

捕捉流动性拐点

——流动性研究新范式（1）

核心观点

年初以来中债逆着全球通胀和海外利率走向，走出了一波典型的流动性驱动牛市。

而这一轮流动性再配置驱动的债牛，起点不在央行，也不是财政，而在居民资产负债表。

过去几年，居民把大量资金锁进高息定期存款；当这批定存集中到期、存款利率又明显下行时，居民开始重新选择资金去向。

钱没有离开金融体系，但资金形态发生变化：从银行表内期限较长、流动性较低的定期存款，部分转向理财、货基、债基等更高流动性的资管产品。

一个看似微观的居民资产配置变化，开始影响银行负债结构、非银流动性、回购市场分层和债券市场定价。

当居民资产配置成为流动性主导变量，那么本轮流动性债牛，方向清晰——定期存款迁移收敛之际，便是债市风险起来之时。

摘要

一、现象：中债逆势走牛，背后是资金异常宽松

2026年以来，全球债券市场整体偏弱，美债、日债、德债长端收益率均明显上行，但中债却逆势走强。尤其在3月以后，海外市场更多交易通胀风险、财政供给压力和期限溢价上行，而中国债券市场继续沿着资金宽松和资产荒逻辑定价。

本轮债牛最直观的特征，是资金面不仅价格低，而且波动低、分层低。DR001和DR007持续低于政策利率，R001成交量远高于

宏观经济

吴彬

wubin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526050001

周君芝

zhoujunzhi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524020001

发布日期：2026年06月03日

相关研究报告

历史同期，R007-DR007 利差长期维持低位，缴税、月末、季末等传统扰动时点也没有明显放大。这说明本轮宽松并不只是银行间资金便宜，而是非银体系也真正拿到了低成本资金。

二、问题：央行投放和财政慢发只能解释“大行不缺流动性”，解释不了“非银也不缺流动性”

央行一季度投放偏多，确实是本轮资金宽松的第一推动；财政融资节奏偏慢，也给银行体系留下了阶段性的资产空窗期。但这两点更多解释的是银行端资金宽松，尤其是大行流动性充裕。

如果只是“大行有钱”，通常只能压低 DR 利率，却不一定能压低 R 利率，更不一定能让 R007-DR007 分层长期维持低位。真正需要解释的是：为什么非银不仅能拿到钱，而且拿钱成本很低？为什么货基和理财成为回购市场重要净融入主体，但资金利率并没有因此明显上行？这说明本轮宽松背后还存在一条推动资金从银行端向非银端扩散的机制。

三、答案：居民高息定存到期，使“锁住的钱”重新变成“可交易的钱”

这条机制的起点，在居民资产负债表。

2022 年下半年至 2023 年上半年，居民部门在风险偏好下降、理财净值波动、地产和权益走弱的环境下，形成了一轮超额高息定存。这部分资金在当时被锁定在银行表内，期限较长、交易属性较弱，对债市直接交易影响有限。

2025 年下半年以来，这批高息定存逐步进入集中到期窗口；与此同时，存款利率中枢明显下行，居民继续作长期定存的吸引力下降。于是，原本沉淀在银行长期负债端的资金开始重新比较收益率、流动性和风险，在存款、理财、货基、债基、购房和提前还贷之间重新配置。

但这里需要区分三条路径。

第一，流向理财、货基、债基的资金，会直接改善非银负债端。居民申购资管产品之后，资金并没有离开金融体系，而是从银行表内长期定存，转化为非银产品的募集资金。这类资金更具流动性和可交易性，更容易进入回购、存单、短债和信用债市场，是本轮非银流动性改善的直接来源。

第二，流向购房和提前还贷的资金，不一定直接增强非银流动性，但会改变银行资产端约束。购房资金可能在居民、开发商、卖方和银行之间重新分布；提前还贷则意味着银行资产端回收加快。对于大行而言，如果负债端相对稳定而资产端贷款投放不足，资产荒会进一步强化，配置债券和存单的动力反而上升。

第三，在银行体系内部，不同银行受到的冲击并不均匀。大行负债端相对稳定，且更容易受益于外汇资金回流、财政存款变化和居民提前还贷带来的资产端回收；中小银行则更容易面临高息定存流失和负债成本约束。因此，居民存款搬家不是简单导致银行体系整体收缩，而是使银行和非银之间、以及大行和中小行之间的资产负债表重新分布。

四、结果：不是全面加杠杆，而是三种力量并存

由此，本轮债市行情不能简单理解为“非银全面加杠杆买长债”。更准确地说，是三种力量共同作用。

第一，大行欠配。央行投放偏多和财政融资偏慢，使大行负债端相对宽松；居民提前还贷和实体融资偏弱，又使资产端可配置资产不足。大行资金持续外溢，压低 DR 利率，并通过回购和同业链条向市场扩散。

第二，货基和理财短端杠杆。居民资金转向货基、理财后，非银负债端改善，赎回压力下降，可配置资金增加。在低资金利率、低资金波动和票息仍有保护的环境下，货基和理财通过回购市场进行短端套息和杠杆放大。这里的关键区别在于，本轮非银融入资金不再主要是防御性的“补头寸”，而更多是进攻性的“收益增强”。

第三，中小行负债承压。居民定存到期后，中小银行面临的负债流失压力可能更大。过去中小行可以通过同业市场融入资金，再向非银融出，赚取中介利差；但当非银自身负债改善、对中小行资金依赖下降后，中小行在同业链条中的中介价值下降，负债端压力反而更突出。

因此，本轮宽松的本质不是金融体系无差别加杠杆，而是资产负债表重新分布：大行有钱但缺资产，非银负债改善并进行短端套息，中小行则面临更明显的负债约束。正是这种结构性分布，解释了为什么资金面极度宽松，但长端利率并不是无约束下行；也解释了为什么行情更多体现为短端、存单、中短债和信用利差压缩，而不是单纯的长久期趋势交易。

五、债市含义：这是一轮居民再配置放大的结构性流动性债牛

本轮债牛不是单纯由基本面驱动的趋势性久期行情，也不是央行单独制造的总量宽松行情，而是一轮居民资产再配置放大流动性传导的结构性债牛。其传导链条是：央行投放和财政慢发降低银行端资金成本，居民定存到期再配置改善非银负债端，货基和理财进行短端套息，资产荒再从短端逐步向中长端传导。

六、流动性拐点：最快可能在 7 月

本轮宽松并不是一个可以长期线性外推的状态。上半年支撑流动性的三条线索——央行投放偏多、财政融资偏

慢、居民高息定存到期后流向非银——都具有阶段性。进入下半年后，央行大概率不会继续容忍资金利率长期显著低于政策利率，财政融资也可能进入追赶阶段，政府债供给重新占用银行资产端；同时，居民高息定存到期高峰逐步过去，资金继续从银行表内流向非银的斜率也可能放缓。

因此，最快从7月开始，资金面可能从“异常宽松”回到“合理充裕”。这并不意味着流动性立刻全面转紧，也不意味着债市马上反转；真正重要的是，上半年债市最核心的安全垫——低资金成本、低资金波动、低流动性分层——可能开始变薄。届时，市场对政府债供给、央行操作和非银负债变化的敏感度会重新上升，前期依赖低成本资金和低波动环境的存单、短债、杠杆套息和中短久期品种，可能率先面临重定价压力。

目录

引言 1

一、现象：中债逆势走牛，不只是经济弱，而是资金异常宽松 2

二、问题：央行投放和财政慢发，只能解释“大行不缺流动性”，解释不了“非银也不缺流动性” 5

三、答案：居民高息定存到期，重构了金融体系流动性 7

四、结果：债市不是全面加杠杆，而是资产负债表重新分布 14

五、债市含义：这是一轮居民再配置放大的结构性流动性债牛 17

六、流动性宽松何时结束？最快 7 月可能进入边际拐点 18

风险分析 20

引言

今年开年以来，中国债市顶着通胀上行，再次走出一轮牛市行情。

需要关注的是，本轮债牛发生在全球长债收益率普遍上行的背景下。海外市场更多交易通胀粘性、财政供给压力和期限溢价上行，而中债却继续沿着资金宽松和资产荒方向定价。这说明，本轮行情并不只是基本面偏弱的结果，而是中国金融体系内部出现了一轮更深层的流动性再分配。

