



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

《长久期中高评级产业债流动性下降——流动性打分周报 20250908》 -  
2025.09.09

固收周报

## 债券定价中的“三个利差” ——流动性周报 20250914

### ● 期限利差已经较为充分定价风险偏好变化

**观点回顾：**短期行情依然承压，当前最重要的是验证长端利率反弹高点逐步降低，只要验证1.8%附近是10年期国债的偏顶部水平，其低于一季度高点的形态，依然可以维持收益率处于下行趋势中的债牛逻辑；中期而言，风险偏好回升更多反映在期限利差的溢价上，极端位置看可能回到50-60BP的水平，但大类资产不仅要定价风险偏好，还要回归基本面；今年9月债市或更倾向于弱势修复，而非重演季节性调整。

**股债行情脱敏后，债市行情仍未修复，公募负债端不确定依然存在。**在收益率曲线对风险偏好的定价反应充分后，股债跷板可能弱化，这正是近期债市投资者所期待的。但收益率略有下行后便触发解套资金的卖出压力，并且公募费率新规对于负债端影响的不确定依然存在，债市仍在调整和修复间徘徊。

**长端收益率新高之后，对于基本面和流动性利多的敏感度也将提升。**社融增速已经显示出见顶迹象，财政政策空间体现在对明年地方债额度的提前下达，而非进一步在年内扩容额度，故政府债券净融资规模将如预期回落，这将促使配置盘力量的回归和债市的企稳。

**流动性宽松的护城河作用依然存在。**资金价格中枢在政策利率附近，并未过低，没有收紧风险，若未来政策利率降息，还有中枢性下行空间。相应的，近期短端品种收益率受市场情绪影响，略微有所上行，这也使短端与资金利差修复，并且后续若政策利率降息重新落地，短端品种仍有中枢性下行机会。

#### 如何衡量债券对于风险偏好的定价？

第一，同业存单与资金利差处于波动区间上沿。

第二，超长端与长端利差定价充分，长短利差也接近历史中枢。

第三，信用利差调整相对滞后，受到防御策略和理财配置盘保护。

总结来看，期限利差已经较为充分定价风险偏好的变化。今年三季度10年期国债累积上行幅度已经接近20BP，过去的15年中仅次于2013、2014、2020年三季度的上行幅度。即使在权益牛市中，股债跷板也通常是一个阶段性特征，流动性宽松往往会触发阶段性股债同涨，利差角度来看，债券配置价值已经有所显现。

