

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

《生产、物价走势均分化——高频数据跟踪 20260119》 - 2026.01.19

固收周报

债市修复到位了吗？

——流动性周报 20260125

● 高点已现，修复持续

降准降息时点，是后续股票春季行情之下，债市修复进度的关键。鉴于上半年货币宽松诉求大于下半年，一季度若宏观调控政策整体发力，依然需要总量货币宽松的预期引导作用，故权益情绪弱化后，宏观调控政策发力前，可能是降准降息落地的时间窗口，可能在3月份两会前后。

在此之前，收益率曲线也会定价降准降息预期，需要以此衡量各期限收益率的合理估值水平：

从资金来看，隔夜在政策利率附近，春节前无大幅波动为中性情景。因为央行目前调控框架更多盯住短期利率，减少资金利率的波动，也就不会出现提前的资金利率中枢性下行。

从短端来看，1年期国债利率已经下行，同业存单等品种正在跟进。如果春节之前的R007维持在1.5%以上，NCD利率的下行空间并不大，充其量时点性突破1.6%；短端中枢性下行的时间点可能在春节之前，届时跨节资金不紧，短端中枢性下行有望。

从长端来看，高点已经出现，中枢性下行空间小于短端。10年收益率短期的下行赔率依然相对有限，配置价值存在；30年收益率同样存在配置价值，但可能维持偏高波动和弹性，交易难度偏大。中长期来看，当前的长端收益率的下行赔率并不低，货币宽松的趋势很难终止，时间可以换取空间。

此外，“看股做债”角度，收益率修复大致到位。2026年股票春季行情更可能呈现为“中段加速、宽松预期、成长主导”的组合特征，对债市的影响以靠前的阶段性扰动为主而非趋势性利空。历史上类似结构下，利率多在春季行情前半段承压、后半缓和。目前10年期国债已经收复年初以来的跌幅，30年国债还有3个BP的差距。若降息在春季落地，股债同涨阶段可能出现，收益率还有小幅下行机会；若春季没有降息落地，目前债市的修复已经大致到位。

● 风险提示：

流动性超预期收紧

目录

1 债市修复到位了吗?	4
2 风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 1月大行在二级市场买入 7-10 年期国债.....	4
图表 2: 二永债信用利差下行, 反映公募负债端修复	4
图表 3: 年初之后, 隔夜价格回升, 7 天价格回落.....	5
图表 4: 1月 R007 利率个别时点略高, 但总体仍在 1.5%	5
图表 5: 1 年国债利率在 1.3% 以下, 其他短端品种维持	6
图表 6: 国股行 NCD 利率再次下行至 1.6%附近.....	6
图表 7: 10-1 期限利差在 60BP 附近, 短端下行为主.....	7
图表 8: 30-10 期限利差仍然在相对高位.....	7
图表 9: 股票春季行情之后, 债市收益率可能修复	8
图表 10: 根据历史规律构建的 2026 年春季预测模型	8

1 债市修复到位了吗？

观点回顾：陡峭的曲线，依然还是可以把握的确定性。长端收益率没有趋势性大幅上行的基础，冲击早来，高点早现。收益率是投资回报率的映射，后者在近年已经中枢下行，并且没有大幅改善的迹象，收益率大幅上行缺乏基础。风险偏好是一时的冲击，供给压力是待解的疑虑，政策利率降息所引导的广谱利率下行还会到来，陡峭的收益率曲线已经蕴含了这一切，高点正在出现，利空正在出尽。

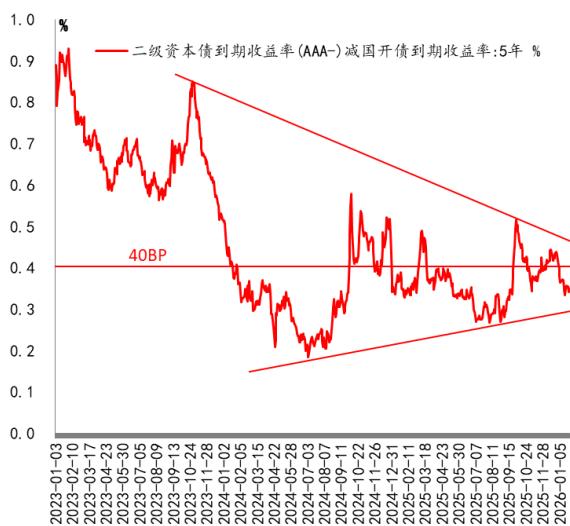
配置盘回归，交易盘修复，债市情绪回暖。收益率年初的高点随权益上涨而出现，配置价值已经突显。大行在新的考核期开启后，配置诉求有所提升，陆续在二级市场买入7-10年期国债，这意味着配置力量的回归，也意味着收益率中枢不会再明显上行；公募产品户负债压力已经度过，以往二永债信用利差与公募申赎之间存在相关关系，近期二永债信用利差再度下行，意味着产品户负债端的修复，交易盘情绪也随之回暖。

