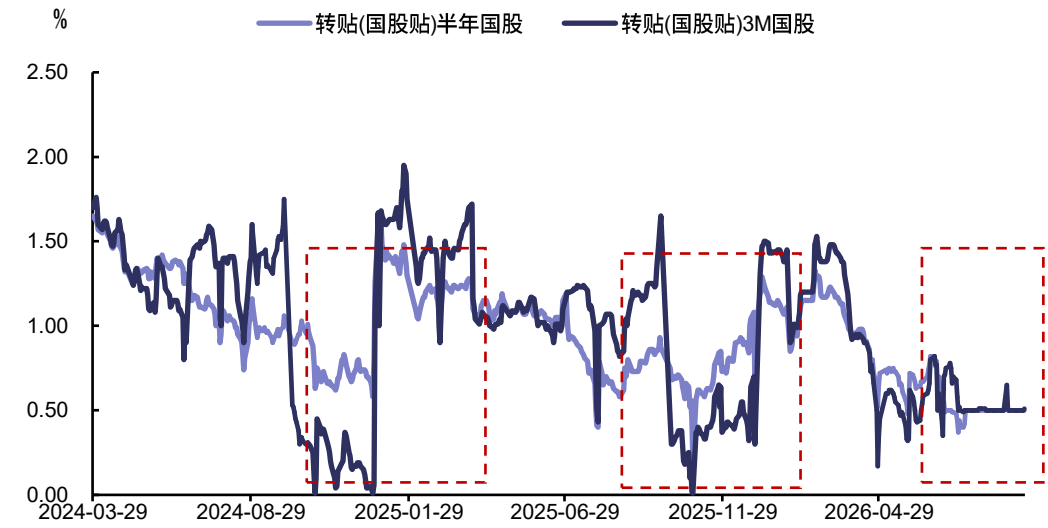
下载日志已记录，仅供内部参考

图 33：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 34：9 月票据利率仍在低位



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

（五）机构行为交易跟踪

1.机构行为表现——本周整体情况

交易盘、配置盘需求均有支撑：基金转为净买入+券商净卖出收敛。保险维持较大增配力度。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：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	2026/9/7	-235	-346	-123	107	375	-160	60	322
	2026/9/8	57	-376	-99	116	170	-105	88	149
	2026/9/9	-63	-345	-288	100	186	-70	114	366
	2026/9/10	-30	-411	-63	79	175	-106	126	232
	2026/9/11	66	244	-518	-15	25	-96	158	134
本周	2026/9/14	141	119	-168	76	90	-522	91	173
	2026/9/15	-231	-250	-111	64	204	-135	150	308
	2026/9/16	-348	-497	361	-42	401	-181	114	190
	2026/9/17	-127	-364	-251	42	500	-238	94	344
	上周合计	-204	-1235	-1091	387	931	-538	547	1203
	本周合计	-565	-992	-168	141	1195	-1075	449	1016

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17。

2.机构行为表现——10Y 国债

大行大幅净买入。全年来看，大行在ΔEVE 管制放松+信贷投放不足影响下，全年转为净买入；中小行偏好则先转移至超长端，再转向存单，对 10Y 国债全年净卖出。

图 36：本周各机构净买入 10Y 国债规模（亿元）

		大行	中小行	券商	保险	基金	理财	其他
上周	2026/9/7	53	-20	-16	-5	-5	0	-7
	2026/9/8	2	-4	-1	1	1	0	1
	2026/9/9	0	-11	8	2	-1	0	2
	2026/9/10	-5	-1	-1	0	8	-1	1
	2026/9/11	10	6	-6	1	-9	0	-2
本周	2026/9/14	-39	73	-10	-2	-1	0	-21
	2026/9/15	-8	-23	18	-2	19	0	-4
	2026/9/16	-80	-45	103	4	27	0	-9
	2026/9/17	-15	-10	22	2	3	-1	-3
	上周合计	60	-30	-16	-1	-7	-1	-5
	本周合计	-142	-5	133	3	47	-1	-36

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 37：长周期维度，各机构净买入 10Y 国债规模（亿元）

7-10Y国债净买入结构分布							
	大行	中小行	基金	券商	保险	理财子	其他
20Q1	-549	50	60	-36	9	10	212
20Q2	-763	332	107	-356	3	51	162
20Q3	-437	-54	-83	-269	-7	-20	253
20Q4	-456	-459	150	201	-23	0	74
21Q1	-315	46	-53	-497	69	22	25
21Q2	2	-124	-12	-155	62	-42	-24
21Q3	81	-588	194	150	-230	24	38
21Q4	93	-222	157	-295	79	33	44
22Q1	-189	772	14	-488	-107	10	85
22Q2	-73	499	173	-516	17	72	79
22Q3	-736	-352	702	-340	77	267	382
22Q4	138	1456	-296	-684	73	-209	-479
23Q1	-43	394	-61	-302	63	-44	-7
23Q2	-1066	-57	294	339	44	17	429
23Q3	-23	-178	232	-337	-2	20	289
23Q4	514	-1045	404	-17	8	-27	162
24Q1	-2086	1172	330	69	58	39	419
24Q2	-1462	-544	177	958	191	12	668
24Q3	-3446	1314	599	119	284	41	1089
24Q4	-165	695	-150	-297	-58	-11	-14
25Q1	-1383	1286	52	-145	-49	47	193
25Q2	-1687	-543	569	543	221	12	885
25Q3	-443	1302	-370	-687	-125	32	291
25Q4	-212	-934	50	577	63	36	418
26Q1	2565	-1651	-456	-204	-46	-44	-165
26Q2	-739	-1553	567	1066	113	21	526
26Q3	505	-1405	100	355	48	3	395

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17。

3.机构行为表现——30Y 国债

交易盘需求回归，保险转为净卖出。全年来看，基金大幅拉久期，净买入规模大幅增加。保险则转向地方债，需求量下降。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 38：本周各机构净买入 30Y 国债规模（亿元）

		大行	中小行	券商	保险	基金	理财	其他
上周	2026/9/7	-177	-264	134	43	149	1	114
	2026/9/8	-7	-3	5	1	-15	0	19
	2026/9/9	-24	16	-35	-1	20	5	18
	2026/9/10	-3	9	-20	8	2	-2	7
	2026/9/11	2	89	-63	-26	-13	13	-1
本周	2026/9/14	-4	79	-58	-9	-26	9	8
	2026/9/15	-31	6	-18	-5	7	4	36
	2026/9/16	-47	-82	109	-37	65	-7	-2
	2026/9/17	-69	-33	-35	-18	68	2	85
	上周合计	-209	-153	21	25	143	18	156
	本周合计	-151	-29	-1	-68	114	8	127

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17。

图 39：长周期维度，各机构净买入 30Y 国债规模（亿元）

20-30Y国债净买入结构分布							
	大行	中小行	基金	券商	保险	理财子	其他
20Q1	-68	-76	110	-33	-27	-5	104
20Q2	-148	153	-31	-253	35	41	69
20Q3	-171	131	4	-173	20	-11	42
20Q4	-189	-71	75	-132	22	-6	134
21Q1	-154	-16	-141	-71	225	-14	-57
21Q2	-187	7	-7	-162	140	0	31
21Q3	-216	-222	99	-118	180	6	54
21Q4	-242	-139	99	-62	111	10	0
22Q1	-110	515	-109	-111	-203	10	-23
22Q2	-13	10	-5	-198	344	4	-90
22Q3	-203	-128	319	-232	188	88	-32
22Q4	-89	568	-133	-240	293	-37	-361
23Q1	-146	70	18	-5	142	-27	-52
23Q2	-285	-538	318	-53	430	20	109
23Q3	-422	178	90	-81	174	23	38
23Q4	-364	-614	198	182	414	-18	201
24Q1	-524	681	459	-793	20	-21	177
24Q2	-770	-1177	920	-218	658	49	539
24Q3	-1252	-1118	-103	-451	2620	8	296
24Q4	-834	-428	605	-209	626	37	202
25Q1	-448	183	-87	120	175	40	17
25Q2	-1718	-784	1289	539	-94	96	672
25Q3	-2242	1305	-405	133	1231	-3	-18
25Q4	-355	369	-393	-470	679	-3	172
26Q1	5	1546	250	-1304	-511	-9	23
26Q2	-2976	-2026	2177	775	128	272	1650
26Q3	-2196	-1372	1864	-421	171	205	1749

