

研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com
分析师:谢鹏
SAC 登记编号:S1340525120001
Email:xiepeng@cnpsec.com

近期研究报告

《债市修复到位了吗？——流动性周报 20260125》 - 2026.01.26

固收专题

长久期二永债还有交易空间吗？

● 保险增配，大行长久期二永债走出独立行情

二永债长端下行幅度显著高于短端，长久期利差修复力度最为突出，7Y-5Y 期限利差分位数下行较多。整体来看，二永债市场呈现鲜明的“长端领涨”特征，在信用债各品种中表现最为突出；从信用利差分位数看，长久期修复幅度远超中短期，形成陡峭化的期限利差压缩格局。或因长久期期限利差与信用利差均处于历史较高分位，兼具骑乘收益与利差保护，成为配置型资金拉久期首选。从期限利差分位数看，7Y-5Y 期限利差分位数下行幅度显著高于各类短久期期限利差。说明 7 年期二永债的收益率下行幅度更大，资金配置偏好明显抬升。

保险机构增配 7-10 年期，基金增配 3-5 年期，长久期二永债交易集中在四大国有行。保险机构长久期债券配置力度明显大于其他机构，基金机构净买入主要集中在中长端，其中 3-5 年期大幅净买入 243.13 亿元。具体成交个券，7 年期左右二永债发行主体为农行、建行、工行和中行四大国有行，其中农行和建行合计占比约 90%。

● 长端向传导短端有限，交易难度依然偏大

结构性分化行情后，长端向短端传导并非顺畅，且长端继续下行动力有限。复盘 2022 年以来几次类似久期分化行情，可以发现（1）利差分位数的分化通常是市场分化行情的领先信号。如当短久期信用利差或期限利差分位数加速下行，而长久期债券信用利差或期限利差分位数加速上行时，期限利差对于长久期二永债的保护比较充分，债市整体情绪修复可能带来长久期收益率下行机会。（2）二级资本债收益率呈现长久期品种下行幅度超过短久期这种结构性分化时，未能形成由长久期向中短久期的顺畅传导。短端受资金价格的约束更强，短端二永债收益率已处于历史较低分位，继续下行空间有限、配置性价比不足。在非牛市环境中，二永债很难形成期限利差压缩后的长短期行情轮换，后续长久期二永债走势更多呈现震荡形态。

中长久期二永债交易难度依然偏大。2025 年末之后，短端二级资本债收益率分位数和信用利差分位数均开始明显下行，与此同时，长久期收益率分位数持续维持在 50% 左右，信用利差分位数则在 80% 左右。故二永债收益率曲线的偏陡形态与利率债相似，但长久期二永债不存在明显的供给压力，在票息策略占优背景下，适度拉长二永债久期的可操作性要强于利率债拉久期。保险机构年初的季节性配置需求和公募负债端修复后的交易需求，也同样推动了近期二永债期限利差的压缩。不过，交易机会转瞬即逝，鉴于二永债整体波动率的回升，拉长久期操作的难度依然偏大，故建议仍以 3-5 年期品种为底仓，等待偏长久期品种调整中的机会。

● 风险提示：

政策发展不及预期，市场波动加大。

目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1 行情回顾：保险增配，大行长久期二永债走出独立行情..... | 4 |
| 2 展望：长端向传导短端有限，交易难度依然偏大 | 7 |
| 3、风险提示..... | 11 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 各类信用债收益率下行情况 (% , bp) | 4 |
| 图表 2: 信用利差分位数及变动情况 (%) | 5 |
| 图表 3: 期限利差分位数及变动情况 (%) | 5 |
| 图表 4: 机构净买入“其他”类债券情况 (亿元) | 6 |
| 图表 5: 7 年期左右二级资本债主要成交主体..... | 7 |
| 图表 6: 2022 年以来历次结构性分化行情区间走势情况 (%) | 8 |
| 图表 7: 2025 年 12 月中旬以来二级资本债收益率分位数变动情况 (%) | 10 |
| 图表 8: 2025 年 12 月中旬以来二级资本债信用利差分位数变动情况 (%) | 10 |

1月第三周，随着债市整体情绪的修复，二永债收益率也出现一定幅度的下行，其中长端品种表现尤为突出，下行幅度显著高于短端，并在同期限信用债中表现亮眼。这一波行情中资金流向、配置偏好如何，未来趋势如何展望？本文将对此进行分析。

1 行情回顾：保险增配，大行长久期二永债走出独立行情

二永债长端下行幅度显著高于短端。回顾1月第三周行情，二级资本债方面，1年期收益率仅下行约1bp，而7年期和10年期收益率分别下行9.61和8.84个bp，呈现明显的拉久期行为。永续债也呈现类似特征，短端1-3年下行幅度在1-3bp附近，而7-10年期则下行9.61和8.98bp。横向比较来看，普信债的中短票和商金债长端下行幅度较为温和，7-10年期收益率仅下行2-3bp，城投债长端下行幅度也相对有限。整体而言，二永债市场呈现鲜明的“长端领涨”特征，在信用债各品种中表现最为突出。