图表1：1月大行在二级市场买入7-10年期国债

净买入（亿）	3Y以内	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10Y以上
2026/1/4	-34	1	16	-10	8
2026/1/5	130	29	67	49	65
2026/1/6	230	-23	45	45	-30
2026/1/7	132	19	52	103	49
2026/1/8	8	-2	68	101	21
2026/1/9	-63	16	47	54	53
2026/1/12	-275	114	16	96	31
2026/1/13	228	11	2	135	65
2026/1/14	18	-11	58	89	-28
2026/1/15	21	33	53	111	34
2026/1/16	-41	7	19	122	-11
2026/1/19	-70	13	16	116	-71
2026/1/20	33	-14	11	76	61
2026/1/21	121	-18	-16	66	43
2026/1/22	54	-6	-12	90	3
2026/1/23	-36	-3	-22	52	48

资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：二永债信用利差下行，反映公募负债端修复



资料来源：Wind，中邮证券研究所

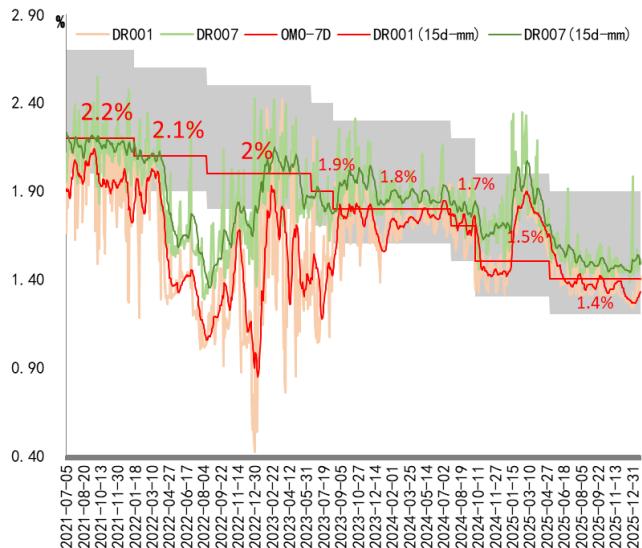
降准降息时点，是后续股票春季行情之下，债市修复进度的关键。央行有关负责人在国新办记者会和新华社采访中的表态，一方面，落地了结构性货币政策工具的降息，意味着短期政策利率降息很难落地；另一方面，明确全年存在降准降息的空间，意味着广谱利率不会上行，债券收益率曲线陡峭化之后，存在整体

下移或者小幅牛陡的空间。鉴于上半年货币宽松诉求大于下半年，一季度若宏观调控政策整体发力，依然需要总量货币宽松的预期引导作用，故权益情绪弱化后，宏观调控政策发力前，可能是降准降息落地的时间窗口，可能在3月份两会前后。

在此之前，收益率曲线也会定价降准降息预期，需要以此衡量各期限收益率的合理估值水平：

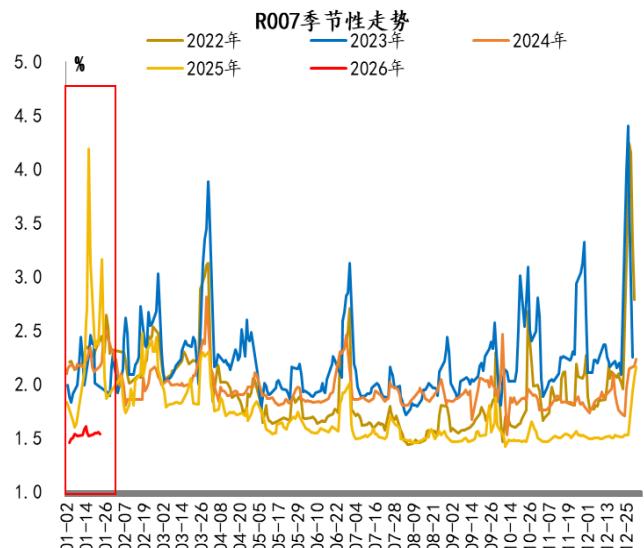
从资金来看，隔夜在政策利率附近，春节前无大幅波动为中性情景。跨年前后，隔夜资金价格先下后上，近期处于1.4%的政策利率附近，高于前期水平；7天资金价格总体维持平稳运行，1月有消费波动，在1.5%上方。鉴于货币政策利率调控框架的调整，流动性投放维持积极状态，以弥平春节前的季节性波动是大概率事件。故节前资金往往收紧，今年能维持当前状态，虽然较跨年之前略高，也依然属于稳定宽松。这种状态并未提前定价政策利率降息，因为央行目前调控框架更多盯住短期利率，减少资金利率的波动，也就不会出现提前的资金利率中枢性下行。