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17。

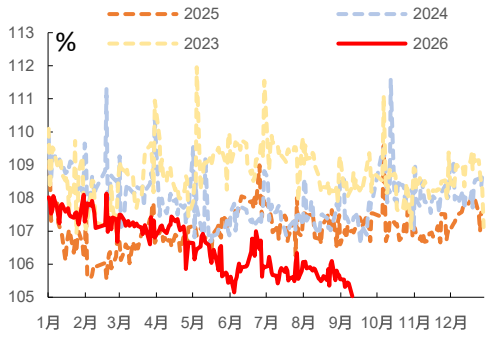
4.量化指标分析

下载日志已记录，仅供内部参考

杠杆率仍处于低位：本周资金利率先上后下，机构杠杆率也随之调整，仍处于历史低位。

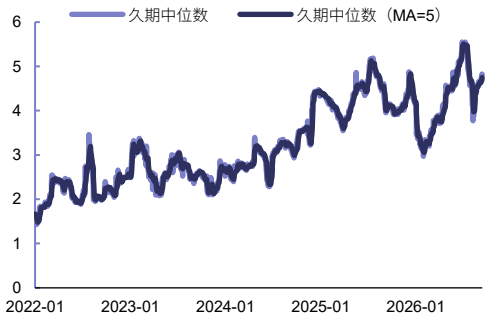
利率债基久期重回上行区间：本周纯债基金止盈力度明显减弱，久期触底，重回上行区间。

图 40：债市杠杆率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图41：利率债基久期中位数回落放缓（年）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

5.利率债市场结构

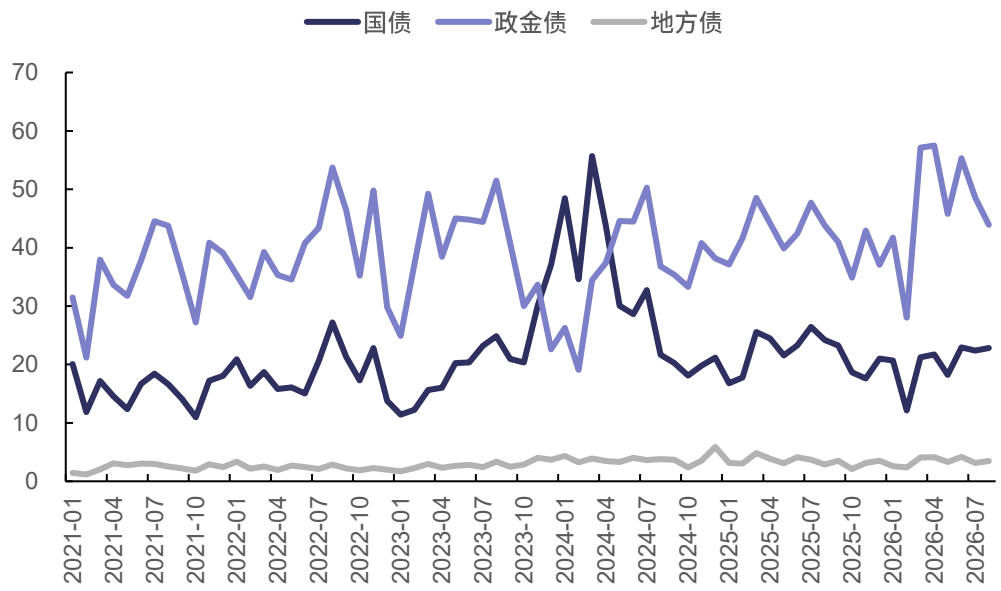
图 42：利率债市场存量规模变化

	各年末存量规模（万亿元）			各年末存量规模占比			利率债总规模（万亿元）		各年末存量加权平均期限（年）
	国债	地方债	政金债	国债	地方债	政金债	存量	增量	
2016	12.0	10.6	12.2	34.4%	30.5%	35.1%	34.9	8.5	5.8
2017	13.4	14.7	13.4	32.3%	35.4%	32.3%	41.6	6.8	5.7
2018	14.9	18.1	14.4	31.4%	38.1%	30.4%	47.4	5.7	5.5
2019	16.7	21.1	15.8	31.1%	39.4%	29.4%	53.5	6.2	5.7
2020	20.7	25.5	18.3	32.1%	39.5%	28.4%	64.5	11.0	6.4
2021	23.0	30.3	20.5	31.2%	41.1%	27.7%	73.8	9.3	6.8
2022	25.6	34.9	22.5	30.8%	42.0%	27.1%	83.0	9.2	7.1
2023	29.7	40.5	24.4	31.4%	42.8%	25.8%	94.6	11.6	7.4
2024	34.2	47.3	26.0	31.8%	44.0%	24.2%	107.5	12.9	7.8
2025	40.8	54.6	28.1	33.0%	44.2%	22.8%	123.5	16.0	8.2
2026	45.3	59.8	27.9	34.1%	45.0%	20.9%	133.0	9.5	8.7

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 43：国债、国开债、地方债各月换手率（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17。

图 44：各年末存量国债期限结构分布

	各年末存量	各年末存量规模（万亿元）								各年末存量规模占比							
	加权平均期限（年）	1Y以内	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10-20Y	20-30Y	30Y以上	1Y以内	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10-20Y	20-30Y	30Y以上
2016	7.2	2.1	2.4	2.2	2.2	1.0	0.9	0.7	0.4	17.4%	20.3%	18.3%	18.5%	8.7%	7.4%	6.2%	3.2%
2017	7.5	1.8	2.9	3.3	1.8	1.3	0.9	0.9	0.4	13.2%	21.8%	24.9%	13.6%	9.6%	6.6%	7.0%	3.3%
2018	7.5	2.0	3.6	3.5	1.8	1.7	0.6	1.1	0.5	13.6%	24.0%	23.4%	12.3%	11.3%	4.4%	7.7%	3.3%
2019	7.5	2.4	5.0	3.1	1.6	1.8	0.6	1.5	0.6	14.6%	29.9%	18.8%	9.6%	10.9%	3.9%	8.8%	3.6%
2020	7.5	3.6	5.6	3.5	2.0	2.6	0.7	1.8	0.8	17.4%	27.3%	17.2%	9.8%	12.6%	3.5%	8.7%	3.6%
2021	7.4	5.4	5.3	3.5	2.6	2.5	0.8	2.0	0.9	23.6%	23.1%	15.2%	11.4%	10.9%	3.3%	8.8%	3.8%
2022	7.3	5.2	6.8	4.0	2.6	3.1	0.7	2.2	1.0	20.3%	26.5%	15.5%	10.4%	12.0%	2.8%	8.7%	3.8%
2023	7.1	6.3	7.4	5.1	3.9	3.0	0.6	2.5	1.1	21.3%	25.0%	17.0%	13.0%	10.0%	1.9%	8.3%	3.6%
2024	7.4	7.3	7.8	5.6	4.1	4.1	1.0	3.2	1.2	21.3%	22.8%	16.4%	12.1%	11.9%	2.8%	9.3%	3.5%
2025	7.8	7.4	9.7	7.2	4.1	5.3	1.6	4.1	1.4	18.0%	23.8%	17.6%	10.2%	13.0%	3.9%	10.2%	3.4%
2026	8.1	8.0	10.1	8.0	4.9	5.9	2.0	4.9	1.5	17.7%	22.4%	17.6%	10.8%	13.1%	4.4%	10.8%	3.4%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17。

图 45：各期限国债换手率分布

		1Y以内	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10-20Y	20-30年	30Y以上
年度换手率	2021年	204%	154%	167%	154%	392%	8%	180%	42%
	2022年	249%	136%	177%	135%	601%	45%	282%	28%
	2023年	299%	225%	182%	138%	839%	12%	428%	50%
	2024年	213%	178%	185%	235%	1392%	280%	916%	82%
季度换手率（折年）	2025Q1	179%	108%	156%	223%	592%	201%	648%	38%
	2025Q2	221%	175%	143%	215%	544%	322%	842%	98%
	2025Q3	201%	153%	158%	183%	503%	360%	1151%	284%
	2025Q4	207%	129%	129%	176%	376%	110%	814%	160%
	2026Q1	248%	128%	136%	190%	336%	87%	762%	130%
	2026Q2	252%	155%	150%	214%	395%	208%	998%	275%
	2026Q3	226%	133%	131%	176%	480%	218%	1254%	308%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 46：各年末存量政金债期限结构分布

