

无惧“零操作”，关注超长

周策略图谱

Fixed Income

核心观点：OMO“零操作”+赔率空间有限+债券借贷集中度提示+交易盘主导=震荡延续，超长债进一步下行有待信号确认。10 年国债目标 1.70%，30 年国债目标 2.15%。

策略建议。维持票息+拉久期策略。

OMO “零操作”引导利率向政策利率回归。本周，OMO 共计净回笼 6827 亿元，6 月 3-4 日连续两日 OMO“零操作”指向银行间资金充裕，OMO（1.40%）高于 DR007 央行或有意引导利率回归政策利率，1.70%或为 10Y 国债下沿。市场情绪趋于谨慎，周五债市转跌。后续关注央行政策利率换锚隔夜回购利率的影响。

赔率空间有限。当前 10Y 活跃券已达 1.72%，接近阶段性下沿；超长债上行 1.19bp 至 2.20%，利率债赔率空间有限，目前 30Y-10Y 利差仍有空间，在 10Y 国债利率相对敏感的情况下，超长债下行压缩的概率较大，品种上建议关注 30Y 国债、国开、地方债。同时，短端信用债利差压缩空间同样有限，但中长端期限利差尚未压缩至 10b 警示范围。牛尾行情延续，进一步下行有待配置盘入场及经济基本面变化信号。

债券借贷集中度提示。央行披露 5 月共 27 家市场成员债券借贷集中度超限，其中一家机构融入债券余额超过自身托管量的 70%。根据人民银行 2022 年发布的《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》（公告〔2022〕第 1 号）规定，明确了债券借贷集中度的报告线与披露线，单只标的债券融入余额超过发行量 10%即需报告，单一机构融入总余额超过自有债券托管总量的 20%即需报告。债券借贷集中度作为重要技术性信号，集中度提高或预示空头力量聚集，引发市场波动。集中度提示或意在控制过度杠杆、防范极端风险，稳定债市波动。

交易盘主导。机构行为视角看，本周买盘为基金、理财、保险、大型银行，基金、理财净买入 2,060.96 亿元，除其他类机构交易盘占比达 75.92%，仍为主力。基金、保险为 10Y-30Y 长债主要买盘。

组合建议：资金面宽松，3-5Y 二级资本债、3Y 城投债仍有一定性价比；7-10Y 地方债值得关注；关注地产债修复右侧机会；超长债进一步下行概率较大，30Y 信用债离止盈点位仍有一定空间，谨慎做多。

整体来看，OMO “零操作”+赔率空间有限+债券借贷集中度提示+交易盘主导=震荡延续，超长债进一步下行有待信号确认。本周，长债及 5Y 城投债走强，信用债涨跌互现。OMO 全周净回笼及连续两日“零投放”符合“消峰填谷”政策导向，也意在引导市场利率回归政策利率，6 资金面均衡宽松、当前机构配置力量不弱，债市或将延续震荡，但进一步下行仍有待经济基本面信号确认。

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.资金面及流动性变化超预期；4.历史收益数据无法代表未来。

杜渐

SAC 执证号：S0260526020003
SFC CE No. BXV349
dujian@gf.com.cn

汤庭恺

SAC 执证号：S0260526050001
tangtingkai@gf.com.cn

请注意，汤庭恺并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

牛尾行情 or 牛熊转换将至？：周策略图谱	2026-05-24
特朗普访华后，债市何去何从？：周策略图谱	2026-05-15
资金无虞，债牛延续：周策略图谱	2026-05-08

目录索引

一、央行 7D 逆回购零投放复盘.....5

二、本周核心观点与债市策略.....8

 （一）市场交易逻辑11

 （二）静态票息.....12

 （三）长端大势研判15

 （四）个券比价情况与期限结构17

三、典型策略测算与个券图谱.....21

 （一）各典型策略：收益率测算.....21

 （二）市场核心：样本个券收益率图谱22

四、布林带择时.....22

五、基本面数据跟踪.....25

六、风险提示26

图表索引

图 1: DR007 与 7 天逆回购利率走势 (%)	5
图 2: 社会融资规模存量信托贷款同比 (%)	6
图 3: DR007 下行 (%)	6
图 4: 2020 年 1-12 月逆回购投放规模 (亿元)	6
图 5: 中国国债收益率处近十年低位 (%)	7
图 6: 实体经济融资需求偏弱 (亿元)	7
图 7: 季节效应看, 2015 年以来 6 月, 10 年期国债收益率多下行	9
图 8: 信用债的日历效应 (单位: BP)	9
图 9: 周策略收益 (单位: %)	11
图 10: 本周市场交易逻辑 (单位: %)	11
图 11: 债市多空因素	12
图 12: 各券种广谱利率图 (单位: %, BP)	12
图 13: 国开&地方债&信用利差情况 (单位: %, BP)	13
图 14: 信用-国开: 利差分位数情况 (单位: %, BP)	13
图 15: 30 年期国债期货 K 线图	15
图 16: 30 年期国债期货 K 线图	16
图 17: 10 年期国债期货 K 线图	16
图 18: 10 年期国债期货 K 线图	17
图 19: 城投债期限利差情况 (单位: BP)	18
图 20: 二级资本债期限利差情况 (单位: BP)	18
图 21: 城投债-银行二级债情况 (单位: BP)	18
图 22: 城投债等级利差情况 (单位: BP)	18
图 23: 国债期限利差走势 (%)	18
图 24: 30-10Y 国债利差走势 (%)	18
图 25: 各板块利差比较 (单位: %, BP)	19
图 26: 国债收益率期限结构 (单位: %, BP)	19
图 27: 二级资本债收益率期限结构 (单位: %, BP)	19
图 28: 沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率 (ERP) 与 10 年国债 YTM	20
图 29: 股商房所处历史分位值	20
图 30: 债券所处历史分位值	21
图 31: 各策略配置方法收益测算 (单位: %, BP)	21
图 32: 样本个券收益率图谱	22
图 33: 3 年 AA+城投债-国开债信用利差布林带 (单位: %, BP)	22
图 34: 3 年 AAA-二级资本债-国开债信用利差布林带 (单位: %, BP)	22
图 35: 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)	24

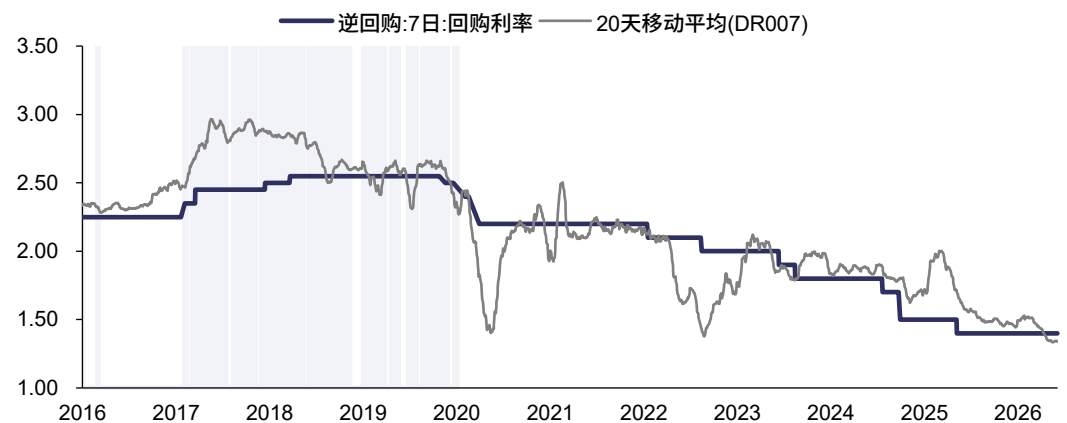
图 36：2025 年下半年以来赎回风险指数复盘（单位：%）	25
图 37：经济数据概览图（单位：%）	25
图 38：调查数据概览图（单位：%）	26
表 1：周策略建议配比（单位：%）	10
表 2：债市机构核心关注点汇总	14
表 3：国债期限利差历史分位值	19
表 4： 3 年 AA+城投债择时策略收益	23
表 5： 3 年 AAA-二级资本债择时策略收益	23

一、央行 7D 逆回购零投放复盘

历史上 OMO 转为零投放主要存在两种情形：其一为货币政策主动收紧、推动金融去杠杆，往往带动 DR007 等资金利率中枢抬升；其二是市场流动性整体宽裕，通过逆回购资金回笼实现削峰填谷、消化过剩资金诉求，零投放与资金利率上行并不同步。

当前更偏向第二种情形，公开市场逆回购零投放并不必然对应资金收紧，后续 DR007 的演化，取决于实体经济融资需求、债券一级供给、月度财政扰动等多重变量。

图 1：DR007 与 7 天逆回购利率走势（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2016-2019：实体融资由扩转缩，7 天逆回购零投放常态化

2016 年在棚改货币化带动下地产投资高景气，叠加信托、委托贷款等非标融资扩容，实体融资持续消耗银行体系超储，DR007 多数时段运行在 7 天逆回购政策利率上方，为对冲流动性缺口，央行常态化大额投放逆回购资金。

