

利率双降下的利率传导和收益率曲线演变研究

——利率拐点系列四

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

本文分析了 DR007 对国债收益率的动态传导特征及其阶段性演变，指出当前短端利率已趋近同步反应。同时回顾了三轮收益率曲线倒挂事件的成因及市场机制，强调当前超长端倒挂主要源自保险、养老金等机构的久期配置需求。

展望未来，预计短端收益率仍有下行空间，但中长端走势受基本面和供需博弈制约；在“反内卷”驱动的需求扩张背景下，债市表现需随时关注财政供给扩张带来的压力。

核心观点

■ 短端利率传导提速，债市收益率结构重估

DR007 作为资金面核心利率，其对国债收益率的传导效率逐渐上升。2020 年前滞后 15-30 天，2020-2023 年缩短至约 5 天，而 2023 年以来已趋近同日响应。这一变化源于市场化改革推进、金融机构久期管理精细化等因素，使得资金面波动迅速反映到收益率曲线：短端收益率受资金面影响更为敏感，宽松环境下短债收益率回落明显，形成“牛陡”曲线。当前低位稳定的资金价格，叠加央行温和呵护政策，有助于短端利率继续下行，强化债市配置机会，但中长端走势则更依赖经济预期与财政供给博弈。

■ 超长端倒挂由结构性需求驱动，市场博弈加剧

本文梳理了 2013 年、2017 年和 2024 年末以来的三轮收益率倒挂，强调当前 20 年与 30 年期国债倒挂与以往不同，其驱动因素非资金紧张或监管冲击，而是保险、养老金等机构为匹配久期、锁定长期现金流的配置需求。在资产荒、低通胀及经济疲软预期下，这类长期买盘压低了 30 年期收益率。长期来看，曲线修复需依赖经济基本面改善、政策干预或长端风险偏好回升。长期而言，7 月财政供给和税期扰动可能阶段性收紧流动性，需要密切关注供需边际变化。

■ 国债期货策略

单边：回购利率波动，国债期货价格震荡，2509 合约中性。

套利：关注基差走阔。

套保：中期存调整压力，空头可采用远月合约适度套保。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
短期利率对国债收益率的传导关系和滞后性	3
DR007 对国债收益率的传导分析	3
DR007 波动下的收益率曲线演变	5
收益率曲线的极端形变：历史三次倒挂案例	6
2013 年 6 月：短端流动性冲击引发倒挂	7
2017 年 6 月：去杠杆引发短端流动性冲击与收益率曲线倒挂	8
2024 年末以来：配置型需求驱动的超长期倒挂	8
7 月资金面和收益率曲线展望	9

图表

图 1：DR007 向 2 年期国债收益率(右轴)传导 单位：%	4
图 2：DR007 波动带动不同期限国债收益率波动情况 单位：%	4
图 3：DR007 向 2 年期国债收益率(右轴)传导 单位：%	4
图 4：DR007 波动带动不同期限国债收益率波动情况 单位：%	4
图 5：DR007 向 2 年期国债收益率(右轴)传导 单位：%	5
图 6：DR007 波动带动不同期限国债收益率波动情况 单位：%	5
图 7：短期国债收益率受资金面传导影响更大 单位：%	6
图 8：2013 年 6 月和 2017 年 6 月的国债收益率倒挂 单位：%	7
图 9：2013 年 6 月国债收益曲线变化 单位：%	7
图 10：2017 年 6 月国债收益曲线变化 单位：%	7
图 11：20 年和 30 年国债收益曲线变化 单位：%	8
图 12：养老金和社会保障基金国债配置增加 单位：亿元	8
图 13：2025 年 DR007 走势 单位：%	9
图 14：2025 年美元对人民币走势 单位：无	9
图 15：2025 政府债券社会融资规模扩大 单位：亿元	10
图 16：7 月政府存款和税收收入(右轴)增大 单位：亿元	10
图 17：同业存单收益率较 DR007 走廊 单位：%	10
图 18：2025 同业存单到期偿还量 单位：亿元	10
图 19：不同部门杠杆率 单位：%	11
图 20：MLF 到期情况 单位：亿元	11

