

研究所

分析师: 梁伟超  
SAC 登记编号:S1340523070001  
Email: liangweichao@cnpsec.com  
研究助理: 王一  
SAC 登记编号:S1340125070001  
Email: wangyi8@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

## 1月收官，政府债供给压力如何？

### ● 规模与节奏：前置发力回归，增量主要来自地方债

2025 年在赤字率上调带动下，政府债净融资升至约 13.51 万亿元，发行节奏整体平稳，国债重心偏向 5 至 7 月，地方债在 2 至 4 月与 7 至 9 月两段提速。2026 年 1 月政府债净融资约 1.16 万亿元，同比多约 2269.6 亿元，增量主要由地方债贡献，地方债净融资约 7294.4 亿元，国债净融资约 4267.5 亿元。与历史均值相比，2026 年 1 月略偏高，开门靠前发力回归，短期更需关注发行密度对资金面与承接情绪的扰动。

### ● 期限结构：国债中长端放量，地方债超长权重抬升

1 月国债各期限普遍放量，中长期成为增量主力，10 年期发行 1800 亿元，财政前置更多落在中长久期。超长期国债 30 年发行量升至 320 亿元，但在总发行中的占比继续回落。地方债 30 年发行规模增至 2588 亿元，占比升至 30%，明显高于上年同期的 21%，带动地方债加权期限由 16.4 年抬升至 17.7 年。期限中枢拉长后，承接压力更集中在 30 年等超长端，长端波动对整体定价的影响权重上升。

### ● 展望：供给压力前置，聚焦超长端供需再平衡进程

一季度政府债供给维持高位，节奏偏前与久期偏长两重特征叠加，阶段性冲击的核心在于供给集中度提升与超长端占比抬升。国债方面，发行节奏同比相近，但单期规模的调节空间决定了净融资仍可能处于偏高区间，需关注关键期限单期放量对曲线中端与超长端的边际扰动。地方债方面，新增限额提前下达与化债进入收官共同推动发行显著前置，1-2 月在到期压力偏低的背景下形成更集中的净供给，且从 1 月发行结构看超长久期特征延续，供给压力更偏向超长端累积。一级市场反馈显示，近期投标倍数较去年均值有所回落显示债市一级热度回暖有限，但利差同步收敛、30 年期倍数维持相对稳定，指向在当前收益率水平下承接能力暂稳，更多依赖被动配置资金消化，不过随着后续潜在配置力量的回归，发行承接环境将相对改善。在此背景下，短期需继续跟踪发行计划安排与超长期债集中发行日等微观情形对一级定价与二级情绪的阶段性扰动，中期关注期限结构在高供给常态下的需求变化趋势，尤其是超长端需求约束变化对利差与曲线形态的再定价。后续关键变量仍在财政增量安排的落地节奏与结构，包括赤字率设定、特别国债等潜在增量工具，及发行计划安排落地的持续影响。

### ● 风险提示：

政策变化风险。

## 目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1 一月政府债供给：靠前发力回归，发行期限偏长 .....      | 4  |
| 1.1 规模与节奏：开年政府债发行放量，融资进度靠前.....    | 4  |
| 1.2 期限结构：国债相对持稳，地方债期限仍有上升趋势.....   | 4  |
| 1.3 发行招标：近期地方债一级投标情绪尚可，承接能力暂稳..... | 5  |
| 2 一季度展望：供给端久期压力亟待再平衡 .....         | 6  |
| 2.1 发行计划：一季度供给与久期压力或持续偏强 .....     | 6  |
| 2.2 机构需求：保险超长地方债需求或逐步回补 .....      | 7  |
| 2.3 利差比较：发行情绪相对乐观，关注利差回归 .....     | 9  |
| 2.4 政策基调：财政表态偏积极，关注后续发行安排 .....    | 10 |
| 3 风险提示.....                        | 11 |