	各年末存量加权平均期限（年）	各年末存量规模（万亿元）								各年末存量规模占比							
		1Y以内	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10-20Y	20-30Y	30Y以上	1Y以内	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10-20Y	20-30Y	30Y以上
2016	5.0	2.1	3.4	2.7	1.4	2.0	0.5	0.1	0.1	17.0%	27.5%	21.7%	11.2%	16.5%	4.3%	1.0%	0.9%
2017	4.9	2.4	3.7	2.8	1.2	2.6	0.6	0.1	0.1	17.5%	27.2%	20.6%	8.9%	19.3%	4.8%	0.9%	0.8%
2018	4.7	2.4	4.1	2.7	1.7	2.7	0.6	0.1	0.1	16.4%	28.6%	18.6%	11.7%	19.0%	4.1%	0.9%	0.7%
2019	4.7	2.5	4.3	2.7	2.6	2.9	0.5	0.1	0.1	16.1%	27.3%	17.2%	16.3%	18.5%	3.1%	0.8%	0.7%
2020	4.7	3.2	4.5	3.6	2.7	3.6	0.6	0.1	0.1	17.4%	24.6%	19.7%	14.7%	19.7%	3.1%	0.3%	0.6%
2021	4.6	3.5	4.7	4.7	2.5	4.3	0.6	0.0	0.1	17.1%	22.8%	23.1%	12.2%	21.1%	2.8%	0.2%	0.5%
2022	4.6	3.7	5.7	4.5	3.1	4.7	0.6	0.0	0.1	16.2%	25.5%	20.1%	13.7%	20.9%	2.8%	0.2%	0.5%
2023	4.5	3.9	6.7	4.3	3.8	4.8	0.8	0.0	0.1	16.0%	27.3%	17.8%	15.6%	19.5%	3.1%	0.1%	0.4%
2024	4.4	4.4	6.8	4.9	3.6	5.4	0.8	0.0	0.1	16.8%	26.2%	18.9%	13.7%	20.9%	2.9%	0.1%	0.4%
2025	4.4	5.2	6.9	5.8	3.8	5.5	0.7	0.0	0.1	18.5%	24.6%	20.5%	13.5%	19.7%	2.6%	0.1%	0.4%
2026	4.4	4.9	7.0	5.8	3.9	5.7	0.5	0.0	0.1	17.7%	25.0%	20.7%	13.9%	20.4%	1.8%	0.1%	0.4%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17。

图 47：各期限政金债换手率分布

		1Y以内	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10-20Y	20-30年	30Y以上
年度换手率	2021年	250%	224%	243%	98%	1288%	43%	88%	8%
	2022年	291%	250%	349%	110%	1289%	93%	118%	0%
	2023年	324%	223%	368%	72%	1333%	127%	51%	0%
	2024年	239%	173%	304%	75%	1401%	114%	41%	3%
季度换手率（折年）	2025Q1	181%	123%	290%	98%	1812%	60%	27%	0%
	2025Q2	166%	116%	247%	124%	1821%	81%	36%	0%
	2025Q3	231%	143%	266%	109%	1847%	74%	24%	0%
	2025Q4	481%	130%	207%	120%	1377%	59%	45%	0%
	2026Q1	655%	198%	204%	136%	1389%	40%	47%	0%
	2026Q2	909%	208%	246%	169%	1673%	107%	25%	0%
	2026Q3	898%	127%	146%	128%	1425%	77%	7%	0%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17。

图 48：各年末存量地方债期限结构分布

	各年末存量加权平均期限（年）	各年末存量规模（万亿元）							各年末存量规模占比						
		1Y以内	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10-20Y	20-30Y	1Y以内	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10-20Y	20-30Y
2016	5.3	0.2	2.1	3.3	2.7	2.3	0.0	0.0	2.3%	20.1%	30.6%	25.7%	21.4%	0.0%	0.0%
2017	4.8	0.8	3.3	4.5	2.9	3.1	0.0	0.0	5.7%	22.7%	30.8%	19.7%	21.1%	0.0%	0.0%
2018	4.4	1.3	4.7	6.0	3.1	2.9	0.1	0.0	7.3%	26.1%	33.2%	17.1%	16.0%	0.3%	0.0%
2019	4.9	2.1	5.4	6.1	3.9	2.8	0.4	0.5	9.8%	25.6%	28.8%	18.5%	13.3%	1.9%	2.1%
2020	6.9	2.7	6.3	5.1	3.6	3.9	2.2	1.7	10.5%	24.9%	20.1%	14.2%	15.2%	8.6%	6.5%
2021	7.8	2.8	6.6	5.5	3.8	5.4	4.0	2.3	9.1%	21.7%	18.0%	12.6%	17.8%	13.1%	7.7%
2022	8.6	3.7	5.9	5.3	4.7	5.9	6.2	3.2	10.5%	17.0%	15.3%	13.4%	16.8%	17.8%	9.2%
2023	9.3	3.0	6.5	6.2	6.1	6.2	8.2	4.4	7.3%	16.0%	15.3%	15.0%	15.3%	20.1%	10.9%
2024	10.1	3.0	6.2	7.2	7.2	7.2	10.4	6.2	6.3%	13.1%	15.1%	15.2%	15.2%	22.0%	13.1%
2025	10.7	3.6	6.7	7.7	6.9	9.3	12.1	8.4	6.5%	12.3%	14.1%	12.6%	17.1%	22.1%	15.4%
2026	11.1	2.9	7.7	8.2	6.8	10.6	13.5	10.1	4.8%	12.9%	13.7%	11.4%	17.8%	22.6%	16.9%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17。

图 49：各期限地方债换手率分布

		1Y以内	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10-20Y	20-30年
年度换手率	2021年	17%	19%	26%	30%	27%	40%	31%
	2022年	14%	26%	28%	32%	30%	27%	31%
	2023年	20%	22%	27%	39%	38%	34%	42%
	2024年	14%	17%	33%	44%	60%	48%	64%
季度换手率（折年）	2025Q1	9%	11%	21%	26%	62%	63%	80%
	2025Q2	7%	14%	23%	30%	66%	56%	79%
	2025Q3	9%	11%	24%	18%	53%	45%	69%
	2025Q4	8%	15%	25%	22%	38%	41%	61%
	2026Q1	13%	19%	24%	26%	37%	42%	45%
	2026Q2	10%	16%	26%	33%	41%	68%	70%
	2026Q3	7%	9%	21%	24%	34%	54%	71%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17。

下载日志已记录，仅供内部参考

6.银行今年对国债净增持

整体规模来看，与去年同期基本一致。节奏来看，一季度增持量远超季节性（信贷投放不足+ΔEVE 考核放松），二三季度则明显弱于季节性（负债不稳定性增强+央行阶段性指导）。

图 50：银行净增持国债规模（亿元）

季度	10Y国债			30Y国债		
	银行净增持	发行量	银行二级净买入	银行净增持	发行量	银行二级净买入
2020Q1	373	970	-500	189	370	-144
2020Q2	2892	3691	-430	1374	1521	5
2020Q3	5514	6672	-491	1178	1353	-40
2020Q4	870	1982	-914	1096	1506	-260
2021Q1	1072	1490	-269	460	700	-170
2021Q2	1195	1463	-122	629	900	-181
2021Q3	1213	1912	-508	210	720	-438
2021Q4	1212	1491	-130	320	780	-382
2022Q1	2500	2130	583	946	600	406
2022Q2	2129	1892	427	537	600	-3
2022Q3	2451	3931	-1087	479	900	-331
2022Q4	3883	2543	1594	1019	600	479
2023Q1	2494	2380	352	546	690	-76
2023Q2	1030	2393	-1123	-202	690	-823
2023Q3	2553	3061	-202	377	690	-244
2023Q4	2548	3421	-531	-356	690	-977
2024Q1	2011	3250	-914	913	840	157
2024Q2	1712	4132	-2006	-525	1580	-1947
2024Q3	3916	6720	-2132	528	3220	-2370
2024Q4	2379	2054	530	575	2040	-1262
2025Q1	3305	3780	-97	546	900	-264
2025Q2	4160	7100	-2230	937	3820	-2502
2025Q3	4864	4450	859	3518	4950	-937
2025Q4	5942	7875	-1145	501	540	15
2026Q1	5415	5000	915	2432	980	1550
2026Q2	2571	5403	-2292	-960	4490	-5001
2026Q3	2312	3610	-937	59	3060	-2695

