

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

《中长久期中高评级城投债流动性下降——流动性打分周报 20250917》 -
2025.09.17

固收周报

30 年国债利差还能回来吗？ ——流动性周报 20250921

● 超长债期限利差不再压缩，但也难以大幅扩张

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。

9 月债市行情仍未明显修复，长债利率维持震荡，期限利差仍在扩张。公募费率新规和央行买债预期先后出现，长端利率在破位 1.8% 后向下修复，之后维持震荡状态。前期判断，期限利差已经大体充分定价风险偏好的修复，但由于上述两个新定价因素出现，尤其公募费率新规对负债端的影响仍未明确，期限利差的修复目前并未停止。

超长债期限利差还能回到压缩状态吗？近期超长债表现相对更弱，在 10 年国债突破 1.8% 后的修复行情中，30 年国债收益率并未出现超额下行。当前投资者对超长债期限利差能否再次压缩表示怀疑，甚至认为其可能进一步上行。

对此，我们给出的回答是，超长债期限利差的确已经很难回到极低水平，但大概率也不会显著扩张，起码不需要参考 2023 年之前 40BP 以上的历史区间。

其一，超长债期限利差与风险偏好直接相关，背后反映居民部门债务周期的边际变化。居民风险偏好的改善可能是有限度的，这也意味着超长债期限利差可能也很难回到极致压缩之前的高区间。

其二，并不能从供需中得到利差走势的确切答案，因为需求的弹性影响很大但并不可测。部分投资者的疑虑在于，超长期利率债供给的持续放量对超长债是相对不利的。但 2023 年之后超长期利率债的发行已经放量，但同期超长债期限利差的走势却是压缩的。

短期而言，今年四季度超长债发行已经完成，供给端压力的边际弱化可能减轻利差的扩张压力。

此外，短期债市行情的修复，驱动或主要来自货币宽松的契机。若 10BP 政策利率降息落地，资金中枢和短端品种也将有 10BP 以上幅度的中枢性下行。长端表现则更受预期定价的影响，10 年期国债在 1.7%-1.75% 附近的筹码较重，解套的阻力作用可能也会比较明显。

● 风险提示：

流动性超预期收紧

目录

1 30 年国债利差还能回来吗？	4
2 风险提示.....	8

图表目录

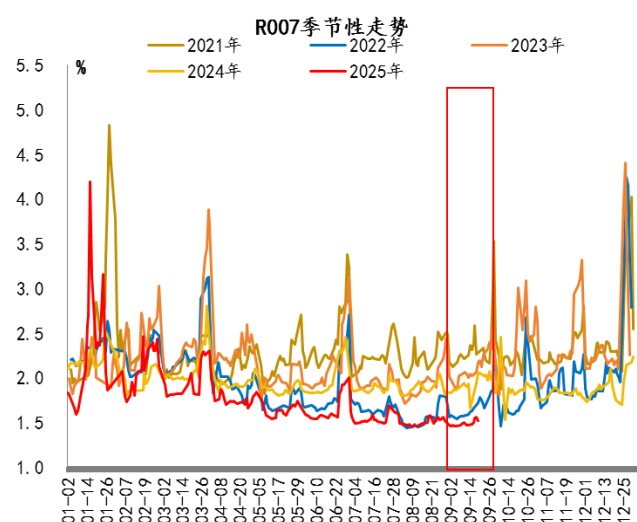
图表 1: 资金价格略有波动, 但仍处于平稳宽松状态	4
图表 2: 10-1 国债期限利差修复至 49BP	4
图表 3: 30 减 10 国债期限利差修复至 30BP 以上, 30 年国债行情并未明显修复	5
图表 4: 居民部门杠杆率和超长债期限利差周期性相关	6
图表 5: 10 年以上利率债存量规模和占比明显上行	6
图表 6: 保险公司配置利率债规模与超长债利差负相关	7
图表 7: 商业银行配置利率债规模与超长债利差负相关	7
图表 8: 10 次降准前后 10 年国债利率累积涨跌幅	8
图表 9: 10 次降息前后 10 年国债利率累积涨跌幅	8