本文试图回答六个问题：

第一，本轮债牛的异常性在哪里；

第二，为什么央行和财政不能完全解释本轮宽松；

第三，居民定存到期如何改变资金形态；

第四，居民再配置如何重塑银行和非银资产负债表；

第五，这轮流动性债牛如何传导到债券定价；

第六，流动性的拐点何时到来。

一、现象：中债逆势走牛，不只是经济弱，而是资金异常宽松

2026 年以来，全球债券市场整体呈现偏弱格局，但中债逆势走牛。3 月以来，海外长端收益率明显上行，背后反映的是通胀风险、财政供给压力和期限溢价上行。相比之下，中国债券市场继续走强，10 年期中债收益率下行，而 10 年期美债、日债、德债收益率均明显上行。这种背离说明，中债并没有跟随全球长债定价逻辑，而是更多受国内资金面和资产荒驱动。

本轮债牛最直观的证据，是资金面极度宽松。

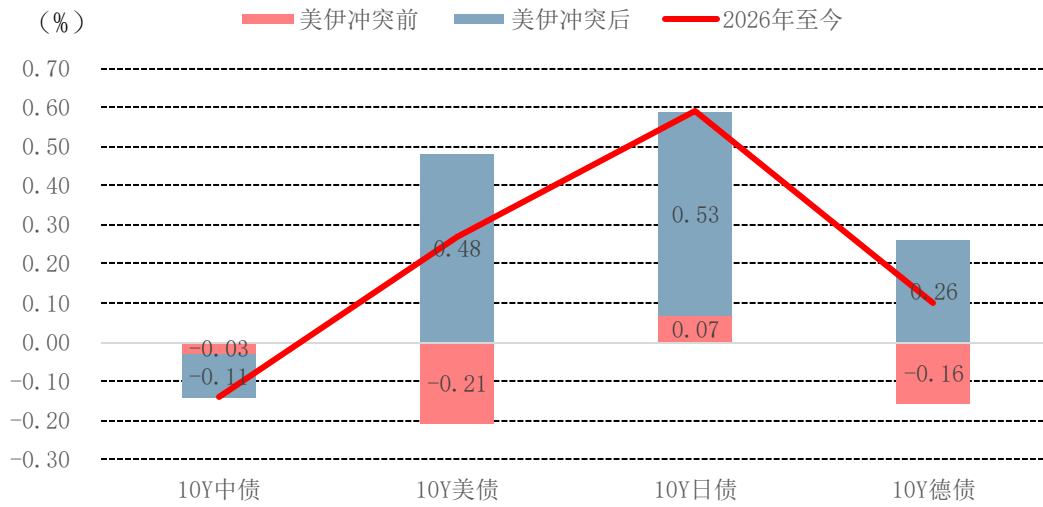
第一，从价格看，资金利率持续低于政策利率。DR001 和 DR007 在 4 月以来持续低位运行，隔夜资金利率明显低于 7 天逆回购利率，DR007 也一度低于政策利率中枢。这意味着银行体系流动性不仅宽松，而且宽松程度已经明显超过通常意义上的“合理充裕”。

第二，从数量看，银行间质押式回购成交量明显高于历史同期。R001 成交额持续处于高位，说明低资金成本并没有抑制机构融资需求，反而推动机构利用便宜资金进行滚动融资和套息交易。

第三，从分层看，R007-DR007 利差长期维持低位。通常情况下，DR 代表存款类机构之间的融资成本，R 则包含非银机构融资成本。如果只是大行流动性充裕，DR 利率下行并不意外；但 R 利率同步下行、R-DR 分层持续压缩，则说明非银端同样不缺钱。缴税、月末、季末等传统扰动时点资金分层没有明显放大，也进一步验证了这一点。

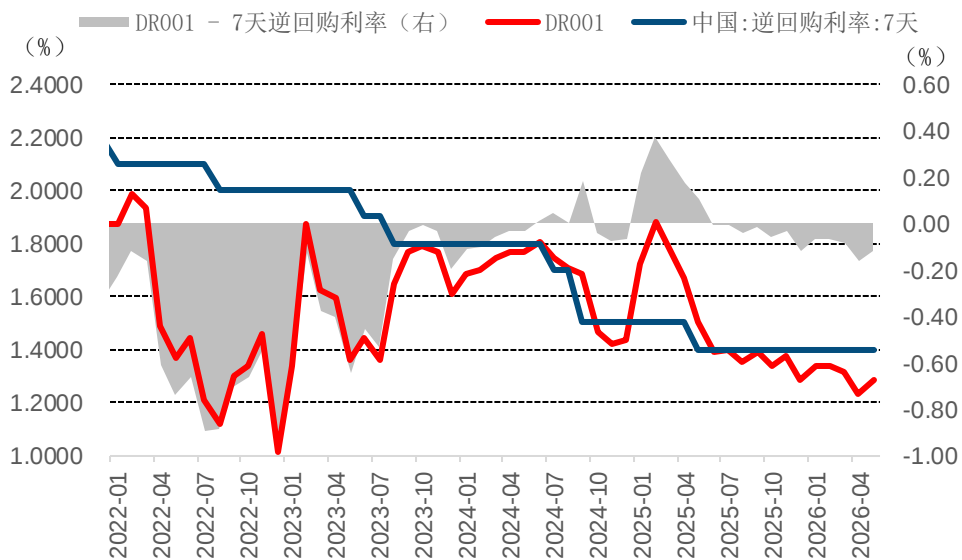
因此，本轮债牛的核心现象不是单纯“利率下行”，而是“低资金成本、低资金波动、低流动性分层”同时出现。正是这三重安全垫，使机构能够更安心地做杠杆、做票息、做信用和期限下沉，并推动债市从短端向中长端传导。

