

超长端机会仍存，关注三季度供给冲击

【主要观点】

2026 年 7 月债市行情呈现明显的两段式走势。月初受季末流动性收紧、海外美联储紧缩预期升温影响，债市持续承压回调，震荡中枢整体下移。月中市场流动性小幅收敛，DR001 持续在 1.4% 附近窄幅波动，债市进入窄幅盘整阶段，静待政策与消息面催化，权益市场波动也未对债市形成明显避险提振。月末市场迎来关键突破，多地城农商行下调存款利率，引发市场降息预期升温，叠加 7 月政治局会议宽松政策信号、海外议息预期等多重利好共振，债市彻底打破震荡格局，重启上行通道。超长端国债表现尤为亮眼，30 年期主力合约突破 250 日均线，创下 2025 年 11 月以来新高。资金层面，私募、宏观及固收交易盘集中增配债券，叠加科技板块波动引发的大类资产调仓，多头提前布局 12 月合约、规避移仓损耗，推动跨期价差大幅收窄，同时 DR001 回落至 1.4% 下方，流动性环境进一步友好。

后市来看，偏弱的经济基本面对债市形成持续支撑，政策宽松预期延续，超长端利率债估值具备较强韧性。但需警惕 8 月政府债集中供给带来的阶段性冲击。央行“收短放长”的精准调控思路持续落地，中长期流动性足额投放，有效对冲债券缴款压力，使得长端 T、TL 合约表现显著优于中短端 TS、TF 合约。当前市场利率曲线延续平坦化趋势，10 年期国债收益率大概率维持 1.7%-1.8% 区间震荡，30Y-10Y 期限利差回落至 47bp 左右仍有下行空间，后续需重点把握利率平坦化行情机会，同时警惕三季度政府债放量带来的阶段性扰动。

投资咨询业务资格：

京证监许可【2012】76
号

霍柔安

电话：010-84555194

邮箱

huorouan@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03129173

投资咨询资格号

Z0020307

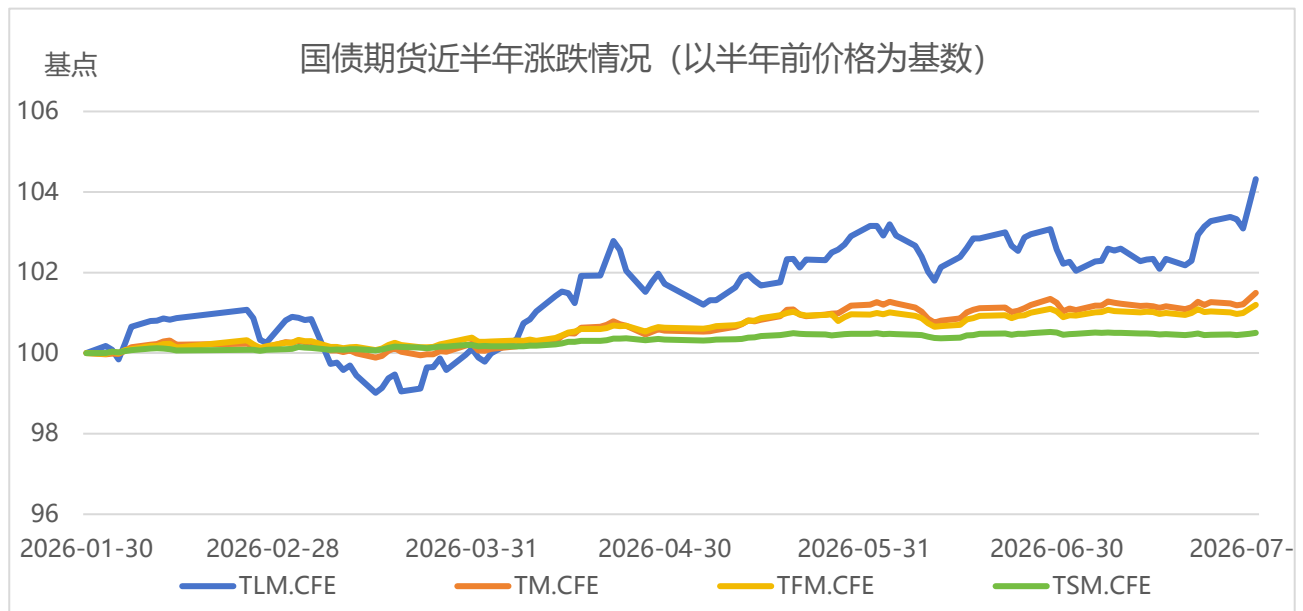
【目录】

一、行情回顾.....	1
二、国债期货市场行情.....	1
三、国债期货指标.....	5
四、宏观经济展望与政策跟踪.....	8
五、资金面情况	14
六、后市展望	18

一、 行情回顾

7 月债市行情分为上下两个阶段，月初由于季末资金面、流动性偏紧，以及海外美联储紧缩预期等因素的影响，债市连续受压回调，震荡中枢下移，随后的半个月中，流动性轻微收敛，债市保持偏强窄幅震荡格局，盘整等待消息面或政策面的进一步催化，DR001 在 1.4%附近小幅震荡。进入下半月之后，权益市场波动加大，但前期股市的调整并没有明显推升债市的做多情绪。临近月末受消息面影响，浙江省城农商行下调存款利率引发市场对于后续更大范围存款利率调降预期，叠加政治局会议、美联储议息会议预期等综合作用下，债市向上突破，30 年期国债独立走强创下 2025 年 11 月以来的高点，日度 k 线突破 250 日均线，与此同时，在消息面的催化之下，私募、宏观、固收交易资金也称为核心推升力量，科技板块波动抬升驱动大类资产调仓增配债券，部分资金为了规避集中移仓损耗直接布局 12 月合约，多头提前移仓，跨期价差大幅收窄，而 DR001 也重回 1.4%以下，至此债市打破了前期偏强震荡的格局，再次开启上行通道。

图 1. 国债期货近半年涨跌情况

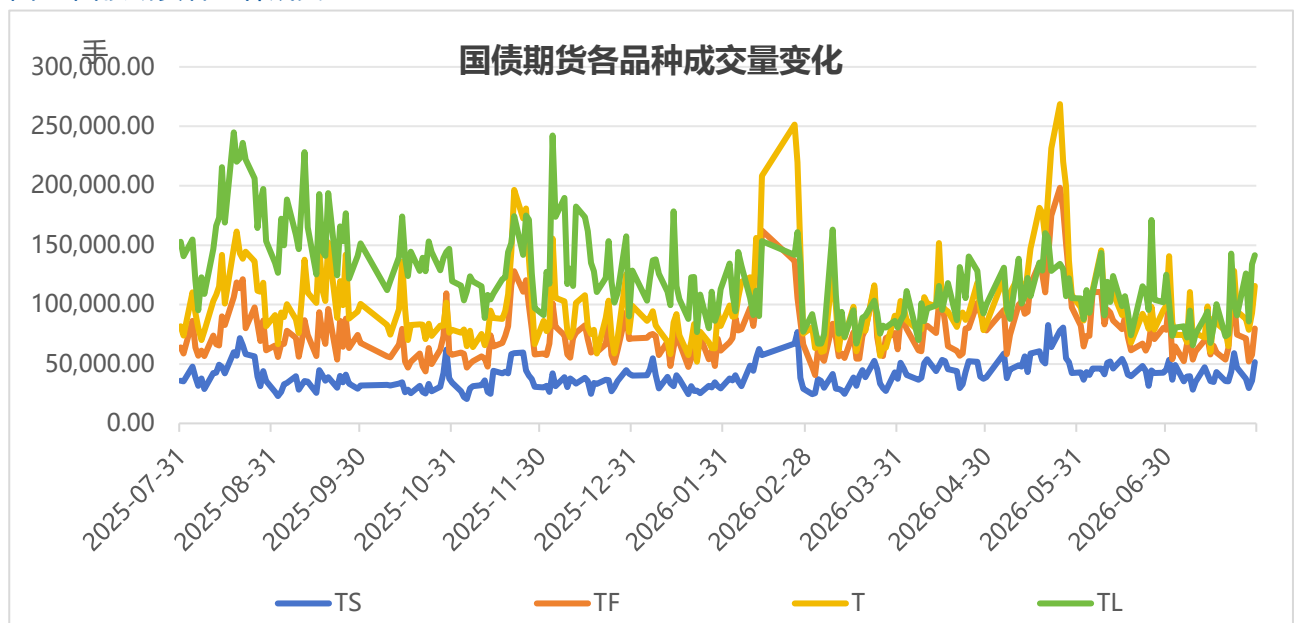


数据来源：Choice、国元期货

二、 国债期货市场行情

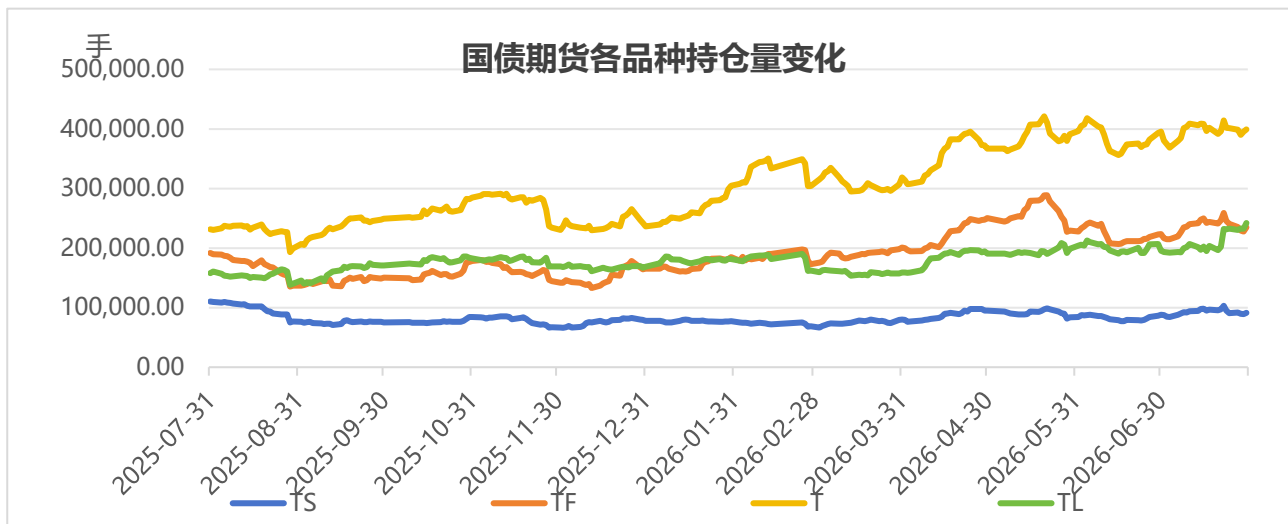
截至 7 月 31 日，成交量方面，7 月各期限国债期货日均成交量环比普遍回落。30 年期国债期货 7 月日均成交 93,694 手，较 6 月减少 15,153 手 10 年期国债期货 7 月日均成交 89,690 手，较 6 月减少 8,605 手 5 年期国债期货 7 月日均成交 68,511 手，较 6 月减少 11,754 手 2 年期国债期货 7 月日均成交 41,285 手，较 6 月减少 2,980 手。持仓量方面，7 月全期限国债期货持仓规模环比全线抬升。30 年期国债期货月末持仓 242,484 手，较 6 月增加 46,775 手 10 年期国债期货月末持仓 413,704 手，较 6 月增加 18,088 手 5 年期国债期货月末持仓 243,821 手，较 6 月增加 20,604 手 2 年期国债期货月末持仓 95,205 手，较 6 月增加 6,943 手。临近月末，TL 出现明显增仓，成交也明显放量，市场做多情绪出现明显升温。权益资产波动的抬升驱动金融机构纷纷增配债券，与此同时，部分资金为规避集中移仓损耗选择提前移仓布局 12 月合约。而中短期限合约持仓量并没有同步上行，可能与前期做陡曲线头寸离场有关。

