

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

《【中邮固收】中低评级产业债流动性上升——流动性打分周报 20250715》 -
2025.07.15

固收周报

大类资产的政策预期分歧 ——流动性周报 20250720

● 大类资产的政策预期分歧

观点回顾：债券的“宏观叙事”发生变化，调整是交易机会。当前债市“宏观叙事”的变化，更多是对前期“一致预期”交易的反噬，给等不来的长端利率下行一个反弹的理由。长端收益率下行的胜率并未实质性降低，赔率在调整中有所提升。

预期在第三步，现实在第一步。现实的“第一步”是前期政策支持 and 年中附近的“强出口”前移，经济景气仍在维持。债市在6月份第二周至7月第一周，已经集中交易了“第二步”的三季度景气边际弱化，7月中至今在交易“反内卷”和需求端拉动政策预期的“第三步”。7月中旬票据贴现利率再次明显回落，即二季度末的信贷冲量之后，投放依然存在压力；“反内卷”可能对生产端产生影响。故大类资产所交易的“宏观叙事”基础并不坚实。

债券与权益、大宗对于政策的预期存在明显分歧。债券市场角度的宏观政策预期并不强，权益市场对宏观政策预期存在期待，大宗商品角度的宏观政策预期最强。可见，大类资产对政策预期的理解并不相同，定价幅度也存在差异。

资金面没有风险，短端在合理估值区间。虽然7月中资金面有所波动，个别交易日资金价格有所上行，但这主要是税期导致，资金面将整体保持稳定宽松态势，资金波动风险并不大。1年国股行同业存单的定价中枢在1.6%附近，1.7%是下半年的交易顶，三季度仍会面临净融资压力，但提价风险不大。6月存款增长情况进一步支撑上述判断，大行负债端的修复仍在持续。

维持债券调整是交易机会的判断，适当布局月末会议政策预期博弈机会。前期债市调整更多是对“一致预期”过度交易的反噬，在调整之后的筹码分布不再集中，反而成为较好的布局机会。流动性和短端的保护依然相对充足，大类资产对政策预期的定价存在预期差，风险情绪扰动之后，可以在7月末重要会议前博弈预期差。

● 风险提示：

流动性超预期收紧

目录

1 大类资产的政策预期分歧	4
2 风险提示	7

图表目录

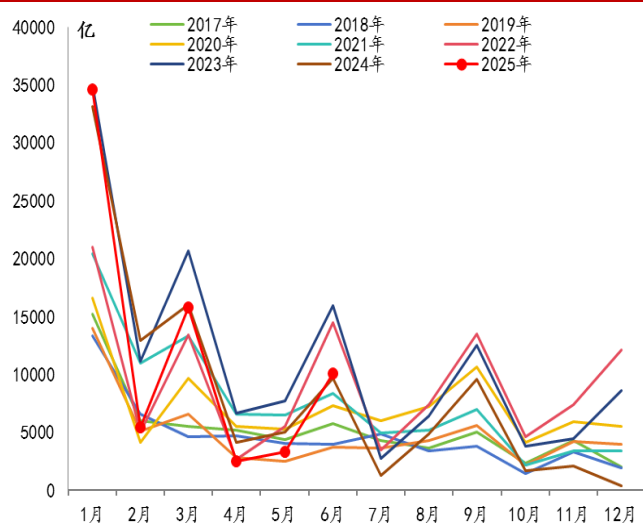
图表 1: 6 月企业中长期信贷实现同比多增	4
图表 2: 大型银行活期存款占比提升修复	4
图表 3: 新能源和建材相关大宗商品价格上行	5
图表 4: 股债跷板效应先提升, 后弱化	5
图表 5: 资金价格仅在月中税期时点小幅波动	6
图表 6: 同业存单利率维持震荡, 与资金利差有所扩大	6
图表 7: 短端品种利率维持在相对低位, 调整较小	6
图表 8: 10-1 期限利差维持在 30BP 附近	6

