

资金接近到位，负反馈仍需警惕

周策略图谱

Fixed Income

核心观点：资金面均衡偏紧+大行净融出或难再度下行+MPA 月末考核=短期利率或已达高位，赎回风险仍需警惕，但预计幅度有限。10 年国债目标 1.70%，30 年国债目标 2.15%。

策略建议：高流动性、规避负债端冲击的利率策略，本周调仓警惕负债端负反馈风险。

资金面均衡偏紧。本周，资金面边际收紧，是央行导向的短端资金收紧，中长期资金仍较为平稳。目前资金面呈现银行间偏紧、非银偏松的特征，说明是央行导向的资金面收紧。市场对中长期资金仍较为乐观，近期 DR001 和 DR007 利率上行，但 SHIBOR 3M 利率并未出现明显上行，反映出市场对中长期资金利率仍较为乐观。当前交易风险可控，相较于去年一季度，当前债市杠杆率低、期限利差足，不至于负 carry，微观结构健康。截至 2026 年 6 月 11 日，DR001 和 DR007 利率分别回升至 1.40% 和 1.44%，均已突破政策利率，已完成央行“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”的目标，资金进一步收紧的必要性不强。

大行净融出规模迅速下降。截至 2026 年 6 月 11 日，大行净融出规模进一步走低至 1.57 万亿水平，低于 2023 年以来的季节性水平，而且已经接近去年一季度的低点，但在基本面托底，中长期货币政策转向概率不大的前提下，进一步下降的动能不足。

6 月末 MPA 考核压力。尽管面临季末考核压力，但考虑权益市场低位运行及央行呵护意图，且当前央行强力管控汇率和长端利率的必要性不强（类比去年一季度），资金利率上行空间有限，预计未来几天将边际平缓。建议关注 X Repo 及 3M SHIBOR 走势。

市场自发的买债需求仍在。5 月信贷同比少增，1Y 国债利率处于低位，反映了银行信贷投放困难。同时大行挤占信贷资源，变相导致小行可能成为三季度债市买盘的推动力。

机构行为视角看，配置盘持续发力。本周，债市整体承压，长端好于短端，10Y 国债接近 1.75%，30Y 国债触及 2.21%。银行、保险、理财净买入 3,351.24 亿元，保险持续配置 10Y-30Y 品种，银行主要净买入 1Y 年内品种。

组合建议：当前票息保护不足，赎回风险指数读数超 50，建议高流动性、规避负债端冲击的利率策略，本周调仓警惕负债端负反馈风险。关注 5-7Y 国开债；关注 3-5 年城投债，地产债修复右侧机会。

整体来看，资金面均衡偏紧+大行净融出或难再度下行+MPA 月末考核=短期利率或已达高位，赎回风险仍需警惕，但预计幅度有限。当前 10Y 国债利率已触及 1.75% 的央行合意区间，考虑期限利差保护及资金面，1.80% 附近或为阶段性上沿。负反馈虽有继续演绎风险，但调整的幅度不如去年一季度。当前债市杠杆率低、期限利差足，增量的买盘在本轮交易中规模不算大，理财的负债端冲击有限。

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.负债端负反馈风险；5.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

无惧“零操作”，关注超长周策略图谱	2026-06-07
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

目录索引

一、本周资金面	5
(一) DR001 已回到政策利率附近，资金进一步收敛的动能不强	5
(二) 央行导向的短端资金收紧，中长期资金仍较为平稳	6
二、本周核心观点与债市策略	7
(一) 市场交易逻辑	10
(二) 静态票息	11
(三) 长端大势研判	14
(四) 个券比价情况与期限结构	16
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 1：6 月大行净融出水平已接近去年一季度低点（单位：百万元）	5
图 2：6 月大行净融出规模远低于季节性水平（单位：百万元）	5
图 3：非银资金较银行间资金更为平稳（单位：%）	6
图 4：中长期资金较短期资金更加平稳（单位：%）	6
图 5：季节效应看，2015 年以来 6 月，10 年期国债收益率多下行	8
图 6：信用债的日历效应（单位：BP）	8
图 7：周策略收益（单位：%）	10
图 8：本周市场交易逻辑（单位：%）	10
图 9：债市多空因素	11
图 10：各券种广谱利率图（单位：%，BP）	11
图 11：国开&地方债&信用利差情况（单位：%，BP）	12
图 12：信用-国开：利差分位数情况（单位：%，BP）	12
图 13：10 年期国债期货 K 线图	14
图 14：10 年期国债期货 K 线图	15
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：城投债期限利差情况（单位：BP）	17
图 18：二级资本债期限利差情况（单位：BP）	17
图 19：城投债 & 二级资本债比价（单位：BP）	17
图 20：城投债等级利差情况（单位：BP）	17
图 21：国债期限利差走势（%）	18
图 22：30-10Y 国债利差走势（%）	18
图 23：各板块利差比较	19
图 24：国债收益率期限结构	19
图 25：二级资本债收益率期限结构	19
图 26：沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率（ERP）与 10 年国债 YTM	20
图 27：股商场所处历史分位值	20
图 28：债券所处历史分位值	21
图 29：各策略配置方法收益测算（单位：%，BP）	21
图 30：样本个券收益率图谱	22
图 31：3 年 AA+城投债-国开债信用利差布林带（单位：%，BP）	22
图 32：3 年 AAA-二级资本债-国开债信用利差布林带（单位：%，BP）	22
图 33：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 34：2025 年下半年以来赎回风险指数复盘（单位：%）	25
图 35：经济数据概览图（单位：%）	25

图 36: 调查数据概览图 (单位: %)	26
表 1: 周策略建议配比 (单位: %)	9
表 2: 债市机构核心关注点汇总	13
表 3: 国债期限利差历史分位值	18
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

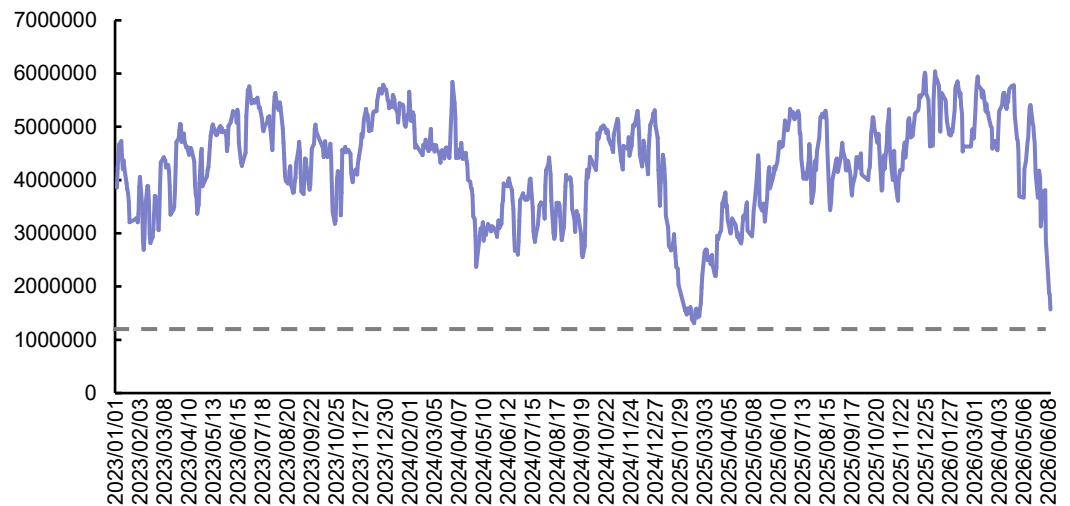
一、本周资金面

（一）DR001 已回到政策利率附近，资金进一步收敛的动能不强

资金利率上行：截至 2026 年 6 月 11 日，DR001 和 DR007 利率分别回升至 1.40% 和 1.44%，均已突破政策利率，已完成央行“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”的目标，资金进一步收紧的必要性不强。

