

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

《债市“七因素”——流动性周报
20260705》 - 2026.07.06

固收周报

期限溢价异动 ——流动性周报 20260712

● 30 年以内溢价扩张，更长期的溢价压缩

我们给二季度交易行情设定的底线是期限溢价不压缩。当时这样判断的原因在于：其一，配置盘对久期克制；其二，预期交易风险因素并未改变。

近期，期限溢价出现异动，30 年以内溢价扩张，更长期的溢价压缩。30 减 10 和 10 减 1 期限溢价出现了一定幅度的扩张，50 减 30 期限溢价仍在持续压缩。

我们分别来看不同期限端形态改变的主要驱动：

- 第一，10 年减 1 年的期限溢价扩张，更多是短端驱动。
- 第二，30 年减 10 年的期限溢价扩张，更多是交易行为。
- 第三，50 年减 30 年的期限溢价压缩，更多是配置行为。

期限溢价的本质，是对预期风险的定价，今年的主要影响因素是通胀预期、风险偏好和降息预期。

我们对三季度行情的定位是期限溢价压缩前的震荡期。

其一，持续抬升的风险偏好已经出现变化的可能。

其二，通胀修复预期，已经是强弩之末。

其三，以上两点决定了，降息预期有重新升温的可能。

至于供给带来的配置盘压力，第三季度的压力客观存在，但也仅限于三季度。

● 风险提示：

流动性超预期收紧

目录

1 期限溢价异动.....	4
2 风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 资金价格中枢缓慢下行	6
图表 2: 隔夜与 7D 资金的价差处于低位, 反映偏紧状态	6
图表 3: 资金的季节性下行并不明显	6
图表 4: 1 年期国股行 NCD 利率仍在震荡中	6
图表 5: 1 年期国债收益率维持新低附近	7
图表 6: 10 减 1 期限利差被动走扩至 63BP	7
图表 7: 30 减 10 期限利差维持在 50BP 以上	7
图表 8: 50 减 30 年期限利差近期出现大幅压缩	7

1 期限溢价异动

我们给二季度交易行情设定的底线是期限溢价不压缩。简要回顾我们二季度的债市策略观点，即使在交易情绪最高涨的4月份，我们都坚持认为期限溢价不会压缩，认为期限溢价不压缩是交易不过火的底线。这样判断的原因在于：其一，由于配置盘对久期克制，不会形成交易盘到配置盘的轮动，长端和超长端不会中枢性下行；其二，期限溢价是对预期风险因素的定价，通胀修复的方向和风险偏好的提升，需要偏高的期限溢价，二季度的交易性行情中，预期交易风险因素并未改变。

近期，期限溢价出现异动，30年以内溢价扩张，更长期的溢价压缩。虽然在二季度交易行情中，我们对于期限溢价的压缩偏保守，但也不认为后续期限溢价有抬升的空间。近期的曲线形态变化略显怪异，30减10和10减1期限溢价出现了一定幅度的扩张。这种扩张是在6月份债市调整之后出现的，即在6月份资金和短端明显上行，债市情绪明显承压的情况下，期限溢价都没有进一步走熊，但在7月份资金面逐渐修复，债市情绪也趋于稳定的情况下，期限利差反而走扩。此外，50减30并没有改变持续压缩的态势，在4月底触及最高位之后持续压缩，在近期30年以内走扩的时候，依然在压缩。

我们分别来看不同期限端形态改变的主要驱动：

10年减1年的期限溢价扩张，更多是短端驱动。10年期国债收益率的运行依然相对稳健，并没脱离前期震荡区间。1年期国债收益率，在前期资金价格抬升，短端利率上行过程中，调整幅度就小于其他票息品种，在近期资金面修复之后，1年期国债收益率更是创下了近期的新低水平，导致10减1期限溢价的被动走扩。1年期之所以能创新低，一方面是流动性预期的修复，另一方面是配置盘平衡久期诉求下的增量买盘支撑。而10年期显然没有交易宽松预期，也没有增量买盘支撑。所以，10减1期限利差的扩张，实质是在交易资金修复后不会有增量宽松和买入力量。