图 1:全球债券市场表现对比



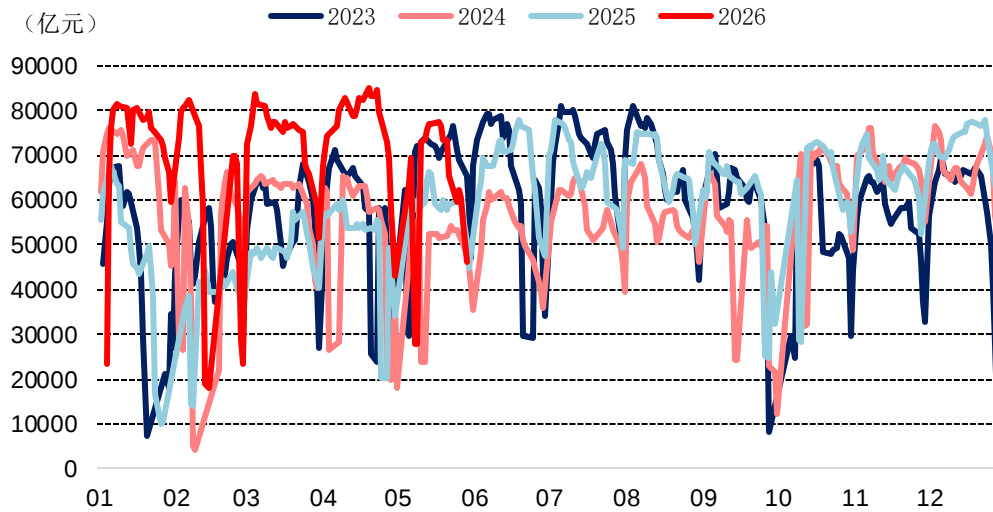
数据来源: wind, 中信建投证券; 注: 数据截至2026年5月29日

图 2:DR001 和 7 天逆回购利率对比



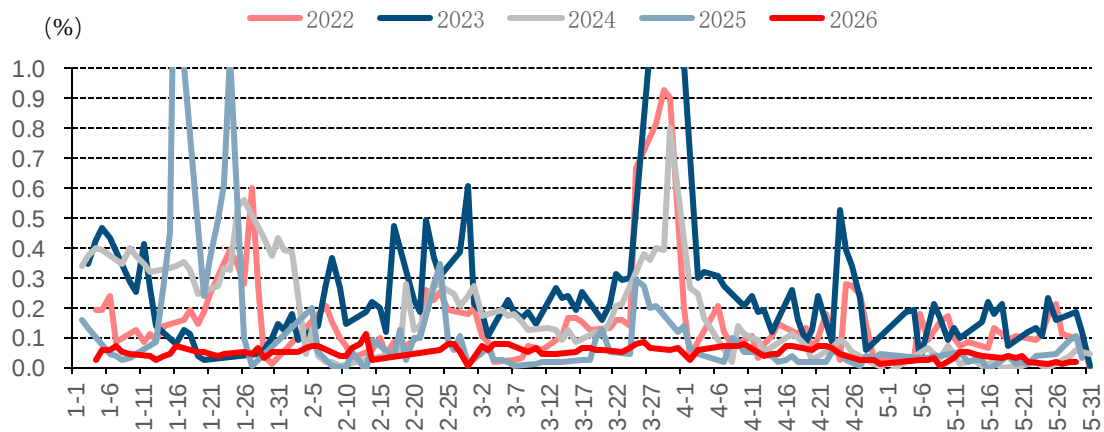
数据来源: wind, 中信建投证券

图 3:质押式回购成交量对比



数据来源: wind, 中信建投证券

图 4:R007 与 DR007 的差值



数据来源: wind, 中信建投证券

二、问题：央行投放和财政慢发，只能解释“大行不缺流动性”，解释不了“非银也不缺流动性”

本轮资金宽松，表面上看是央行一季度投放偏多和财政融资节奏偏慢共同作用的结果。

首先，央行一季度基础货币相关工具投放明显偏多，是资金宽松的第一推动。2026 年 1 月和 2 月，央行相关工具合计净投放约 2.06 万亿元，这与以往“春节前投放、春节后回收”的季节性节奏明显不同。即便 3 月回笼约 8167 亿元，一季度合计仍净投放约 1.24 万亿元，显著高于近几年同期。年初央行投放强度明显高于近几年同期，即使 3 月之后开始有所回收，一季度总体仍形成较大规模净投放。

从历史比较看，2023 年一季度相关工具投放基本持平，2024 年一季度净回笼约 1.79 万亿元，2025 年一季度净回笼约 6453 亿元。与这些年份相比，2026 年一季度投放强度明显偏高。4 月之后央行已经开始有意回收流动性，但由于前期投放形成的资金沉淀较多，同时银行高成本负债续作压力有所下降，资金面并没有很快回到政策利率附近。

其次，财政融资节奏偏慢，给银行体系留下了阶段性资产空窗期。政府债券 1-2 月累计发行进度已经达到 18.7%，高于 2022-2024 年同期，也与 2025 年接近；但进入 3-5 月后，发行进度并没有继续明显前置。截至 4 月，2026 年政府债累计发行进度约 32.1%，低于 2025 年同期的 35.3%；截至 5 月，累计进度约 41.0%，也低于 2022 年和 2025 年同期。也就是说，在全年政府债供给规模较大的背景下，年初财政融资并没有形成明显的前置冲击，反而给银行体系留下了一个阶段性的“资产空窗期”。

但仅靠央行投放和财政慢发，并不能完全解释本轮资金宽松的特殊性。因为央行投放和财政慢发，更多解释的是银行体系内部流动性宽松，尤其是大行“有钱”。它们可以解释 DR 利率为什么下行，也可以解释银行为什么欠配，但难以解释三个现象：

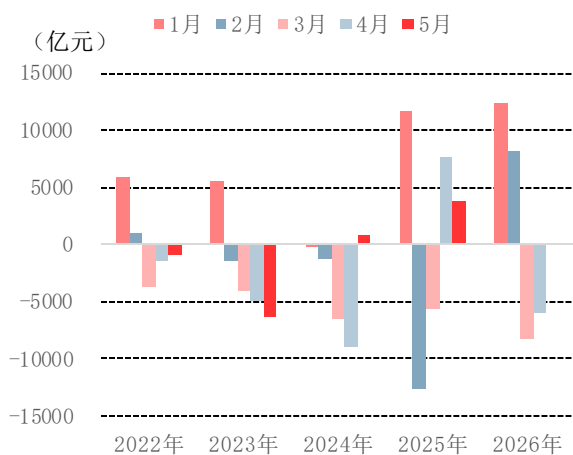
一是为什么 R007-DR007 利差持续维持低位？如果只是大行有钱，非银融资成本不一定同步下降。历史上银行端宽松但非银端偏紧的阶段并不少见，资金分层在缴税、跨月、跨季时仍可能明显放大。

二是为什么货基和理财成为回购市场重要净融入主体，但资金利率没有明显抬升？如果非银融入是为了补流动性缺口，融入需求上升通常会推高非银融资利率；但本轮非银融入增加的同时，R001 利率仍然低位运行，说明非银融入更像是低成本环境下的主动杠杆，而不是被动补缺口。

三是为什么本轮宽松的波动率显著低于以往？央行投放可以压低资金价格，但未必能消除资金分层和季节性引发的资金波动。只有当非银负债端同步改善，资金可得性提升，市场对短端资金的预期才会变得稳定。

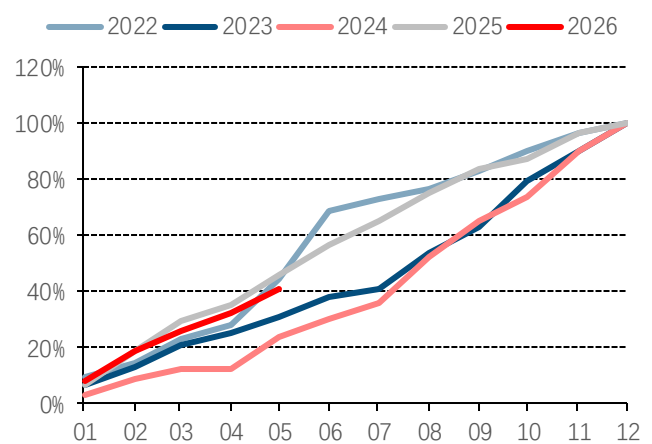
因此，央行投放和财政慢发只是本轮宽松的外部环境。真正需要解释的是：为什么流动性能够从银行体系顺畅扩散到非银体系？为什么非银不仅能拿到资金，而且流动性获取成本很低？答案在居民资产配置变化。

图 5：2026 年年初央行基础货币投放力度大于往年



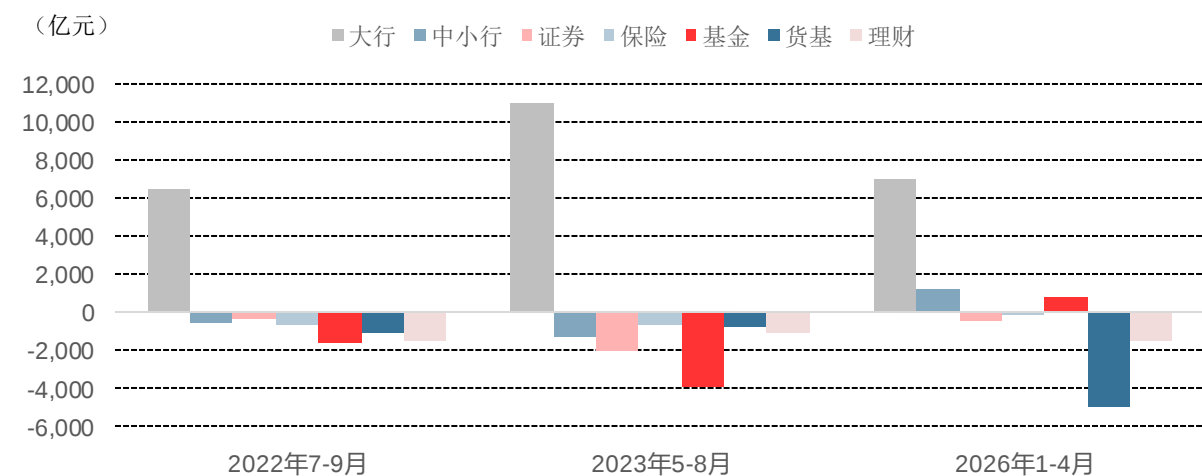
数据来源：wind, 中信建投证券

图 6：政府债券发行进度对比



数据来源：wind, 中信建投证券

图 7：流动性宽松时期，质押式回购市场资金供需对比



数据来源：CFETS, 中信建投证券；注：2022 年 7-9 月对比 2022 年 1-3 月、2023 年 5-8 月对比 2023 年 1-4 月、2026 年 1-4 月对比 2025 年 8-12 月

