



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

《跨越化债边界，长久期城投债怎么看？20260211》 - 2026.02.12

固收周报

节后债券交易逻辑有变化吗？ ——流动性周报 20260223

- **交易逻辑变化不大，沿节前预设节奏进行**
 - 第一，节中消费、交运等景气数据的改善不乏亮点，但难以形成对债市预期的显著冲击。
 - 第二，节后风险偏好可能继续上行，但对债市的冲击也不会强于节前。
 - 第三，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。
 - 第四，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，二季度可能有变。
 - 第五，超长期政府债的发行依然是主要关注因素，供需处于紧平衡，3月地方债发行计划明细增多，可能构成压力。
- **风险提示：**
 - 流动性超预期收紧

目录

1 节后债券交易逻辑有变化吗?	4
2 风险提示.....	9

图表目录

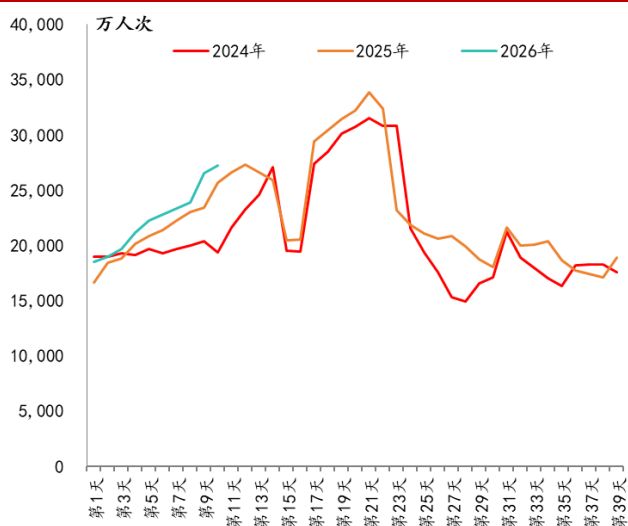
图表 1: 2026 年春运全社会跨区人员流动高于往年同期.....	4
图表 2: 年初 30 城地产修复,“金三银四”是观察窗口	4
图表 3: 港股节后两个交易日多数板块录得上涨	5
图表 4: 节中离岸人民币汇率涨破 6.9	5
图表 5: 买断式回购存量规模持续增长,中标利率回落	6
图表 6: 2026 年初 PSL 重新回到投放状态.....	6
图表 7: 年初大型银行负债端相对宽松显著发力	7
图表 8: 中小银行负债端稳定宽松状态维持	7
图表 9: 2 月地方债实际发行超计划,3 月计划规模较大	8
图表 10: 地方债年初加权发行期限重新回到 17 年	8
图表 11: 10 年期国债收益率缓慢下行持续.....	9
图表 12: 超长期国债的交易难度依然偏大	9

1 节后债券交易逻辑有变化吗？

观点回顾：2月债市还有交易窗口，选择可以10年为主。在节前布局10年期国债，等待降息预期交易升温，向下冲击突破1.8%之后的小幅交易空间。这个交易窗口可能持续至3月初，届时如果没有降息落地，预期交易会随之降温，超长期的供给压力也可能到来。这里选择的久期是10年而不是30年，因为10年期收益率的波动率已经明显降低，即使从票息的角度来看也可以持有，30年的操作难度依然偏大。

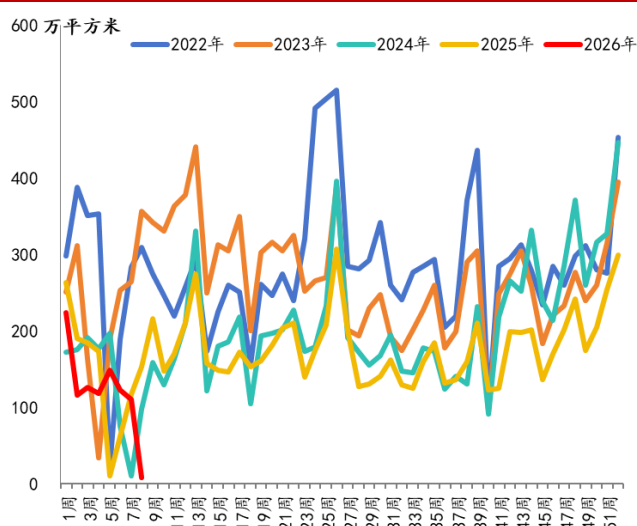
节中景气改善有亮点，但并不足以影响债市预期。节中的交运、消费等领域不乏亮点，其中春运全社会跨区人员流动规模创历史新高，“以旧换新”和智能穿戴等实物消费有所改善，出行和餐饮旅游等服务消费进一步修复。但节日景气改善力度尚不足以影响债市交易逻辑，基本面修复对于债市的压制并不明显。此外，房地产年初的修复是关键观测变量，春节期间30大中城市成交较去年农历同期转正，但后续的“金三银四”才是重要观察窗口，截至目前的改善也不足以影响债市的基本面逻辑。