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：2026 年统计时间截至 9 月 17 日，假设发行量的 90%由银行承销

下载日志已记录，仅供内部参考

四、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（0914-0918）	
概览	上周长端利率整体延续低波震荡状态，国债收益率曲线几近呈现小幅平行上移趋势。展望后市，预计未来债市整体维持震荡偏强格局。多数机构认为 10 年期国债收益率短期或在 1.65%-1.70%区间运行，30 年期国债收益率有望延续下行并挑战 2.0%附近，期限利差存在收窄空间。约八成机构持偏多或震荡偏多观点，约两成提示利空补定价及通胀升温可能引发的短期调整风险。后市核心逻辑聚焦宽货币预期兑现、四季度政府债供给节奏放缓及机构配置需求支撑；此外，油价走势、美联储 9 月议息会议表态及税期资金面波动是近期关键观察变量。分歧主要源于对通胀传导及货币政策进一步宽松空间的判断差异。
具体观点	(1) 从基本面来看，机构认为经济呈现弱修复态势，内需持续走弱、融资需求偏弱，基本面弹性有限，对债市形成相对有利的宏观环境。短期政策向宏观数据的传导链条较长，基本面难现明显利空；中期若地产回暖，经济预期存在修复可能，或对长端利率构成上行压力。 (2) 通胀方面，机构料受国际油价高位上涨及输入性因素影响，通胀预期短期有所升温，但内需偏弱背景下通胀压力整体可控，对债市影响趋于中性；部分机构提示油价若持续高位向国内通胀传导，或对债市形成阶段性利空。 (3) 从资金面来看，样本内多家机构认为下周税期走款、政府债净缴款（约 5780-6880 亿元）与 5000 亿元买断式逆回购到期叠加，资金面扰动明显加大、或呈紧平衡状态，但央行隔夜逆回购及精细化操作有望平抑波动，资金利率大概率维持在 1.35%-1.45%区间，整体扰动有限。 (4) 货币政策方面，机构表示央行延续支持性态度，通过“收短放长、削峰填谷”操作呵护流动性，短期降准降息必要性不高，但中长期宽松空间仍未关闭；若货币政策仍有宽松空间，高胜率下或仍存在不俗赔率。 (5) 机构行为方面，样本内机构认为配置盘与交易盘需求均有支撑，保险机构配债需求仍在、对长久期资产承接力较强，银行配债方向不因信贷结构调整而改变；但需警惕交易盘集中止盈与机构行为趋同可能引发的阶段性负反馈。 (6) 海外及其他方面，机构认为美联储 9 月加息概率较高，美债收益率短期高位或易上难下，但对国内债市影响整体中性偏多；油价受地缘冲突支撑偏强运行，需警惕高位回落风险；若权益市场持续调整，避险资金或流入债市，为利率下行提供支撑。
策略建议	维持中性偏多久期，逢调整分批加仓；哑铃型结构应对波动，关注 30Y-10Y 利差收窄机会及超长端配置价值。

数据来源：DM、广发证券发展研究中心

五、策略跟踪

（一）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 9 月 17 日，城投债以超长期策略占优，产业债、二永债均以高等级拉久期占优。模拟组合来看，本周以低波动组合相对占优。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 51：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 票息收益	本周 资本利得收益	本周 综合收益	年初以来 综合收益	近3个月 综合收益	近6月 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	1.3	5.2	381	55	121
	短久期下沉	【1YAA-城投债*80%】		4.3	0.5	4.7	424	59	135
	久期中性下沉	【2YAA-城投债*80%】		4.4	6.3	10.7	484	75	164
	小哑铃	【1YAA-城投债*40%】+【5YAAA城投债*40%】		4.3	2.7	7.0	465	71	171
	拉久期下沉	【3YAA-城投债*80%】		4.8	12.6	17.4	578	98	221
	高等级拉久期	【5YAAA城投债*80%】		4.3	5.0	9.3	506	83	207
	超长期城投	【10YAAA城投债*80%】		4.7	14.9	19.6	724	137	333
产业	高等级短久期	【1YAAA产业债*80%】	3YAAA-银行二级资本债*20%	3.9	1.0	4.9	382	55	122
	短久期下沉	【1YAA产业债*80%】		4.1	1.8	5.9	405	58	128
	久期中性下沉	【2YAA产业债*80%】		4.2	-2.6	1.6	436	64	146
	拉久期下沉	【3YAA产业债*80%】		4.3	-6.6	-2.4	492	79	179
	高等级拉久期	【5YAAA产业债*80%】		4.3	2.5	6.8	512	95	199
	超长期产业	【10YAAA产业债*80%】		4.6	-0.5	4.2	713	137	308
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	0.2	4.1	360	51	104
	短久期下沉	【1YAA二级资本债*50%】+【1YAA银行永续债*50%】		4.0	0.3	4.2	373	54	111
	久期中性下沉	【3YAA二级资本债*50%】+【3YAA银行永续债*50%】		4.3	4.8	9.1	485	74	188
	拉久期下沉	【5YAA+二级资本债*50%】+【5YAA+银行永续债*50%】		4.4	11.3	15.7	600	94	286
	高等级拉久期	【10YAAA-二级资本债*60%】+【5YAAA-银行永续债*40%】		4.5	24.2	28.7	778	154	451
代表性基金		十年国债ETF(久期=7.98年)				4.1	284.1	100.0	227.0
		国债ETF东财(久期=1.86年)				1.6	104.1	33.8	77.2
		货基(天弘余额宝)				1.6	64.6	21.2	44.8
模拟组合		高波动组合				5.7	639.3	160.6	413.4
		低波动组合				6.0	350.0	65.1	207.5

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 9 月 17 日。

（二）市场核心：样本个券收益率图谱

图 52：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)	640	2.06	-2	2.17	-2	2.36	-2
	云南投资	AA(2)	486	1.63	0	1.86	-2	2.13	-4
	青岛城投	AA+	888	1.57	0	1.80	-1	1.92	-1
	津城建	AA	1022	1.57	0	1.74	-3	1.88	-6
	鄂联投	AA	561	1.60	0	1.80	-2	-	-
	豫航空港	AA(2)	678	1.61	0	1.78	-2	-	-
	吉林高速	AA(2)	418	1.57	0	1.71	-2	-	-
银行二永	成都农商	AA	789	-	-	1.69	-3	1.87	-3
	民生银行	AA+	8536	1.52	0	1.69	-2	1.87	-2
	渤海银行	AA	3235	-	-	1.72	-2	1.86	-2
	工商银行	AAA-	31121	1.50	0	1.63	-2	1.80	-3
	天津银行	AA	1346	-	-	1.74	-5	-	-

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	667	3.16	-2	4.48	-4	-	-
	珠江实业	AA	185	2.13	-17	2.77	-2	-	-
	建发地产	AA+	305	1.91	-1	2.48	-2	2.63	-2
	保利置业	AA+	200	1.84	-2	2.29	0	2.44	-8
	珠海华发	AA	379	3.18	5	-	-	-	-
	铁建地产	AA+	351	1.82	-1	-	-	-	-
央企	东方资管	AAA-	698	1.48	-1	1.73	-1	-	-
	节能集团	AA+	464	1.54	0	1.69	-1	1.79	-2
民企	宏桥新材	AA	147	1.60	-1	2.05	-1	2.13	-3
	平安租赁	AA+	1217	1.58	0	1.88	-1	-	-
	海尔金盈	AA	101	1.72	0	1.88	-6	-	-
	远东租赁	AA	530	1.66	0	-	-	-	-
煤炭	冀中能源	AA	391	1.77	-4	2.23	-2	2.54	-3
	华阳新材	AA	316	1.65	-1	1.96	-2	2.22	-3
	晋能电力	AA	627	1.63	-1	1.74	-2	1.96	-3
	晋能煤业	AA	933	1.60	0	1.75	-2	1.91	-4
	兖矿能源	AA+	580	1.55	-1	1.69	-1	1.87	-2
	陕煤化	AA+	945	1.54	-1	1.68	0	1.78	0
钢铁	河钢集团	AA+	1116	1.58	-1	1.77	-1	1.89	-2
	首钢集团	AA+	720	1.55	-1	1.67	-1	1.83	-1
	山钢集团	AA	482	1.63	-1	1.88	-2	-	-