## 图表目录

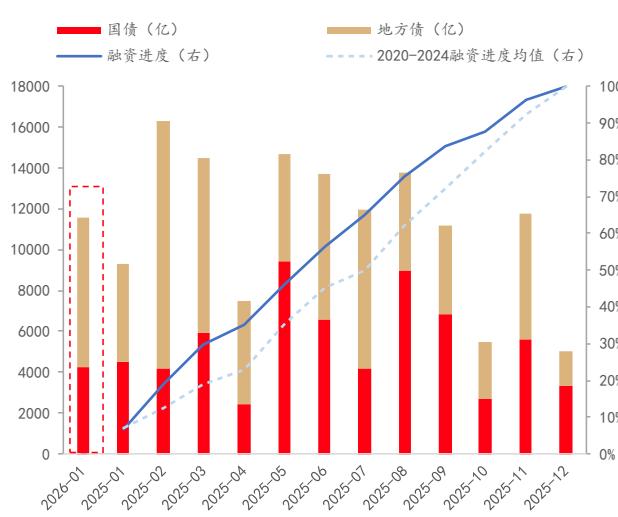
|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 2026 年 1 月政府债发行较去年同期增加.....       | 4  |
| 图表 2: 2026 年 1 月政府债发行占全年预计比重上升.....     | 4  |
| 图表 3: 2026 年 1 月关键期限国债发行同比增量.....       | 5  |
| 图表 4: 2026 年 1 月地方债发行加权期限继续抬升.....      | 5  |
| 图表 5: 2026 年 1 月超长地方债全场倍数有所下行.....      | 6  |
| 图表 6: 2026 年超长地方债-国债利差持稳或下行.....        | 6  |
| 图表 7: 2026 年一季度地方债计划发行规模.....           | 7  |
| 图表 8: 按已披露测算 2026 年一季度地方债融资规模 .....     | 7  |
| 图表 9: 1 月后保险超长地方债配置力度往往恢复.....          | 8  |
| 图表 10: 预计保险 1 月开门红成色尚可，负债规模抬升 .....     | 8  |
| 图表 11: 保险超长债买入额随保费收入增长斜率加大 .....        | 9  |
| 图表 12: 预计保险加配超长地方债空间在 4800-9000 亿 ..... | 9  |
| 图表 13: 超长地方债一二级利差向均值水平回归 .....          | 10 |
| 图表 14: 超长地方债发行利率与国债利差持续修复 .....         | 10 |
| 图表 15: 财政支出“只增不减”，政府债预期发行规模或继续扩张.....   | 11 |

## 1 一月政府债供给：靠前发力回归，发行期限偏长

### 1.1 规模与节奏：开年政府债发行放量，融资进度靠前

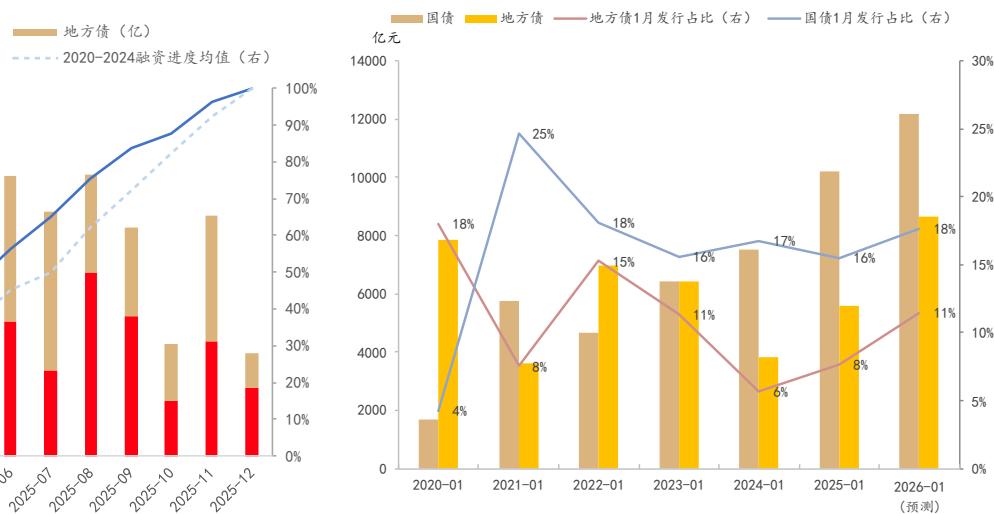
2026 年 1 月政府债发行量较去年同期显著增加，靠前发力趋势似有回归迹象。从 1 月发行情况看，2026 年政府债发行节奏明显前移，合计净融资约 11561.9 亿元，其中国债净融资约 4267.5 亿元，地方债净融资约 7294.4 亿元。较 2025 年 1 月政府债净融资额 9292.3 亿元，今年 1 月合计同比多 2269.6 亿元，增量主要来自地方债部分：地方债净融资较去年同期的 4761.0 亿元增加 2533.4 亿元，国债净融资较去年同期的 4531.3 亿元小幅回落 263.8 亿元。与近年水平比较，2020 年至 2024 年 1 月政府债净融资均值约 10807.4 亿元，2026 年 1 月略高于该均值，并明显高于 2025 年同期。

