



研究所

分析师:梁伟超

SAC 登记编号:S1340523070001

Email:liangweichao@cnpsec.com

近期研究报告

《弱资质城投如何骑乘？——信用周报 20240603》 - 2025. 06. 05

固收周报

存单见顶，利率抢跑

——流动性周报 20250608

● 同业存单顶部信号出现，利率债交易在抢跑

6 月第一周，同业存单利率交易顶信号出现。资金依然宽松，存单发行在需求支撑下明显放量，个别交易日达到 2800 亿附近，二级交易情绪也有所回暖。放量发行和情绪回暖同时发生，可以视为交易中利率顶部位置的出现，即 1.7% 以上再提价的风险解除。

短端品种情绪的修复，与人行增量买入短期国债有关。6 月第一周，人行在二级市场上对短期国债的滚动买入规模大幅上行，无论这是否和央行行为有关，都显著提振了短端情绪。从人行行为来看，5 月是政府债券的净发行高峰，人行对于利率债的被动配置压力较大，超长期限政府债券配置或显著拉长其利率账户组合久期，近期人行买入短期国债可能出于平衡账户久期的需要。

资金价格中枢下行的终点未至，季节性波动仍在。我们再次提醒，投资者不需对资金价格中枢下行的终点做出判断，需要看重资金价格中枢下行的趋势，更不必对所谓央行“合意”的资金价格位置过分纠结，后者更多是市场自身预期的投射。所以在流动性宽松的月初，依然可以看到资金价格的继续下行，虽然半年末的季节性波动也将存在，但流动性形势并非如 5 月底市场预期那般严重。

一致预期的交易催生的只有抢跑。6 月第一周，在短端情绪企稳的情况下，周五下午长端收益率出现抢跑式下行。当前市场对于利率交易的共识可以总结为两条：第一，10 年期国债上行风险不大，临近 1.7% 的位置具备配置价值；第二，利率处于窄幅震荡阶段，机会会有，但需要等待。细微择时的一致预期程度较高，导致所谓“抢跑”，再之后需要面临的可能依然是“窄幅波动”。在利率相对低位之后，交易可能总在“抢跑”和“追不上”之间徘徊，操作的难度依然较大。当前，债券市场的主线依然是负债成本的下行修复和头寸亏损的收益修复，需要以时间换空间。

● 风险提示：

流动性超预期收紧

目录

1 存单见顶，利率抢跑	4
2 风险提示	7

图表目录

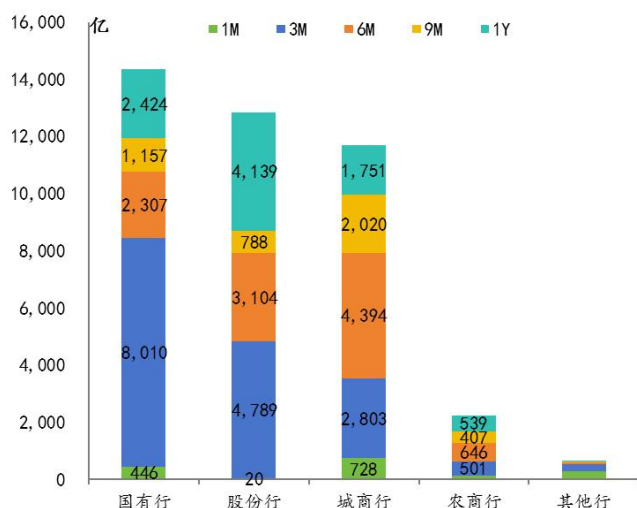
图表 1: 6 月同业存单到期分布, 以 3M 期限为主	4
图表 2: 6 月 6 日同业存单发行大幅放量, 情绪修复	4
图表 3: 1 年国债利率下行, 短端风险基本解除	5
图表 4: 大行在二级的短期国债净买入明显增加	5
图表 5: 资金价格中枢仍在下行趋势之中	6
图表 6: 半年末资金价格将季节性上行	6
图表 7: 国债 10 减 1 期限利差仍在历史偏低位置	7
图表 8: 超长期发行压力缓解, 利差有所收敛	7