2017 年起，“房住不炒”调控逐步落地，金融去杠杆持续推进，非标融资扩张受到抑制，实体融资结构开始发生变化。2017 年资金面整体仍处于中性偏紧状态，DR007 多处于政策利率上方，零投放更多体现为央行缩短放长、主动收紧流动性。

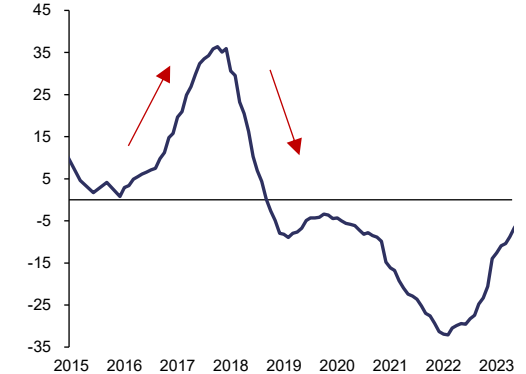
进入 2018—2019 年，随着资管新规落地、非标融资收缩以及地产景气逐步回落，实体部门对银行体系流动性的消耗边际减弱，资金面由偏紧逐步转向合理充裕。DR007 中枢较前期整体下移，阶段性低于政策利率水平。央行暂停逆回购操作的频次也有所上升，体现为流动性充裕环境下削峰填谷、被动降低流动性投放，并未带来资金面收紧。

图 2：房地产销售额同比（%）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

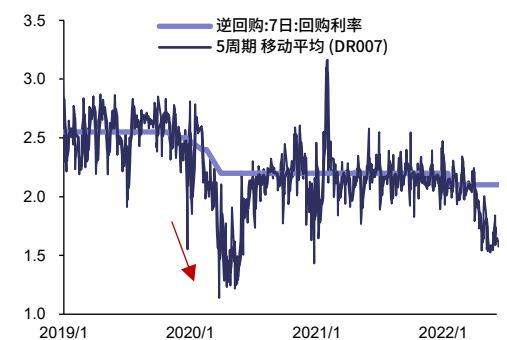
图 2：社会融资规模存量信托贷款同比（%）



2020 年：疫情脉冲式宽松，阶段性出现零投放

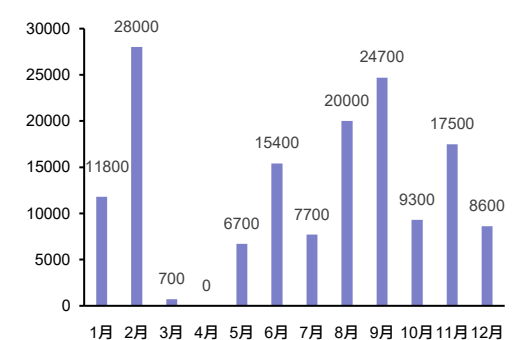
2020 年央行 7 天逆回购操作经历了从大额投放到阶段性零投放的过程。春节后受疫情冲击影响，经济活动短期停滞，央行在 2 月集中加大逆回购投放，推动银行间流动性快速转向宽松，DR007 明显下行并低于政策利率。随着国内疫情逐步受控，前期投放资金大量沉淀在金融体系，资金面出现过度宽松特征，央行开始暂停逆回购操作，通过零投放和存量到期回笼资金，引导资金利率从低位逐步回升。直至 5 月以后，复工复产加快推进，实体融资需求回升，流动性快速边际收敛，央行才重新恢复逆回购投放。因此，2020 年的经验表明，OMO 转为零投放更多反映流动性过度宽裕环境下回收流动性诉求，资金面并不一定同步收紧，DR007 走势仍需关注实体融资需求变化。

图 3：DR007 下行（%）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

图 4：2020 年 1-12 月逆回购投放规模（亿元）



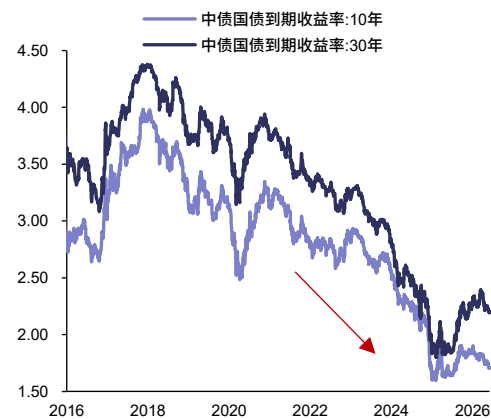
2026 年 OMO 零投放：资金面偏松下的削峰填谷诉求

2021—2024 年期间 7 天逆回购零投放现象明显减少，仅 2024 年短暂出现。2026 年 6 月 3 日和 6 月 4 日，7 天逆回购操作量降为零，是央行在资金面偏松、市场融资需求下降、债券收益率下行背景下，对短端流动性的边际调节。

具体来看，今年6月初央行逆回购操作量快速下降，叠加存量逆回购到期，公开市场形成较大规模净回笼。直接原因在于银行间流动性仍较充裕，DR007处在约1.35%附近，低于1.4%的7天逆回购政策利率，金融机构通过公开市场操作获取短期资金的意愿也有所降低。

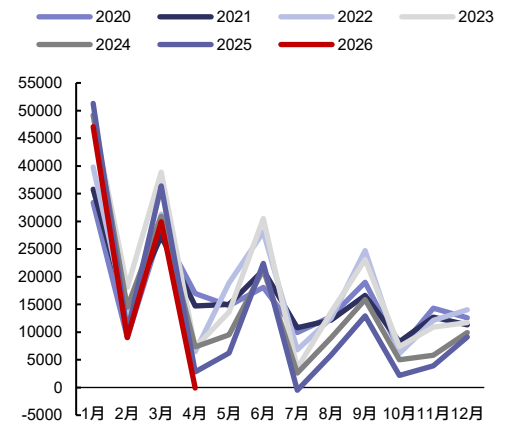
但从更深层看，本次零投放或也带有一定政策引导意味。近期实体融资需求偏弱、资产荒延续以及债市交易情绪偏强，长期和超长期债券收益率下行。在这种情况下，央行减少逆回购投放，一方面是顺应一级交易商需求下降，另一方面或也是为了避免资金利率持续大幅低于政策利率，预防资金空转。但从历史复盘经验来看，在缺乏金融去杠杆、实体融资需求上升的情形下，央行公开市场转为零投放，并不必然对应资金利率的回升，更多指向削峰填谷、自然回笼流动性诉求，对债市利空影响有限。

图 5：中国国债收益率处近十年低位（%）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

图 6：实体经济融资需求偏弱（亿元）



二、本周核心观点与债市策略

基本面及资金面托底债市，政策及市场情绪引导短期利率走势，当前 10Y 国债接近 1.70% 阶段性下沿，超长债接近前低，下行空间及动能均有限，债市进一步下行或需关注保险等配置盘力量的边际影响。

OMO“零操作”+赔率空间有限+债券借贷集中度提示+交易盘主导=震荡延续，超长债进一步下行有待信号确认。

(1) OMO “零操作”引导利率向政策利率回归。本周，OMO 共计净回笼 6827 亿元，6 月 3-4 日连续两日 OMO“零操作”指向银行间资金充裕，OMO（1.40%）高于 DR007 央行或有意引导利率回归政策利率，1.70% 或为 10Y 国债下沿。市场情绪趋于谨慎，周五债市转跌。后续关注央行政策利率换锚隔夜回购利率的影响。

(2) 赔率空间有限。当前 10Y 活跃券已达 1.72%，接近阶段性下沿；超长债上行 1.19bp 至 2.20%，利率债赔率空间有限，目前 30Y-10Y 利差仍有空间，在 10Y 国债利率相对敏感的情况下，超长债下行压缩的概率较大，品种上建议关注 30Y 国债、国开、地方债。同时，短端信用债利差压缩空间同样有限，但中长端期限利差尚未压缩至 10b 警示范围。牛尾行情延续，进一步下行有待配置盘入场及经济基本面变化信号。
(3) 债券借贷集中度提示。央行披露 5 月共 27 家市场成员债券借贷集中度超限，其中一家机构融入债券余额超过自身托管量的 70%。根据人民银行 2022 年发布的《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》（公告〔2022〕第 1 号）规定，明确了债券借贷集中度的报告线与披露线，单只标的债券融入余额超过发行量 10% 即需报告，单一机构融入总余额超过自有债券托管总量的 20% 即需报告。债券借贷集中度作为重要技术性信号，集中度提高或预示空头力量聚集，引发市场波动。集中度提示或意在控制过度杠杆、防范极端风险，稳定债市波动。
(4) 交易盘主导。机构行为视角看，本周买盘为基金、理财、保险、大型银行，基金、理财净买入 2,060.96 亿元，除其他类机构交易盘占比达 75.92%，仍为主力。基金、保险为 10Y-30Y 长债主要买盘。

30 年国债期货 (TL)：TL 上行触及关键点位，多头趋势未破
1. 趋势特征：5 月以来 TL 合约多头趋势较强，日 K 线波段底部持续抬升，持仓量增长，MACD 正值柱线同步延长。
2. 关键点位检验：6 月 2 日日内触及前高位 114.3，对应现券利率下行至 2.2% 附近，KDJ 指标持续 >90，指向存在超买。这一位置短线有可能出现技术回踩。