图表1：2026年1月政府债发行较去年同期增加



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：2026年1月政府债发行占全年预计比重上升

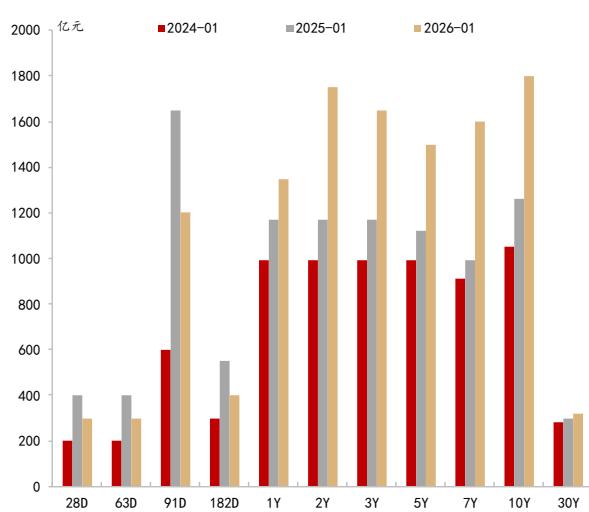


资料来源：Wind，中邮证券研究所

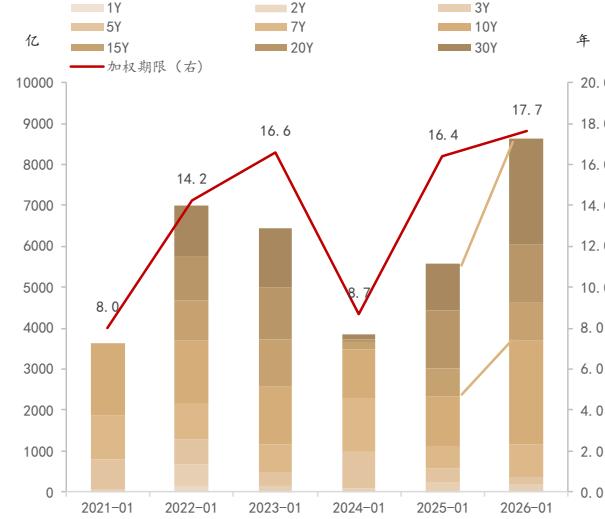
### 1.2 期限结构：国债相对持稳，地方债期限仍有上升趋势

从期限结构看，2026 年 1 月国债供给呈现出各期限普遍放量的特征，而地方债在保持较高发行强度的同时，发行期限相对持稳。(1) 国债方面，2026 年 1 月各主要期限发行规模均明显高于前两年同期，中长期限成为放量主力，其中 2Y、3Y、5Y、7Y 与 10Y 分别达到 1750、1650、1500、1600 和 1800 亿元，显示财政前置发力更多通过中长期品种落地。从超长期限看，30Y 国债发行规模虽由 2024

年的 280 亿元上升至 2026 年的 320 亿元，但其在总发行中的占比却呈持续回落趋势，由 2025 年 1 月的 2.95% 降至 2026 年的 2.63%，普通超长期国债发行量在总发行扩量同时仍保持稳定。**(2) 地方债方面，2026 年 1 月发行规模同比大幅抬升的同时，超长债占比持稳，但加权期限有上升趋势。**分期限看，10 年期地方债发行规模升至 2511 亿元，占比回升至 29%，继续作为重要承载区间；15 年期与 20 年期发行规模分别为 923 亿元和 1438 亿元，整体保持在较高水平；30 年期月底放量，全月发行规模进一步增至 2588 亿元，占总发行比重上升至 30%，明显高于 2025 年的 21%。从整体结构看，2026 年地方债加权期限从去年同期的 16.4 年上行至 17.7 年，反映期限中枢再次拉长，主要由 30 年期占比抬升所推动。在地方债总量维持高位运行的背景下，发行端对超长期限的依赖重新增强，期限结构由此前向中长期回摆的状态，转向中长期与超长期同步放量、且超长端权重明显上升的格局，意味着市场承接压力将更多集中在 30 年超长期品种。