1 存单见顶，利率抢跑

上周对于同业存单的观点：依然坚持我们对同业存单定价区间的看法，即 1.6%或是未来资金下行后国股行 NCD 的合理定价中枢，当前 1.7%已经偏高，具备明显的配置价值，但存单利率明显下行在 6 月到来的难度也偏大。

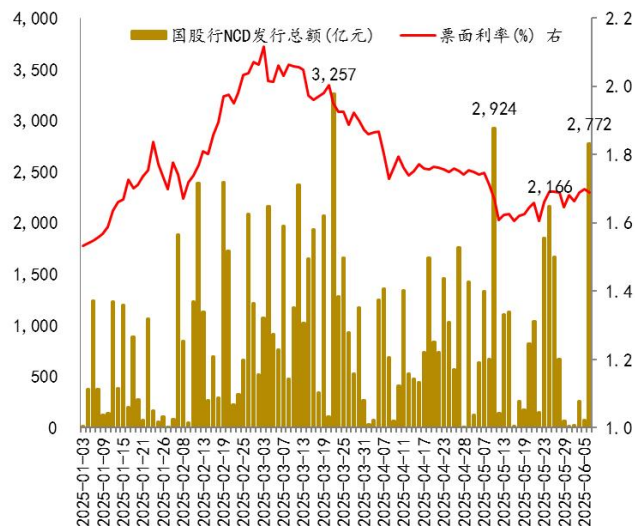
6 月第一周，同业存单利率交易顶信号出现。我们在前期报告从资产负债定价角度分析过，现阶段国股行同业存单的理论波动区间应在 1.4%到 1.8%之间，以 1.6%为合理定价中枢，其中 1.8%是资产负债定价顶；实际波动中，更需要关注供需交易形成的顶部位置。5 月末国股行 1 年期同业存单提价至 1.7%，已经偏高，在 6 月第一周，资金依然宽松，存单发行在需求支撑下明显放量，个别交易日达到 2800 亿附近，二级交易情绪也有所回暖。放量发行和情绪回暖同时发生，可以视为交易中利率顶部位置的出现，即 1.7%以上再提价的风险解除。值得一提的是，央行提前公布 1 万亿买断式回购操作，的确有降低不确定性的作用，但存单利率见顶更多是压力前置后，供需两端所达成的共识，当月买断式回购操作并未提供中长期流动性净增量。