图表1：2026年春运全社会跨区人员流动高于往年同期



资料来源：Wind，中邮证券研究所

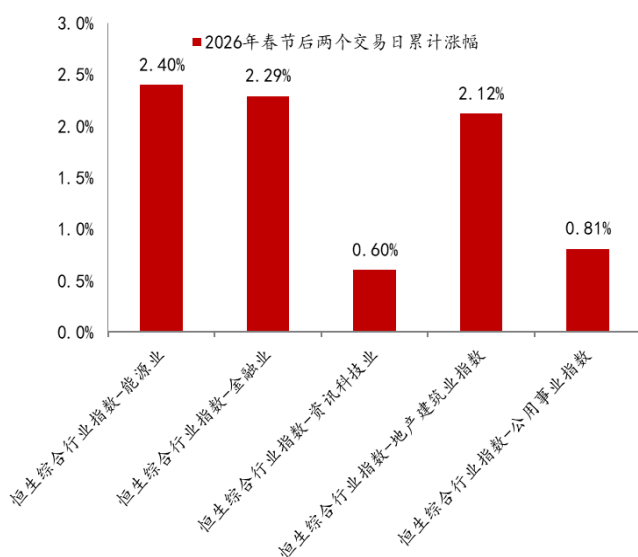
图表2：年初30城地产修复，“金三银四”是观察窗口



资料来源：Wind，中邮证券研究所

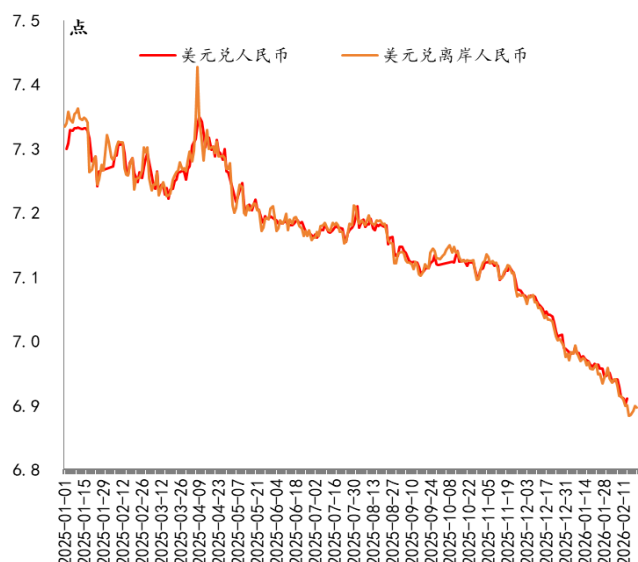
节后风险偏好可能继续上行，但对债市的冲击也不会强于节前。节前一定程度已经实现了“股债脱敏”，由于权益市场的主线切换和高斜率上涨后的情绪回调，债市得以喘息。但无论是股票还是债券的投资者，对于权益市场依然抱有期待，预期依然偏强。节中海外市场波动不大，贵金属和大宗商品处于震荡状态，地缘政治和美国关税等存在突发性因素，但整体并未出现对风险偏好显著冲击的意外事件。节中“新质生产力”领域存在热度升温的板块，但可能也欠缺显著提振风险偏好的因素。故节后权益市场可能还会有所升温，迎接“两会”交易窗口，但对于债市的冲击可能不会强于节前。

