

内容摘要：

宏观经济方面，7月经济数据显示供需两端同步下行。其中需求端投资、消费增速继续下行，低于市场预期。投资中地产处于低位，基建投资转为负增长，制造业投资继续分化；消费受地产相关及价格下跌拖累，再度回落。生产端有所放缓，主要受7月高温台风等天气以及需求较为疲弱拖累。对于债券市场，经济数据显示基本面利多延续，数据发布后收益率小幅下行。

8月以来，资金面保持均衡，DR001 多在政策利率之下 5bp 以内窄幅区间运行，中长期资金利率基本持平上月，保持低位运行。货币政策方面，央行再次提示市场淡化对贷款的关注，认为货币金融环境是比较宽松的。另外，央行对于经济形势的判断较为乐观，关注海外央行加息对金融市场的外溢效应。短期内货币政策持稳，预留政策空间以防后续金融市场大幅波动。向后看，流动性扰动因素主要包括 9 月政府债供给增加，跨月流动性需求较大；偏多因素主要是季末财政支出力度相对大，另外，票据利率保持低位，信贷预计偏弱，分流有限。整体看，汇率偏强，需求偏弱背景下，央行维护流动性平稳充裕态度延续，供给扰动或阶段性抬升资金中枢，但央行掌控力度增强，资金面预计维持均衡。

8月以来，债券收益率整体下行，且超长端下行幅度更大。从基本面来看，出口仍然保持韧性，但内需持续回落，投资和消费均低于市场预期，基本面对债市的利好延续。从货币政策来看，资金面维持在宽松状态，资金利率围绕政策利率波动，短期内在出口支撑下，货币政策继续放松的可能性也较小。从供给角度来看，7至8月利率债供给并未形成较大冲击，关注9月国债及地方债发行是否会加速。对于债券市场，基本面及资金面利好延续的背景下，持仓可继续持有；但利率下行至年内低点，需关注止盈压力、后续供给可能上升，以及内需持续下行背景下新政策出台的可能性。

目录

一、宏观经济：供需同步走弱，行业分化延续.....	3
（一） 需求：投资消费低于预期，生产 7 月放缓.....	3
1、投资：地产、基建、制造业增速均下行，制造业分化延续.....	3
2、地产：销售、新开工、投资增速下行	4
3、消费：再度回落，价格及地产消费拖累	5
4、就业：毕业季季节性上行	6
5、出口：出口仍然较为强劲，高科技进出口及价格上涨形成支撑	6
6、高频数据：开工有所放缓	9
（二）生产：7 月生产放缓，行业分化延续	11
（三）CPI 温和回升，PPI 涨幅扩大	12
二、流动性及货币政策：央行月中开展隔夜逆回购，资金面保持均衡.....	16
（一）流动性回顾：央行首次月中开展隔夜逆回购，资金面保持均衡.....	16
（二）金融数据：贷款减少规模创新高，存款同比少增	19
（三）下阶段流动性展望：宏观审慎与适度宽松并存，资金面维持均衡.....	22
三、利率债策略：基本面利好延续，超长端期限利差持续压缩.....	22
（一）利率债走势回顾.....	22
1、收益率整体下行，超长端下行幅度较大	22
2、隐含税率有所上行	24
（二）利率债影响因素分析.....	25
1、经济基本面：供需同步回落，基本面利多延续.....	25
2、通胀：CPI 和 PPI 低于预期，对债市利多	25
3、广义流动性：贷款需求偏弱，债券融资多增	26
4、狭义流动性：隔夜逆回购占比增大.....	26
5、中美利差：倒挂幅度维持高位，人民币汇率继续升值.....	27
6、股债比价：股票市场修复，股债同步上涨.....	28
7、债券供需：供给压力或上升	29
（三）利率债策略：利多延续，关注供给及新政策出台	30

一、宏观经济：供需同步走弱，行业分化延续

7月制造业 PMI 转为小幅收缩，供需均放缓带来拖累，其中内需放缓较为明显。制造业价格指数生产端涨价稍放缓，国际油价回升对生产端价格形成支撑，需求走弱则带动终端价格下行加大。分行业看，装备制造业和高技术制造业保持较好扩张，消费品行业有较多收缩，基础原材料生产制造延续较多收缩。大中小型企业景气度均有所下滑，小企业景气度明显承压。受服务业和建筑业景气度均下滑拖累，非制造业 PMI 转为小幅收缩。服务业景气度由小幅扩张转为小幅收缩，批发、货币金融服务等行业商务活动指数下降幅度较大是主要拖累，服务业新订单指数收缩也明显加大。建筑业景气度收缩加大，新订单指数大幅收缩是主要拖累。当前我国居民端需求不足和财政发力节奏偏慢，传统制造业和非制造业因此有所承压。7月中央政治局会议要求，宏观政策要发力提效，及时谋划出台务实管用的增量政策。随着宏观政策加码发力，预计制造业景气度收缩将有所减小，非制造业将回升至荣枯线附近。

图表 1 中采制造业 PMI 分项数据 (%)

指标名称	PMI	生产	新订单	出口	进口	在手订单	产成品库存	采购量	出厂价格	原材料购进价格	原材料库存	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期
2026-07	49.2	49.9	48.5	49.6	45.8	48.6	49.4	47.5	47.8	53.2	48.3	49.0	49.5	54.1
2026-06	50.3	51.4	51.2	50.1	47.1	47.7	51.4	49.6	48.2	54.2	48.4	48.5	49.9	54.3
变动	-1.1	-1.5	-2.7	-0.5	-1.3	0.9	-2.0	-2.1	-0.4	-1.0	-0.1	0.5	-0.4	-0.2

（一）需求：投资消费低于预期，生产 7 月放缓

1、投资：地产、基建、制造业增速均下行，制造业分化延续

1-7月固定资产投资累计同比增速-6.7%，较前值降低1个百分点，投资增速继续下行，低于市场预期。从累计同比增速看，固定资产投资三大分项中，房地产、制造业、基建增速均下行。其中房地产投资下降1.2个百分点至-19.2%，地

产投资持续下行；制造业投资下降0.5个百分点至-1.7%；基建投资下降1.7个百分点至-4.08%。1-7月投资增速继续下行，显示内需走弱的趋势延续，地产、制造业和基建增速均为负。制造业投资增速下行较多，从行业来看，1-7月除有色、电气机械、计算机通信电子设备业增速上行之外，其余行业增速均下降。

图表 2 固定资产投资累计同比增速 (%)

指标名称	固定资产投资完成额	房地产	制造业	基建
2026-07	-6.70	-19.20	-1.70	-4.08
2026-06	-5.70	-18.00	-1.20	-2.41

2、地产：销售、新开工、投资增速下行

1-7月，房地产开发投资累计增速-19.2%，较前值降低1.2个百分点，地产投资持续下行，低于市场预期。

从累计同比增速来看，7月销售、投资、新开工以及资金来源增速均下行，竣工增速小幅上行。其中销售、新开工增速分别下行0.2、1.2个百分点，资金来源下行0.1个百分点。竣工增速小幅上行0.5个百分点。总体来看，投资、新开工及竣工增速都在-20%左右，地产投资仍然处于底部。

图表 3 房地产分项累计同比增速 (%)

房地产增速	销售	开发投资	新开工	竣工	资金来源
2026 年 7 月	-11.8	-19.2	-24.0	-23.2	-20.3
2026 年 6 月	-11.6	-18.0	-23.4	-23.7	-20.2
变动	-0.2	-1.2	-0.6	0.5	-0.1

地产库存继续缓慢下降，截至 2026 年 7 月，商品房待售面积 75911 万平方米，库存较 6 月底继续下降，显示地产持续去库存。但从绝对值来看，目前库存仍然处于较高位置，下行速度较为缓慢。

30 大中城市地产销售数据显示，2026 年 8 月地产销售增速有所下降。8 月日均成交面积同比增速从 7 月的 2.75%下降至-19.75%。其中一、二、三线城市增速均下降。从 70 大中城市房价环比增速来看，7 月整体环比下跌 0.2%，一线城市持平上月，二线、三线城市分别环比下跌 0.1%、0.3%。

总体而言，7 月地产投资继续下行，其中销售、新开工及资金来源增速均下行，显示房地产销售热度持续下降。向后看，短期内受居民预期及收入较弱等因

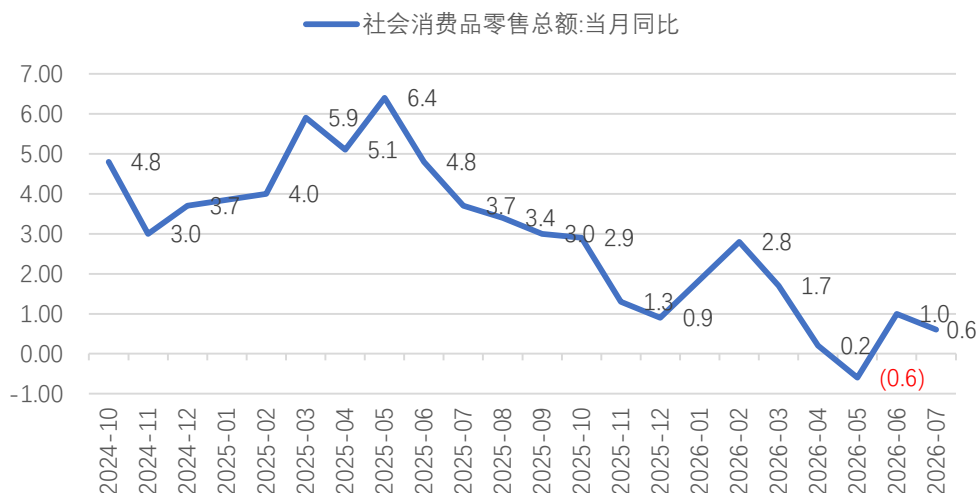
素影响，预计地产难以快速反弹，延续低位筑底状态。

3、消费：再度回落，价格及地产消费拖累

7月消费增速再度回落，当月同比增速0.6%，较前值降低0.4个百分点；累计同比增速1.2%，较前值下降0.1个百分点。7月消费增速在基数降低的情况下仍然回落，主要原因一是价格因素，石油价格下跌形成一定拖累；二是地产产业链消费仍然较为低迷；三是618促销后化妆品、日用品类消费下降较多。

从细项看，7月消费分项中，石油、化妆品、日用品、金银珠宝、家具、装潢增速下行，家电、通讯器材、中西药品有所上行。具体从当月同比增速来看：一是石油消费增速下行2.5个百分点，主要受7月国际原油价格下跌影响。二是地产相关消费低迷，家具、装潢增速分别较前值下降2.2、3.7个百分点至-8.8%、-14.2%。三是化妆品、日用品类增速下行，分别较前值下降5.8、2.1个百分点，或受6月促销活动的挤出影响（6月增长较为显著）。