1 大类资产的政策预期分歧

观点回顾：债券的“宏观叙事”发生变化，调整是交易机会。“反内卷”+“棚改2.0”，成为债券市场关注的主要政策变量，“宏观叙事”从交易外部冲击的滞后性影响，交易到“二阶导”，担心对冲政策发力对价格和需求的影响。我们有理由相信，当前债市“宏观叙事”的变化，更多是对前期“一致预期”交易的反噬，给等不来的长端利率下行一个反弹的理由。长端收益率下行的胜率并未实质性降低，赔率在调整中有所提升。

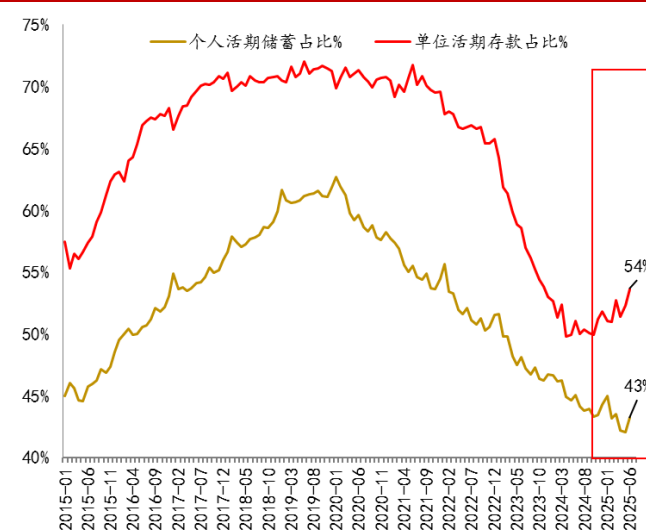
预期在第三步，现实在第一步。如上文所述，债市“宏观叙事”的交易已经走到政策预期，现实尚未出现景气的明显回落。现实的“第一步”是前期政策支持 and 年中附近的“强出口”前移，经济景气仍在维持。债市在6月份第二周至7月第一周，已经集中交易了“第二步”的三季度景气边际弱化，7月中至今在交易“反内卷”和需求端拉动政策预期的“第三步”。对于6月份金融数据而言，低基数的影响尤为突出，特别是在企业和居民的中长期信贷项目上。7月中旬之后，票据贴现利率再次明显回落，即二季度末的信贷冲量之后，投放依然存在压力。经济数据中，生产强、消费弱的格局依然维持，“反内卷”对于价格产生影响的同时，不可避免的会对生产端产生影响。故大类资产所交易的“宏观叙事”基础并不坚实。