### ● 风险提示：

流动性超预期收紧

## 目录

1 债券定价中的“三个利差” .....	4
2 风险提示.....	8

## 图表目录

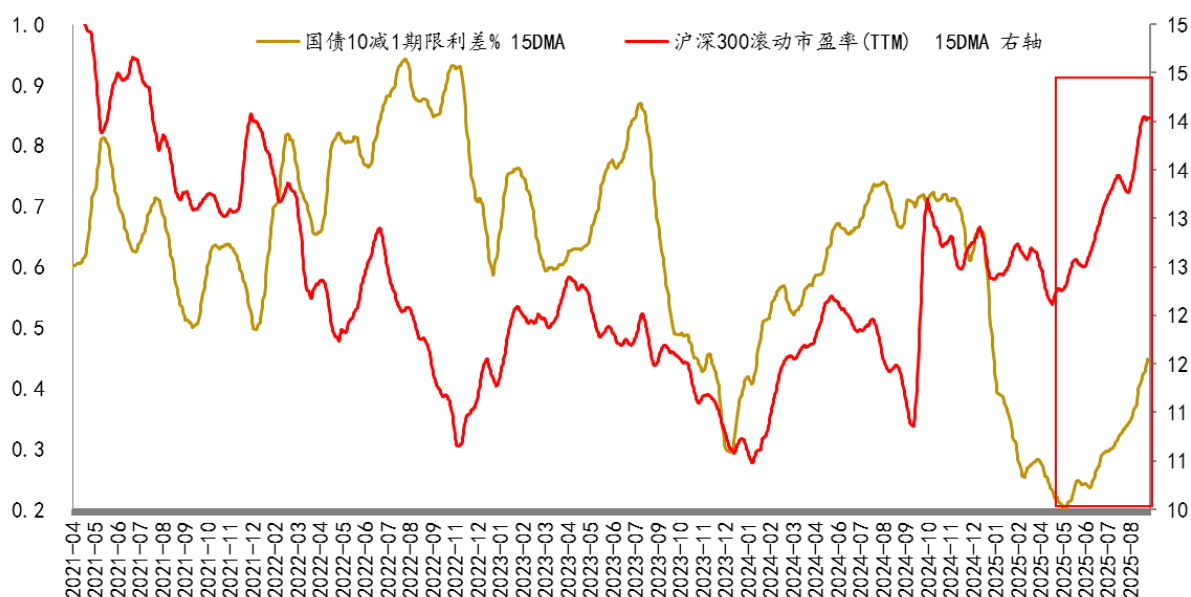
图表 1: 风险偏好上行期限利差回升, 是当前债市调整的主要逻辑.....	4
图表 2: 9 月发行接近尾声, 之后政府债券融资回落.....	5
图表 3: 政府融资支持的社融增速上行见顶.....	5
图表 4: 今年 9 月资金价格尚未出现季节性上行.....	6
图表 5: 短端品种收益率总体维持, 小幅调整上行.....	6
图表 6: 同业存单利率总体维持, 与资金价格中枢背离.....	6
图表 7: 同业存单与资金的利差上行至区间上沿.....	6
图表 8: 国债曲线 10 减 1 期限利差在 50BP 附近.....	7
图表 9: 国债曲线 30 减 10 期限利差回升至近年高位.....	7
图表 10: 国债期限利差上行, 城投信用利差维持低位.....	8
图表 11: 国债期限利差上行, 偏长城投信用利差上行.....	8
图表 12: 10 年国债收益率在三季度累积上行幅度达到 20BP 附近, 仅次于 2013、2014、2020 年.....	8

## 1 债券定价中的“三个利差”

**观点回顾：**短期行情依然承压，当前最重要的是验证长端利率反弹高点逐步降低，只要验证 1.8%附近是 10 年期国债的偏顶部水平，其低于一季度高点的形态，依然可以维持收益率处于下行趋势中的债牛逻辑；中期而言，风险偏好回升更多反映在期限利差的溢价上，极端位置看可能回到 50-60BP 的水平，但大类资产不仅要定价风险偏好，还要回归基本面；今年 9 月债市或更倾向于弱势修复，而非重演季节性调整。

股债行情脱敏后，债市行情仍未修复，公募负债端不确定依然存在。前期债市调整的主线，在于风险偏好上行，风险资产和无风险资产定价重新平衡，但同时基本面和流动性逻辑并未改变，故债市调整的形式表现为期限利差的上行，期限利差与权益估值重新匹配。我们在以往的专题中讨论过，权益牛市中，股强债弱仅仅是一个阶段，权益上涨也可能伴随债券市场的震荡，甚至股债双牛。当前来看，在收益率曲线对风险偏好的定价反应充分后，股债跷板可能弱化，这正是近期债市投资者所期待的。但从近期市场运行来看，股债脱敏之后，债市情绪仍未显著修复，收益率略有下行后便触发解套资金的卖出压力，并且公募费率新规对于负债端影响的不确定依然存在，债市仍在调整和修复间徘徊。

