

资金不紧，债牛不停

周策略图谱

报告摘要:

- **核心观点: 技术面支撑+资金面难改宽松+信贷偏弱+通胀预期下行+期限利差空间足=10 年国债目标 1.70%，30 年国债目标 2.15%。**
策略建议: 继续关注超长期信用债。
- **TL 技术性调整，上涨趋势尚难言结束。**4 月 24 日 TL 主力合约跌破 5 日均线，在 10 日均线附近遇支撑，KDJ 指标回落至中性位置，抛压有所释放。鉴于短端仍在走强，超长端回调或为持续上涨后的技术性调整，回踩企稳后仍有概率再度上行，关注 113-113.3 区间的支撑性。
- **银行存贷差高启+结售汇顺差高增+债券供给节奏偏慢+央行未主动收紧流动性=资金面持续宽松。**一季度，银行存贷差升至 5.13 万亿元，位于 2022 年以来新高，结售汇顺差高增，居民消费倾向偏弱，叠加贷款需求不足，银行体系资金冗余。此外，2026 年政府债供给节奏整体偏慢，且央行并未主动收紧资金面，也导致资金面持续充裕。
- **资金牛->全面债牛？杠杆套息+期限利差保护下，债市长端走强预期延续。**1.月末资金面边际收敛难改资金宽松局面。历史上看，4 月末资金面通常会边际有所收敛，但跨月后，5 月中下旬又会回到宽松状态。下周资金利率可能会边际有所上行，但难改资金宽松局面。资金宽松背景下，杠杆套息资金会拉动中长端收益率下降。**2.贷款需求偏弱叠加通胀预期下行，期限利差保护下超长端仍有上涨空间。**3 月贷款数据偏弱，同时本周国内汽、柴油价格调降，通胀预期有所下行，对债市长端仍有支撑。目前 30Y 国债-7D OMO 利差仍较 2024 年 9 月以来均值水平高 18BP，超长端或仍有一定的补涨空间。**3.月末资金收敛超预期风险。**若月底资金面超预期收敛，债市短期或面临一定的回调压力。
- **本周市场总结:**10Y 和 30Y 国债收益率下行突破 1.75% 和 2.23% 后出现小幅反弹，城投债与二永债收益率曲线小幅走陡。
- **本周主要交易逻辑:**1.资金面持续宽松; 2.通胀预期下行。
- **后市策略:**短端平稳、长端仍有上涨空间，建议维持票息+拉久期策略。
- **大势判断:**期限利差陡峭+十年国债突破 1.75% 心理关口+资金面持续平稳=短中期小幅看多，但需警惕月底资金面变化。**10 年国债阶段性目标 1.70%，30 年国债阶段性目标 2.15%。**
- **组合建议:**利率策略: 2 年与 7 年期国开债存在凸点，关注配置价值。信用策略: 3Y 二永债具有一定骑乘性价比; 关注地产债修复右侧机会。高风偏策略: 30Y 信用债离止盈点位仍有较大空间，关注配置价值。
- **风险提示:**1.政策或外部扰动超预期。2. 样本数据无法代表整体。3. 历史收益数据无法代表未来。
- **注:** 未特别说明，报告数据来源 Wind、iFind。

分析师: 杜渐



SAC 执业证号: S0260526020003



SFC CE No. BXV349



010-59136690



dujian@gf.com.cn

相关研究:

关注超长期信用债补涨空间: 2026-04-19

周策略图谱

PPI 公布，三十年国债何去 2026-04-11

何从?: 周策略图谱

利率走陡，信用走平: 周策略图谱 2026-04-03

目录索引

一、本周核心观点与债市策略	5
二、典型策略测算与个券图谱	16
三、布林带择时	21
四、基本面数据跟踪	26
五、风险提示	27

图表索引

图 1: 周策略收益 (单位: %)	6
图 2: 本周市场交易逻辑 (单位: %)	7
图 3: 债市多空因素	7
图 4: 30 年期国债期货 K 线图	11
图 5: 30 年期国债期货 K 线图	12
图 6: 10 年期国债期货 K 线图	13
图 7: 10 年期国债期货 K 线图	13
图 8: 城投债期限利差情况 (单位: BP)	14
图 9: 二级资本债期限利差情况 (单位: BP)	14
图 10: 城投债-银行二级债情况 (单位: BP)	14
图 11: 城投债各级利差情况 (单位: BP)	14
图 12: 国债期限利差走势 (%)	15
图 13: 30-10Y 国债利差走势 (%)	15
图 14: 各版块期限利差比较 (单位: %, BP)	16
图 15: 国债收益率期限结构 (单位: %, BP)	16
图 16: 二级资本债收益率期限结构 (单位: %, BP)	16
图 17: 3 年 AA+城投债-国开债信用利差布林带 (单位: %, BP)	22
图 18: 3 年 AAA-二级资本债-国开债信用利差布林带 (单位: %, BP)	22
图 19: 7 年 AA+城投债-国开债信用利差布林带 (单位: %, BP)	23
图 20: 10 年 AA+城投债-国开债信用利差布林带 (单位: %, BP)	23
图 21: 20 年 AA+信用债-国开债信用利差布林带 (单位: %, BP)	24
图 22: 30 年 AA+信用债-国开债信用利差布林带 (单位: %, BP)	24
图 23: 各类信用债估值偏离成交幅度与信用债收益率走势 (单位: %, BP)	25
图 24: 2025 年下半年以来赎回风险指数复盘 (单位: %)	26
图 25: 经济数据概览图 (单位: %)	26
图 26: 调查数据概览图 (单位: %)	27
表 1: 周策略建议配比 (单位: %)	6
表 2: 各券种广谱利率图 (单位: %, BP)	8
表 3: 国开&地方债&信用利差情况 (单位: %, BP)	9
表 4: 信用-国开: 利差分位数情况 (单位: %, BP)	10
表 5: 国债期限利差历史分位值	15
表 6: 各策略配置方法收益测算 (单位: %, BP)	17
表 7: 买入并持有 1 年后收益率不同变化下的综合收益 (单位: %, BP)	18
表 8: 买入并持有 1 年后收益率不同变化下的综合收益 (单位: %, BP)	19
表 9: 买入并持有 1 年后收益率不同变化下的综合收益 (单位: %, BP)	20
表 10: 样本个券收益率图谱 (单位: 亿元, %, BP)	21
表 11: 3 年 AAA-城投债择时策略收益	22
表 12: 3 年 AAA-二级资本债择时策略收益	22
表 13: 7 年 AA+城投债择时策略收益	23
表 14: 10 年 AA+城投债择时策略收益 (单位: %)	23

表 15: 20 年 AA+信用债择时策略收益 (单位: %)	24
表 16: 30 年 AA+信用债择时策略收益 (单位: %)	24

一、本周核心观点与债市策略

本周市场交易主要围绕两条逻辑主线展开：一是资金面持续维持宽松，期限利差仍有压降空间；二是国内汽、柴油价格下调，通胀预期下行。

TL 技术性调整，上涨趋势尚难言结束。4月24日 TL 主力合约跌破5日均线，在10日均线附近遇支撑，KDJ 指标由超买区间回落至中性位置，指向抛压有所释放。鉴于短端仍在走强，超长端回调或为持续上涨后的技术性调整，回踩企稳后仍有概率再度上行，关注 113-113.3 区间的支撑性。

银行存贷差高启+结售汇顺差高增+债券供给节奏偏慢+央行未主动收紧流动性=资金面持续宽松。
1.银行存贷差处于高位。一季度，银行存贷差升至 5.13 万亿元，位于 2022 年以来新高，居民消费倾向偏弱，叠加贷款需求不足，导致银行体系资金冗余。
2.银行代客结售汇顺差高增。一季度，在人民币汇率升值的背景下，企业和居民结汇需求旺盛，银行代客结售汇顺差升至 1794 亿美元，为境内人民币带来了增量资金。
3.政府债供给较去年偏慢，对流动性的消耗不及去年。2026 年政府债的供给节奏较去年整体偏慢，净融资规模较去年同期偏低，这导致对市场流动性的消耗偏慢。
4.央行并未主动收紧资金面。尽管央行多个交易日公开市场操作“地量”投放，但并未主动收紧流动性，MLF 余额仍处于历史高位。

资金牛→全面债牛？杠杆套息+期限利差保护下，债市长端走强预期延续。
1.月末资金面边际收敛难改资金宽松局面。历史上看，4月末资金面通常会边际有所收敛，但跨月后，5月中下旬又会回到宽松状态。下周资金利率可能会边际有所上行，但难改资金宽松局面。资金宽松背景下，杠杆套息资金会拉动中长端收益率下降，收益率曲线整体下移并有所走平。
2.贷款需求偏弱叠加通胀预期下行，期限利差保护下超长端仍有上涨空间。3月贷款数据偏弱，同时近期国内汽、柴油价格调降，通胀预期下行，对债市长端仍有支撑。从期限利差角度来看，目前 10Y 国债收益率-7 天期逆回购利率已来到 2024 年 9 月以来均值附近，而 30Y 国债收益率-7 天期逆回购利率距离均值仍高约 18BP，超长端或仍有一定的补涨空间。
3.月末资金面收敛超预期风险。如果月底资金利率超预期上行，债市可能会有一定的调整压力。**整体来看，月底资金面收紧幅度或比较有限，资金宽松仍将持续，杠杆套息和期限利差保护下，超长端收益率或仍有压降空间，此外，贷款需求偏弱和通胀预期下行也对长债形成支撑。**

后市策略：短端平稳、长端期限利差仍有压缩空间，建议拉长信用债久期，维持票息+拉久期策略。策略上，信用方面推荐关注 30Y 信用债，资金持续宽松下，超长期信用债或存在一定的补涨机会，建议关注其配置价值。5-7Y 二永债，兼顾票息安全垫与适当拉久期，且距离止盈点位仍有空间，建议关注其价值。地产债的高票息可防御债市波动，关注 3Y 期限高评级品种价值。

本周市场总结：10Y 国债收益率下行突破 1.75%，30Y 国债收益率下行突破 2.23% 后均有所反弹，城投债与二永债收益率曲线小幅走陡。

表 1: 周策略建议配比 (单位: %)

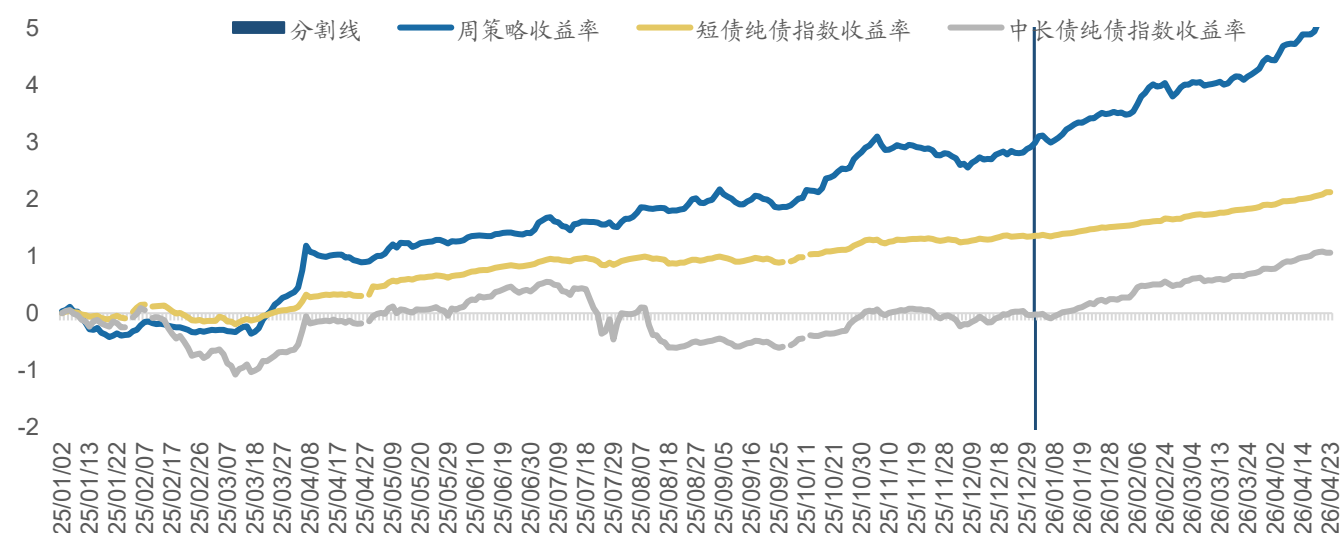
周度起始日	持仓 1		持仓 2		持仓 3		持仓 4	
	品种	比例	品种	比例	品种	比例	品种	比例
2026/3/9	3Y AAA-二级资本债	20	5Y AAA-银行永续债	30	1Y AA-存单	30	3Y AAA 房地产	20
2026/3/16	3Y AAA-二级资本债	20	5Y AAA-银行永续债	30	1Y AA-存单	30	3Y AAA 房地产	20
2026/3/23	3Y AAA-二级资本债	10	5Y AAA-银行永续债	40	1Y AA-存单	30	3Y AAA 房地产	20
2026/3/30	3Y AAA-二级资本债	10	5Y AAA-银行永续债	30	7Y AAA-银行二级资本债	30	3Y AAA 房地产	30
2026/4/7	3Y AAA-二级资本债	10	5Y AAA-银行永续债	30	7Y AAA-银行二级资本债	30	3Y AAA 房地产	30
2026/4/13	3Y AAA-二级资本债	10	5Y AAA-银行永续债	30	7Y AAA-银行二级资本债	30	3Y AAA 房地产	30
2026/4/20	30Y AAA 信用债	30	5Y AAA-银行永续债	20	7Y AAA-银行二级资本债	20	3Y AAA 房地产	30
2026/4/27	30Y AAA 信用债	30	5Y AAA-银行永续债	20	7Y AAA-银行二级资本债	20	3Y AAA 房地产	30