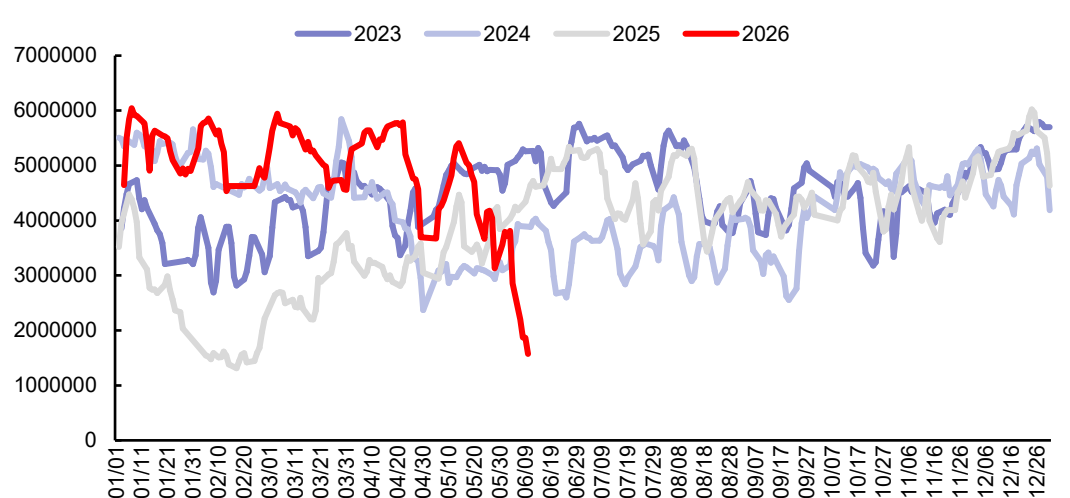
大行净融出规模迅速下降：截至 2026 年 6 月 11 日，大行净融出规模进一步走低至 1.57 万亿水平，低于 2023 年以来的季节性水平，而且已经接近去年一季度的低点，进一步下降的动能不足；从过去几年来看，7 月大行融出有季节性抬升的趋势。此外，5 月信贷同比少增，信贷偏弱背景下，资金很难出现持续大幅收紧。

图 1：6 月大行净融出水平已接近去年一季度低点（单位：百万元）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图 2：6 月大行净融出规模远低于季节性水平（单位：百万元）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

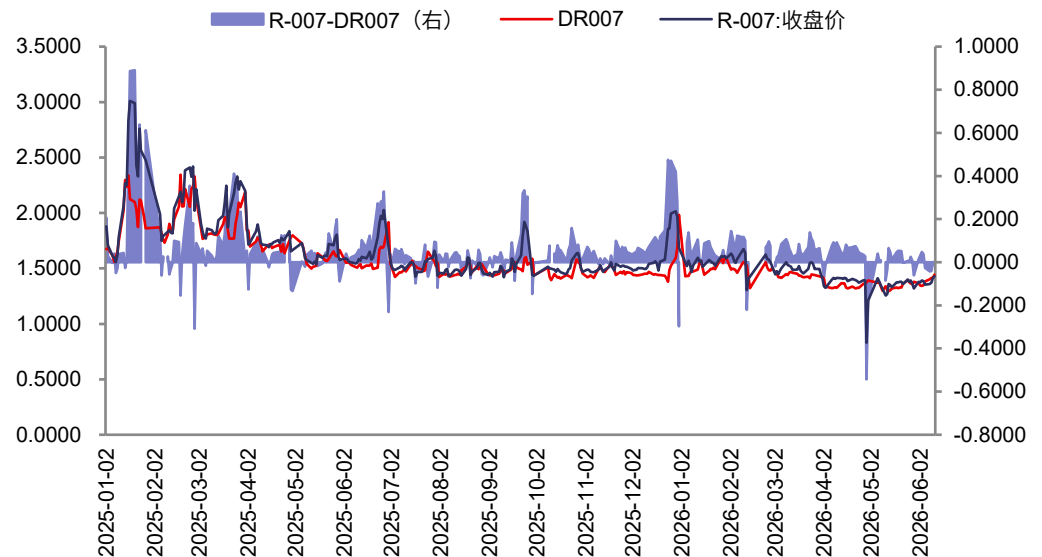
（二）央行导向的短端资金收紧，中长期资金仍较为平稳

央行指导：目前资金面呈现交易所资金松，银行间资金紧的特征，说明是央行导向的资金面收紧。近期央行指导大行加大信贷投放力度，但定价能力有限。

市场对中长期资金仍较为乐观：从短期资金利率（DR001 和 DR007）和中长期资金利率（SHIBOR 3M）的走势来看，尽管最近 DR001 和 DR007 利率上行，但 SHIBOR 3M 利率并未出现明显上行，反映出市场对中长期资金利率仍较为乐观，资金短空长多的预期仍在。

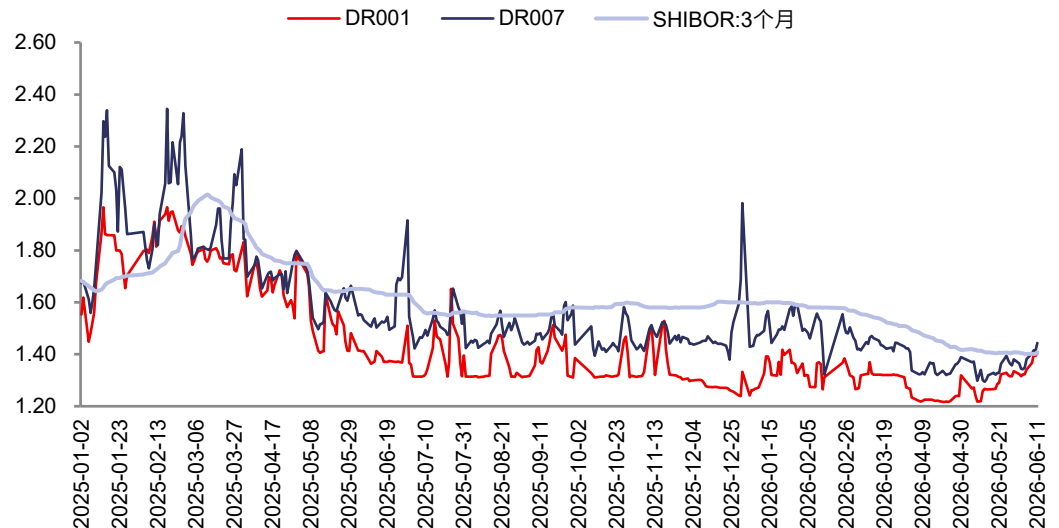
当前交易风险可控：相较于去年一季度，当前债市杠杆率低、期限利差足，不至于负 carry，微观结构健康。

图 3：非银资金较银行间资金更为平稳（单位：%）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图 4：中长期资金较短期资金更加平稳（单位：%）



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

二、本周核心观点与债市策略

当前 10Y 国债利率已触及 1.75% 的央行合意区间，考虑期限利差保护以及资金面，1.80% 附近或为阶段性上沿。负反馈虽有继续演绎风险，但调整的幅度不如去年一季度。当前债市杠杆率低、期限利差足，增量的买盘在本轮交易中规模不算大，理财的负债端冲击有限。

资金面均衡偏紧+大行净融出或难再度下行+MPA 月末考核=短期利率或已达高位，赎回风险仍需警惕，但预计幅度有限。（1）**资金面均衡偏紧**。本周，资金面边际收紧，是央行导向的短端资金收紧，中长期资金仍较为平稳。目前资金面呈现银行间偏紧、非银偏松的特征，说明是央行导向的资金面收紧。市场对中长期资金仍较为乐观，近期 DR001 和 DR007 利率上行，但 SHIBOR 3M 利率并未出现明显上行，反映出市场对中长期资金利率仍较为乐观。当前交易风险可控，相较于去年一季度，当前债市杠杆率低、期限利差足，不至于负 carry，微观结构健康。截至 2026 年 6 月 11 日，DR001 和 DR007 利率分别回升至 1.40% 和 1.44%，均已突破政策利率，已完成央行“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”的目标，资金进一步收紧的必要性不强。