图表1：各类信用债收益率下行情况（%，bp）

| 指标 | 2026-01-12 | 2026-01-16 | 5天累计变化（BP） |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|
| 中债中短期票据到期收益率（AAA+）：1年 | 1.6775 | 1.685 | 0.75 |
| 中债中短期票据到期收益率（AAA+）：2年 | 1.7961 | 1.7857 | -1.04 |
| 中债中短期票据到期收益率（AAA+）：3年 | 1.8802 | 1.8746 | -0.56 |
| 中债中短期票据到期收益率（AAA+）：5年 | 2.0117 | 1.9906 | -2.11 |
| 中债中短期票据到期收益率（AAA+）：7年 | 2.1989 | 2.1741 | -2.48 |
| 中债中短期票据到期收益率（AAA+）：10年 | 2.3714 | 2.3367 | -3.47 |
| 中债商业银行二级资本债到期收益率（AAA-）：1年 | 1.7093 | 1.6989 | -1.04 |
| 中债商业银行二级资本债到期收益率（AAA-）：2年 | 1.7968 | 1.7747 | -2.21 |
| 中债商业银行二级资本债到期收益率（AAA-）：3年 | 1.9582 | 1.9221 | -3.61 |
| 中债商业银行二级资本债到期收益率（AAA-）：5年 | 2.2165 | 2.1669 | -4.96 |
| 中债商业银行二级资本债到期收益率（AAA-）：7年 | 2.4384 | 2.3423 | -9.61 |
| 中债商业银行二级资本债到期收益率（AAA-）：10年 | 2.5701 | 2.4817 | -8.84 |
| 中债商业银行无固定期限资本债（行权）到期收益率（AAA-）：1年 | 1.7141 | 1.7036 | -1.05 |
| 中债商业银行无固定期限资本债（行权）到期收益率（AAA-）：2年 | 1.8414 | 1.8131 | -2.83 |
| 中债商业银行无固定期限资本债（行权）到期收益率（AAA-）：3年 | 2.0026 | 1.9687 | -3.39 |
| 中债商业银行无固定期限资本债（行权）到期收益率（AAA-）：5年 | 2.2623 | 2.2242 | -3.81 |
| 中债商业银行无固定期限资本债（行权）到期收益率（AAA-）：7年 | 2.5039 | 2.4078 | -9.61 |
| 中债商业银行无固定期限资本债（行权）到期收益率（AAA-）：10年 | 2.6442 | 2.5544 | -8.98 |
| 中债商业银行普通债到期收益率（AAA）：1年 | 1.6649 | 1.6477 | -1.72 |
| 中债商业银行普通债到期收益率（AAA）：2年 | 1.7419 | 1.7176 | -2.43 |
| 中债商业银行普通债到期收益率（AAA）：3年 | 1.8371 | 1.8072 | -2.99 |
| 中债商业银行普通债到期收益率（AAA）：5年 | 1.8682 | 1.847 | -2.12 |
| 中债商业银行普通债到期收益率（AAA）：7年 | 2.1062 | 2.0814 | -2.48 |
| 中债商业银行普通债到期收益率（AAA）：10年 | 2.2819 | 2.2472 | -3.47 |
| 中债城投债到期收益率（AAA）：1年 | 1.702 | 1.7091 | 0.71 |
| 中债城投债到期收益率（AAA）：2年 | 1.8022 | 1.8036 | 0.14 |
| 中债城投债到期收益率（AAA）：3年 | 1.8987 | 1.8857 | -1.3 |
| 中债城投债到期收益率（AAA）：5年 | 2.0229 | 2.0009 | -2.2 |
| 中债城投债到期收益率（AAA）：7年 | 2.3018 | 2.2448 | -5.7 |
| 中债城投债到期收益率（AAA）：10年 | 2.4449 | 2.4196 | -2.53 |

资料来源：iFind，中邮证券研究所

信用利差分位数普遍呈现压缩态势，二永债长久期利差修复力度最为突出。

从信用利差分位数看，二级资本债 10 年期利差分位数大幅下降 20.70 个百分点至 43.23%，7 年期也下降 15.61 个百分点至 44.37%，修复幅度远超 1-3 年期等中短期券种，形成陡峭化的期限利差压缩格局。并且这一趋势在横向比较维度上也明显领先中短期票据、城投债等其他信用债品种，或主要因为 7-10 年期二永债期限利差与信用利差均处于历史较高分位，成为配置型资金拉长久期的首选。7Y-5Y 期限利差分位数下行较多。从期限利差分位数变动来看，7Y-5Y 期限利差分位数下行明显，其中二级资本债下降 12.01 个百分点，永续债下降 14.23 个百分点，显著高于其他期限利差变动幅度。说明 7 年期二永债的收益率下行幅度更大，配置资金对该期限品种的偏好明显抬升。