**图表3：2026年1月关键期限国债发行同比增量**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

**图表4：2026年1月地方债发行加权期限继续抬升**


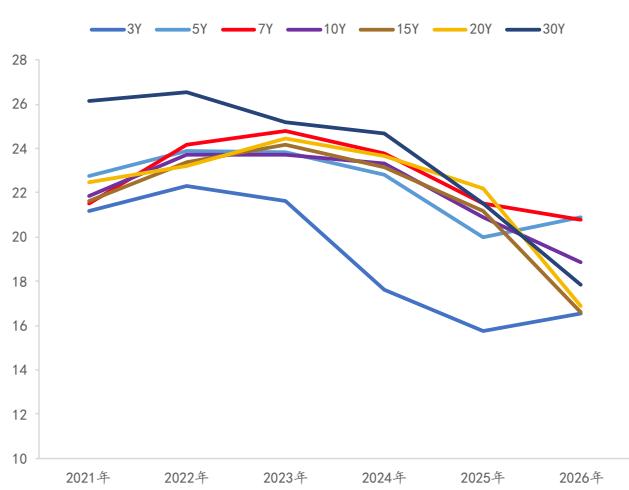
资料来源：Wind，中邮证券研究所

### 1.3 发行招标：近期地方债一级投标情绪尚可，承接能力暂稳

从一级市场表现看，2026 年 1 月地方债发行整体保持平稳，但资金参与强度较前期有所回落。**(1) 发行全场倍数方面，今年以来地方债发行招标 10 年期约为 15 倍，低于 2025 年约 21 倍的平均水平；15 年期与 20 年期在 20 倍左右，也较 2025 年分别约 21 倍和 22 倍有所下降；30 年期约为 22 倍，与 2025 年均值大体相当。整体来看，2026 年 1 月地方债一级市场的参与资金密集程度持续回**

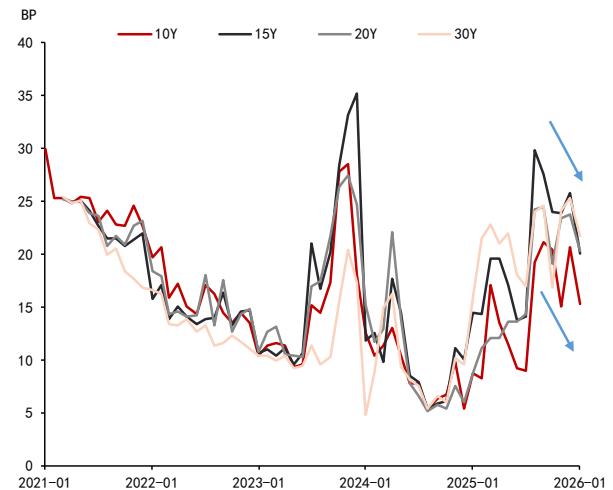
落，发行更多依靠被动资金承接。**(2) 发行定价方面**，2026年1月地方债与国债利差处于相对收敛区间，10年期利差约15bp，15年期与20年期在20bp附近，30年期约22bp，较2025年中后期普遍处于20-25bp以上的水平明显回落，显示在当前收益率条件下，地方超长期债的供需关系仍保持相对稳定。综合来看，与2025年平均水平相比，2026年1月地方债一级市场承接结果尚可，但市场热度仍未有太大变化，在供给维持高位，尤其是超长端继续集中发行的背景下，市场对流动性环境与利率定价环境的依赖度将有所提高。