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 9 月 17 日。

下载日志已记录，仅供内部参考

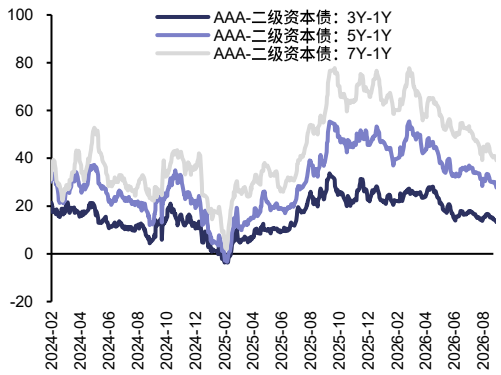
（三）个券比价情况与期限结构

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。

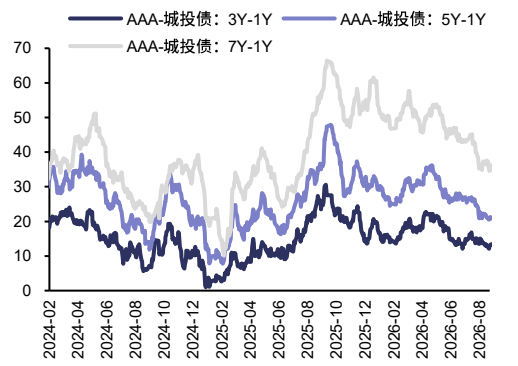
本周，城投债-二级资本债利差分化，5Y 二级资本债比价效应仍较突出，存在性价比。1Y、3Y 城投债仍有一定性价比；7-10Y 地方债值得关注；关注地产债修复右侧机会。

图 53：城投债期限利差情况（单位：BP）



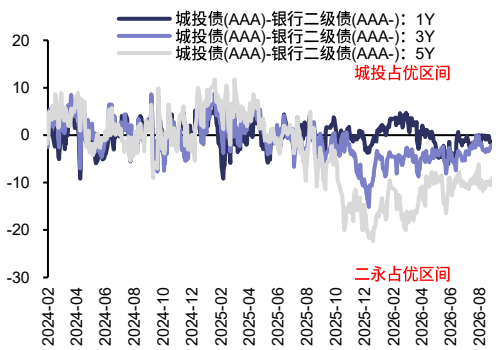
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：截至 2026/9/17

图54：二级资本债期限利差情况（单位：BP）



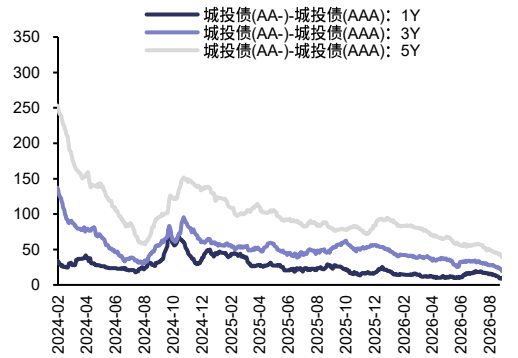
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：截至 2026/9/17

图 55：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 2026/9/17

图56：城投债等级利差情况（单位：BP）



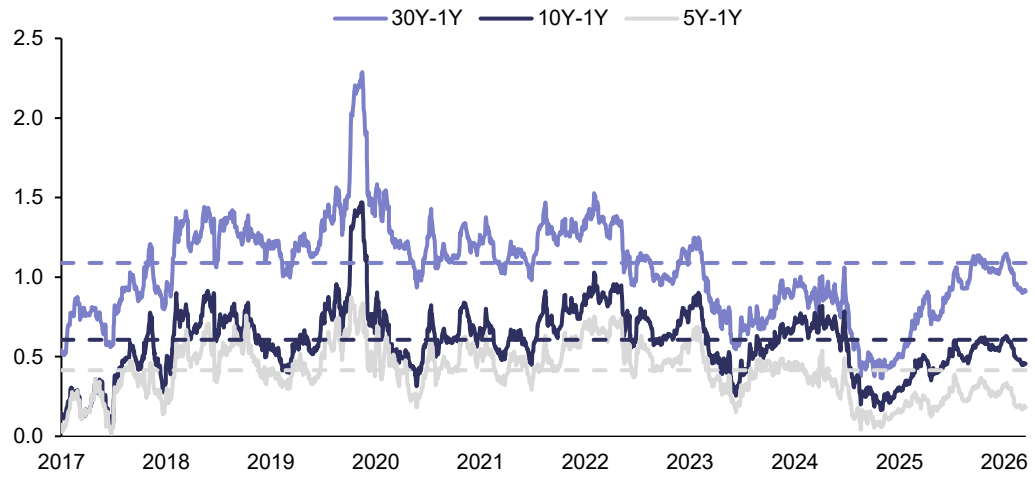
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：截至 2026/9/17

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

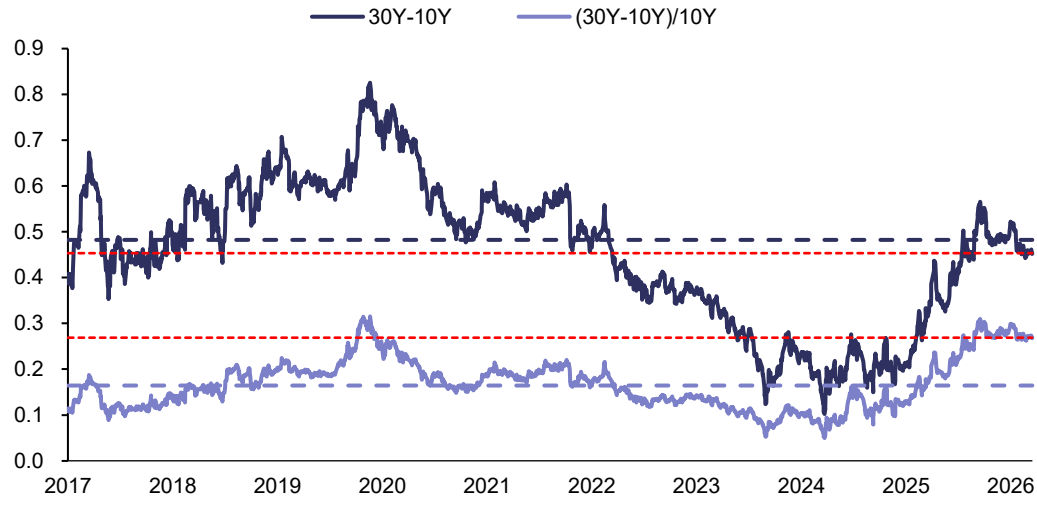
近 1 年来看，当前国债期限利差普遍回落至中性偏低点位，本周明显回落。处于近三年较高分位的是 30Y-10Y 、10Y-5Y 和 30Y-1Y 利差，分别在 80.50% 、72.70%和 66.80%， (30Y-10Y)/10Y 仍处低位。

图 57：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 2026/9/17，图中所标横线分别为各期限利差在八年间的中位数。

图 58：30-10Y 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 2026/9/17，图中所标横线分别为各期限利差在八年间的中位数。

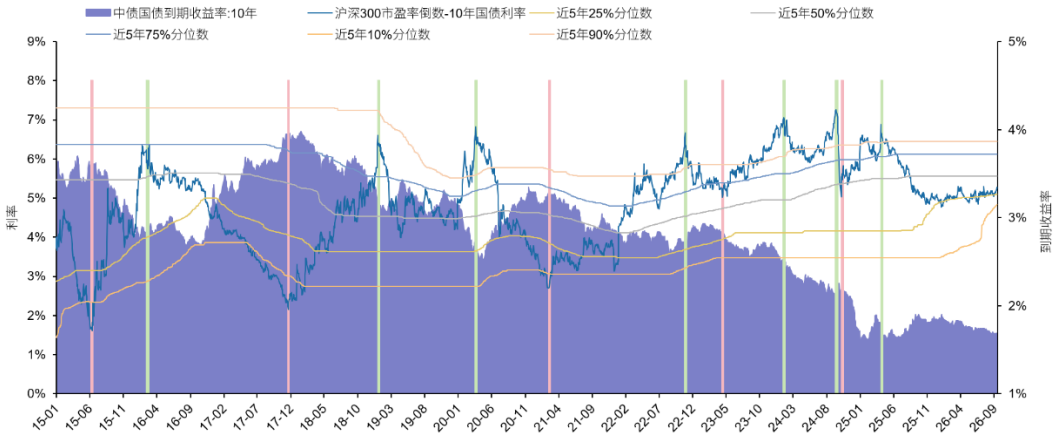
下载日志已记录，仅供内部参考

图 59：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	29.50%	66.80%	28.20%
10Y-1Y	21.00%	36.80%	20.40%
5Y-1Y	9.30%	20.20%	8.60%
30Y-10Y	41.20%	80.50%	43.00%
10Y-5Y	64.30%	72.70%	86.30%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17。