短期利率对国债收益率的传导关系和滞后性

短期利率是货币政策传导的重要中介变量。在众多短期利率指标中，DR007 作为银行间质押式回购市场的主要利率，受央行操作引导更为直接，是当前货币政策传导机制中最重要的短端利率锚点，最能反映银行体系流动性真实状况，具有代表性强、覆盖面广、交易活跃等优势。因此，将 DR007 作为资金面利率的代表，有助于更准确刻画其对国债收益率的影响路径。

作为市场对政策利率预期的直接体现，DR007 不仅在货币政策操作、金融市场定价等方面具有核心作用，也对国债收益率形成机制构成关键影响。在当前我国利率市场化改革不断深化的大背景下，理清 DR007 对国债收益率的传导路径和滞后效应，对于理解收益率曲线的变化、指导利率债投资策略，均具有重要现实意义。

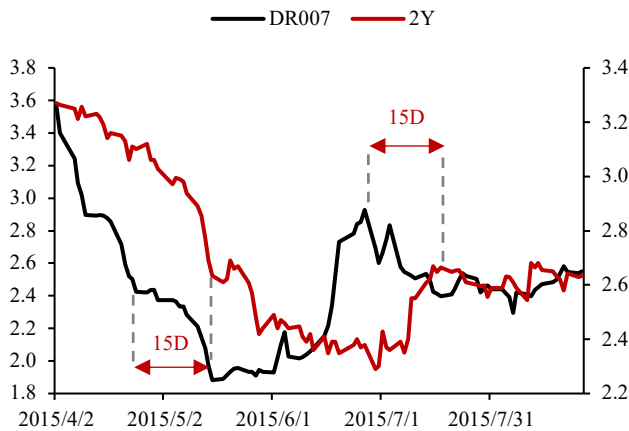
通过实证分析可观察到，DR007 与各期限国债收益率之间普遍存在正向传导关系，且该传导呈现明显的动态时滞特征。即资金面利率的变动并不会立刻反映到国债收益率上，而是需要一个从市场预期、资金分配到资产定价的逐步传导过程。在我国市场化改革不断推进的过程中，这一时滞性经历了显著演变。我们将样本划分为三个阶段，以揭示资金面利率对国债收益率的动态影响及其结构性变化。

DR007 对国债收益率的传导分析

阶段一（2020 年以前）：传导时滞约 15-30 天

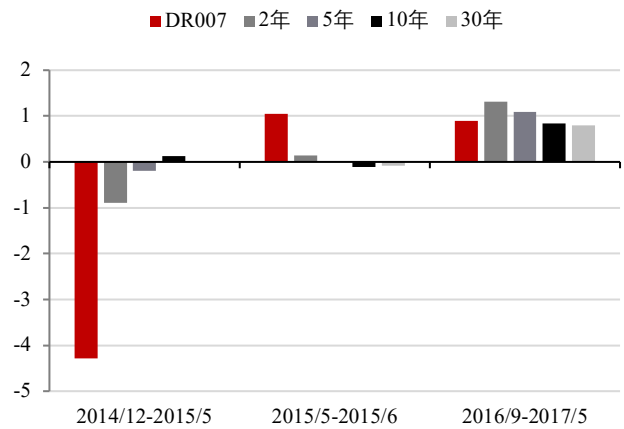
在 2020 年以前，资金面对国债收益率的影响存在显著时滞，通常在 15-30 个交易日之间。这一时期，市场主体对短期利率波动的敏感性较低，机构配置行为以稳健为主，且货币政策操作节奏也更具“滞后响应”特征，导致利率债定价在接收流动性信号后存在显著延迟。此外，部分债券投资者采用“自上而下”判断宏观趋势，而非依赖日度资金价格变化，也在一定程度上拉长了这一传导过程。

图 1：DR007 向 2 年期国债收益率(右轴)传导 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：DR007 波动带动不同期限国债收益率波动情况 | 单位：%

