



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

《超长期限暂时降温——信用周报
20250702》 - 2025.07.02

固收周报

策略选择“骑虎难下”？

——流动性周报 20250706

● 持仓待涨，伺机止盈

资金利率下行突破政策利率，资金宽松到位。7月上旬或是三季度最宽松的时间窗口，后续资金面仍会存在季节波动，如7月中偏大的税期和7月末至8月集中发行的政府债券等因素的影响仍在，但资金面将整体保持稳定宽松态势，机构不宜过度揣测所谓政策意图来外推资金面的变化，资金波动风险并不大。

同业存单利率下行至波动中枢，短端品种到位。从走廊角度看，1年国股行NCD利率的下限和上限在1.4%-1.8%，中枢在1.6%附近；从交易角度看，1年期国股行NCD利率在下半年的顶或在1.7%，三季度的底或在1.55%附近。当前同业存单利率与资金移动中枢已经再次回到小幅倒挂状态，同业存单利率下行基本到位。

公募仓位和久期升至高位，缺乏增量资金“抬轿子”，策略选择“骑虎难下”。资金仍在宽松状态，杠杆没有降低的必要；短端已经下行到位，长短切换性价比比较低，仓位从长久期切换几乎没有可替代选项。机构担心交易盘拥挤造成踩踏风险，但似乎又看不到触发风险的因素。

重申观点：长端利率下行若出现在三季度末，可能演化成“中枢下行行情”；若抢跑至三季度初，大概率是“交易性行情”。我们一再强调，三季度债市的主线依然是负债修复和收益修复。低波动导致一致行为，一致行为可能放大波动。若债市的行情过早出现，波动性可能也随之放大，使得收益率下行局限于交易性行情，而非中枢下行行情。

建议机构持仓待涨，伺机止盈。(1)第一周附近的流动性宽松期和最后一周的政策博弈期，可能是债市情绪升温的时间窗口。月初一周受权益市场情绪影响，第二周流动性宽松继续强化，股市边际若有所降温，可能出现交易性行情。**(2)**1年期国债以资金定价逻辑来看低点也仅在1.3%上方。10年减1年的国债期限利差已经回升至31BP，有小幅压缩空间。交易依然可以持仓待涨，初步看1年国债到1.3%时，10年国债可能回落至1.6%附近，适度止盈，博弈小幅下行空间。

(3)长端的突破性下行需要“陡峭幻觉”出现，即大行或央行为短端买盘提供增量，使得1年期国债脱离合理比价，进一步下行至1.3%以下，此时长端有较强冲击的前低动力。再依照上文“交易性行情”逻辑，坚决止盈，把握7月行情“胜负手”。

● 风险提示：

流动性超预期收紧

目录

1 策略选择“骑虎难下”？	4
2 风险提示	8

图表目录

图表 1: 7月第一周, DR001 盘中利率跌破 1.3%.....	4
图表 2: 7月第一周, DR007 盘中利率跌破 1.4%.....	4
图表 3: 资金价格中枢仍在下行趋势中.....	5
图表 4: 7月末通常有资金价格的季节性波动.....	5
图表 5: 同业存单利率下行后与资金移动平均中枢倒挂.....	6
图表 6: 1年国股行 NCD 利率下行至 1.6%中枢附近.....	6
图表 7: 年内定期存款到期比例偏高, 存款成本下行.....	7
图表 8: 上半年债市投资收益率偏负, 收益仍在修复.....	7
图表 9: 1年期国债收益率接近低位, 需要增量买盘.....	8
图表 10: 10 减 1 期限利差走阔后, 有小幅压缩空间.....	8