图 2. 国债期货各品种成交量



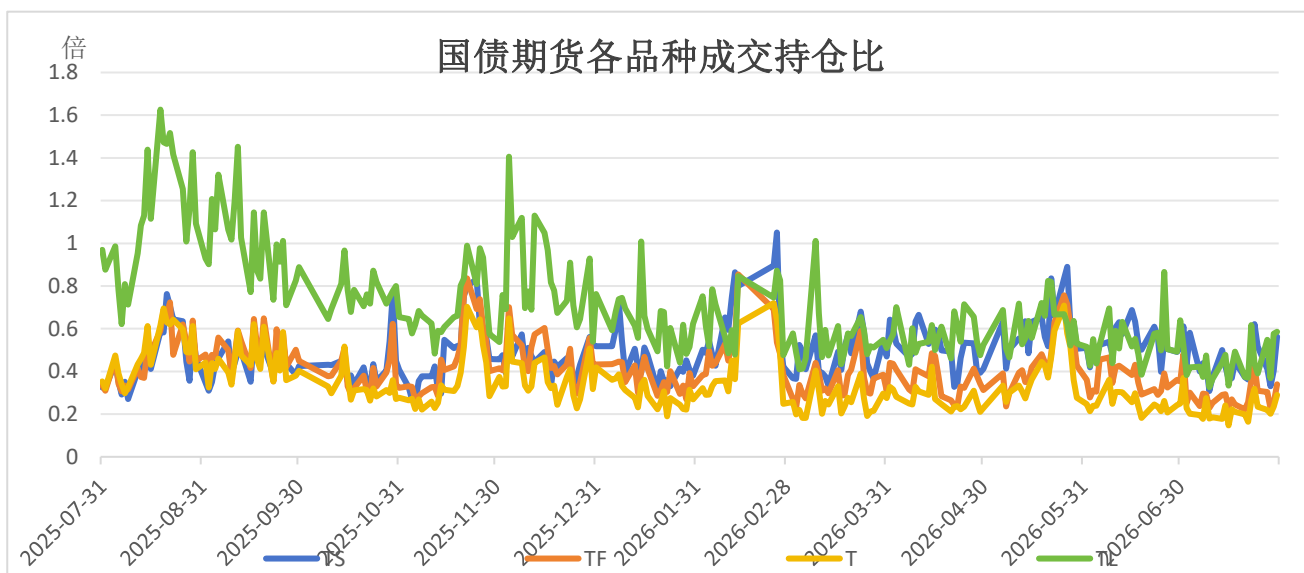
数据来源：Choice、国元期货

图 3. 国债期货各品种持仓量



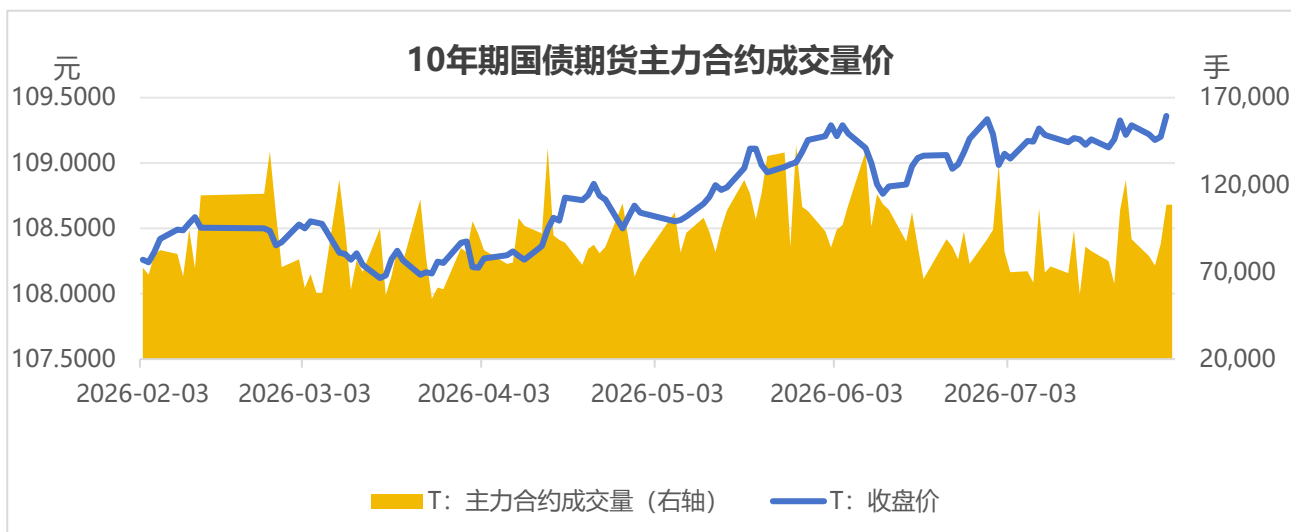
数据来源：Choice、国元期货

图 4. 国债期货各品种成交持仓比



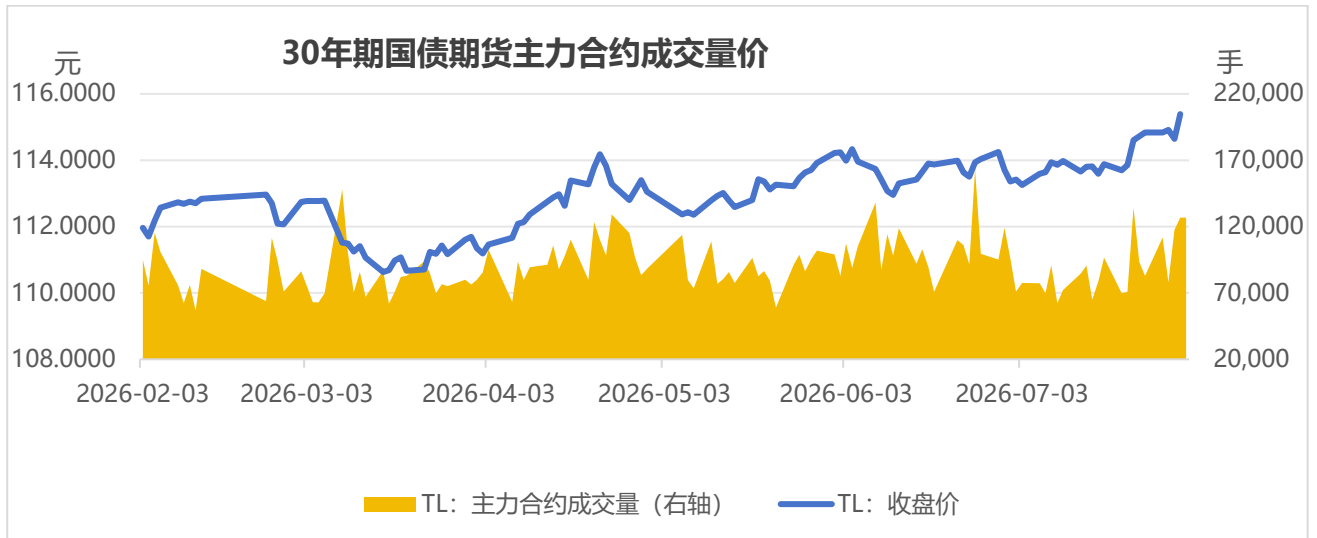
数据来源：Choice、国元期货

图 5. 10 年期国债期货主力合约成交量价



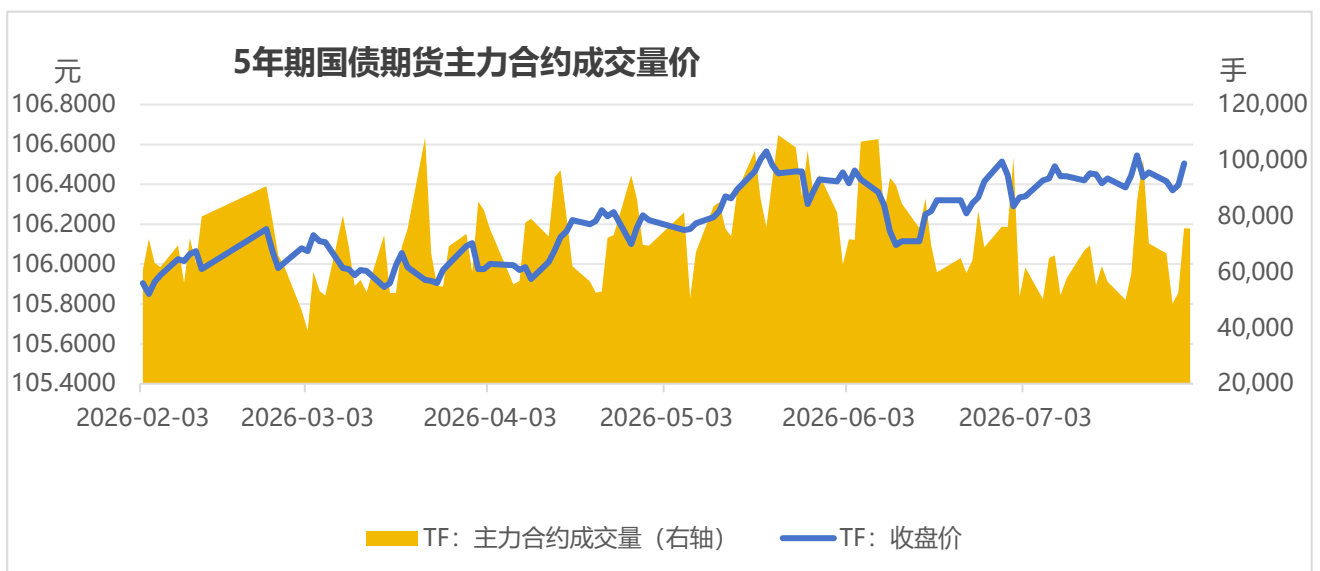
数据来源：Choice、国元期货

图 6. 30 年期国债期货主力合约成交量价



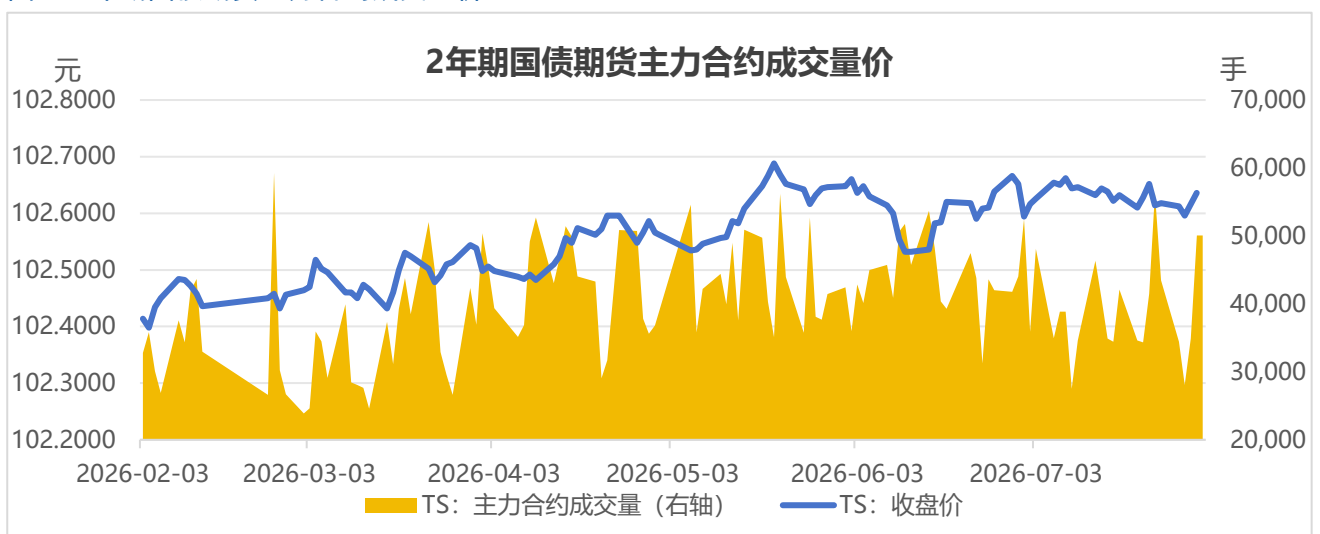
数据来源: Choice、国元期货

图 7. 5 年期国债期货主力合约成交量价