图表2：信用利差分位数及变动情况（%）

| 利差分位数 | 2026-01-12 | 2026-01-16 | 5天累计变化 |
|---------------------------------------|------------|------------|---------|
| 中债中短期票据到期收益率(AAA-)：1年_分位数 | 4.35 | 3.66 | (0.69) |
| 中债中短期票据到期收益率(AAA-)：2年_分位数 | 1.19 | 0.89 | (0.30) |
| 中债中短期票据到期收益率(AAA-)：3年_分位数 | 3.75 | 4.94 | 1.19 |
| 中债中短期票据到期收益率(AAA-)：5年_分位数 | 1.58 | 2.27 | 0.69 |
| 中债中短期票据到期收益率(AAA-)：7年_分位数 | 24.90 | 20.65 | (4.25) |
| 中债中短期票据到期收益率(AAA-)：10年_分位数 | 33.45 | 22.78 | (10.67) |
| 中债商业银行二级资本债到期收益率(AAA-)：1年_分位数 | 5.14 | 4.15 | (0.99) |
| 中债商业银行二级资本债到期收益率(AAA-)：2年_分位数 | 0.89 | 0.30 | (0.59) |
| 中债商业银行二级资本债到期收益率(AAA-)：3年_分位数 | 17.24 | 11.36 | (5.88) |
| 中债商业银行二级资本债到期收益率(AAA-)：5年_分位数 | 31.32 | 25.49 | (5.83) |
| 中债商业银行二级资本债到期收益率(AAA-)：7年_分位数 | 59.98 | 44.37 | (15.61) |
| 中债商业银行二级资本债到期收益率(AAA-)：10年_分位数 | 63.93 | 43.23 | (20.70) |
| 中债商业银行无固定期限资本债(行权)到期收益率(AAA-)：1年_分位数 | 4.64 | 4.05 | (0.59) |
| 中债商业银行无固定期限资本债(行权)到期收益率(AAA-)：2年_分位数 | 0.69 | 0.30 | (0.40) |
| 中债商业银行无固定期限资本债(行权)到期收益率(AAA-)：3年_分位数 | 17.39 | 13.64 | (3.75) |
| 中债商业银行无固定期限资本债(行权)到期收益率(AAA-)：5年_分位数 | 26.09 | 23.52 | (2.57) |
| 中债商业银行无固定期限资本债(行权)到期收益率(AAA-)：7年_分位数 | 51.38 | 41.25 | (10.13) |
| 中债商业银行无固定期限资本债(行权)到期收益率(AAA-)：10年_分位数 | 53.36 | 40.02 | (13.34) |
| 中债商业银行普通债到期收益率(AAA)：1年_分位数 | 5.93 | 3.85 | (2.08) |
| 中债商业银行普通债到期收益率(AAA)：2年_分位数 | 1.09 | 0.40 | (0.69) |
| 中债商业银行普通债到期收益率(AAA)：3年_分位数 | 11.91 | 5.83 | (6.08) |
| 中债商业银行普通债到期收益率(AAA)：5年_分位数 | 0.69 | 1.19 | 0.49 |
| 中债商业银行普通债到期收益率(AAA)：7年_分位数 | 40.22 | 39.28 | (0.94) |
| 中债商业银行普通债到期收益率(AAA)：10年_分位数 | 49.41 | 35.08 | (14.33) |
| 中债城投债到期收益率(AAA)：1年_分位数 | 4.84 | 4.64 | (0.20) |
| 中债城投债到期收益率(AAA)：2年_分位数 | 0.89 | 1.58 | 0.69 |
| 中债城投债到期收益率(AAA)：3年_分位数 | 3.95 | 4.55 | 0.59 |
| 中债城投债到期收益率(AAA)：5年_分位数 | 0.99 | 1.58 | 0.59 |
| 中债城投债到期收益率(AAA)：7年_分位数 | 36.86 | 28.36 | (8.50) |
| 中债城投债到期收益率(AAA)：10年_分位数 | 34.49 | 28.26 | (6.23) |