图表 1：6 月同业存单到期分布，以 3M 期限为主



资料来源：iFind，中邮证券研究所

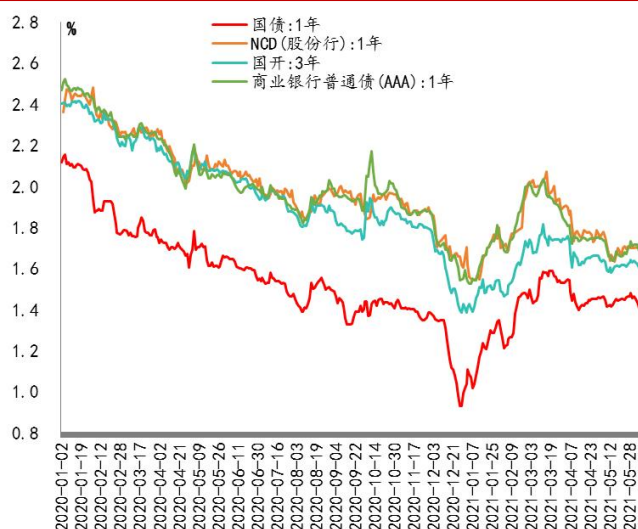
图表 2：6 月 6 日同业存单发行大幅放量，情绪修复



资料来源：iFind，中邮证券研究所

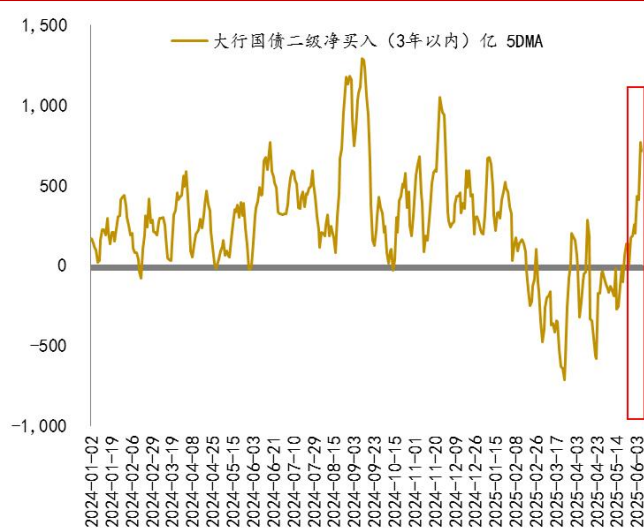
短端品种情绪的修复，与人行增量买入短期国债有关。相对于其他品种，1年期国债利率在6月第一周的下行更加突出，下行幅度明显大于其他品种。可以说，包含同业存单在内的短端情绪明显企稳，这与人行对短端的增量买入有关。去年在央行买入国债的加持下，人行在二级市场持续增持短期国债，今年一季度资金面偏紧，人行在二级市场上转为净卖出短期国债。6月第一周，人行在二级市场上对短期国债的滚动买入规模大幅上行，无论这是否和央行行为有关，都显著提振了短端情绪。从人行行为来看，5月是政府债券的净发行高峰，人行对于利率债的被动配置压力较大，超长期限政府债券配置或显著拉长其利率账户组合久期，近期人行买入短期国债可能出于平衡账户久期的需要。

图表 3：1 年国债利率下行，短端风险基本解除



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表 4：人行在二级的短期国债净买入明显增加

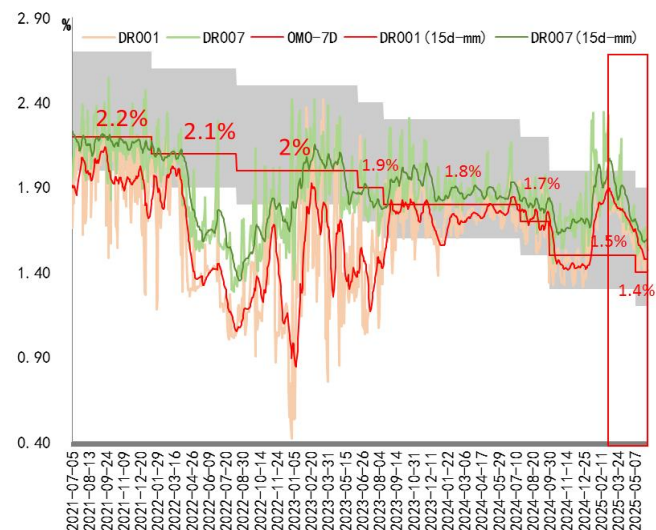


资料来源：iFind，中邮证券研究所

资金价格中枢下行的终点未至，季节性波动仍在。我们前期多次讨论，由于 1.1 万亿再贷款类工具额度扩容和后期可能重启的 PSL 投放，央行投放可能在三季度进入近两年以来的“小高峰”，并且人行负债增长已经恢复，央行投放和银行负债两条逻辑，可能驱动资金面出现超预期宽松窗口，即资金价格中枢应该处于或低于政策利率的 1.4%。近期来看，投资者对此的认同度依然偏低，可能与一季度资金收紧的惯性有关。**这里我们再次提醒，投资者不需对资金价格中枢下行的终点做出判断，需要看重资金价格中枢下行的趋势，更不必对所谓央行“合意”的资金价格位置过分纠结，后者更多是市场自身预期的投射。**所以，我们在

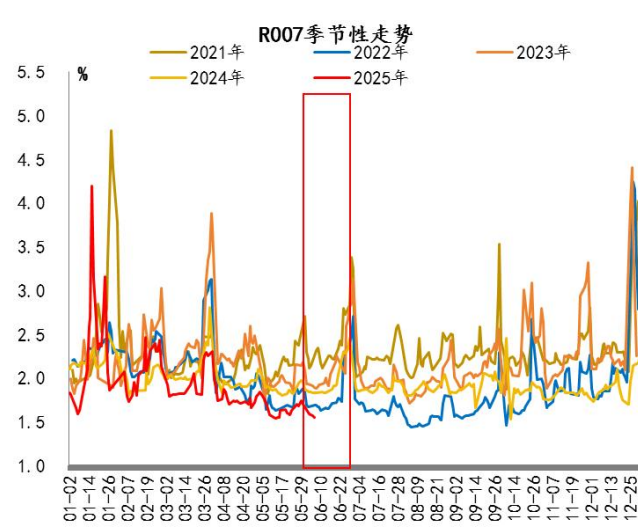
流动性宽松的月初，依然可以看到资金价格的继续下行，虽然半年末的季节性波动也将存在，但流动性形势并非如5月底市场预期那般严重。