（2）**大行净融出规模迅速下降**。截至 2026 年 6 月 11 日，大行净融出规模进一步走低至 1.57 万亿水平，低于 2023 年以来的季节性水平，而且已经接近去年一季度的低点，但在基本面托底，中长期货币政策转向概率不大的前提下，进一步下降的动能不足。（3）**6 月末 MPA 考核压力**。尽管面临季末考核压力，但考虑权益市场低位运行及央行呵护意图，且当前央行强力管控汇率和长端利率的必要性不强（类比去年一季度），资金利率上行空间有限，预计未来几天将边际平缓。建议关注 X Repo 及 3M SHIBOR 走势。（4）**市场自发的买债需求仍在**。5 月信贷同比少增，1Y 国债利率处于低位，反映了银行信贷投放困难。同时大行挤占信贷资源，变相导致小行可能成为三季度债市买盘推动力。（5）**机构行为视角看，配置盘持续发力**。本周，债市整体承压，长端好于短端，10Y 国债接近 1.75%，30Y 国债触及 2.21%。银行、保险、理财净买入 3,351.24 亿元，保险持续配置 10Y-30Y 品种，银行主要净买入 1Y 年内品种。

10 年国债期货（T）：未破冲高遇阻回落，支撑区间关注 108.6-108.7，等待企稳信号。

1.趋势定位：6 月初多次尝试突破 109.3（现券 1.7%）均未能有效突破，6 月 8 日 MACD 线出现顶背离，其后出现死叉，价格突破 5 月上行趋势线转入回调通道。

2.关注下方支撑区间 108.6-108.7：虽然暂未出现右侧企稳信号，但当前价格已经回调至 108.75 的颈线位置（对应 10 债利率 1.75%），已至较为重要的水平阻力区间/布林带下轨，且逼近 20 日均线（108.6）阻力带，关注在这一位置转入震荡可能性。

本周市场总结：本周，债市整体承压，长端好于短端，资金面为核心影响因素，舆情及预期扰动债市，10Y 国债接近 1.75%，30Y 国债触及 2.21%。

后市策略：当前票息保护不足，赎回风险指数读数超 50，建议高流动性、规避负债端冲击的利率策略，本周调仓警惕负债端负反馈风险。关注 5-7Y 国开债；关注 3-5 年城投债；关注地产债修复右侧机会。

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，货币政策转向概率不高。下周，建议持续关注陆家嘴论坛及 5 月份工业、消费、投资等经济数据。

图 5：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 11.8	-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	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 6.1	-2.0
12月	↓ 90%		0.6	-34.5	-11.3	-5.0	-5.0	-10.7	-2.9	-12.9	-0.9	国海萝卜章	-21.9

数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图 6：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：iFinD、广发证券发展研究中心

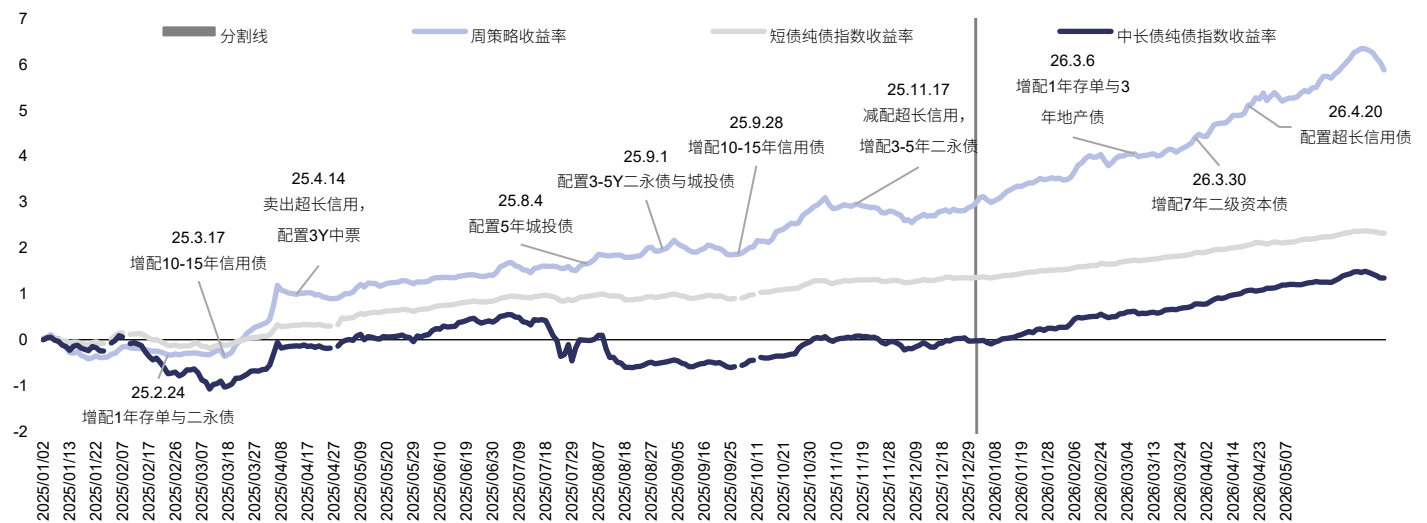
表 1：周策略建议配比（单位：%）

周度起始日	持仓 1		持仓 2		持仓 3		持仓 4		持仓 5	
	品种	比例	品种	比例	品种	比例	品种	比例	品种	比例
2026/3/9	3Y AAA-二债	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-二债	10	5Y AAA-银行永续债	30	7Y AAA-银行二债	30	3Y AAA-房地产	30	-	-
2026/4/7	3Y AAA-二债	10	5Y AAA-银行永续债	30	7Y AAA-银行二债	30	3Y AAA-房地产	30	-	-
2026/4/13	3Y AAA-二债	10	5Y AAA-银行永续债	30	7Y AAA-银行二债	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-银行二债	20	3Y AAA-房地产	30	-	-
2026/6/15	10Y 国债	30	5Y 国开债	20	7Y 国开债	20	1Y AA-存单	20	30Y 国债	10

数据来源：广发证券发展研究中心

1. 2025 年初至今，周观点策略累计收益 5.89%，同期短债基金指数收益率 2.33%（周策略跑赢 3.56%），中
长债指数收益率 1.34%（跑赢 4.55%）。
2. 2026 年初至今，周观点策略累计收益 2.78%，同期短债基金指数收益率 0.95%（周策略跑赢 1.83% ），
中长债指数收益率 1.37%（跑赢 1.41%）。