1 策略选择“骑虎难下”？

资金利率下行突破政策利率，资金宽松到位。我们前期的资金观点是7D资金加权中枢下行至1.4%的政策利率附近，不排除个别时点出现低于政策利率的情况。7月初第一周，DR001盘中价格向下突破1.3%，DR007盘中价格向下突破1.4%，我们预期的资金面宽松已经兑现到位。往后看，7月初可能是三季度最宽松的时间窗口，因为跨季后的资金需求回落和资金价格的季节性下行。但这并不意味着，资金面后续会有所收紧，三季度再贷款类工具和政策性金融工具负债端的PSL均大概率加量投放，央行中长期流动性会有增量；同时银行负债端修复至平稳状态，资金面欠缺明显调整的自然因素。故7月上旬或是三季度最宽松的时间窗口，后续资金面仍会存在季节波动，如7月中偏大的税期和7月末至8月集中发行的政府债券等因素的影响仍在，但资金面将整体保持稳定宽松态势，机构不宜过度揣测所谓政策意图来外推资金面的变化，资金波动风险并不大。

图表 1：7 月第一周，DR001 盘中利率跌破 1.3%

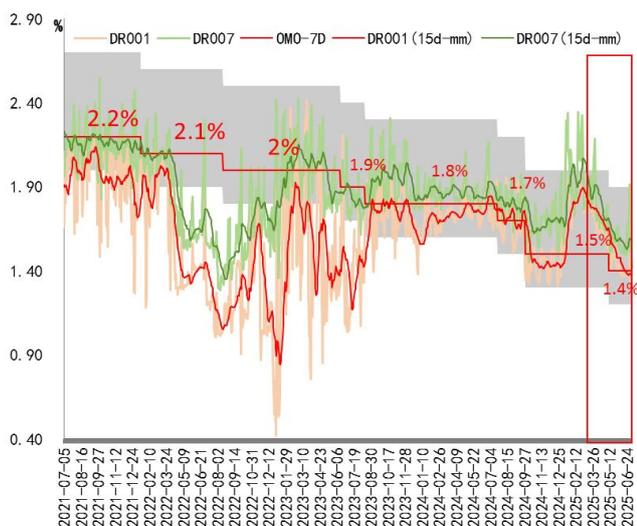


资料来源：iFind，中邮证券研究所

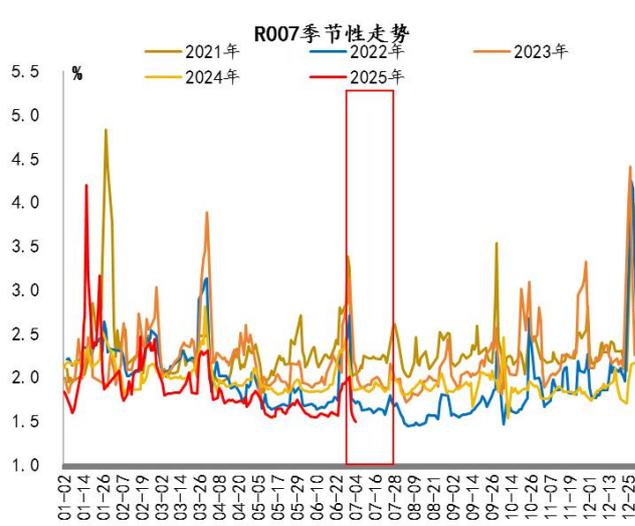
图表 2：7 月第一周，DR007 盘中利率跌破 1.4%



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表 3：资金价格中枢仍在下行趋势中


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表 4：7 月末通常有资金价格的季节性波动


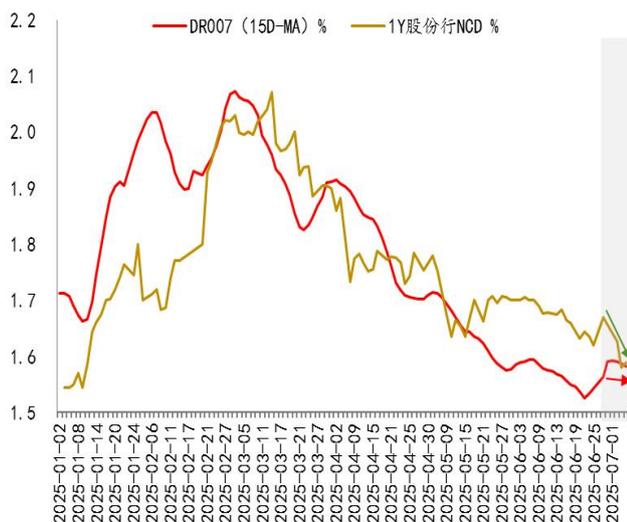
资料来源：iFind，中邮证券研究所