下方支撑位：如未来出现调整，但不下破底部抬升趋势线，那么多头趋势预计仍将延续。目前趋势线/10 日均线支撑位关注 113.5-113.6 附近。
上涨空间：如有效突破 114.3 关键阻力位，上方有概率触及 115.8 一线，对应 30 年国债活跃券利率向下挑战 2.15% 点位。

本周市场总结：本周，长债及 5Y 城投债走强，信用债涨跌互现。OMO 全周净回笼及连续两日“零投放”符合“消峰填谷”政策导向，也意在引导市场利率回归政策利率，6 资金面均衡宽松、当前机构配置力量不弱，债市或将延续震荡，但进一步下行仍有待经济基本面信号确认。

从日历效应看，二季度债市多数下行，2015 年以来，10 年期国债收益率在 5 月和 6 月下行的概率较大，分别为 67% 和 70%；5-7 月信用债走牛概率大，8-9 月面临回调止盈，历史经验仍具备参考意义。当前，4 月经

济数据及 5 月信贷预期托底债市，资金面相对宽松格局不改。下周，建议持续关注 CPI、PPI 及信贷数据影响。

后市策略：资金面宽松，3-5Y 二级资本债、3Y 城投债仍有一定性价比；7-10Y 地方债值得关注；关注地产债修复右侧机会；超长债进一步下行概率较大，30Y 信用债离止盈点位仍有一定空间，谨慎做多。

图 7：季节效应看，2015 年以来 6 月，10 年期国债收益率多下行

时间	下行概率	10年国债收益率变化 (bp)											
		2026年	2025年	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
1月	→ 58%	-3.6	-4.5	-12.2	6.2	-7.6	3.6	-14.3	-12.3	3.3	33.5	2.1	-12.0
2月	→ 50%	-3.6	8.5	-9.5	0.4	7.5	10.1	-25.6	6.9	-9.4	-5.4	0.8	-14.2
3月	↓ 89%	4.2	9.8 流动性收紧	-4.7	-4.9	1.3 固收+赎回潮	-9.1	-14.8	-10.5	-7.9	-0.9	-0.8	28.8 1万亿置换债
4月	→ 58%	-7.0	-18.9	1.3	-7.4	5.1	-2.5	-5.2	31.9	-11.9	18.4	4.9	-29.8
5月	↓ 70%	-3.8	4.7	-1.0	-9.4	-9.6	-11.9	16.7 防控拐点	-11.2	-0.9	14.3 50号文去杠杆	9.4	24.5
6月	↓ 70%		-2.4	-8.7	-5.0	7.8	3.3	11.8 防控拐点	-5.0	-13.7	-4.2	-14.4	0.2
7月	→ 55%		5.7	-5.6	2.5	-6.5	-24.2	14.3	-7.0	0.6	5.8	-6.4	-12.2
8月	→ 45%		13.4	2.1	-10.2	-13.4	0.9	5.1	-9.8	9.4	0.1	-3.4	-15.0
9月	↑ 30%		2.3	-1.9 924新政	11.8	13.8	3.3	13.1	8.4	3.5	-1.3	-1.7	-8.9
10月	→ 45%		-6.5	-0.4	1.9	-11.7	9.6	3.3	14.7	-10.2	27.8	1.7	-17.6
11月	↓ 88%		4.6	-12.7	-2.6	24.2 理财赎回潮	-14.8	6.9 永煤事件	-12.3	-15.4	-0.2	20.8 特朗普当选	-2.0
12月	↓ 90%		0.6	-34.5	-11.3	-5.0	-5.0	-10.7	-2.9	-12.9	-0.9	6.1 国海萝卜章	-21.9

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：信用债的日历效应（单位：BP）

时间	下行概率	AA+ 3Y 中短票收益率变化 (bp)											
		2026年	2025年	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
1月	↓ 75%	-8.6	4.3	-12.6	-0.4	-20.4	-8.1	-8.3	-26.1	5.3	5.0	-2.9	-35.7
2月	→ 64%	-1.9	23.8	-16.7	-19.5	16.5	-0.2	-31.4 疫情爆发	1.1	-9.1	20.6	-7.3	-20.1
3月	→ 67%	-6.0	-10.5 流动性收紧	8.4	-17.8	19.7 固收+赎回潮	-8.9	-4.3	3.5	-32.3	14.6	-10.0	57.0 1万亿置换债
4月	↓ 73%	-4.7 中航产融兑付	-4.4	-13.5	-10.2	-14.4	-9.7	-53.3	33.5	-35.3	36.6	56.8	-43.8
5月	↓ 90%	-8.8	-9.1	-16.6	-1.6	-16.4	-20.4	33.5 防控拐点	-23.2	16.3	35.6 50号文去杠杆	-22.4	-25.2
6月	↓ 80%		-5.1	-10.6	-3.8	14.0	5.4	49.6 防控拐点	-9.0	-8.2	-63.4	-17.9	-3.8
7月	↓ 73%		2.6	-14.5	-5.3	-24.1	-38.7	28.5	-12.6	-55.2	3.8	-23.1	-38.2
8月	→ 45%		6.4	16.0	-10.2	-11.5	4.4	16.3	-15.5	8.2	27.4	-6.1	-3.4
9月	→ 33%		11.3	18.3 924新政	22.8 35号文	6.4	11.4	3.1	7.9	3.1	-16.2	-5.3	-10.7
10月	→ 55%		-14.9	-1.6	0.9	-6.8	2.4	-7.9	20.3	-24.8	23.1	1.9	-34.3
11月	→ 57%		4.3 万科展期	-27.4	1.1	63.5 理财赎回潮	-16.9	33.6 永煤事件	-22.8	-9.9	45.5	53.7 特朗普当选	29.2
12月	↓ 80%		-0.9	-23.0	-28.1	17.7	-10.0	-12.3	-7.1	-7.2	2.4	51.1 国海萝卜章	-47.9

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

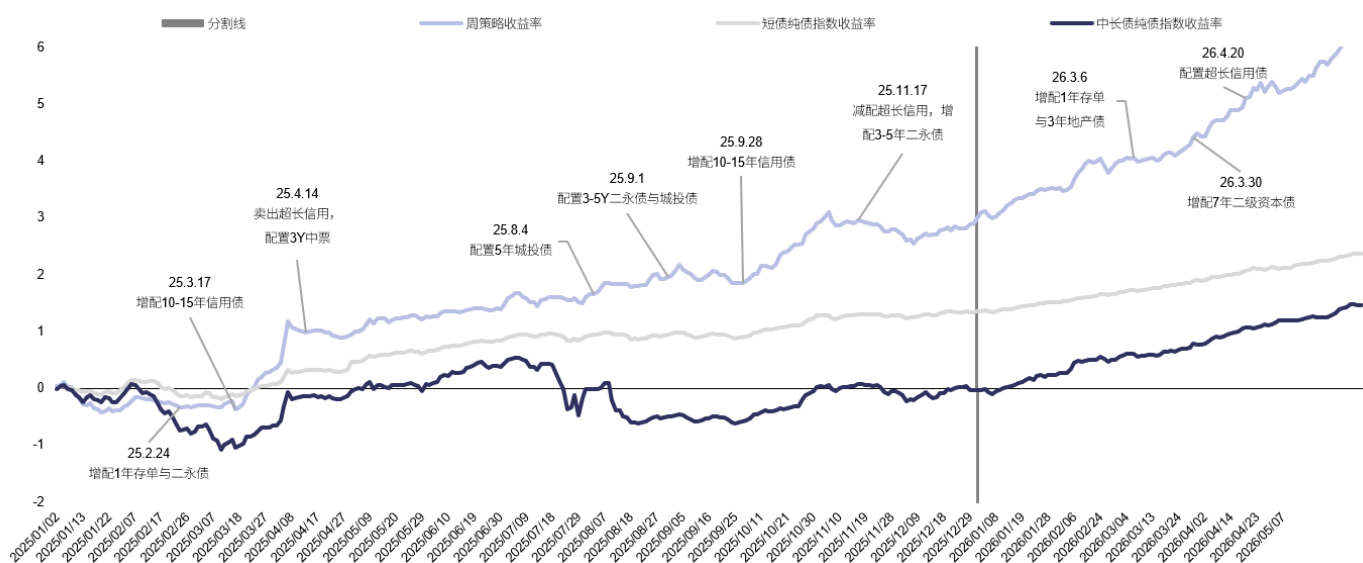
表 1：周策略建议配比（单位：%）

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
2026/5/11	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 AA房地产	30
2026/5/18	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 AA房地产	30
2026/5/25	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
2026/6/1	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

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

- 2025 年初至今，周观点策略累计收益 6.34%，跑赢短债基金指数收益率 2.37%，以及中长债指数收益率 1.47%。
- 2026 年初至今，周观点策略累计收益 3.22%，跑赢短债基金指数收益率 0.99%，以及中长债指数收益率 1.49%。