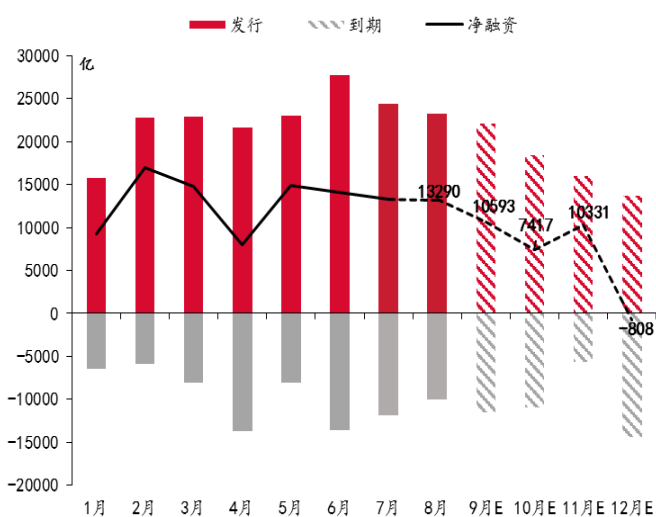
图表1：风险偏好上行期限利差回升，是当前债市调整的主要逻辑



资料来源：iFind，中邮证券研究所

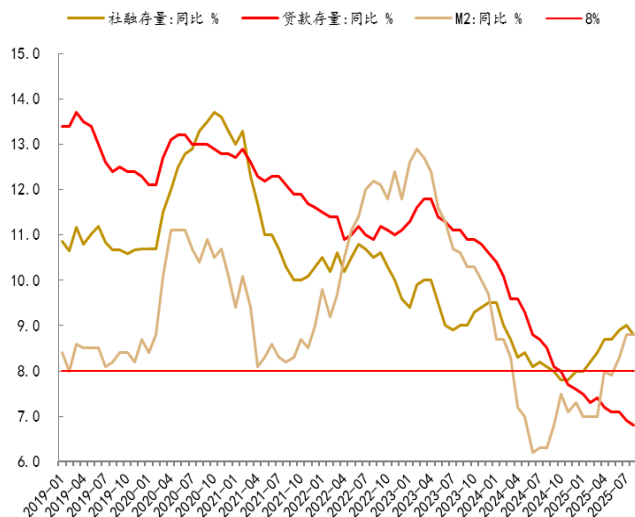
长端收益率新高之后，对于基本面和流动性利多的敏感度也将提升。如上所述，前期债市调整在于对风险偏好修复的定价，故充分定价之后，也意味着债券配置价值的出现。近期收益率快速调整的出现，以意外的监管冲击为契机，但快速破位后的配置价值也促使债市情绪边际修复。配置价值出现的另一个特征是，市场对于基本面和流动性利多的敏感度提升，近期以投资者对国债买入操作重启预期升温的形式出现。往后看，9月的收益率上行已经落地，短期的调整压力仍存在不确定性，但社融增速已经显示出见顶迹象，财政政策空间体现在对明年地方债额度的提前下达，而非进一步在年内扩容额度，故政府债券净融资规模将如预期回落，这将促使配置盘力量的回归和债市的企稳。

图表2：9月发行接近尾声，之后政府债券融资回落



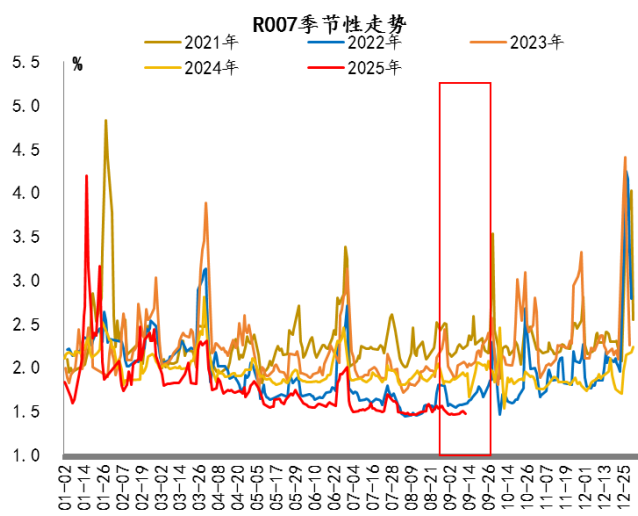
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表3：政府融资支持的社融增速上行见顶