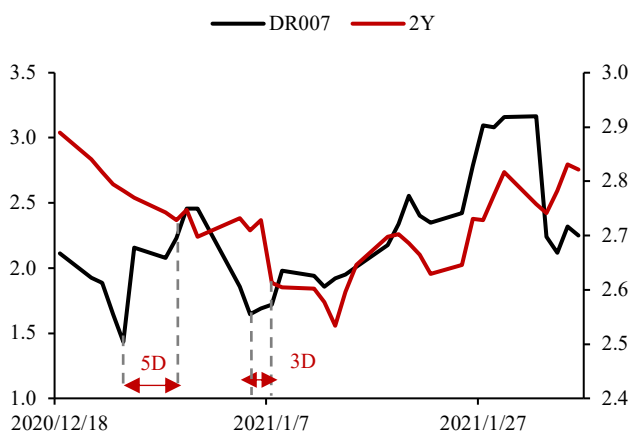


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

阶段二（2020 年至 2023 年）：传导缩短至约 5 天

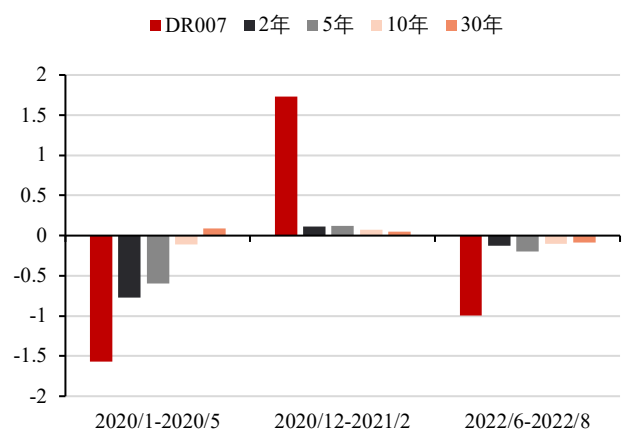
自 2020 年起，随着市场化程度提高、流动性管理框架优化以及利率预期的前瞻性增强，资金面利率对国债收益率的传导显著提速。在这一阶段，大量银行、保险资管等配置类机构逐步增强对资金利率变化的响应能力，短期利率的变动能在 5 个交易日左右内影响到国债收益率的走势。同时，疫情背景下货币政策调整频繁，市场对政策意图的敏感性显著增强，进一步加速了传导过程。

图 3：DR007 向 2 年期国债收益率(右轴)传导 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：DR007 波动带动不同期限国债收益率波动情况 | 单位：%

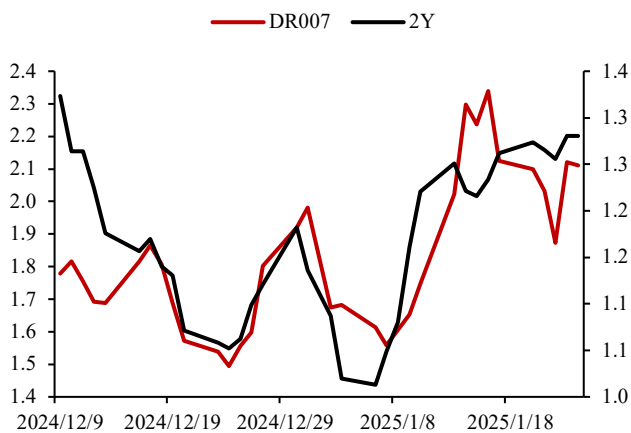


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

阶段三（2023 年至今）：传导趋近“同日响应”

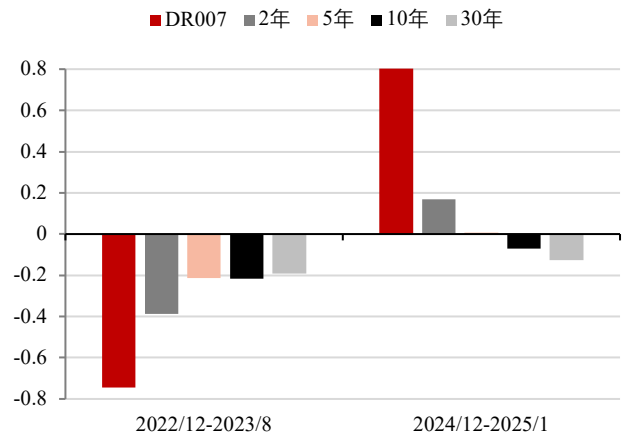
进入 2023 年后，DR007 对国债收益率的传导已明显趋近于“同步反应”。这与当前市场对政策利率预期机制的高度敏感、金融机构资产久期管理的日益精细化密切相关。特别是在资金面波动加剧和市场交易型策略占比提升的背景下，DR007 作为利率定价锚的作用被进一步放大，导致其变动往往在同一天内即被快速映射到各期限国债收益率上。