同业存单利率下行至波动中枢，短端品种到位。随着月初 1 年国股行同业存单利率下行至 1.6% 附近，我们关于短端品种定价的判断兑现。**(1) 从走廊角度看，1 年国股行 NCD 利率的下限和上限在 1.4%–1.8%，中枢在 1.6% 附近。**我们前期对同业存单利率走廊的定价思路有过详细分析，简言之可以将资金中长期中枢的 7D 逆回购操作利率作为存单利率定价下限，可以将国股行一般存款最高新增成本作为存单利率定价上限，两者目前的水平在 1.4% 和 1.8%，以 1.6% 为定价中枢；**(2) 从交易角度看，1 年期国股行 NCD 利率在下半年的顶或在 1.7%，第三季度的底或在 1.55% 附近。**1.7% 是 5 月末银行负债预期悲观、到期压力巨大等因素叠加情况下所形成的定价顶，以后续因素来看下半年突破的难度较大；承接上文 7 月上旬是三季度最宽松资金窗口的判断，则同业存单利率或仅有小幅下行空间至 1.55% 附近，即与资金中长期中枢的利差压缩至 15BP 的偏低位置，并且当前同业存单利率与资金移动中枢已经再次回到小幅倒挂状态，同业存单利率下行基本到位。

公募仓位和久期升至高位，缺乏增量资金“抬轿子”，策略选择“骑虎难下”。相对而言，长端利率的下行不及前期市场预期，我们前期提及公募基金“抢跑”思路之下，集中押注后续利率下行，以至于基金久期和杠杆均上行至历史偏高位置。但交易盘欠缺增量资金“抬轿子”，机构充分交易之后，宏观逻辑上并未出现突破性因素，权益市场的上涨又带动了风险偏好的回升，长端收益率下行并不

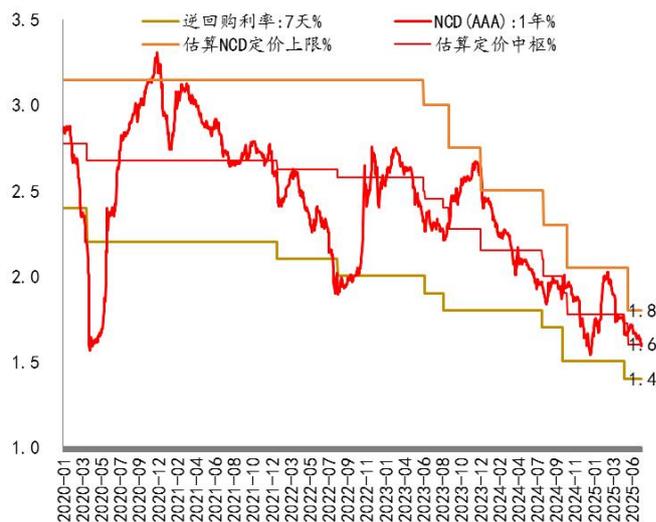
顺畅，依然处于窄幅波动格局中。故当前机构在交易策略选择上“骑虎难下”，资金仍在宽松状态，杠杆没有降低的必要；短端已经下行到位，长短切换性价比比较低，仓位从长久期切换几乎没有可替代选项。机构担心交易盘拥挤造成踩踏风险，但似乎又看不到触发风险的因素。