图 60：沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率（ERP）与 10 年国债 YTM

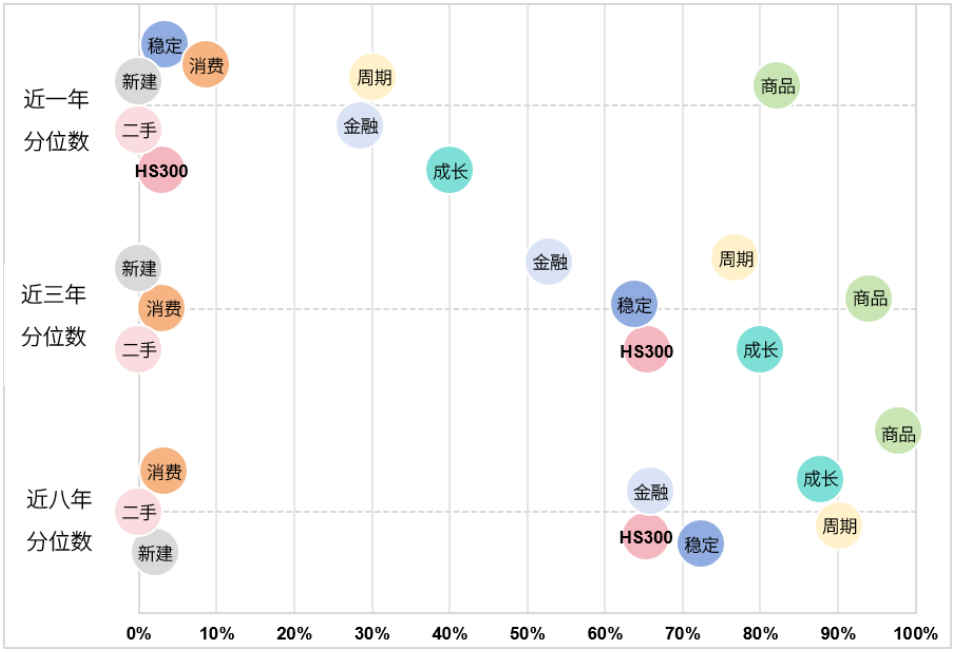


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：红色柱线：ERP 底部拐点，提示债券具有相对性价比，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。

下载日志已记录，仅供内部参考

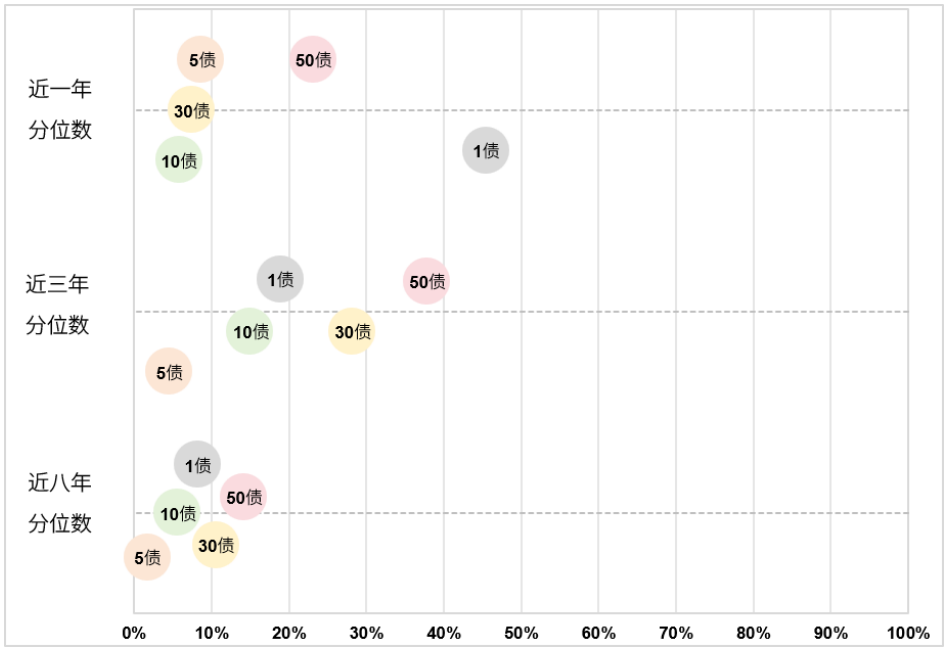
图 61：股商房所处历史分位值



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 62：债券所处历史分位值



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。

下载日志已记录，仅供内部参考

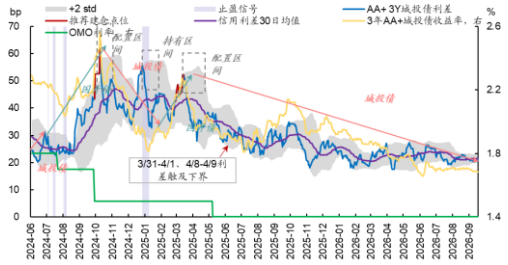
（四）布林带择时

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＜20bp；（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%。

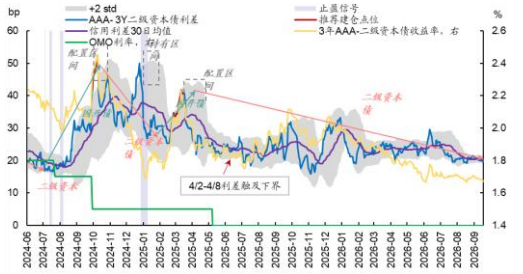
当前信号： 3 年 AA+城投债触及下轨，建议平配；3 年 AA+二级资本债触及上轨，建议增配。

图 63：3 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 9 月 17 日。

图 64：3 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 9 月 17 日。

表 3：3 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	2026/9/10	*持有城投债*	5.72	4.89	0.83

数据来源：iFinD、Wind、广发证券发展研究中心。统计时间：2026 年 9 月 17 日。

表 4：3 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	2026/9/10	*持有二级资本债*	5.41	4.75	0.66

数据来源：iFinD、Wind、广发证券发展研究中心。统计时间：2026 年 9 月 17 日。

下载日志已记录，仅供内部参考

（五）赎回指数

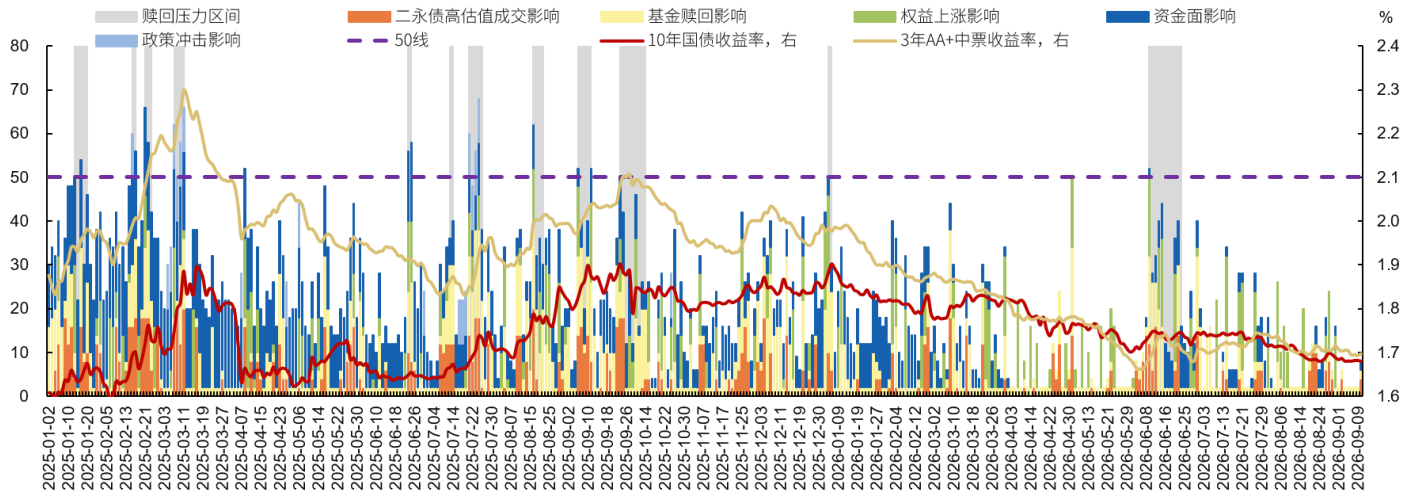
2024 年大型赎回潮出现在 2024 年 9 月底-10 月初，赎回风险主要来自政策冲击与权益上涨，信用债折价成交亦加剧了赎回力度。2024 年 9 月 24 日一揽子金融政策的出台显著推高赎回风险指数至 60 分以上，此后二永债高估值成交、权益上涨与债基赎回几乎同时出现，拉动赎回风险指数达到 88 分的峰值。2025 年的两轮赎回潮分别出现在 1 月-3 月上旬和 7 月末。