图表3：港股节后两个交易日多数板块录得上涨



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：节中离岸人民币汇率涨破6.9

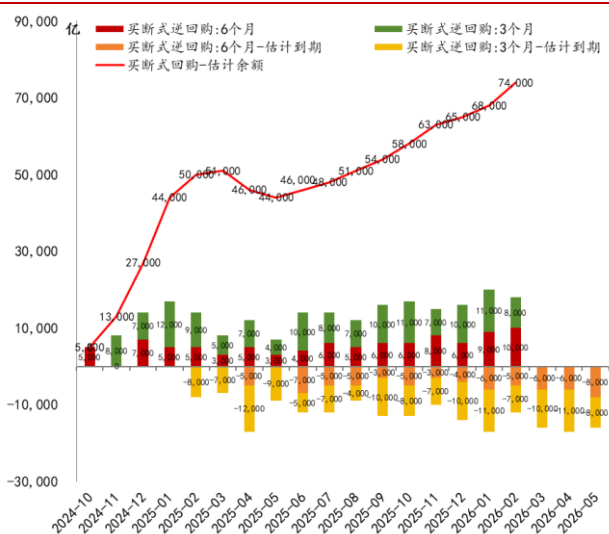


资料来源：Wind，中邮证券研究所

节后流动性无忧，降息进入“两会”前的观察窗口。（1）通常春节后现金回流会带来超储的补充，资金面会进入季节性宽松窗口。故即使面对较大规模的节前投放到期，适度的流动性回收也无碍资金面的稳定。当前，央行已经明确资金的调控模式为引导货币市场利率围绕政策利率波动，去年四季度以来的投放思路变化已经行之有效，故资金面几乎没有波动风险，当然短端利率也没有太大波动择时的必要。（2）唯一需要关注的是，往年3月份是存款增长回表的大月，今年前两个月定存到期留存率高，贷款派生存款支取率低，在3月份可能有所改变，但大概率依然无碍流动性平稳宽松。（3）至于“降准降息”，节前收益率下行本

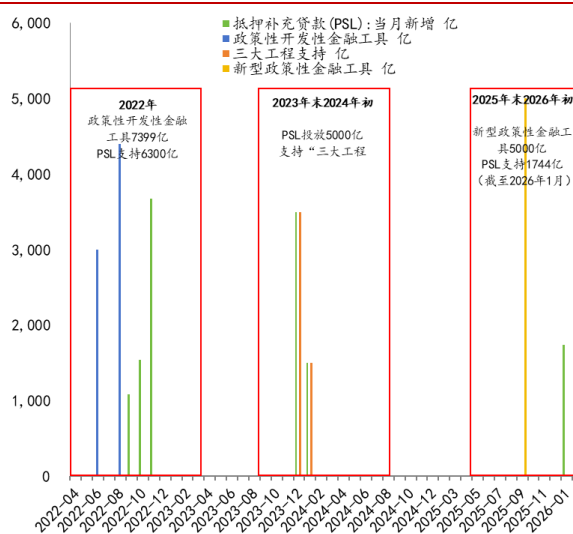
质是在全年降息明确后的行情透支，节后即将临近“两会”前的降息观察窗口，从金融市场预期管理等角度来看，3月份落地降息的概率依然不高；仅从宏观调控政策集中发力角度来看，依然有降息机会。但从预期交易的节奏来看，我们前期已经明确，2月预期交易升温之后，3月份若降息未能兑现，收益率更可能重回震荡形态。

图表5：买断式回购存量规模持续增长，中标利率回落



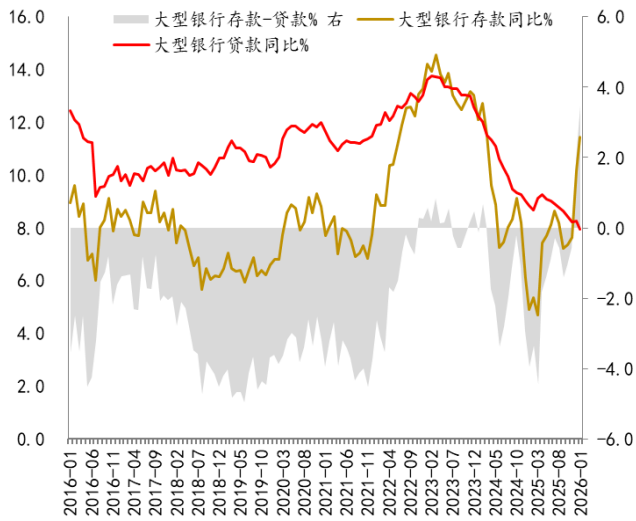
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：2026年初PSL重新回到投放状态