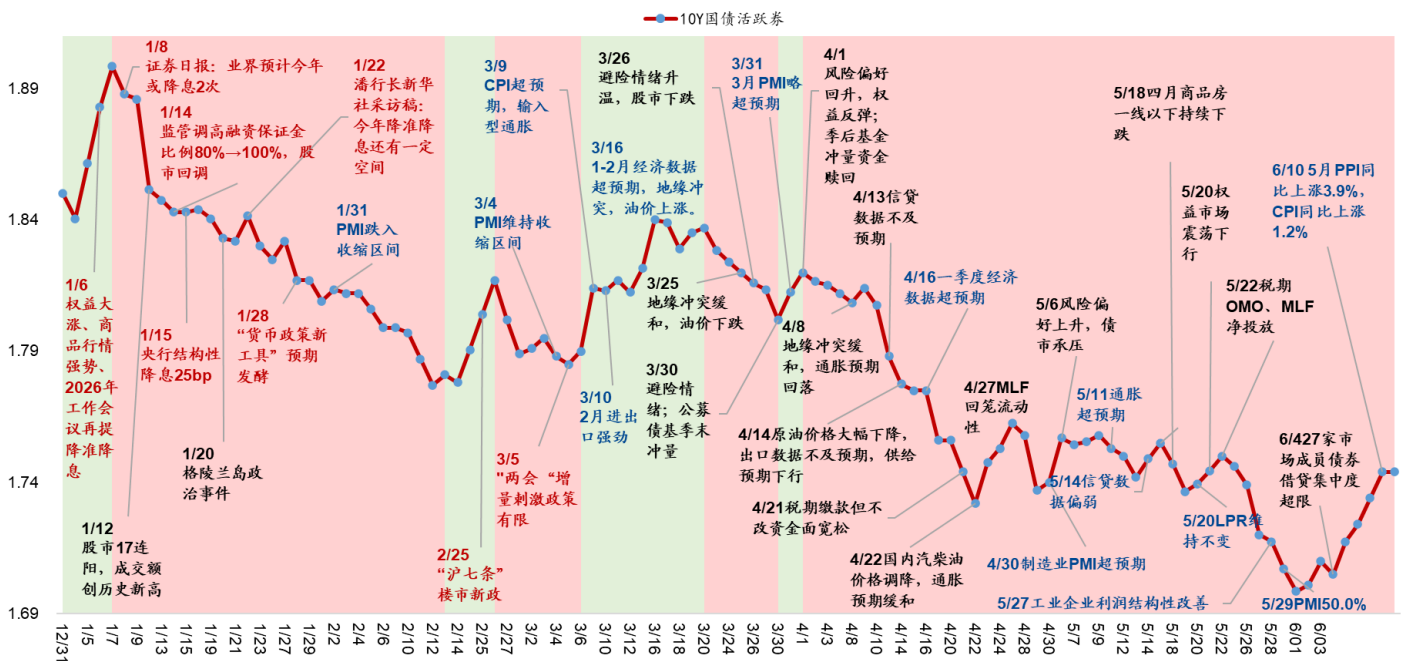
图 7：周策略收益（单位：%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（一）市场交易逻辑

图 8：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 9：债市多空因素

利多债市		
短期 (周度视角)	□ 5月信贷同比少增 □ 权益低位，央行有望呵护 □ 5月PMI小幅回落至荣枯线	□ 人口：数量↓、老龄化↑ □ 货币政策定调：适度宽松 □ 长期通缩环境：GDP平减指数连续11个季度负增长 □ 地缘政治与全球战争风险加剧 □ 居民端：收入预期↓、就业↓、加杠杆意愿↓ □ 企业端：行业景气度↓、加杠杆意愿↓ □ 政府端：广义政府债务增速↓ □ 资产端：房价↓、地价↓
	□ 大行净融出低位，资金面边际收紧 □ 5月CPI温和、PPI涨幅放缓但仍处高位 □ 6月末MPA考核临近 □ 一季度GDP数据超预期 □ 1-4月工业企业利润结构性改善	□ 权益慢牛预期 □ “反内卷”政策持续推进 □ 924新政后政策转向持续？ □ 央行的长债风险提示、融出指导
利空债市		
长期 (年度视角)		

数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 静态票息

图 10：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				商业银行二债资本债				商业银行永续债 (含税)				城投债					
	OMO 7D	MLF 1Y	LPR 5Y	1Y	3Y	5Y	DR001	DR007	R001	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							1.65	2.02	1.83	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	1.71	2.01	2.17	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							1.91	2.17	2.35	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							1.80	1.80	1.96	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		2.3					1.53	1.70	1.66	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		1.7					1.77	1.87	1.83	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							1.52	1.56	1.77	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							1.37	1.70	1.53	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							1.32	1.64	1.46	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			
2025/1/29		2.0					1.55	1.67	1.78	1.83	1.09	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							1.79	2.10	1.85	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							1.86	2.13	1.98	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							1.78	1.91	1.81	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							1.79	1.80	1.85	1.84	1.46	1.52	1.62	1.82	1.82	1.74	1.99	1.79	1.88	1.95	2.09	1.80	1.94	2.01	1.93	1.93	2.03	2.10	2.45	3.06		
2025/5/30							1.48	1.66	1.57	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							1.37	1.70	1.46	1.92	1.35	1.51	1.65	1.85	1.64	1.88	1.74	1.84	1.94	2.02	1.74	1.86	1.96	1.73	1.85	1.91	1.95	2.26	2.81			
2025/7/4							1.31	1.42	1.36	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							1.36	1.56	1.40	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							1.33	1.52	1.42	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							1.43	1.48	1.46	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							1.32	1.53	1.33	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							1.32	1.50	1.41	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							1.30	1.47	1.43	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							1.26	1.52	1.35	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			
2026/1/30							1.33	1.59	1.51	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							1.34	1.43	1.36	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							1.32	1.46	1.40	1.50	1.28	1.58	1.83	2.31	1.54	1.78	1.80	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							1.32	1.42	1.40	1.48	1.26	1.56	1.84	2.30	1.52	1.76	1.59	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							1.32	1.44	1.39	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							1.23	1.32	1.29	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							1.23	1.32	1.29	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							1.22	1.36	1.29	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							1.22	1.30	1.29	1.39	1.15	1.48	1.75	2.21	1.44	1.68	1.52	1.77	1.96	2.09	1.52	1.79	1.98	1.53	1.73	1.84	1.65	2.10	2.55			
2026/5/9							1.22	1.36	1.23	1.30	1.19	1.49	1.77	2.25	1.44	1.66	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							1.26	1.32	1.29	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							1.32	1.36	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							1.33	1.38	1.39	1.40	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			
2026/6/5							1.34	1.38	1.39	1.39	1.18	1.42	1.71	2.20	1.45	1.68	1.49	1.69	1.88	2.04	1.50	1.71	1.91	1.47	1.64	1.74	1.57	1.93	2.33			
2026/6/11							1.40	1.44	1.44	1.44	1.20	1.48	1.75	2.24	1.48	1.72	1.58	1.78	1.95	2.13	1.58	1.80	1.98	1.52	1.70	1.79	1.62	1.96	2.38			
2024年初至今	-40	-50	-70	-50	-70	-70	-25	-66	-39	-170	-88	-92	-81	-59	-92	-120	-107	-107	-105	-96	-117	-114	-107	-128	-133	-147	-152	-284	-356			
修正久期	-	-	-	-	-	-	-	0.98	0.76	9.05	21.64	0.98	0.98	0.98	0.98	0.98	2.88	4.68	6.35	9.97	2.88	4.66	0.98	2.88	4.66	0.98	2.88	4.66	0.98	2.85	4.60	
过去一周变化	-	-	-	-	-	-	-	0	0	5	0	2	5	4	3	3	4	9	9	7	10	9	9	7	5	6	5	5	3	-5		
本周持仓回报率(bp)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-2	-25	-36	-75	-3	-3	-8	-25	-30	-61	-8	-27	-34	-5	-17	-24	-5	-9	-21			
2025Ave-OMO利率	-	-	-	-	-	-	4	14	15	22	-9	13	33	66	22	48	29	46	61	77	30	50	67	29	44	55	53	91	144			
OMO利率	0	60	210	-45	-15	-10	0	-4	4	-3	-20	8	35	84	8	32	18	38	55	73	18	40	58	12	30	39	22	56	98			
建议止盈点位	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-134	149	164	184	180	183	165	175	184	199	165	181	190	166	177	186	187	218	274			
当前相对止盈点位	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-14	-2	11	40	-12	-11	-7	3	11	14	-7	0	8	-14	-7	-6	-26	-22	-36			

日期	政策利率 (%)	国开债 (%)						地方政府债 (%)						AAA+超长期 (%)				二档资本 债利率			永续债利率			城投债利率					
	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	-	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
2024/1/29	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	51	35	35	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	32	32	32	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	1.7	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	39	38	34	37	31	31	69	73	97
2024/9/24	-	1.66	1.79	1.86	1.86	2.04	2.21	1.59	1.79	1.89	1.89	2.03	2.16	2.31	2.35	2.42	2.45	21	27	30	32	34	34	38	34	33	73	73	131
2024/9/30	-	1.65	1.68	1.95	1.95	2.16	2.25	1.56	1.80	1.96	1.96	2.20	2.33	2.40	2.45	2.53	2.61	27	35	35	35	33	30	32	33	33	72	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	1.5	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	-	1.64	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				