图表5：2026年1月超长地方债全场倍数有所下行



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：2026年超长地方债-国债利差持稳或下行



资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 2 一季度展望：供给端久期压力亟待再平衡

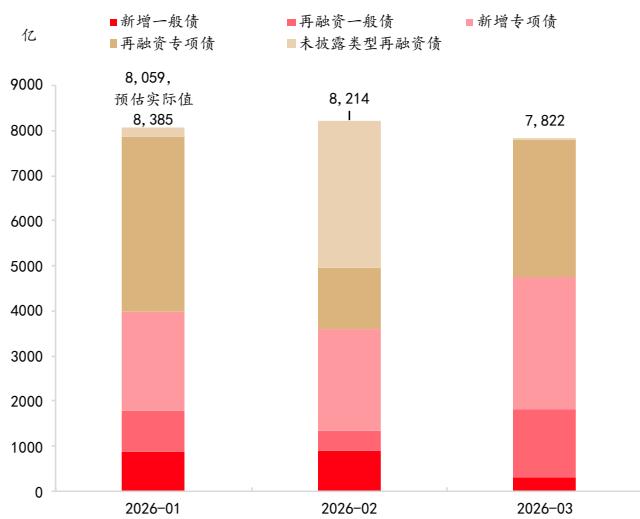
### 2.1 发行计划：一季度供给与久期压力或持续偏强

整体来看，结合我们此前的年度展望，2026年政府债供给总量将继续维持在高位，国债发行节奏或较上一年度相对平稳，以为地方债前置发行留出空间；但考虑特别国债安排尚存不确定性以及财政政策“稳开局”的诉求，一季度国债净融资仍将处于相对高位区间，预计单季净融资规模0.5-1.5万亿元；地方债方面，在提前下达新增限额与化债政策进入收官阶段的共同作用下，发行节奏更具前置特征，一、二季度或成为全年供给高峰，预计单季净融资水平2.45-2.47万亿元。

**(1) 国债方面**，从财政部公布的一季度发行安排来看，关键期限国债、短期国债和超长期一般国债发行节奏均与历史同期相近，因此发行强度更多通过确

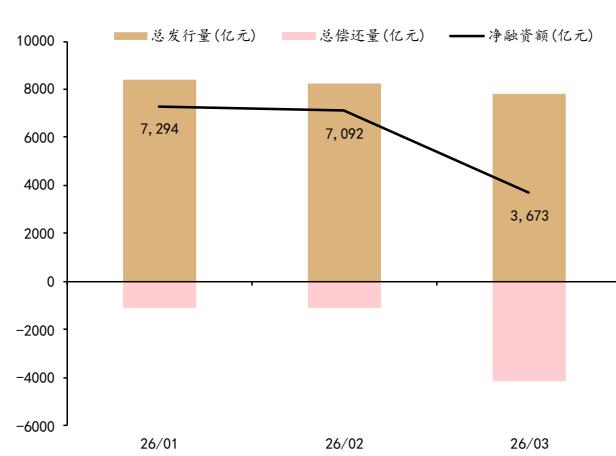
定单期规模调节，建议关注2月4日发行2年期国债的计划规模。**(2) 地方债方面**，根据企业预警通统计，1-3月地方债预计发行规模约2.44万亿元，其中1月预计发行8385.1亿元，2月已披露8214.4亿元，3月已披露7821.8亿元，月均处于8000亿元左右的高位区间，显示地方债阶段性供给压力偏高。从净融资角度看，根据已披露数据推算的一季度地方债净融资规模约1.81万亿元。分月看，1月净融资约7294亿元，2月约7092亿元，3月约3673亿元，呈现出前高后降的特征。结合到期压力看，1-2月偿还规模相对较低，使得新增与再融资债形成较为集中的净供给，而3月随着到期量明显上升，视时间推移，3月计划数据或继续增长，关注后续发行安排的陆续披露。从1月发行情况看，后续地方债或仍将继续保持高久期的发行特征，需求端将持续承压。