图 5：DR007 向 2 年期国债收益率(右轴)传导 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：DR007 波动带动不同期限国债收益率波动情况 | 单位：%

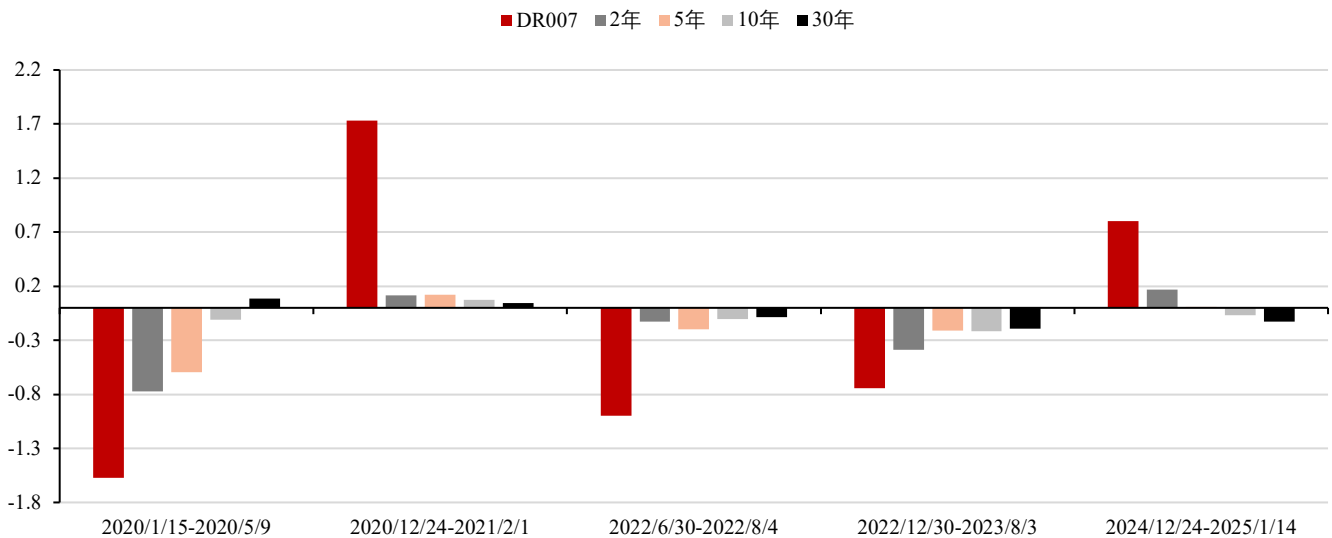


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

DR007 波动下的收益率曲线演变

为深入理解资金面变化如何影响国债收益率结构，我们选取了近年五个典型的 DR007 波动区间进行分析，涵盖资金面显著收紧与宽松的阶段。结果发现，DR007 上行期间，短端收益率（如 2 年期、5 年期）往往上升更为剧烈，长端收益率（如 10 年期、30 年期）反应相对平缓，收益率曲线趋于熊平；而在 DR007 下行、资金面宽松的阶段，短端利率回落幅度明显大于长端，收益率曲线则表现为“牛陡”。

图 7：短期国债收益率受资金面传导影响更大 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

收益率曲线的极端形变：历史三次倒挂案例

在正常的市场环境下，国债收益率曲线呈现期限越长的国债，其收益率越高，反映出时间价值与利率风险。然而，历史上在特定时点，收益率曲线曾出现倒挂现象，即短期收益率高于中长期收益率，往往被视为流动性紧张、政策调整或经济周期拐点的预警信号。本文将回顾三次具有代表性的收益率曲线倒挂极值，探讨其背后的成因与市场机制演变。

具体来看，2013 年 6 月与 2017 年 6 月的倒挂均源于金融机构去杠杆背景下，短端利率出现快速上行，导致 1、2 年期与 5、10 年期国债收益率形成倒挂；而自 2024 年年末以来，则出现了不同于以往的超长期端倒挂，20 年期与 30 年期收益率结构出现反转。这三次倒挂不仅反映了市场利率体系的阶段性扭曲，也揭示了短期流动性、监管政策与中长期供需结构对收益率曲线形态的深刻影响。接下来将逐一展开分析。