资料来源: 广发证券发展研究中心

2025 年初至今, 周观点策略累计收益 5.25%, 跑赢短债基金指数收益率 2.12%, 以及中长债指数收益率 1.06%。

2026 年初至今, 周观点策略累计收益 2.16%, 跑赢短债基金指数收益率 0.75%, 以及中长债指数收益率 1.08%。

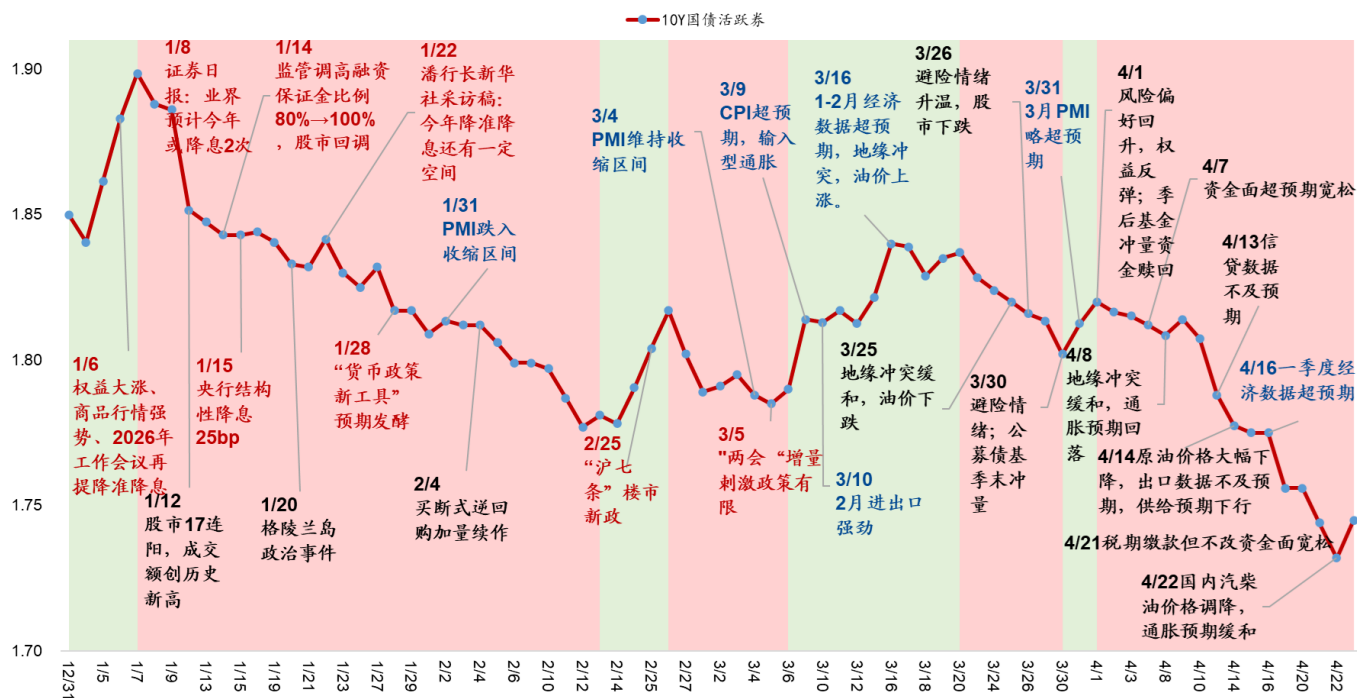
图 1: 周策略收益 (单位: %)



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(一) 市场交易逻辑

图 2：本周市场交易逻辑（单位：%）



资料来源：Wind、DM，广发证券发展研究中心

图 3：债市多空因素



资料来源：广发证券发展研究中心

(二) 静态票息

表 2: 各券种广谱利率图 (单位: %, BP)

日期	政策利率			定期存款			回购利率		国债				存单		商业银行二级资本债				商业银行永续债 (含权)				城投债				
	OMO	MLF	LPR	1Y	3Y	5Y	DR007	R007	1Y	5Y	10Y	30Y	AAA	AA-	1Y	3Y	5Y	7Y	AAA-	AAA-	AAA-	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
	7D	1Y	5Y																								
2023/12/29							2.02	3.07	2.08	2.40	2.56	2.83	2.40	2.91	2.65	2.85	3.00	3.10	2.75	2.94	3.05	2.80	3.03	3.26	3.14	4.81	5.94
2024/3/29	1.8	2.5	4.2	1.45	1.95	2.00	2.01	2.34	1.72	2.20	2.29	2.46	2.23	2.49	2.35	2.52	2.62	2.66	2.40	2.58	2.51	2.35	2.58	2.67	2.71	3.40	4.31
2024/6/28							2.17	2.23	1.54	1.98	2.21	2.43	1.96	2.27	2.01	2.13	2.23	2.30	2.01	2.16	2.16	2.03	2.19	2.28	2.26	2.61	3.24
2024/7/31			3.95				1.80	1.93	1.42	1.85	2.15	2.38	1.88	2.12	1.92	2.02	2.15	2.19	1.92	2.04	2.06	1.94	2.06	2.13	2.13	2.41	2.84
2024/8/30	1.7	2.3		1.35	1.75	1.80	1.70	1.91	1.49	1.85	2.17	2.37	1.97	2.26	2.05	2.17	2.26	2.38	2.06	2.20	2.17	2.08	2.19	2.28	2.40	2.60	2.94
2024/9/24			3.85				1.87	1.96	1.42	1.75	2.07	2.19	1.91	2.21	2.01	2.09	2.18	2.26	2.05	2.14	2.10	2.05	2.14	2.20	2.39	2.72	3.17
2024/9/30							1.56	1.98	1.37	1.84	2.15	2.36	1.91	2.25	2.21	2.33	2.43	2.49	2.25	2.38	2.25	2.18	2.32	2.38	2.61	2.96	3.38
2024/10/31							1.70	1.89	1.43	1.79	2.15	2.34	1.93	2.27	2.09	2.26	2.37	2.49	2.13	2.33	2.45	2.11	2.30	2.44	2.77	3.01	3.74
2024/11/29			2.0				1.64	1.82	1.37	1.66	2.02	2.20	1.80	1.99	1.95	2.08	2.19	2.30	1.97	2.13	2.24	1.98	2.05	2.23	2.35	2.81	3.67
2025/1/2							1.67	1.83	1.07	1.40	1.61	1.84	1.57	1.98	1.64	1.71	1.78	1.93	1.69	1.76	1.84	1.68	1.78	1.88	2.16	2.42	3.27
2025/1/24	1.5			1.10	1.50	1.55	2.10	2.90	1.34	1.47	1.66	1.89	1.74	2.07	1.84	1.85	1.88	1.88	1.86	1.90	1.93	1.87	1.88	1.95	2.33	2.45	3.17
2025/2/28							2.13	2.14	1.46	1.60	1.72	1.91	1.99	2.32	2.08	2.06	2.08	2.19	2.10	2.12	2.17	2.04	2.09	2.16	2.48	2.60	3.15
2025/3/25							1.91	2.20	1.54	1.68	1.82	2.03	1.90	2.19	1.98	2.04	2.10	2.25	2.00	2.07	2.18	1.97	2.04	2.16	2.33	2.59	3.22
2025/4/30							1.80	1.84	1.46	1.52	1.62	1.82	1.74	1.99	1.79	1.88	1.95	2.09	1.80	1.94	2.01	1.83	1.93	2.03	2.10	2.45	3.06
2025/5/30							1.66	1.74	1.46	1.56	1.67	1.90	1.71	1.95	1.77	1.87	1.96	2.10	1.77	1.90	2.02	1.74	1.84	1.96	2.01	2.33	2.92
2025/6/27							1.70	1.92	1.35	1.51	1.65	1.85	1.64	1.88	1.74	1.84	1.91	2.02	1.74	1.86	1.96	1.73	1.85	1.91	1.95	2.26	2.81
2025/7/14							1.42	1.49	1.34	1.49	1.64	1.85	1.59	1.83	1.65	1.75	1.85	1.97	1.66	1.81	1.90	1.69	1.78	1.86	1.88	2.22	2.76
2025/7/29							1.56	1.61	1.41	1.61	1.75	2.00	1.68	1.92	1.74	1.92	2.02	2.14	1.76	1.96	2.08	1.73	1.90	2.00	1.96	2.33	2.84
2025/8/29							1.52	1.52	1.37	1.63	1.78	2.02	1.66	1.92	1.71	1.94	2.07	2.23	1.73	1.96	2.18	1.72	1.94	2.07	1.95	2.43	2.92
2025/9/10							1.48	1.50	1.42	1.65	1.82	2.09	1.68	1.92	1.75	2.02	2.16	2.33	1.76	2.04	2.30	1.71	1.98	2.05	1.99	2.43	2.92
2025/9/26							1.53	1.55	1.38	1.62	1.80	2.12	1.69	1.94	1.80	2.11	2.31	2.52	1.82	2.17	2.41	1.77	2.07	2.20	2.04	2.59	2.98
2025/10/31							1.50	1.59	1.38	1.56	1.79	2.15	1.64	1.89	1.68	1.92	2.16	2.35	1.70	1.97	2.19	1.69	1.89	2.05	1.86	2.44	2.85
2025/11/28							1.47	1.52	1.40	1.62	1.83	2.18	1.64	1.91	1.72	1.98	2.20	2.43	1.73	2.04	2.29	1.72	1.94	2.07	1.88	2.46	2.81
2025/12/26							1.52	1.53	1.29	1.59	1.84	2.22	1.64	1.88	1.75	2.00	2.22	2.43	1.78	2.04	2.26	1.72	1.86	2.02	1.92	2.42	2.94
2026/1/23							1.51	1.55	1.28	1.60	1.83	2.25	1.60	1.84	1.68	1.90	2.15	2.32	1.69	1.93	2.21	1.70	1.85	2.00	1.87	2.32	2.90
2026/1/30							1.59	1.64	1.30	1.58	1.81	2.26	1.60	1.85	1.68	1.93	2.13	2.35	1.70	1.93	2.21	1.69	1.85	1.97	1.85	2.29	2.85
2026/2/6							1.46	1.53	1.32	1.56	1.80	2.23	1.59	1.86	1.69	1.91	2.11	2.34	1.69	1.93	2.18	1.70	1.86	1.97	1.84	2.26	2.81
2026/2/13							1.43	1.54	1.32	1.54	1.78	2.22	1.58	1.84	1.65	1.88	2.05	2.25	1.66	1.89	2.11	1.69	1.83	1.94	1.83	2.25	2.77
2026/2/27							1.48	1.53	1.32	1.55	1.80	2.25	1.58	1.82	1.66	1.91	2.09	2.31	1.67	1.92	2.16	1.70	1.84	1.96	1.84	2.26	2.79
2026/3/6							1.41	1.49	1.29	1.53	1.79	2.23	1.55	1.80	1.61	1.86	2.08	2.29	1.61	1.90	2.12	1.65	1.82	1.92	1.80	2.23	2.76
2026/3/13							1.46	1.50	1.28	1.56	1.82	2.29	1.53	1.78	1.59	1.86	2.12	2.34	1.60	1.91	2.16	1.63	1.81	1.93	1.79	2.21	2.75
2026/3/16							1.46	1.50	1.28	1.58	1.83	2.31	1.54	1.78	1.60	1.87	2.15	2.37	1.60	1.93	2.18	1.64	1.83	1.95	1.80	2.22	2.77
2026/3/20							1.42	1.48	1.26	1.56	1.84	2.30	1.52	1.76	1.58	1.83	2.11	2.33	1.58	1.88	2.15	1.62	1.80	1.93	1.76	2.18	2.74
2026/3/27							1.44	1.51	1.25	1.55	1.82	2.29	1.53	1.77	1.57	1.83	2.07	2.27	1.57	1.87	2.10	1.61	1.79	1.91	1.73	2.19	2.70
2026/4/3							1.41	1.43	1.24	1.55	1.82	2.33	1.48	1.72	1.54	1.79	2.04	2.22	1.54	1.81	2.06	1.57	1.74	1.87	1.69	2.13	2.64
2026/4/10							1.32	1.40	1.21	1.55	1.81	2.31	1.48	1.71	1.55	1.80	2.02	2.17	1.56	1.82	2.04	1.54	1.73	1.86	1.66	2.13	2.61
2026/4/17							1.32	1.39	1.16	1.50	1.77	2.26	1.47	1.71	1.55	1.78	1.97	2.13	1.55	1.80	2.00	1.55	1.73	1.86	1.67	2.09	2.57
2026/4/24							1.33	1.37	1.14	1.48	1.78	2.25	1.45	1.67	1.51	1.78	1.99	2.14	1.52	1.80	2.00	1.52	1.74	1.86	1.63	2.10	2.54
2024年初至今	-40	-50	-70	-50	-70	-70	-69	-170	-94	-92	-78	-58	-96	-124	-114	-107	-101	-95	-124	-114	-105	-128	-129	-141	-151	-271	-340
修正久期	-	-	-	-	-	-	-	-	0.98	4.76	9.05	21.64	0.98	0.98	0.98	2.88	4.68	6.35	0.98	2.88	4.66	0.98	2.88	4.70	0.98	2.85	4.60
过去一周变化	-	-	-	-	-	-	1	-2	-2	-2	0	-1	-2	-4	-4	0	2	1	-3	0	0	-3	1	-1	-4	0	-3
本周持仓回报率(bp)	-	-	-	-	-	-	-	-	2	9	-4	15	2	3	3	1	-9	-7	3	1	-2	3	-2	3	4	-1	12
2025Ave-OMO利差	-	-	-	-	-	-	16	25	-8	14	34	66	23	50	31	48	63	79	32	52	69	32	46	57	56	94	149
OMO利差	0	60	210	-45	-15	-10	-7	-3	-26	8	38	85	5	27	11	38	59	74	12	40	60	12	34	46	23	70	114
建议止盈点位	-	-	-	-	-	-	-	-	1.34	1.49	1.64	1.84	1.60	1.83	1.65	1.75	1.84	1.99	1.65	1.81	1.90	1.66	1.77	1.86	1.87	2.18	2.74
当前相较止盈点位	-	-	-	-	-	-	-	-	-19	-1	14	41	-15	-16	-14	3	15	15	-14	0	11	-14	-3	0	-24	-8	-20