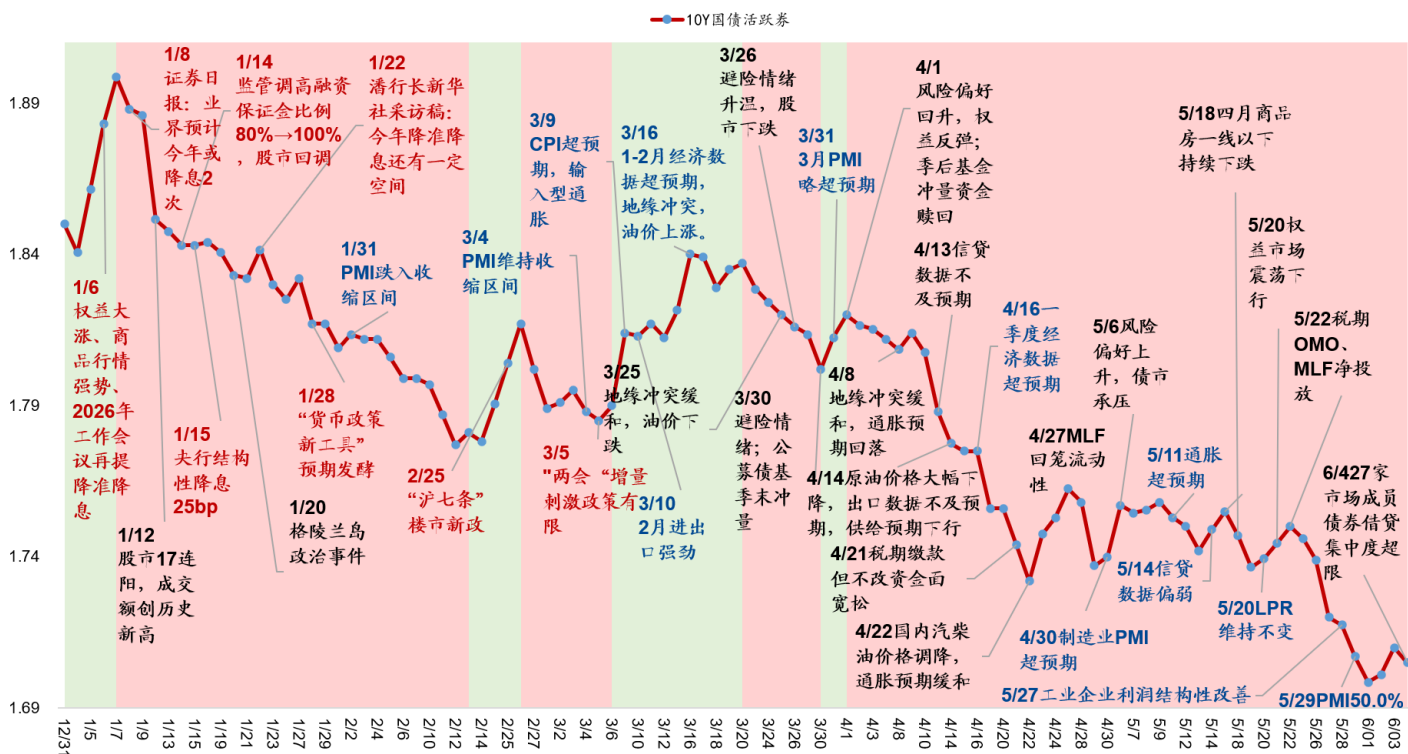
图 9：周策略收益（单位：%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（一）市场交易逻辑

图 10：本周市场交易逻辑（单位：%）



数据来源：Wind，DM，广发证券发展研究中心

图 11：债市多空因素



数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 静态票息

图 12：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					
	R001	DR001	OMO 7D	MLF 1Y	LPR 5Y	1Y	3Y	5Y	DR007	R007	1Y	5Y	10Y	30Y	AAA- 1Y	AA- 1Y	1Y	3Y	5Y	7Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
2023/12/29	1.83	1.65	1.8	2.5	4.2	1.45	1.95	2.00	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
2023/12/29	2.17	1.71							2.12	2.20	2.29	2.46	2.23	2.49	2.35	2.52	2.62	2.66	2.44	2.58	2.51	2.35	2.58	2.67	2.71	3.40	4.31		
2024/6/28	2.35	1.91							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	1.96	1.80	1.7	2.3	3.95	1.35	1.75	1.80	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	1.66	1.53							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	1.83	1.77							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	1.77	1.52	1.5	2.0	3.6	1.10	1.50	1.55	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	1.53	1.37							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	
2024/11/29	1.46	1.32							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	1.78	1.55	1.5	3.6	1.10	1.50	1.55	1.55	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	1.85	1.79							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	1.98	1.86							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	1.81	1.78	1.4	3.5	0.95	1.25	1.30	1.30	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	1.85	1.79							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	1.57	1.48							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	1.46	1.37	1.4	3.5	0.95	1.25	1.30	1.30	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
2025/7/4	1.36	1.31							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	1.40	1.36							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	1.42	1.33	1.4	3.5	0.95	1.25	1.30	1.30	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	1.46	1.43							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	1.33	1.32							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	1.41	1.32	1.4	3.5	0.95	1.25	1.30	1.30	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	1.43	1.30							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	1.35	1.26							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	2.28	1.72	1.96	2.02	1.92	2.42	2.94
2026/1/30	1.51	1.33	1.4	3.5	0.95	1.25	1.30	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
2026/2/27	1.36	1.34							1.43	1.54	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
2026/3/16	1.40	1.32							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	1.40	1.32	1.4	3.5	0.95	1.25	1.30	1.30	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	1.39	1.32							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	1.29	1.23							1.32	1.39	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	1.29	1.23	1.4	3.5	0.95	1.25	1.30	1.30	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	1.29	1.22							1.36	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
2026/4/22	1.29	1.22							1.30	1.39	1.15	1.48	1.75	2.21	1.44	1.68	1.52	1.77	1.96	2.09	1.52	1.77	1.96	2.09	1.52	1.73	1.84	1.65	2.10
2026/5/9	1.23	1.22	1.4	3.5	0.95	1.25	1.30	1.30	2.36	1.30	1.19	1.49	1.77	2.25	1.44	1.68	1.53	1.78	1.97	2.16	1.54	1.81	1.98	1.53	1.73	1.88	1.63	2.11	2.54
2026/5/15	1.29	1.26							1.32	1.36	1.21	1.47	1.76	2.26	1.44	1.66	1.52	1.75	1.95	2.14	1.52	1.77	1.97	1.50	1.70	1.84	1.61	2.08	2.50
2026/5/22	1.36	1.32							1.36	1.38	1.18	1.46	1.75	2.23	1.45	1.65	1.52	1.73	1.91	2.10	1.52	1.75	1.95	1.48	1.69	1.81	1.59	2.04	2.48
2026/5/29	1.39	1.33	1.4	3.5	0.95	1.25	1.30	1.30	1.36	1.37	1.16	1.42	1.71	2.21	1.43	1.66	1.50	1.69	1.85	2.03	1.51	1.70	1.90	1.46	1.65	1.76	1.58	1.99	2.41
2026/6/4	1.36	1.32							1.36	1.37	1.16	1.42	1.70	2.19	1.43	1.67	1.49	1.67	1.86	2.02	1.50	1.70	1.89	1.46	1.64	1.73	1.57	1.93	2.33
2024年初至今	-48	-33							-40	-50	-70	-50	-70	-70	-66	-170	-92	-98	-86	-63	-97	-125	-115	-119	-114	-107	-126	-124	-116
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	-3	-1	-	-	-	-	-	-	0	0	1	0	-1	-1	0	1	-1	-2	1	0	-1	0	-1	-3	0	-5	-8		
本周持仓回报率(bp)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1	1	12	28	0	-1	1	6	-5	2	1	1	2	0	3	12	0	16	35
2025Ave-OMO利差	-	-	-	-	-	-	-	-	15	23	-8	13	33	66	22	48	29	46	61	77	31	50	67	30	44	56	53	92	145
OMO利差	-4	-8	0	60	210	-45	-15	-10	-4	-3	-24	2	30	79	3	27	9	27	46	62	10	30	49	6	24	33	17	53	93
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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-17	-8	6	36	-17	-16	-16	-8	2	3	-16	-11	0	-21	-13	-12	-30	-24	-41