1 30 年国债利差还能回来吗？

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。

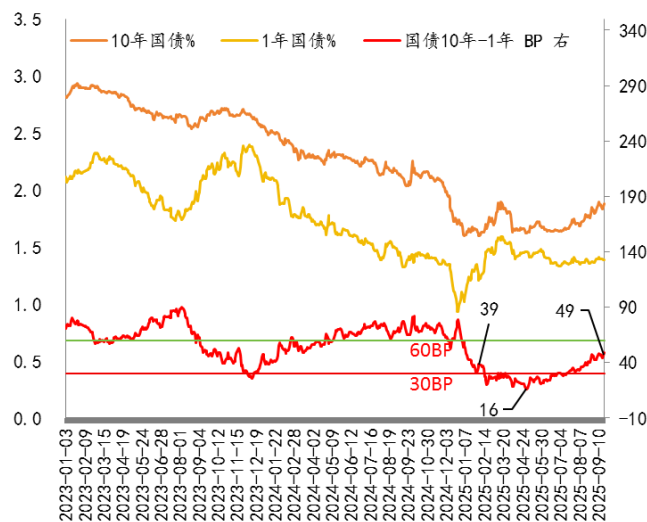
9 月债市行情仍未明显修复，长债利率维持震荡，期限利差仍在扩张。前期市场预计权益市场调整后，债市将展开修复行情，但后续债市走势并不顺畅，叠加公募费率新规和央行买债预期先后出现，长端利率在破位 1.8% 之后向下修复，之后维持震荡状态。期间，资金面在税期中略有波动，但资金价格依然维持相对低位，短端品种总体维持稳定，期限利差再次扩张。我们前期判断，期限利差已经大体充分定价风险偏好的修复，但由于上述两个新定价因素出现，尤其公募费率新规对负债端的影响仍未明确，期限利差的修复目前并未停止。