资料来源: wind、DM, 广发证券发展研究中心;

注: 统计时间截至 2026 年 4 月 24 日,使用中债隐含评级, 10Y 及 30Y 国债使用活跃券收益率, 红字表示活跃券切换

表 3：国开&地方债&信用利差情况（单位：%、BP）

日期	政策利率 (%) OMO 7D	国开债 (%)						地方政府债 (%)						AAA+超长期 (%)				二級資本 債利差			永续債利差			城投債利差					
		1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y	10Y	15Y	20Y	30Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
2023/12/29		2.20	2.34	2.49	2.49	2.68	2.68	2.29	2.57	2.64	2.64	2.74	2.85	2.97	3.05	3.09	3.15	30	45	51	52	56	60	39	43	44	94	246	346
2024/3/29	1.8	1.84	2.17	2.27	2.27	2.44	2.41	1.98	2.21	2.34	2.34	2.50	2.56	2.68	2.74	2.82	2.83	22	51	35	35	56	41	51	41	40	87	122	204
2024/6/28		1.69	1.94	2.03	2.03	2.20	2.29	1.66	1.95	2.15	2.15	2.25	2.36	2.43	2.48	2.53	2.57	12	32	19	20	32	22	34	25	25	56	67	122
2024/7/31		1.65	1.84	1.90	1.90	2.08	2.22	1.56	1.82	2.01	2.01	2.13	2.27	2.29	2.32	2.38	2.41	13	27	18	25	27	21	29	23	23	48	57	95
2024/8/30		1.71	1.87	1.97	1.97	2.12	2.26	1.61	1.85	2.01	2.01	2.16	2.27	2.43	2.48	2.52	2.53	18	34	30	29	35	33	37	32	31	69	73	97
2024/9/24	1.7	1.66	1.79	1.86	1.86	2.04	2.15	1.59	1.79	1.89	1.89	2.03	2.16	2.31	2.35	2.42	2.45	21	35	30	32	38	34	38	34	34	72	93	131
2024/10/31		1.65	1.88	1.95	1.95	2.16	2.25	1.56	1.80	1.96	1.96	2.20	2.32	2.50	2.53	2.61	2.63	27	56	45	48	60	50	53	45	43	96	108	143
2024/11/29		1.71	1.86	1.88	1.88	2.16	2.22	1.56	1.82	2.02	2.02	2.22	2.32	2.51	2.57	2.60	2.60	39	38	39	49	42	46	40	44	55	106	114	186
2025/1/2		1.60	1.73	1.77	1.77	2.01	2.10	1.51	1.66	1.87	1.87	2.04	2.20	2.31	2.34	2.41	2.46	35	35	35	42	36	40	38	32	45	75	108	190
2025/1/2		1.26	1.41	1.44	1.63	1.66	1.95	1.24	1.39	1.58	1.70	1.82	2.11	2.01	2.11	2.15	2.25	37	30	34	42	35	40	42	37	44	90	102	183
2025/1/24		1.48	1.54	1.53	1.69	1.69	1.97	1.37	1.47	1.58	1.73	1.83	2.06	2.01	2.04	2.08	2.19	35	30	35	38	35	40	39	34	42	85	91	164
2025/2/28	1.5	1.68	1.72	1.72	1.85	1.74	2.04	1.50	1.61	1.76	1.86	1.98	2.18	2.20	2.20	2.21	2.26	39	34	37	42	39	45	35	36	44	79	88	144
2025/3/25		1.64	1.74	1.73	1.93	1.85	2.17	1.65	1.83	1.94	2.00	2.06	2.29	2.26	2.28	2.31	2.35	34	30	36	36	33	45	32	30	43	68	85	148
2025/4/30		1.57	1.63	1.58	1.75	1.66	2.00	1.58	1.62	1.66	1.77	1.88	2.09	2.15	2.18	2.20	2.22	23	25	38	23	30	43	27	30	46	54	82	148
2025/5/30		1.53	1.63	1.62	1.78	1.71	2.08	1.51	1.55	1.64	1.77	1.90	2.13	2.13	2.14	2.20	2.21	24	24	34	24	27	39	21	21	34	48	70	130
2025/7/4		1.48	1.58	1.57	1.74	1.68	2.03	1.49	1.57	1.67	1.70	1.80	2.05	2.07	2.07	2.07	2.12	26	26	34	26	29	39	26	27	34	47	69	124
2025/7/4		1.45	1.56	1.56	1.71	1.69	2.03	1.48	1.53	1.61	1.71	1.77	2.02	2.03	2.06	2.06	2.09	20	19	28	21	25	33	24	22	30	43	67	119
2025/7/29		1.52	1.68	1.71	1.84	1.82	2.10	1.46	1.57	1.67	1.75	1.83	2.10	2.18	2.18	2.18	2.20	22	24	31	24	28	37	21	22	29	45	66	112
2025/8/29		1.53	1.69	1.77	1.90	1.88	2.20	1.49	1.58	1.75	1.91	1.96	2.31	2.25	2.26	2.27	2.33	18	25	30	20	27	41	18	24	30	41	64	115
2025/9/10		1.58	1.75	1.84	1.95	2.01	2.28	1.54	1.60	1.85	1.99	2.01	2.33	2.34	2.34	2.36	2.41	16	27	32	18	29	46	13	23	22	41	68	108
2025/9/26		1.62	1.80	1.82	1.97	2.04	2.34	1.49	1.63	1.85	1.99	2.10	2.40	2.44	2.49	2.51	2.55	18	31	49	20	37	60	14	27	39	42	79	116
2025/10/31		1.59	1.72	1.75	1.89	1.93	2.31	1.45	1.59	1.73	1.91	2.03	2.38	2.27	2.37	2.40	2.47	8	18	39	10	23	43	9	17	27	25	70	108
2025/11/28		1.62	1.72	1.80	1.93	1.97	2.32	1.45	1.59	1.75	1.83	2.02	2.41	2.35	2.42	2.45	2.53	10	26	39	10	32	49	9	23	27	25	74	100
2025/12/26		1.53	1.67	1.78	1.94	1.98	2.39	1.41	1.58	1.67	1.82	2.04	2.38	2.36	2.44	2.47	2.55	23	32	44	25	37	48	19	19	24	40	74	115
2026/1/23		1.58	1.70	1.79	1.92	1.97	2.42	1.30	1.53	1.73	1.81	2.04	2.43	2.32	2.40	2.46	2.54	10	20	35	11	23	42	12	15	20	30	62	111
2026/1/30		1.58	1.69	1.80	1.92	1.99	2.42	1.32	1.53	1.68	1.78	2.02	2.45	2.32	2.38	2.46	2.53	10	23	33	11	24	42	11	16	17	27	60	105
2026/2/6		1.57	1.67	1.76	1.89	1.96	2.39	1.34	1.47	1.66	1.80	2.01	2.47	2.32	2.40	2.45	2.54	12	24	35	12	26	42	13	19	21	27	59	105
2026/2/13		1.56	1.66	1.75	1.86	1.95	2.38	1.32	1.48	1.67	1.80	1.99	2.46	2.26	2.37	2.42	2.52	9	21	30	9	23	37	12	17	19	27	59	103
2026/2/27		1.57	1.67	1.76	1.87	1.98	2.43	1.33	1.52	1.66	1.81	2.01	2.49	2.30	2.39	2.44	2.53	9	23	33	9	25	40	12	17	20	26	58	103
2026/3/6		1.51	1.63	1.73	1.84	1.96	2.42	1.29	1.51	1.66	1.77	1.98	2.49	2.26	2.36	2.41	2.51	11	24	35	11	27	40	14	19	20	29	60	103
2026/3/13		1.49	1.61	1.72	1.85	1.96	2.50	1.28	1.49	1.68	1.80	2.01	2.51	2.28	2.38	2.44	2.52	10	24	40	11	30	43	14	20	21	30	60	103
2026/3/20		1.47	1.59	1.70	1.83	1.97	2.52	1.26	1.48	1.66	1.78	2.01	2.53	2.29	2.39	2.47	2.54	10	24	41	11	29	44	15	21	23	29	59	104
2026/3/27		1.46	1.59	1.69	1.84	1.96	2.48	1.26	1.50	1.67	1.77	2.00	2.51	2.25	2.37	2.48	2.53	11	24	38	11	29	41	15	21	22	27	60	101
2026/4/3		1.41	1.56	1.68	1.82	1.95	2.50	1.30	1.44	1.63	1.78	1.99	2.51	2.22	2.35	2.48	2.53	13	23	37	13	25	39	16	18	19	28	57	96
2026/4/10		1.43	1.59	1.69	1.81	1.91	2.44	1.30	1.43	1.65	1.76	1.97	2.48	2.14	2.33	2.46	2.52	13	21	33	13	23	35	12	14	17	23	54	92
2026/4/17		1.40	1.55	1.64	1.77	1.84	2.38	1.30	1.42	1.60	1.75	1.94	2.46	2.13	2.29	2.43	2.52	15	23	33	15	26	36	16	18	22	27	54	93
2026/4/24		1.37	1.55	1.65	1.79	1.86	2.38	1.27	1.37	1.55	1.71	1.90	2.43	2.14	2.28	2.41	2.46	14	23	34	15	26	36	15	19	21	26	55	90
2024年初至今 (bp)	-40	-83	-79	-84	-70	-82	-30	-102	-120	-109	-93	-84	-42	-83	-78	-68	-69	-16	-22	-17	-37	-30	-24	-24	-24	-23	-68	-191	-256
过去一周变化	-	-3	0	1	2	2	0	-3	-5	-5	-4	-4	-3	1	-1	-1	-6	-1	0	1	0	0	0	0	1	-1	-1	0	-3
2025Ave-OMO利差	-	11	22	27	42	43	82	-1	13	27	39	54	88	80	86	90	96	33	51	67	35	56	74	34	50	58	59	101	150
OMO利差	-	-3	15	25	39	46	98	-13	-3	15	31	50	103	74	88	101	106	11	38	59	12	40	60	12	34	46	23	70	114
建议止盈点位	-	1.45	1.56	1.56	1.71	1.66	2.01	1.44	1.51	1.60	1.68	1.77	2.02	2.02	2.04	2.05	2.07	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
当前利差至盈点位	-	-8	-1	9	20	37	-17	-14	-5	3	13	41	12	24	37	39	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：wind，DM，广发证券发展研究中心；