同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

三、答案：居民高息定存到期，重构了金融体系流动性

本轮非银流动性改善的深层来源，是居民高息定存到期后的资产再配置。

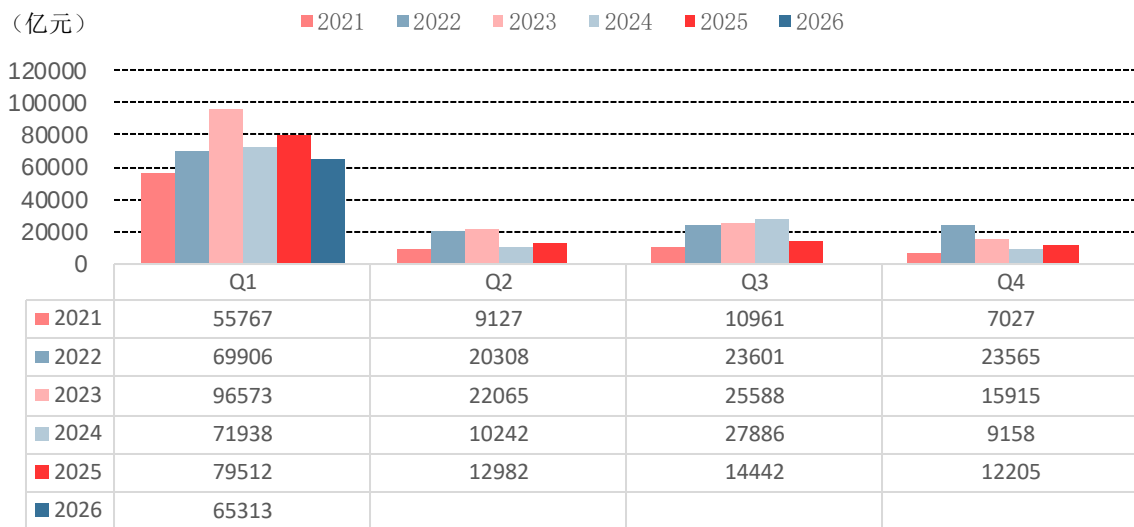
2022 年下半年至 2023 年上半年，居民部门在风险偏好收缩背景下形成了一轮超额定存积累。当时，权益市场表现偏弱，地产预期下降，理财净值波动和赎回冲击提升了居民对资管产品的谨慎情绪，银行定期存款因收益确定、风险较低，成为居民资金的重要承接方向。

这部分资金有两个特征。第一，它是“超额”的。2022 年和 2023 年居民新增定期存款明显高于正常年份，尤其 2023 年一季度新增定存显著超季节性，说明当时居民并非只是正常储蓄，而是在风险偏好下降背景下进行避险式配置。第二，它是“锁定”的。高息定存多以中长期限为主，进入银行表内后，资金期限较长、流动性较低、交易属性较弱。它稳定了银行负债，却并不会直接转化为非银可交易资金。

但 2025 年下半年以来，这批高息定存陆续进入到期窗口。与此同时，银行存款挂牌利率和实际揽储利率多轮下调，居民若继续作长期定存，需要接受明显更低的收益率。在这种情况下，居民资金开始重新比较不同资产的收益、风险和流动性。

这就是本轮居民资产再配置的起点。不过，居民定存到期不能简单理解为“存款减少”，也不能简单等同于“资金流入非银”。它更准确的含义，是居民资产负债表内部的重新定价。不同资金去向，对金融体系和债市的影响并不相同。

图 8：居民定期存款分季度增长规模



数据来源：wind，中信建投证券

图 9：居民高息定存到期后的主要去向及其债市含义

资金去向	直接影响	债市含义
理财、货基、债基	居民资金从银行长期定存转为非银产品募集资金，非银负债端改善	直接压缩 R-DR 分层，强化短端套息、存单和中短债配置需求
二手房高首付/全款	买方以存款支付房款，卖方解押并偿还原按揭，居民部门存量贷款被压降	销售改善不必然对应信用扩张，反而可能加速居民缩表并强化银行资产荒
提前还贷	居民主动偿还按揭，银行资产端贷款回收加快，居民部门继续缩表	若新增贷款投放不足，大行资产荒加深，债券配置需求增强
继续续存或转短存	资金仍留在银行体系内部，期限结构缩短，成本降低	更多影响银行负债成本和久期结构，对非银宽松传导有限

数据来源：中信建投证券

（一）理财、货基、债基路径：直接改善非银负债端

当居民资金从定期存款转向理财、货基和债基时，资金并没有离开金融体系，而是从银行表内长期负债转化为非银产品募集资金。

2025 年下半年以来，居民定期存款同比增速持续回落，并已降至 2019 年以来偏低水平；与此同时，非银存

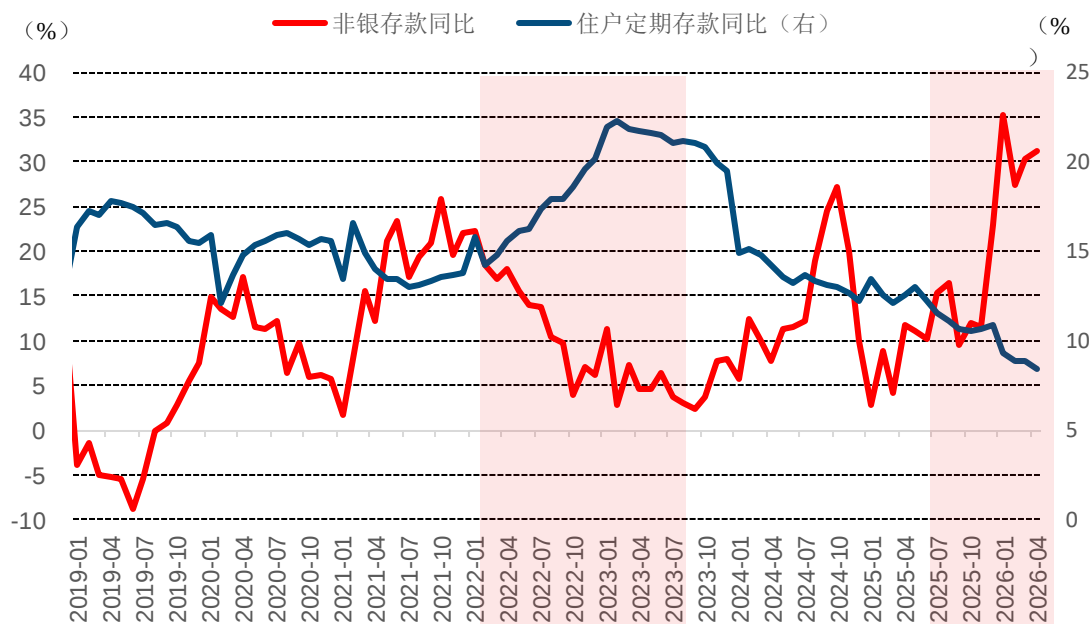
款同比增速明显抬升，到 2026 年 4 月已上行至 30% 以上。这一组合说明，高息定存到期后，部分居民资金没有继续沉淀为银行长期定期负债，而是通过理财、货基、基金等资管产品，转化为非银体系的负债来源。