图表4 社会消费品零售总额当月同比增速（%）

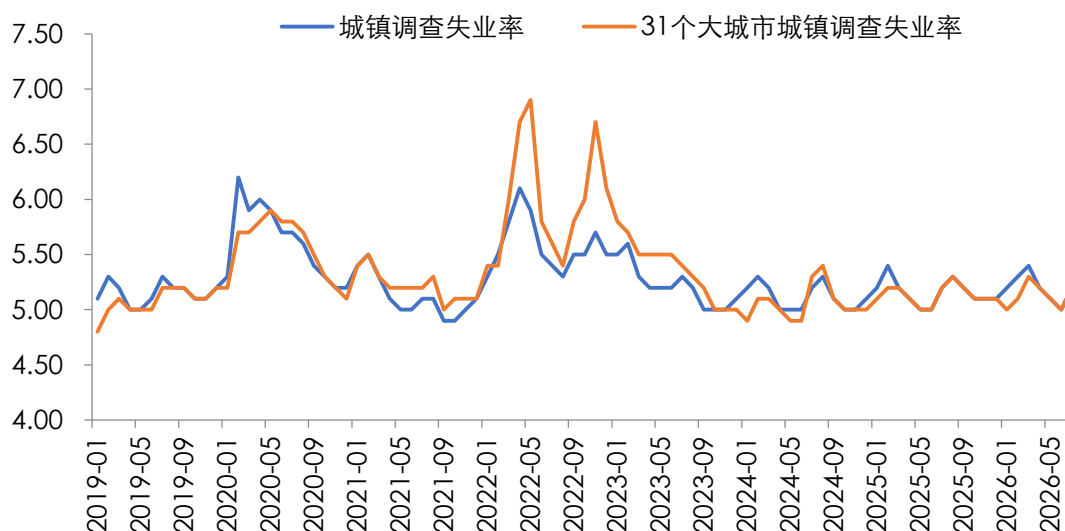


总体而言，7月消费增速再度回落，除价格因素拖累之外，地产相关以及非必需品消费也有所回落，显示当前消费需求较为低迷。向后看，消费基数逐步降低，但居民收入增速没有明显回升，预计消费增速仍然处于低位。

4、就业：毕业季季节性上行

7月，全国城镇调查失业率5.2%，较6月末上升0.2个百分点。31个大城市城镇调查失业率为5.2%，较6月上升0.2个百分点。7月毕业季，失业率呈现季节性上行的规律。

图表 5 城镇调查失业率(%)



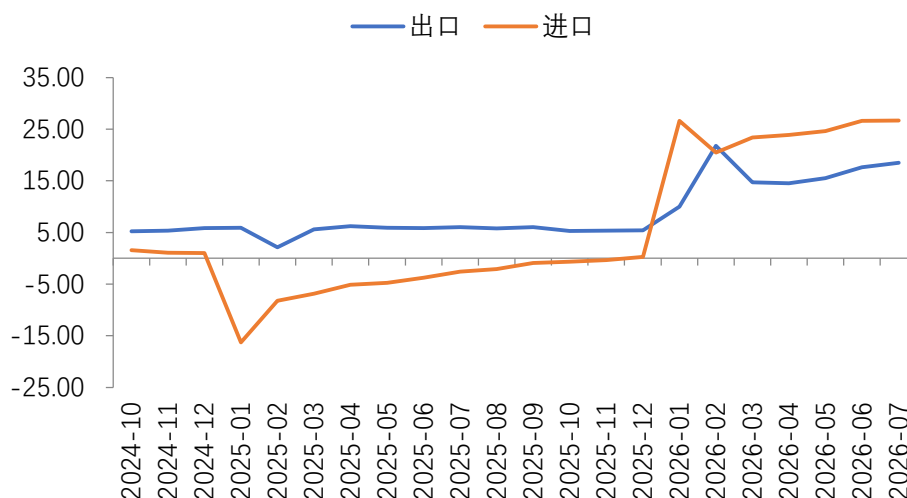
5、出口：出口仍然较为强劲，高科技进出口及价格上涨形成支撑

(1) 出口：对美出口逐步恢复，人工智能产业链出口旺盛。

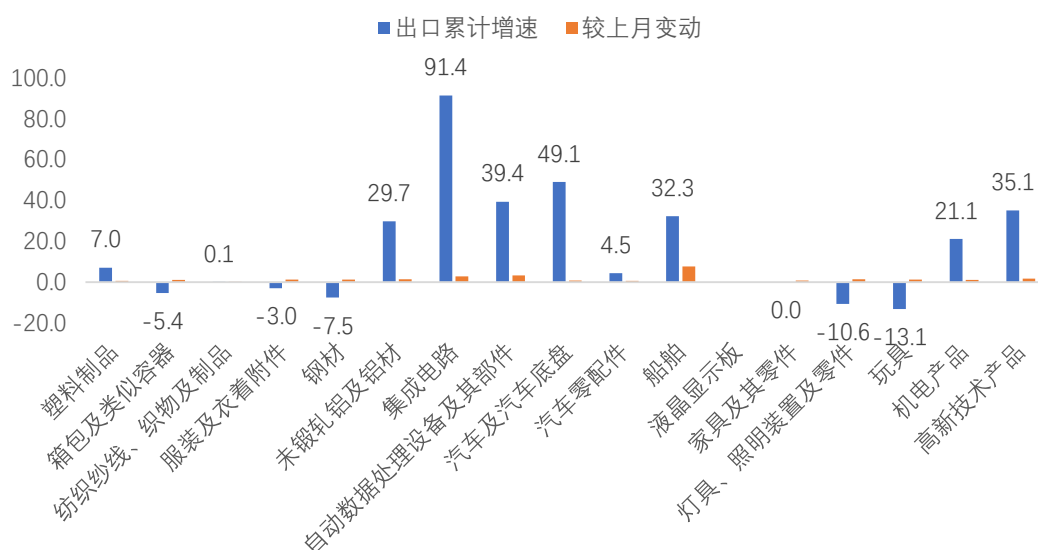
按美元计，1-7月出口累计同比增速为18.5%，较前值提高0.9个百分点。7月当月出口增速23.9%，较前值降低3.1个百分点。7月出口当月增速有所回落，但累计同比增速继续回升。

7月出口仍然较为强劲，主要原因一是基数效应，去年同期关税影响下出口下行，二是高科技及人工智能领域供需较为旺盛，相关产品出口量价齐涨。向后看，8月基数继续降低，预计出口增速有所上行，出口仍然延续上行趋势。

图表 6 中国进出口累计增速（以美元计，%）



图表 7 中国出口累计增速（以美元计，%）



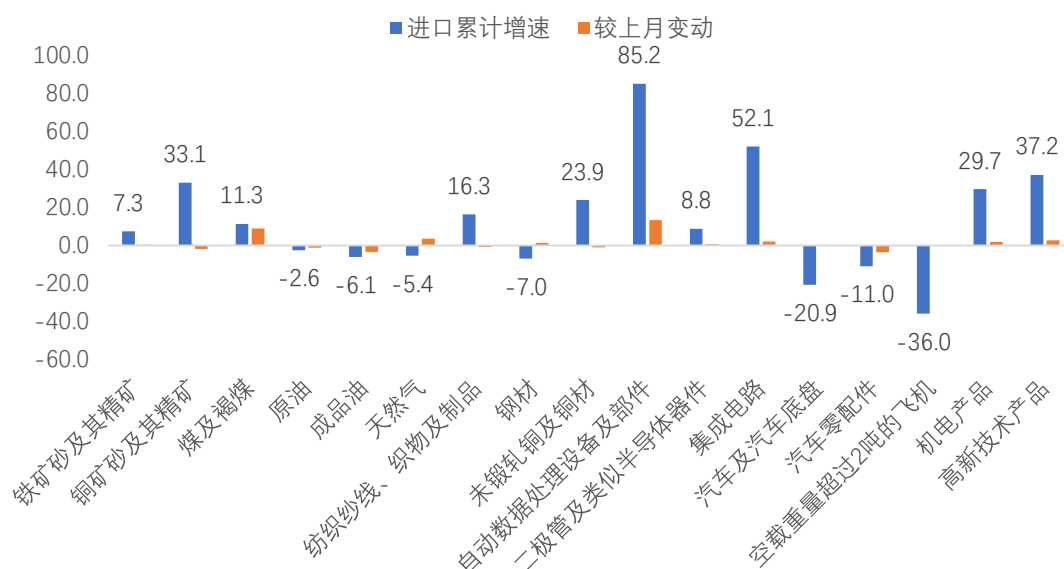
（2）进口：高科技中间品进口增速较高，量价齐涨形成支撑。

按美元计，1-7月进口累计同比增速26.7%，较前值提高0.1个百分点。当月进口同比增速27.5%，较前值降低8.5个百分点。进口增速仍然较高，主要原因是国内半导体等高新技术行业进口需求旺盛，部分资源品进口增速也上行较多。

从进口产品类别看，1-7月进口增速较高的主要是半导体、高新技术产品以及铜矿砂等资源品。具体来看：一是半导体及高新技术产品需求旺盛，进口增速继续上行。自动数据处理设备及部件、集成电路、机电产品、高新技术产品进口

增速分别为85.2%、52.1%、29.7%、37.2%，较上月继续提高，且该类产品进口金额增幅高于数量增幅，显示人工智能中间品生产需求较为旺盛，量价齐涨。二是战略类物品进口较多，1-7月进口粮食、稀土、肥料金额分别同比增长13.9%、27.7%、70.2%，其中稀土、肥料进口价格上升较多。此外，多项产品进口价格同比上涨较多，输入性通胀对进口也形成一定支撑。

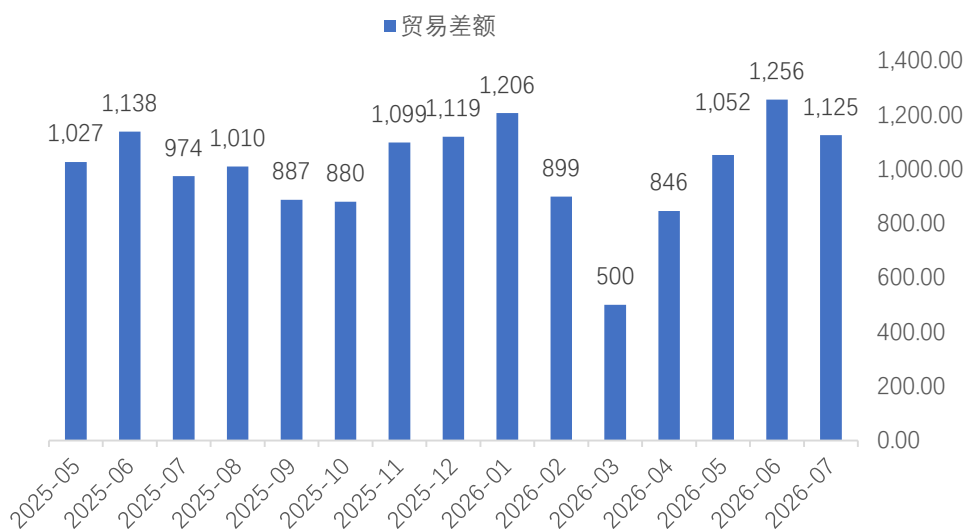
图表 8 进口细项金额同比变化



(3) 贸易顺差小幅缩窄。

按美元计，7月我国贸易顺差为1125亿美元，较6月（1256亿）小幅缩窄，但仍然处于较高位置。向后看，全球AI需求旺盛、中国制造业高竞争力以及物价上涨预计继续对出口形成支撑，贸易顺差预计维持高位。