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 65：2025 年下半年以来赎回风险指数复盘（单位：%）



数据来源：Wind、qeubee、广发证券发展研究中心。截止 2026 年 9 月 17 日。

注：赎回指数用于综合监测债券市场的赎回压力，图中阴影区域对应指数超过 50 预警线的时期，提示该阶段存在较大赎回压力，可能存在收益率上冲风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

六、基本面数据跟踪

本周公布数据：8 月社融同比 7.2%，社零累计同比 1.1%，固定资产投资总额累计同比-7.2%，均不及预期。

本月预计公布经济数据：9 月 PMI（9/30），建议关注。

图 66：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Q2	25年Q3	25年Q4	26年1月	26年2月	26年3月	26年4月	26年5月	26年6月	26年7月	26年8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	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	5.00	4.50	3.70	2.8		2.4	1.9	1.40	1.30	1.20	1.10
	固定资产投资总额	5.10	3.00	4.50	3.90	3.40	3.20	4.20	2.80	-0.50	-3.80	1.8		1.7	-1.6	-4.10	-5.70	-6.70	-7.20
	基础设施建设投资	11.52	8.24	8.75	7.70	9.26	9.19	11.50	8.90	3.34	-1.48	11.4		8.9	4.3	0.75	-2.41	-4.08	-5.37
	制造业投资	9.10	6.50	9.90	9.50	9.20	9.20	9.10	7.50	4.00	0.60	3.1		4.1	1.2	-0.40	-1.20	-1.70	-2.30
	房地产开发投资	-10.00	-9.60	-9.50	-10.10	-10.10	-10.60	-9.90	-11.20	-13.90	-17.20	-11.1		-11.2	-13.7	-16.20	-18.00	-19.20	-19.90
外汇贸易（当月同比）	进出口金额	-10.46	1.34	-5.33	3.67	1.39	6.45	4.90	3.90	7.90	6.20	15.71	27.70	12.70	18.70	22.60	30.60	25.30	26.30
	出口金额	-12.59	2.15	-7.71	8.42	2.33	10.67	12.20	5.80	8.20	6.60	10.00	39.60	2.50	14.10	19.40	27.00	23.90	25.00
	对美出口金额	-19.51	-6.89	-15.92	6.60	2.16	15.59	9.09	-16.13	-27.03	-30.01	-11.00		-16.30	11.31	35.41	13.87	17.05	34.40
	进口金额	-7.53	0.29	-2.14	-2.63	0.13	0.84	-4.30	1.20	7.40	5.70	25.64	13.80	27.80	25.30	27.40	36.00	27.50	28.20
	美元/人民币	6.96	7.08	7.10	7.13	7.01	7.19	7.18	7.16	7.11	7.03	6.97	6.92	6.92	6.86	6.82	6.81	6.79	6.78
	人民币汇率指数	100.03	98.14	99.83	99.76	98.36	101.47	98.77	95.35	96.77	97.99	96.99	98.58	100.87	100.17	100.66	102.59	102.19	101.87
	外汇储备（万亿美元）	-3.77	3.53	1.94	0.92	6.46	-1.10	-0.15	2.95	0.67	4.86	5.92	6.22	3.13	3.93	4.78	2.98	3.84	3.50
价格指标（当月同比）	CPI	1.80	-0.30	0.10	0.20	0.40	0.10	-0.10	0.10	-0.30	0.80	0.20	1.30	1.00	1.20	1.20	1.00	0.50	0.80
	PPI	-0.70	-2.70	-2.80	-0.80	-2.80	-2.30	-2.50	-3.60	-2.30	-1.90	-1.40	-0.90	0.50	2.80	3.90	4.10	3.50	3.80
	核心CPI	0.70	0.60	0.60	0.60	0.10	0.40	0.50	0.70	1.00	1.20	0.80	1.80	1.10	1.20	1.10	1.00	0.90	1.00
	CPI：非食品	1.10	0.50	0.70	0.80	-0.20	0.20	0.20	0.10	0.70	0.80	0.40	1.30	1.20	1.80	1.90	1.50	0.90	1.20
景气指数	制造业PMI	47.00	49.00	50.80	49.50	49.80	50.10	50.50	49.70	49.80	50.10	49.30	49.00	50.40	50.30	50.00	50.30	49.20	49.80
	非制造业PMI	41.60	50.40	53.00	50.50	50.00	52.20	50.80	50.50	50.00	50.20	49.40	49.50	50.10	49.40	50.30	50.40	49.30	49.30
金融数据	M1	3.70	1.30	2.30	-1.70	-3.30	1.20	1.60	4.60	7.20	3.80	4.90	5.90	5.10	5.00	5.50	4.00	4.00	4.10
	M2	11.80	9.70	8.30	6.20	6.80	7.30	7.00	8.30	8.40	8.50	9.00	9.00	8.50	8.60	8.60	8.00	7.70	7.50
	人民币贷款	23.89	-16.43	-20.57	-30.16	-31.17	-15.38	17.80	5.16	-18.87	-10.06	-8.19	-10.89	-17.86	-103.57	-16.13	-28.13	-580.00	-89.83
	社融规模存量	9.60	9.50	8.70	8.10	8.00	8.00	8.40	8.90	8.70	8.30	8.20	8.20	7.90	7.80	7.70	7.40	7.40	7.20

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。注：统计时间截至 2026/9/17；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 67：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Q3	25年Q4	26年1月	26年2月	26年3月	26年4月	26年5月	26年6月	26年7月	26年8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	5.10	5.20	5.30	5.40	5.20	5.10	5.00	5.20	5.30
	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	17.70	16.50	16.30	16.10	16.90	16.30	15.60	14.90	17.90	
	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	7.20	6.90	6.80	7.20	7.70	7.40	7.20	7.10	7.20	
	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	4.00	4.20	4.30	4.20	4.10	4.00	3.90	
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 2026/9/17。

8 月 PMI 回升有限，债牛定力不改。

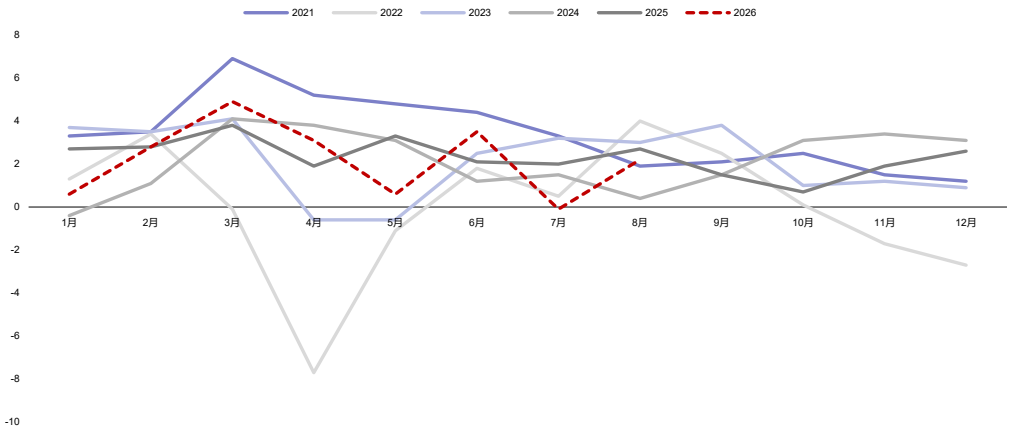
日内交易影响：8 月 31 日 8 月 PMI 于早盘 9:30 公布，制造业 PMI 录得 49.8%，较上月回升 0.6 个百分点，但略低于市场预期，显示经济总量修复力度有限，当日 10 年期国债利率小幅下行 0.5BP。