这一变化的关键，在于资金属性发生改变。过去它是银行表内相对稳定、期限较长、交易属性较弱的定期负债；现在它变成了非银产品可以灵活配置的资金，可以进入回购、存单、短债、信用债和利率债市场。

这解释了为什么本轮流动性宽松不仅压低 DR 利率，也压缩 R-DR 分层。因为非银负债端改善后，非银对银行融出资金的依赖下降，同时也更有能力在回购市场进行低成本融资和资产配置。

换言之，居民资金从长期定存转向资管产品，并不是创造了新的基础货币，而是放大了央行宽松的传导效率，使原本停留在银行负债端的资金，转化为更高流动性、更强交易属性的市场资金。

图 10：住户定存同比增速下行，非银存款同比增速大幅上行



数据来源：wind，中信建投证券

（二）二手房交易与提前还贷路径：销售改善未必对应居民加杠杆，反而可能体现为居民缩表

居民资金也可能流向二手房交易和提前还贷。这一路径对债市的影响，与理财、货基、债基不同。它未必直接改善非银负债端，但会通过银行资产端收缩和居民部门资产负债表重构，强化银行体系的资产荒。

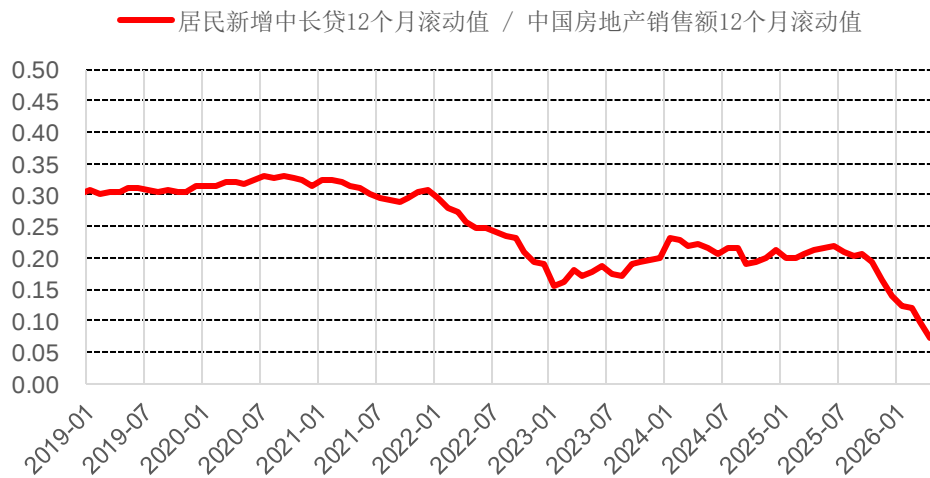
尤其需要注意的是，当前二手房交易改善，并不必然意味着居民重新加杠杆。若二手房成交以高首付甚至

全款交易为主，交易本身反而可能加速居民部门缩表。原因在于，一套存量住房原本对应一笔存量按揭贷款；当买方以高首付或全款方式购入，卖方往往需要先偿还原有房贷以完成解押和过户。最终在居民部门资产负债表上的表现，可能不是新增按揭扩张，而是原有住房贷款被偿还、居民贷款余额下降。

换言之，二手房销售越活跃，如果成交主要依赖居民自有资金而非新增按揭，反而可能意味着居民部门用存款置换房产、用流动资产偿还存量债务。对银行而言，这会带来两层影响：一方面，居民存款被用于购房支付或房贷结清，负债端结构发生迁移；另一方面，存量按揭贷款被提前偿还，资产端贷款余额收缩。若同期新增居民贷款并未同步放量，银行资产端缺口反而扩大，资产荒压力进一步强化。

因此，当前居民购房行为不能简单理解为地产销售改善后的信用扩张。更准确地说，在高首付和全款交易占比较高的环境下，二手房成交改善可能对应的是居民资产结构重组和负债收缩：居民把低流动性的住房资产重新配置到另一部分居民手中，同时通过交易过程压降存量按揭。最终结果是，二手房销售越好，居民部门在金融数据中呈现出的缩表特征反而可能越明显。

图 11：居民新增中长贷与地产销售额显著脱钩



数据来源：wind，中信建投证券

（三）银行类型分化路径：大行欠配，中小行负债承压

居民定存到期再配置，在银行体系内部也不是均匀发生的。

大行通常具备更强的负债稳定性，且更容易受益于财政资金、外汇资金回流和居民提前还贷带来的资产端回收。当贷款投放不足、政府债供给节奏偏慢时，大行更容易形成“有负债、缺资产”的格局，进而成为债市重要

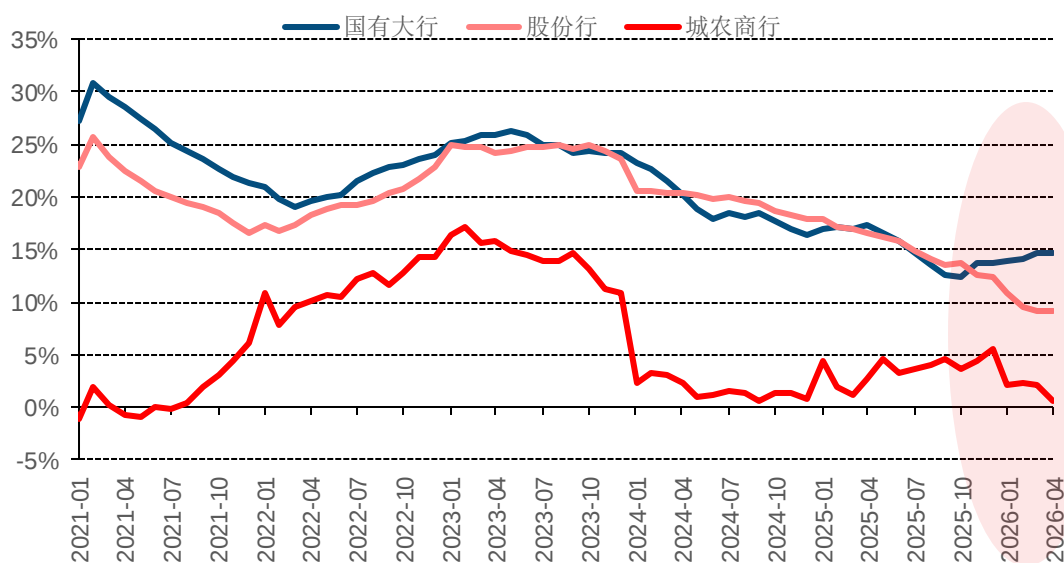
配置力量。

中小银行则面临更复杂的约束。过去几年，部分中小银行通过较高存款利率吸收居民定存。当高息定存集中到期、存款利率下行后，这部分银行可能更容易面临负债流失压力。如果非银自身负债改善，对中小行资金融出的依赖下降，中小行在同业链条中的中介利差也会被压缩。

尤其是部分居民原本持有的中小银行定期存款到期后，被用于购房、提前还贷或购买资管产品。如果这部分资金用于偿还主要由国有大行持有的住房贷款，就会形成一种结构性传导：中小银行负债端先流失，国有大行资产端先回收。