图表3：年初之后，隔夜价格回升，7天价格回落



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：1月R007利率个别时点略高，但总体仍在1.5%

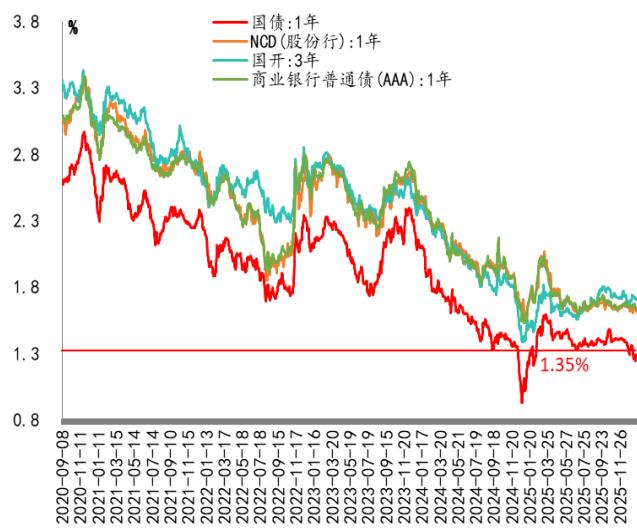


资料来源：Wind，中邮证券研究所

从短端来看，1年期国债利率已经下行，同业存单等品种正在跟进。由于央行对短期国债的买入，1年期国债受益于增量需求的驱动，前期已经出现提前下行。以往1.4%的政策利率，1年期国债收益率的相对合理定价区间在1.35%上方，

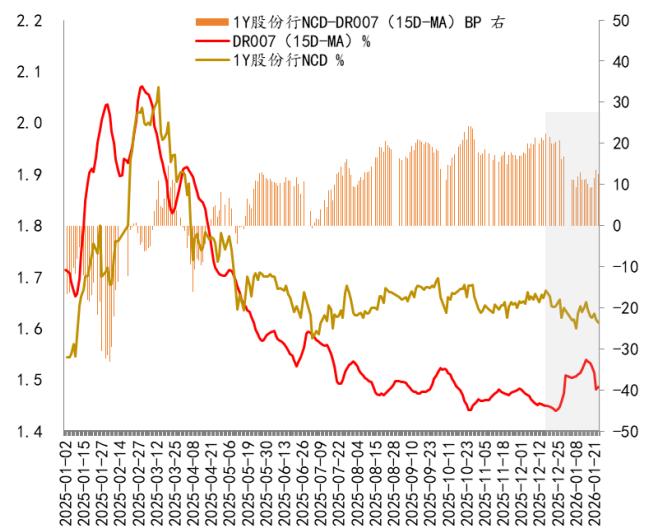
当前1年期国债收益率已经在1.3%以下；同业存单等短端品种的收益率也有所下行，近期国股行1年期利率两次触及1.6%附近。鉴于全年降准降息空间的确定性，以及债市情绪的修复，短端品种已经倾向于提前定价降息预期，故短端相对于资金而言，在资金并未下行的情况下，已经出现一定幅度的中枢性下行。但这也限制了后续短端的下行空间，因为如果春节之前的R007维持在1.5%以上，NCD利率的下行空间并不大，充其量时点性突破1.6%；短端中枢性下行的时间点可能在春节之前，届时跨节资金不紧，短端中枢性下行有望。