30年减10年的期限溢价扩张，更多是交易行为。30年估值收益率上行要多一些，与近期活跃券难以确定有关。目前30年国债活跃券切换出现混乱，26特国02和04之间成交笔数势均力敌，存量规模也没有拉开。故活跃券的不确

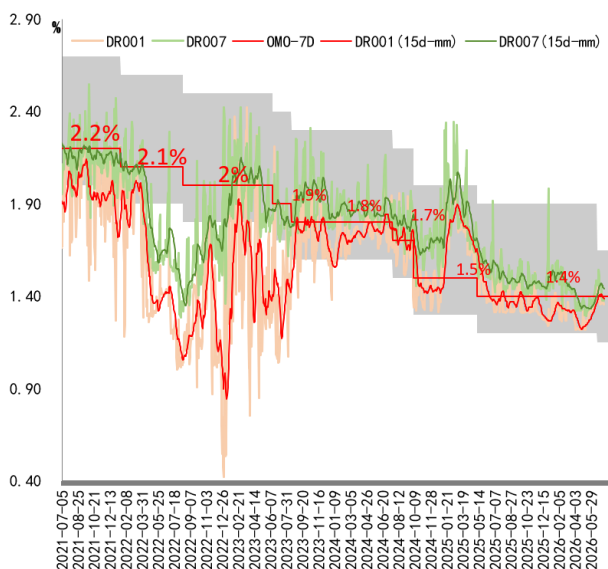
定，分散了 30 年国债的流动性，而 30 减 10 年期限溢价一定程度上是流动性溢价，间接导致其小幅扩张。更为重要的是，三季度超长期政府债券的发行压力依然很大，预计配置盘可以承接但很难增量买入，并且交易盘也欠缺增量资金的接力，故 30 减 10 期限利差短期也很难系统性压缩。

50 年减 30 年的期限溢价压缩，更多是配置行为。与 30 年不同，50 年国债的流动性溢价前期并未明显抬升，两者的利差的波动幅度并不算太大。在 2025 年末 50 年减 30 年期限利差抬升至历史高位之后，一直维持震荡状态，直至今年 4 月份债市行情升温后，50 年即进入增量下行状态。故 50 年减 30 年期限溢价在二季度即处于压缩状态，近期也并未因其他期限段的走陡而改变。50 年国债的持续性的增量下行，与市场交易情绪相悖，更多是保险配置盘所驱动的。在 50 年存量有限的情况下，虽然保险配置盘整体保持了克制，但少量的增量买入也驱动了 50 年国债更好的行情，不过目前期限利差已经压缩至中位数附近。

期限溢价的本质，是对预期风险的定价，今年的主要影响因素是通胀预期、风险偏好和降息预期。以上更多是对不同期限段形态变化的短期分析，未来期限溢价的趋势还要关注预期风险因素。前期期限溢价持续维持的直接原因是，交易盘有压缩动机，配置盘不配合，即没有债券系统性牛市的预期，关注长期点位的配置盘也就动机偏弱。而决定这种状态的一定是长期交易因素，一方面是中长期通胀修复的预期，另一方面是风险偏好抬升的预期；这两者又决定了债市没有降息预期。

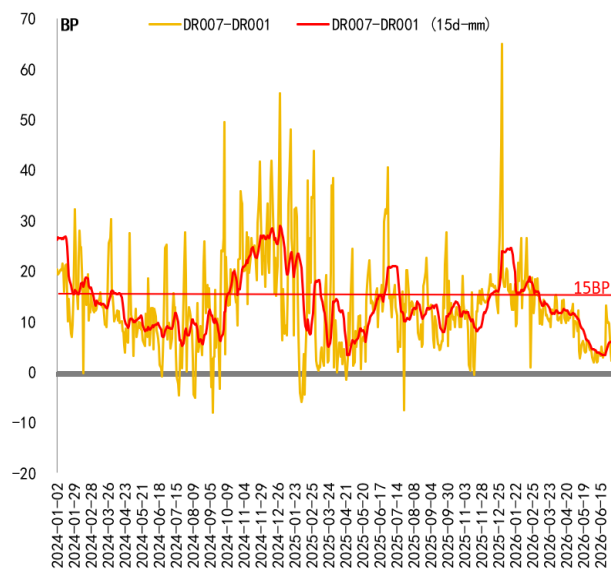
我们对三季度行情的定位是期限溢价压缩前的震荡期。可以看到，决定期限溢价的长期交易因素和机构因素都正在发生变化。表现最剧烈的是风险偏好，即使债市投资者也都非常关注科技板块的行情变化，可以说行情走到现在，持续抬升的风险偏好已经出现变化的可能；至于通胀修复预期，已经是强弩之末，“K 型分化”态势下，能源带来的通胀高点已经出现，再通胀交易会存在但已经不足以一直支撑高期限溢价；这两点决定了，降息预期有重新升温的可能，无论是处于稳定总需求的诉求，还是提振风险偏好的诉求。至于供给带来的配置盘压力，这是名牌，三季度的压力客观存在，但也仅限于三季度，这决定了短期的震荡状态，但不足以支撑期限溢价一直维持下去，尤其到了四季度，我们还要面对化债尾声后的政府债券供给再平衡。