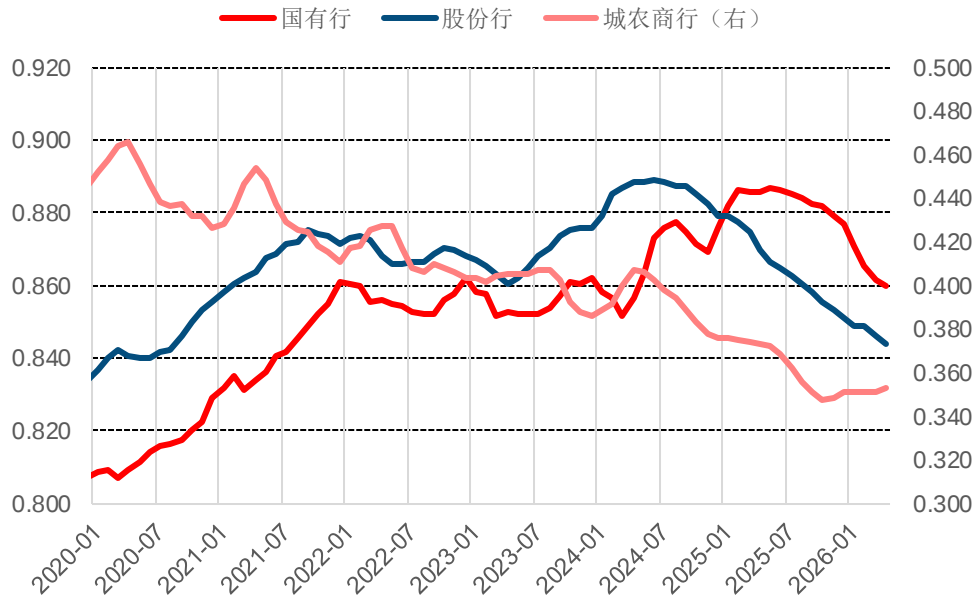
所以，居民存款搬家并不是简单让所有银行都变得更宽松，而是导致银行体系内部出现分化：大行资产荒加深，中小行负债压力上升，非银负债端改善。

图 12：各类型银行居民定期存款增速



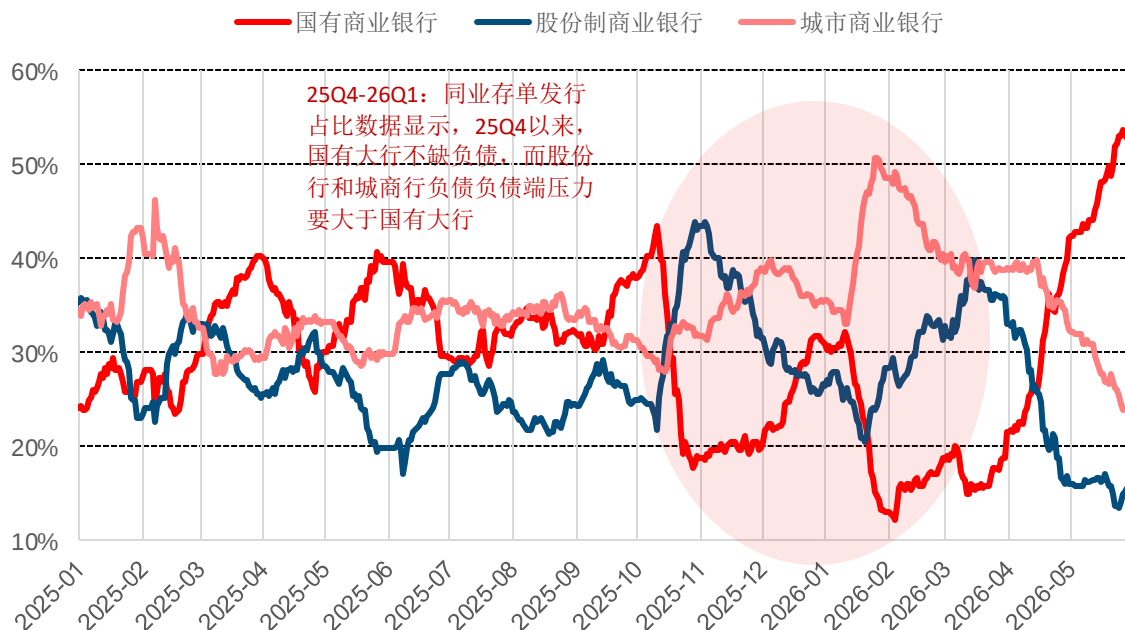
数据来源：wind，中信建投证券

图 13：不同类型银行贷存比变化



数据来源：wind，中信建投证券；注：贷款、存款规模均使用3个月移动平均值

图 14：各类型银行同业存单发行占比



数据来源：wind，中信建投证券

（四）宏观数据的结果：居民继续缩表、企业保持扩表

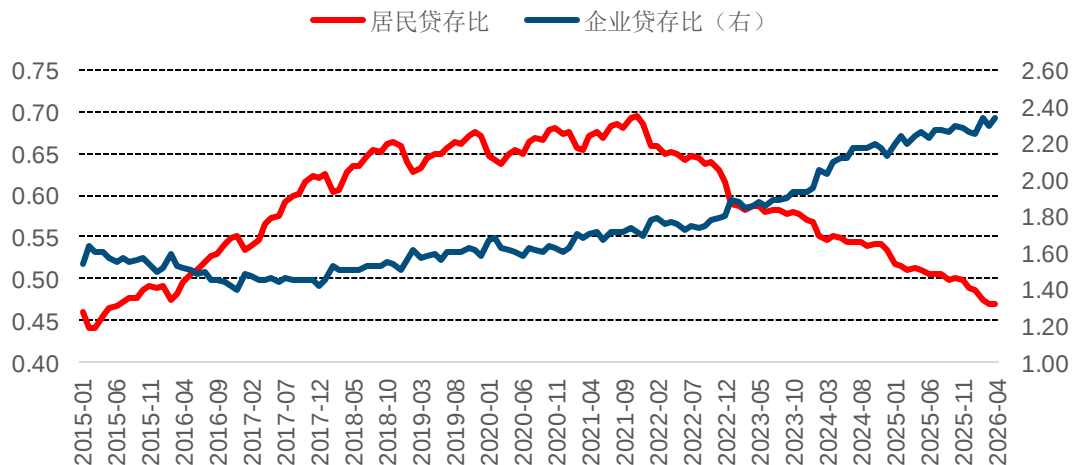
居民定存再配置落实到宏观金融数据上，就是当前经济仍延续着“居民继续缩表、企业保持扩表”的结构。居民贷存比继续回落，说明居民部门并没有重新进入加杠杆周期，而是在用过去积累的存量储蓄完成购房、还贷和金融资产再配置；财政尚未完全发力，企业贷存比相对保持扩张。

这一结构意味着，上半年非银流动性宽松并不是仅仅来自央行和财政扰动，而是来自居民存量金融资产的重新分布。过去，居民资金以长期定存形式锁定在银行表内，流动性低、交易属性弱；现在，随着高息定存到期和存款利率下行，部分资金转向理财、货基、债基等资管产品，转化为非银体系更高流动性、更强交易属性的负债来源。

因此，宏观金融数据上会出现一个看似矛盾、但内在一致的组合：居民贷款偏弱、居民存款增速回落、非银存款上行、企业信用仍在扩张。它反映的不是金融体系缺钱，而是资金从居民长期定存向非银可配置资金迁移；也不是信用全面收缩，只是企业信用扩张的节奏并不快。

这也是本轮债牛的重要宏观背景：居民存量资金的重新配置，既意外的形成居民缩表的效果，又使非银负债端明显改善，形成“信用不强、流动性很强”的组合。对债市而言，真正重要的不是居民有没有钱，而是居民的钱以什么形态存在、沉淀在哪里、是否能够进入交易体系。

图 15：居民继续缩表，企业保持扩表



数据来源：wind，中信建投证券；

四、结果：债市不是全面加杠杆，而是资产负债表重新分布

居民资产再配置最终带来的，不是金融体系全面无差别加杠杆，而是资产负债表在银行与非银之间重新分布。这轮债牛的微观结构，可以概括为三句话：大行欠配，货基理财短端杠杆，中小行负债承压。

（一）大行欠配：资金源头仍在银行端

本轮宽松的资金源头，仍然离不开大行。央行一季度投放偏多，财政融资节奏偏慢，使大行负债端阶段性充裕；同时，居民提前还贷、实体融资偏弱和政府债供给慢发，又使大行资产端缺少足够承接。