图 8：2013 年 6 月和 2017 年 6 月的国债收益率倒挂 | 单位：%



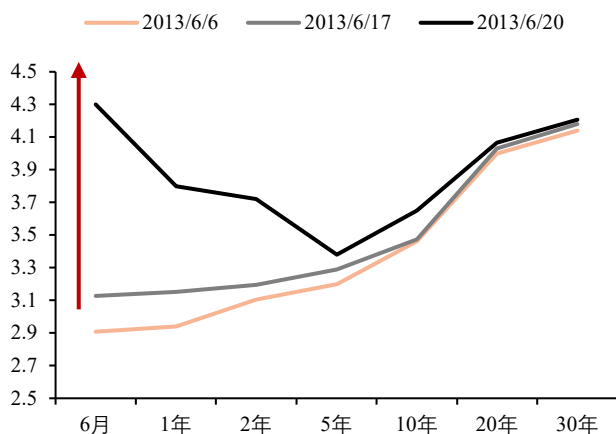
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

2013 年 6 月：短端流动性冲击引发倒挂

2013 年 6 月，国债收益率曲线出现了明显的短端倒挂。从 6 月 6 日至 6 月 20 日，6 个月、1 年期国债收益率分别大幅上升了 1.39%、0.86%，远超同期 5 年及以上期限的涨幅，仅 0.07%-0.19%，收益率曲线呈现出短端抬头的熊平倒挂形态。

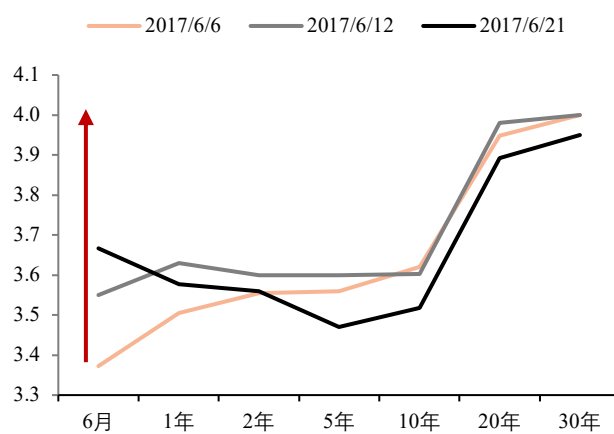
这轮倒挂的直接诱因是金融体系短端流动性的突然紧张。当时央行加大了对影子银行体系的监管，着重打击银行理财、同业资产等高杠杆资金运作，市场普遍解读为去杠杆信号。在央行未同步释放流动性安抚市场的背景下，机构开始“抢钱”应对最坏情形，推动短端利率快速上行，而长端因对经济预期相对稳定、对资金不敏感，收益率上升幅度有限，最终形成倒挂。

图 9：2013 年 6 月国债收益曲线变化 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：2017 年 6 月国债收益曲线变化 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

2017年6月：去杠杆引发短端流动性冲击与收益率曲线倒挂

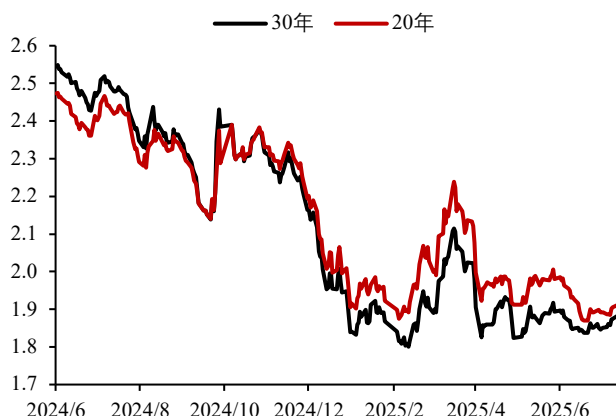
2017年6月，受央行将表外理财纳入MPA广义信贷考核等监管强化影响，银行在去杠杆压力下被迫收缩非标和同业业务，短端融资需求激增，导致DR007和6个月、1年期国债收益率快速上行，而中长期收益率则因避险需求回落，形成“短端涨、中长端跌”的局部倒挂，这是继2013年后市场再次因短端流动性冲击出现收益率曲线畸变的重要时点。这一倒挂不仅反映出金融去杠杆对流动性结构的扰动，也揭示了监管政策对市场情绪和期限利差的显著影响，为后续政策沟通和流动性管理提供了重要教训。