图表1：资金价格中枢缓慢下行



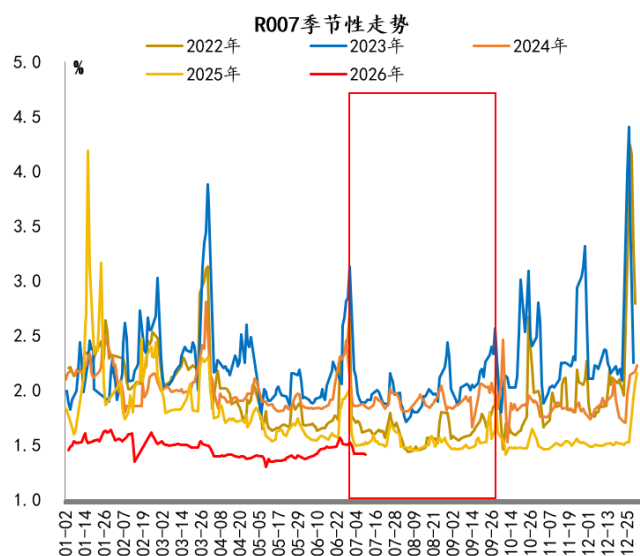
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：隔夜与 7D 资金的价差处于低位，反映偏紧状态



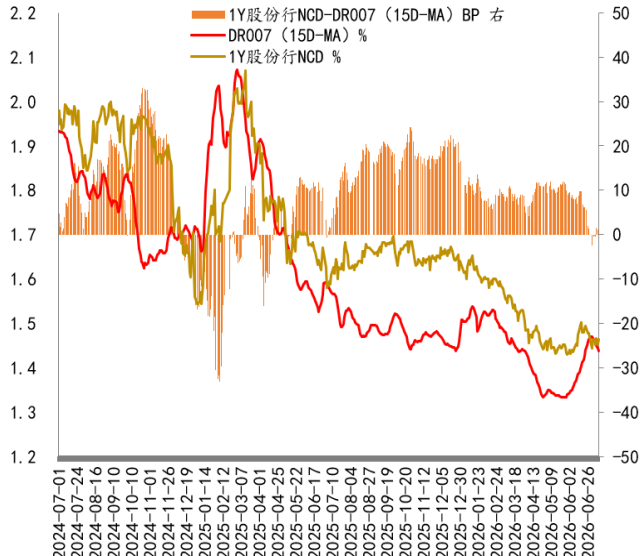
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：资金的季节性下行并不明显



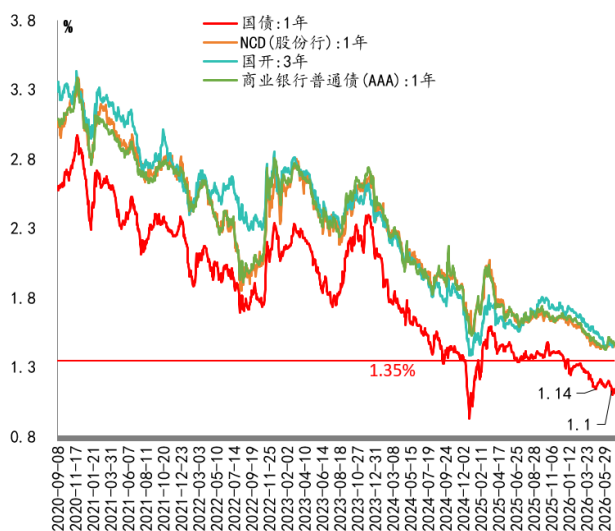
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：1 年期国股行 NCD 利率仍在震荡中