日期	银行普通信贷分位数(%)			二级资本信贷分位数(%)			永续信贷分位数(%)			城投信贷分位数(%)					
	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	34	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	3	67	42	4	67	7	13	5	67	7	6	5	37	25
2025/11/28	3	28	16	11	54	69	11	57	81	7	44	33	5	47	9
2025/12/26	39	68	9	68	98	92	81	84	81	53	18	12	38	55	46
2026/1/30	19	15	2	12	36	33	15	17	48	10	3	1	9	13	20
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
2026/3/13	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	82	26	34	22	13	11	19
2026/3/27	23	17	13	17	42	64	15	45	41	26	32	16	13	16	9
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
2026/4/22	31	3	13	26	30	28	25	18	17	31	17	16	14	8	6
20															

12 / 29

表 2：债市机构核心关注点汇总

DM 机构观点总汇（0601-0612）	
概览	展望后市，预计短期债市或将重回震荡格局，但利率下行的中长期趋势未变。多数机构认为 10 年期国债收益率仍有下行空间，目标看向 1.6%-1.7% 区间；30 年期国债收益率目标看向 2.0%-2.15%，10-30 年期限利差仍有压缩空间。市场共识在于债市牛市未结束，但短期面临资金面边际收敛、季末时点及海外情绪扰动的压力，可能呈现阶段性震荡。分歧点主要在于下行节奏和催化时点，部分观点认为需等待更多信号或配置盘力量入场，而部分观点则强调趋势性力量将逐步显现。
具体观点	（1）从基本面来看，机构认为国内经济呈现 K 型修复或弱修复格局，内生需求依然偏弱，实体融资需求不足，广谱利率下行趋势未变，对债市形成支撑。 （2）通胀方面，机构料周期和消费复苏叙事被证伪，商品市场可能进入“主跌浪”，PPI 预计将于 7 月见顶，通胀下行预期将推动利率进一步下行。 （3）从资金面来看，样本内多家机构认为流动性最宽松阶段或已过去，资金利率将向政策利率温和回归，DR007 中枢预计维持在 1.4% 附近。季末资金波动可能加大，但过后资金或再度季节性宽松，银行负债成本下行趋势有望打开利率下行空间。 （4）货币政策方面，机构表示央行将维持“以我为主”的基调，政策整体意图仍是保持流动性合理充裕，但操作思路已从“总量补水”转向“结构微调”，更注重价格型调控，旨在引导资金回归合理水平。 （5）机构行为方面，样本内机构认为在实体融资偏弱背景下，坚实的机构配置刚需是主导债市的核心驱动力。当前市场由交易盘主导，后续走势的进一步下行或需等待保险等配置盘力量的边际入场，季末前机构行为分化可能加剧市场波动。 （6）海外及其他方面，机构认为海外市场波动（如美国非农数据、美联储政策预期、美股调整及地缘风险）可能对国内债市情绪构成短期扰动。中长期影响路径存在分歧，若美联储确立鹰派路线压制全球需求，或从比价角度提升国内债券性价比，反而可能打开长端利率下行空间。
策略建议	在震荡中寻找机会，若因资金或情绪冲击出现调整，可视为增配长端及超长端利率债的契机，采取“票息+拉长久期”策略，博弈期限利差收窄。

数据来源：DM、广发证券发展研究中心

(三) 长端大势研判

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，其后再度回踩至颈线 108.75 位置，或遇较强支撑。

图 13：10 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)：冲高遇阻回落，支撑区间关注 108.6-108.7，等待企稳信号

1. 趋势定位：6 月初多次尝试突破 109.3（现券 1.7%）均未能有效突破，6 月 8 日 MACD 线出现顶背离，其后出现死叉，价格突破 5 月以来的上行趋势线转入回调通道。

2. 关注下方支撑区间 108.6-108.7：虽然暂未出现右侧企稳信号，但当前价格已经回调至 108.75 的颈线位置（对应 10 债利率 1.75%），已至较为重要的水平阻力区间/布林带下轨，且逼近 20 日均线（108.6）阻力带，关注在这一位置转入震荡可能性。

图 14： 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

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)：做多时机未至，关注 90 日均线支撑

1.走势概况：6 月上旬多次冲击 114.37 前高失败，跌破 5 月短期上行通道，当前处于回调行情。

2.暂无企稳信号：参考 4 月回调见底标准，同时满足上一轮上涨波段黄金分割位、KDJ 低位金叉、90 日均线支撑几大条件，目前仅抵达 112.88 黄金分割位，剩余两项信号缺失，未到右侧布局时点。

3.下方支撑关注 90 日均线：当前价格已抵达 5 月上涨波段黄金分割位 112.88，但 KDJ、均线指标未同步配合，支撑力度偏弱；**强支撑：90 日均线对应点位 112.5。**后续重点跟踪该位置买盘承接力度，若企稳可关注做多机会。

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

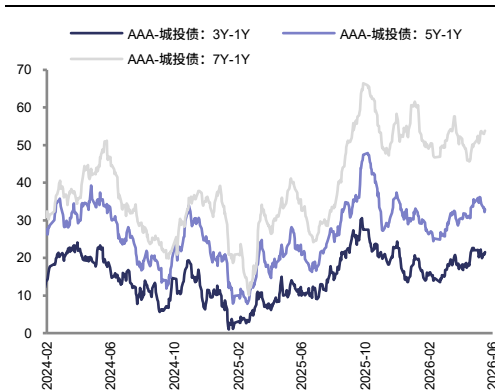
(四) 个券比价情况与期限结构

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。

本周，当前票息保护不足，赎回风险指数读数超 50，建议高流动性、规避负债端冲击的利率策略，本周调仓警惕负债端负反馈风险。关注 5-7Y 国开债；关注 3-5 年城投债，地产债修复右侧机会。

图 17：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 11 日

图 18：二级资本债期限利差情况（单位：BP）

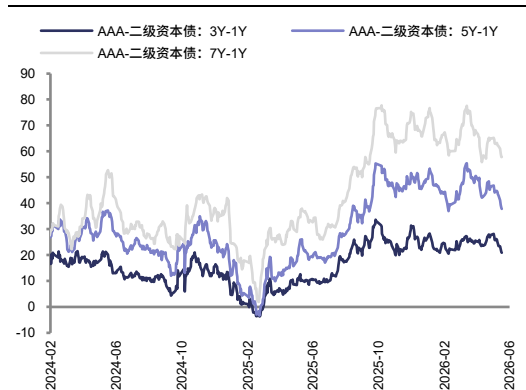
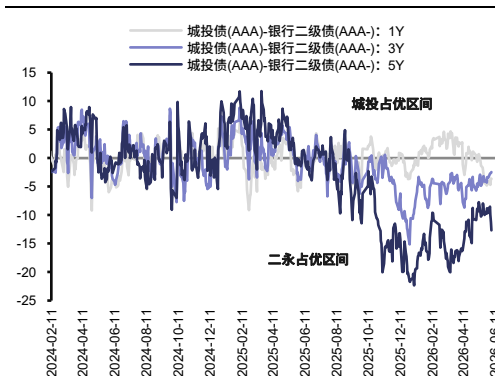


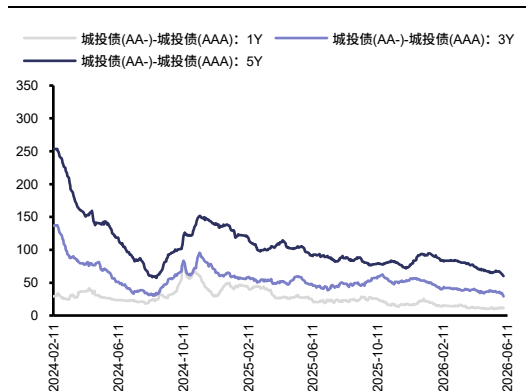
图 19：城投债 & 二级资本债比价（单位：BP）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：截至 2026 年 6 月 11 日