数据来源: Choice、国元期货

图 8. 2 年期国债期货主力合约成交量价

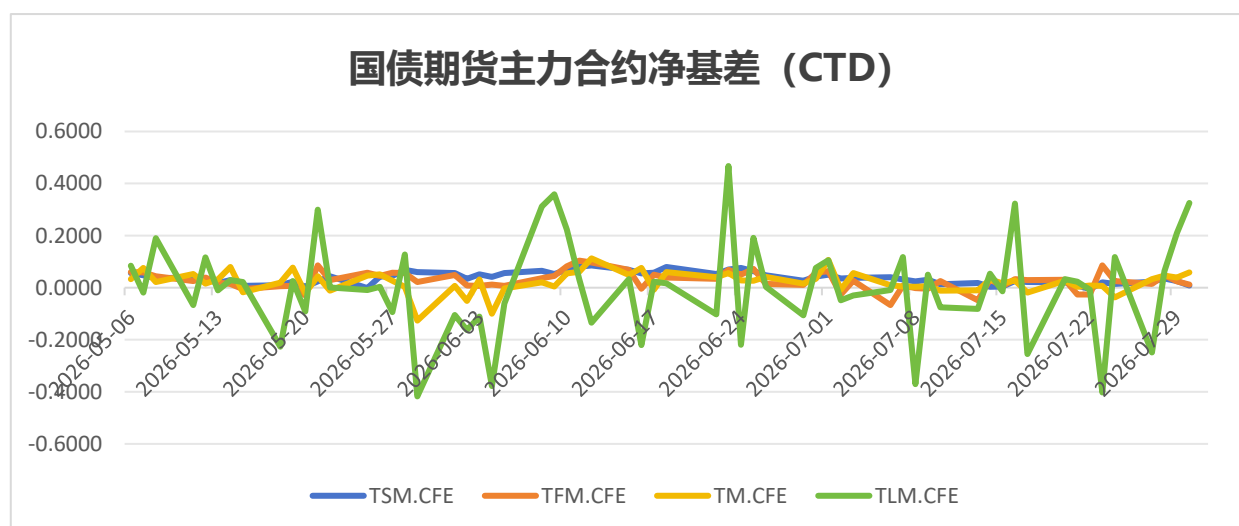


数据来源: Choice、国元期货

三、 国债期货指标

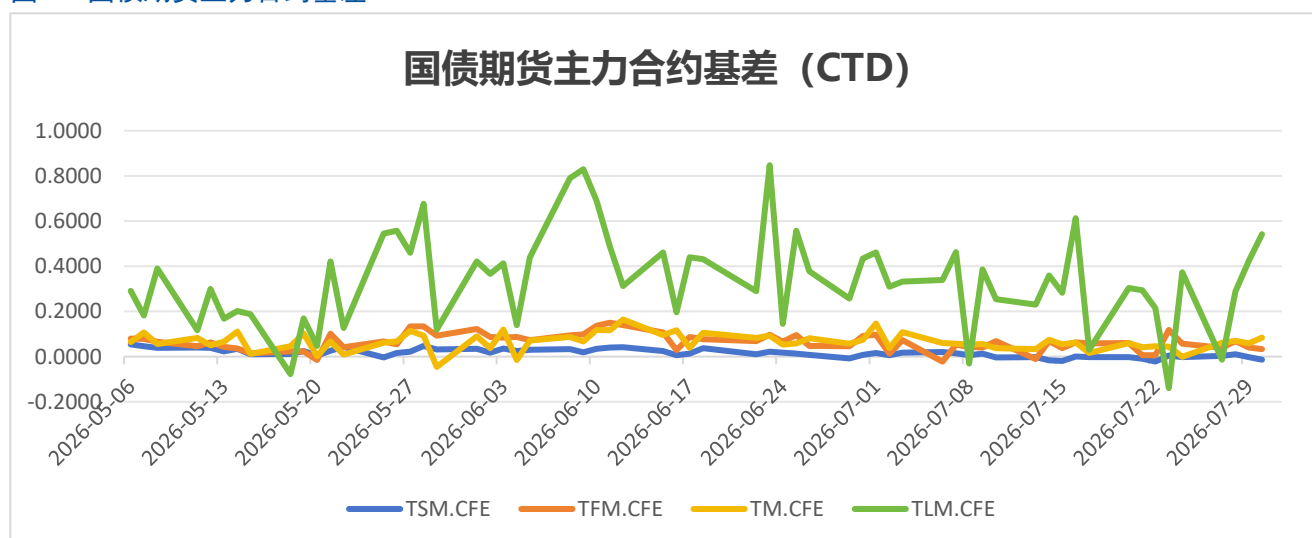
2026 年 7 月，2 年期、5 年期、10 年期及 30 年期国债期货基差整体维持震荡格局，利率期限结构有走平的趋势。30 年期国债跨期价差出现明显收窄，一方面与保险机构可配置需求上升有关，一方面由于市场对后续绝对活跃券尚未形成一致预期有关。主力合约 CTD 对应 IRR 分别为 1.34%、1.48%、1.38%、0.29%，除 TL 之外，其余合约 IRR 均较 7 月底出现不同程度上行，TL 合约 IRR 振幅相对较大。跨品种价差方面当前 30Y-10Y 录得 47.19bp，机构行为推动之下震荡中枢较前期出现明显回落。