注：信用利差由同期限信用债减国开债利率计算得出，统计时间截至 2026 年 4 月 24 日

表 4：信用-国开：利差分位数情况（单位：% ，BP）

日期	银行普通债利差分位数(%)			二级资本债利差分位数(%)			永续债利差分位数(%)			城投债利差分位数(%)					
	1Y	AAA 3Y	5Y	1Y	AAA- 3Y	5Y	1Y	AAA- 3Y	5Y	1Y	AAA 3Y	5Y	1Y	AA- 3Y	5Y
2024/6/28	88	38	30	67	8	0	63	9	2	73	54	29	63	24	54
2024/7/31	68	31	38	56	6	9	54	3	6	60	44	22	48	7	4
2024/8/30	89	76	50	74	66	15	73	61	15	85	76	46	72	46	5
2024/9/24	76	71	62	78	67	26	85	69	20	90	83	57	76	81	62
2024/9/30	100	95	79	100	98	95	100	98	90	100	98	76	95	93	65
2024/10/31	67	98	99	91	93	96	92	96	96	95	97	100	99	95	94
2024/11/29	65	79	93	82	87	78	76	86	73	87	75	88	78	93	96
2025/1/2	83	65	79	91	67	41	94	72	37	96	89	82	92	88	91
2025/1/24	99	80	84	84	70	46	86	74	39	93	81	71	90	78	82
2025/2/28	97	91	60	94	85	54	94	85	67	79	87	84	84	74	65
2025/3/25	78	70	61	74	68	53	74	64	66	67	68	76	71	70	72
2025/4/30	52	65	79	44	45	61	42	52	56	52	68	90	59	65	71
2025/5/30	52	51	57	48	42	38	46	35	33	41	34	56	48	38	61
2025/6/27	57	61	64	55	52	40	52	45	32	50	61	56	47	33	56
2025/7/4	39	32	52	39	12	14	38	22	12	48	42	42	38	24	52
2025/7/29	48	37	41	41	43	23	48	44	22	41	43	40	42	22	36
2025/8/29	32	45	29	32	45	19	35	34	44	35	51	42	34	47	44
2025/9/10	32	32	20	29	57	27	30	49	69	21	45	16	33	30	23
2025/9/26	27	14	50	32	76	97	35	79	98	24	59	63	36	61	46
2025/10/31	15	13	42	4	5	67	10	13	56	7	6	33	5	37	25
2025/11/28	3	26	16	11	54	69	11	57	81	7	44	33	5	47	8
2025/12/26	39	68	9	68	98	92	81	94	81	53	18	12	38	55	46
2026/1/23	14	9	4	14	12	47	14	11	51	17	1	13	14	17	31
2026/1/30	19	15	2	12	36	33	15	17	48	10	3	1	9	13	20
2026/2/6	16	23	11	18	40	48	17	32	50	21	22	15	10	10	18
2026/2/13	9	4	9	4	23	20	6	11	19	17	7	7	11	11	12
2026/2/27	5	5	12	7	36	33	5	21	35	17	7	10	8	8	14
2026/3/6	12	6	16	15	37	45	13	37	36	23	21	10	14	13	14
2026/3/13	17	14	18	12	42	74	13	50	56	24	26	14	16	14	15
2026/3/20	19	13	16	14	37	74	13	46	62	26	34	22	13	11	18
2026/3/27	23	17	13	17	42	64	15	45	41	26	32	18	13	16	8
2026/4/3	27	8	10	23	37	55	20	21	30	30	19	10	16	10	8
2026/4/10	25	0	0	23	22	33	22	13	18	12	0	2	1	4	6
2026/4/17	29	3	11	28	36	32	26	27	20	30	19	21	15	5	6
2026/4/24	32	0	4	27	36	42	26	27	20	29	25	17	8	6	3
2024年6月至今 (pct)	-57	-42	-30	-42	29	42	-39	20	18	-45	-32	-17	-58	-23	-53
过去一周变化	3	-4	-7	-2	0	11	0	1	0	-1	7	-5	-7	1	-3

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

注：统计自 2024 年 6 月末以来利差分位数，统计时间截至 2026 年 4 月 24 日

（三）长端大势研判

30年国债期货（TL）：W底成型，形态显著转强

技术大势诊断：26年4月21日，TL突破颈线位置，确立“W”底形成，进入上行趋势。

交易逻辑转变：通胀预期缓和+资金超预期宽松+“类资产荒”压平利差。

图 4：30年期国债期货K线图



资料来源：同花顺期货通，广发证券发展研究中心

注：连续合约价格未复权，显示历史合约实际价格

TL上行趋势仍强，短期如有回调为入场做多时机。

1.上方目标位115.8，既为250均线位置，也为2025年11月-12月这轮突破式下跌的起点，对应30年国债活跃券利率或下行至2.15%，30-10Y利差或回落至45BP。

2.阶段阻力位在114.7附近。上行进程或存波折，根据黄金分割线理论，黄金分割点在114.7附近，对应30年期国债活跃券利率下行至2.2%。如果顺利突破阶段目标位，预期将进一步挑战115.8，30债挑战2.15%。当前TL出现技术性回调，下方支撑位或在5日均线113-113.5区间，对应30债利率2.25%。

图 5：30年期国债期货K线图



资料来源：同花顺期货通，广发证券发展研究中心

注：连续合约价格未复权，显示历史合约实际价格

10年期国债期货（T）：突破楔形整理通道，打开上行空间。

- 1. 放量突破楔形通道线上沿：**4月14日T主力合约成交放量，价格突破2025年以来的楔形整理通道线上沿108.5，对应10年国债活跃券利率下行突破1.8%心理关口。
- 2. 突破前高阻力位：**放量突破通道线上沿后，T合约价格势如破竹，4月20日上行突破2025年11月的前期高点108.75，对应10年期国债活跃券利率下行突破1.75%。
- 3. MACD线形成金叉：**4月10日形成金叉，正值柱线仍在延长，价格上行趋势仍有望延续。

图 6：10年期国债期货K线图



资料来源：同花顺期货通，广发证券发展研究中心
连续合约价格未复权，显示历史合约实际价格

T合约突破楔形整理后整体走强，建议也可逢低做多，但上方空间不及TL。

1. 上方阻力位或在2025年7月以来高点109.2附近，对应10年期国债活跃券利率下行至1.7%，当前利率已经突破央行提及的1.75%-1.9%合意区间下沿，需提高对监管态度的关注。
2. 回调支撑位关注5日均线：如短期出现回调，下方支撑位或在108.7附近，对应10债利率1.75%。

图 7：10年期国债期货K线图



资料来源：同花顺期货通，广发证券发展研究中心
连续合约价格未复权，显示历史合约实际价格

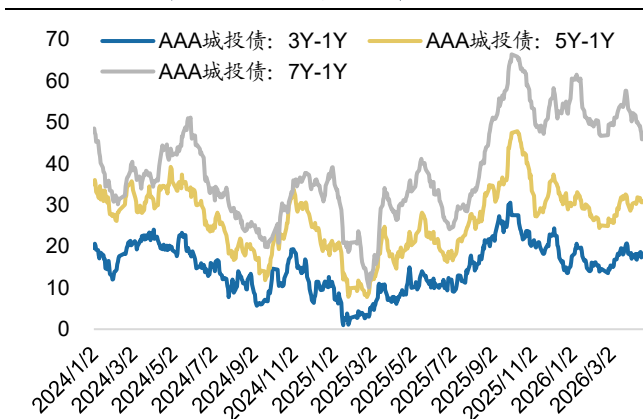
(四) 个券比价情况与期限结构

本周城投债-二级资本债利差走平，5Y 二级资本债比价效应仍较突出，存在系统性的低估。

历史经验表明，二永债的急跌往往由超预期外部事件触发（如 2023 年 9 月地产政策放松、2024 年“924”后货币政策转向适度宽松、2025 年 2 月市场对宽松预期透支后的调整）。然而，由于长周期的多空因素并未发生根本变化，其估值在冲击后均会逐步修复。

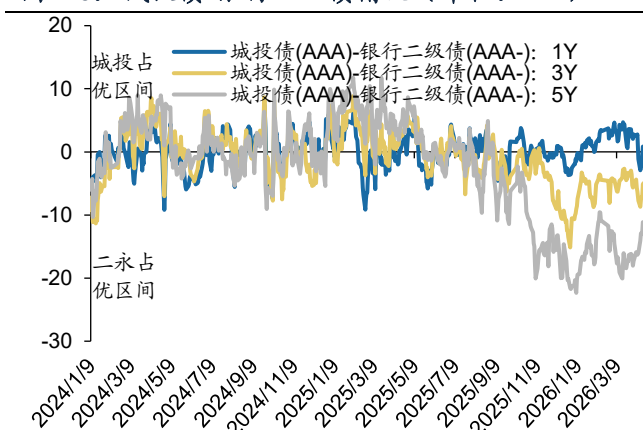
从比价效应看，当前二永债比价优势凸显。自 2023 年下半年资产荒行情演绎以来，高等级二永债与城投债的收益率关系已发生反转，二永债收益率多数时间低于城投债。当前二永债收益率偏高，主要源于去年三季度赎回费率新规的扰动。目前该利空已基本出尽，但二永债估值修复仍不充分。在收益率曲线陡峭化、且二永债比价优势突出的环境下，其利差大概率将迎来趋势性的压缩。

图 8：城投债期限利差情况（单位：BP）



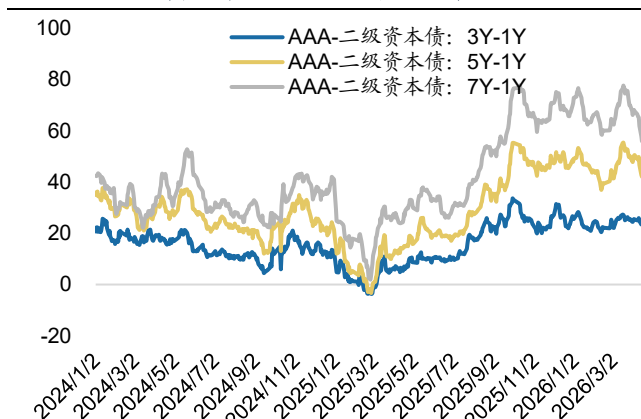
资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10：城投债-银行二级债情况（单位：BP）