图表1：6月企业中长期信贷实现同比多增



资料来源：iFind，中邮证券研究所

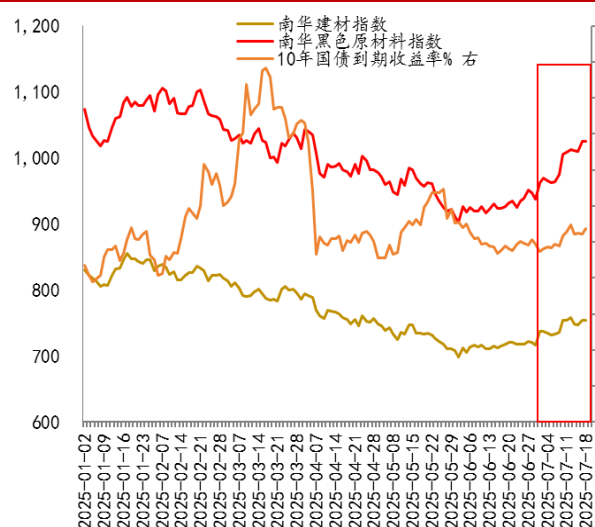
图表2：大型银行活期存款占比提升修复



资料来源：iFind，中邮证券研究所

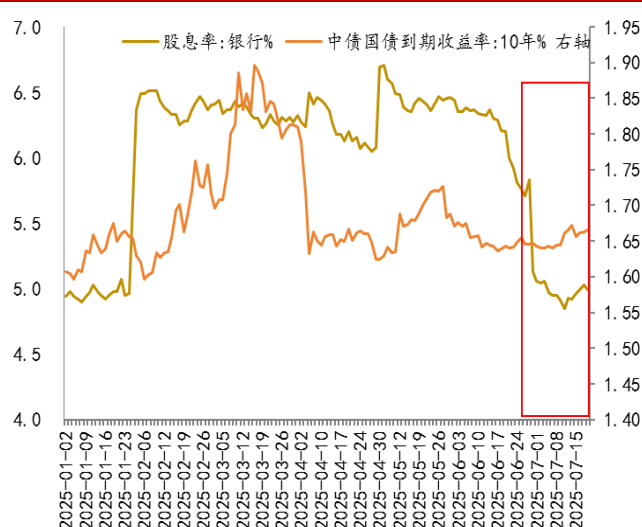
债券与权益、大宗对于政策的预期存在明显分歧。从近期大类资产的政策预期来看，债券市场虽然有所调整，但幅度相对有限，并未显著定价政策刺激预期，即债券市场角度的宏观政策预期并不强；权益市场整体上涨，指数突破之后出现板块之间的轮动，但市场情绪依然存在，并且主题切换接力可能实现，即权益市场角度的宏观政策预期存在期待；大宗商品来看，新能源相关的多晶硅、工业硅等和建材相关的黑色、玻璃等，出现较大幅度的上涨，并且多头情绪持续升温，即大宗商品角度的宏观政策预期最强。可见，大类资产对政策预期的理解并不相同，定价幅度也存在差异，故月底重要会议存在可以博弈的预期差。

图表3：新能源和建材相关大宗商品价格上行



资料来源：iFind，中邮证券研究所

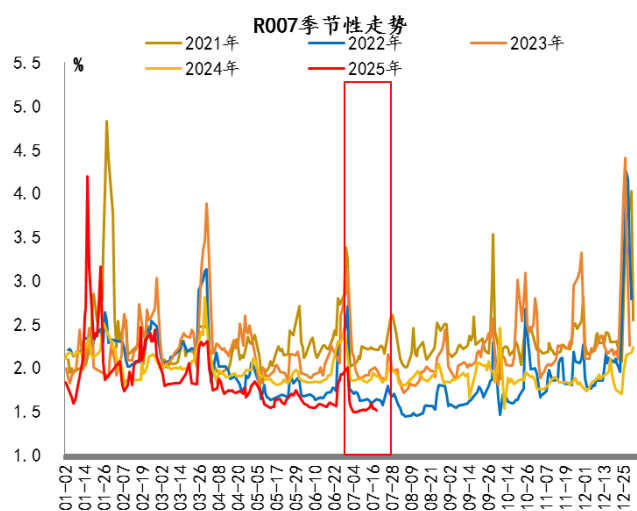
图表4：股债跷板效应先提升，后弱化



资料来源：iFind，中邮证券研究所

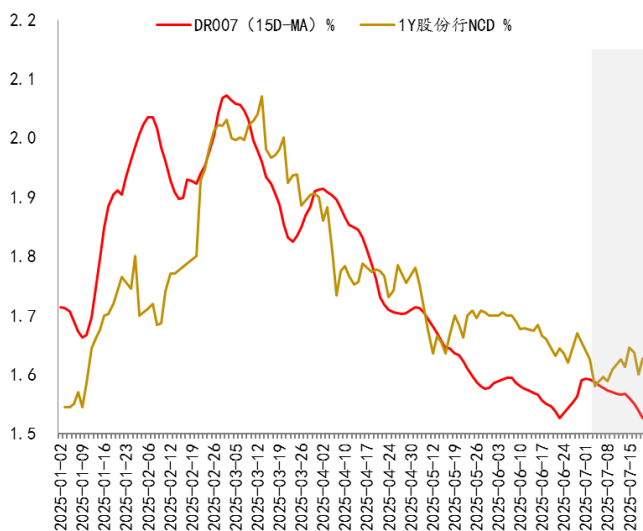
资金面没有风险，短端在合理估值区间。虽然7月中资金面有所波动，个别交易日资金价格有所上行，但这主要是税期导致，如我们前期对于资金面的判断，7月上旬可能是三季度最宽松的时间窗口，后续资金面仍会存在季节波动，如7月中偏大的税期和7月末至8月集中发行的政府债券等因素的影响仍在，但资金面将整体保持稳定宽松态势，资金波动风险并不大。长端交易降温之后，短端也并未延续下行，但调整幅度也同样较小。我们前期判断，1年国股行同业存单的定价中枢在1.6%附近，1.7%是下半年的交易顶，三季度仍会面临净融资压力，但提价风险不大。6月存款增长情况进一步支撑上述判断，大行负债端的修复仍在持续。