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表3：期限利差分位数及变动情况（%）

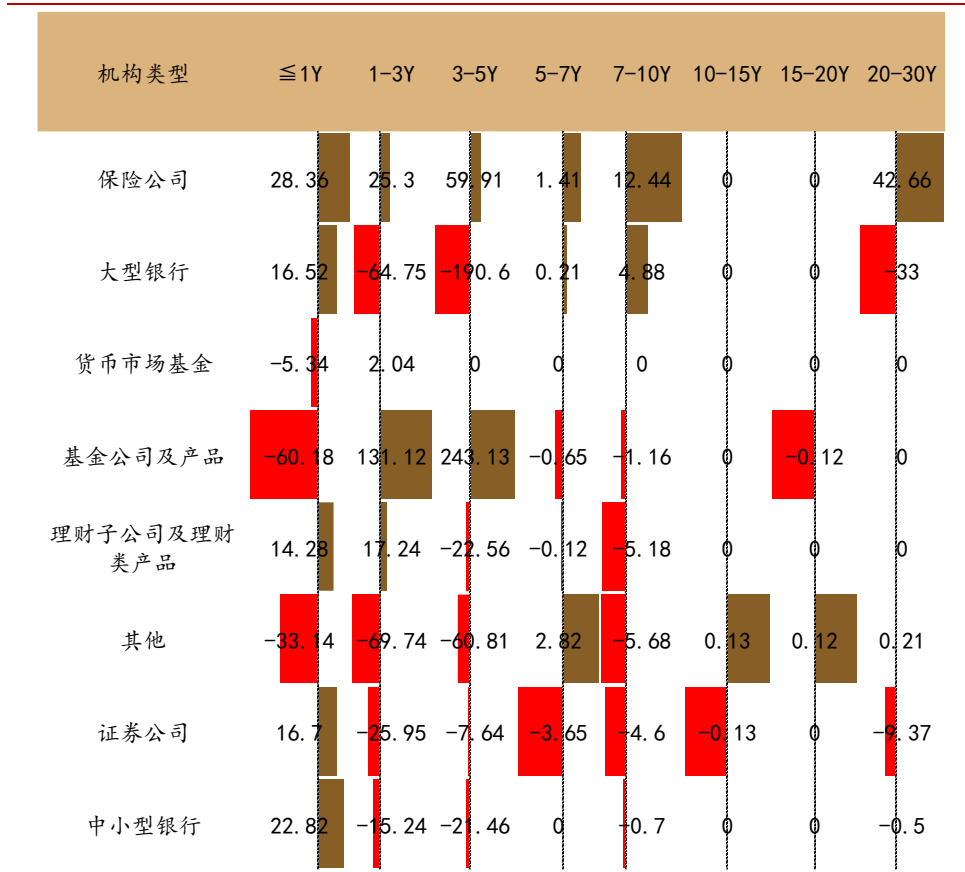
| 期限利差分位数 | 2026-01-12 | 2026-01-16 | 5天累计变化 |
|-------------------------------|------------|------------|---------|
| 中债中短票_AAA-2Y-1Y_分位数 | 39.87 | 29.89 | (9.98) |
| 中债中短票_AAA-3Y-2Y_分位数 | 47.33 | 46.05 | (1.28) |
| 中债中短票_AAA-5Y-3Y_分位数 | 35.38 | 29.74 | (5.63) |
| 中债中短票_AAA-7Y-5Y_分位数 | 91.35 | 87.35 | (4.00) |
| 中债中短票_AAA-10Y-7Y_分位数 | 84.39 | 79.89 | (4.50) |
| 中债商业银行二级资本债_AAA-2Y-1Y_分位数 | 33.00 | 26.98 | (6.03) |
| 中债商业银行二级资本债_AAA-3Y-2Y_分位数 | 53.66 | 51.28 | (2.37) |
| 中债商业银行二级资本债_AAA-5Y-3Y_分位数 | 68.28 | 64.43 | (3.85) |
| 中债商业银行二级资本债_AAA-7Y-5Y_分位数 | 95.50 | 83.50 | (12.01) |
| 中债商业银行二级资本债_AAA-10Y-7Y_分位数 | 94.57 | 95.75 | 1.19 |
| 中债商业银行无固定期限资本债_AAA-2Y-1Y_分位数 | 45.65 | 37.25 | (8.40) |
| 中债商业银行无固定期限资本债_AAA-3Y-2Y_分位数 | 53.06 | 51.48 | (1.58) |
| 中债商业银行无固定期限资本债_AAA-5Y-3Y_分位数 | 63.78 | 62.25 | (1.53) |
| 中债商业银行无固定期限资本债_AAA-7Y-5Y_分位数 | 97.43 | 83.20 | (14.23) |
| 中债商业银行无固定期限资本债_AAA-10Y-7Y_分位数 | 92.98 | 94.37 | 1.38 |
| 中债商业银行普通债_AAA-2Y-1Y_分位数 | 30.43 | 26.28 | (4.15) |
| 中债商业银行普通债_AAA-3Y-2Y_分位数 | 70.45 | 67.64 | (2.82) |
| 中债商业银行普通债_AAA-5Y-3Y_分位数 | 6.42 | 9.58 | 3.16 |
| 中债商业银行普通债_AAA-7Y-5Y_分位数 | 92.29 | 91.16 | (1.14) |
| 中债商业银行普通债_AAA-10Y-7Y_分位数 | 82.41 | 80.04 | (2.37) |
| 中债城投债_AAA-2Y-1Y_分位数 | 34.49 | 31.47 | (3.01) |
| 中债城投债_AAA-3Y-2Y_分位数 | 45.85 | 39.43 | (6.42) |
| 中债城投债_AAA-5Y-3Y_分位数 | 32.16 | 27.42 | (4.74) |
| 中债城投债_AAA-7Y-5Y_分位数 | 88.83 | 86.26 | (2.57) |
| 中债城投债_AAA-10Y-7Y_分位数 | 58.00 | 74.90 | 16.90 |