图 20：城投债等级利差情况（单位：BP）



当前长短端利差较 2025 年低位已明显回升，长短端利差自低位明显修复，收益率曲线重新呈现陡峭化特征。但若放在更长周期中，整体尚未回到 2020 年和 2022 年的高位。但近期期限利差有所回落。

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，距离 2025 年以来低点仍有较大空间。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 21：国债期限利差走势（%）

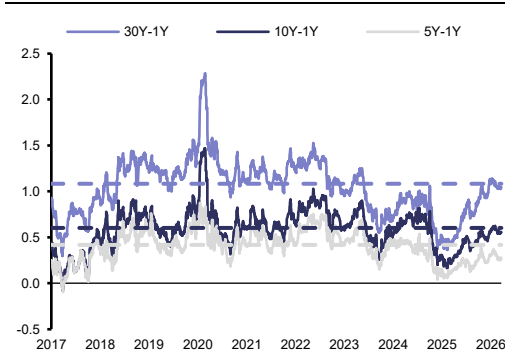
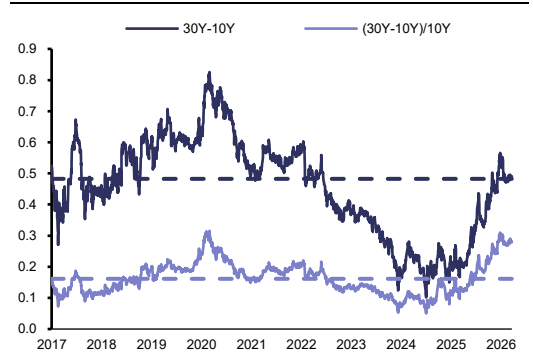


图 22：30-10Y 国债利差走势（%）



数据来源：Wind、iFind、广发证券发展研究中心

注：截至 2026 年 6 月 11 日，图中所标横线分别为各期限利差在八年间的中位数

表 3：国债期限利差历史分位值

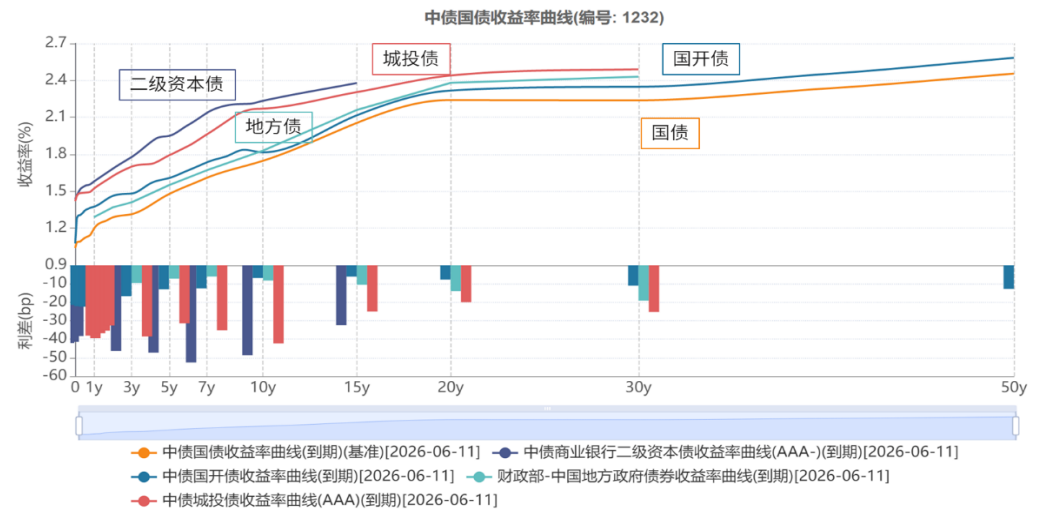
	近 1 年分位（2025 年至今）	近 3 年分位（2023 至今）	近 8 年分位（2017 至今）
30Y-1Y	76.90%	85.70%	45.90%
10Y-1Y	74.80%	56.50%	38.80%
5Y-1Y	73.20%	44.20%	23.60%
30Y-10Y	83.80%	94.60%	53.10%
10Y-5Y	85.00%	79.30%	88.20%

数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

注：截至 2026 年 6 月 11 日

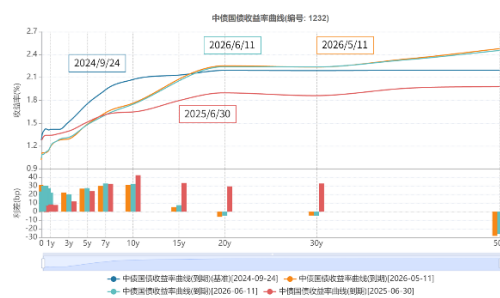
从曲线形态看，8Y 地方债、4Y、7Y 二级资本债凸点明显；3Y、8Y 城投债仍有一定性价比；关注地产债修复右侧机会；30Y 信用债离止盈点位仍有一定空间，结合资金面谨慎参与。

图 23：各板块利差比较



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 11 日

图 24：国债收益率期限结构



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 11 日

图 25：二级资本债收益率期限结构

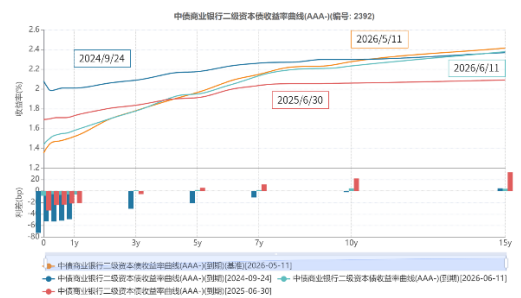
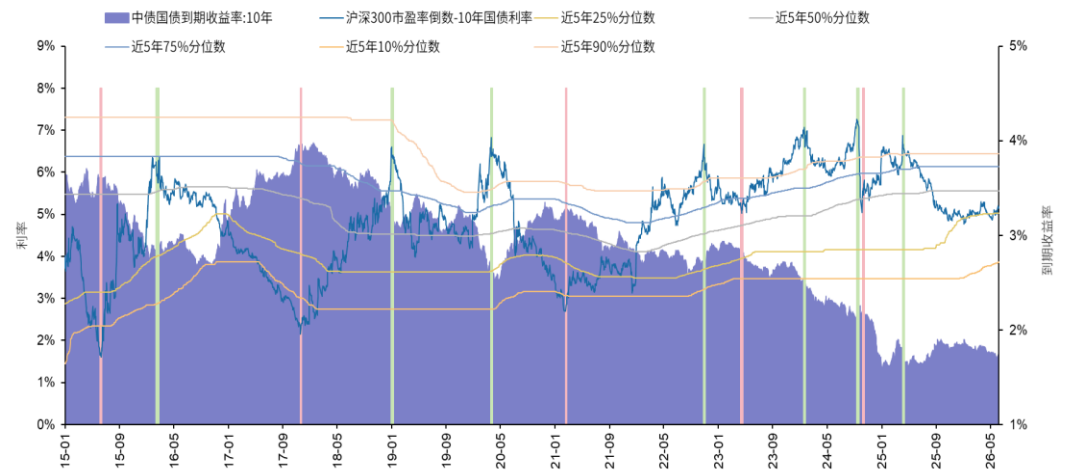