图表1：资金价格略有波动，但仍处于平稳宽松状态



资料来源：iFind，中邮证券研究所

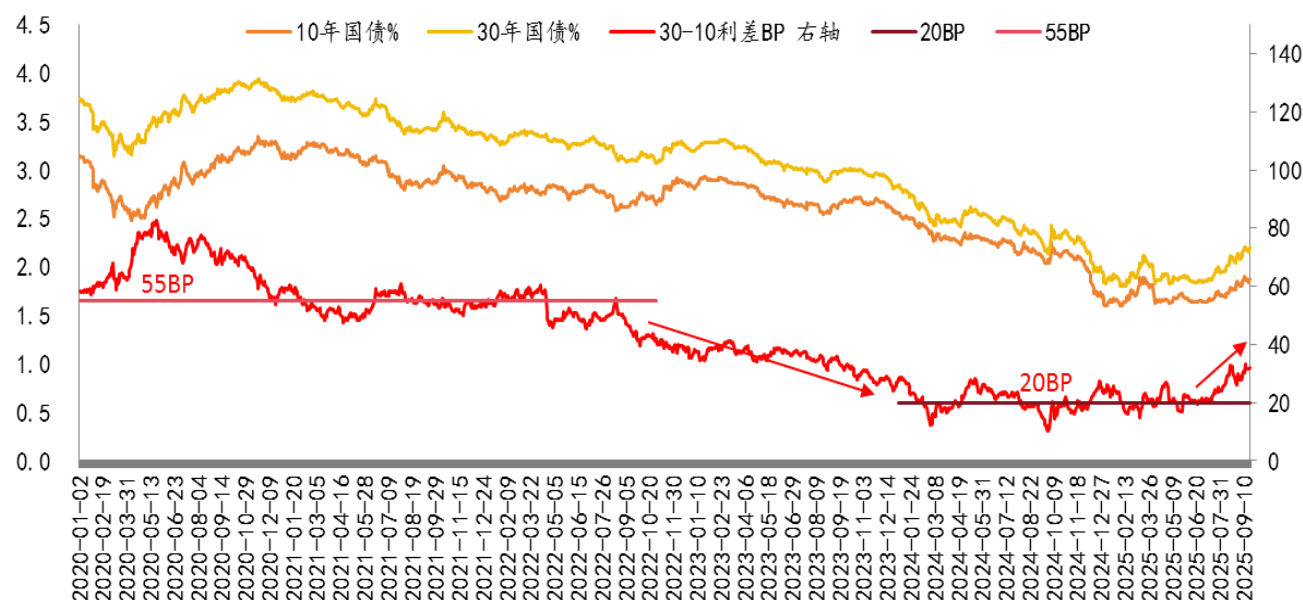
图表2：10-1 国债期限利差修复至 49BP



资料来源：iFind，中邮证券研究所

超长债期限利差还能回到压缩状态吗？近期超长债表现相对更弱，在 10 年国债突破 1.8% 后的修复行情中，30 年国债收益率并未出现超额下行。通常，超长期国债被认为是弹性更大的品种，是 10 年期交易情绪的延伸，在悲观情绪更强时，30 年期国债可能调整幅度更大；在乐观情绪更强时，30 年期国债利率也可能出现更大幅度的下行。2024 年之后，30 年减 10 年期限利差一直维持在偏低水平，7 月后的债市调整已经驱动此利差上行突破近两年的波动区间，故部分投资者期待在 9 月之后的修复行情中，30 年减 10 年利差能有一定幅度的压缩，即 30 年能体现出更大的修复弹性或抗跌属性，但事与愿违。当前投资者对超长债期限利差能否再次压缩表示怀疑，甚至认为其可能进一步上行。

图表3：30 减 10 国债期限利差修复至 30BP 以上，30 年国债行情并未明显修复

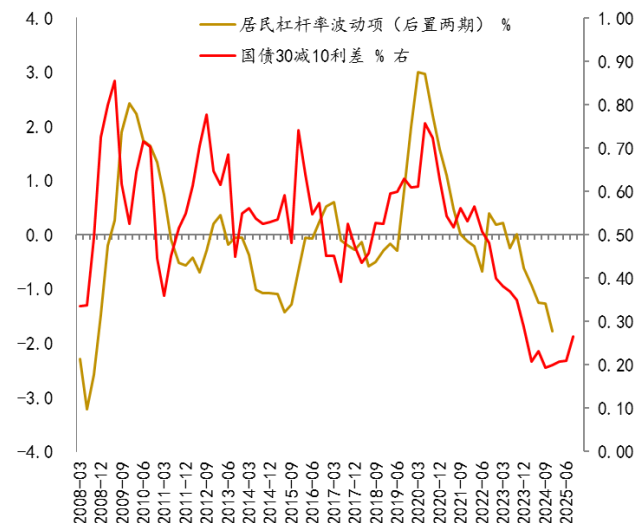


资料来源：iFind，中邮证券研究所

对此，我们给出的回答是，超长债期限利差的确已经很难回到极低水平，但大概率也不会显著扩张，起码不需要参考 2023 年之前 40BP 以上的历史区间。超长债期限利差与风险偏好直接相关，背后反映居民部门债务周期的边际变化。我们可以看到，超长债期限利差与居民部门杠杆率的波动项存在较强的周期性关系。我们在《中国债务周期的历史与展望》曾对三部门债务杠杆率波动项有过详细分析，其中居民部门杠杆率已经进入“大周期”的稳杠杆阶段，前期杠杆率波动性明显回落，对应居民风险偏好的极致压缩，超长期期限利差也是在这一阶段出现