图表7：2026年一季度地方债计划发行规模



资料来源：Wind，企业预警通，中邮证券研究所

图表8：按已披露测算2026年一季度地方债融资规模



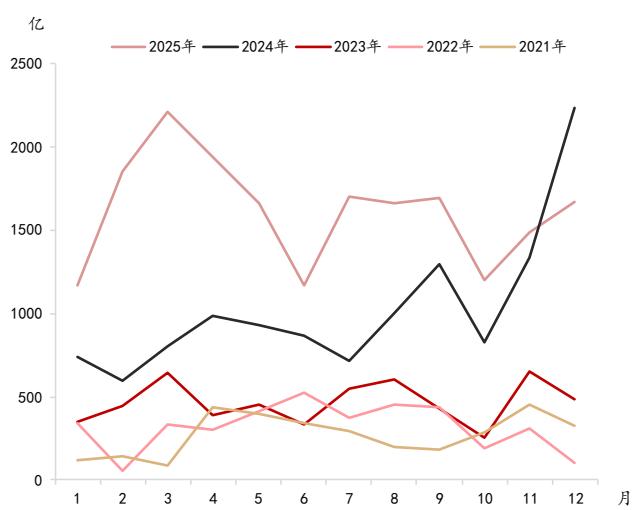
资料来源：Wind，企业预警通，中邮证券研究所

## 2.2 机构需求：保险超长地方债需求或逐步回补

**保险端权益配置抬升对超长端形成阶段性挤压，但后续存在边际修复空间。**在低利率环境与监管引导下，保险资金资产结构持续向权益与股权类资产倾斜，存款收益能力下降后，到期资金更多转向权益与基金配置，对传统长期固收资产形成阶段性挤出效应。在偿二代二期与新会计准则框架下，保险机构更加重视资产波动对偿付能力与利润表稳定性的影响，对久期极长、价格敏感度较高的30年期国债等高波动品种保持相对谨慎，使其在政府债超长期限放量阶段的边际承接相对保守。**(1) 资产端：现券交易维度显示，保险资金对超长地方债的配置存**

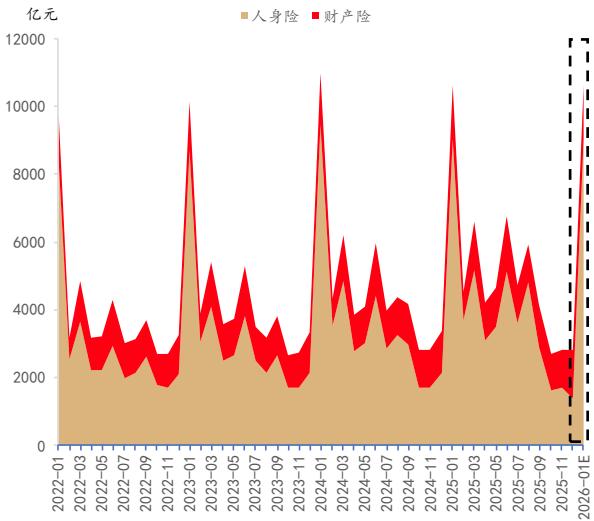
**在较强季节性。**年初阶段往往以权益集中配置为主，叠加开门红资金调度与账簿再平衡需求，1月对超长地方债的净买入通常偏弱。随着权益配置阶段性告一段落，保险对久期资产的再配置需求回升，对超长地方债的买入力度往往在年内逐步修复，并在中后期更为集中。**(2) 负债端：保费端的扩张为后续债券加配提供基础。**按照前期保费收入增速推算，2025年保险负债端规模增速有望在6%左右，其中久期更长的人身险增速或在7%左右。在低利率环境下，年初开门红成色预计相对充足，新增负债对长期限资产的匹配需求仍在，为保险后续提升30年期国债与超长期地方债配置强度提供资金与久期约束两方面的支撑。