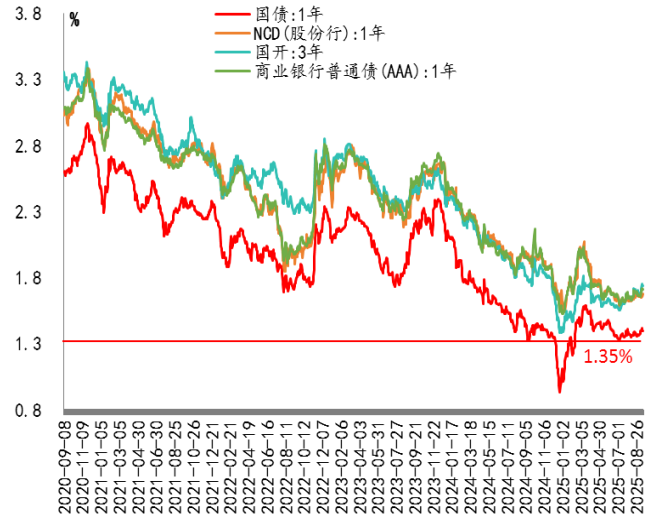


资料来源：iFind，中邮证券研究所

**流动性宽松的护城河作用依然存在。**我们多次强调流动性宽松是当前债市的护城河，但这在前期体现并不明显，甚至部分投资者仍然对季末资金面有所疑虑。但从实际资金价格的运行来看，今年9月资金价格并未出现往年的季节性上行，后续季节性上行的幅度可能也会小于往年。银行资产负债形势依然有力，央行货币政策操作仍可期待，资金面或维持平稳宽松状态。资金价格的平稳，对于短端品种收益率的表现是至关重要的。资金价格中枢在政策利率附近，并未过低，没有收紧风险，若未来政策利率降息，还有中枢性下行空间。相应的，近期短端品种收益率受市场情绪影响，略微有所上行，这也使短端与资金利差修复，配置价值突显，并且后续若政策利率降息重新落地，短端品种仍有中枢性下行机会。

**图表4：今年9月资金价格尚未出现季节性上行**


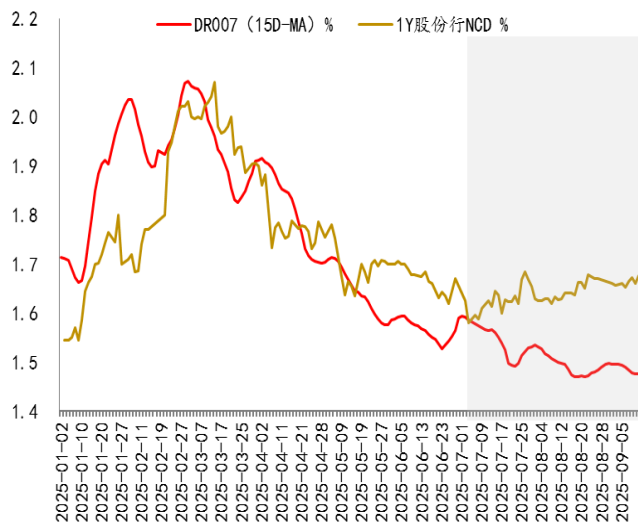
资料来源：iFind，中邮证券研究所

**图表5：短端品种收益率总体维持，小幅调整上行**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

如何衡量债券对于风险偏好的定价？从几个关键利差中可以观察：

**第一，同业存单与资金利差处于波动区间上沿。**短端由资金逻辑定价，对于预期或风险偏好定价的幅度偏小，但即使如此同业存单也随长端有所波动，以至于1年期同业存单收益率持续处于波动区间的偏高位置。我们前期判断，1.55%-1.7%或是下半年1年期国股行同业存单的波动区间，当前位置并不低，存单与资金的利差也扩张至接近30BP附近的位置。虽然一级市场中，存单净融资已经连续3个月为负，这在历史上并不多见，也意味着后续年内同业存单还将承受一定的净融资压力，与往年节奏类似，但是存单利率明显高于1.7%的风险依然偏低。