资料来源：iFind，中邮证券研究所

保险机构增配 7-10 年期，基金增配 3-5 年期。从各机构净买入“其他”债券数据来看，市场配置行为呈现显著结构分化：保险机构长久期债券配置力度明显大于其他机构，在 7-10 年期与 20-30 年期分别净买入 12.44 亿元和 42.66 亿元；基金机构净买入主要集中在中长端，其中 3-5 年期大幅净买入 243.13 亿元，1-3 年期增持 131.12 亿元。其他机构方面，大型银行整体呈现净减持状态，尤其

是 1-3 和 3-5 年期债券，同时增持 1 年以内和 7-10 年期债券；理财子公司、中小型银行和证券公司则主要增持 1 年以内或 1-3 年期债券，同时减持 3-5 年期、5-7 年期和 7-10 年期等中长期债券。

图表4：机构净买入“其他”类债券情况（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

7 年期二级资本债成交集中在国有行，农行、建行占比超九成。具体成交个券上，我们选取实际成交的剩余期限为 6.8-7.2 年的二永债，其发行主体主要为农行、建行、工行和中行等四大国有行，成交量合计 50.8 亿元；其中农行和建行合计 45 亿元，占比约 90%，二者代表个券分别为 23 农行二级资本债 01B 和 23 建行二级资本债 01B，成交量均在 20 亿元以上。成交收益率方面，23 农行二级资本债 01B（7.18+5Y）成交收益率由 2.39%下行至 2.33%，下降约 6.1 个 bp；22 工行二级资本债 05B（6.93+5Y）成交收益率由 2.40%下行至 2.33%，下降约 7 个 bp。

图表5：7 年期左右二级资本债主要成交主体

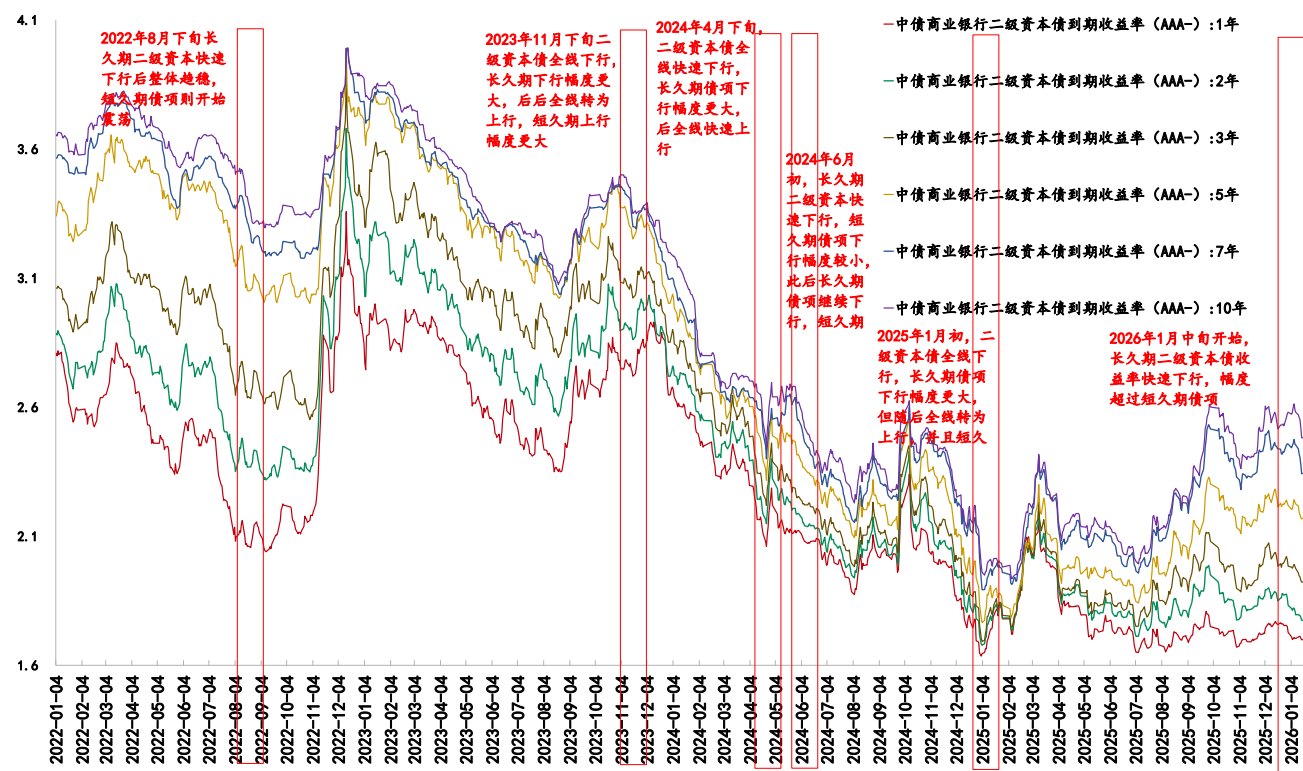
| 银行名称 | 成交笔数 (笔) | 成交量(亿元) | 代表个券 |
|--------------|-------------|---------|--------------|
| 中国农业银行股份有限公司 | 20 | 23.2 | 23农行二级资本债01B |
| 中国建设银行股份有限公司 | 13 | 20.8 | 23建行二级资本债01B |
| 中国工商银行股份有限公司 | 7 | 5.9 | 22工行二级资本债05B |
| 中国银行股份有限公司 | 4 | 0.9 | 23中行二级资本债01B |
| 总计 | 44 | 50.8 | - |