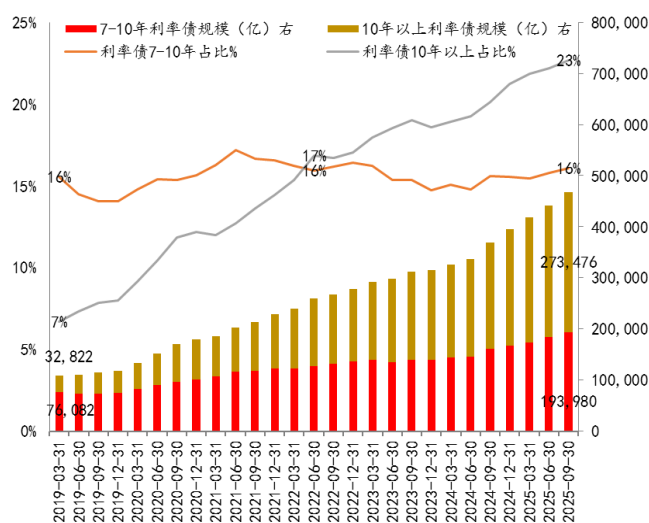
系统性下行的。从领先滞后关系来看，可能后续居民部门杠杆率波动项有修复的可能，但目前房地产周期的出清并未结束，故居民风险偏好的改善可能是有限度的，这也意味着超长债期限利差可能也很难回到极致压缩之前的高区间。

图表4：居民部门杠杆率和超长债期限利差周期性相关



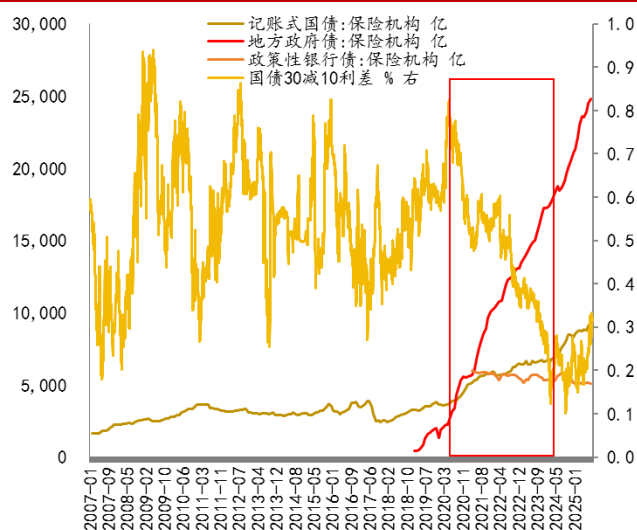
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表5：10年以上利率债存量规模和占比明显上行

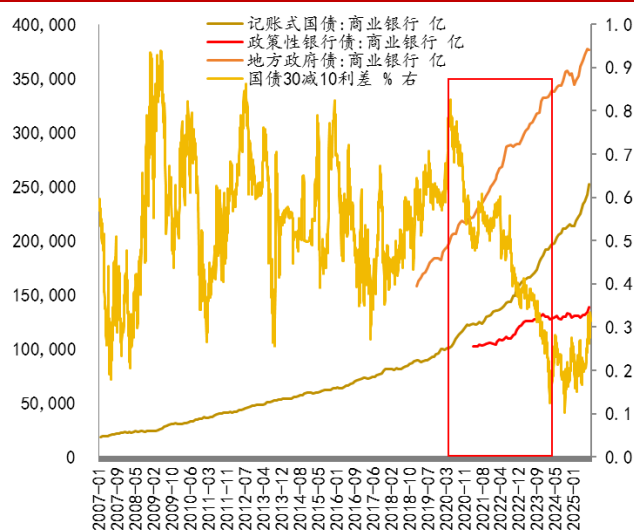


资料来源：iFind，中邮证券研究所

部分投资者的疑虑在于，超长期利率债供给的持续放量对超长债是相对不利的。对此，我们认为很难从供给端格局去片面描述利差波动区间的变化，需求端的弹性影响更大，但并不可测。从供给端来看，超长期利率债存量和占比的确有显著提升，截至9月中旬，10年期以上超长期利率债（包含国债、地方债和政金债）的存量规模已经达到27.3万亿，其占利率债的比重也从2019年一季度的7%提升至23%。由于去年置换政府债券发行计划的提出，预计未来数年超长期国债和地方债的发行规模仍将维持。所以，如果投资者从超长期的存量和发行着眼，那么得到的肯定是偏悲观的结论，即超长债期限利差可能未来还需要进一步扩张。但从历史运行来看，2023年之后超长期利率债的发行已经放量，但同期超长债期限利差的走势却是压缩的。需求端银行和保险机构配置盘承接了超长债的发行，需求端展现出更大的吸收空间。需求端的确很难预测，特别是权益市场修复之后，超长期债与其他资产的比价优势已经明显减弱。综上，我们并不能从供需中得到利差走势的确切答案，因为需求的弹性影响很大但并不可测。短期而言，今年四季度超长债发行已经完成，供给端压力的边际弱化可能减轻利差的扩张压力。