图 9. 国债期货主力合约净基差



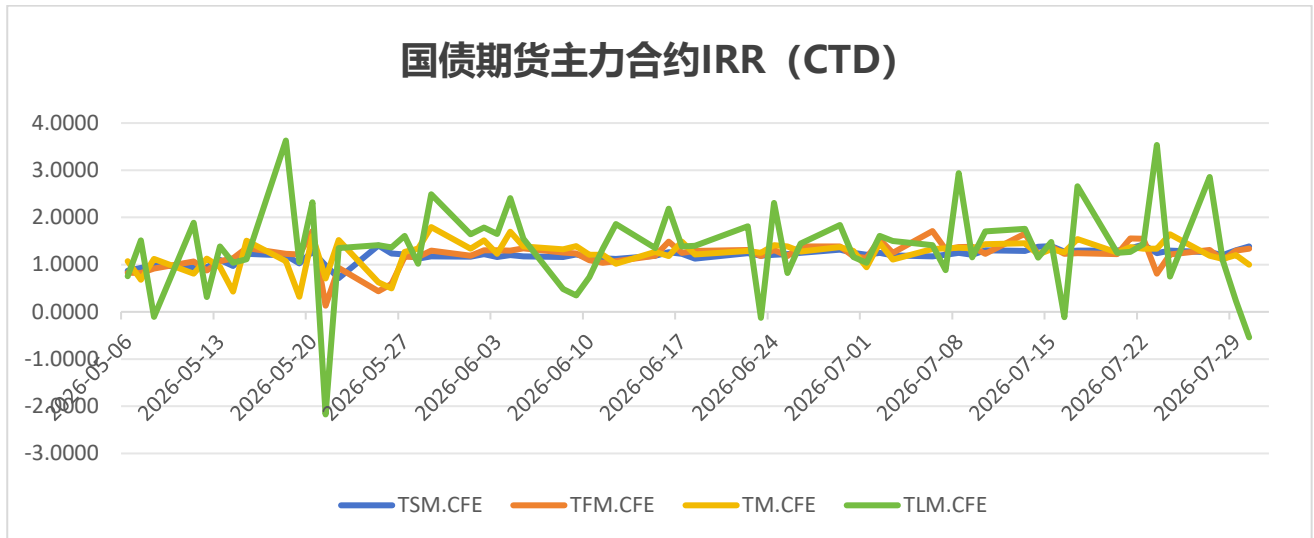
数据来源：Choice、国元期货

图 10. 国债期货主力合约基差



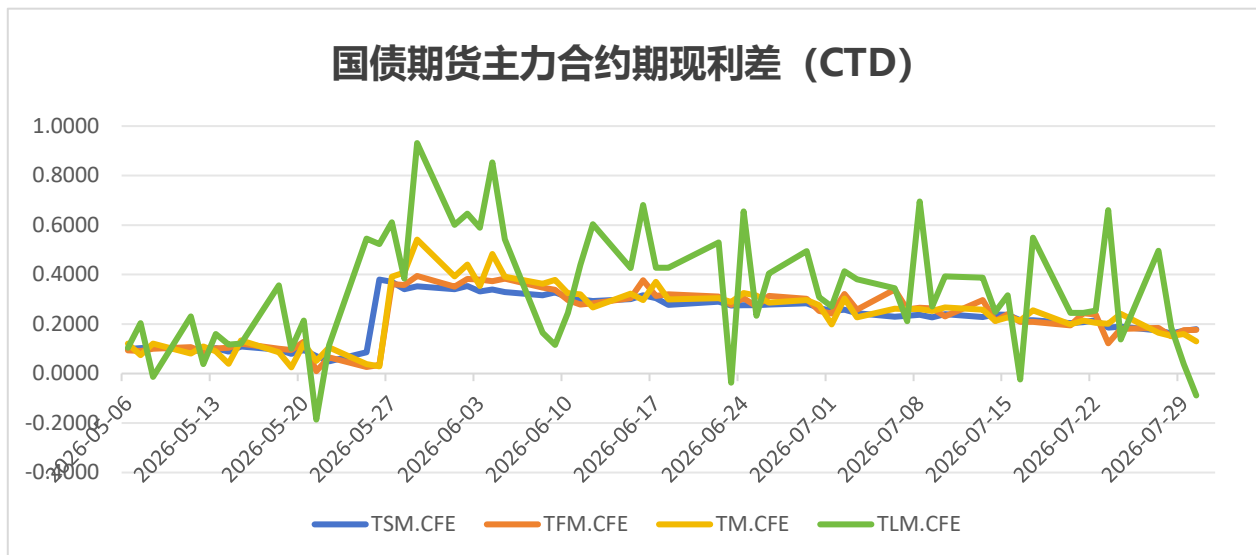
数据来源：Choice、国元期货

图 11. 国债期货主力合约 IRR



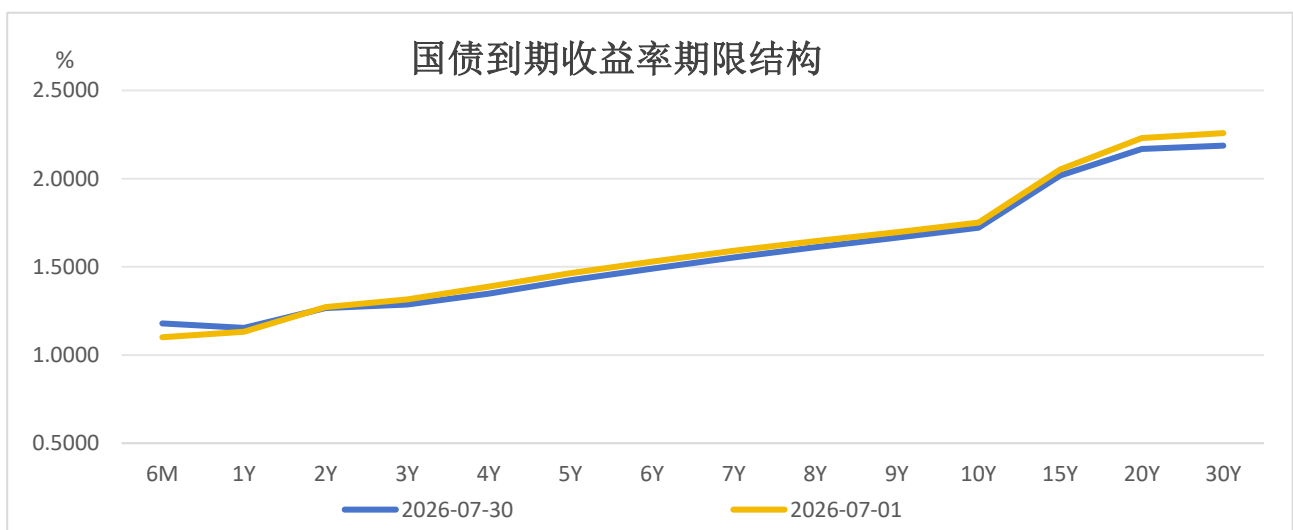
数据来源：Choice、国元期货

图 12. 国债期货主力合约期现利差



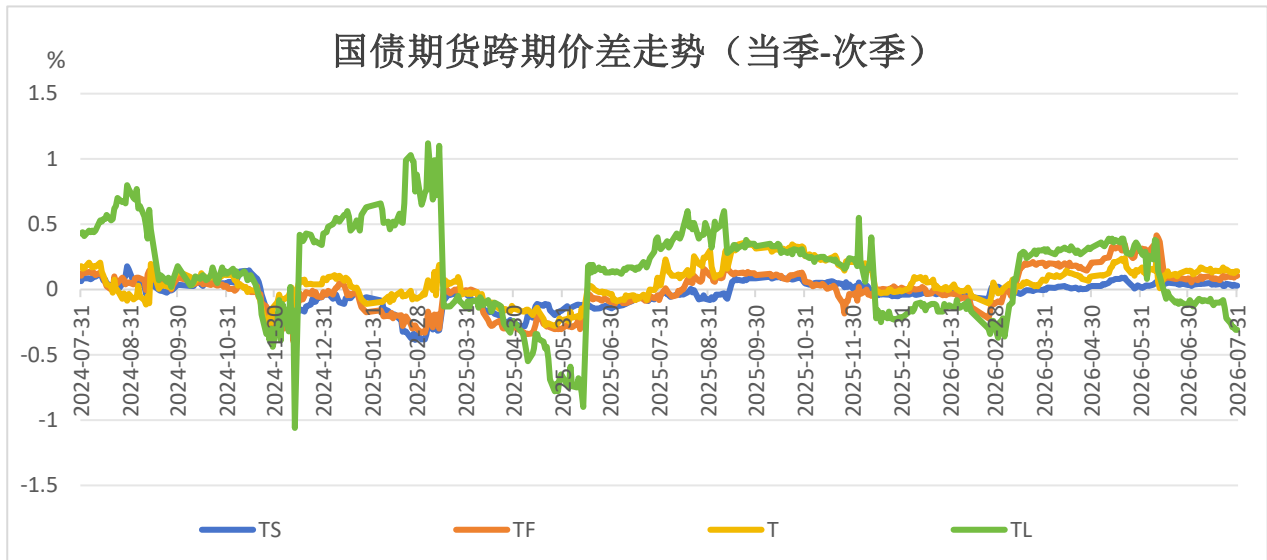
数据来源：Choice、国元期货

图 13. 国债到期收益率期限结构



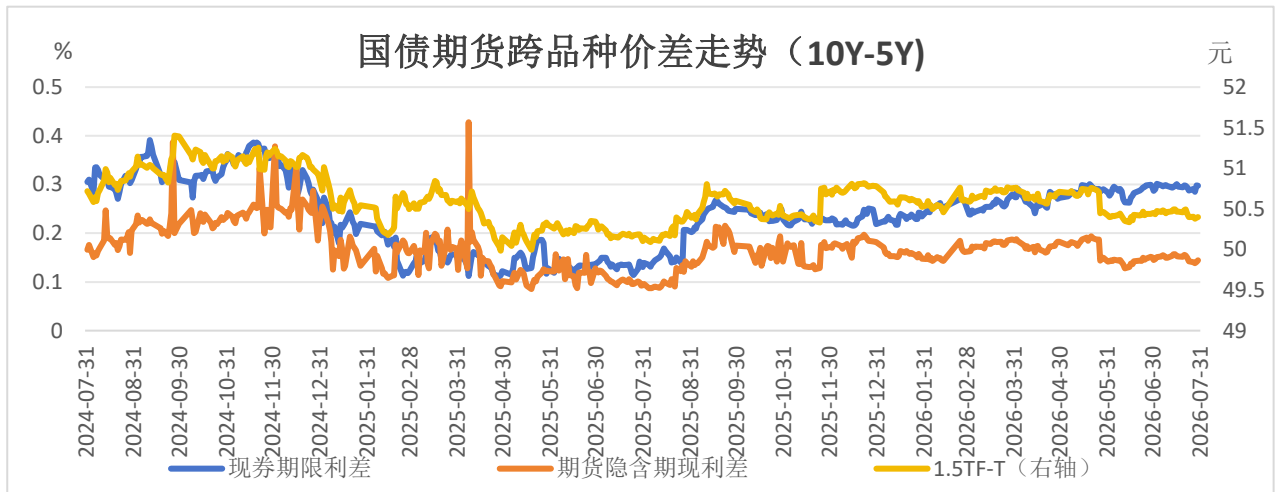
数据来源：Choice、国元期货

图 14. 国债期货跨期价差走势



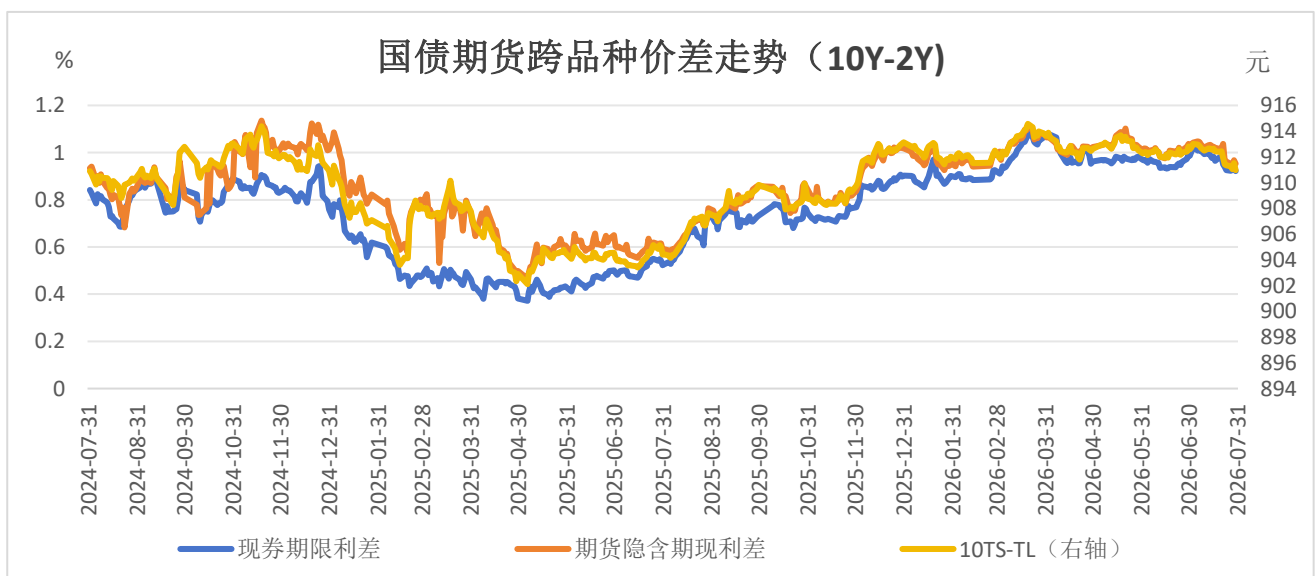
数据来源：Choice、国元期货

图 15. 国债期货 10 年期-5 年期跨品种价差走势



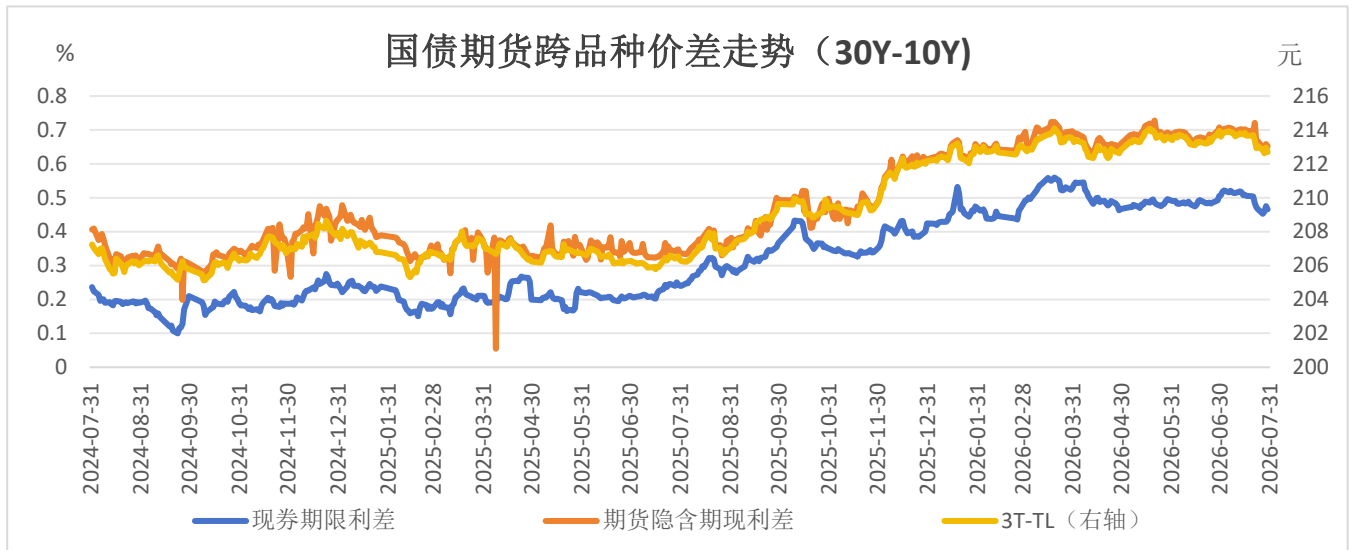
数据来源：Choice、国元期货

图 16. 国债期货 10 年期-2 年期跨品种价差走势



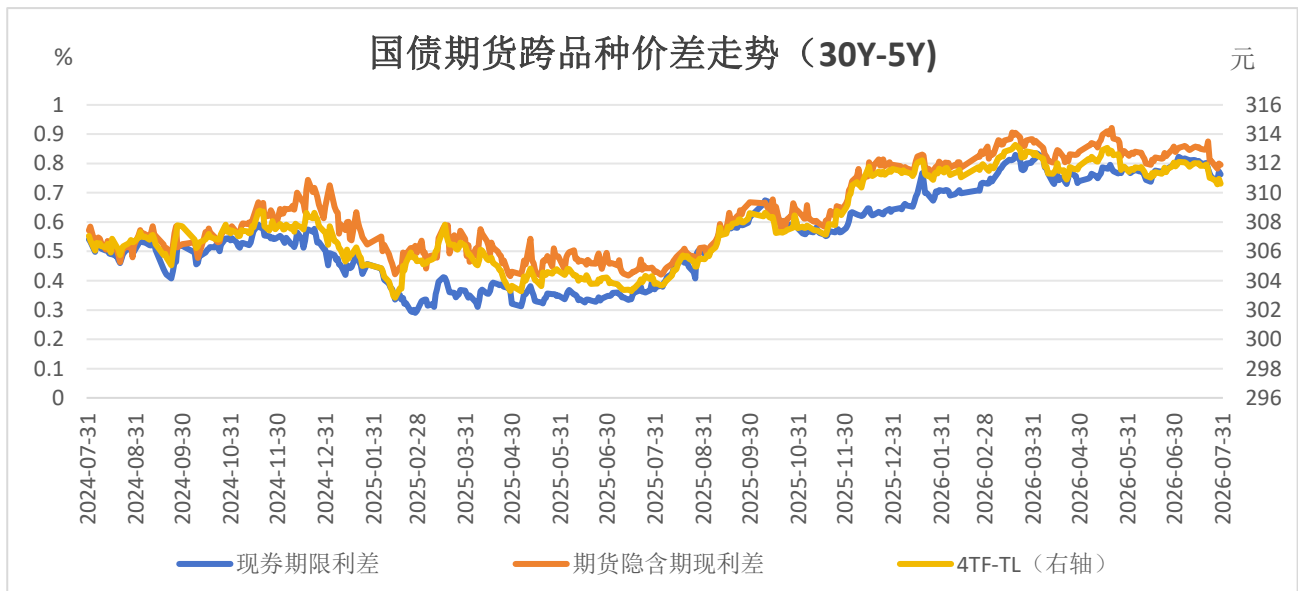
数据来源：Choice、国元期货

图 17. 国债期货 30 年期-10 年期跨品种价差走势



数据来源：Choice、国元期货

图 18. 国债期货 30 年期-5 年期跨品种价差走势



数据来源：Choice、国元期货

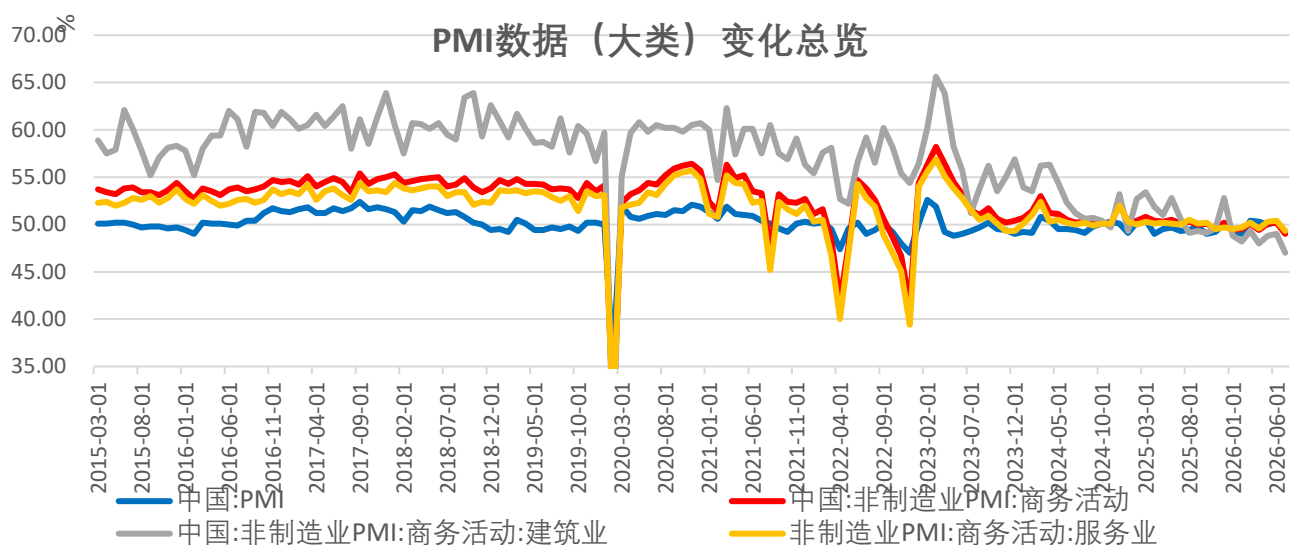
四、 宏观经济展望与政策跟踪

政策面方面，7 月底召开了政治局会议，分析研究当前经济形势的同时对下半年经济工作进行部署。7 月政治局政策信号整体较 4 月更加积极，定调经济“动能向新、结构向优”，直面总量放缓、结构分化现实。会议明确加大逆周期调节力度，提出谋划增量政策，财政、货币政策表述边际宽松。财政端要求提速专项债、特别国债资金投放，聚焦六大新型基建，货币维持适度宽松，“适时调整工具”意味着降准降息仍在政策工具箱。产业端推进“人工智能+”

培育新动能，同时持续化解地产、地方债务风险。整体政策以盘活存量为主、增量谨慎托底，三季度财政集中发力有望温和托底经济，总量强刺激预期有限，对利率债形成区间震荡格局指引。对于政治局会议的表态，当日期债尾盘的直线拉升也给予了最直观的定价反馈，市场对于“适时调整货币政策工具”的解读整体偏向“中性略宽松”，30 年期国债主力合约放量增仓上行，且连续突破 2025 年 11 月以来的高点，市场对年内进一步降准降息保持抱有一定预期。

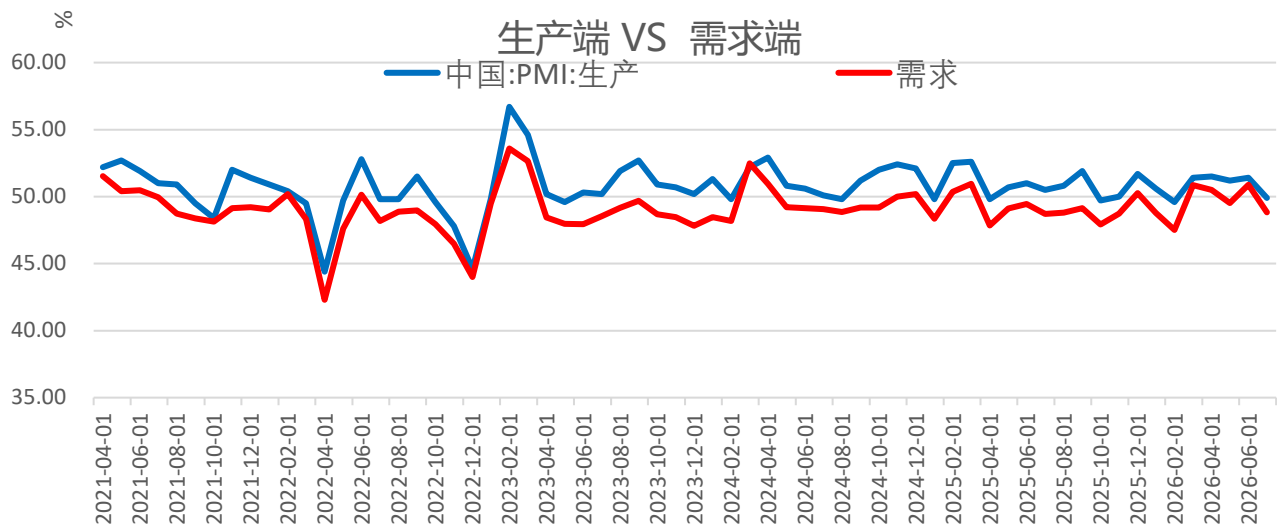