图表 9 贸易差额当月值（单位：亿美元）



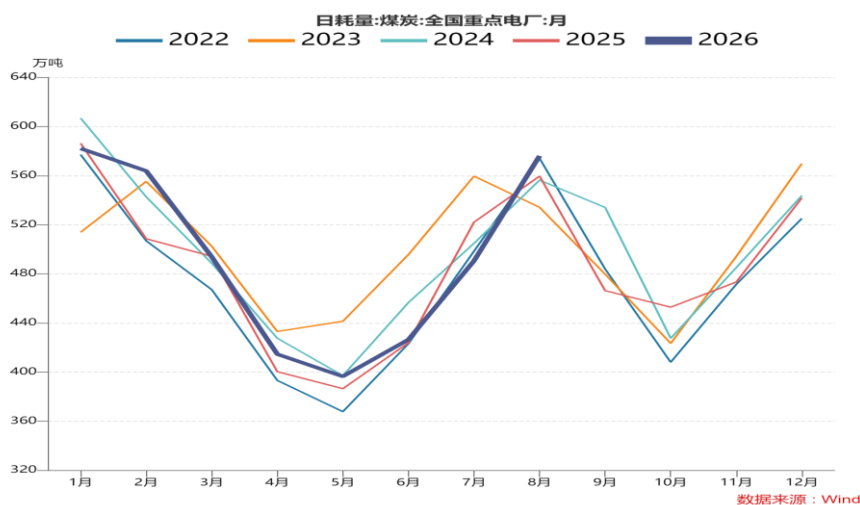
6、高频数据：开工有所放缓

从高频数据来看，8月份以来，受高温、台风等天气影响，工业生产略有放缓，煤炭、钢铁开工率放缓，工业品价格较为稳定。

（1）电厂日耗煤量8月环比上升

从电厂耗煤量来看，8月以来电厂日耗煤量环比上升，显示高温天气下居民用电需求增加。8月全国重点电厂日耗煤量从490万吨/日上升至576万吨/日。

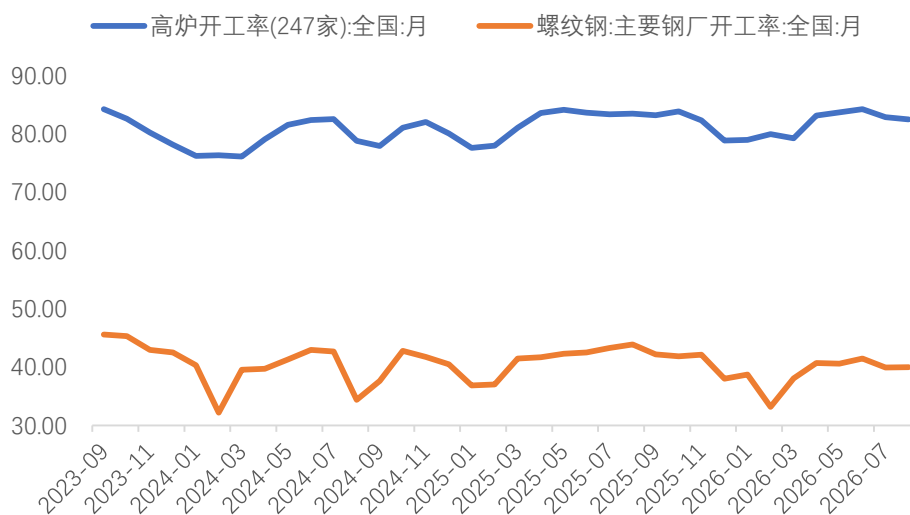
图表 10 重点电厂日耗煤量



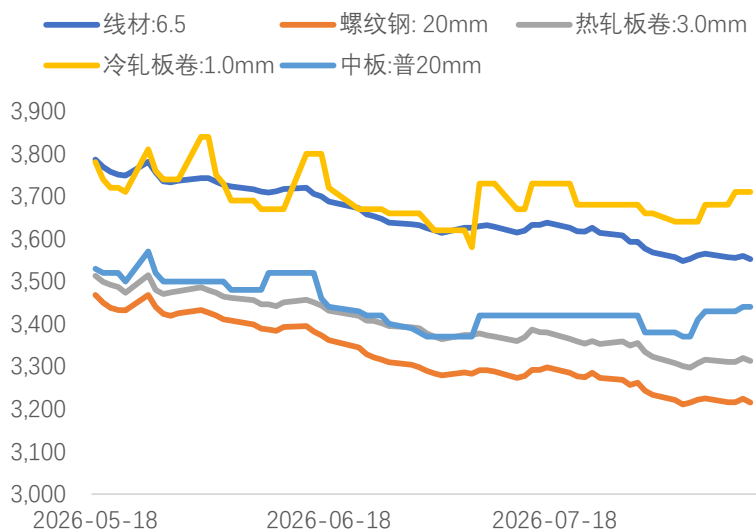
（2）8月以来钢铁开工率下行，价格小幅上涨

从生产端来看，8月钢铁开工率整体下行。其中全国247家钢厂高炉开工率下降0.38个百分点至82.5%，螺纹钢主要钢厂开工率提高0.08个百分点至40.02%。钢铁库存8月以来小幅上行，或受天气炎热工地开工放缓影响。

图表 11 钢铁高炉开工率

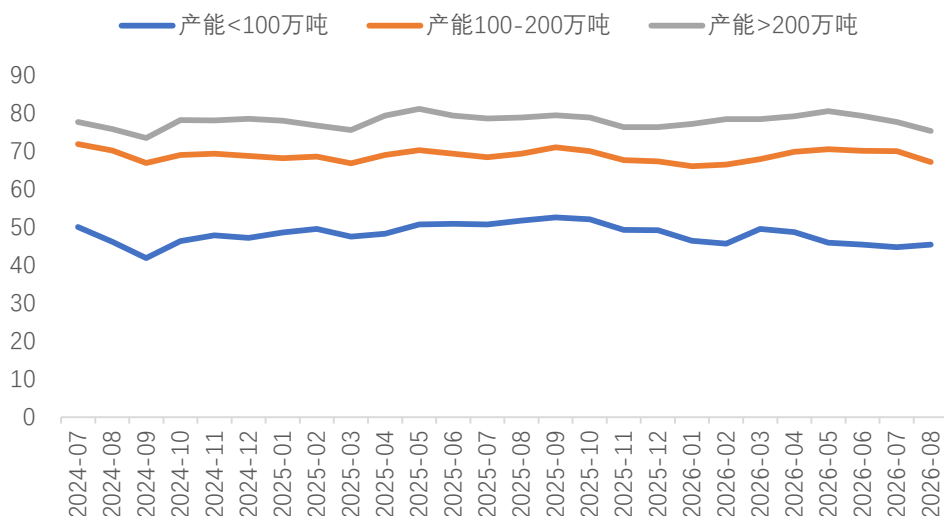


图表 12 各类钢材价格



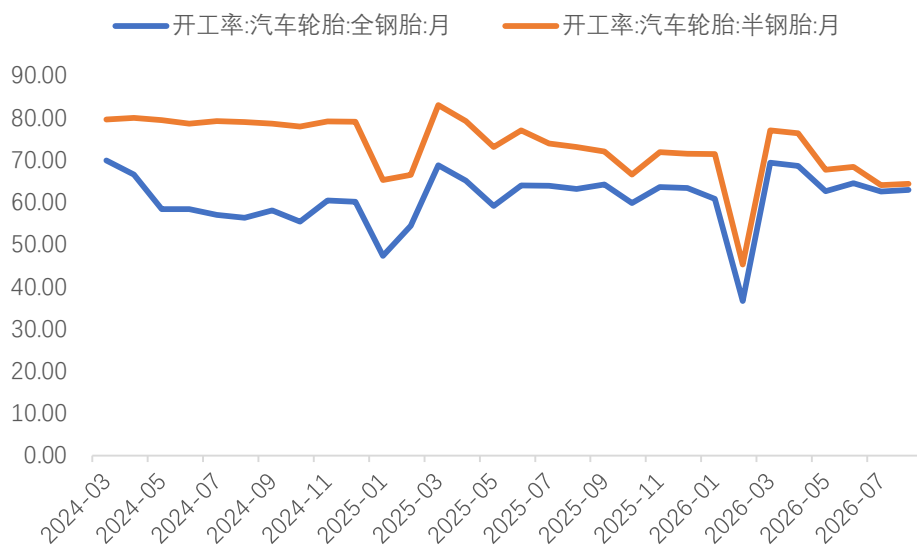
8月焦化企业开工率有所分化，大、中型焦炭企业开工率分别为75.37%、67.13%，分别较7月下降2.37、2.92个百分点；小型煤炭企业开工率45.4%，较7月上升0.68个百分点。

图表 13 焦化企业开工率



从卡车轮胎开工率来看，8月以来开工率整体下行。8月上旬全钢胎和半钢胎开工率分别为62.96%、64.36%，分别较7月上升0.38、0.32个百分点。

图表 14 汽车轮胎全钢胎开工率



(二) 生产：7月生产放缓，行业分化延续

1-7月，规模以上工业增加值累计同比增长5.3%，较前值降低0.1个百分点。7月工业增加值当月同比增长4.5%，较前值降低0.8个百分点。7月生产有所放缓，主要受采矿业下行、高温及台风等天气影响，但新兴行业生产仍然较为旺盛。

图表 15 规模以上工业增加值累计同比增速 (%)

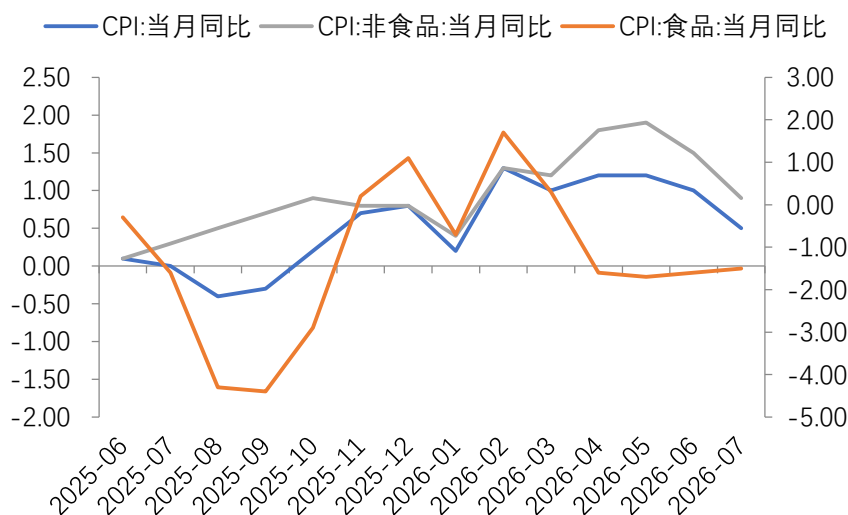
指标名称	工业增加值	采矿业	制造业	电力、燃气及水的生产和供应业	高技术产业
2026-07	5.30	2.50	5.60	5.40	13.80
2026-06	5.40	3.60	5.60	5.50	13.30
2026-05	5.40	4.80	5.50	5.10	13.10

从行业累计同比增速来看，7月，采矿业增速下降1.1个百分点，仍然受到煤炭事故影响，但降幅较6月有所缩窄。制造业增速与前值持平，电力、燃气及水的生产和供应业增速较前值下降0.1个百分点，高技术产业增速较前值提高0.5个百分点至13.8%，具体来看，集成电路制造、飞机制造、电子工业专用设备制造、电子专用材料制造、人工智能带动传感器、存储芯片、电子元件、光纤等产品增长较快，主要受全球AI行业景气度拉动。