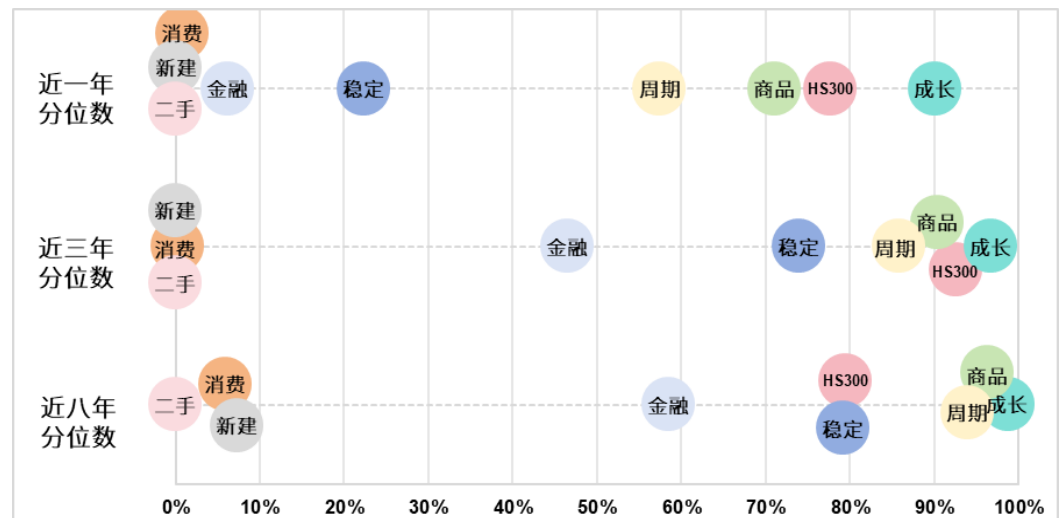
图 26：沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率（ERP）与 10 年国债 YTM



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

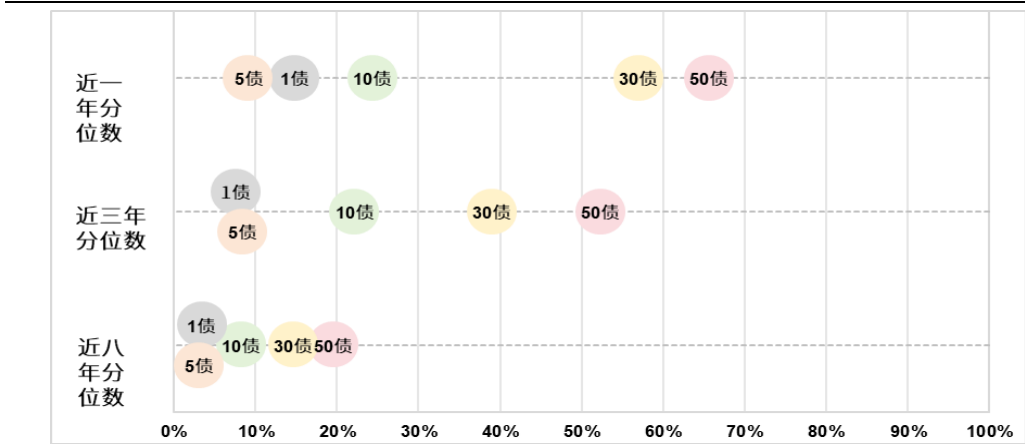
图 27：股商房所处历史分位数



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 28：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 11 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 29：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	本周 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%】	3YAAA-银行 二级资本债 *20%	3.9	-9.1	-5.2	319	66	133	
	短久期下沉	【1YAA-城投债*80%】		4.3	-9.0	-4.7	358	74	147	
	久期中性下沉	【2YAA-城投债*80%】		4.4	-6.9	-2.5	398	86	186	
	小哑铃	【1YAA-城投债*40%】 + 【5YAAA城投债*40%】		4.3	-16.6	-12.3	387	96	191	
	拉久期下沉	【3YAA-城投债*80%】		4.8	-12.6	-7.8	476	129	261	
	高等级拉久期	【5YAAA城投债*80%】		4.3	-24.2	-19.9	415	117	236	
	超长期城投	【10YAAA城投债*80%】		4.7	-47.8	-43.2	563	174	337	
产业	高等级短久期	【1YAAA产业债*80%】	3YAAA-银行 二级资本债 *20%	3.9	-9.0	-5.1	321	67	133	
	短久期下沉	【1YAA产业债*80%】		4.1	-8.7	-4.6	340	71	139	
	久期中性下沉	【2YAA产业债*80%】		4.2	-13.2	-9.0	369	85	173	
	拉久期下沉	【3YAA产业债*80%】		4.3	-13.3	-9.0	407	100	194	
	高等级拉久期	【5YAAA产业债*80%】		4.3	-24.3	-20.0	424	115	223	
	超长期产业	【10YAAA产业债*80%】		4.6	-40.8	-36.2	563	174	322	
二永	高等级短久期	【1YAAA-二级资本债*50%】 + 【1YAAA-银行永续债*50%】	不设置	3.9	-8.5	-4.7	302	54	116	
	短久期下沉	【1YAA-二级资本债*50%】 + 【1YAA-银行永续债*50%】		4.0	-7.7	-3.7	312	57	120	
	久期中性下沉	【3YAA-二级资本债*50%】 + 【3YAA-银行永续债*50%】		4.3	-24.6	-20.3	392	102	190	
	拉久期下沉	【5YAA+二级资本债*50%】 + 【5YAA+银行永续债*50%】		4.4	-33.4	-29.0	468	147	259	
	高等级拉久期	【10YAAA-二级资本债*60%】 + 【5YAAA-银行永续债*40%】		4.5	-62.1	-57.6	566	217	332	
代表性基金	十年国债ETF(久期=7.98年)						-36.8	165.0	94.0	162.3
	国债ETF东财(久期=1.86年)						-4.1	70.0	45.0	81.9
	货币基金(天弘余额宝)						1.6	42.1	24.0	49.2
模拟组合	高波动组合						-10.6	545.2	380.7	601.6
	低波动组合						-12.7	227.1	114.1	275.4

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 11 日

(二) 市场核心：样本个券收益率图谱

图 30：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	西安高新	AA(2)	630	1.70	3	2.08	2	2.38	0	地产	首开股份	AA	670	2.93	4	4.57	3	-	-
	云南投资	AA(2)	486	1.57	4	1.97	2	2.31	0		珠江实业	AA	191	1.95	2	2.82	-2	-	-
	青岛城投	AA+	889	1.56	2	1.83	3	2.08	-1		建发地产	AA+	308	1.90	2	2.53	-7	-	-
	津城建	AA	985	1.53	4	1.78	1	2.05	-1		保利置业	AA+	206	1.81	-1	2.38	-5	-	-
	鄂联投	AA	591	1.63	3	1.93	2	-	-		珠海华发	AA	400	2.94	1	-	-	-	-
	河南航空港	AA(2)	680	1.58	3	1.91	2	-	-		铁建房地产	AA+	362	1.71	2	-	-	-	-
	吉林高速	AA(2)	410	1.55	3	1.81	2	-	-	央企	东方资管	AAA-	713	1.49	2	1.80	2	-	-
											节能集团	AA+	467	1.54	5	1.70	3	1.85	3
银行二永	民生银行	AA+	8718	1.54	5.08	1.85	7	2.07	7	民企	海尔金盈	AA	113	1.74	3	2.01	3	-	-
	渤海银行	AA	3208	-	-	1.89	4	2.05	3		平安租赁	AA+	1176	1.57	2	1.92	1	-	-
	工商银行	AAA-	23997	1.50	5	1.72	8	1.93	8		远东租赁	AA	517	1.57	-2	-	-	-	-
	成都农商	AA	981	1.53	4	1.82	5	-	-		宏桥新材料	AA	162	1.73	3	-	-	2.43	-1
	天津银行	AA	1418	-	-	2.00	2	-	-	煤炭	华阳新材料	AA	316	1.60	4	2.02	3	2.49	0
											晋能煤业	AA	893	1.59	3	1.79	2	2.05	1
钢铁											晋能电力	AA	604	1.55	1	1.79	2	2.03	-1
											陕煤化	AA+	945	1.52	3	1.70	2	1.87	0
											冀中能源	AA	361	1.82	4	2.41	3	-	-
											兖矿能源	AA+	585	1.54	3	1.77	4	-	-
										钢铁	首钢集团	AA+	735	1.52	4	1.70	3	1.97	3
											河钢集团	AA+	1114	1.58	4	1.83	4	-	-
											山钢集团	AA	454	1.68	1	1.87	3	-	-