极端天气影响减弱+扩内需政策发力，PMI 指数边际向好但回升幅度有限。8 月 PMI 较上月回升 0.6 个百分点至 49.8%，但仍运行在收缩区间，且回升幅度有限。

下载日志已记录，仅供内部参考

PMI 季节性改善+新动能稳定扩张，政策强刺激必要性不高。经济结构向优、新旧动能转换加快推进的态势延续，叠加当前政策以存量落地为主，短期出台强刺激政策的概率不高，政治局会议定调"综合运用并适时调整货币政策工具"，整体政策组合对债市仍偏友好。

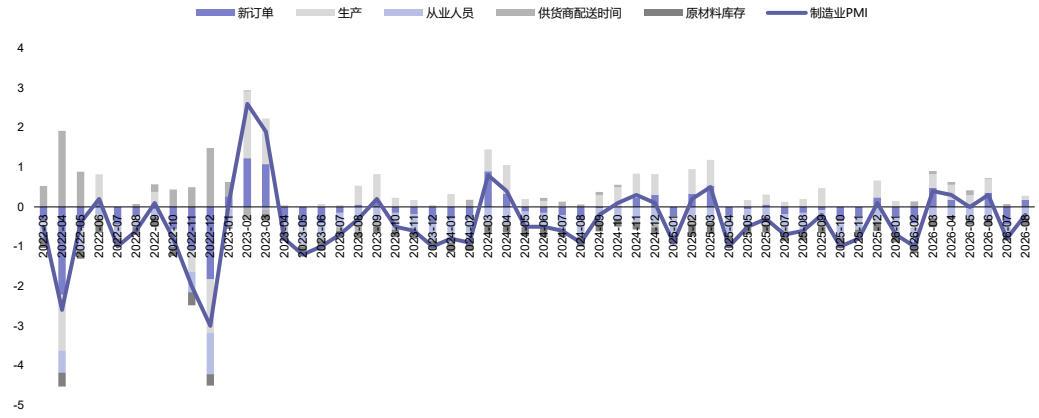
图 68：新订单－产成品库存（%）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心。

注：统计时间截至 2026 年 8 月 31 日

图 69：PMI 各分项指标对 PMI 拉动/拖累（%）

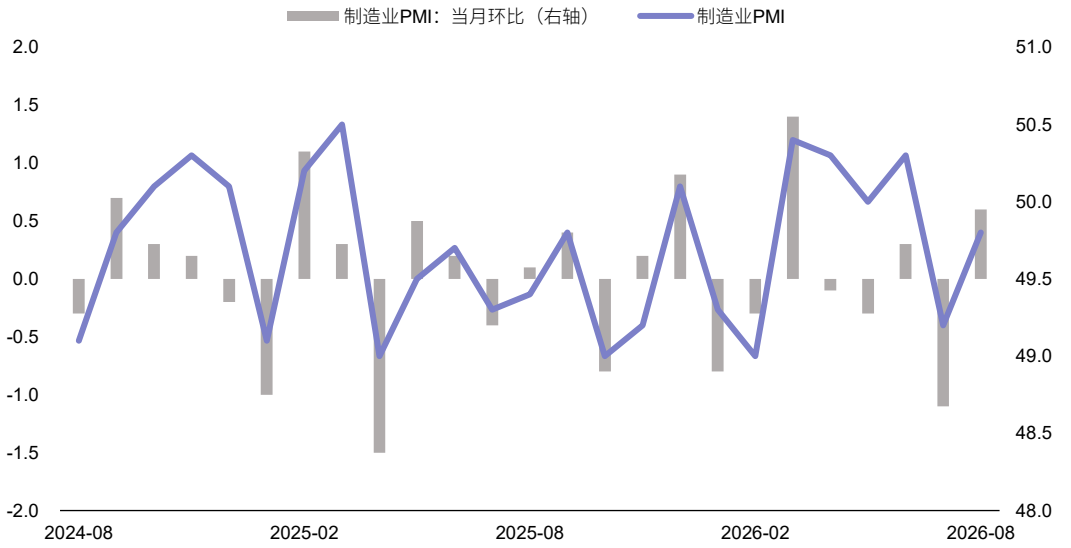


数据来源：iFind、广发证券发展研究中心。

注：统计时间截至 2026 年 8 月 31 日

下载日志已记录，仅供内部参考

图 70：制造业 PMI 及当月环比变化（%）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心。

注：统计时间截至 2026 年 8 月 31 日

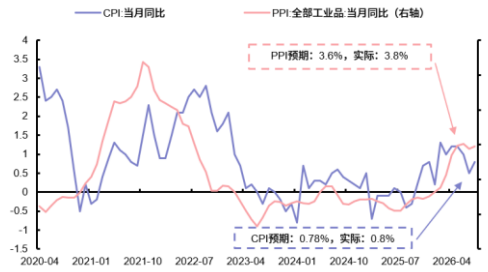
8 月通胀略超预期，但内需仍偏弱：

8 月 CPI 同比 0.8%，结束连续三月下行，核心 CPI 同步回升至 1.0%，但抬升主要来源于外生性因素，内需分项表现依旧一般。

8 月 PPI 同比 3.8%，环比增速在连续两月负值后回正。

通胀基本符合预期 + 政策超预期概率较低 + 资金面边际收敛 = 债市短期震荡、中期延续看多。

图 71：CPI 及 PPI 同比（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 72：部分能源行业价格同比增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

8 月经济数据不及预期：

生产端：高技术制造业+强劲出口拉动工增再次走强，8 月工增同比增速回升至 5.2%，但仍处于过去三年的平均水平。

投资端：各分项均表现不佳，8 月固定资产投资累计同比-7.2%，继续下探 2020 年 5 月以来低位。

下载日志已记录，仅供内部参考

需求端： 8 月社零延续弱势，当月同比降至 0.4%的极低水平。

8 月信贷、经济数据均不及预期 + 内需修复偏弱 + 央行呵护资金面导向未变 + 交易盘配置盘均有支撑 + 技术面触前高后横盘 – 长端合意约束= 债牛定力不改，短期震荡难破。

图 73：近 6 个月经济数据表现

项目	当月同比增速（%）						较上月变化（%）
	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07	2026-08	
固定资产投资	-1.1	-12.0	-17.1	-15.6	-14.2	-13.5	0.7
制造业	4.1	-4.3	-4.2	-3.2	-4.4	-6.1	-1.7
房地产	-11.7	-20.1	-24.9	-26.0	-28.7	-26.1	2.6
商品房销售面积	-8.0	-10.3	-14.1	-16.3	-14.5	-15.4	-0.9
商品房销售额	-13.9	-8.0	-9.8	-15.5	-10.3	-12.8	-2.5
新开工面积	-17.1	-27.1	-24.7	-26.0	-28.5	-30.5	-2.0
基建	8.9	-3.7	-10.8	-10.2	-14.7	-14.8	-0.1
工业增加值	5.7	4.1	4.5	5.3	4.5	5.2	0.7
采矿业	5.7	3.8	2.3	-2.2	-4.2	-1.4	2.8
制造业	6.0	4.0	4.4	6.0	5.5	6.1	0.6
高新制造业	11.7	12.8	15.1	14.1	16.9	16.7	-0.2
水电燃气	3.5	5.3	7.6	7.4	5.0	4.9	-0.1
社消零售	1.7	0.2	-0.6	1.0	0.6	0.4	-0.2
餐饮收入	2.9	2.2	0.6	1.2	1.4	1.1	-0.3
商品零售	1.5	-0.1	-0.7	0.9	0.5	0.3	-0.2
失业率	5.4	5.2	5.1	5.0	5.2	5.3	0.1

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心。

七、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。

人在草木间
请务必阅

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

王素芳 ：资深分析师，伦敦国王学院硕士，4 年可转债研究经历。

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
SFCCENo.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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。