**图表6：同业存单利率总体维持，与资金价格中枢背离**


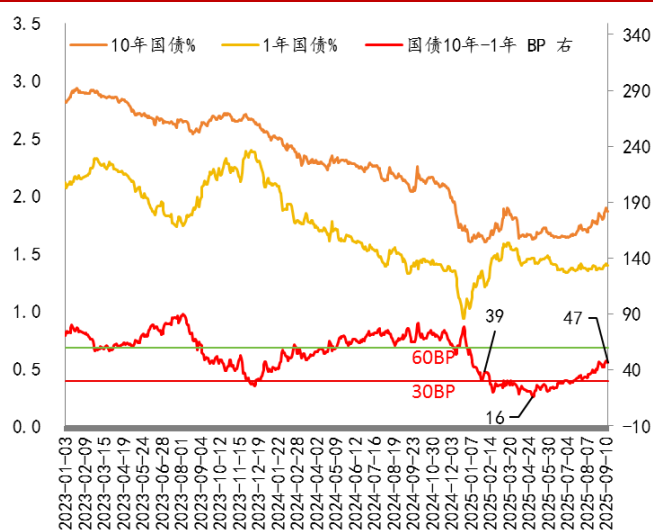
资料来源：iFind，中邮证券研究所

**图表7：同业存单与资金的利差上行至区间上沿**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

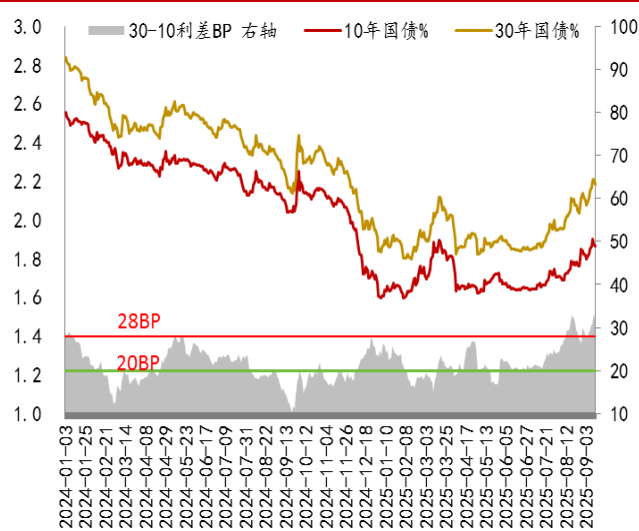
第二，超长端与长端利差定价充分，长短利差也接近历史中枢。近期债市调整当中，超长期利率品种最预期和风险偏好最敏感，调整幅度也最大，可以看到30年国债与10年国债之间的利差在个别时点已经超过30BP，回到2023年四季度的相对高位水平；10年减1年期限利差，在去年四季度风险偏好极致压缩的时点从前期中枢下台阶，前期中枢水平维持在60BP附近，整体在30BP以上运行。近期包含税收影响的中债收益率曲线的10年减1年期限利差已经回到接近50BP的水平，这距离60BP的中长期中枢不远，并且也有情绪带动下短端“超调”的影响。故从最能体现预期定价的收益率期限利差来看，其对风险偏好回升的定价已经相对充分。

图表8：国债曲线10减1期限利差在50BP附近



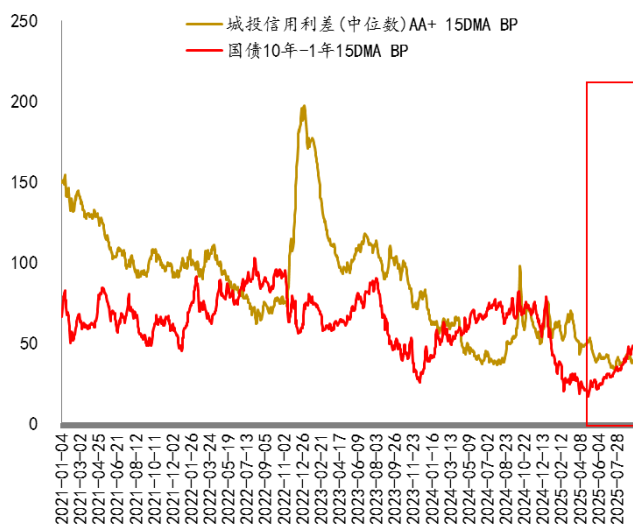
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表9：国债曲线30减10期限利差回升至近年高位