图表 5：同业存单利率下行后与资金移动平均中枢倒挂



资料来源：iFind，中邮证券研究所

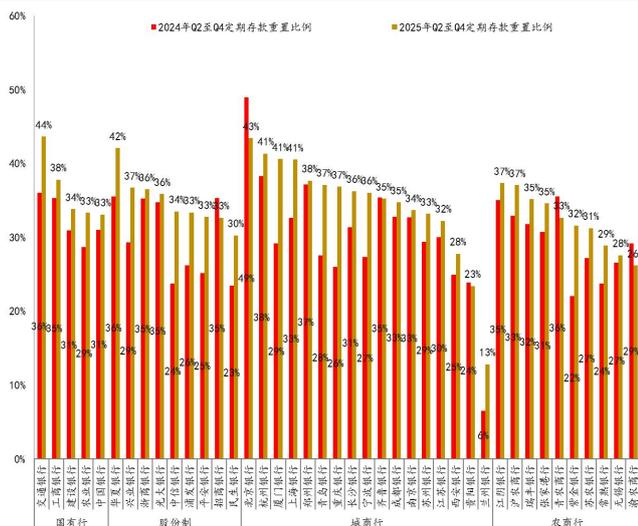
图表 6：1 年国股行 NCD 利率下行至 1.6% 中枢附近



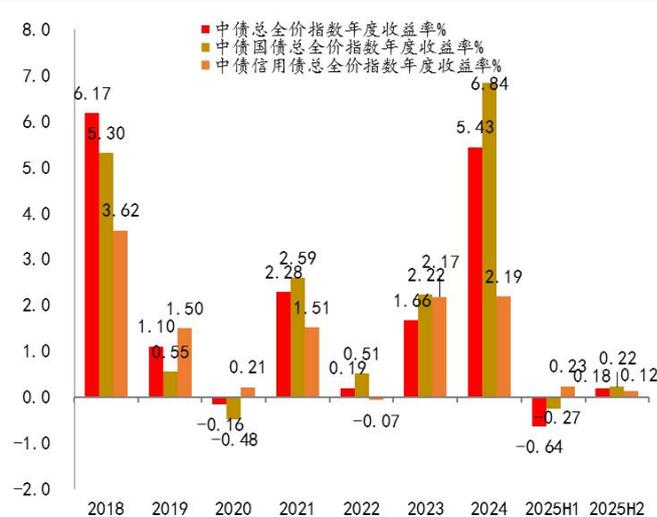
资料来源：iFind，中邮证券研究所

重申观点：长端利率下行若出现在三季度末，可能演化成“中枢下行行情”；若抢跑至三季度初，大概率是“交易性行情”。（1）我们一再强调，三季度债市的主线依然是负债修复和收益修复。负债修复即配置盘负债成本的下行，国股行和中小行在 5 月下旬和 6 月已经先后调降存款利率，当前的传导效率已经快于往年，并且由于年内定期存款到期比例偏高，银行负债成本的下行效果也要好于往年，但这依然需要时间，一个季度是起码的消化周期。保险预定利率的下调预计在 8 月末出现，其负债成本的下行也在途中。故以三季度末之后的视角来看，配置盘负债成本的下行所带来的资产负债定价的修复，可能又可以给长端利率的下行提供一些空间，收益率中枢性下行的机会可能再现。收益修复即产品户年内收益的修复，上半年由于债市的调整和震荡，部分产品户的年内收益依然为负，这使得其博弈交易性机会的意愿不高，市场一致性预期形成的难度提升。（2）低波动行情中，交易盘被迫更卷，相对收益率账户更热衷博弈“二阶导”，即抢跑成为产品户的一致性选择。在调整风险有限的一致预期和下半年行情好于上半年的

一致预期之下，机构“抢跑”三季度行情至7月份。但限于长端收益率在4月下行之后已经处于相对低位，长端收益率若再次下行突破，则又与负债成本倒挂。低波动导致一致行为，一致行为可能放大波动。若债市的行情过早出现，波动性可能也随之放大，使得收益率下行局限于交易性行情，而非中枢下行行情。