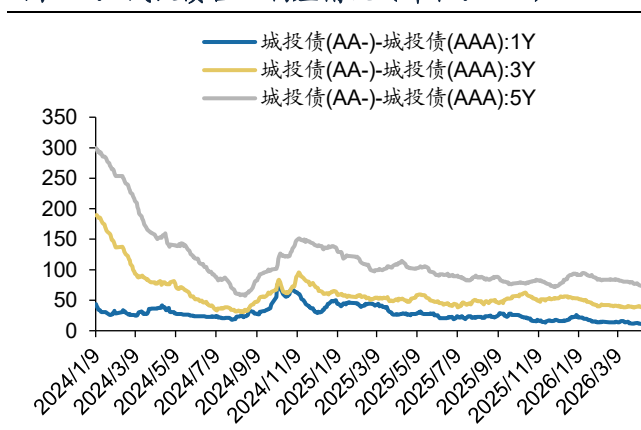
资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：二级资本债期限利差情况（单位：BP）



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

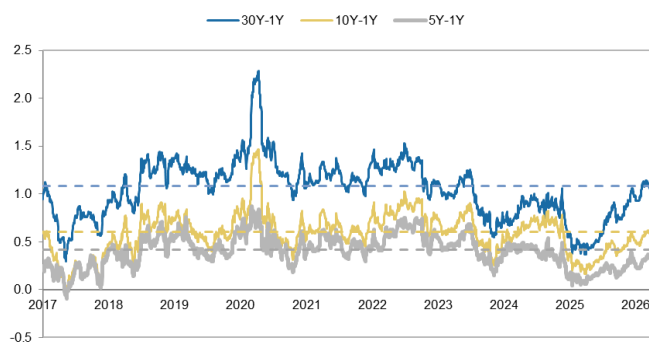
图 11：城投债各级利差情况（单位：BP）



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

近 1 年来看，当前国债期限利差普遍处于高位，曲线整体明显走陡。中短端利差并不算极端。处于近三年高分位的是 30Y-1Y 和 30Y-10Y 利差，分别在 89.2% 和 94.6%，本轮曲线走陡更多集中在超长端。

图 12: 国债期限利差走势 (%)



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

注: 图中所标横线为各期限利差在八年间的中位数

图 13: 30-10Y国债利差走势 (%)



数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

注: 图中所标横线为各期限利差在十六年间的中位数

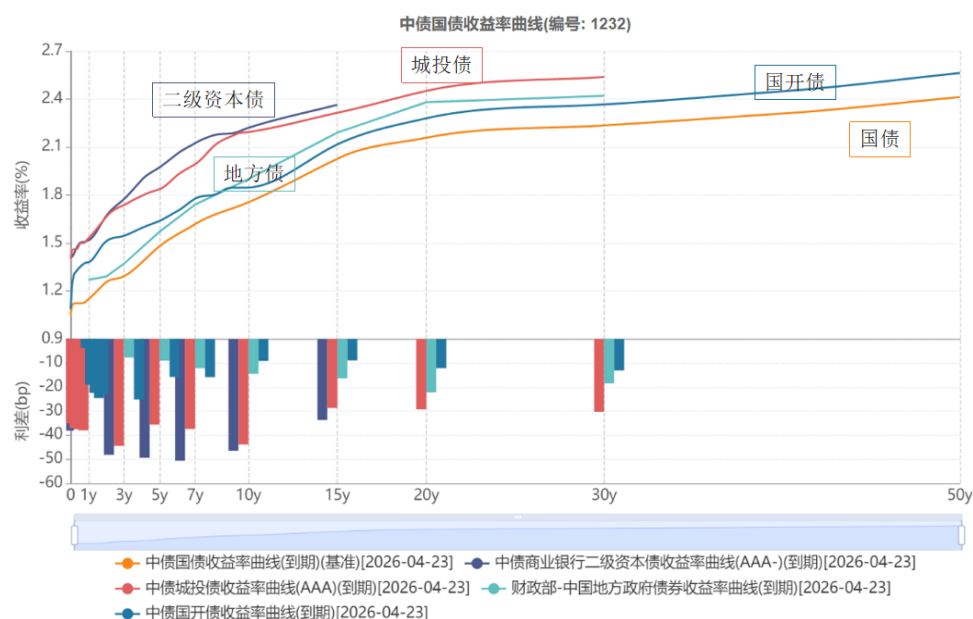
表 5: 国债期限利差历史分位值

	近 1 年分位 (2025 年至今)	近 3 年分位 (2023 至今)	近 8 年分位 (2017 至今)
30Y-1Y	90.2%	89.2%	50.4%
10Y-1Y	98.7%	65.4%	50.6%
5Y-1Y	93.1%	53.2%	31.6%
30Y-10Y	83.8%	94.6%	50.2%
10Y-5Y	99.1%	84.3%	90.1%

资料来源: ifind, 广发证券发展研究中心

从曲线形态来看, 2 年与 7 年期国开债存在凸点, 有一定的配置价值; 3 年二永债性价比占优, 适合骑乘策略。同时, 结合广谱利率来看, 30Y 高等级信用债距离止盈点位仍有 39bp, 适合风险偏好较高的投资人。

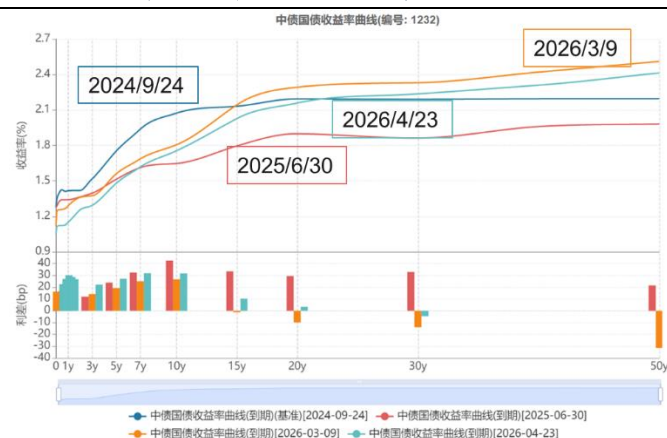
图 14：各版块期限利差比较（单位：%、BP）



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：统计时间截至 2026 年 4 月 23 日

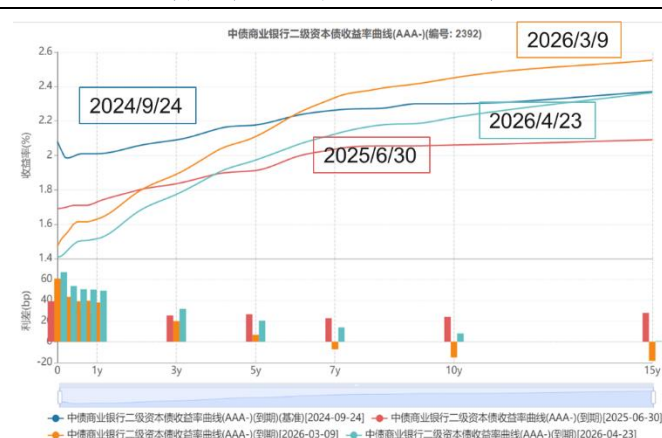
图 15：国债收益率期限结构（单位：%、BP）



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：统计时间截至 2026 年 4 月 23 日

图 16：二级资本债收益率期限结构（单位：%、BP）



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：统计时间截至 2026 年 4 月 23 日

二、典型策略测算与个券图谱

（一）各典型策略：收益率测算

我们根据债市各类因子及市场偏好特征构建了城投、产业、二永债的典型组合，以观察各类策略的整体综合业绩情况。

本周截至 4 月 23 日，城投以超长期策略占优，产业债超长期策略相对表现较好，二永债高等级拉久期策略具有相对优势。模拟组合来看，本周高波动组合相对占优。

表 6：各策略配置方法收益测算（单位：%、BP）

信用策略			配置仓位	流动性仓位	票息收益	资本利得收益	综合收益	年初以来综合收益	近3个月综合收益	近6月综合收益
城投	高等级短久期	【1YAAA城投债*80%】			3.9	2.5	6.4	291	71	129
	短久期下沉	【1YAA-城投债*80%】			4.3	3.2	7.5	327	81	145
	久期中性下沉	【2YAA-城投债*80%】			4.4	1.3	5.7	357	92	171
	小哑铃	【1YAA-城投债*40%】+【5YAAA城投债*40%】		3YAAA-银行	4.3	6.6	10.9	347	102	188
	拉久期下沉	【3YAA-城投债*80%】		二级资本债	4.8	1.4	6.2	413	122	238
	高等级拉久期	【5YAAA城投债*80%】		*20%	4.3	10.0	14.3	368	124	232
	超长期城投	【10YAAA城投债*80%】			4.7	2.6	7.3	515	207	314
产业	高等级短久期	【1YAAA产业债*80%】			3.9	2.4	6.3	293	71	129
	短久期下沉	【1YAA产业债*80%】			4.1	2.5	6.6	311	78	137
	久期中性下沉	【2YAA产业债*80%】			4.2	2.1	6.3	331	91	164
	拉久期下沉	【3YAA产业债*80%】		3YAAA-银行	4.3	-1.5	2.8	366	113	187
	高等级拉久期	【5YAAA产业债*80%】		二级资本债	4.3	5.3	9.6	370	112	215
	超长期产业	【10YAAA产业债*80%】		*20%	4.6	7.9	12.5	516	185	302
					4.6	7.9	12.5	516	185	302
二永	高等级短久期	【1YAAA-二级资本债*50%】+【1YAAA-银行永续债*50%】			3.9	2.6	6.4	281	66	120
	短久期下沉	【1YAA-二级资本债*50%】+【1YAA-银行永续债*50%】			4.0	2.2	6.2	290	68	124
	久期中性下沉	【3YAA-二级资本债*50%】+【3YAA-银行永续债*50%】		不设置	4.3	2.3	6.5	353	89	180
	拉久期下沉	【5YAA+二级资本债*50%】+【5YAA+银行永续债*50%】			4.4	5.7	10.0	434	167	250
	高等级拉久期	【10YAAA-二级资本债*60%】+【5YAAA-银行永续债*40%】			4.5	20.9	25.3	541	212	306
代表性基金			十年国债ETF(久期=7.98年)				20.0	133.4	103.7	143.9
			国债ETF东财(久期=1.86年)				10.2	56.4	54.1	105.2
			债基(天弘余额宝)				1.9	30.1	25.2	50.8
模拟组合			高波动组合				9.9	238.4	187.0	375.1
			低波动组合				5.7	168.4	119.1	271.1