图表 5：资金价格中枢仍在下行趋势之中



资料来源：iFind，中邮证券研究所

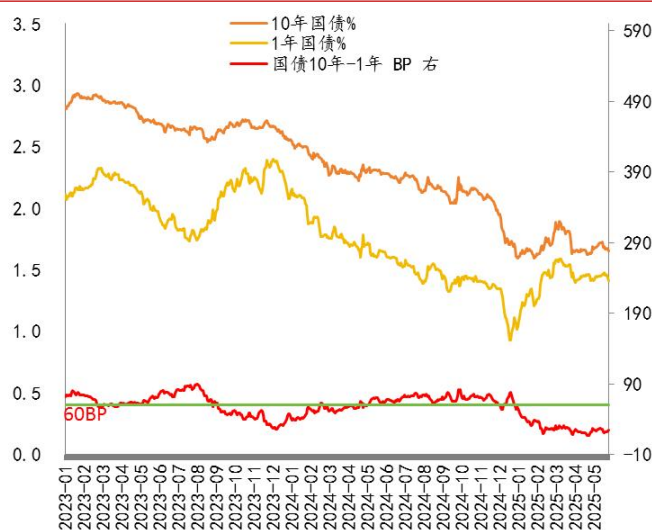
图表 6：半年末资金价格将季节性上行



资料来源：iFind，中邮证券研究所

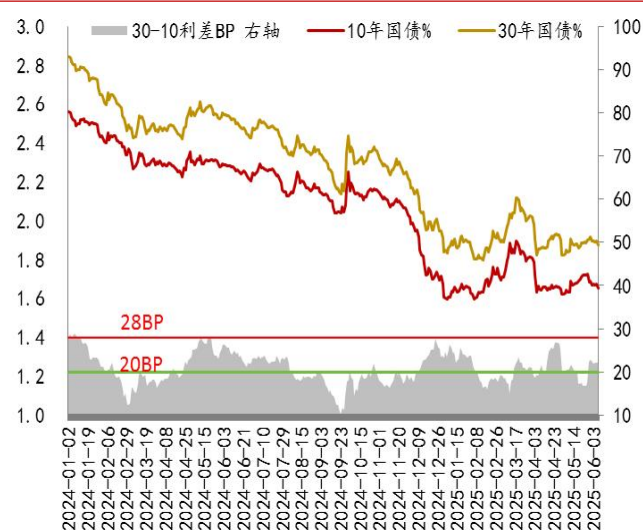
一致预期的交易催生的只有抢跑。6月第一周，在短端情绪企稳的情况下，周五下午长端收益率出现抢跑式下行。当前市场对于利率交易的共识可以总结为两条：第一，10年期国债上行风险不大，临近1.7%的位置具备配置价值；第二，利率处于窄幅震荡阶段，机会会有，但需要等待。对于6月前后的利率交易，多数机构期待流动性收紧，带来长端利率的调整，在负债压力风险解除时，介入长端，以获取后续流动性放松所带来的交易机会。这是利率债波动之下，被迫做出的细微择时，但一致预期的程度也较高，导致所谓“抢跑”，再之后需要面临的可能依然是“窄幅波动”。在利率相对低位之后，交易可能总在“抢跑”和“追不上”之间徘徊，操作的难度依然较大。当前，债券市场的主线依然是负债成本的下行修复和头寸亏损的收益修复，需要以时间换空间。

图表 7：国债 10 减 1 期限利差仍在历史偏低位置



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表 8：超长期发行压力缓解，利差有所收敛



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 风险提示

流动性超预期收紧

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048