图 13：国开&地方债&信用利差情况（单位：%、BP）

日期	政策利率 (%)	国开债(%)						地方政府债(%)						AAA+超长期(%)				二级资本 债利差			永续债利差			城投债利差					
	OMO 7D	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y	10Y	15Y	20Y	30Y	1Y	AAA- 3Y	5Y	1Y	AAA- 3Y	5Y	1Y	AAA 3Y	5Y	1Y	AA- 3Y	5Y
2023/12/29	1.8	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		1.84	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	1.7	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		1.66	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
2024/9/30	1.5	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
2024/10/31		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
2024/11/29		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	1.4	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		1.68	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	1.3	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
2025/6/27	1.2	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	1.1	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	74	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	1.0	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
2026/1/30	0.9	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
2026/2/13		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
2026/3/13	0.8	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	30	11	30	43	14	20	21	30	80	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	0.7	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
2026/4/22	0.6	1.38	1.54	1.63	1.76	1.83	2.34	1.29	1.38	1.58	1.74	1.91	2.44	2.11	2.26	2.42	2.49	14	23	33	14	24	35	15	18	21	27	55	91
2026/5/9		1.37	1.53	1.64	1.78	1.83	2.38	1.29	1.39	1.58	1.74	1.93	2.48	2.18	2.31	2.46	2.49	16	25	34	17	28	34	16	20	24	26	58	91
2026/5/15		1.37	1.51	1.61	1.76	1.83	2.38	1.28	1.41	1.52	1.71	1.90	2.46	2.16	2.30	2.44	2.48	15	25	34	15	27	36	14	20	24	25	57	87
2026/5/22	0.5	1.36	1.51	1.61	1.74	1.82	2.36	1.27	1.38	1.53	1.68	1.87	2.45	2.15	2.29	2.42	2.47	16	23	30	16	24	34	12	19	20	23	54	87
2026/5/29		1.35	1.45	1.55	1.69	1.77	2.33	1.25	1.36	1.48	1.66	1.84	2.42	2.10	2.24	2.38	2.44	15	23	30	15	25	34	11	20	20	22	53	86
2026/6/4		1.36	1.45	1.55	1.67	1.76	2.31	1.26	1.38	1.51	1.64	1.82	2.39	2.04	2.19	2.33	2.42	14	22	31	14	25	34	10	20	18	22	49	79
2024年初至今(bp)	-40	-84	-89	-94	-82	-92	-37	-103	-119	-113	-100	-92	-46	-93	-86	-76	-73	-16	-23	-20	-38	-31	-26	-29	-23	-26	-72	-197	-267
过去一周变化	-	0	-1	-1	-1	-1	-2	1	2	3	-2	-2	-3	-6	-4	-5	-2	-1	-1	2	-1	0	0	-1	0	-2	-1	-5	-7
2025Ave-OMO利差	-	9	20	25	40	42	82	-2	12	26	37	53	89	78	85	91	97	33	51	67	34	56	74	34	50	58	58	101	150
OMO利差	-	-4	5	15	27	36	91	-14	-2	11	24	42	89	64	79	93	102	9	27	46	10	30	49	6	24	33	17	53	93
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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
当前相较止盈点位	-	-9	-11	-1	-3	10	30	-18	-13	-9	-4	5	37	2	16	29	35	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：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 6

表 2：债市机构核心关注点汇总

DM 机构观点总汇（0525-0605）	
概览	上周央行连续净投放叠加市场传闻，机构欠配压力释放，推动收益率整体下行，30 年国债 2600002 下破 2.21%后创新低 2.2005%。展望后市，机构普遍认为债市在基本面“弱现实”与温和通胀构成的顺风环境中，利率下行趋势尚难逆转，10 年期国债收益率有望向 1.70% 靠拢，30 年期或在 2.10%附近。跨月后资金面有望季节性转松，央行呵护下 DR007 中枢虽或小幅抬升但难破 1.5%，流动性充裕格局得以延续；货币政策适度宽松基调未改，LPR 调降等潜在操作仍可提供催化。在上述低利率、低波动环境中，“资产荒”逻辑持续强化，保险、银行等配置盘对超长债的需求旺盛，但同时交易型机构仓位偏高，使得任何预期边际变化都可能放大波动。整体而言，债市正处多重利好共振阶段，趋势未完，但拥挤交易下的内在不稳定性值得警惕。
具体观点	(1) 从基本面来看，机构认为内需偏弱格局短期难改，经济修复节奏放缓，新动能尚难对冲传统经济走弱，“弱现实”环境对债市构成支撑。社融增速或维持低位，政府债供给扰动有限。 (2) 通胀方面，机构料 PPI 同比可能在 6-7 月见顶，下半年随基数抬升而回落；CPI 温和修复但非全面再通胀。通胀担忧总体有限，对债市扰动可控。 (3) 从资金面来看，样本内多家机构认为跨月后资金面季节性宽松，但季末扰动客观存在。预计 DR001 维持在 1.30%附近，DR007 中枢小幅抬升但难破 1.5%，央行呵护态度明确，流动性充裕格局延续。 (4) 货币政策方面，机构表示适度宽松基调未变，短期进一步宽松必要性不大，降准降息概率下降但仍有预期（年内 0-1 次降息、1 次降准）。LPR 调降可能领先 OMO。 (5) 机构行为方面，样本内机构认为资产荒将持续演绎，非银配置力量强劲。险资为改善半年末偿付能力、大行增资完成后提升承接能力、中小行为做大半年末资产规模，均有增配超长债需求。但交易型机构仓位较高，配置型机构相对谨慎，市场不稳定性上升，后续需重点跟踪券商超长债净买入数据。 (6) 海外及其他方面，机构认为美伊潜在协议带来谨慎乐观，全球通胀担忧边际降温；美联储加息预期回摆，美债短期或有韧性。美国经济呈现“K 型”格局，非美利率趋于下行但波动仍存。
策略建议	建议维持票息+拉久期策略，重点关注 20 年期及以上国债、地方债机会；10Y 国开债相对占优。

数据来源：DM、广发证券发展研究中心

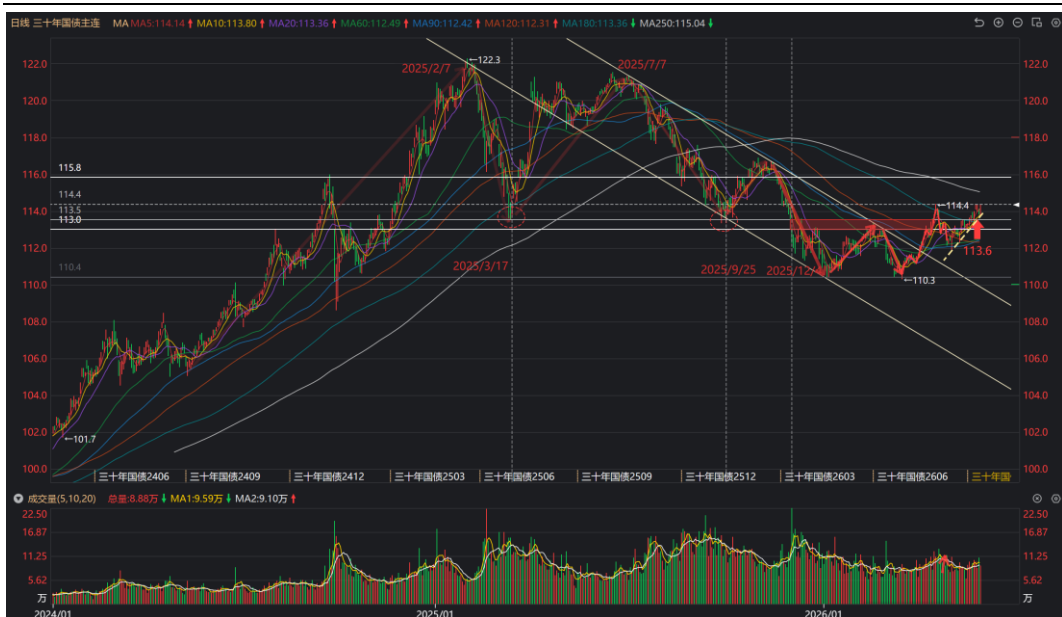
(三) 长端大势研判

30 年国债期货 (TL)：W 底成型，形态转强

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，近期进入急涨后震荡蓄势阶段。

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 15： 30 年期国债期货 K 线图



数据来源：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

30 年国债期货 (TL)：TL 上行触及关键点位，多头趋势未破。

- 趋势特征：** 5 月以来 TL 合约多头趋势较强，日 K 线波段底部持续抬升，持仓量增长，MACD 正值柱线同步延长。
- 关键点位检验：** 6 月 2 日日内触及前高位 114.3，对应现券利率下行至 2.2% 附近，KDJ 指标持续 >90，指向存在超买。这一位置短线有可能出现技术回踩。
- 下方支撑位：** 如未来出现调整，但不下破底部抬升趋势线，那么多头趋势预计仍将延续。目前趋势线/10 日均线支撑位关注 113.5-113.6 附近。
- 上涨空间：** 如有效突破 114.3 关键阻力位，上方有概率触及 115.8 一线，对应 30 年国债活跃券利率向下挑战 2.15% 点位。

图 16： 30 年期国债期货 K 线图



数据来源：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 年期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 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%。突破后回调至楔形整理通道线上沿再度反弹并创新高，多头趋势延续。

图 17： 10 年期国债期货 K 线图



数据来源：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)： T 合约多头趋势延续，赔率逐步降低。

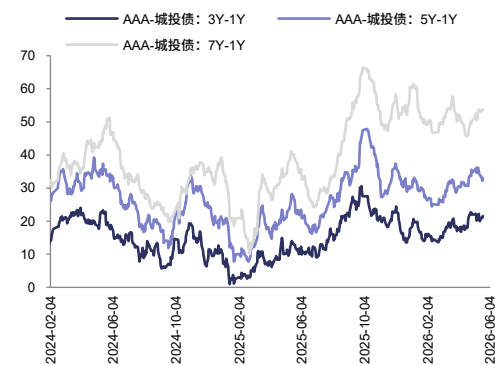
1. 多头趋势强势：5 月以来 T 合约多头趋势强，日 K 线波段底部持续抬升、保持在 10 日均线上方运行，MACD 能量柱持续处于正值。如价格持续处于上行趋势线/10 日均线（109）以上运行，多头态势仍强，多单可继续持有。