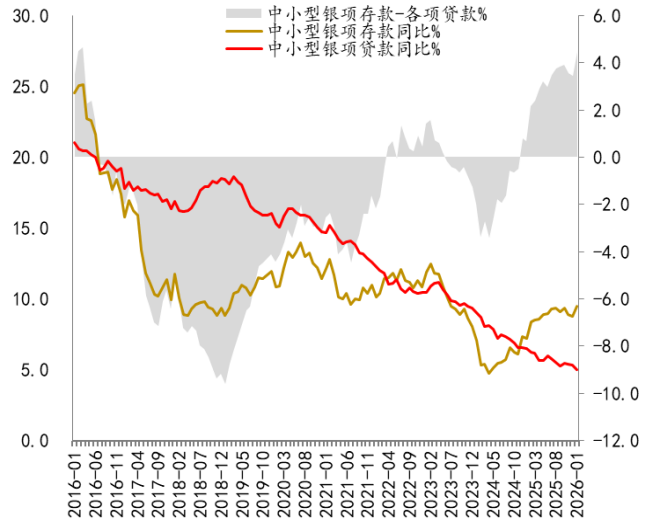


资料来源：Wind，中邮证券研究所

银行负债相对宽松支撑的配置逻辑3月可能有所松动，二季度可能有变。节前收益率下行的机构行为驱动，主要是大行等配置盘的持续买入。其原因在于：其一，前期收益率配置价值较高，绝对水平在目标区间内；其二，年初负债相对宽松，支撑资产端债券配置力量的改善。对于前者，当10年期国债已经低于1.8%之后，很难再称之为绝对配置价值，对于银行自营盘的吸引力也会有所下降；对于后者，主要形成原因是资产端贷款投放的预期偏弱所致，使得年初虽然总量上维持投放规模，但多为前期储备项目，后继可能乏力，并且派生存款的支取使用也会随3月份开工率的上行而增加。故大行负债宽松的阶段性放大，更多可能是时点性的，3月可能就会有所松动，二季度可能不再延续。

图表7：年初大型银行负债端相对宽松显著发力


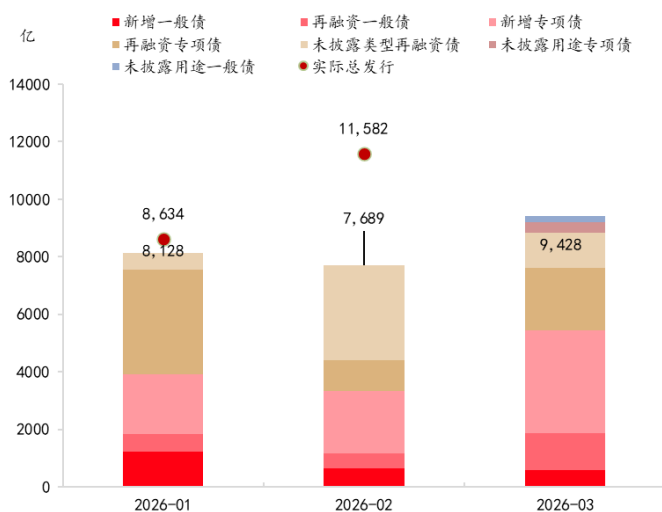
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：中小银行负债端稳定宽松状态维持