2024年末以来：配置型需求驱动的超长期倒挂

自2024年10月起，国债收益率曲线出现了20年与30年期限的超长期倒挂。30年期收益率持续下行，并在2024年底降至低于20年期的水平，体现出市场对30年国债的强烈需求。2025年4月30年期特别国债拍卖的全场倍数达3.66，显著高于20年期的3.11，进一步验证了资金向更长久期集中的趋势。

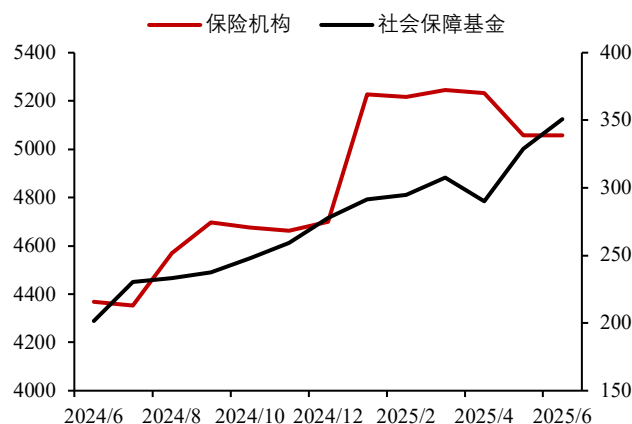
此次倒挂的主要驱动力并非传统的资金紧张或监管冲击，而是结构性配置需求的集中释放。一方面，保险、养老金等负债端久期长的机构投资者，在资产荒与低通胀预期下迫切寻求长期安全资产，即使收益率较低也增加了30年期国债的配置，以锁定现金流、对抗再投资风险；另一方面，市场对未来经济疲弱、通胀低迷的预期强化，抬升了避险需求，压低了超长端利率。因此，这轮倒挂反映的是在低利率环境与久期匹配压力下，结构性买盘主导的定价错位，而非传统意义上的供需失衡或政策扰动。其修复有赖于经济基本面回暖、政策干预或长端风险偏好回升，从而带动曲线结构回归。

图 11：20 年和 30 年国债收益曲线变化 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：养老金和社会保障基金国债配置增加 | 单位：亿元

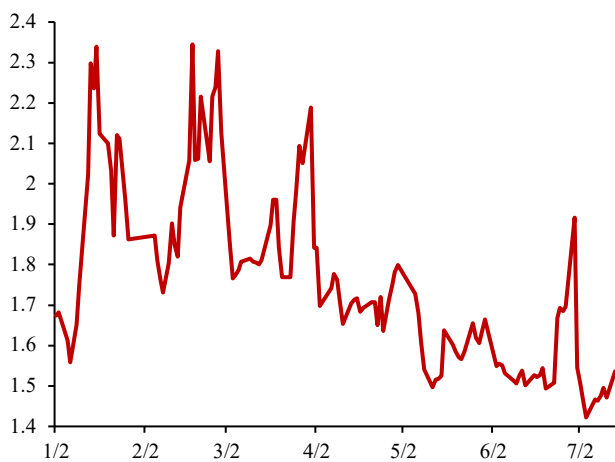


数据来源：上证信息网 华泰期货研究院

7 月资金面和收益率曲线展望

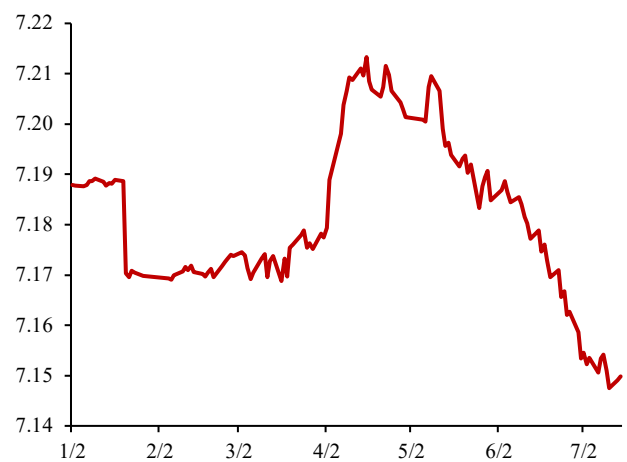
央行操作方面，延续流动性呵护基调。7 月资金面仍处在央行“灵活适度”调控框架下。6 月末，为应对跨季扰动，央行通过逆回购、MLF 等多种方式大幅净投放流动性。进入 7 月后，央行虽阶段性回笼部分流动性，但整体投放节奏依旧稳健，政策例会强调“保持流动性充裕”，并未提及“退出宽松”。此外，汇率贬值压力趋缓，美元兑人民币汇率回落至 7.15 附近，为央行进一步维持或加码流动性投放创造空间。综合来看，央行态度温和，预计 7 月将继续通过削峰填谷操作维持流动性合理充裕。