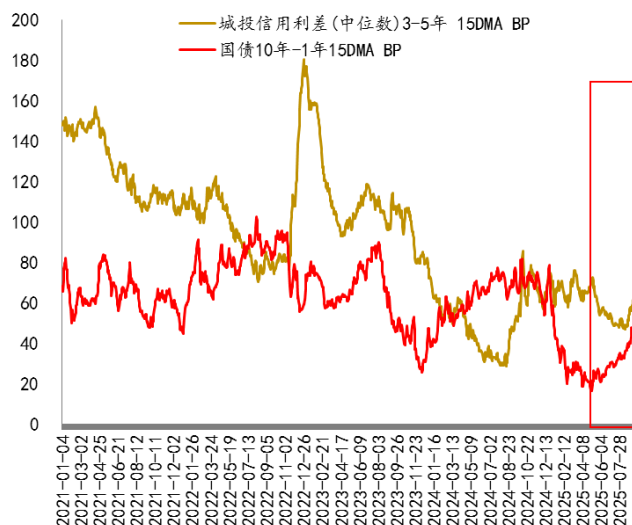


资料来源：iFind，中邮证券研究所

第三，信用利差调整相对滞后，并且受到防御策略和理财配置盘的保护。我们上文提及，期限利差修复是本轮风险偏好提升的最重要指标。信用利差与期限利差走势有所背离，前者受到无风险收益率提升后的被动压缩影响。此外，两个因素也促使信用债维持相对优势：一方面，由于机构普遍转向防御策略，短久期票息资产的热度反而升高；另一方面，机构行为近期特征最显著的是公募基金被赎回，理财负债端维持稳定，故短久期高等级信用债的配置盘依然稳健。但客观来看，信用利差相对低位的维持，与风险偏好提升的现状并不相符。期限利差回到前期区间后，极致压缩的概率已经很低，故信用利差的滞后调整风险依然存在，关键在于理财规模能否保证信用债配置盘的稳健。而理财规模的稳健表现反映当前尚未出现居民资产配置的距离变化，并未向权益市场“冲刺”。

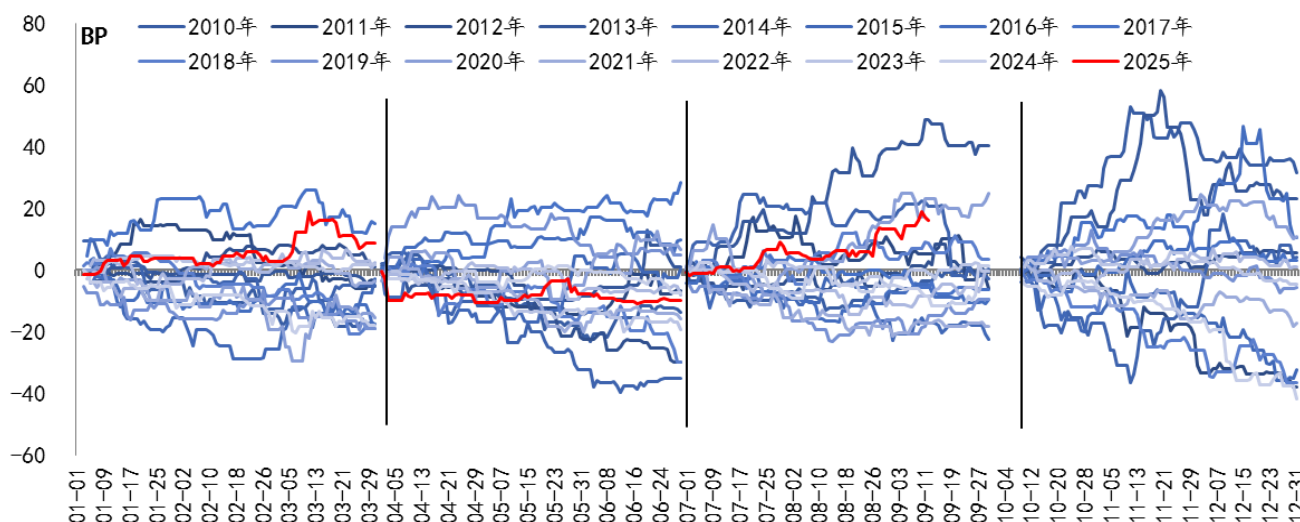
**图表10：国债期限利差上行，城投信用利差维持低位**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

**图表11：国债期限利差上行，偏长城投信用利差上行**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

总结来看，期限利差已经较为充分定价风险偏好的变化。近期的不确定性主要来源于意外监管政策冲击，而基本面和流动性逻辑并未显著改变，收益率相对高点出现之后，债市对于基本面和流动性利好的敏感度或有所提升，社融顶部和配置盘修复是确定的趋势因素。从统计规律来看，三季度10年期国债累积上行幅度已经接近20BP，过去的15年中仅次于2013、2014、2020年第三季度的上行幅度。即使在权益牛市中，股债跷跷板也通常是一个阶段性特征，流动性宽松往往会触发阶段性股债同涨，利差角度来看，债券配置价值已经有所显现。

**图表12：10年国债收益率在三季度累积上行幅度达到20BP附近，仅次于2013、2014、2020年**


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