PMI 方面，7 月制造业、非制造业与综合 PMI 同步回落至荣枯线下方，经济景气阶段性走弱。生产、新订单指数双双落入收缩区间，新订单回落幅度显著大于生产，供需缺口进一步走阔，在手订单持续收缩，内需不足是核心矛盾。新出口订单小幅回落但韧性相对更强，进口指数明显下行，反映国内终端需求偏弱。高温、降雨等季节性因素放大短期扰动，但难以完全解释需求端持续走弱。行业层面经济 K 型分化延续，高技术制造、AI 相关产业链维持较高景气，地产链、传统制造业持续承压。8 月天气扰动或将边际缓解，PMI 存在修复可能，但反弹高度取决于内需企稳力度。结合 7 月政治局会议部署，下半年政策重心优先推动存量财政工具落地，加快专项债、政策性金融资金形成实物工作量，后续视经济情况择机推出增量政策。偏弱 PMI 数据印证经济现实压力，支撑债市基本面，但政策落地节奏、财政发力强度将持续制约国债期货上行空间，仍需跟踪稳增长举措推进成效。

图 21. PMI 数据变化总览



数据来源：Choice、国元期货

图 22. 产需变化情况



数据来源: Choice、国元期货

2026 年上半年国内 GDP 同比增长 4.7%，二季度实际 GDP 同比回落至 4.3%，经济整体呈现总量平稳运行、结构显著分化的特征。值得关注的是，二季度名义 GDP 同比回升至 5.89%，GDP 平减指数转正，终结连续 12 个季度负值区间。6 月多项月度指标出现边际回暖，工业、消费读数同步修复，市场普遍判断二季度大概率为全年经济增速低点。下半年伴随财政资金加速投放、低基数效应支撑，经济有望温和修复，全年实际 GDP 增速或维持 4.6%-4.7% 区间。经济“外需强、内需弱、新动能走强、传统行业承压”的格局延续，持续构成国债期货的核心定价基础。

生产端来看，6 月规上工业增加值同比上行至 5.3%，回升动力主要来自出口高景气与 AI 产业链扩张。当月出口同比大涨 27%，机电产品、AI 硬件等高附加值商品出口形成强力支撑，高技术制造业增速达到 14.1%，高端装备、新能源产业链延续高增态势。与之对照，化工、建材等传统行业表现偏弱，制造业整体产能利用率依旧偏低，国内供需失衡问题尚未明显缓解。工业领域 K 型分化意味着经济缺乏全面走强的动能，限制收益率上行空间，对长端国债期货形成支撑。

投资端整体持续偏弱，1-6 月固定资产投资同比下降 5.7%。制造业投资累计降幅进一步扩大，企业资本开支更多集中在存量设备更新，新建扩产意愿不足；基建增速由正转负，地

方债务约束、财政资金优先倾斜化债领域，基建托底经济的能力阶段性减弱；房地产开发投资同比下滑 18.0%，尽管销售回暖向更多城市扩散，但新开工持续走弱，地产链仍处于深度调整周期。后续随着专项债、政策性金融工具落地，“六张网”项目加快推进，固投存在低位企稳可能性，财政发力节奏将成为利率债重要观测变量。

消费端边际企稳，但内生修复动力仍然不足。受 618 促销、端午备货、补贴资金错位投放等因素带动，6 月社零同比由负转正录得 1.0%。数据结构性分化较为突出，通讯、文娱品类有所改善，地产后周期耐用品消费持续低迷。居民预防性储蓄意愿较强，收入向消费支出转化不畅，短期消费难以形成强力总需求拉动。