图 13：2025 年 DR007 走势 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

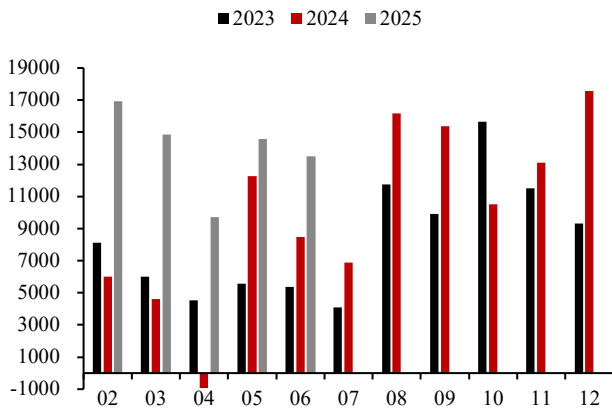
图 14：2025 年美元对人民币走势 | 单位：无



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

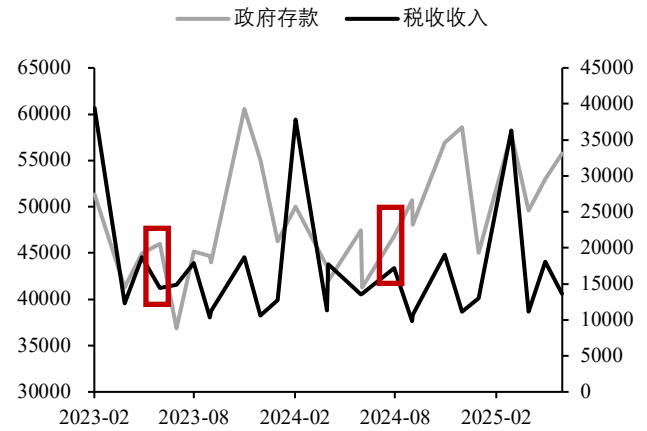
财政与政府债供给方面，截止 2025 年 6 月，政府债融资较前两年同期明显扩大。同时由于上半年特殊再融资债券基本发行完毕，新增地方债存在提速补位的可能，加大后续供给压力。同时，7 月为税收大月，财政存款增量增大，形成季初抽水效应。政府存款上升叠加债券缴款压力，将阶段性压缩市场流动性，成为 7 月中旬需重点关注的扰动项。

图 15：2025 政府债券社会融资规模扩大 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：7 月政府存款和税收收入(右轴)增大 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

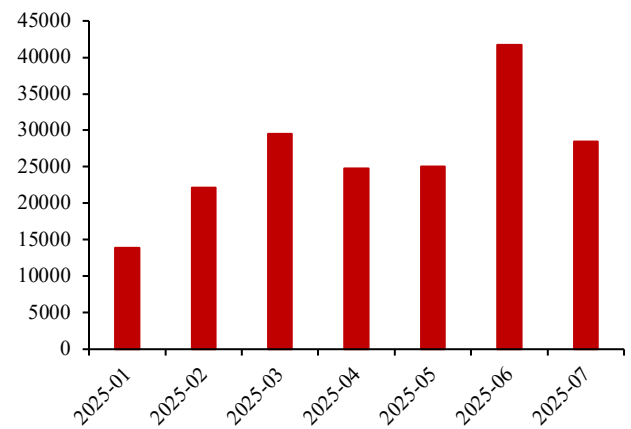
同业存单方面，7 月到期规模回落至 2.8 万亿元，较 6 月明显下降，有利于银行缓解再融资压力。同时，受益于资金面偏松、资产端配置需求升温，1Y AAA 级同业存单收益率已走高至 1.63%，1Y AAA 级同业存单收益率与 DR007 利差缩减至 6bp，显示市场对资金利率继续下行抱有预期。考虑到 DR007 运行稳定，价格趋于企稳，有助于稳定银行负债端成本。