图表6：保险公司配置利率债规模与超长债利差负相关


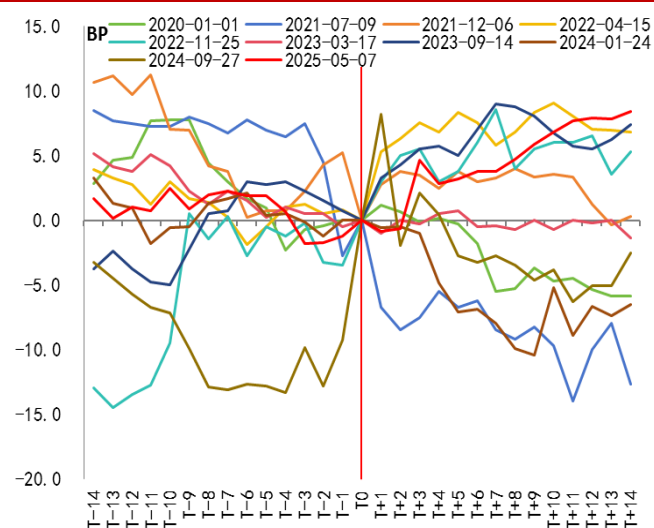
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：商业银行配置利率债规模与超长债利差负相关


资料来源：iFind，中邮证券研究所

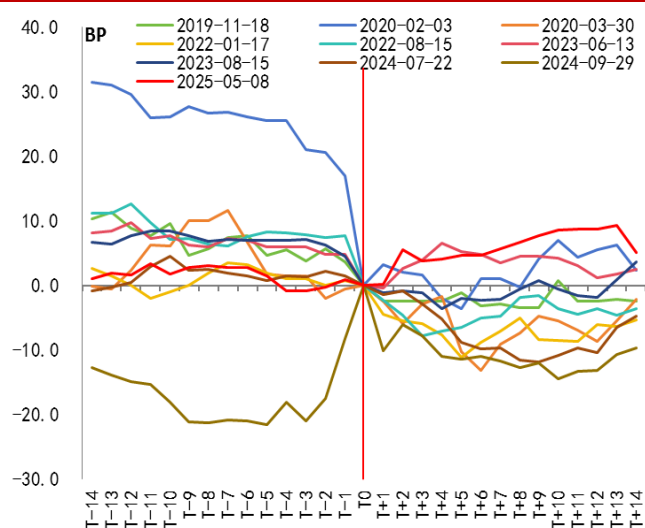
此外,短期债市行情的修复,驱动或主要来自货币宽松的契机。如上文所述,我们认为不管是超长债期限利差还是10减1期限利差,已经接近充分定价风险偏好的状态,不确定性风险主要来自赎回规则变化对公募负债端的影响。但长端收益率破位之后,债券对于流动性和基本面利好的敏感度也有所提升,无论在市场对于央行重启买债或降准降息的期待中都有所体现。从交易角度来看,若降准降息在9月下旬落地,对资金和短端的增量利好较为明确。我们一再重申,当前资金面虽然稳定宽松,但资金价格并未出现明显的向下偏离,NCD等短端品种基本处于合理定价区间的上沿,故若10BP政策利率降息落地,资金中枢和短端品种也将有10BP以上幅度的中枢性下行。长端表现则更受预期定价的影响,10年期国债在1.7%-1.75%附近的筹码较重,解套的阻力作用可能也会比较明显。从历史统计来看,降准降息落地的两周内收益率下行较为充分,鉴于风险偏好的修复,未来长端仍需重点参考期限利差的合理水平来定价。

图表8：10次降准前后10年国债利率累积涨跌幅



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表9：10次降息前后10年国债利率累积涨跌幅



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