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 展望：长端向传导短端有限，交易难度依然偏大

我们这里选取 2022 年以来出现的类似久期分化行情，筛选标准为：5 个连续交易日内，7-10 年期二级资本债收益率下行幅度最小值大于 5bp，且最大值大于 9bp；5 年期以内二级资本债收益率下行幅度最大值小于 5bp。共计筛选了 5 段区间，分别在 2022.08.23、2023.11.20、2024.04.24、2024.06.06 和 2025.01.07 附近，每轮行情回顾如下：

图表6：2022 年以来历次结构性分化行情区间走势情况（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

（1）2022 年 8 月下旬。2022 年 8 月中旬，各期限收益率百分位数均已下行至个位数；短久期信用利差分位数在 3% 左右，而 7、10 年期信用利差分位数仍在 10% 以上；期限利差分位数方面，在期限利差多呈现下行趋势时，7-5Y 由 30% 左右快速上行至 50%-60% 区间，甚至一度超过 80%。8 月下旬，7、10 年期收益率 5 个交易日累计下行 9bp 左右，信用利差分位数下行至个位数，7-5y 期限利差下行多达 30 个百分点。随后全线转为震荡，第一周 1-3 年期债项收益率上行 3-6bp，5、7 年期上行 2-3bp，10 年期持稳；第二周，各期限又均下行 6bp 左右；之后短久期债项进入震荡区间，长久期债项整体持稳。

（2）2023 年 11 月下旬。2023 年 11 月中旬，短久期二级资本债收益率历史分位数逐步下行至 40% 左右，中长久期收益率分位数维持在 25% 左右；2-1Y、3-2Y 期限利差分位数快速下行至 5% 左右，10-7Y、7-5Y 期限利差分位数则上行至 30%-40% 区间。11 月下旬，长久期二永债收益率快速下行，5 个交易日内收益率下行 10bp 左右，收益率分位数下行 6-9 个百分点，信用利差分位数下行超 20 个百分点，7-5Y 期限利差分位数下行超 17bp。随后，各期限收益率全线转为上行，

1-2 年期收益率在 7 个交易日内累计上行 13bp 左右，超过 5-7 年期的 4-8bp；之后三周长久期债项进入下行通道，中短久期债项继续波动。

(3) 2024 年 4 月下旬。2024 年 4 月中旬，各类点位均接近历史极低值水平，2-10 年期收益率分位数位于 1% 以内，各期限信用利差均在 5% 甚至 1% 以内，2-1Y、3-2Y、5-3Y 期限利差分位数均在 5% 左右，而 7-5Y、10-7Y 期限利差分位数在持续上升至 50% 左右。4 月下旬，长久期债项 5 个交易日内下行 7-9bp，远超过短久期债项。但随后几个交易日各期限收益率快速上行，短久期和长久期债项上行幅度均一度接近 20bp，之后一个月中短久期呈震荡小幅下行趋势，长久期则震荡小幅上行。

(4) 2024 年 6 月初。2024 年 5 月底，各类点位仍然较低，各期限收益率分位数均在 5% 左右，中长久期债项信用利差分位数在 10% 左右，2-1Y、3-2Y、5-3Y 期限利差分位数均在 20% 以内且较为稳定，而 7-5Y 利差分位数快速上行至 70% 以上。6 月初，长久期债项 5 个交易日内下行 7-10bp，远超过短久期债项；长久期信用利差分位数继续下行，而短久期信用债分位数小幅上行；7-5Y 期限利差分位数下行约 9 个百分点，下行幅度远高于短久期信用利差。随后两周，长久期债项收益率继续下行，短久期债项收益率则整体持稳。