2. 赔率有所下降，关注 109.6 前高阻力：当前 T 主力合约价格 109.3，距离 2025 年 1 月前高阻力位 109.6 仅余 0.3 元，利率下行空间 5BP，对应 10 年期国债利率下行阻力位或在 1.65% 附近，关注前高附近阻力。

图 18： 10 年期国债期货 K 线图



图 19：城投债期限利差情况（单位：BP）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：截至 2026 年 6 月 5 日

图 20：二级资本债期限利差情况（单位：BP）

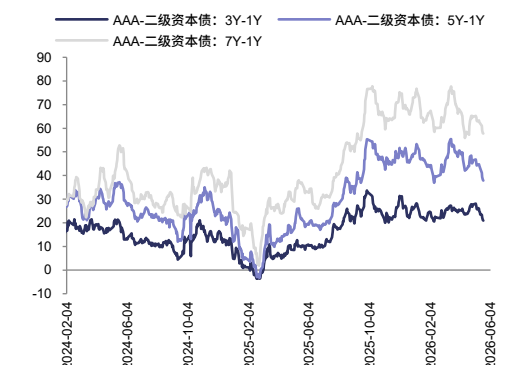
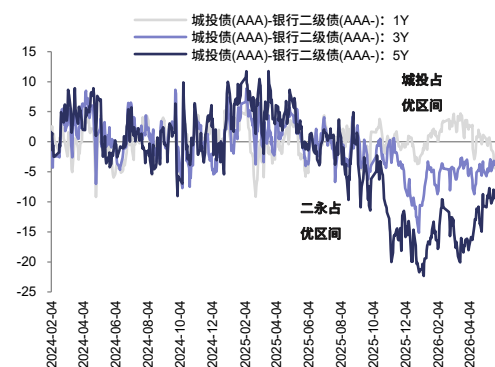


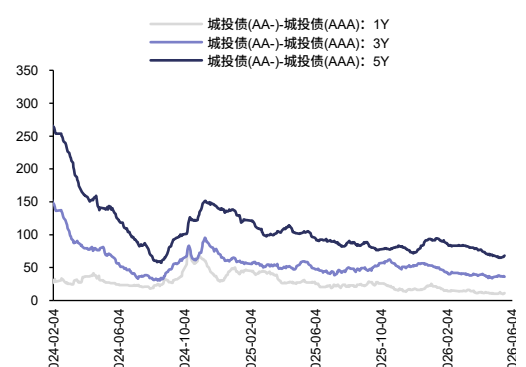
图 21：城投债-银行二级债情况（单位：BP）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

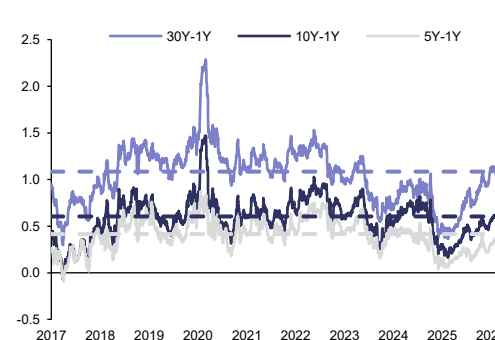
注：截至 2026 年 6 月 5 日

图 22：城投债等级利差情况（单位：BP）



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，近期有所回落；中短端利差并不算极端。处于近三年较高分位的是 30Y-1Y、10Y-5Y 和 30Y-1Y 利差，分别在 85.9%、86.5%和 94.1%，30Y-10Y/10Y 仍处高位。

图 23：国债期限利差走势（%）



数据来源：iFind、Wind、广发证券发展研究中心

注：截至 2026 年 6 月 5 日，图中标横线分别为各期限利差在八年间的中位数

图 24：30-10Y 国债利差走势（%）

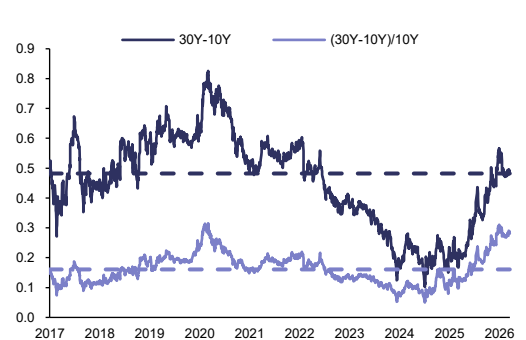


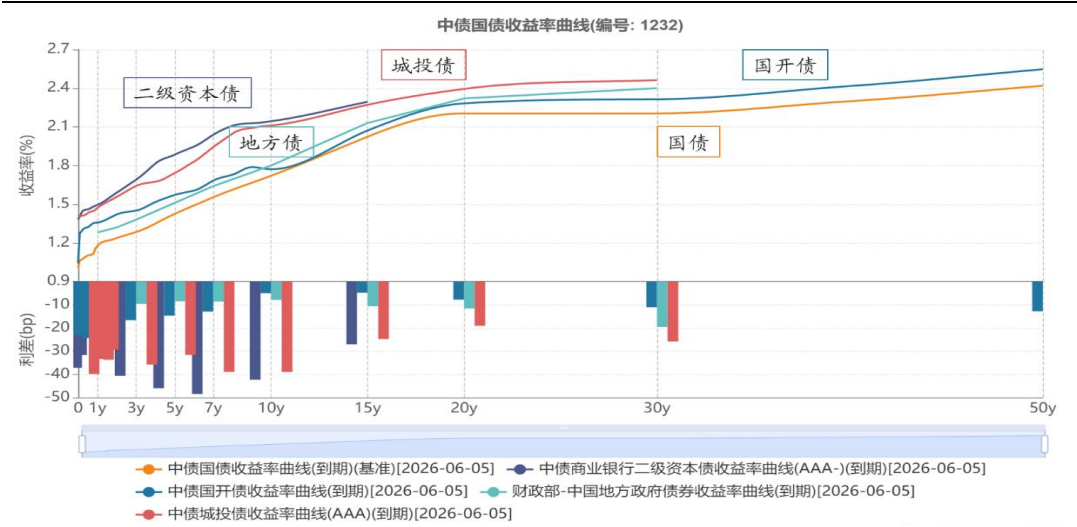
表 3：国债期限利差历史分位值

	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	72.40%	83.70%	44.50%
10Y-1Y	72.40%	53.80%	37.00%
5Y-1Y	55.00%	34.70%	17.70%
30Y-10Y	78.50%	92.80%	50.40%
10Y-5Y	98.70%	85.90%	91.80%

数据来源：iFind、广发证券发展研究中心
 注：截至 2026 年 6 月 5 日

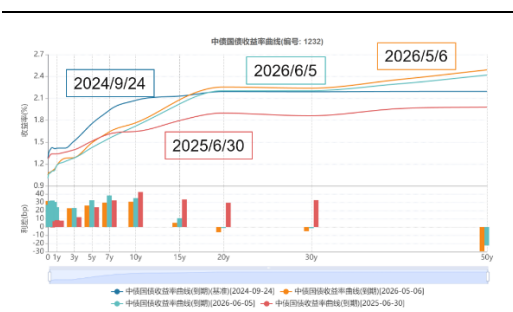
从曲线形态来看，7-10Y 地方债凸点明显；3-5Y 二级资本债、3Y 城投债仍有一定性价比；关注地产债修复右侧机会；30Y 信用债离止盈点位仍有一定空间，谨慎做多。

图 25：各板块利差比较（单位：%、BP）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，注：统计时间截至 2026 年 6 月 5 日

图 26：国债收益率期限结构（单位：%、BP）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心，注：统计时间截至 2026 年 6 月 5 日

图 27：二级资本债收益率期限结构（单位：%、BP）

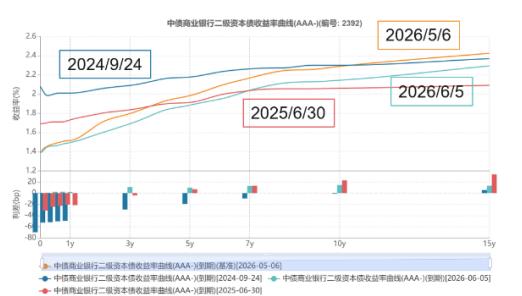
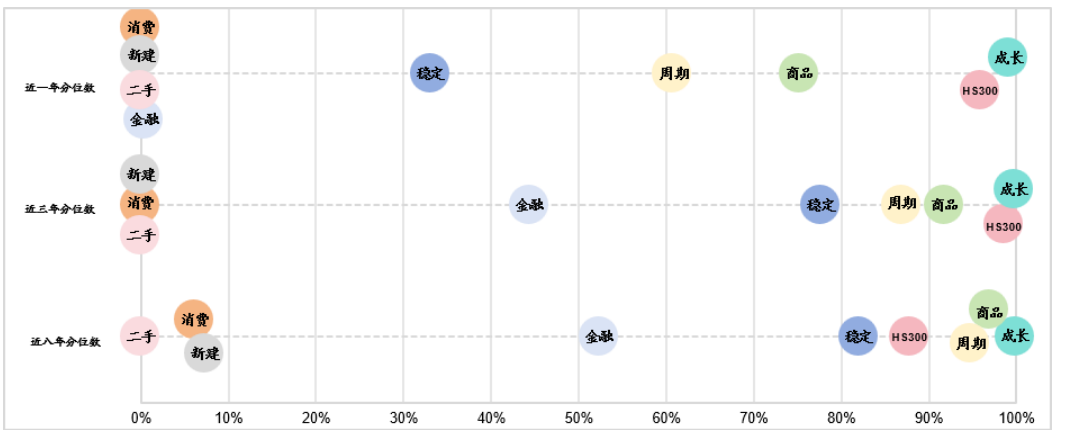


