



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

《春节出游人次及花费创新高——高频数据跟踪 20260225》 - 2026.02.26

固收周报

## 地缘冲突，两会前后，债券如何？

### ——流动性周报 20260301

#### ● 3月债券交易依然可以相对乐观

第一，节后第一周，收益率波动加大，地产政策是“表”，交易止盈是“里”。节后收益率的率先上行，表面的触发因素与一线城市的房地产政策放松有关，但背后的因素更多是交易性止盈的驱动。

第二，地缘冲突对债券影响，短期看风险偏好和资产比价。当前地缘冲突对国内资产价格的影响或仍限于风险情绪，其背后更多是各类资产原有趋势和节奏的加速，若一致预期是如此，调整更可能是一次性、短期的。

第三，地缘冲突对债券影响，中期看原油价格和通胀传导。今年初以来，有色等大宗品种的上涨，以及化工和后周期相关股票板块的上行，加剧了通胀疑虑；当前地缘冲突的爆发，以及可能带来短期原油价格的上行，可能引发通胀预期的共振，虽然在宏观数据层面不一定兑现，但预期交易可能成为一段时间的主线，对此需要着重关注。

第四，两会前后，任何对于房地产或消费领域的政策增量，都有可能落地到超长期国债压力上。从政策到景气的链条，债市并不关注，但任何政策增量，无论何种形式，涉及财政政策的，均有可能以特别国债扩容的形式来实现，供给增量很容易引发超长期利率债的负面定价。

第五，两会前后，降息落地概率不高，不排除率先落地降准的情景。显然，在流动性充裕的当下，资金利率受央行的严格引导，短端利率受限于资金利率，故单独降准落地可能给短端带来的增量相对有限。对于长端而言，这种情景依然有利于宽松预期博弈，即降准落地盼降息，提前透支降息交易，压缩期限利差，收益率曲线在当前陡峭情景中，可能会小幅度走平。

总之，3月债券交易依然可以相对乐观。节后几个工作日的止盈操作并不算强，随着避险情绪的推动，10年期国债收益率再次运行至1.8%下方，这意味着对于1.8%附近的阻力位的回调并非有效，并且来回的交易使得10年期国债收益率运行的顶部有所下移，阶段性下行趋势仍在延续。鉴于3月主要会反馈地缘冲突的避险情绪，以及修复后可能再次升温的货币宽松预期，因素层面的做多驱动依然存在。机构行为层面，节前以配置盘的活跃度提升为主，农商行和券商自营的交易有一定参与，但公募受限于负债端压力，交易的参与度并不深。节后若多重因素共振，可能出现交易盘热度的升温，长端收益率的阶段性下行仍有机会。过程中，超长端的供给压力风险依然存在，交易的参与难度依然偏大，依然建议选择波动率偏低的10年期品种。

#### ● 风险提示：

流动性超预期收紧

## 目录

1 地缘冲突，两会前后，债券如何? .....	4
2 风险提示.....	8

## 图表目录

图表 1: 节后长端国债先上后下, 波动加大 .....	4
图表 2: 房地产政策放松, 提振风险情绪 .....	4
图表 3: 有色快涨, 港股快跌, 黄金震荡, 美债下行 .....	5
图表 4: 远期售汇业务的外汇风险准备金率下调为 0 .....	5
图表 5: 俄乌冲突之后, 原油价格曾大幅上行 .....	6
图表 6: 俄乌冲突后的原油上涨, 带动 CPI 能源项上行 .....	6
图表 7: 两会期间, 收益率变动多取决于货币状态 .....	7
图表 8: 两会期间, 上证指数多延原趋势运行 .....	7
图表 9: 10 年期国债收益率仍在震荡下行趋势中 .....	8
图表 10: 30 减 10 利差再次回到 50BP 附近 .....	8