(5) 2025 年 1 月初。2024 年 12 月下旬，经过前期大幅下行后，各类点位处于历史极低水平，各期限收益率分位数下行至 1% 左右，但同期信用利差分位数有所上行，2-1Y、3-2Y、5-3Y 期限利差分位数均在 10% 左右甚至 10% 以内，而 7-5Y 利差分位数则在 80% 以上。2025 年 1 月初，长久期债项 5 个交易日内下行 10bp 左右，短久期债项最多仅下行 3bp 左右；同期，7-5Y 期限利差分位数大幅下行近 30 个百分点。随后各期限收益率全线上行，三周内 1 年期上行约 16bp，2-3 年期上行约 12bp，幅度超过长久期。

久期分化行情后，二永债长端向短端传导并非顺畅，且长端继续下行动力有限。综合分析上述行情，有两点值得关注：**(1)** 利差分位数的分化通常是市场分化行情的领先信号。如当短久期信用利差或期限利差分位数加速下行，而长久期债券信用利差或期限利差分位数加速上行时，期限利差对于长久期二永债的保护比较充分，债市整体情绪修复可能带来长久期收益率下行机会。**(2)** 二级资本债收益率呈现长久期品种下行幅度超过短久期这种结构性分化时，未能形成由长

久期向中短久期的顺畅传导。短端受资金价格的约束更强，短端二永债收益率已处于历史较低分位，继续下行空间有限、配置性价比不足。在非牛市环境中，二永债很难形成期限利差压缩后的长短行情轮换，后续长久期二永债走势更多呈现震荡形态。

图表7：2025 年 12 月中旬以来二级资本债收益率分位数变动情况（%）

| 日期 | 中债商业 银行二级 资本债到 期收益率 (AAA-) : 1年_ 百分位数 | 中债商业 银行二级 资本债到 期收益率 (AAA-) : 2年_ 百分位数 | 中债商业 银行二级 资本债到 期收益率 (AAA-) : 3年_ 百分位数 | 中债商业 银行二级 资本债到 期收益率 (AAA-) : 5年_ 百分位数 | 中债商业 银行二级 资本债到 期收益率 (AAA-) : 7年_ 百分位数 | 中债商业 银行二级 资本债到 期收益率 (AAA-) : 10年_ 百分位数 |
|------------|--|--|--|--|--|---|
| 2025/12/10 | 23.4 | 27.94 | 33.82 | 41.31 | 50.13 | 51.47 |
| 2025/12/11 | 22.06 | 22.59 | 31.02 | 39.97 | 45.86 | 49.2 |
| 2025/12/12 | 21.93 | 24.87 | 31.55 | 41.71 | 46.26 | 50 |
| 2025/12/15 | 24.33 | 28.74 | 33.69 | 45.86 | 50.27 | 52.47 |
| 2025/12/16 | 24.87 | 28.48 | 33.96 | 45.99 | 48.13 | 52.01 |
| 2025/12/17 | 23.93 | 27.61 | 32.75 | 43.58 | 47.79 | 50.27 |
| 2025/12/18 | 23.4 | 23.13 | 30.21 | 41.58 | 46.66 | 48.93 |
| 2025/12/19 | 22.59 | 20.99 | 26.87 | 35.96 | 46.52 | 46.66 |
| 2025/12/22 | 24.2 | 23.26 | 28.34 | 39.51 | 46.12 | 48.6 |
| 2025/12/23 | 23.4 | 23.46 | 25.4 | 36.36 | 43.52 | 48.6 |
| 2025/12/24 | 23.8 | 27.41 | 28.88 | 37.57 | 43.52 | 48.8 |
| 2025/12/25 | 22.99 | 26.4 | 28.74 | 38.64 | 45.05 | 49.06 |
| 2025/12/26 | 22.19 | 25.53 | 29.41 | 37.83 | 44.52 | 47.99 |
| 2025/12/29 | 22.33 | 26.74 | 32.22 | 41.18 | 48.8 | 50.53 |
| 2025/12/30 | 21.39 | 22.73 | 30.61 | 39.84 | 49.2 | 52.14 |
| 2025/12/31 | 15.37 | 18.18 | 26.74 | 37.17 | 48.93 | 53.21 |
| 2026/1/4 | 10.43 | 16.31 | 25.53 | 34.43 | 46.79 | 51.87 |
| 2026/1/5 | 7.55 | 14.3 | 25 | 34.76 | 48.4 | 52.47 |
| 2026/1/6 | 8.56 | 16.58 | 26.47 | 39.04 | 49.73 | 54.28 |
| 2026/1/7 | 10.03 | 16.78 | 27.81 | 41.44 | 50.8 | 55.35 |
| 2026/1/8 | 9.36 | 14.04 | 26.6 | 40.37 | 49.06 | 53.61 |
| 2026/1/9 | 9.09 | 9.89 | 24.87 | 38.37 | 48.66 | 52.81 |
| 2026/1/12 | 10.16 | 10.16 | 23.53 | 36.43 | 46.39 | 51.6 |
| 2026/1/13 | 11.23 | 9.36 | 22.99 | 33.16 | 43.72 | 50.8 |
| 2026/1/14 | 11.36 | 8.96 | 22.73 | 31.82 | 41.98 | 49.73 |
| 2026/1/15 | 9.22 | 7.09 | 20.92 | 30.88 | 39.3 | 47.06 |
| 2026/1/16 | 7.02 | 4.68 | 19.79 | 30.48 | 36.9 | 43.98 |