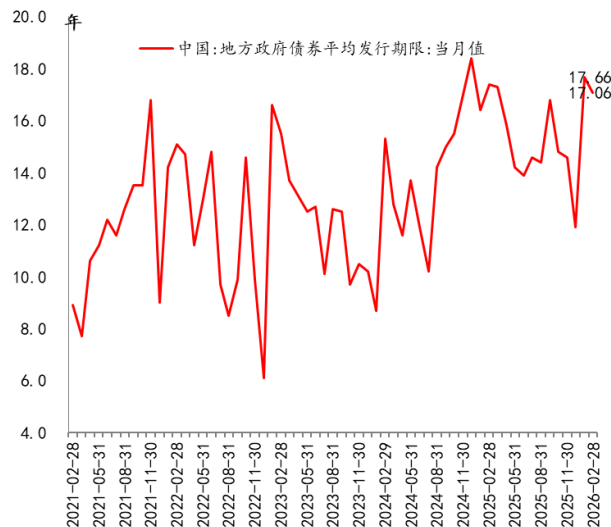
资料来源：Wind，中邮证券研究所

超长久期政府债券发行压力在边际放大，供需处于紧平衡。除了风险偏好的影响之外，债券交易的外在风险因素并不多，还需要关注的依然是超长久期政府债券的发行。我们前期在当前交易窗口的期限选择上已经得到过结论，优先推荐10年期，因为后续30年等超长期政府债的发行压力可能依然存在。对于大行而言，利率敏感性指标的放松已经落地，后续还有个别大行的注资落地，来支撑其对于政府债券的配置。但对于大行自营账户而言，紧平衡依然是当前购债的主要转态，久期上有所提升依然存在难度。但3月份地方债发行计划明显增多，二季度发行高峰也可能到来，超长期的发行压力边际增大之后，依然可能造成配置盘的相对压力。

图表9：2月地方债实际发行超计划，3月计划规模较大 图表10：地方债年初加权发行期限重新回到17年



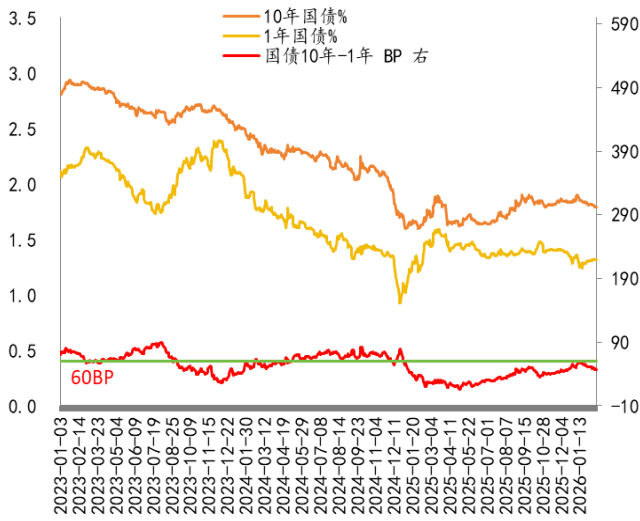
资料来源：Wind，中邮证券研究所



资料来源：Wind，中邮证券研究所

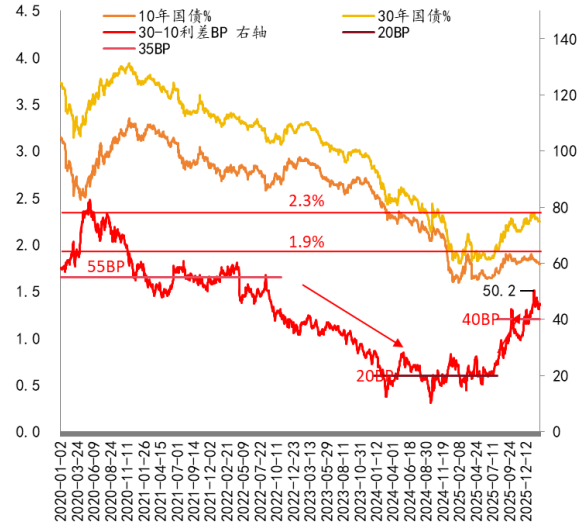
总之，节后债券的交易逻辑变化不大，依然沿着节前预设节奏进行。即节中消费、交运等景气数据的改善不乏亮点，但难以形成对债市预期的显著冲击；节中未出现显著压制风险偏好的因素，提振因素存在，但预计对债市的冲击也不会大于节前；节后流动性无虞，降息进入“两会”前的观察窗口，预计兑现概率不高，故债市交易情绪可能有所降温；大行年初负债相对宽松，是节前配置盘活跃度提升的主要驱动，这条主线是阶段性的，在3月可能有所松动；超长期政府债的发行依然是主要关注因素，3月地方债发行计划明细增多，可能构成压力。故对债市投资者而言，持仓过节之后，已经获取了收益率小幅下行的资本利得，继续博弈的胜率和赔率虽然不高，但依然可以顺势而为，在3月初谨慎对待小波段交易窗口的结束。

图表11：10年期国债收益率缓慢下行持续



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表12：超长期国债的交易难度依然偏大



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 0%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