资料来源：iFinD，wind，广发证券发展研究中心

注：票息以 2024 年 6 月 28 日的配置的中债估值收益率做测算，统计截至日期为 4 月 23 日



以 2026/4/23 收益率为基准计算持券 1 年的综合收益，3 年二永性价比占优，下滑回报可以以适当对冲小幅利率上行。

表 7：买入并持有 1 年后收益率不同变化下的综合收益（单位：%、BP）

品种	等级	期限（年）	估值收益（%）	修正久期	收益率上行（bp）			收益率下行（bp）		
					10	20	30	10	20	30
城投债	AAA	1	1.53	0.98	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53
		3	1.74	2.90	1.69	1.49	1.30	2.08	2.27	2.47
		5	1.84	4.73	1.61	1.23	0.85	2.38	2.76	3.14
	AA	1	1.58	0.98	1.58	1.58	1.58	1.58	1.58	1.58
		3	1.80	2.89	1.76	1.57	1.37	2.15	2.34	
		5	2.06	4.70	2.12	1.74	1.36	2.88	3.26	3.64
银行二级债	AAA-	1	1.52	0.98	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52
		3	1.77	2.89	1.78	1.59	1.39	2.17	2.37	2.56
		5	1.97	4.72	1.89	1.51	1.13	2.65	3.04	3.42
	AA+	1	1.53	0.98	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53
		3	1.80	2.89	1.86	1.66	1.47	2.25	2.44	2.64
		5	1.99	4.71	1.93	1.55	1.16	2.69	3.07	3.45
银行永续债	AAA-	1	1.53	0.98	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53
		3	1.80	2.89	1.84	1.65	1.46	2.23	2.43	2.62
		5	1.99	4.71	1.88	1.50	1.11	2.64	3.02	3.40
	AA+	1	1.56	0.98	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56
		3	1.83	2.89	1.87	1.68	1.48	2.26	2.46	2.65
		5	2.02	4.71	1.91	1.53	1.14	2.67	3.05	3.43
普通商金债	AAA	1	1.48	0.98	1.48	1.48	1.48	1.48	1.48	1.48
		3	1.58	2.90	1.47	1.28	1.08	1.86	2.06	2.26
		5	1.67	4.76	1.44	1.06	0.67	2.21	2.59	2.97
	AA+	1	1.52	0.98	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52	1.52
		3	1.63	2.90	1.52	1.33	1.13	1.91	2.11	2.30
		5	1.73	4.75	1.50	1.12	0.73	2.27	2.65	3.03

资料来源：Wind，ifind，广发证券发展研究中心

注：综合收益=期初估值收益率+持有期末修正久期*(-收益率曲线变化幅度)+持有期末修正久期*(持有期初估值收益-持有期末估值收益)，数据截至 2026/4/23

我们以津城建、鄂联投、建发股份、冀中能源和河钢集团活跃券作为样本（根据 1 月经纪商口径成交笔数判断是否活跃），计算了各期限债券持有 1 年后的综合收益，综合收益包括三部分：票息收益、骑乘收益和假设收益率曲线上行/下行的资本利得收益。

城投债方面，津城建收益率曲线 3-5 年区间段较为陡峭，骑乘收益较高，投资者可重点关注。

煤炭债方面，冀中能源 3-4 年债券票息收益和骑乘收益较高，可予以一定关注；钢铁债方面，可关注河钢集团 2 年期债券。地产债方面，建发股份 2-3 年期票息收益和骑乘收益较高，可适当关注。

表 8：买入并持有1年后收益率不同变化下的综合收益（单位：%、BP）

主体	期限（年）	估值收益率（%）	修正久期（年）	收益率上行（bp）			收益率下行（bp）		
				10	20	30	10	20	30
津城建（城投）	1	1.65	1.31	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65
	2	1.76	2.18	1.76	1.63	1.50	2.03	2.16	2.29
	3	1.95	3.12	2.15	1.93	1.71	2.59	2.80	3.02
	4	2.07	3.98	2.14	1.83	1.52	2.77	3.08	3.39
	5	2.33	4.83	2.95	2.55	2.15	3.74	4.14	4.54
鄂联投（城投）	1	1.63	0.91	1.63	1.63	1.63	1.63	1.63	1.63
	2	1.81	1.93	1.88	1.79	1.70	2.07	2.16	2.25
	3	1.96	2.96	2.06	1.87	1.67	2.44	2.64	2.83
	4	2.14	3.67	2.35	2.06	1.76	2.94	3.24	3.53
	5	2.65	4.21	4.19	3.82	3.45	4.92	5.29	5.65
建发股份（地产）	1	2.09	0.85	2.09	2.09	2.09	2.09	2.09	2.09
	2	2.56	1.87	2.87	2.79	2.70	3.04	3.13	3.21
	3	2.89	3.12	3.33	3.15	2.96	3.71	3.89	4.08
冀中能源（煤炭）	1	1.96	1.26	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
	2	1.98	1.37	1.88	1.76	1.63	2.13	2.26	2.39
	3	2.58	2.81	3.25	3.12	2.98	3.53	3.66	3.80
	4	2.87	3.85	3.41	3.13	2.85	3.97	4.25	4.53
河钢集团（钢铁）	1	1.56	0.97	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56
	2	1.76	1.77	1.86	1.76	1.67	2.06	2.15	2.25
	3	1.91	2.83	2.00	1.82	1.64	2.35	2.53	2.71

资料来源：iFinD，wind，广发证券发展研究中心

注：①为防止估值收益失真，选取主体在关键期限附近的活跃券作为计算标准；②综合收益=期初估值收益率+期末修正久期*(-收益率曲线变化幅度)+持有期末修正久期*(持有期初估值收益-持有期末估值收益)；③个别主体缺乏在关键期限附近的活跃券，因此未计算综合收益。数据截至 2026/4/23

我们以民生银行、渤海银行、工商银行和浦发银行活跃券作为样本（根据 1 月经纪商口径成交笔数判断是否活跃），计算了部分期限（个别期限无活跃券）债券持有 1 年后的综合收益，综合收益包括三部分：票息收益、骑乘收益和假设收益率曲线上行/下行的资本利得收益：

渤海银行 4-5 年永续债骑乘收益可观；民生银行 5 年永续债具有一定骑乘性价比。

表 9：买入并持有1年后收益率不同变化下的综合收益（单位：%、BP）

主体	期限（年）	估值收益率（%）	修正久期（年）	收益率上行（bp）			收益率下行（bp）		
				10	20	30	10	20	30
民生银行	1	1.55	1.09	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55
	2	1.55	1.78	1.43	1.32	1.21	1.65	1.76	1.87
	5	2.09	3.87	2.42	2.14	1.86	2.99	3.27	3.55
渤海银行	1	1.57	1.14	1.57	1.57	1.57	1.57	1.57	1.57
	4	2.04	3.21	2.65	2.47	2.29	3.01	3.19	3.37
	5	2.19	4.26	2.37	2.05	1.73	3.01	3.33	3.65
工商银行	1	1.50	1.28	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
	2	1.64	2.23	1.70	1.57	1.44	1.96	2.08	2.21
	3	1.75	3.17	1.78	1.56	1.33	2.22	2.45	2.67
	4	1.90	3.79	2.06	1.75	1.43	2.70	3.01	3.33
	5	1.90	4.11	1.53	1.15	0.77	2.29	2.66	3.04
浦发银行	1	1.45	0.92	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45	1.45
	2	1.53	1.93	1.52	1.43	1.33	1.70	1.79	1.89
	3	1.77	3.13	2.04	1.85	1.65	2.42	2.62	2.81
	4	1.95	3.95	2.20	1.88	1.57	2.83	3.14	3.45
	5	1.96	4.28	1.60	1.21	0.81	2.39	2.79	3.18

资料来源：iFinD，wind，广发证券发展研究中心

注：①为防止估值收益失真，选取主体在关键期限附近的活跃券作为计算标准；②综合收益=期初估值收益率+期末修正久期*(-收益率曲线变化幅度)+持有期末修正久期*(持有期初估值收益-持有期末估值收益)；③个别主体缺乏在关键期限附近的活跃券，因此未计算综合收益。数据截至 2026/4/23

(二) 市场核心：样本个券收益率图谱

表 10：样本个券收益率图谱（单位：亿元，%，BP）

板块	主体名称	隐含评级	存续债券余额 (亿元)	1Y期收 益率	1Y期收 益率变化 (bp)	3Y期收 益率	3Y期收 益率变化 (bp)	5Y期收 益率	5Y期收 益率变化 (bp)	板块	主体名称	隐含评级	存续债券余额 (亿元)	1Y期收 益率	1Y期收 益率变化 (bp)	3Y期收 益率	3Y期收 益率变化 (bp)	5Y期收 益率	5Y期收 益率变化 (bp)
城投	鄂联投	AA	576	1.64	-3	1.97	-2	2.65	-3	地产	首开股份	AA	667	3.10	-18	4.31	19	-	-
	西安高新	AA(2)	640	1.73	-2	2.16	-1	2.55	-4		珠江实业	AA	191	2.37	-5	3.16	-1	-	-
	云南投资	AA(2)	488	1.63	-4	2.06	-2	2.44	-8		建发地产	AA+	298	2.17	-11	2.75	-5	-	-
	津城建	AA	1016	1.58	-2	1.89	0	2.26	-3		保利置业	AA+	206	1.96	-12	2.69	-19	3.05	-24
	青岛城投	AA+	898	1.58	-2	1.88	-1	2.20	-2		珠海华发	AA	391	3.58	-5	-	-	-	-
	河南航空港	AA(2)	680	1.64	-6	2.02	-1	-	-		铁建房地产	AA+	362	1.86	-11	-	-	-	-
	吉林高速	AA(2)	420	1.61	-2	1.86	-1	-	-	央企	东方资管	AAA-	713	1.55	-2	1.86	-2	-	-
											节能集团	AA+	462	1.56	-4	1.79	-1	1.97	-2
银行二永	渤海银行	AA+	3486	-	-	2.00	-4	2.18	-7	民企	平安租赁	AA+	1168	1.61	-3	2.16	-4	-	-
	成都农商	AA+	898	1.53	-6	1.90	-5	2.05	-4		海尔金盈	AA	109	1.79	-3	2.10	-1	-	-
	工商银行	AAA	20894	1.48	-4	1.74	-4	1.95	-3		远东租赁	AA	515	1.73	3	-	-	-	-
	民生银行	AAA-	9712	1.54	-6	1.90	-6	-	-		宏桥新材料	AA	172	1.79	-4	-	-	2.54	-2
	天津银行	AA+	1561	-	-	2.14	-3	-	-	煤炭	华阳新材料	AA	326	1.61	-4	2.08	-1	2.65	-6
											晋能煤业	AA	923	1.64	-1	1.92	-3	2.23	-4
											晋能电力	AA	604	1.55	-2	1.84	-1	2.14	-3
											陕煤化	AA+	955	1.54	-3	1.77	-2	2.13	-1
											宽矿能源	AA+	575	1.60	-3	1.80	-2	1.84	-1
											冀中能源	AA	359	1.81	-6	2.56	-5	-	-
										钢铁	首钢集团	AA+	740	1.53	-3	1.78	-2	2.13	-2
											河钢集团	AA+	1064	1.59	-3	1.92	-1	-	-
											山钢集团	AA	445	1.73	-4	2.10	-2	-	-

资料来源：iFinD，wind，广发证券发展研究中心；数据统计截止日为 2026/4/23

注：收益率变化指周度变化，较节前收盘变化

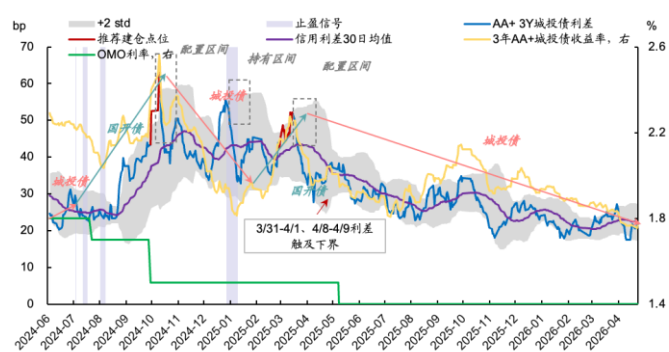
三、布林带择时

根据信用-国开构建信用利差生成布林带，针对上下轨的相对位置以及信用债与 OMO 利差进行择时处理：1.配置信号：利差触及布林带上轨；2.绝对止盈信号：如果 1 年 AAA-二级资本债-OMO 利差 < 20bp；3.相对止盈信号：触及下轨，选择平配。

历史择时超额：根据这一策略，去年 630 以来二级资本债和城投债历史择时超额为 0.66 和 0.83%。

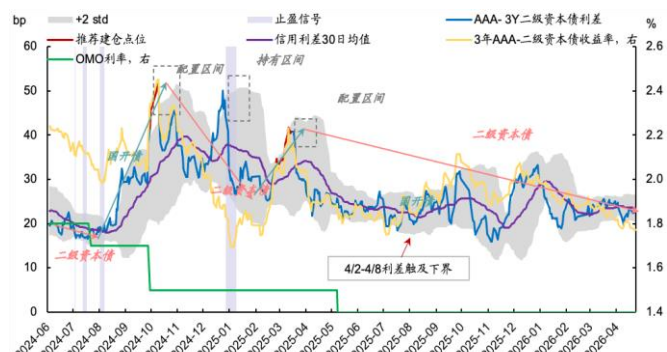
当前信号：3 年 AA+城投债与 3 年 AA+二级资本债均在中轨附近，可适当参与。