图表9：1月后保险超长地方债配置力度往往恢复



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

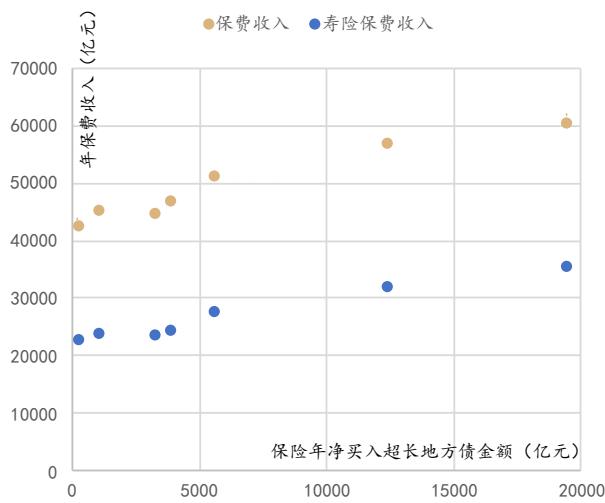
图表10：预计保险1月开门红成色尚可，负债规模抬升



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

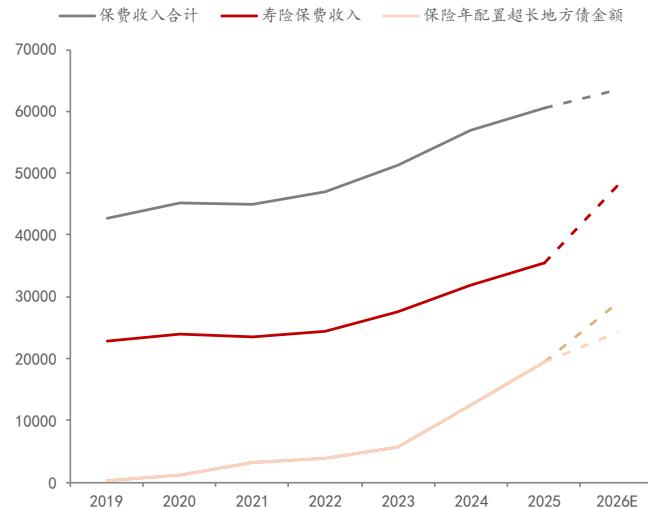
**(3) 资产负债联立看，保险超长地方债能力或较为乐观：**从资产端配置行为与负债端扩张的联动关系看，保险对超长地方债的配置强度呈抬升趋势，且近年配置占保费收入比重的上行速度有所加快，寿险表现更为突出。测算显示，2025年寿险超长地方债配置占其保费比重预计由2024年的39%提升至55%，对应现券买入数据显示，2025年保险累计净买入超长地方债约1.94万亿元。在保费收入按当前增速外推的假设下，若2026年保险对超长地方债的配置占发行比重企稳，测算其配置空间或较2025年扩增1000-6700亿元；若该比例按增速放缓口径测算，配置空间或扩增4800-9600亿元。两种情形下的承接能力均偏积极。对照此前政府债发行年度测算，若地方债超长期限发行占比保持不变，2025年占比约67%，则超长地方债供给增量或在3000-5000亿元区间，保险端潜在扩容空间对后续超长端供给形成重要支撑。

图表11：保险超长债买入额随保费收入增长斜率加大



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表12：预计保险加配超长地方债空间在4800-9000亿

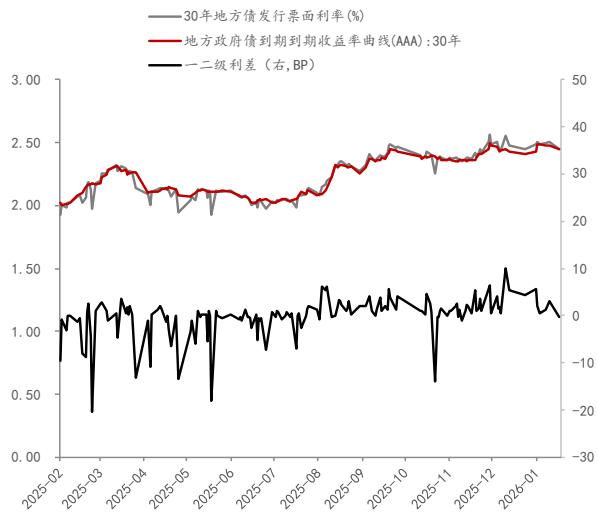


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

### 2.3 利差比较：发行情绪相对乐观，关注利差回归

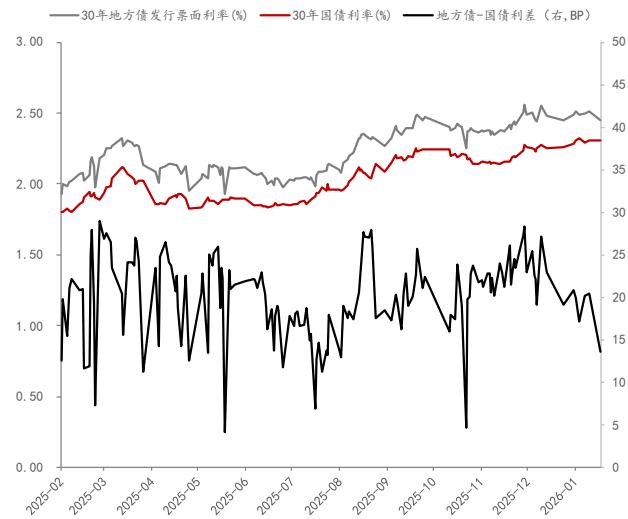
从利差反映的相对性价比来看，2026年1月以来，超长期地方债定价呈现出利差收敛与发行利率稳定修复的特征，如1月23日当周，四川地方债发行加点仅高于国债13BP，后续一级市场或更加乐观。30年地方债发行利率与二级市场收益率之间的偏离幅度收窄，说明一级定价与二级估值的匹配度提升，发行压力边际缓和，但改善趋势仍待观察。同时，地方债-国债之间的利差在持续高企后逐步回落，已回落至历史均值区间，反映在供给集中预期释出、权益市场行情出现波动后，地方债需求侧情绪正在出现缓解。整体来看，2026年初以来超长期地方债已进入以利差修复为主的再平衡阶段，市场吸收增量供给的能力正逐渐恢复，供需逐渐再平衡。