(三) CPI 温和回升，PPI 涨幅扩大

7月CPI同比0.5%，前值1.0%；PPI同比3.5%，前值4.1%。CPI和PPI均低于市场预期。

图表 16 CPI 变化趋势 (%)



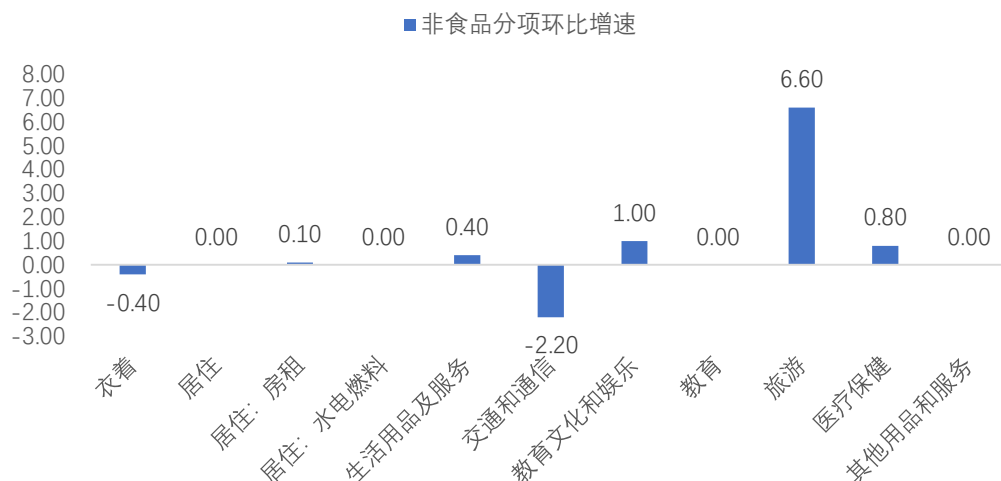
1、CPI 大幅回落，非食品价格为主要拖累。

7月CPI同比增速为0.5%，较前值下降0.5个百分点，环比下跌0.1%，跌幅大于近十年同期平均上涨0.38%的水平。其中食品价格跌幅放缓，整体较为平

稳。非食品价格环比小幅下跌，同比增速大幅下行，显示今年7月非食品价格涨幅低于往年同期，是拖累7月CPI的主要原因。

7月份扣除食品和能源的核心CPI同比增速为0.9%，较前值降低0.1个百分点。核心CPI同比增速下行，主要受7月旅游价格涨幅低于去年同期的影响。

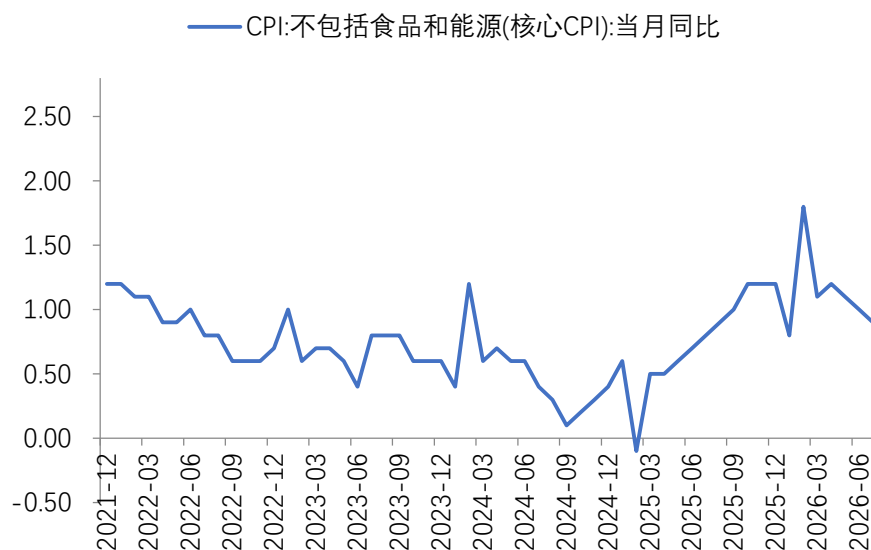
图表 17 CPI 非食品分项环比涨跌幅（%）



2、核心CPI继续回落至0.9%。

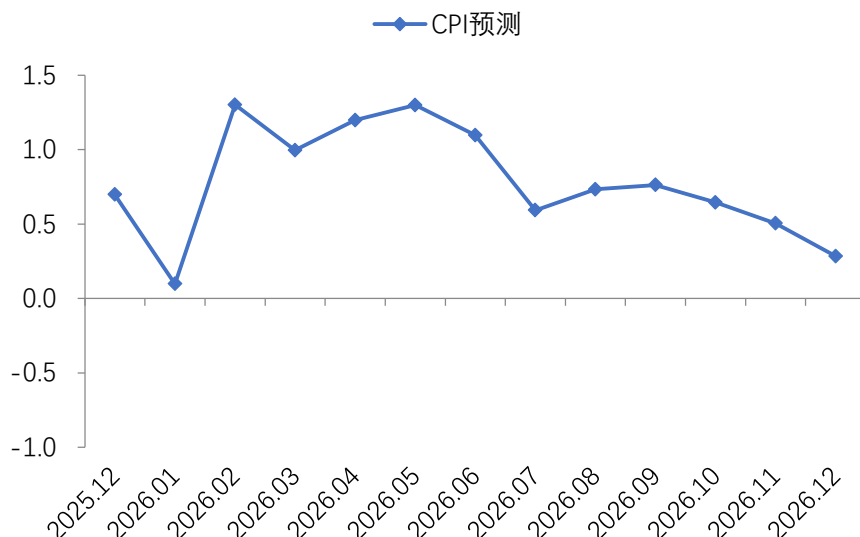
7月份扣除食品和能源的核心CPI同比增速为0.9%，较前值降低0.1个百分点；环比上涨0.3%，增速较前值提高0.2个百分点。核心CPI环比上涨，或受7月暑假出行及服务价格上涨拉动，但同比增速下行，显示7月旅游价格涨幅低于去年同期。

图表 18 核心通胀走势（%）



向后看，受7月非食品价格涨幅较低影响，下半年CPI整体中枢下移，预计8~9月CPI小幅上升至0.8%附近，9月达到年内高点，四季度逐步下行至0.5%附近。

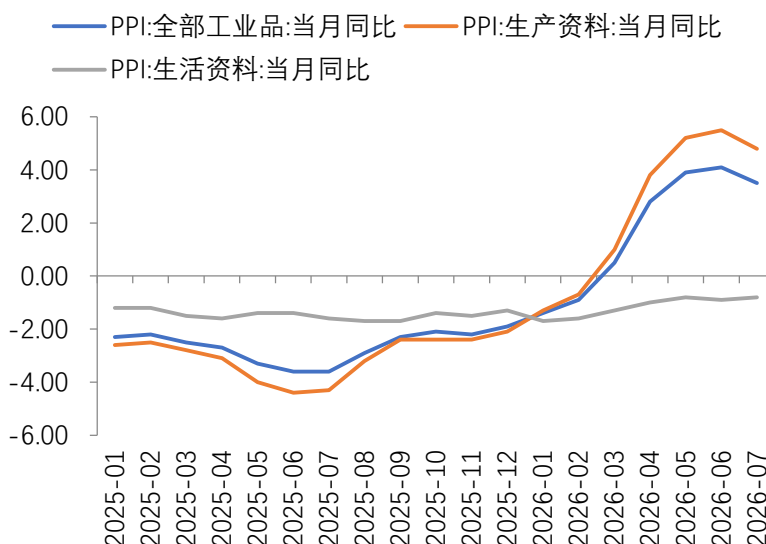
图表 19 CPI 走势预测 (%)



3、PPI 见顶回落，石油、有色跌幅较大，煤炭上涨。

7月，PPI环比下跌0.7%，增速较上月降低0.4个百分点；同比增长3.5%，较前值降低0.6个百分点。国内部分行业需求增加，但受输入性和季节性等因素影响，工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下跌，同比增速见顶回落。

图表 20 PPI 及分项走势

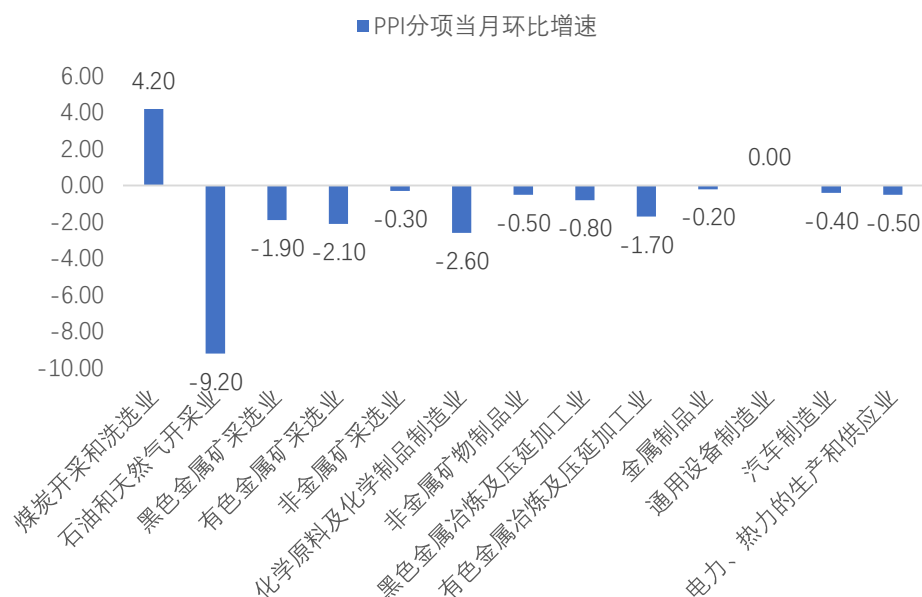


从行业环比增速来看，7月石油、化工、有色金属下跌较多，主要受国际原油下跌、国内高温下部分行业开工率下降影响。煤炭价格上涨，或受夏季用电需求增加以及近期煤矿事故整改影响。

具体来看，本月PPI环比变动的主要特点：一是输入性因素影响国内相关行业价格下行。石油开采、精炼石油产品制造、有机化学原料制造价格分别下降11.8%、8.4%和4.2%；有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格分别下降2.1%和1.7%，5个行业合计影响PPI环比下降约0.65个百分点。二是季节性因素影响部分行业价格下降。7月份高温、雨水及台风天气较多，建筑项目施工进度放缓，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格分别下降0.8%和0.5%；水力发电、风力发电增加，价格分别下降10.3%和3.9%，4个行业合计影响PPI环比下降约0.11个百分点。三是产业转型升级和消费提质扩容带动部分行业需求增加、价格上涨。新动能成长壮大，人工智能、高端装备、新材料等领域蓬勃发展，智能无人飞行器制造、碳素新材料、船舶及相关装置制造价格分别上涨2.5%、0.4%和0.3%。品质类消费较快增长，智能家庭消费设备、护肤用化妆品制造价格分别上涨3.4%和0.7%。