图表5：1年国债利率在1.3%以下，其他短端品种维持



资料来源：Wind，中邮证券研究所

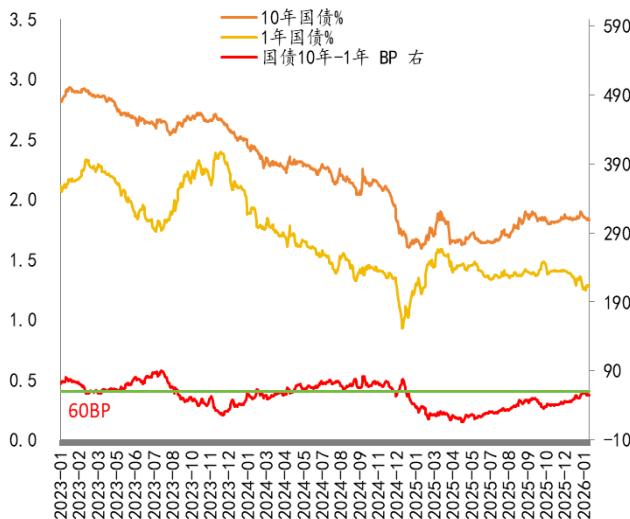
图表6：国股行NCD利率再次下行至1.6%附近



资料来源：Wind，中邮证券研究所

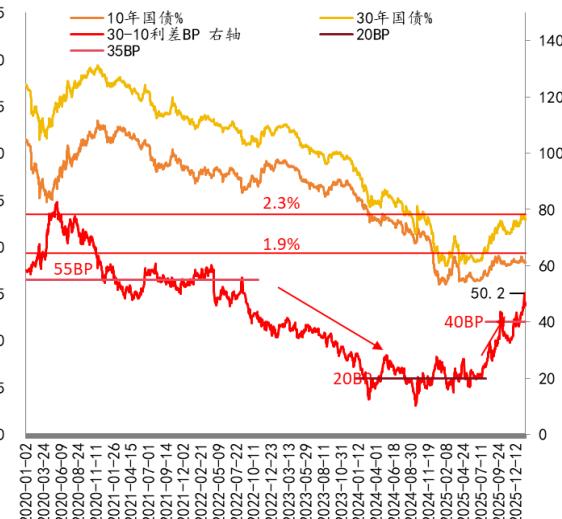
从长端来看，高点已经出现，中枢性下行空间小于短端。我们前期已经充分阐述长端利率可以排除大幅上行可能，收益率曲线目前处于熊陡状态，降息出现后可能导致收益率曲线小幅牛平。目前10年收益率已经三次冲击1.9%，30年收益率已经明显增量上行，故10减1期限利差在接近60BP的水平，30减10一度升至50BP，曲线的陡峭程度已经较为充分蕴含对后续风险的定价。鉴于1年期国债收益率已经有增量下行，降息落地后10减1期限利差仍然需要维持50BP附近的水平，故10年收益率短期的下行赔率依然相对有限，配置价值存在；30年收益率同样存在配置价值，但可能维持偏高波动和弹性，交易难度偏大。中长期来看，当前的长端收益率的下行赔率并不低，货币宽松的趋势很难终止，时间可以换取空间。

图表7：10-1 期限利差在 60BP 附近，短端下行为主



资料来源：Wind，中邮证券研究所

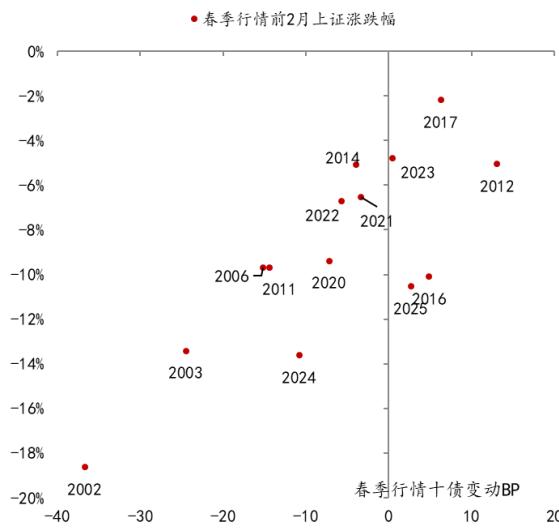
图表8：30-10 期限利差仍然在相对高位



资料来源：Wind，中邮证券研究所

此外，“看股做债”角度，收益率修复大致到位。我们在《“春季躁动”对债市有何影响——看股做债专题二》中系统总结了历年权益市场“春节躁动”行情中，债市的走势，2026年春季行情更可能呈现为“中段加速、宽松预期、成长主导”的组合特征，对债市的影响以靠前的阶段性扰动为主而非趋势性利空。历史上类似结构下，利率多在春季行情前半段承压、后半缓和。目前10年期国债已经收复年初以来的跌幅，30年国债还有3个BP的差距，若降息在春季落地，股债同涨阶段可能出现，收益率还有小幅下行机会；若春季没有降息落地，目前债市的修复已经大致到位。

图表9：股票春季行情之后，债市收益率可能修复



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表10：根据历史规律构建的 2026 年春季预测模型

条件1：股市涨幅分组 (>20% vs ≤20%)		
条件_股市涨幅	10Y变动BP均值	10Y最大上行BP均值
涨幅>20%	10.4	39.2
涨幅≤20%	0.8	9.9

条件2：春季行情±2个月内是否降息（涨幅小于20%情形）		
条件_降息与否	10Y变动BP均值	10Y最大上行BP均值
有降息	-4.7	2.9
无降息	1.4	16.6

条件3：春季行情风格（8类）		
条件_风格	10Y变动BP均值	10Y最大上行BP均值
成长	-1.5	4.0
成长+稳定	9.7	19.2
金融	-7.8	3.2
稳定	6.3	23.2
消费	-5.3	2.0
消费+成长	12.7	12.7
周期	13.7	25.9
周期+成长	22.7	29.0

资料来源：Wind，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个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司的股价（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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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