图表13：超长地方债一二级利差向均值水平回归



资料来源：Wind, 同花顺, 中邮证券研究所

图表14：超长地方债发行利率与国债利差持续修复

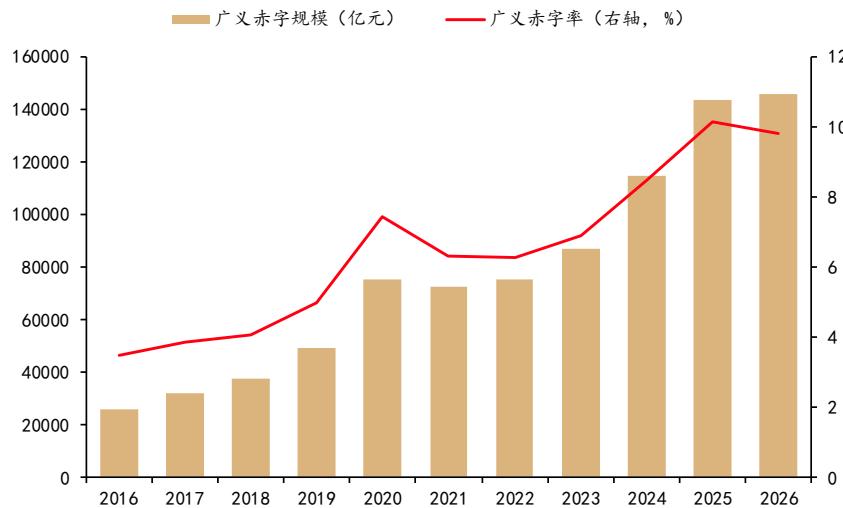


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

## 2.4 政策基调：财政表态偏积极，关注后续发行安排

**政策表态奠定财政政策积极基调。**从1月20日召开的国新办发布会信息看，2026年财政政策延续更加积极取向，核心特征可以概括为四点：一是总量维持高强度，财政赤字、政府债务规模和支出总量保持必要水平，确保支出力度只增不减，为稳增长和稳预期提供持续支撑；二是结构更加聚焦，通过优化支出结构与零基预算理念，将更多资金投向提振消费、民生保障、科技创新和制造业升级，同时继续安排超长期特别国债用于“两重”“两新”；三是效率导向更强，强化专项债项目管理和自审自发试点，提高债券资金使用效率，并通过财政金融协同放大政策乘数效应；四是化债与发展并行，在继续推进隐性债务置换和降低地方融资成本的同时，注重财政中长期可持续性，推动地方债务风险逐步收敛。

图表15：财政支出“只增不减”，政府债预期发行规模或继续扩张



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

总结来看，一季度政府债供给维持高位，节奏偏前与久期偏长两重特征叠加，阶段性冲击的核心在于供给集中度提升与超长端占比抬升。国债方面，发行节奏同比相近，但单期规模的调节空间决定了净融资仍可能处于偏高区间，需关注关键期限单期放量对曲线中端与超长端的边际扰动。地方债方面，新增限额提前下达与化债进入收官共同推动发行显著前置，1-2月在到期压力偏低的背景下形成更集中的净供给，且从1月发行结构看超长久期特征延续，供给压力更偏向超长端累积。一级市场反馈显示，近期投标倍数较去年均值有所回落显示债市一级热度回暖有限，但利差同步收敛、30年期倍数维持相对稳定，指向在当前收益率水平下承接能力暂稳，更多依赖被动配置资金消化，不过随着后续潜在配置力量的回归，发行承接环境将相对改善。在此背景下，短期需继续跟踪发行计划安排与超长期债集中发行日等微观情形对一级定价与二级情绪的阶段性扰动，中期关注期限结构在高供给常态下的需求变化趋势，尤其是超长端需求约束变化对利差与曲线形态的再定价。后续关键变量仍在财政增量安排的落地节奏与结构，包括赤字率设定、特别国债等潜在增量工具，以及下一阶段发行计划披露对一二级情绪与风险偏好的持续影响。

### 3 风险提示

政策变化风险。

## 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：<br>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。<br>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