向后看，8月PPI基数将逐步抬升，同时原油等工业品价格继续下跌，后续PPI或继续回落

图表 21 PPI 分项当月环比增速（%）



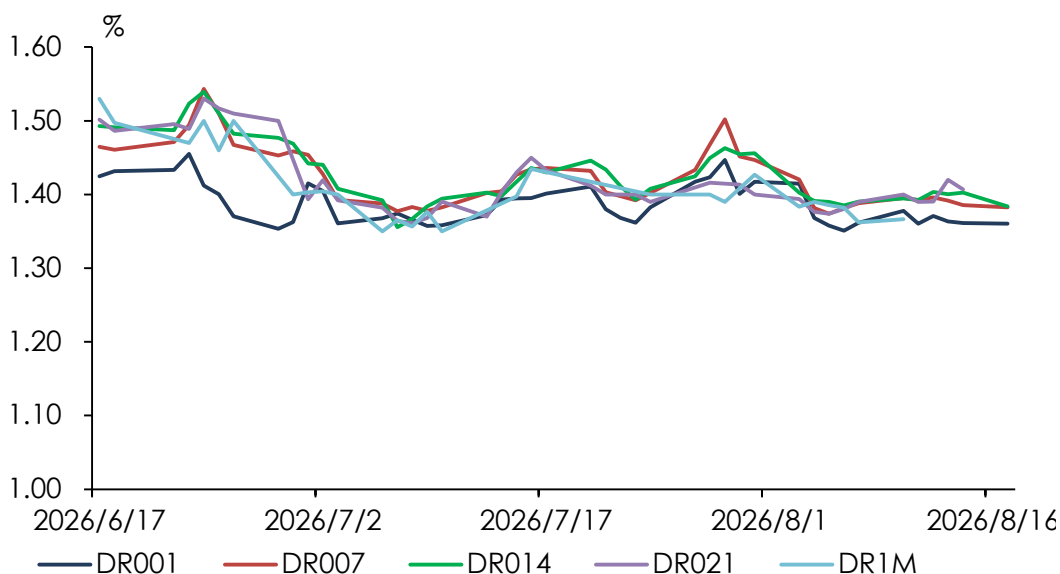
二、流动性及货币政策：央行月中开展隔夜逆回购，资金面保持均衡

（一）流动性回顾：央行首次月中开展隔夜逆回购，资金面保持均衡

8 月上半月，央行 7 天逆回购临近税期转为 0 投放，首次在月中开展隔夜逆回购操作，放量续作 3M 买断式逆回购，等量续作 6M 买断式逆回购，资金面保持均衡，隔夜资金利率中枢较上月同期变化不大，多数时间在政策利率之下 5bp 以内区间窄幅运行。

具体来看，8 月上半月除月中缴税期净投放外，其余，7 天逆回购合计净回笼 12420 亿元；隔夜逆回购合计净回笼 345 亿元；3M 买断式逆回购净投放 2000 亿元；国库现金回笼 1000 亿元；上半月央行公开市场操作合计净回笼 11765 亿元。短期资金方面，8 月上半月隔夜资金利率较上月同期变动不大，整体保持均衡，DR001 多在政策利率附近 5bp 以内区间窄幅运行。具体来看，DR001 均值为 1.37%，DR007 均值为 1.39%。本月资金价格较上月分别下行 2bp 和 3bp。

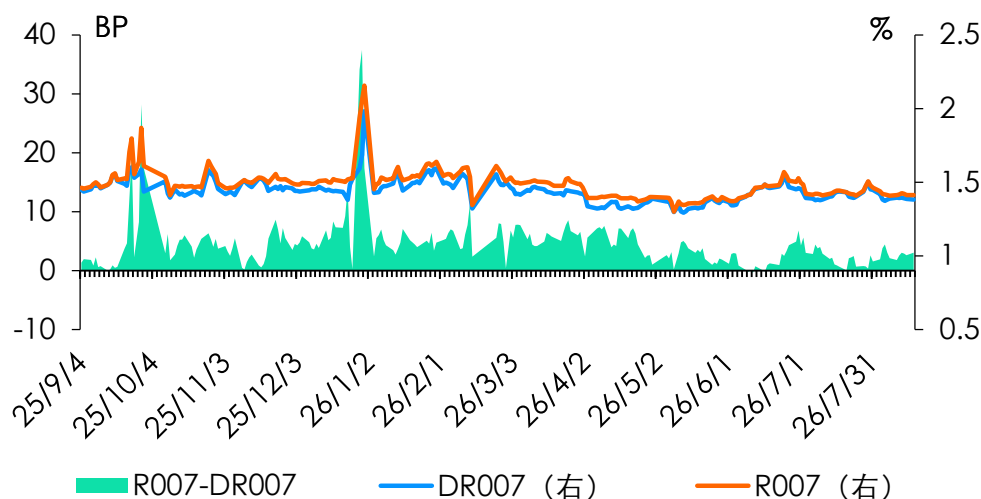
图表 22 隔夜资金利率保持平稳



8 月资金面保持均衡，大行资金融出多保持在 4 万亿左右的水平，较 7 月中和 7 月末 2.2 万亿的水平明显改善，整体看，大行融出量保持中性水平，机构流

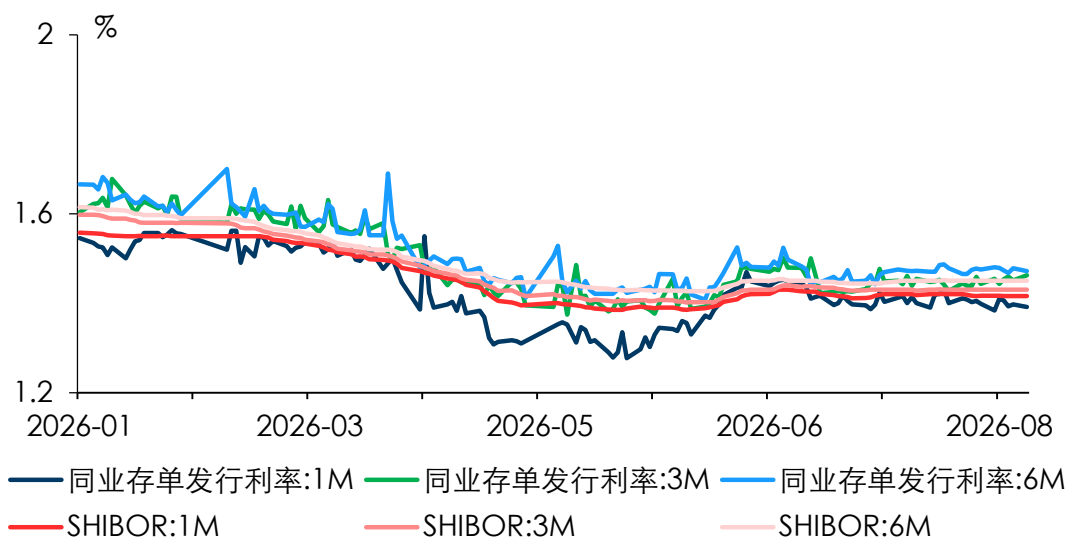
动性分层保持低位。8 月上半月，R007-DR007 的均值为 2.8bp，较 7 月同期均值 3.3bp 小幅减少。

图表 23 机构流动性分层保持低位



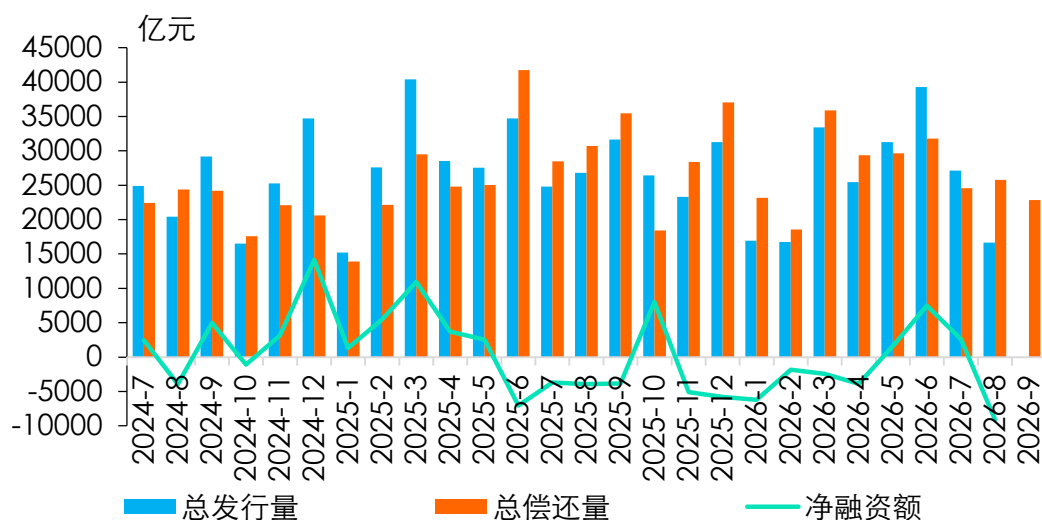
长期资金价格方面，同业存单发行利率和 Shibor 利率中枢较上月变化不大。具体来看，同业存单方面，至 8 月 17 日，同业存单各期限平均利率：1M 为 1.4%，3M 为 1.45%，6M 为 1.47%，分别较 7 月均值持平、上行 1bp 和上行 2bp；Shibor 方面，截至 8 月 17 日，各期限平均利率：1M 为 1.42%，3M 为 1.43%，6M 为 1.45%，较 7 月均值持平。

图表 24 长期资金价格中枢变化不大



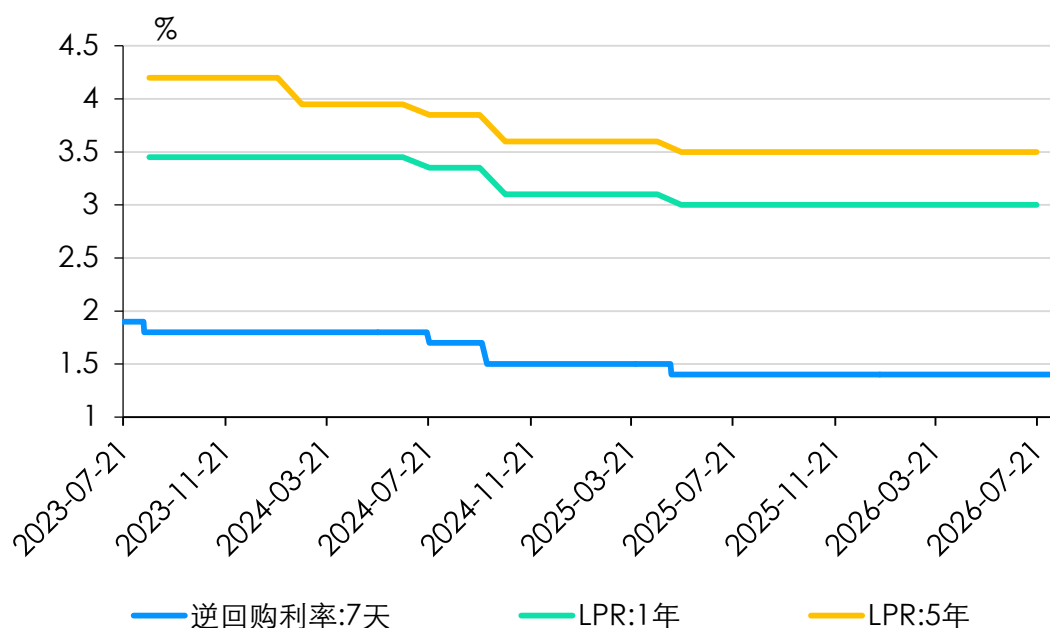
向后看，9 月同业存单偿还量在 2.3 万亿元左右，较 8 月偿还压力下降，到期量处于中性偏低水平。