图表5：资金价格仅在月中税期时点小幅波动



资料来源：iFind，中邮证券研究所

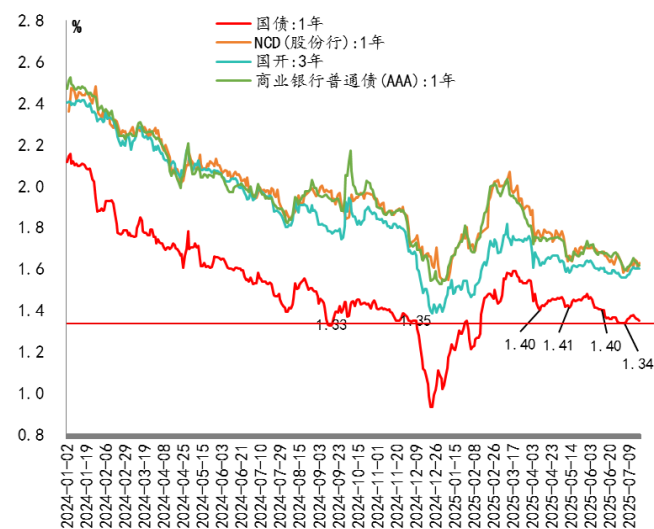
图表6：同业存单利率维持震荡，与资金利差有所扩大



资料来源：iFind，中邮证券研究所

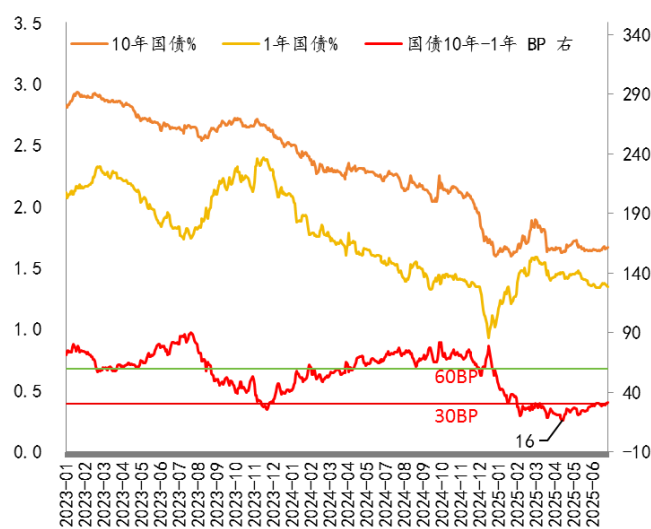
维持债券调整是交易机会的判断，适当布局月末会议政策预期博弈机会。前期债市调整更多是对“一致预期”过度交易的反噬，在调整之后的筹码分布不再集中，反而成为较好的布局机会。当前来看，虽然长端仍在震荡调整之后，风险情绪的扰动依然存在，但起码流动性和短端的保护依然相对充足。大类资产对政策预期的定价存在预期差，风险情绪扰动之后，可以在7月末重要会议中验证预期是否落地，存在预期差博弈机会。长端收益率下行的胜率并未实质性降低，赔率在调整中有所提升，重新布局、持仓待涨的窗口正在打开。

图表7：短端品种利率维持在相对低位，调整较小



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：10-1 期限利差维持在 30BP 附近



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