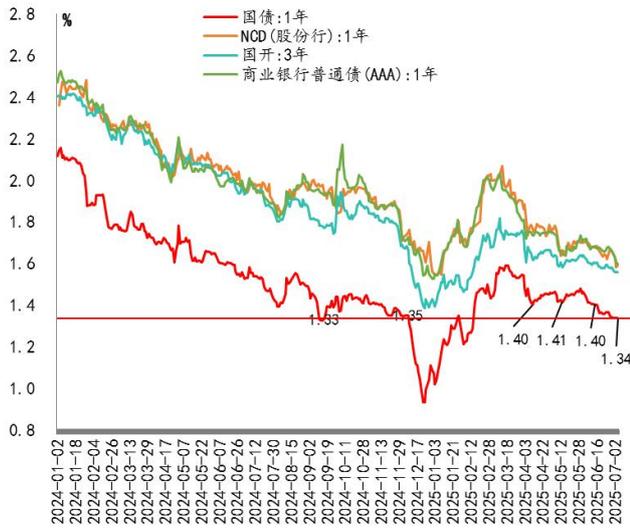
图表 7：年内定期存款到期比例偏高，存款成本下行


资料来源：iFind，中邮证券研究所

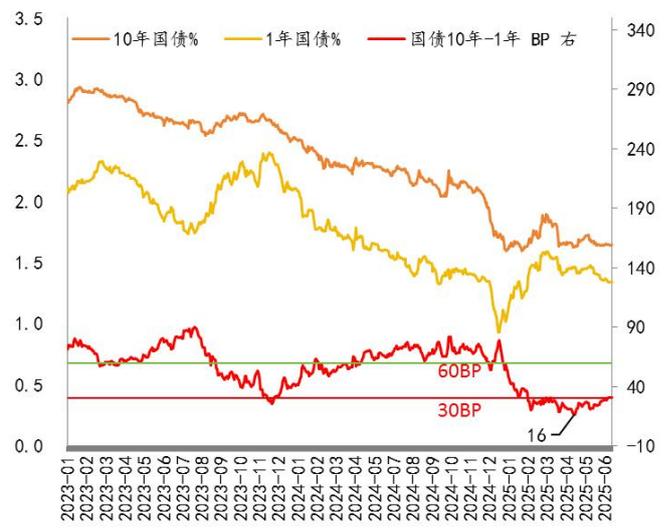
图表 8：上半年债市投资收益率偏负，收益仍在修复


资料来源：iFind，中邮证券研究所

建议机构持仓待涨，伺机止盈。(1) 我们上期周报对7月的交易窗口做出初步判断，即第一周附近的流动性宽松期和最后一周的政策博弈期，可能是债市情绪升温的时间窗口。月初一周受权益市场情绪影响，第二周流动性宽松继续强化，股市边际若有所降温，可能出现交易性行情。(2) 1年期国债已将下行至1.34%附近，若与其他短端品种维持合理比价关系，单纯以资金定价逻辑来看，已经基本下行到位，流动性宽松边际强化后的低点也仅在1.3%上方。至此，10年减1年的国债期限利差已经回升至31BP，有小幅压缩空间。鉴于长短切换空间有限，仓位高一些、久期长一些，其收益波动与短端持仓表现差异不大，且调整风险有限。故长端利率交易依然可以持仓待涨，初步看1年国债到1.3%时，10年国债可能回落至1.6%附近，适度止盈，博弈小幅下行空间。(3) 前期多次讨论，长端的突破性下行需要“陡峭幻觉”出现，即大行或央行为短端买盘提供增量，使得1年期国债脱离合理比价，进一步下行至1.3%以下，此时长端有较强冲击的前低动力。再依照上文“交易性行情”逻辑，坚决止盈，把握7月行情“胜负手”。

图表 9：1 年期国债收益率接近低位，需要增量买盘


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表 10：10 减 1 期限利差走阔后，有小幅压缩空间


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