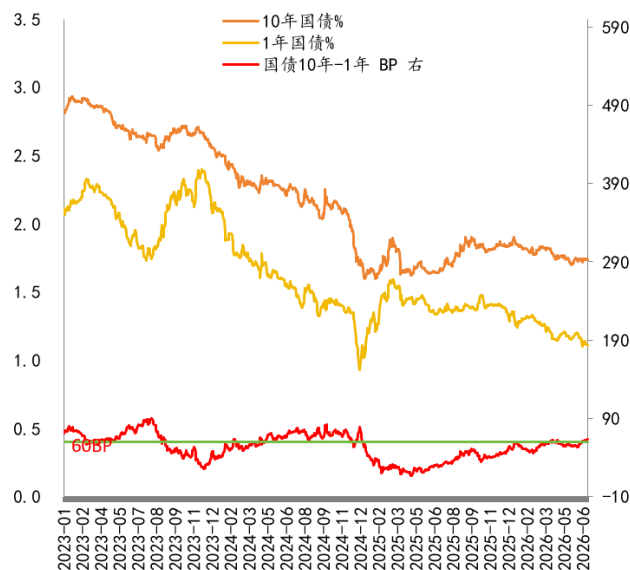
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：1年期国债收益率维持新低附近



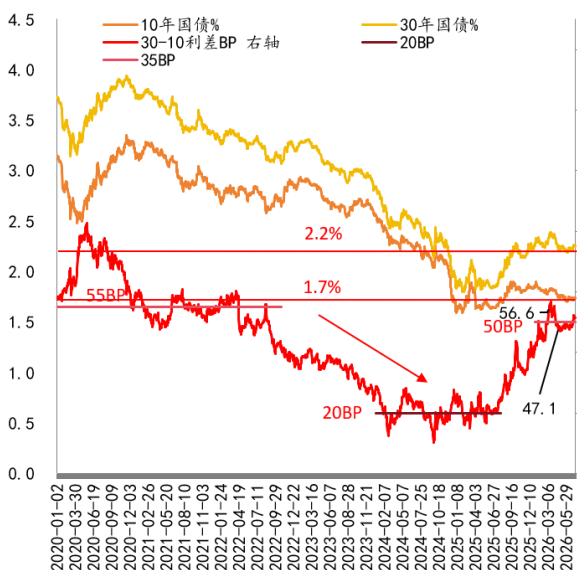
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：10减1期限利差被动走扩至63BP



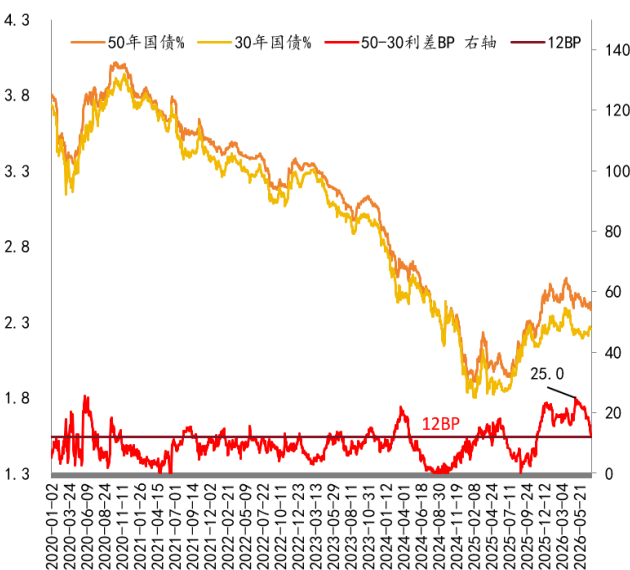
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：30减10期限利差维持在50BP以上



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：50减30年期限利差近期出现大幅压缩



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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱:yanjiusuo@cnpsec.com

地址:北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号,玺萌大厦南塔

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