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 11 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-二永-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+城投债触及上轨，3 年 AA+二级资本债触及上轨，可适当增配。

图 31：3 年 AA+城投债-国开债信用利差布林带（单位：%、BP）

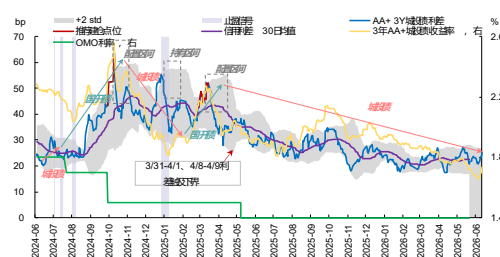
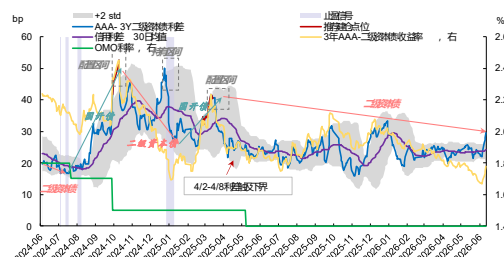


图 32：3 年 AAA-二级资本债-国开债信用利差布林带（单位：%、BP）



数据来源：Wind, iFind, 广发证券发展研究中心。统计时间：2026 年 6 月 11 日。

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	2026/6/11	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。统计时间：2026 年 6 月 11 日。

表 5： 3 年 AAA-二级资本债择时策略收益

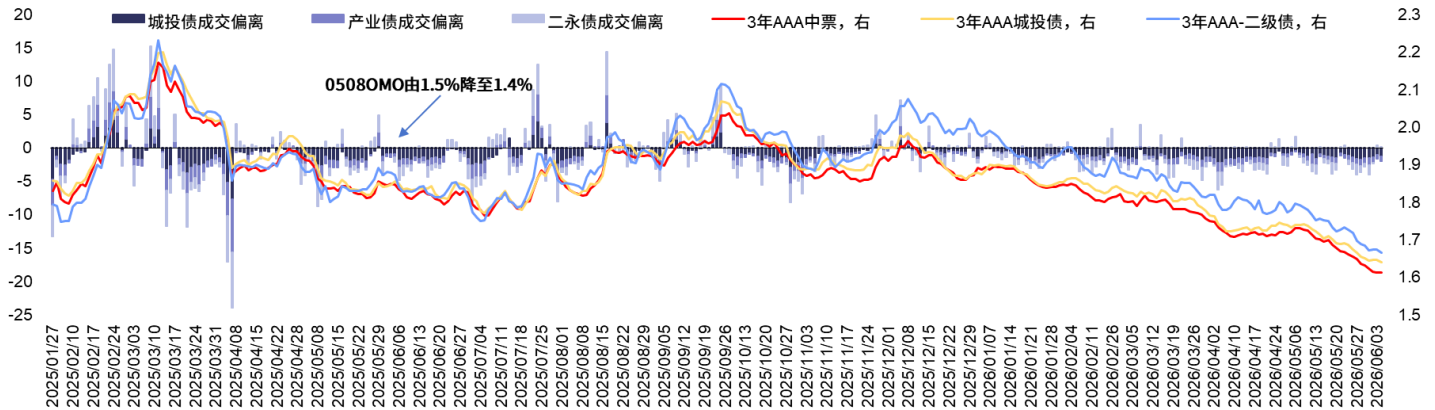
始	末	策略	累计收益 (择时)	累计收益 (不择时)	累计 超额收益
2024/6/3	2024/7/3	持有二级资本债	0.54	0.54	0.00
2024/7/4	2024/9/27	持有国开债	1.22	0.69	0.53
2024/9/29	2025/1/9	持有二级资本债	2.75	2.23	0.53
2025/1/10	2025/2/24	持有国开债	2.21	1.56	0.66
2025/2/25	2026/6/11	持有二级资本债	4.73	4.08	0.66

数据来源：iFind、Wind、广发证券发展研究中心。统计时间：2026 年 6 月 11 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。

图 33：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。数据截至 2026 年 6 月 11 日

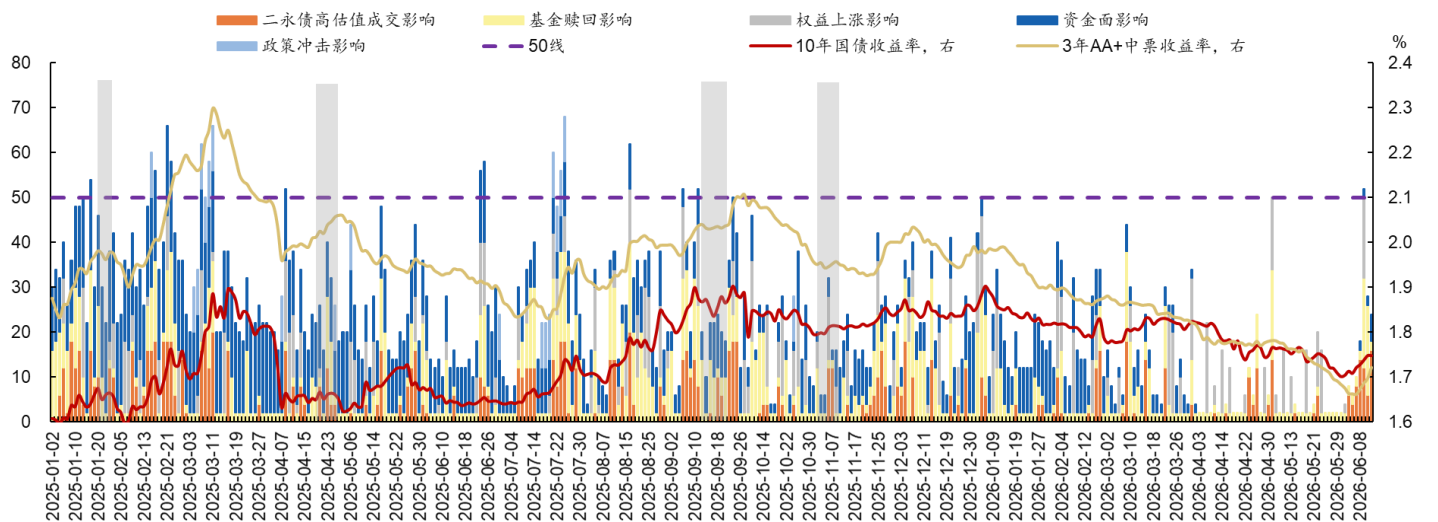
2024 年大型赎回潮出现在 2024 年 9 月底-10 月初，赎回风险主要来自政策冲击与权益上涨，信用债折价成交亦加剧了赎回力度。2024 年 9 月 24 日一揽子金融政策的出台显著推高赎回风险指数至 60 分以上，此后二永债高估值成交、权益上涨与债基赎回几乎同时出现，拉动赎回风险指数达到 88 分的峰值。2025 年的两轮赎回潮分别出现在 1 月-3 月上旬和 7 月末。

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，赎回风险指数突破 50，当前资金面已接近调整到位，但负反馈仍需警惕。

图 34：2025 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。截止 2026 年 6 月 11 日。

五、基本面数据跟踪

本周公布数据：5 月 PPI 与 CPI 数据，5 月信贷数据。

下周预计公布经济数据：5 月份工业、消费、投资等经济数据。

图 35：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						
	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	4.3			
外汇贸易 (当月同比)	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			
	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	
价格指标 (当月同比)	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	-0.30	-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
景气指数	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	0.10	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	
金融数据	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	
	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	49.50	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	
社融规模存量	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	-103.57	
		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 12 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 36：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			未披露				
	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			未披露				
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 12 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.负债端负反馈风险。债市调整期间，关注负债端负反馈超预期风险。
- 5.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：
张陆 0755-88286943
gzzhanglu@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。