## 1 地缘冲突，两会前后，债券如何？

**观点回顾：**节后债券的交易逻辑变化不大，依然沿着节前预设节奏进行。节后流动性无虞，降息进入“两会”前的观察窗口，预计兑现概率不高，故债市交易情绪可能有所降温；大行年初负债相对宽松，是节前配置盘活跃度提升的主要驱动，这条主线是阶段性的，在3月可能有所松动；超长期政府债的发行依然是主要关注因素，3月地方债发行计划明细增多，可能构成压力。

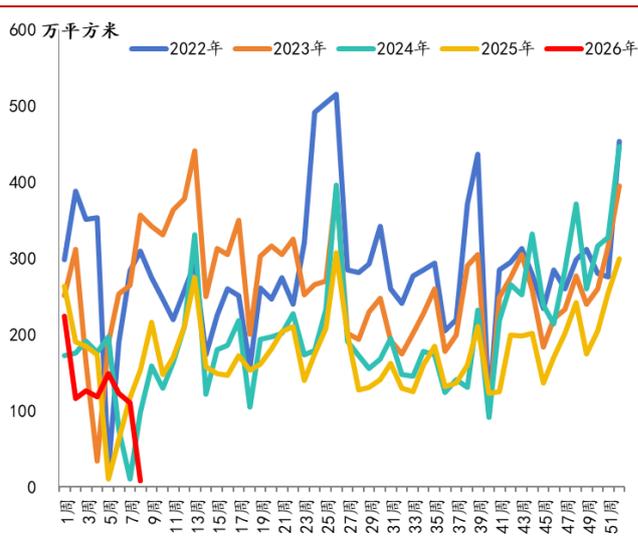
**节后第一周，收益率波动加大，地产政策是“表”，交易止盈是“里”。**节后收益率先上后下，10年期国债收益率先上行至1.8%以上，其后再次回落到1.8%下方，30年期国债收益率波动幅度更大。节后收益率的率先上行，表面的触发因素与一线城市的房地产政策放松有关，但背后的因素更多是交易性止盈的驱动。我们前期强调整节后债券的交易逻辑变化不大，依然沿着节前预设节奏进行，节前行情的核心逻辑是配置盘活跃度的提升，节后收益率相对配置价值的弱化和供给端的继续发力，以及货币宽松预期交易的降温，使得止盈动机抬升。简言之，节前预设节奏是交易窗口至2月末，收益率已经行至可以止盈的阶段，故节后的止盈和波动明显增多。