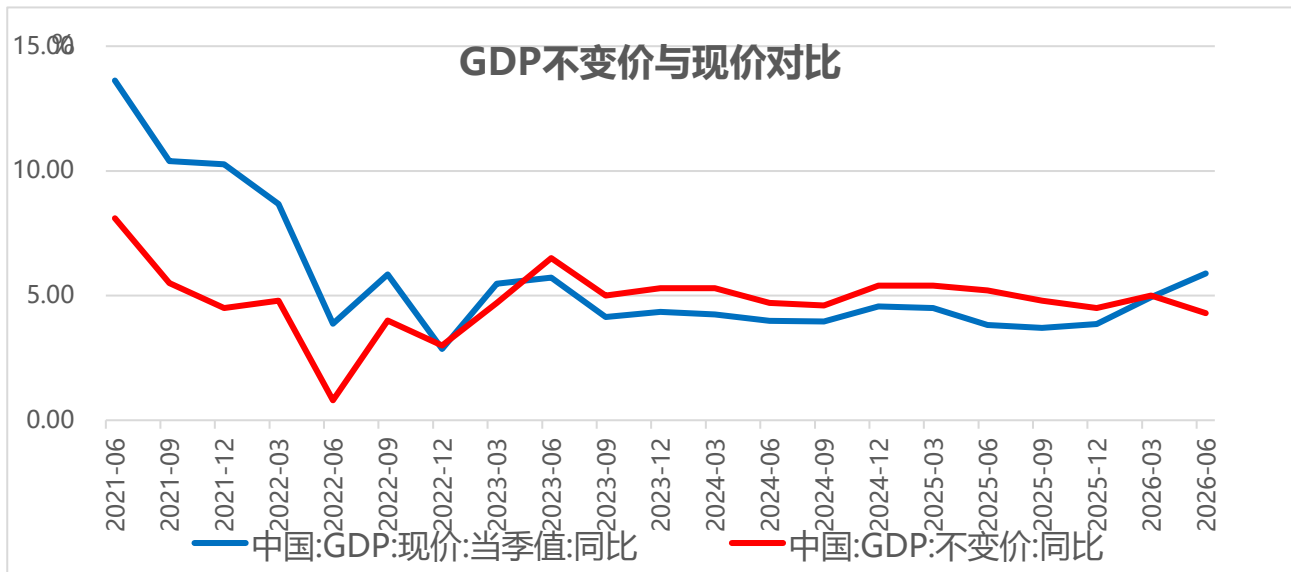
综合来看，经济弱修复、结构性分化仍是当前主线。名义 GDP 与平减指数修复会一定程度约束降息预期，但内需偏弱意味着总量强刺激政策出台概率有限。短期内国债期货大概率维持区间震荡格局，交易重心持续锚定三季度财政落地力度、出口景气持续性以及地产修复进展。

图 23. 经济数据总览

	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03
工业增加值同比	5.30	4.50	4.10	5.70	0.00	0.00	5.20	4.80	4.90	6.50	5.20	5.70	6.80	5.80	6.10	7.70
出口金额同比	20.80	13.70	9.70	-0.70	36.00	8.00	5.20	5.70	-0.90	8.30	4.70	7.90	7.10	6.10	9.10	13.20
进口金额同比	29.40	21.50	20.50	24.30	11.40	24.30	4.40	1.70	1.40	7.50	1.80	5.00	2.50	-2.00	0.80	-3.40
固定资产投资累计同比	0.00	-4.10	-1.60	1.70	1.80	0.00	-3.80	-2.60	-1.70	-0.50	0.50	1.60	2.80	3.70	4.00	4.20
房地产投资累计同比	0.00	-16.20	-13.70	-11.20	-11.10	0.00	-17.20	-15.90	-14.70	-13.90	-12.90	-12.00	-11.20	-10.70	-10.30	-9.90
制造业投资累计同比	0.00	-0.40	1.20	4.10	3.10	0.00	0.60	1.90	2.70	4.00	5.10	6.20	7.50	8.50	8.80	9.10
基建投资累计同比	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-2.20	-1.10	-0.10	1.10	2.00	3.20	4.60	5.60	5.80	5.80
社会消费品零售总额同比	1.00	-0.60	0.20	1.70	0.00	0.00	0.90	1.30	2.90	3.00	3.40	3.70	4.80	6.40	5.10	5.90
失业率	5.00	5.10	5.20	5.40	5.30	5.20	5.10	5.10	5.10	5.20	5.30	5.20	5.00	5.00	5.10	5.20

数据来源：Choice、国元期货

图 24. GDP 不变价 VS 现价

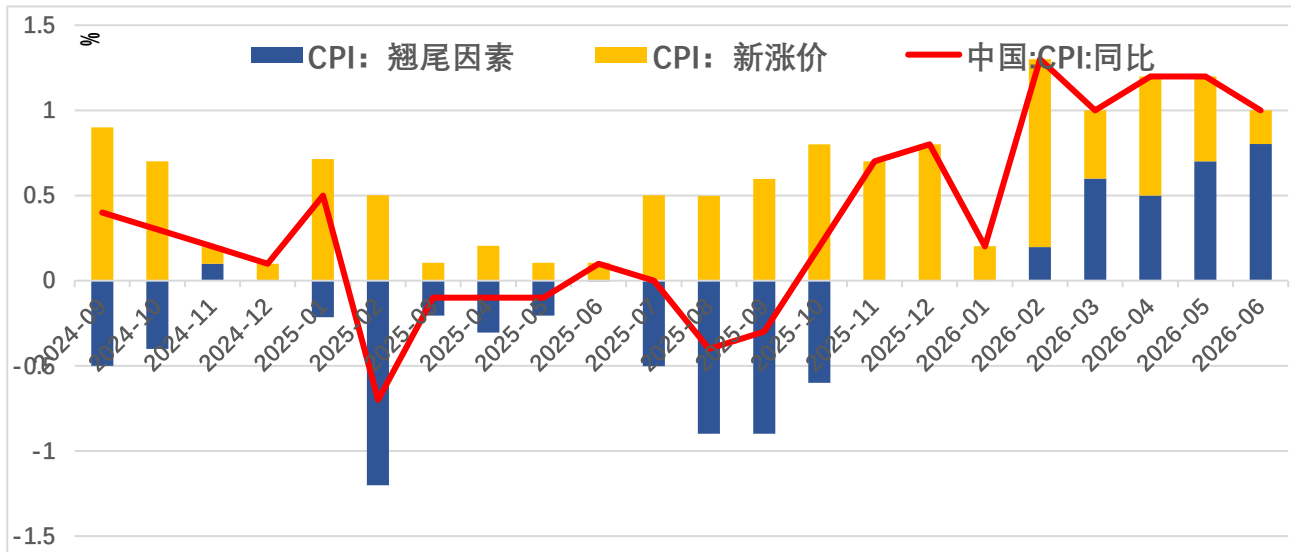


数据来源: Choice、国元期货

6 月通胀呈现明显结构性分化，CPI 小幅走弱、PPI 环比转跌。CPI 同比回落至 1%，主要来自于外部输入性因素的影响，国际油价、金价下行带来输入性压力，时令水果集中上市叠加消费淡季，食品价格整体偏弱。服务物价平稳，耐用品价格承压，受益于产业高景气，通信电子、AI 产业链相关消费品价格逆势走强。受消费淡季影响，国内供大于求格局未改。进入 8 月之后，CPI 大概率多数时间运行在 1.0% 下方，保持偏低的物价环境，给予相关举措充足的落地空间。而 PPI 方面，环比由涨转跌，同比上行更多依靠基数效应，本轮上涨动能趋于放缓。国际原油价格回落拖累石化、有色金属产业链价格下行，终端需求疲软导致上游成本向下游传导受阻，PPI-CPI 剪刀差继续走阔。结构上，迎峰度夏刚需品类、AI 智能硬件价格保持强势。6 月或为本轮 PPI 同比阶段性高点，后续同比大概率逐步回落。

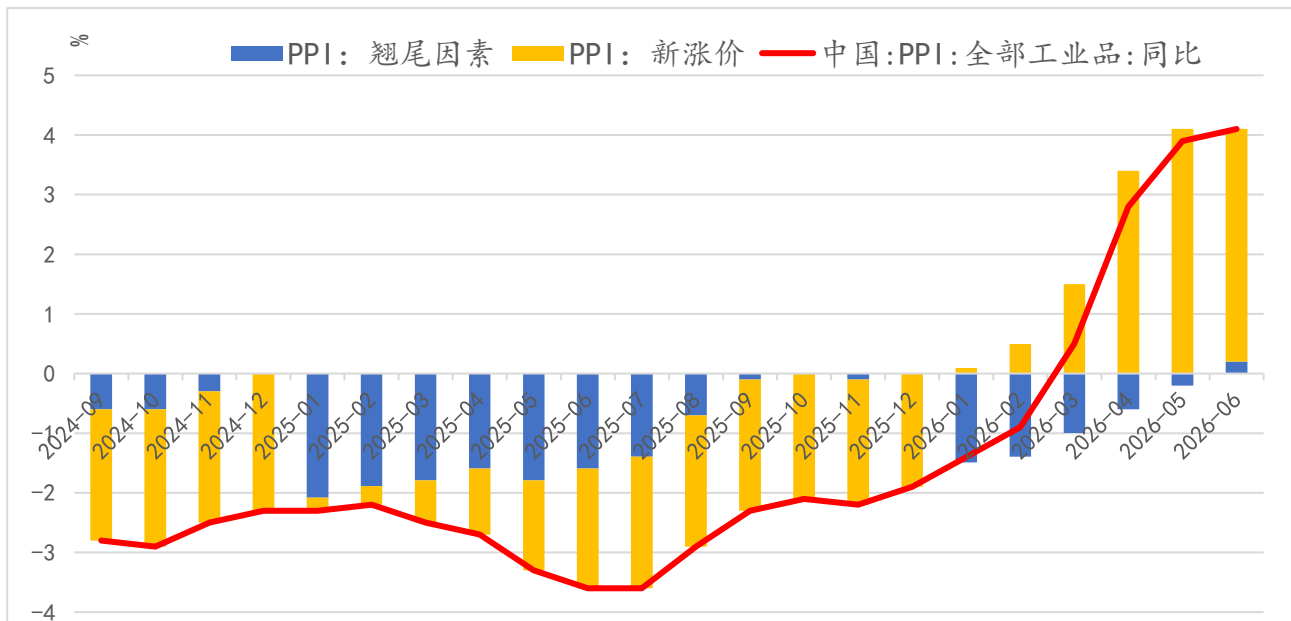
整体偏低的通胀环境，为货币政策维持适度宽松创造空间，但内需不足制约物价持续修复。债市层面，通缩压力担忧提供基础支撑，仍需持续跟踪中东地缘扰动带来的原油价格波动，以及后续稳内需政策落地效果。

图 25. CPI 同比变化拆分



数据来源: Choice、国元期货

图 26. PPI 同比变化拆分



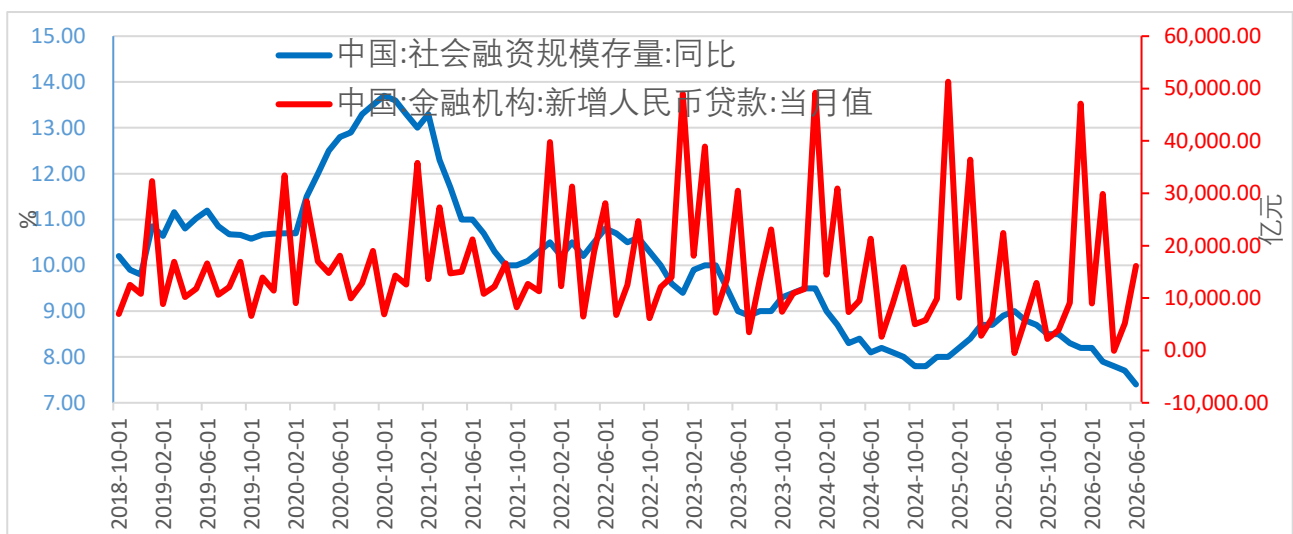
数据来源: Choice、国元期货

6 月金融信贷数据，新增社融 3.36 万亿元、人民币贷款 1.61 万亿元，两项指标同比双双少增，存量增速同步下行，实体有效融资需求偏弱。结构层面分化特征突出，企业中长期贷款显著收缩，仅依靠票据融资季节性冲量。居民信贷持续走弱，反映居民主动降杠杆、楼市修复尚未传导至信贷端。融资渠道呈现“弃贷转债”特征，企业债券融资同比多增，一定程度对冲信贷疲软。政府债净发行同比放缓，资金投放重心逐步向存量债务置换倾斜。货币指标上，M1、M2 增速同步回落，M2-M1 剪刀差维持偏阔区间，资金淤积金融体系，实体资金活化程