图表 25 同业存单发行与到期情况（亿元）



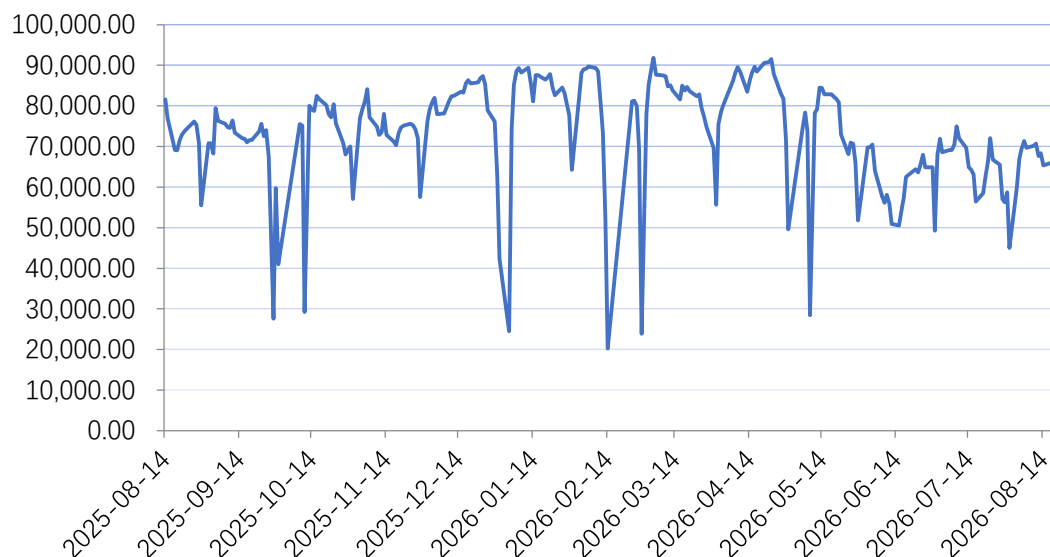
利率走廊方面，本月 7 天期逆回购操作利率为 1.4%，1 年 LPR 为 3%，5 年 LPR 为 3.5%，本月无变动。

图表 26 利率走廊变化 (%)



8 月上半月，银行间质押式回购日成交量均值为 6.8 万亿，较上月同期 7 万亿均值 6.9 万亿变化不大，处于近一年来中性水平。整体来看，大行融出多保持在 4 万亿左右，资金面处于均衡状态，机构加杠杆意愿变化不大。

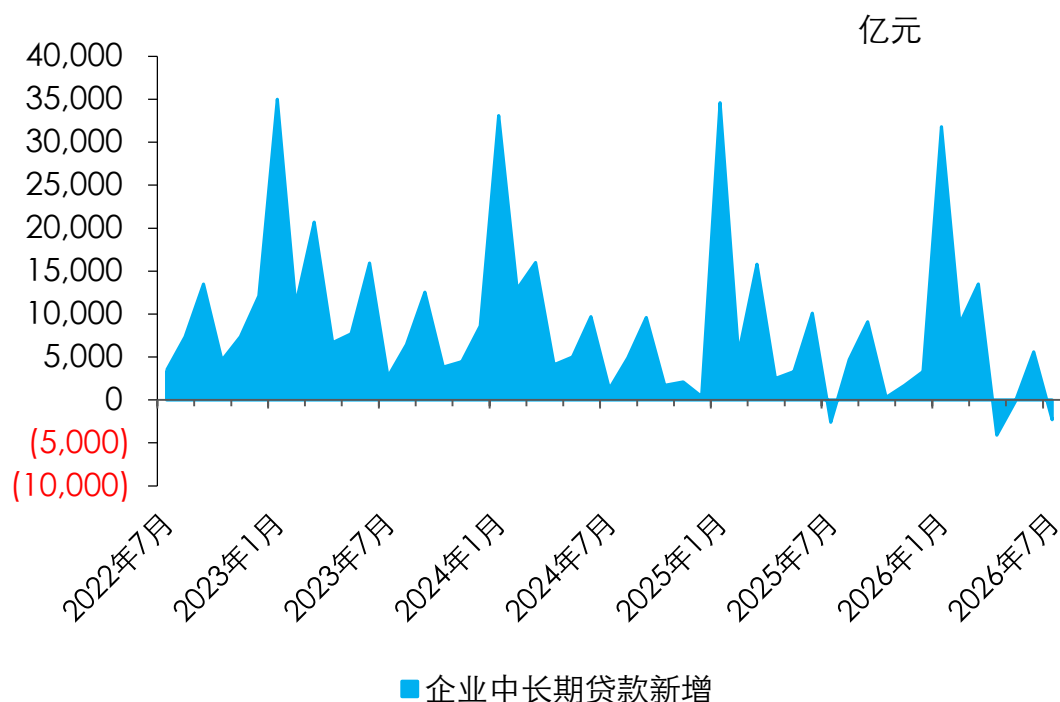
图表 27 银行间质押式回购日成交量（亿元）



（二）金融数据：贷款减少规模创新高，存款同比少增

7月新增信贷减少，居民和企业贷款均减少。居民端，短期贷款和中长期贷款减少，居民收入预期未发生根本变化，30大中城市商品房销售面积走势分化，三线仍下行，整体地产销售偏弱。向后看，8月住房销售同比继续分化，二三线城市同比减少较多，一线城市同比微幅增加，整体仍处于近年来偏弱水平，中长期贷款预计改善有限。企业端，短期和中长期贷款减少。7月PMI显示企业景气度回落，7月票据利率进一步下行至0.4%，随后在定价指导下回升至0.5%然后保持这个水平，显示信贷偏弱，票据冲量也较同期大幅减少。向后看，票据利率延续底线水平，化债、金融机构化险及经济结构转变等影响下，信贷预计延续降速提质。

图表 28 企业中长期贷款新增规模和占比（亿元，%）



图表 29 半年国股转贴现利率



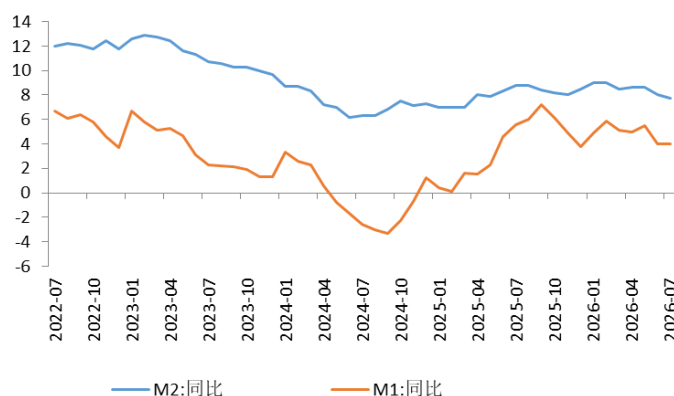
社融同比多增，主要受到企业债券、股票和政府债券同比多增影响，当月及年初至今企业债券、股票和政府债等直接融资增量已超过信贷增量。政府债融资规模同比多增显示地方债发行加速，后续政府债供给预计维持高位，继续支撑社融。

图表 30 社会融资规模各细项新增（亿元）

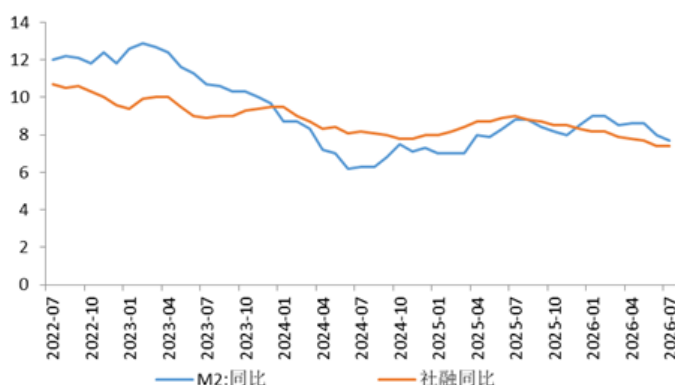
日期	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	承兑汇票	企业债券	股票	政府债券
2025年12月	22075	9804	-675	308	679	-1492	1541	559	6833
2026年1月	72185	49016	468	-192	-4	6293	5033	291	9764
2026年2月	23837	8458	-36	-181	310	-1755	1522	454	14014
2026年3月	52240	31522	420	-284	-173	1258	3910	428	11658
2026年4月	6238	-4006	184	-283	-129	-5284	4520	835	9041
2026年5月	20293	4965	117	-90	53	-685	1680	298	12236
2026年6月	33671	17650	455	243	-503	-1084	4012	628	7683
2026年7月	14017	-5896	85	-22	-226	-530	4536	1128	13176
2025年7月	11307	-4296	-87	-177	149	-1638	2748	505	12482

7 月 M2 同比增长 7.7%，较上月降低 0.3 个百分点。M1 同比增速 4%，前值 4%。7 月贷款同比少增，企业存款同比多减。M1 与 M2 剪刀差较上月缩小。社融增速较上月持平，仍处于历史低位水平。

图表 31 M2 及 M1 同比增速（%）



图表 32 M2 及社融同比增速（%）



(三) 下阶段流动性展望：宏观审慎与适度宽松并存，资金面维持均衡

8月以来，资金面保持均衡，DR001多在政策利率之下5bp以内窄幅区间运行，中长期资金利率基本持平上月，保持低位运行。央行首次在月中开展隔夜逆回购，7天逆回购0投放，对于买断式逆回购，3M放量续作，6M等量续作，维稳资金面。大行融出多保持在4万亿左右中性水平，质押式回购成交量均值在6.8万亿，处于年内中性水平。

货币政策方面，央行在二季度货政报告中特设专栏再次提示市场淡化对贷款的关注，社融和M2增速均高于名义GDP增速，信贷结构也在继续优化，央行认为货币金融环境是比较宽松的。另外，报告中对于经济形势的判断较为乐观，海外央行加息对金融市场的外溢效应也需要关注，因此，短期内货币政策持稳，同时预留政策空间以防后续金融市场大幅波动。向后看，流动性扰动因素主要包括9月政府债供给增加，跨月流动性需求较大；偏多因素主要是季末财政支出力度相对大，另外，8月票据利率保持低位，信贷预计偏弱，分流有限。整体看，汇率偏强，需求偏弱背景下，央行维护流动性平稳充裕态度延续，供给扰动或阶段性抬升资金中枢，但央行掌控力度增强，资金面预计维持均衡。