图 17：同业存单收益率较 DR007 走廓 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 18：2025 同业存单到期偿还量 | 单位：亿元

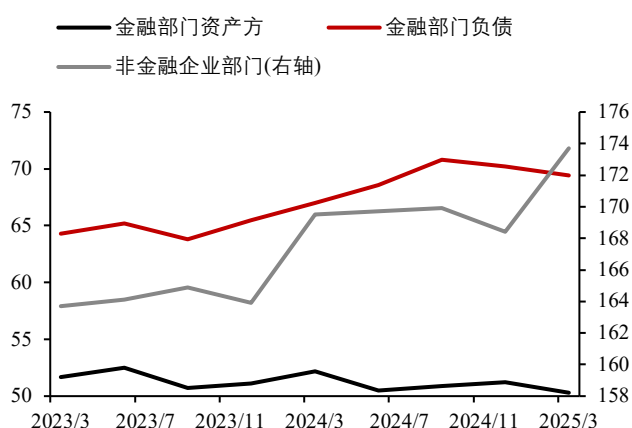


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

今年以来金融部门杠杆率走低，非金融部门杠杆率走高，资金面宽松带动机构加杠杆意愿走强。不过，央行多次提及“防范资金空转”，虽未立即推升资金利率，但对市场行为形成预期管理作用，有助于控制流动性过度宽松风险。此外，市场对央行“呵护意图”的解读较为正向，政策传导机制稳定，有利于资金面运行稳定。

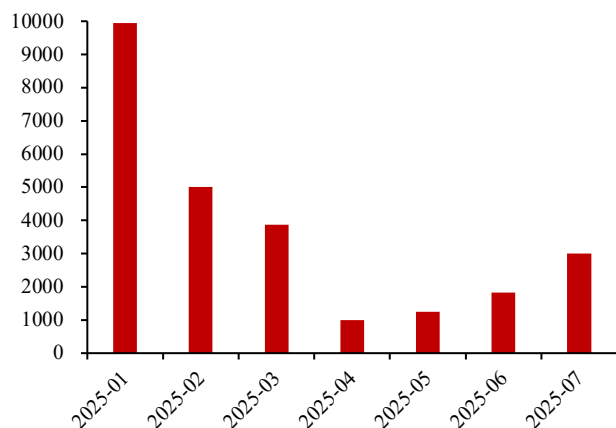
7月14日，央行实施总规模1.4万亿元的买断式逆回购操作，不仅对冲了7月税期走款、政府债发行、MLF到期等多重扰动，实现月内净投放2000亿元，还连续两个月加量续作，释放出稳增长、稳流动性的强烈信号。预计7月至后续流动性环境将保持充裕，银行体系资金面维持平稳偏松，有助于压低市场利率、降低企业融资成本，提振信贷和社融需求，并为债市修复和信用扩张提供有利窗口，强化货币政策对实体经济的支持效能。

图 19：不同部门杠杆率 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 20：MLF 到期情况 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

受益于央行持续投放、贷款需求回落与资金供给相对充裕等因素，低位稳定的资金价格将直接压制短端国债收益率，形成托底作用，短债收益率有望延续低位震荡或小幅下行走势，为债市短端带来阶段性配置机会。中长端方面，虽然资金面有利于收益率回落，但财政供给压力、债市杠杆扩张、经济预期修复等因素均可能阶段性限制其下行空间。同时，市场对未来降息预期有所弱化，中长端走势将更加依赖基本面演变与供需博弈，整体可能维持弱波动或结构性震荡特征。

整体来看，7月资金面具备较强韧性，扰动因素虽存，但在央行呵护下将保持“稳中偏松”格局。预计短端利率与短期国债收益率中枢进一步下移，中长端利率震荡为主，国债收益率曲线平坦化趋势或放缓。市场对后续货币政策保持审慎乐观，短期仍利好债券市场表现，需关注税期与地方债发行节奏的边际变化。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com