度不足。

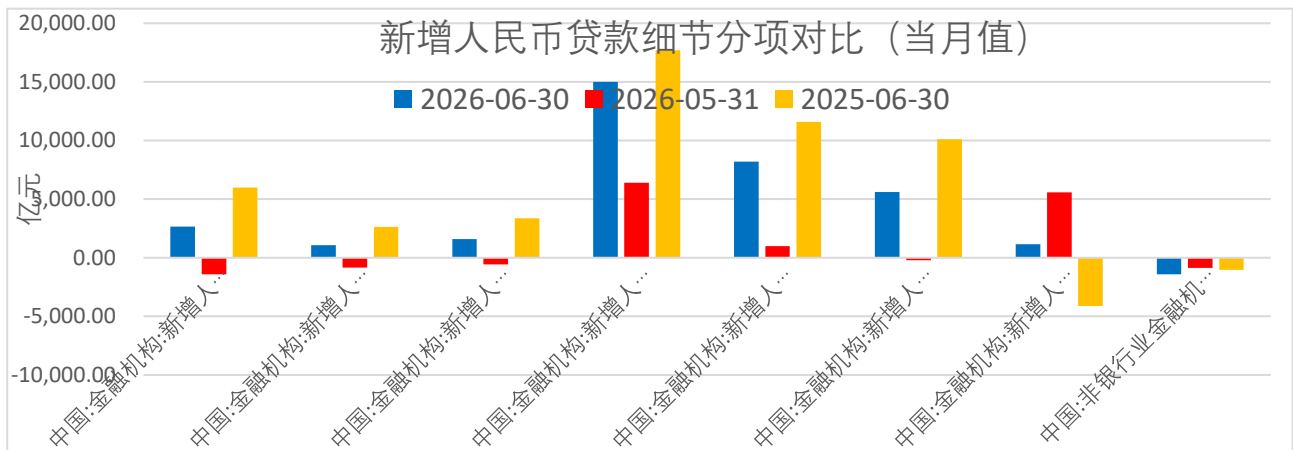
央行随后发布会明确，信贷增速放缓是经济提质增效的长期趋势，而非信用收紧，单一信贷总量指标难以衡量真实融资环境，金融资源持续向高端制造、新兴产业倾斜。当前信贷偏弱本质是传统产能出清、新旧动能切换的阶段性特征。政策维持适度宽松基调，更加侧重结构性工具精准滴灌，对信贷总量下行容忍度有所抬升，结合 7 月底政治局会议定调，年内结构性降准降息预期仍存，建议继续关注逆周期调节加码力度与增量稳增长政策安排。

图 27. 社融存量及新增人民币贷款变化



数据来源：Choice、国元期货

图 28. 新增人民币贷款细节分项对比



数据来源：Choice、国元期货

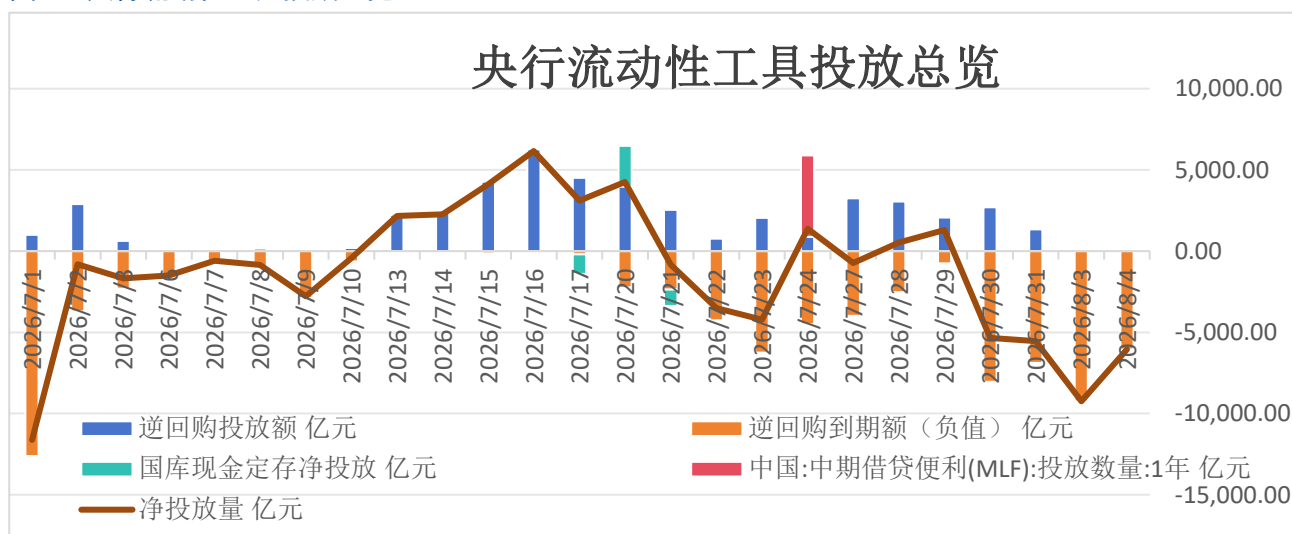
五、 资金面情况

2026 年 7 月，资金面主要受到政府债券集中发行，买断式逆回购集中到期、跨季税期三

重因素扰动，流动性供需压力有所抬升。央行整月采取“收短放长”调控思路，月初 3M 买断式回购实现净投放 2000 亿元，终结此前连续数月净回笼格局，月中续作 14000 亿元 6M 买断式回购，创下该工具创设以来单次操作规模新高，实现净投放 5000 亿元，为 3 月以来最大规模。叠加 MLF 操作，两期买断式逆回购与 MLF 合计向市场注入 8000 亿元中长期流动性，体现货币政策主动配合财政发力的取向。与此同时，短期逆回购保持净回笼，收回 6 月末阶段性释放的短期资金，避免短期资金过度淤积、防范资金空转。针对月末跨月压力，央行于 7 月 24 日提前公告开展 2.1 万亿元隔夜逆回购操作，通过前瞻式预期管理，平滑季节性流动性扰动。

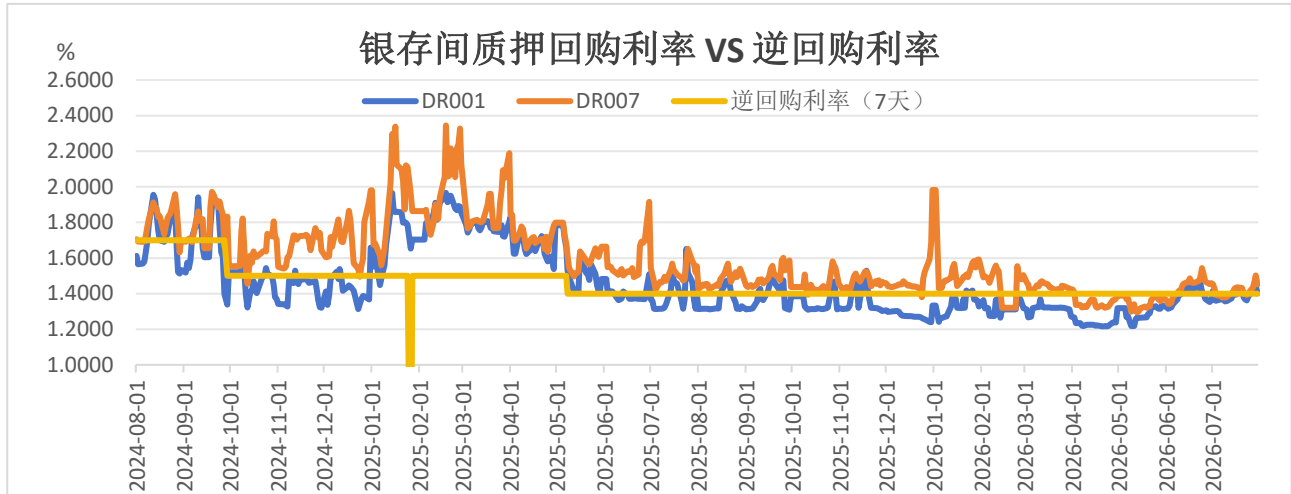
从资金价格表现来看，央行引导短端资金利率窄幅运行，月内 DR001 及 DR007 均围绕政策利率上下波动，月中由于税期扰动推升 DR001%至 1.4%上方，央行无明显收紧流动性倾向，税期过后资金价格回落，波动幅度整体可控。而中长期负债端，资金价格较上月小幅上涨，反应机构对于后续持续供给压力进行定价，7 月政府债券净融资 1.11 万亿元，较去年同期 1.25 万亿元有所回落 2026, 年 1-7 月政府债合计净融资 7.75 万亿元, 较上年同期减少 1.30 万亿元，供给压力弱于去年同期。央行大规模投放中长期流动性，对冲政府债券缴款带来的流动性消耗，缓解市场对于供给冲击的担忧，一定程度上支撑长端利率债估值。