三、利率债策略：基本面利好延续，超长端期限利差持续压缩

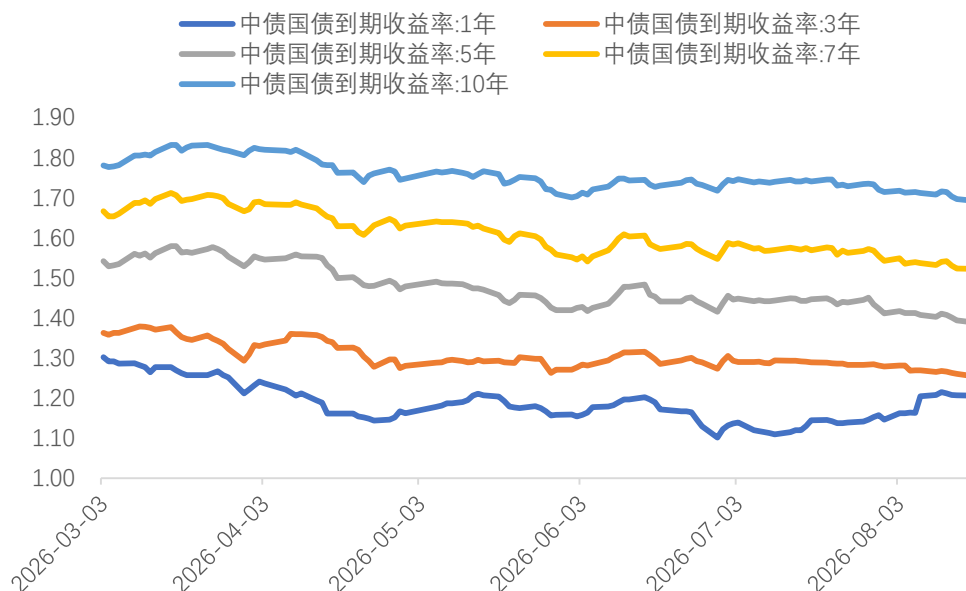
(一) 利率债走势回顾

1、收益率整体下行，超长端下行幅度较大

8月债市整体呈现长短端分化、长端震荡下行的格局。长端方面，10年期国债收益率围绕1.70%关键关口反复拉锯。30年期国债收益率同步走低至2.160%，处于年内低位水平。短端方面，1年期国债利率同期从1.14%上行6bp至1.21%。1年期、2年期国债收益率较7月初均有所上行。收益率曲线整体呈现牛平特征。

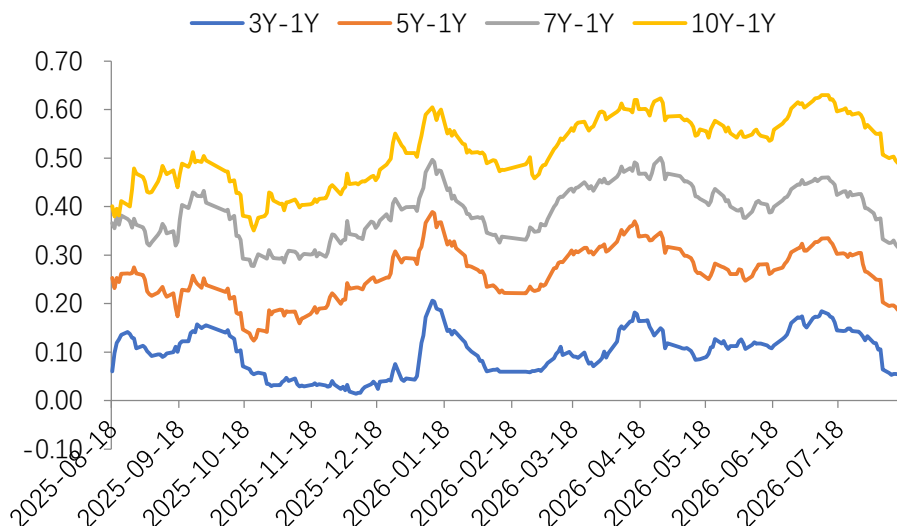
截至 8 月 17 日，10Y 国债在 1.69% 左右，10Y 国开在 1.75% 左右。

图表 33 国债收益率走势 (%)



从曲线形态来看，8 月以来期限利差缩窄，收益率曲线平坦化。30 年下行幅度较大，（30Y-10Y）利差有所压缩，但 30Y 尚未下行至 2025 年低点。

图表 34 国债期限利差走势 (%)



目前利率债收益率所处的分位数小幅下降。10Y 国债和 10Y 国开债分别处于 21.7%、0% 的分位数。其中国债关键期限所处的分位数分别为 5.2%、27.8%、20.8%、14.7%、21.7%。国开债关键期限所处的分位数分别为 61.7%、27.8%、0%、0%、0%。

图表 35 国债关键期限分位数

2026/8/17	期限(国债)					
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年	30 年
当前水平	1.12	1.29	1.45	1.57	1.74	2.26
历史均值	1.76	1.99	2.15	2.31	2.36	2.72
当前-均值	-0.64	-0.70	-0.71	-0.74	-0.62	-0.47
分位数 (十年期)	5.2%	27.8%	20.8%	14.7%	21.7%	53.9%

图表 36 国开债关键期限分位数

2026/8/17	期限 (国开债)					
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年	20 年
当前水平	1.42	1.48	1.53	1.64	1.75	2.18
历史均值	2.55	2.87	3.02	3.21	3.21	3.59
当前-均值	-1.13	-1.39	-1.50	-1.57	-1.46	-1.41
分位数 (十年期)	61.7%	27.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%

从期限利差来看，国债期限利差分位数处于 10%~25%左右，10 年期较陡；国开债期限利差分位数处于 5%~15%左右，10 年期较陡。

图表 37 国债期限利差

国债期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.05	0.18	0.32	0.49
历史均值	0.23	0.39	0.54	0.59
当前-均值	-0.18	-0.20	-0.23	-0.11
历史分位数 (十年期)	10.40%	11.70%	14.40%	26.10%

图表 38 国开债期限利差

国开期限利差	3Y-1Y	5Y-1Y	7Y-1Y	10Y-1Y
当前水平	0.06	0.11	0.22	0.33
历史均值	0.32	0.47	0.66	0.66
当前-均值	-0.25	-0.36	-0.44	-0.33
历史分位数 (十年期)	5.30%	7.50%	5.00%	14.90%

2、隐含税率有所上行

8 月以来，政金债的下行幅度小于国债，隐含税率有所上行。具体来看，目前各关键期限的隐含税率分别为 14.7%、15.3%、9.0%、7.2%、3.4%，所处的历史分位数分别为 59.8%、57.6%、24.9%、16.2%、7.1%，7Y 及以下隐含税率有所上升，配置价值优于国债。

图表 39 国开债隐含税率分位数

2026/8/17	期限				
关键期限	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
当前水平	14.9%	15.3%	9.0%	7.2%	3.4%
历史均值	0.13	0.14	0.13	0.13	0.12
当前-均值	0.02	0.01	-0.04	-0.06	-0.08
分位数（十年期）	59.8%	57.6%	24.9%	16.2%	7.1%

（二）利率债影响因素分析

8 月以来，收益率整体下行，主要原因一是经济基本面偏弱。7 月制造业 PMI 回落至 49.2%，较上月下行 1.1 个百分点，重回荣枯线以下。二是货币宽松预期升温。7 月 30 日政治局会议强调“综合运用并适时调整货币政策工具”，央行下半年工作会议延续适度宽松基调。市场对稳增长政策加码、货币宽松落地预期升温。三是供给冲击弱于预期，机构配置需求较强。

1、经济基本面：供需同步回落，基本面利多延续

7 月经济数据显示供需两端同步下行。其中需求端投资、消费增速继续下行，低于市场预期。投资中地产处于低位，基建投资转为负，制造业投资继续分化；消费受地产相关及价格下跌拖累，再度回落。生产端有所放缓，主要受 7 月高温台风等天气以及需求较为疲弱拖累。对于债券市场，经济数据显示基本面利多延续，数据发布后收益率小幅下行。

2、通胀：CPI 和 PPI 低于预期，对债市利多

2026 年 7 月，中国通胀数据全面回落且低于市场预期：CPI 同比上涨 0.5%，较前值 1.0% 大幅回落，为今年 2 月以来首次降至 1% 以下；PPI 同比上涨 3.5%，亦低于前值 4.1%。CPI 走弱的核心原因是国际油价回落导致国内汽油价格环比下降。PPI 方面，油价下行同样是最大拖累，石油开采及冶炼合计影响 PPI 环比下降约 0.65 个百分点；但 AI 产业链持续涨价、煤炭价格仍有支撑，对 PPI 形成一定对冲。展望后市，随着美伊局势缓和，外部输入性通胀影响消退将成为下半年

主基调；猪肉产能去化效果逐步显现，猪价对 CPI 的拖累有望减轻；AI 涨价扩散效应及财政支出提速下基建需求对传统大宗商品的支撑，将是 PPI 的主要关注点。整体来看，通胀压力温和可控，物价更多取决于内需复苏节奏，通胀对于债券市场较为有利。

3、广义流动性：贷款需求偏弱，债券融资多增

7 月社融新增 1.4 万亿，同比多增 2710 亿，累计同比增速维持在 7.4%。从细项来看，除债券、地方债、股票以及未贴现票据同比多增之外，其余多数同比少增。7 月贷款减少 3400 亿，同比多减 2900 亿，债券新增 4536 亿，同比多增 1788 亿，地方债新增 1.32 万亿，同比多增 694 亿元。从贷款新增结构来看，居民贷款减少 4603 亿元，同比多增 290 亿元。企业贷款减少 1300 亿，同比少增 1900 亿。总体而言，7 月社融数据显示贷款需求继续走弱，整体规模出现下降，而债券、股票等直接融资规模同比多增。从存款端来看，M1 增速保持稳定，与前值持平在 4.0%，M2 增速从 8.0%下降至 7.7%。

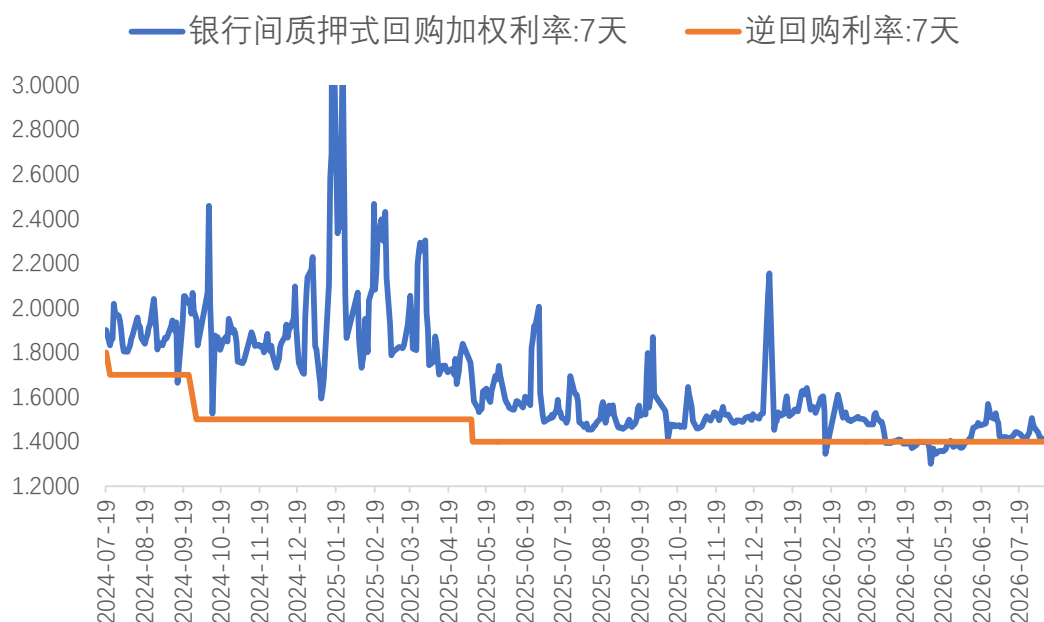
图表 40 社融及贷款新增（亿元）

社融及贷款新增	社融新增	债券	地方债	股票	未贴现票据	贷款	居民贷款	企业贷款
2026 年 7 月	14017	4536	13176	1128	-530	-3400	-4603	-1300
2025 年 7 月	11307	2748	12482	505	-1638	-500	-4893	600
同比变动	2710	1788	694	623	1108	-2900	290	-1900