图表1：节后长端国债先上后下，波动加大



资料来源：qb，中邮证券研究所

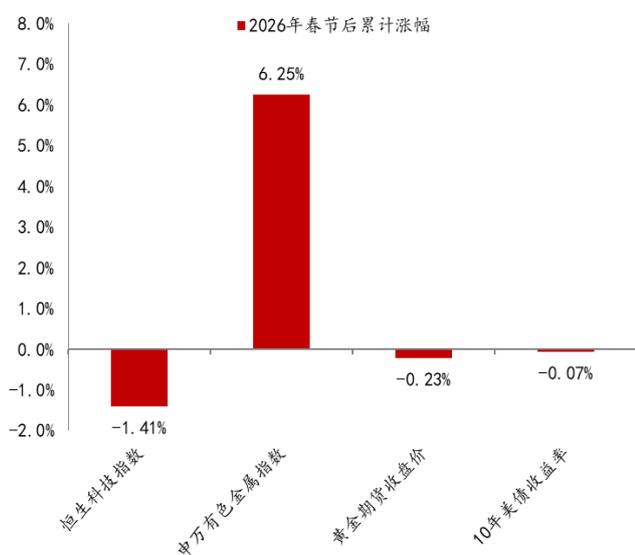
图表2：房地产政策放松，提振风险情绪



资料来源：Wind，中邮证券研究所

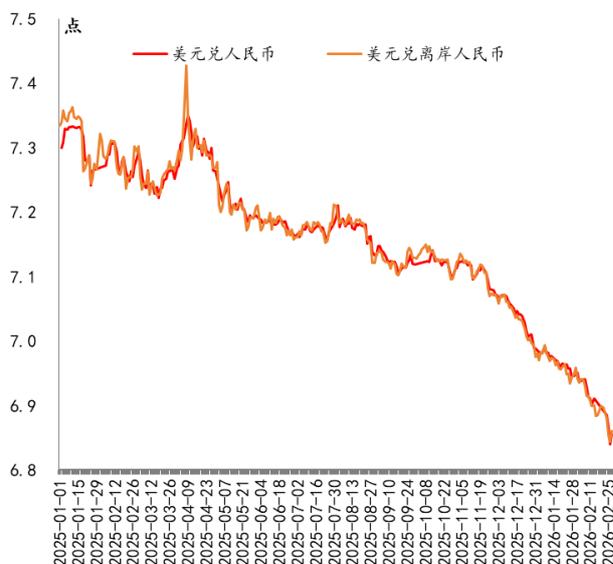
**地缘冲突对债券影响，短期看风险偏好和资产比价。**2月28日银行间债券市场开市，在非银缺席的情况下，地缘冲突引发的避险情绪集中体现，长端收益率下行1个BP以上。经过周末对于信息的消化，投资者预期风险情绪短期内依旧会承受一些压力，权益市场科技向有色、化工等板块切换依然在加速，地缘冲突可能会加剧板块间的相对涨跌，黄金和债券等避险资产可能也因此受益。逻辑虽然如此，但国内债券收益率的波动幅度可能相对有限，因为当前地缘冲突对国内资产价格的影响或仍限于风险情绪，其背后更多是各类资产原有趋势和节奏的加速，若一致预期是如此，调整更可能是一次性、短期的。此外，人民币汇率的升值也在加速，央行决定自2026年3月2日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调至0，这意味着逆周期的调控措施落地。不过，汇率变动也非国内利率近期趋势的主要影响因素。

**图表3：有色快涨，港股快跌，黄金震荡，美债下行**



资料来源：Wind，中邮证券研究所

**图表4：远期售汇业务的外汇风险准备金率下调为0**

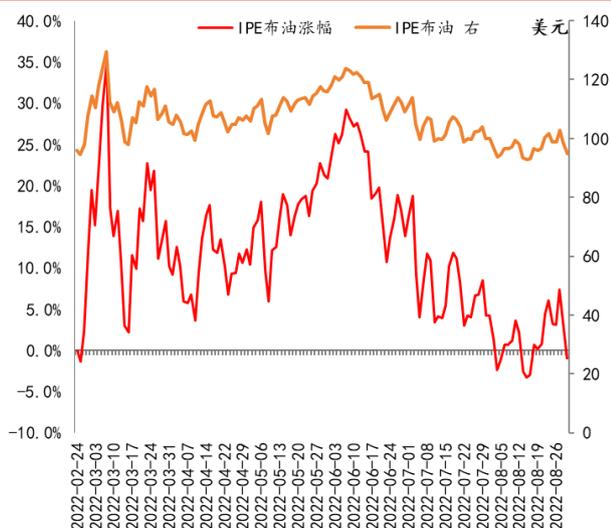


资料来源：Wind，中邮证券研究所

**地缘冲突对债券影响，中期看原油价格和通胀传导。**俄乌冲突在2022年2月爆发后，原油价格曾一度飙升，至3月份的上行幅度达到35%附近，其后有所回落；之后的2022年6月，原油价格再次大幅上行，较冲突前也有30%的累计涨幅；至2022年8月，原油价格回到冲突前的水平。俄乌冲突对原油价格和海外通胀产生深远和长期的影响，国内CPI中的能源相关分项也在当年6月份上升至