图 29. 央行流动性工具投放总览



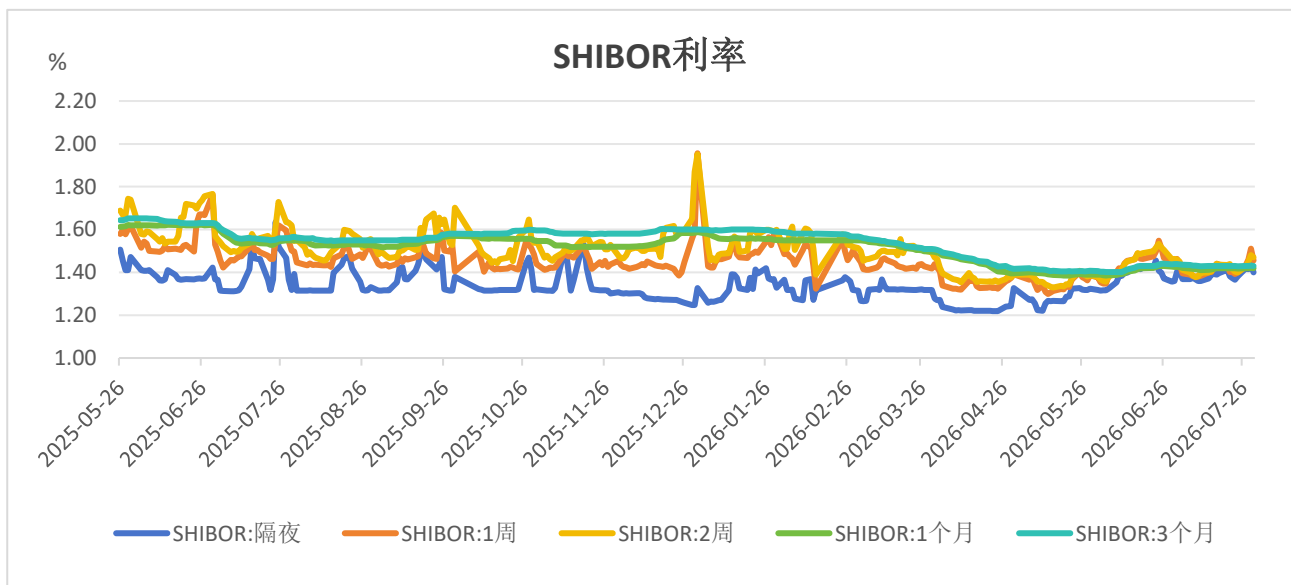
数据来源: Choice、国元期货

图 30. 资金价格情况



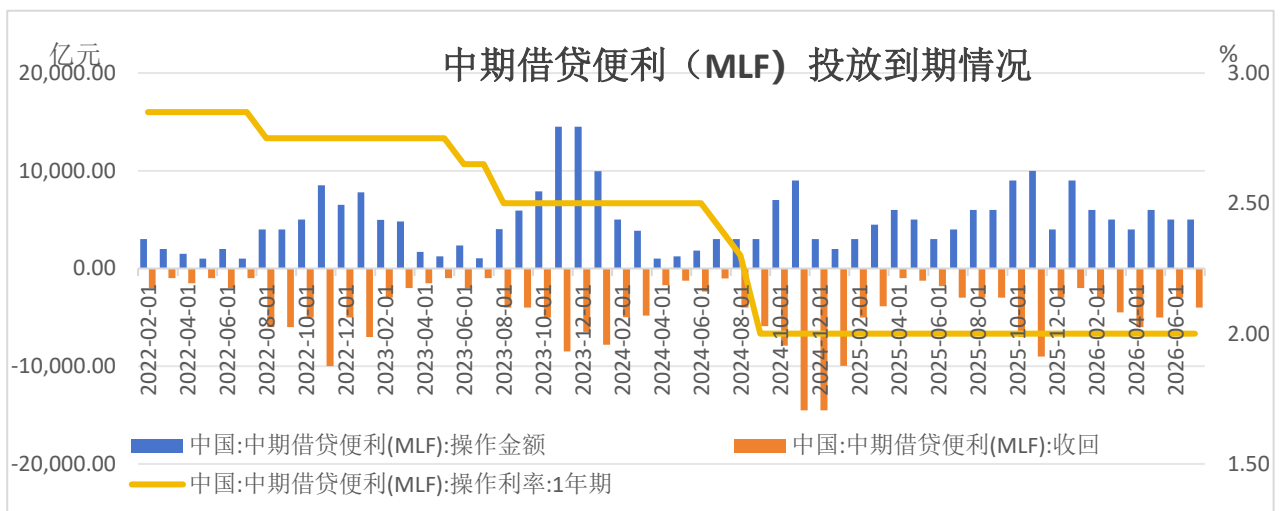
数据来源：Choice、国元期货

图 31. SHIBOR 利率



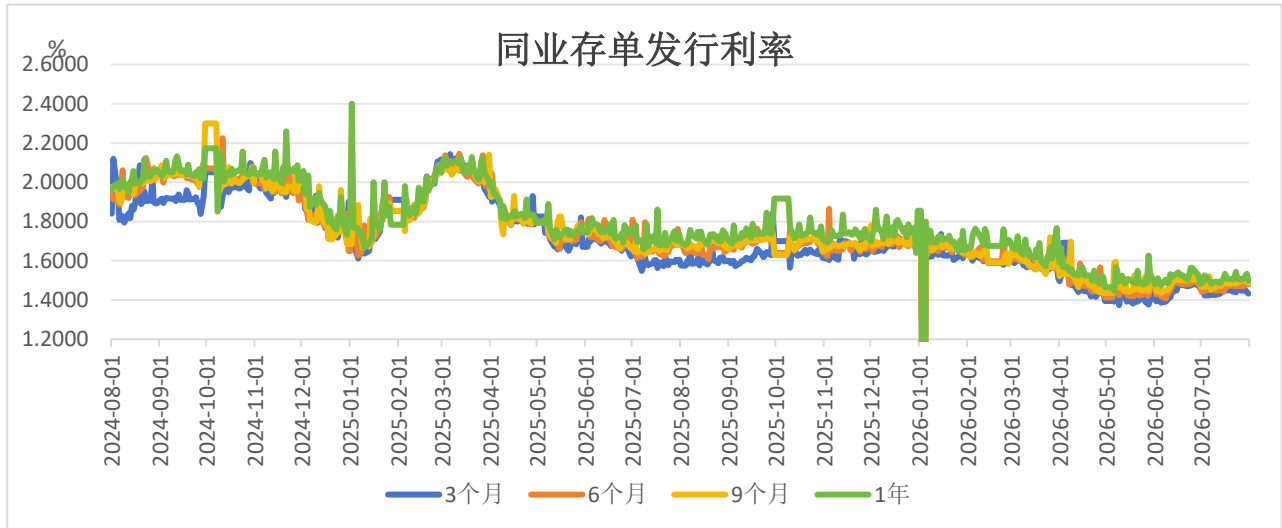
数据来源：Choice、国元期货

图 32. 中期借贷便利（MLF）投放到期情况



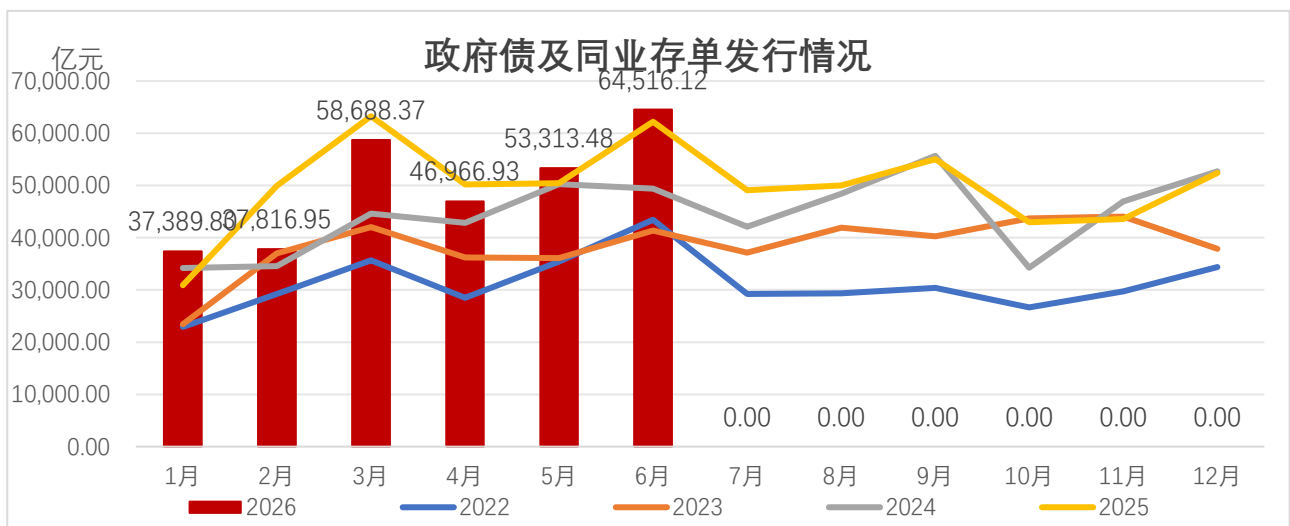
数据来源：Choice、国元期货

图 33. 同业存单发行利率



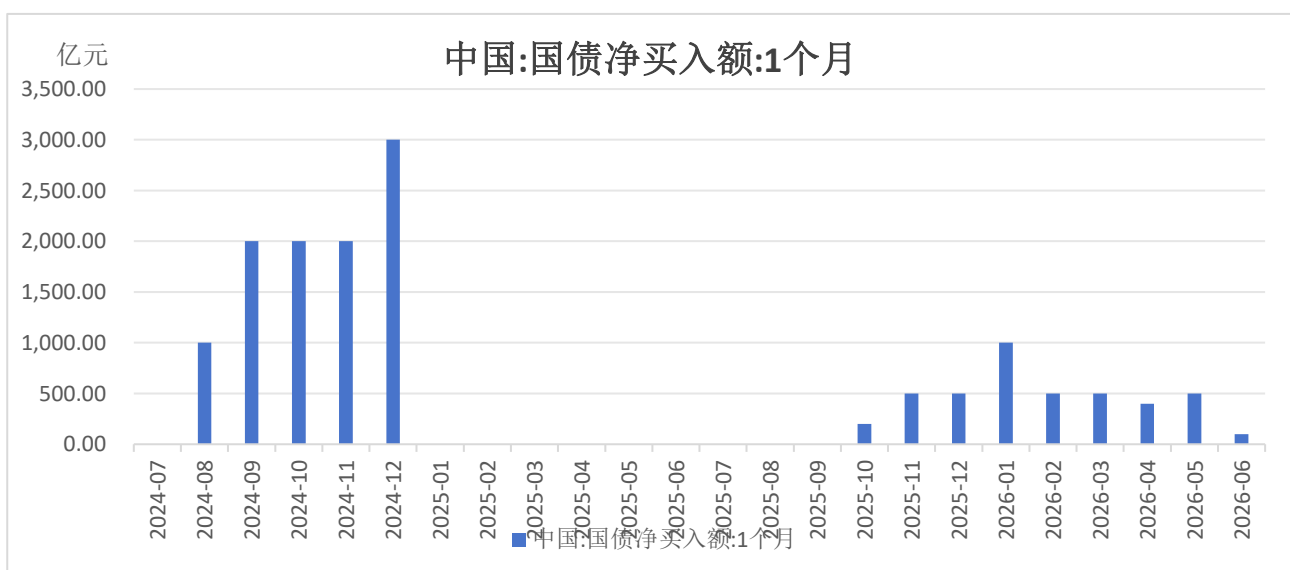
数据来源: Choice、国元期货

图 34. 政府债及同业存单发行情况



数据来源: Choice、国元期货

图 35. 国债净买入情况



数据来源: Choice、国元期货

六、 后市展望

展望后市，一方面，政策面角度来看，由于政治局会议带来的积极信号，债市尤其是超长端国债，在量能的支撑之下接连突破前高，促使多头提前移仓。当前基本面总量依旧偏弱，经济复苏趋势偏缓，市场对于后续政策的支持依旧持有预期。但另一方卖你，在加快财政支出和债券资金使用进度的要求之下，8 月开始政府债供给或将迎来高峰，届时将阶段性对市场形成冲击，但考虑到当前央行采取“收短放长”调控思路，央行引导短端资金利率窄幅运行，而中长期负债端则选择大规模投放中长期流动性，对冲政府债券缴款带来的流动性消耗，缓解市场对于供给冲击的担忧，一定程度上支撑长端利率债估值，因此 T 及 TL 合约相对 TS 及 TF 具有韧性。短债收益率持续下行的空间有限，10 年期国债收益率主要关注 1.7%-1.8% 的波动区间，而超长端，受基本面短暂好转的影响较小，可以关注 30Y-10Y 利差，当前已经回落至 47bp 左右，下方空间仍存，当前利率期限结构预计继续走平，把握机会，注意三季度政府债券阶段性供给压力。

本报告而造成的损失承担任何责任。国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告基于公开或调研资料，我们力求分析内容及观点的客观公正，但对于本报告所载内容及观点

的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货，未经国元期货书面许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载或引用本报告内容，违者将被追究法律责任。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B
电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室（即磐基商务楼 1502-1503 室）
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层（实际楼层 13 层）04 室
电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A 单元
电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B 室
电话：010-84555050

全资子公司：

国元投资管理（上海）有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元
办公地址：（北京地区）北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906
（上海地区）上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B
电话：010-84555221

安徽分公司

地址：安徽省合肥市金寨路 91 号立基大厦 6 层
电话：0551-68115888/65170177

河南分公司

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户
电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 号楼 10B
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层
电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室
电话：021-52650802、021-52650801