这种环境下，大行有动力持续融出资金，也有动力配置利率债、政策性金融债和高等级信用资产。大行资金外溢，是 DR 利率低位运行的重要原因。

但仅有大行融出，并不足以解释 R-DR 分层消失。真正使资金面从“银行端宽松”变成“全市场宽松”的，是非银负债端改善。

（二）货基和理财短端杠杆：融入不是补缺口，而是收益增强

货基和理财成为本轮宽松的重要吸收端。表面上看，货基和理财在回购市场净融入增加，似乎说明非银资金需求上升。但这并不等同于非银缺钱。关键要区分两种融入动机：一种是防御性的流动性管理，主要为了补头寸、应对赎回或平滑现金缺口；另一种是进攻性的收益增强，在负债稳定、资金便宜、波动较低的环境下，通过回购融入放大票息收益。

本轮更接近后者。居民资金转向货基和理财后，非银负债端改善，产品赎回压力下降，可配置资金增加。在资金利率低位、资金波动下降、资产端仍有票息保护的环境下，货基和理财有动力通过回购市场加杠杆，配置存单、短债和高等级信用债，赚取套息收益。

这也是为什么本轮宽松更多体现为短端和中短端资产收益率下行，而不是长端收益率单边趋势性下行。资金最先淤积在现金管理和短端账户中，传导自然先发生在回购、存单、短债和中短久期品种上。

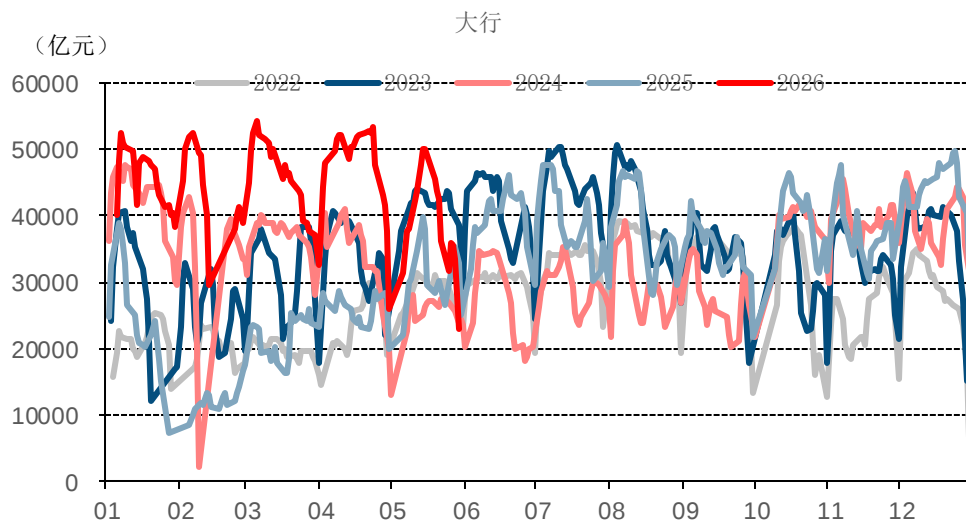
（三）中小行负债承压：传统同业链条被削弱

本轮结构变化中，压力更大的可能是中小银行。过去，在非银负债端偏紧时，非银需要从中小行融入资金，中小行可以在同业链条中扮演重要中介角色。但当居民资金直接转向货基、理财等非银产品，非银自身负债改善后，对中小行资金的依赖下降。

这意味着，中小行一方面面临高息定存到期后的负债流失压力，另一方面又难以像过去那样通过同业资金融出获得稳定中介利差。中小行仍可能需要在同业市场补充资金，但其对非银的资金中介价值下降，资产负债表约束反而更明显。

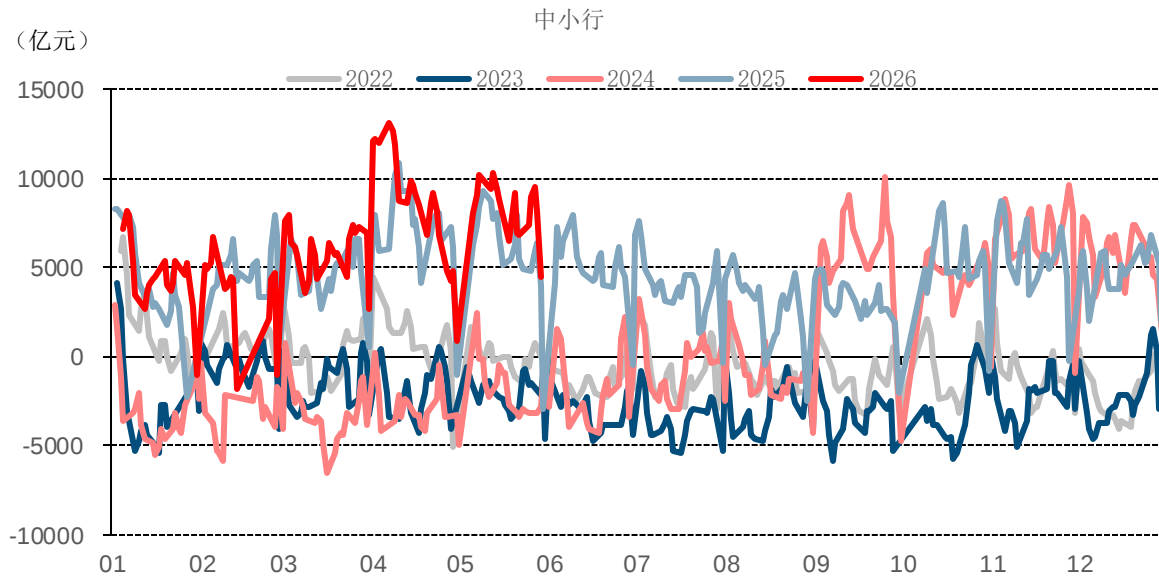
因此，本轮行情不是简单的“非银全面加杠杆”，而是银行和非银资产负债表发生了新的分工：大行提供资金和配置需求，货基理财承接居民资金并进行短端杠杆，中小行则更多承受负债端压力。