图 28：沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率（ERP）与 10 年国债 YTM



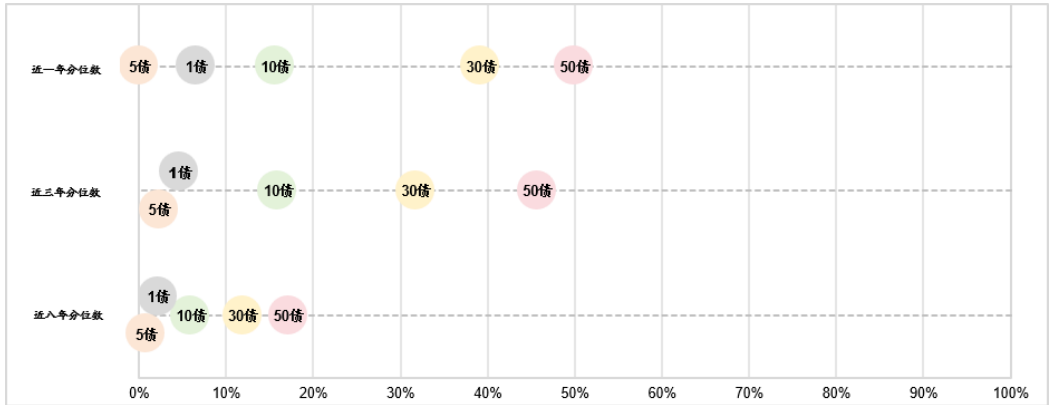
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心
注：红色柱线：ERP 底部拐点，提示债券极具相对性价比，未来易债涨股跌；绿色柱线：ERP 顶部拐点，提示权益具相对性价比，未来易股涨债跌

图 29：股商房所处历史分位值



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心
注：“新建”代表 70 城新建商品住宅价格指数；“二手”代表 70 城二手住宅价格指数；“消费”代表消费股，“金融”、“稳定”、“周期”和“成长”以此类推；“HS300”为沪深 300 指数；“商品”代表南华商品指数。

图 30：债券所处历史分位数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、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 6 月 4 日，城投债、产业债均以超长债策略相对占优，二永债久期中性下沉策略收益较高。模拟组合来看，本周仍以高波动组合相对占优。

图 31：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	本周			年初以来	近3个月	近6月
			票息收益	资本利得收益	综合收益	综合收益	综合收益	综合收益
城投	高等级短久期	3YAAA-银行二级资本债*20%	3.9	1.4	5.3	327	79	145
	短久期下沉		4.3	1.4	5.7	364	86	159
	久期中性下沉		4.4	7.7	12.1	406	96	198
	小哑铃		4.3	6.0	10.3	402	115	215
	拉久期下沉		4.8	13.8	18.6	485	144	276
	高等级拉久期		4.3	10.7	15.0	440	145	272
产业	超长期城投	3YAAA-银行二级资本债*20%	4.7	29.7	34.4	612	203	394
	高等级短久期		3.9	1.6	5.5	327	78	144
	短久期下沉		4.1	0.9	5.0	347	82	150
	久期中性下沉		4.2	5.5	9.7	379	101	188
	拉久期下沉		4.3	9.2	13.5	417	117	212
	高等级拉久期		4.3	19.2	23.5	442	138	253
二永	超长期产业	不设置	4.6	24.8	29.4	599	193	367
	高等级短久期		3.9	0.8	4.7	307	63	124
	短久期下沉		4.0	0.9	4.9	317	66	127
	久期中性下沉		4.3	3.2	7.5	415	119	227
	拉久期下沉		4.4	-0.2	4.2	509	173	321
	高等级拉久期		4.5	2.1	6.6	635	247	454
代表性基金	十年国债ETF(久期=7.98年)				17.7	202.5	120.2	204.7
	国债ETF东财(久期=1.86年)				0.8	74.2	49.5	92.6
	货币基金(天弘余额宝)				1.6	40.5	24.3	49.5
模拟组合	高波动组合				11.5	398.0	266.6	455.2
	低波动组合				7.5	272.1	148.6	353.9

数据来源：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 6 月 4 日

(二) 市场核心：样本个券收益率图谱

图 32：样本个券收益率图谱

板块	主体名称	隐含评级	存续债券余额 (亿元)	1Y 收益率 (%)	1Y 收益率变化 (bp)	3Y 收益率 (%)	3Y 收益率变化 (bp)	5Y 收益率 (%)	5Y 收益率变化 (bp)
城投	西安高新	AA(2)	620	1.66	-3	2.07	-4	2.38	-13
	云南投资	AA(2)	486	1.53	-2	1.95	-4	2.31	-8
	青岛城投	AA+	889	1.52	-2	1.79	-4	2.09	-4
	津城建	AA	1029	1.49	-4	1.77	-2	2.06	-5
	鄂联投	AA	596	1.59	-2	1.90	-5	-	-
	河南航空港	AA(2)	680	1.55	-2	1.89	-5	-	-
	吉林高速	AA(2)	410	1.52	-2	1.79	-4	-	-
银行二永	渤海银行	AA	3271	-	-	1.85	-5	2.02	-3
	民生银行	AA+	9101	1.49	-2	1.78	-2	2.00	-2
	成都农商	AA	1007	1.49	-2	1.77	-2	1.93	-3
	工商银行	AAA-	24089	1.45	-2	1.65	-2	1.85	-2
	天津银行	AA	1495	-	-	1.98	-3	-	-
地产	首开股份	AA	656	2.89	-1	4.54	-6	-	-
	珠江实业	AA	191	1.93	0	2.84	-6	-	-
	建发地产	AA+	295	1.88	-2	2.60	-6	-	-
	保利置业	AA+	206	1.81	-4	2.44	-2	-	-
	珠海华发	AA	400	2.92	-9	-	-	-	-
	铁建房地产	AA+	362	1.69	-1	-	-	-	-
央企	东方资管	AAA-	713	1.47	-1	1.78	-4	-	-
	节能集团	AA+	477	1.49	-1	1.67	-5	1.83	-6
	海尔金盈	AA	113	1.71	-3	1.98	-6	-	-
	平安租赁	AA	1135	1.54	-1	1.90	-9	-	-
民企	远东租赁	AA	483	1.60	0	-	-	-	-
	宏桥新材料	AA	162	1.69	-3	-	-	2.43	-6
	华阳新材料	AA	326	1.56	-1	2.00	-7	2.49	-7
	晋能煤业	AA	883	1.57	-1	1.77	-5	2.04	-13
煤炭	晋能电力	AA	604	1.54	0	1.77	-6	2.03	-6
	冀中能源	AA	356	1.77	-1	2.38	-12	-	-
	陕煤化	AA+	945	1.49	-1	1.68	-5	-	-
	兖矿能源	AA+	585	1.51	-2	1.73	-5	-	-
钢铁	首钢集团	AA+	735	1.47	0	1.67	-5	1.93	-5
	河钢集团	AA+	1114	1.54	-1	1.80	-4	-	-
	山钢集团	AA	444	1.66	-4	1.84	-6	-	-

数据来源：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 6 月 4 日

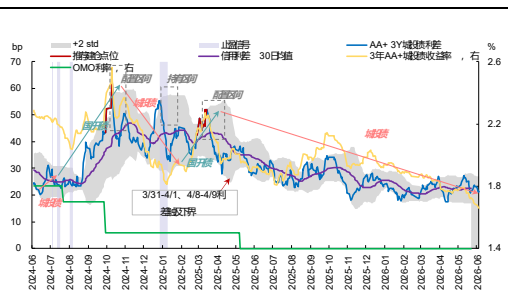
四、布林带择时

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+城投债触及下轨，3 年 AA+二级资本债触及下轨，建议平配。

图 33：3 年 AA+城投债-国开债信用利差布林带（单位：%、BP）



数据来源：Wind, iFind, 广发证券发展研究中心

图 34：3 年 AAA-二级资本债-国开债信用利差布林带（单位：%、BP）

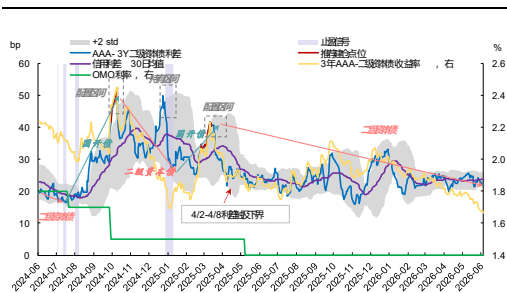


表 4： 3 年 AA+城投债择时策略收益

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	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	2026/6/4	持有城投债	5.33	4.50	0.83