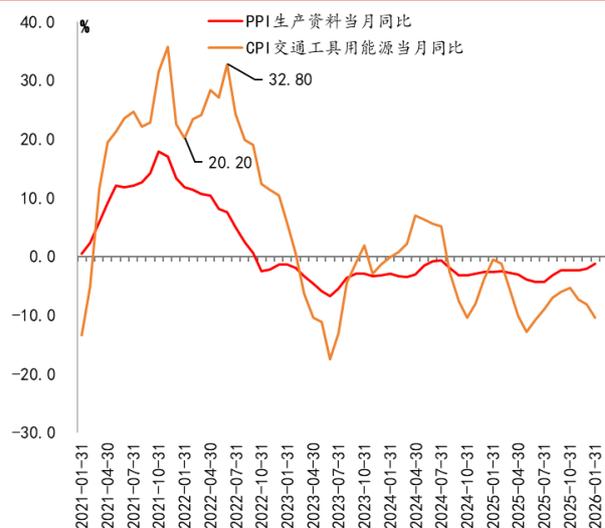
相对高位。当前来看，国内债市投资者对于通胀压力自去年“反内卷”交易之后，一直存在疑虑；今年初以来，有色等大宗品种的上涨，以及化工和后周期相关股票板块的上行，更加剧了这种疑虑；当前地缘冲突的爆发，以及可能带来短期原油价格的上涨，可能引发通胀预期的共振，虽然在宏观数据层面不一定兑现，但预期交易可能成为一段时间的主线，对此需要着重关注。

图表5：俄乌冲突之后，原油价格曾大幅上行



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：俄乌冲突后的原油上涨，带动CPI能源项上行



资料来源：Wind，中邮证券研究所

两会前后，货币政策宽松预期是债市运行关键。“两会”窗口同样临近，今年以来对于宏观调控政策加码的预期并不强，但仍需要关注两个要点：**(1) 任何对于房地产或消费领域的政策增量，都有可能会落地到超长期国债压力上。**以往债市对于政策的博弈，一般关注宏观调控政策增量对于景气的拉动作用，进而带来基本面压力，显然当前债市对于这个链条的定价反馈是钝化的。需要注意的是，任何政策增量，无论何种形式，涉及财政政策的，均有可能以特别国债扩容的形式来实现，这无疑会加大超长期政府债券的供给压力，鉴于大行配置盘的“紧平衡”状态，供给增量很容易引发超长期利率债的负面定价；**(2) 降息落地概率不高，不排除率先落地降准的情景。**我们已经多次讨论，一月结构性降息的落地，意味着政策利率降息的紧迫性不强。然而，“两会”宏观调控政策组合落地之时，货币宽松不会缺位，需要总量宽松措施来实现预期引导。故降准率先单独落地，是需要关注的一种情景。显然，在流动性充裕的当下，资金利率受央行的严格引

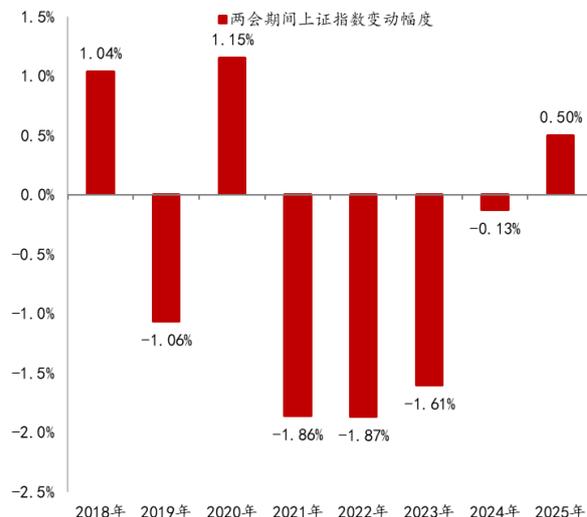
导，短端利率受限于资金利率，故单独降准落地可能给短端带来的增量相对有限。对于长端而言，这种情景依然有利于宽松预期博弈，即降准落地盼降息，提前透支降息交易，压缩期限利差，收益率曲线在当前陡峭情景中，可能会小幅度走平。