4、狭义流动性：隔夜逆回购占比增大

2026 年 8 月上半月，银行间资金面整体均衡偏松，资金利率围绕政策利率平稳运行。月初资金面向宽，DR001、DR007 等主要市场利率下行并运行在 1.4% 政策利率下方。央行操作呈现隔夜逆回购逐渐取代 7 天逆回购的特征：7 天期逆回购连续多日“零操作”，但 14 日及 17-19 日开展隔夜逆回购操作，单日上限 6000 亿元。此外买断式逆回购超额续作，8 月 5 日开展 5000 亿元 3 个月期买断式逆回购（净投放 2000 亿元），8 月 14 日开展 10000 亿元 6 个月期买断式逆回购（等额续作）。1Y 同业存单发行利率维持在 1.48% 附近，略高于 7 月。

图表 41 银行间 7 天质押式回购利率 (%)



图表 42 1Y AAA 同业存单利率 (%)

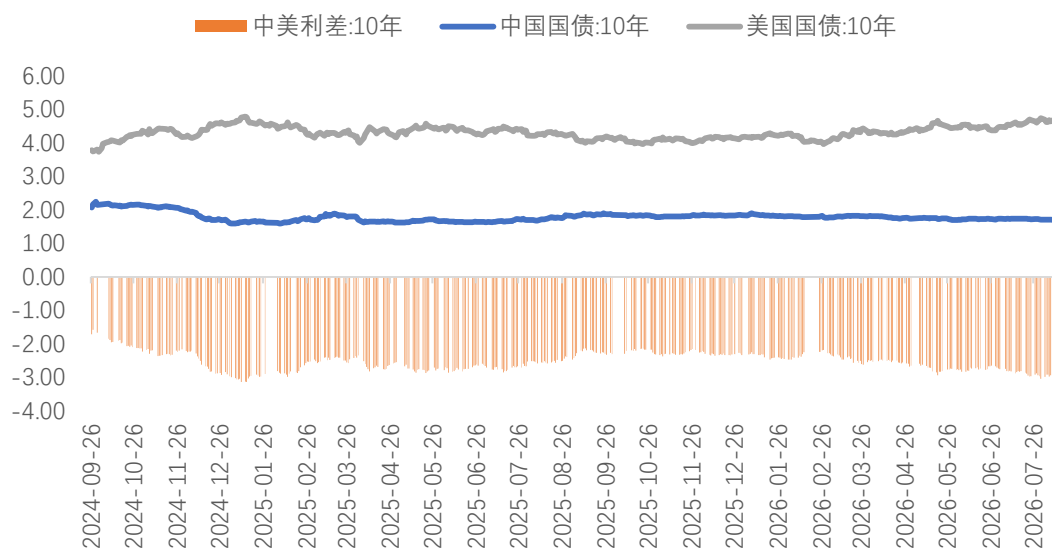


5、中美利差：倒挂幅度维持高位，人民币汇率继续升值

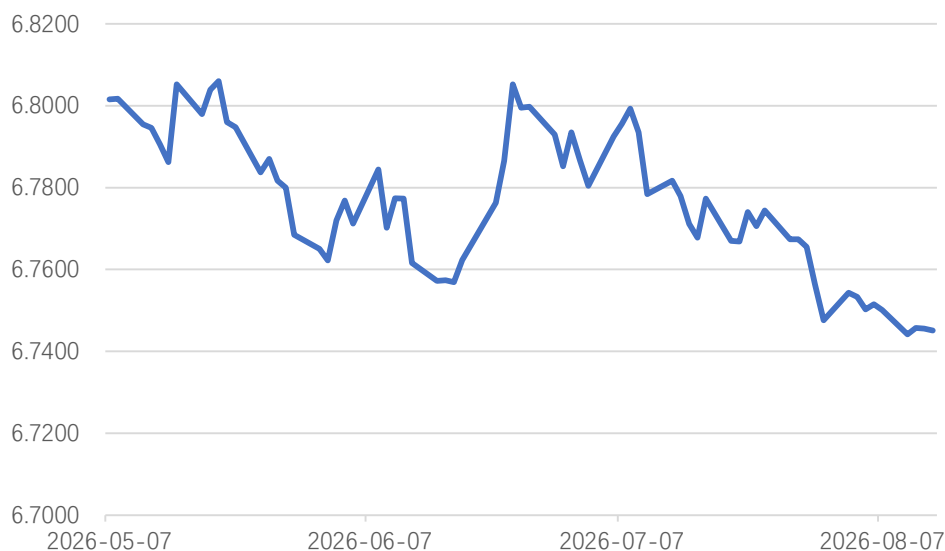
2026 年 8 月，中美 10 年期国债利差维持在约 290BP 的历史极宽水平。走势上呈现“中债向下、美债向上”的分化格局。中债受 PMI 重回荣枯线以下、货币宽松预期升温及央行买债释放积极信号等驱动，10 年期收益率于 8 月 12 日跌破 1.7% 关口至 1.694%；美债则因油价反弹引发通胀担忧、财政赤字高企等，10 年期收益率升至 4.7% 附近。展望后市，短期内利差仍将维持高位震荡格局。

尽管中美利差倒挂幅度处于高位，但人民币延续升值趋势。8月以来，7月美国非农就业意外减少2.3万人导致加息预期降温，美元指数走弱，人民币兑美元从6.77升值至6.74附近。展望后市，预计人民币将在双向波动中维持偏强运行，8月围绕6.75附近平稳波动。

图表 43 中美利差走势（10Y，%）



图表 44 美元兑人民币即期汇率

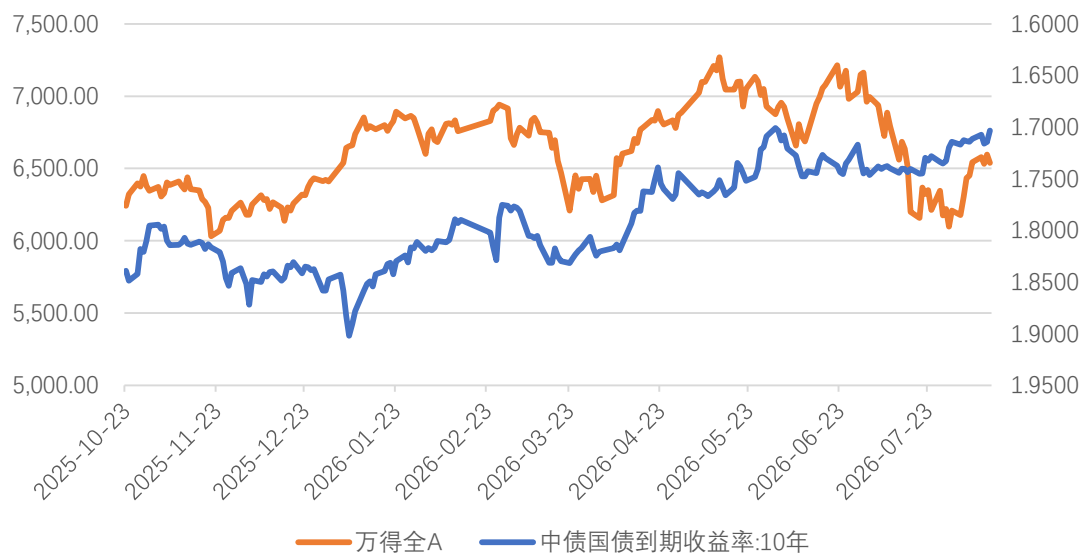


6、股债比价：股票市场修复，股债同步上涨

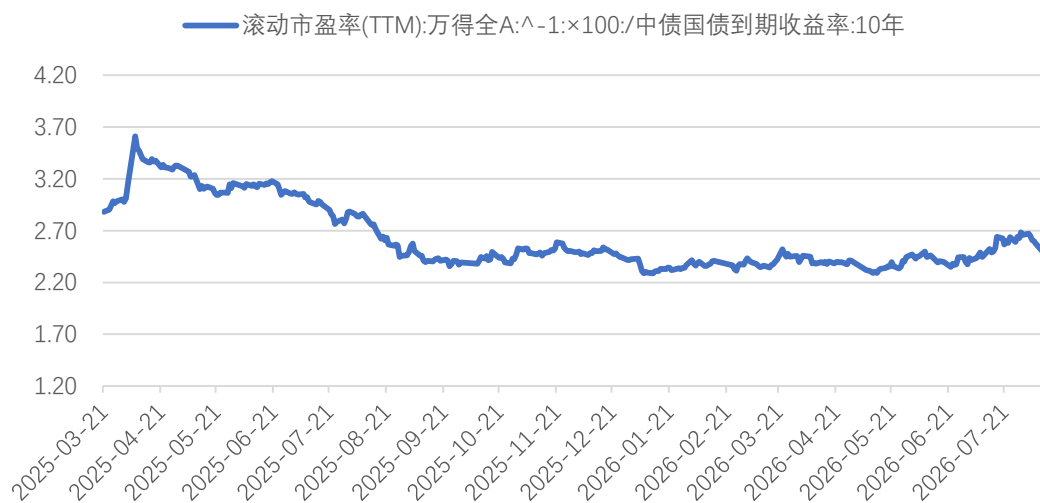
8月以来，股票市场有所修复，债券市场与股票市场再次同涨同跌。从股债比价来看，股市调整后配置价值有所上升带动股市上涨，截至8月13日，股债

比价从 7 月的 2.67 附近下降至 2.54，处于近十年历史分位数 65.9%。

图表 45 股债市场走势



图表 46 股债比价走势



7、债券供需：供给压力或上升

从国债和地方债发行进度来看，截止 8 月 14 日，按照全年新增 12.39 万亿政府债券测算，国债新增规模占全年新增规模的 48%，地方债新增规模占全年新增的 79.3%。政府债券合计新增占全年规模的 63.1%，进度仍然相对较慢。关注后续 9 月供给压力。

图表 47 国债、地方债发行进度

债券类型	预计 2026 年新增额度（赤字 5.95 万亿、4.5 万亿专项债、1.8 万亿特别国债测算）	累计净增规模	剩余新增规模	发行进度
国债	64400	30982	33418	48.1%
地方债	59500	47161	12339	79.3%
合计	123900	78143	45757	63.1%

（三）利率债策略：利多延续，关注供给及新政策出台

8月以来，债券收益率整体下行，且超长端下行幅度更大。从基本面来看，出口仍然保持韧性，但内需持续回落，投资和消费均低于市场预期，基本面对债市的利好延续。从货币政策来看，资金面维持在宽松状态，资金利率围绕政策利率波动，短期内在出口支撑下，货币政策继续放松的可能性也较小。从供给角度来看，7~8月利率债供给并未形成较大冲击，关注9月国债及地方债发行是否会加速。对于债券市场，基本面及资金面利好延续的背景下，持仓可继续持有；但利率下行至年内低点，需关注止盈压力、后续供给可能上升，以及内需持续下行背景下新政策出台的可能性。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为南京银行资金运营中心金融市场研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。