图 17：3年AA+城投债-国开债信用利差布林带（单位：%、BP）



数据来源：iFinD，wind，广发证券发展研究中心

图 18：3年AAA-二级资本债-国开债信用利差布林带（单位：%、BP）



数据来源：iFinD，wind，广发证券发展研究中心

表 11：3年AAA-城投债择时策略收益（单位：%）

始	末	策略	累计收益 (择时)	累计收益 (不择时)	累计 超额收益
2024/6/3	2024/7/3	持有城投债	0.37	0.37	0.00
2024/7/4	2024/9/30	持有国开债	0.85	0.25	0.60
2024/10/8	2025/1/9	持有城投债	2.86	2.26	0.60
2025/1/10	2025/2/27	持有国开债	2.32	1.49	0.83
2025/2/28	2026/4/23	持有城投债	4.99	4.17	0.83

数据来源：iFinD，wind，广发证券发展研究中心；

统计时间：2026年4月23日

表 12：3年AAA-二级资本债择时策略收益（单位：%）

始	末	策略	累计收益 (择时)	累计收益 (不择时)	累计 超额收益
2024/6/3	2024/7/3	持有二级资本债	0.54	0.54	0.00
2024/7/4	2024/9/27	持有国开债	1.22	0.69	0.53
2024/9/29	2025/1/9	持有二级资本债	2.75	2.23	0.53
2025/1/10	2025/2/24	持有国开债	2.21	1.56	0.66
2025/2/25	2026/4/23	持有二级资本债	4.59	3.93	0.66

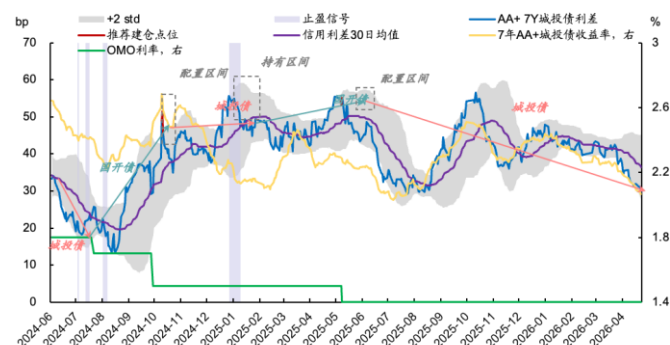
数据来源：iFinD，wind，广发证券发展研究中心；

统计时间：2026年4月23日

历史择时超额：根据这一策略，去年630以来7年和10年城投债历史择时超额为2.06%和3.99%。

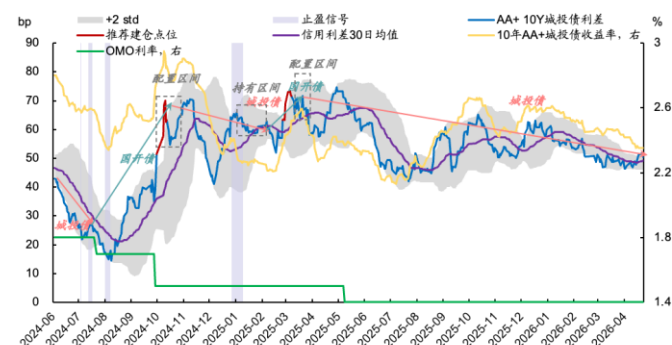
当前信号：7年AA+城投债已触及下轨，建议平配，10年AA+城投债已触及上轨，可适当增配

图 19: 7年AA+城投债-国开债信用利差布林带 (单位: %, BP)



资料来源: iFinD, wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 10年AA+城投债-国开债信用利差布林带 (单位: %, BP)



资料来源: iFinD, wind, 广发证券发展研究中心

表 13: 7年AA+城投债择时策略收益

始	末	策略	累计收益 (择时)	累计收益 (不择时)	累计 超额收益
2024/6/3	2024/7/3	持有城投债	1.62	1.62	0.00
2024/7/4	2024/10/9	持有国开债	1.99	0.30	1.69
2024/10/10	2025/1/9	持有城投债	5.93	4.24	1.69
2025/1/10	2025/5/6	持有国开债	5.74	3.68	2.06
2025/5/7	2026/4/23	持有城投债	8.68	6.63	2.06

资料来源: iFinD, wind, 广发证券发展研究中心;

统计时间: 2026 年 4 月 23 日

表 14: 10年AA+城投债择时策略收益 (单位: %)

始	末	策略	累计收益 (择时)	累计收益 (不择时)	累计 超额收益
2024/6/3	2024/7/3	持有城投债	1.97	1.97	0.00
2024/7/4	2024/10/12	持有国开债	3.22	0.06	3.16
2024/10/14	2025/1/9	持有城投债	8.88	5.72	3.16
2025/1/10	2025/3/7	持有国开债	7.65	3.65	3.99
2025/3/10	2026/4/23	持有城投债	11.00	7.01	3.99

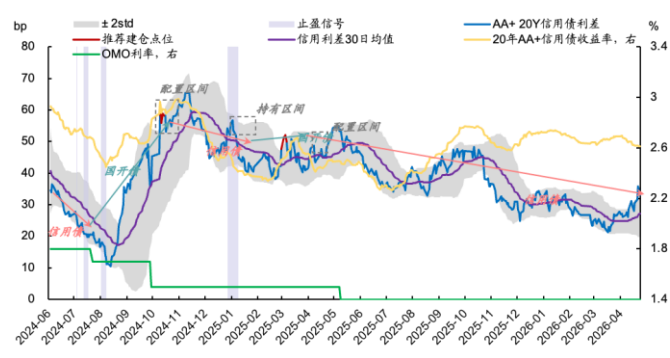
资料来源: iFinD, wind, 广发证券发展研究中心;

统计时间: 2026 年 4 月 23 日

历史择时超额: 根据这一策略, 去年 630 以来 20 年和 30 年信用债历史择时超额为 5.12%和 6.91%。

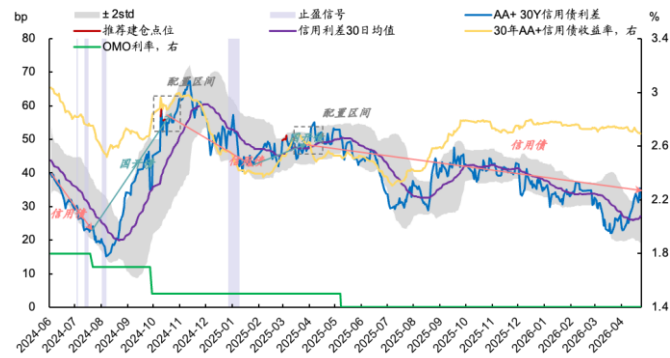
当前信号: 20 年 AA+信用债利差已触及上轨, 可适当增配; 30 年 AA+信用债已触在中轨附近, 可适当配置。

图 21：20年AA+信用债-国开债信用利差布林带（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，wind，广发证券发展研究中心

图 22：30年AA+信用债-国开债信用利差布林带（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，wind，广发证券发展研究中心

表 15：20年AA+信用债择时策略收益（单位：%）

始	末	策略	累计收益 (择时)	累计收益 (不择时)	累计 超额收益
2024/6/3	2024/7/3	持有城投债	3.41	3.41	0.00
2024/7/4	2024/10/9	持有国开债	5.08	0.34	4.74
2024/10/10	2025/1/9	持有城投债	13.94	9.20	4.74
2025/1/10	2025/2/28	持有国开债	13.15	8.03	5.12
2025/3/3	2026/4/23	持有城投债	13.51	8.39	5.12

资料来源：iFinD，wind，广发证券发展研究中心；

统计时间：2026年4月23日

表 16：30年AA+信用债择时策略收益（单位：%）

始	末	策略	累计收益 (择时)	累计收益 (不择时)	累计 超额收益
2024/6/3	2024/7/3	持有城投债	4.82	4.82	0.00
2024/7/4	2024/10/9	持有国开债	7.76	2.38	5.38
2024/10/10	2025/1/9	持有城投债	19.35	13.97	5.38
2025/1/10	2025/2/28	持有国开债	18.70	11.79	6.91
2025/3/3	2026/4/23	持有城投债	17.46	10.55	6.91

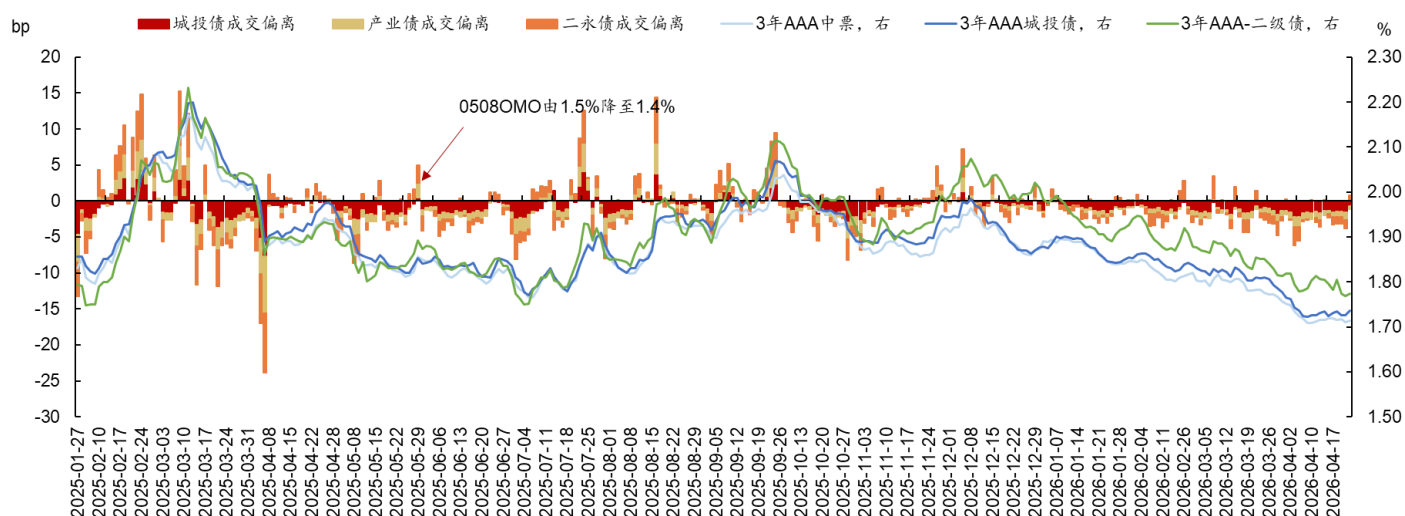
资料来源：iFinD，wind，广发证券发展研究中心；

统计时间：2026年4月23日

二永债估值偏离成交幅度大致领先信用债收益率1-3个交易日。复盘来看，2024年630以来这一指标曾三次领先：2024年9月26日，二永债估值偏离成交幅度相比9月25日提升接近5bp，随即9月27日信用债出现较大调整；10月9日二永债估值偏离成交幅度相比10月8日下降5bp，次日信用债开启修复行情；2025年1月2日-1月3日二永债估值偏离成交幅度连续大幅上行，3个交易日后信用债市场出现由负carry主导的调整行情。

本周二永债基本均为低估值成交，市场情绪较为平稳。

图 23：各类信用债估值偏离成交幅度与信用债收益率走势（单位：%、BP）



资料来源：Wind, ifind, qeubee, 广发证券发展研究中心

2024 年大型赎回潮出现在 2024 年 9 月底-10 月初，赎回风险主要来自政策冲击与权益上涨，信用债折价成交亦加剧了赎回力度。

2024 年 9 月 24 日一揽子金融政策的出台显著推高赎回风险指数至 60 分以上，此后二永债高估值成交、权益上涨与债基赎回几乎同时出现，拉动赎回风险指数达到 88 分的峰值。