图表7：两会期间，收益率变动多取决于货币状态



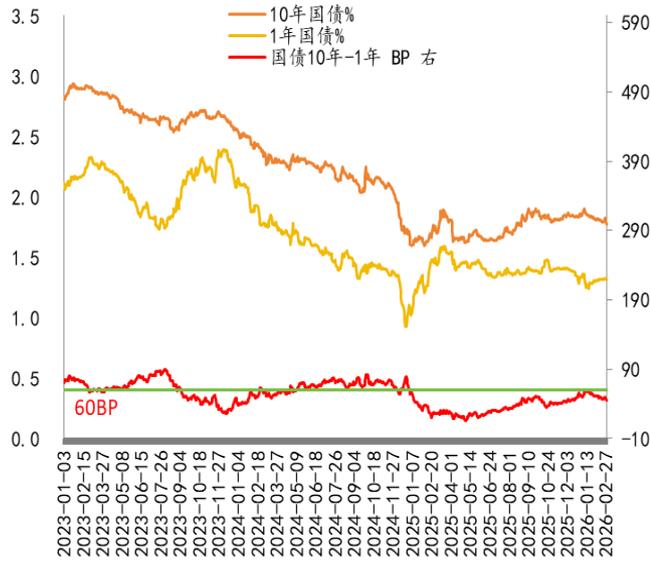
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：两会期间，上证指数多延原趋势运行

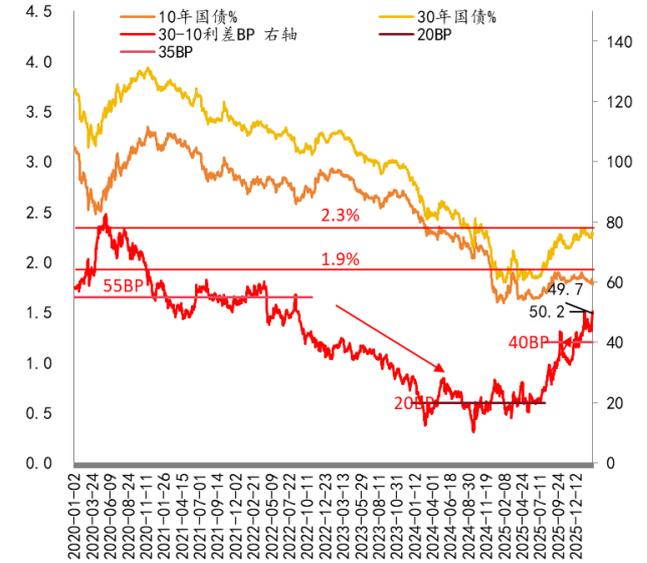


资料来源：Wind，中邮证券研究所

**3月债券交易依然可以相对乐观。**节后几个工作日的止盈操作并不算强，随着避险情绪的推动，10年国债收益率再次运行至1.8%下方，这意味着对于1.8%附近的阻力位的回调并非有效，并且来回的交易使得10年期国债收益率运行的顶部有所下移，阶段性下行趋势仍在延续。鉴于3月主要会反馈地缘冲突的避险情绪，以及修复后可能再次升温的货币宽松预期，因素层面的做多驱动依然存在。机构行为层面，节前以配置盘的活跃度提升为主，农商行和券商自营的交易有一定参与，但公募受限于负债端压力，交易的参与度并不深。节后若多重因素共振，可能出现交易盘热度的升温，长端收益率的阶段性下行仍有机会。过程中，超长端的供给压力风险依然存在，交易的参与难度依然偏大，依然建议选择波动率偏低的10年期品种。

**图表9：10年期国债收益率仍在震荡下行趋势中**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

**图表10：30减10利差再次回到50BP附近**


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