资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：2025 年 12 月中旬以来二级资本债信用利差分位数变动情况（%）

| 日期 | 信用利差- 1年_百分 位数 | 信用利差- 2年_百分 位数 | 信用利差- 3年_百分 位数 | 信用利差- 5年_百分 位数 | 信用利差- 7年_百分 位数 | 信用利差- 10年_百分 位数 |
|------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
| 2025/12/10 | 8.42 | 16.04 | 42.65 | 54.21 | 82.49 | 86.1 |
| 2025/12/11 | 8.16 | 11.23 | 37.83 | 54.01 | 77.67 | 82.49 |
| 2025/12/12 | 7.82 | 14.57 | 37.57 | 54.68 | 73.93 | 82.22 |
| 2025/12/15 | 10.56 | 18.25 | 41.71 | 59.49 | 78.07 | 83.42 |
| 2025/12/16 | 12.3 | 19.92 | 44.52 | 59.68 | 73.73 | 83.16 |
| 2025/12/17 | 11.56 | 25.6 | 46.86 | 58.56 | 80.21 | 84.76 |
| 2025/12/18 | 12.57 | 18.58 | 44.12 | 57.22 | 75.13 | 78.34 |
| 2025/12/19 | 14.71 | 19.39 | 43.98 | 54.95 | 78.61 | 78.61 |
| 2025/12/22 | 15.64 | 24.47 | 47.33 | 56.42 | 74.06 | 78.07 |
| 2025/12/23 | 16.58 | 28.07 | 46.86 | 56.02 | 71.99 | 80.35 |
| 2025/12/24 | 17.38 | 36.1 | 51.34 | 58.02 | 71.99 | 80.08 |
| 2025/12/25 | 20.32 | 35.29 | 49.33 | 58.42 | 76.2 | 79.68 |
| 2025/12/26 | 19.65 | 34.69 | 50.94 | 58.96 | 76.34 | 77.81 |
| 2025/12/29 | 17.78 | 30.48 | 53.61 | 57.75 | 77.94 | 78.21 |
| 2025/12/30 | 16.44 | 22.46 | 47.73 | 54.81 | 78.21 | 80.88 |
| 2025/12/31 | 13.77 | 12.57 | 38.64 | 52.01 | 79.55 | 85.29 |
| 2026/1/4 | 10.96 | 10.7 | 38.9 | 50.53 | 77.81 | 86.23 |
| 2026/1/5 | 6.48 | 4.14 | 35.83 | 45.86 | 76.07 | 84.63 |
| 2026/1/6 | 6.95 | 2.54 | 32.22 | 38.9 | 70.45 | 82.89 |
| 2026/1/7 | 7.49 | 0.53 | 29.95 | 41.04 | 71.66 | 82.35 |
| 2026/1/8 | 7.22 | 1.07 | 30.88 | 41.18 | 70.99 | 80.21 |
| 2026/1/9 | 7.09 | 0.4 | 27.41 | 42.78 | 70.72 | 79.28 |
| 2026/1/12 | 6.68 | 0.8 | 22.66 | 42.11 | 69.25 | 79.14 |
| 2026/1/13 | 6.48 | 0.67 | 18.45 | 35.16 | 68.05 | 76.74 |
| 2026/1/14 | 5.75 | 0.94 | 18.18 | 38.42 | 67.91 | 74.06 |
| 2026/1/15 | 5.48 | 0.27 | 14.17 | 27.27 | 61.1 | 65.37 |
| 2026/1/16 | 5.35 | 0.13 | 15.11 | 34.49 | 56.15 | 57.49 |

资料来源：iFind，中邮证券研究所

中长久期二永债交易难度依然偏大。2025 年末之后，短端二级资本债收益率分位数和信用利差分位数均开始明显下行，1-2 年期收益率分位数下行至 10% 左右，信用利差分位数下行至个位数。与此同时，长久期收益率分位数持续维持在 50% 左右，信用利差分位数则在 80% 左右。故二永债也维持了一定水平的期限利差，其收益率曲线的偏陡形态与利率债相似，是对于后续调整风险的合理定价。但与长久期利率债不同，长久期二永债不存在明显的供给压力，在票息策略占优背景下，适度拉长二永债久期的可操作性要强于利率债拉久期。保险机构年初的季节性配置需求和公募负债端修复后的交易需求，也同样推动了近期二永债期限利差的压缩。不过，交易机会转瞬即逝，鉴于二永债整体波动率的回升，拉长久

期操作的难度依然偏大，故建议仍以 3-5 年期品种为底仓，等待偏长久期品种调整中的机会。

3、风险提示

政策发展不及预期，市场波动加大。

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