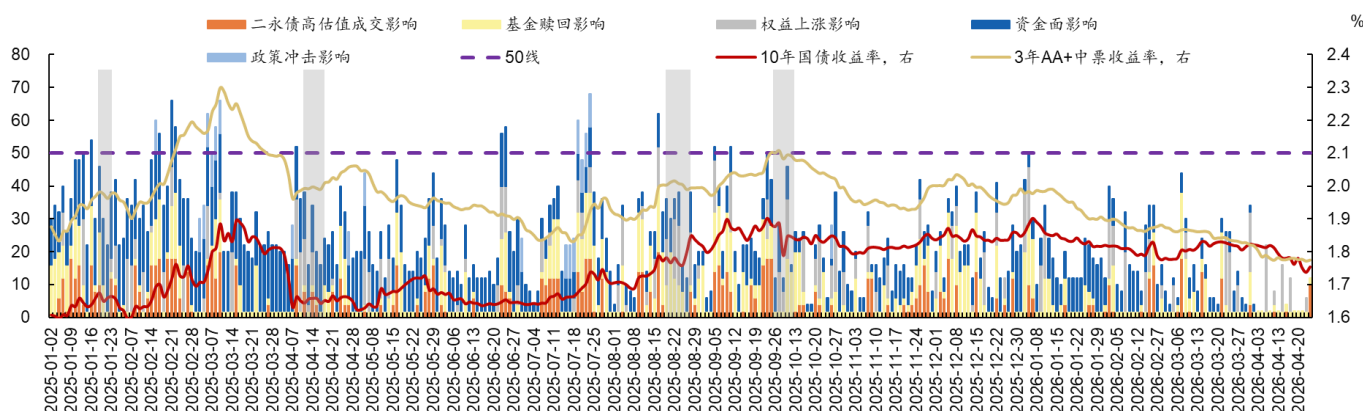
2025 年的两轮赎回潮分别出现在 1 月-3 月上旬和 7 月末。

第一轮赎回潮：与 2024 年 9-10 月不同，2025 年 1 月-3 月上旬赎回的核心原因在于**资金面收紧**。2025 年 1 月-2 月，央行有意纠偏过度宽松预期，因此公开市场操作态度偏谨慎，导致资金面承压。1-2 月资金面得分在赎回风险指数中占比明显高于去年 9 月底，债市负 carry 加剧下债基遭到抛售，标志本轮赎回潮的开始。此外，权益走强亦对本轮赎回潮起到助推作用。

第二轮赎回潮：7 月末赎回风险主要来自于**风险资产走强与政策冲击**。7 月以来反内卷政策持续推进落实，供需格局优化预期推动 A 股持续上攻，7 月 24 日 A 股时隔 9 个月重回 3600 点。商品亦有亮眼表现，南华黑色指数从 7 月 1 日至 7 月 25 日上涨 15%。风险资产走强下，债市情绪受到明显压制，“下跌-赎回-抛售”负反馈再度演绎，7 月 21 日-7 月 24 日赎回风险指数升至 50 以上。

本周赎回风险指数均未突破 50，赎回风险较小。

图 24：2025年下半年以来赎回风险指数复盘（单位：%）



资料来源：Wind, qeubee, 广发证券发展研究中心

四、基本面数据跟踪

下周预计公布经济数据：4月制造业PMI，建议关注。

图 25：经济数据概览图（单位：%）

类别	累计同比	22年底	23年底	24年Q1	24年Q2	24年Q3	24年Q4	25年1月	25年2月	25年3月	25年4月	25年5月	25年6月	25年7月	25年8月	25年9月	25年10月	25年11月	25年12月	26年1月	26年2月	26年3月	
国内增长 (累计同比)	GDP增速	3.13	5.42	5.30	4.90	4.80	5.00	5.40			5.30			5.20				5.00			5.00		
	社会消费品零售总额	-0.20	7.20	4.70	3.70	3.30	3.50	4.00	4.60	4.70	5.00	5.00	4.80	4.60	4.50	4.30	4.00	3.70	2.8		2.4		
	固定资产投资总额	5.10	3.00	4.50	3.90	3.40	3.20	4.10	4.20	4.00	3.70	2.80	1.60	0.50	-0.50	-1.70	-2.60	-3.80	1.8		1.7		
	基础设施建设投资	11.52	8.24	8.75	7.70	9.26	9.19	9.95	11.50	10.85	10.42	8.90	7.29	5.42	3.34	1.51	0.13	-1.48	11.4		8.9		
	制造业投资	9.10	6.50	9.90	9.50	9.20	9.20	9.00	9.10	8.80	8.50	7.50	6.20	5.10	4.00	2.70	1.90	0.60	3.1		4.1		
	房地产开发投资	-10.00	-9.60	-9.50	-10.10	-10.10	-10.60	-9.80	-9.90	-10.30	-10.70	-11.20	-12.00	-12.90	-13.90	-14.70	-15.90	-17.20	-11.1		-11.2		
外汇贸易 (当月同比)	进出口金额	-10.46	1.34	-5.33	3.67	1.39	6.45	-3.40	-1.00	4.90	4.50	1.30	3.90	5.90	3.10	7.90	-0.30	4.30	6.20	15.71	27.70	12.70	
	出口金额	-12.59	2.15	-7.71	8.42	2.33	10.67	5.90	-3.10	12.20	8.00	4.60	5.80	7.10	4.30	8.20	-1.10	5.90	6.60	10.00	39.60	2.50	
	对美出口金额	-19.51	-6.89	-15.92	6.60	2.16	15.59	12.11	-9.82	9.09	-21.03	-34.52	-16.13	-21.67	-33.12	-27.03	-25.17	-28.58	-30.01	-11.00	-16.30		
	进口金额	-7.53	0.29	-2.14	-2.63	0.13	0.84	-16.30	1.60	-4.30	-0.30	-3.30	1.20	4.20	1.40	7.40	1.00	1.90	5.70	25.64	13.80	27.80	
	美元/人民币	6.96	7.08	7.10	7.13	7.01	7.19	7.17	7.17	7.18	7.20	7.18	7.16	7.15	7.10	7.11	7.09	7.08	7.03	6.97	6.92	6.92	
	人民币汇率指数	100.03	98.14	99.83	99.76	98.36	101.47	100.70	99.90	98.77	96.20	95.58	95.35	96.76	96.57	96.77	97.61	97.92	97.99	96.99	98.58	100.87	
外汇储备(万亿美元)		-3.77	3.53	1.94	0.92	6.46	-1.10	-0.32	0.04	-0.15	2.53	1.65	2.95	1.10	1.03	0.67	2.52	2.47	4.86	5.92	6.22	3.13	
价格指标 (当月同比)	CPI	1.80	-0.30	0.10	0.20	0.40	0.10	0.50	-0.70	-0.10	-0.10	-0.10	0.10	0.00	-0.40	-0.30	0.20	0.70	0.80	0.20	1.30	1.00	
	PPI	-0.70	-2.70	-2.80	-0.80	-2.80	-2.30	-2.30	-2.20	-2.50	-2.70	-3.30	-3.60	-3.60	-2.90	-2.30	-2.10	-2.20	-1.90	-1.40	-0.90	0.50	
	核心CPI	0.70	0.60	0.60	0.60	0.10	0.40	0.60	-0.10	0.50	0.50	0.60	0.70	0.80	0.90	1.00	1.20	1.20	1.20	0.80	1.80	1.10	
	CPI: 非食品	1.10	0.50	0.70	0.80	-0.20	0.20	0.50	-0.10	0.20	0.00	0.00	0.10	0.30	0.50	0.70	0.90	0.80	0.80	0.40	1.30	1.20	
景气指数	制造业PMI	47.00	49.00	50.80	49.50	49.80	50.10	49.10	50.20	50.50	49.00	49.50	49.70	49.30	49.40	49.80	49.00	49.20	50.10	49.30	49.00	50.40	
	非制造业PMI	39.40	49.30	52.40	50.20	49.90	52.00	50.30	50.00	50.30	50.10	50.20	50.10	50.00	50.50	50.10	50.20	49.50	49.70	49.50	49.70	50.20	
金融数据	M1	3.70	1.30	2.30	-1.70	-3.30	1.20	0.40	0.10	1.60	1.50	2.30	4.60	5.60	6.00	7.20	6.20	4.90	3.80	4.90	5.90	5.10	
	M2	11.80	9.70	8.30	6.20	6.80	7.30	7.00	7.00	7.00	8.00	7.90	8.30	8.80	8.80	8.40	8.20	8.00	8.50	9.00	9.00	8.50	
	人民币贷款	23.89	-16.43	-20.57	-30.16	-31.17	-15.38	4.27	-30.34	17.80	-61.64	-34.74	5.16	-119.23	-34.44	-18.87	-56.00	-32.76	-10.06	-8.19	-10.89	-17.86	
	社融规模存量	9.60	9.50	8.70	8.10	8.00	8.00	8.00	8.20	8.40	8.70	8.70	8.90	9.00	8.80	8.70	8.50	8.50	8.30	8.20	8.20	7.90	

资料来源：Wind, 广发证券发展研究中心；

注：统计时间截至2026年4月24日；美元/人民币、人民币/人民币、PMI为数据原始值，未作同比计算

图 26：调查数据概览图（单位：%）

类别	累计同比	23年底	24年Q1	24年Q2	24年Q3	24年Q4	25年1月	25年2月	25年3月	25年4月	25年5月	25年6月	25年7月	25年8月	25年9月	25年10月	25年11月	25年12月	26年1月	26年2月	26年3月
失业率	城镇调查失业率	5.10	5.20	5.00	5.10	5.10	5.20	5.40	5.20	5.10	5.00	5.00	5.20	5.30	5.20	5.10	5.10	5.10	5.20	5.30	5.40
	城镇调查失业率-16-24岁劳动力(不含在校生)	14.90	15.30	13.20	17.60	15.70	16.10	16.90	16.50	15.80	14.90	14.50	17.80	18.90	17.70	17.30	16.90	16.50	16.30	16.10	16.90
	城镇调查失业率-25-29岁劳动力(不含在校生)	6.10	7.20	6.40	6.70	6.60	6.90	7.30	7.20	7.10	7.00	6.70	6.90	7.20	7.20	7.20	7.20	6.90	6.80	7.20	7.70
	城镇调查失业率-30-59岁劳动力(不含在校生)	3.90	4.10	4.00	3.90	3.90	4.00	4.30	4.10	4.00	3.90	4.00	3.90	3.90	3.90	3.80	3.80	3.90	4.00	4.20	4.30
收入指数	当期收入感受指数	47.10	48.00	46.60	45.70	46.00	46.30			45.00			46.50			46.10			未披露		
	未来收入信心指数	47.00	47.00	45.60	45.20	45.10	45.60			45.00			45.90			45.80					
就业指数	当期就业感受指数	34.10	35.10	33.80	30.20	30.00	30.30			28.50			25.80			29.20					
	未来就业预期指数	45.10	45.20	43.40	41.30	41.50	43.00			41.70			42.10			42.20					
物价指数	未来物价预期指数	59.20	56.10	58.10	60.90	59.80	57.10			56.40			57.10			57.10					
	贷款需求指数	61.40	71.60	55.10	53.10	61.40	68.70			51.90			52.80			55.50					

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心；

注：统计时间截至 2026 年 4 月 24 日

五、风险提示

- 1.财政、货币政策或外部扰动超预期。**宏观政策及外部环境的变化存在不确定性，若相关因素超预期，可能对市场整体表现产生影响。
- 2.样本数据无法代表整体。**报告引用的样本数据存在局限性，可能无法完全反映整体实际情况，据此得出的结论或存在偏差。
- 3.历史收益数据不代表未来。**历史收益仅为过往情况，市场环境的变化可能会导致结论发生变化，基于历史信息分析不可作为决策的确定性依据。

广发固定收益研究小组

杜 渐：CFA，首席分析师，美国福德汉姆大学金融学硕士，十年债市工作经历。

余 淼：FRM，高级研究员，英国格拉斯哥大学硕士，九年债市工作经历。

熊 睿 健：高级研究员，英国爱丁堡大学硕士；四年国债期货研究经历。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。