数据来源：iFind、Wind、广发证券发展研究中心

表 5： 3 年 AAA-二级资本债择时策略收益

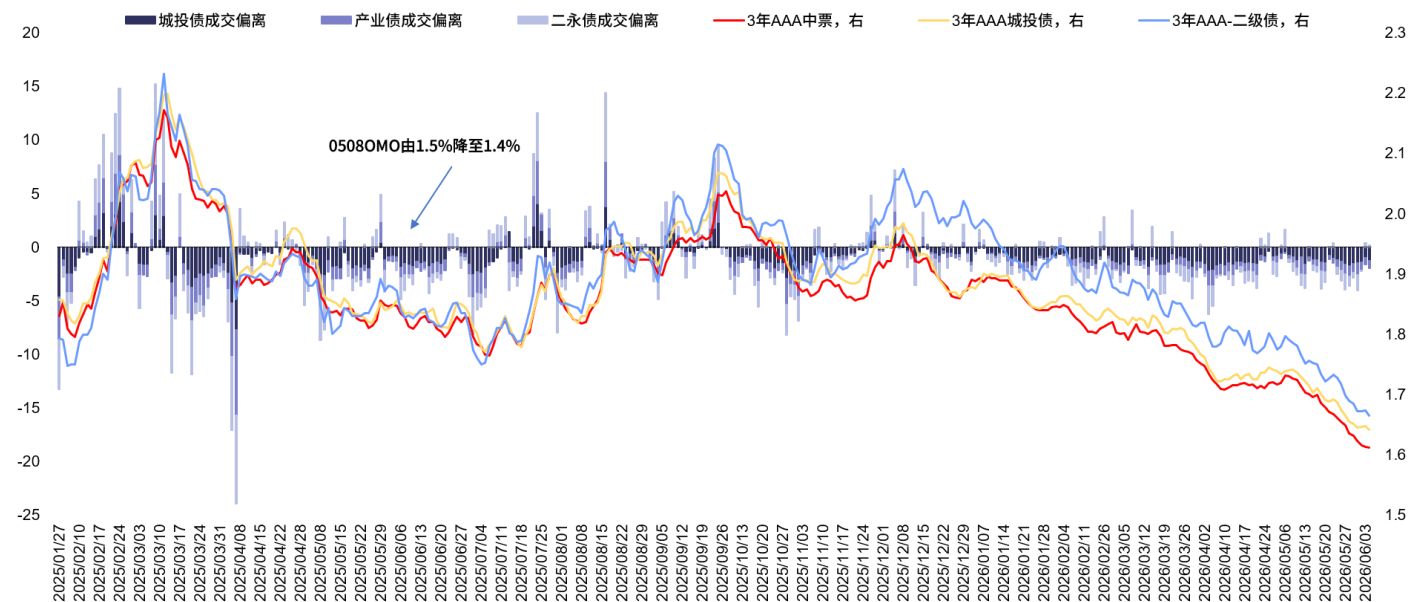
始	末	策略	累计收益 (择时)	累计收益 (不择时)	累计 超额收益
2024/6/3	2024/7/3	持有二级资本债	0.54	0.54	0.00
2024/7/4	2024/9/27	持有国开债	1.22	0.69	0.53
2024/9/29	2025/1/9	持有二级资本债	2.75	2.23	0.53
2025/1/10	2025/2/24	持有国开债	2.21	1.56	0.66
2025/2/25	2026/6/4	持有二级资本债	5.03	4.38	0.66

数据来源：iFind、Wind、广发证券发展研究中心

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，二永债偏离估值成交幅度相比 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 日二永债偏离估值成交幅度相比 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 35：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）



数据来源：Wind, qeubee, 广发证券发展研究中心

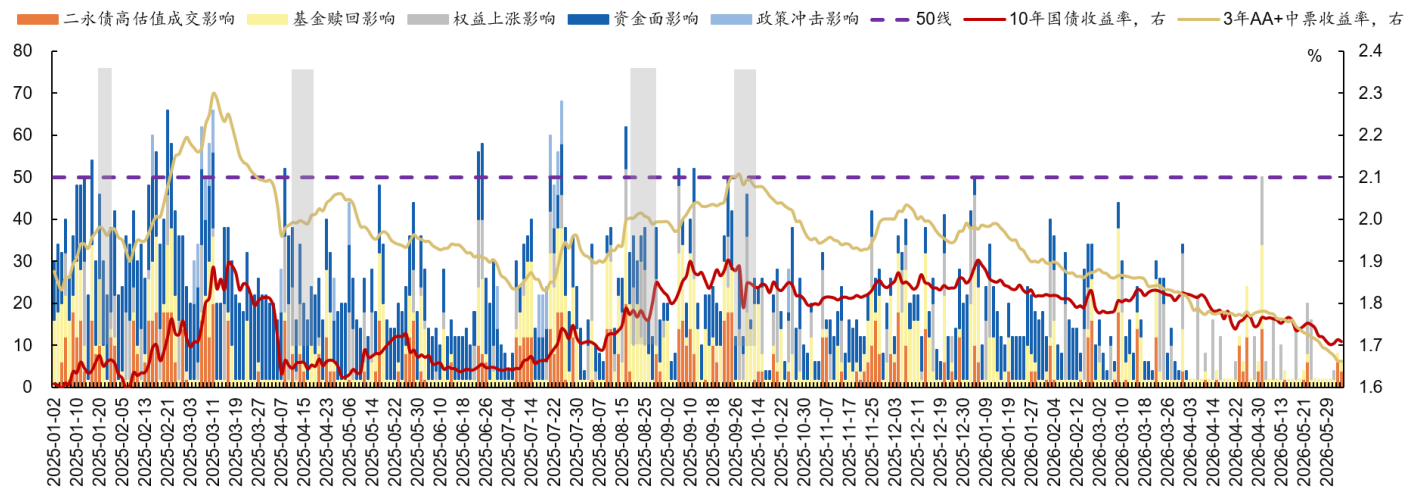
2024 年大型赎回潮出现在 2024 年 9 月底-10 月初，赎回风险主要来自政策冲击与权益上涨，信用债折价成交亦加剧了赎回力度。2024 年 9 月 24 日一揽子金融政策的出台显著推高赎回风险指数至 60 分以上，此后二永债高估值成交、权益上涨与债基赎回几乎同时出现，拉动赎回风险指数达到 88 分的峰值。2025 年的两轮赎回潮分别出现在 1 月-3 月上旬和 7 月末。

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 36：2025 年下半年以来赎回风险指数复盘（单位：%）



数据来源：Wind, qeubee, 广发证券发展研究中心

五、基本面数据跟踪

本周公布数据：5 月中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.0%，非制造业采购经理指数（PMI）为 50.1%。

下周预计公布经济数据：5 月 PPI 与 CPI 数据，5 月信贷数据，建议关注。

图 37：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	26年4月	26年5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		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	1.9		
	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	-1.6		
	基础设施投资	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	4.3		
	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	1.2		
	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	-13.7		
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	18.70	
	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	14.10	
	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	11.31		
	进口金额	-7.53	0.29	-2.14	-2.63	0.13	0.84	-16.30	1.60	-4.30	-3.30	1.20	4.20	1.40	7.40	1.00	1.90	5.70		25.64	13.80	27.80	25.30	
	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	6.86	6.82
	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	100.17	100.66
价格指标 (当月同比)	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	3.93	
	CPI	1.80	-0.30	0.10	0.20	0.40	0.10	0.50	-0.70	-0.10	-0.10	0.10	0.00	-0.40	-0.30	0.20	0.70	0.80	0.20	1.30	1.00	1.20		
	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	2.80	
	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	1.20	
	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	1.80	
	景气指数																							
金融数据	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	50.30	50.00
	非制造业PMI	41.60	50.40	53.00	50.50	50.00	52.20	50.20	50.40	50.80	50.40	50.30	50.50	50.10	50.30	50.00	50.10	49.50	50.20	49.40	49.50	50.10	49.40	50.10
	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	5.00	
	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	8.60	
	人民币存款	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	-103.57	
	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	7.80	

数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心，注：统计时间截至 2026 年 6 月 5 日；美元/人民币、人民币汇率指数、PMI 为数据原始值，未作同比计算

图 38：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	26年4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	5.20
	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	贷款需求指数	61.40	71.60	55.10	53.10	61.40	68.70			51.90			52.80			55.50						

数据来源： Wind，广发证券发展研究中心，注：统计时间截至 2026 年 6 月 5 日

六、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.资金面及流动性变化超预期。资金面及流动性受央行及货币政策影响较大，政策变动存在超预期风险。
- 4.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，资深分析师，英国格拉斯哥大学硕士，九年债市工作经历。

汤庭恺：资深分析师，上海财经大学硕士，3 年投行及租赁相关经验，3 年信用及产业研究经历。

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。

张 陆：高级研究员，美国哥伦比亚大学硕士，四年利率衍生品+多资产研究经历。

分析师及联系人



杜渐

SAC 执证号：S0260526020003
SFC CE No. BXV349
dujian@gf.com.cn



汤庭恺

SAC 执证号：S0260526050001
tangtingkai@gf.com.cn

请注意，汤庭恺并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：
熊睿健 020-66336098
xionggruijian@gf.com.cn

广发证券	买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
行业投资评级说明	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	买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
公司投资评级说明	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	地址	邮政编码	客服邮箱
	广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
	深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
	北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
	上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
	香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

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。