图 16：大行（国有大行+股份行）质押式回购净融出规模



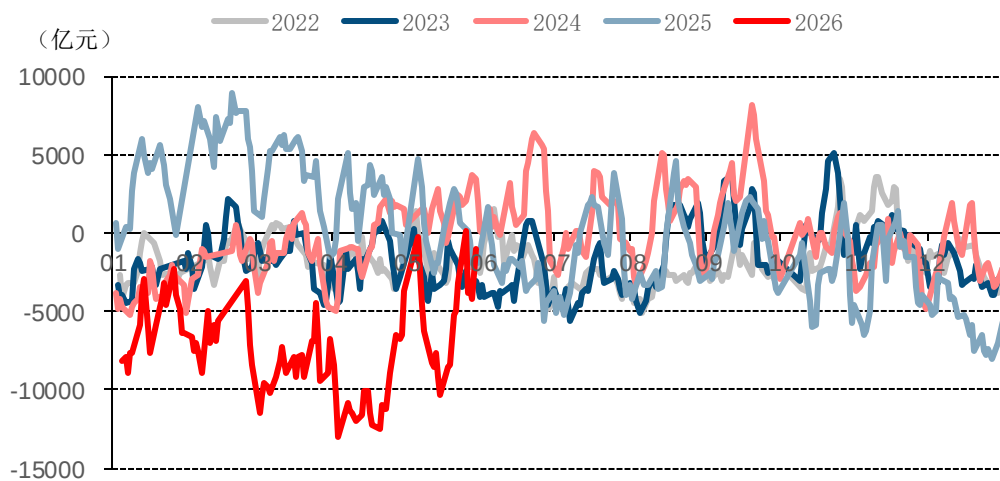
数据来源：CFETS，中信建投证券

图 17：中小行（城商行+农商行）质押式回购净融出规模



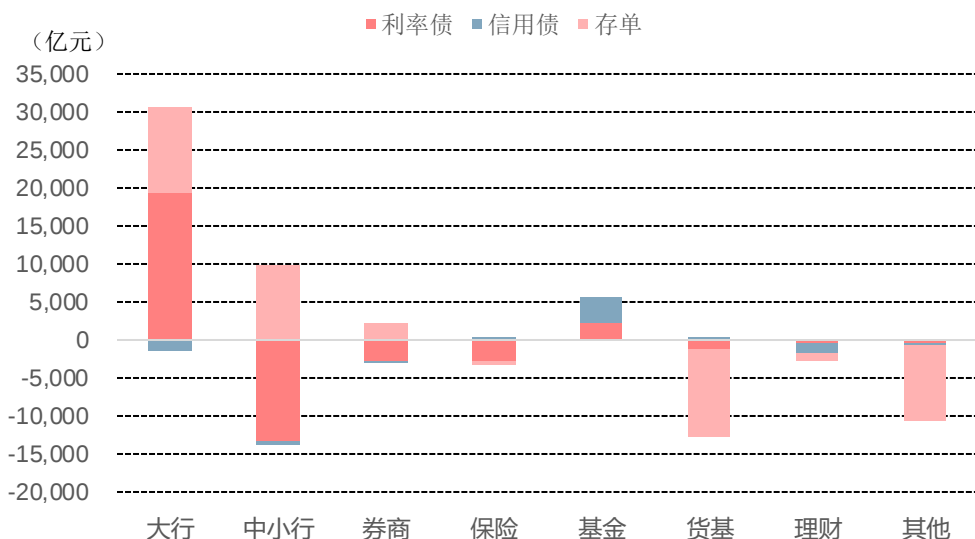
数据来源：CFETS，中信建投证券

图 18：货币基金质押式回购净融出资金规模



数据来源：CFETS，中信建投证券

图 19：2026 年前 5 个月不同类型参与方现券净买入规模相比 2025 年同期同比多增



数据来源：CFETS，中信建投证券。

五、债市含义：这是一轮居民再配置放大的结构性流动性债牛

理解了资金来源和资产负债表分布，就能更准确理解本轮债牛的性质。本轮债牛不是单纯由基本面驱动的趋势性久期行情，也不是央行单独制造的总量宽松行情，而是一轮居民资产再配置放大流动性传导的结构性债牛。

它的传导链条可以分为四步。

第一步，央行投放和财政慢发降低银行端资金成本。 大行负债端改善，资产端缺口扩大，银行资金利率率先下行。

第二步，居民定存到期再配置改善非银负债端。 资金从低交易性的长期定存，部分转向理财、货基、债基等产品，非银获得更稳定、更低成本的负债来源，非银资金利率同步下行，银行与非银分层被压缩。

第三步，货基和理财进行短端套息。 低资金成本、低波动和低分层环境，使短端杠杆交易更有吸引力，存单、短债、高等级信用债和中短久期利率债率先受益。

第四步，短端收益率下行和资产荒延伸，逐步向长端传导。 当短端和中短端收益率被压低后，机构为了维持收益，只能进一步拉长久期、下沉信用或提高杠杆，长端收益率才会进一步受到压制。

这意味着，本轮债牛的核心不是长端久期本身，而是资金面安全垫。只要低资金成本、低资金波动、低流动性分层仍然存在，债市就仍有支撑；但一旦这三个条件边际变化，最先受到冲击的也不是所有债券资产，而是前期最依赖低成本资金和低波动环境的品种。

因此，后续债市风险的顺序可能是：先是资金利率向政策利率回归，其次是存单和短债重定价，再是中短久期品种波动上升，最后才是长端趋势是否改变。换句话说，债市未必马上反转，但流动性驱动的赔率会下降。

六、流动性宽松何时结束？最快 7 月可能进入边际拐点

我们认为，当前资金面的异常宽松并不是一个可以长期线性外推的状态。上半年低利率、低波动、低分层的资金环境，来自三条阶段性线索的叠加：央行一季度投放偏多，财政融资节奏偏慢，居民高息定存到期后的再配置。只要这三条线索继续延续，非银流动性仍然偏宽，债市也仍有资金面支撑；但如果三者同时边际转弱，资金面就可能从“异常宽松”回到“合理充裕”。我们预计，最快 7 月可能成为这一轮流动性环境的拐点。

首先，央行继续大规模净投放的可能性已经下降。

前期 DR001、DR007 持续低于 7 天逆回购利率，说明资金利率已经明显偏离政策利率中枢，如果资金利率长期显著低于政策利率，也会削弱政策利率的指示意义，并放大资金空转和债市拥挤交易风险。因此，央行虽然仍会维持流动性合理充裕，但未必会容忍资金利率长期处在过低位置。4 月以来央行已经开始边际回收流动性，后续资金利率向政策利率附近回归，是更可能出现的方向。

其次，财政融资节奏下半年大概率提速，这会削弱银行体系的资产荒压力。

上半年政府债发行节奏并未明显前置，专项债、超长期特别国债等供给偏慢，使银行资产端缺少足够的低风险资产承接，部分资金被动滞留在银行间市场，并通过同业、回购、存单、短债和信用债等渠道向非银扩散。但后续如果财政融资进入追赶阶段，政府债供给重新放量，银行资产端会重新被低风险资产占用。此时，原先流向债券交易和同业市场的资金，可能重新回到一级发行和政府债配置中，银行向非银体系外溢流动性的动力也会随之下降。

第三，居民高息定存到期对非银流动性的支撑也可能逐步减弱。

2022 年下半年至 2023 年上半年形成的高息定存，在 2025 年下半年至 2026 年上半年进入集中到期窗口。

上半年居民资金没有完全续作长期定存，而是流向理财、货基、债基、购房和提前还贷等方向，但这一过程本身具有阶段性。随着到期高峰逐步过去，居民资金继续从银行表内向非银体系外溢的斜率可能放缓，非银负债端从“增量显著改善”转向“存量维持”，继续压低资金分层和放大短端杠杆的能力也会边际下降。

总体而言，本轮债牛并不是单纯由经济偏弱驱动，而是流动性异常宽松与居民资产再配置共同推动的结果。最快从7月开始，支撑上半年流动性宽松的三条线索都可能边际转弱，债市也可能从“低波动慢牛”切换到“高波动震荡”。这并不意味着债市趋势立刻反转，但意味着资金面提供的安全垫正在变薄，前期依赖低资金成本和低波动环境的短端信用、存单、杠杆套息和中短久期品种，可能率先面临重定价压力。

风险分析

第一，流动性变化不及预期。若央行继续维持较强投放力度，或资金利率长期低于政策利率，银行间流动性可能继续保持宽松，债市调整压力或弱于本文判断。

第二，财政融资节奏不及预期。若专项债、超长期特别国债等政府债发行节奏低于预期，银行资产荒格局可能延续，低风险资产供给不足仍将支撑债券配置需求。

第三，居民资产配置行为存在不确定性。居民高息定存到期后的资金流向可能受到收益率、风险偏好、地产成交、理财产品表现等因素影响。若居民资金继续大规模流向货基、理财和债基等非银产品，非银流动性宽松状态可能延续更久。

第四，基本面修复弱于预期。若经济内生动能持续偏弱、居民和企业融资需求继续低迷，债券市场仍可能获得基本面支撑，收益率上行幅度可能受限。

第五，外部环境和政策变化超预期。海外利率、汇率、地缘风险及国内稳增长政策节奏均可能影响市场风险偏好和资金流向，从而导致债券市场走势偏离本文判断。

分析师介绍

周君芝

浙江大学经济学博士，现任中信建投证券首席宏观分析师。

曾获 2023 年 wind 第 11 届金牌分析师宏观第一；2023 年 21 世纪金牌分析师宏观第四；2023 年第 11 届 choice 最佳分析师宏观第三。

曾于 2017-2020 年连续四年荣获“新财富”宏观第一名（团队核心成员），2017-2020 年连续四年荣获卖方分析师“水晶球”奖第一名（团队核心成员）。

吴彬

香港中文大学(深圳)经济学硕士，5 年宏观研究经验，聚焦汇率和流动性研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk