下载日志已记录，仅供内部参考

宏观专题

超长端行情能否延续？

证券分析师

程强

资格编号：S0120524010005

邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

研究助理

郭津岑

邮箱：guojc@tebon.com.cn

投资要点：

- 近期债券市场超长端表现较强，截至 10 月 16 日，10Y 国债收益率下破 1.65%，30Y 国债收益率盘中逼近 2.05%，TL 合约屡创新高，30Y-10Y 期限利差压缩至 41BP 左右。我们认为，四季度债市仍有一定支撑，收益率曲线或延续牛平走势，但超长端相对收益空间有所收窄，需关注交易拥挤与阶段性止盈风险。主要有以下四方面支撑因素：

- **一是，基本面弱修复，债市缺乏持续调整的动力。**价格回升尚未充分体现终端需求改善，居民融资需求偏弱，房地产投资与销售仍处于修复过程中，经济基本面尚未形成推动长端利率趋势性上行的持续动力。**二是，资金面维持宽松，融资成本处于低位。**10 月以来 DR001 多运行在 1.30%下方，DR007 处于 5 月下旬以来低位，同业存单连续两周净偿还，银行间流动性整体充裕，有助于降低机构持债成本、支撑债券配置需求。**三是，政策进入效果观察期，短期增量政策影响相对有限。**9 月以来财政及地产政策陆续落地，但市场反应相对有限，政策效果仍待验证，短期内进一步加码的预期有所降温，但仍需警惕基本面改善及政策预期变化带来的调整风险。**四是，年末机构配置需求有望支撑债市。**保险、理财等机构配置需求及年末相关资金安排有望提供增量承接，但需关注银行年末考核、机构止盈及交易拥挤对市场的扰动。

- **我们认为，利率债方面，超长端仍有机会，但需关注供给变化与相对估值。**超长期特别国债发行已于 10 月 16 日收官，四季度地方债发行计划呈现前高后低的特征，后续供给扰动或边际缓和。截至 10 月 16 日，30Y-10Y 期限利差约 41BP，虽仍处于近三年约 75%分位数，但前期压缩已部分兑现超长端的相对收益，建议结合资金面、供给节奏及机构配置需求，把握回调后的参与机会。**信用债方面，二永债宜择时参与，贴率下降时可转向高等级中短久期普通信用债。**超长端二永债前期涨幅较大，需警惕利率反弹、信用利差走阔及集中止盈风险；当相对价值下降时，可适当增加高等级中短久期普通信用债配置，以票息和骑乘收益为主。

- **展望后市，四季度债市偏强运行的基础仍在，但超长端行情的持续性或更依赖配置需求与供给变化。**我们认为，若机构配置需求持续释放、超长端供给压力边际缓解，30Y 国债仍有望跑赢 10Y；若经济与通胀超预期改善、政策加码或机构集中止盈，超长端则可能阶段性调整。策略上，利率债不宜盲目追涨，关注回调后的配置机会；信用债适度向高等级中短久期品种倾斜，以兼顾票息收益与净值稳定性。

- **风险提示：**资金面边际收紧；国内经济修复超预期；权益及商品市场风险偏好回升

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 债市为何仍有支撑？ 4
2. 超长端空间几何？ 7
3. 后市展望 9
4. 风险提示 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：CPI、核心 CPI、PPI 同比走势（%）.....5
图 2：房地产开发投资与销售表现（%）.....5
图 3：银行间资金价格走势（%）.....6
图 4：同业存单发行与到期走势（亿元）.....6
图 5：30Y-10Y 国债期限利差与收益率走势（%，BP）.....7
图 6：国债发行期限结构占比走势（%）.....8
图 7：今年以来地方债发行节奏（亿元）.....8

下载日志已记录，仅供内部参考

近期债券市场超长端表现较强，截至 10 月 16 日，10Y 收益率下破 1.65%，30Y 收益率盘中逼近 2.05%，TL 合约屡创新高，市场做多情绪持续升温。1Y、3Y、10Y 国债收益率均处于近三年 15%分位数以下，30Y-10Y 期限利差压缩至 41BP，债市整体处于低利率区间，超长端相对表现突出。

我们认为，四季度债市仍有一定支撑，基本面弱修复、资金面趋稳、政策进入观察期以及机构配置需求等因素有望共同支撑债市偏强运行，超长端或仍是主要交易方向，收益率曲线或延续牛平走势。但随着超长端行情持续演绎，30Y-10Y 期限利差已明显压缩，进一步下行的空间及相对交易性价比需要重新评估。信用债方面，前期超长端二永债涨幅较大，部分利率下行预期或已提前定价，后续需更加重视交易节奏与回撤风险。

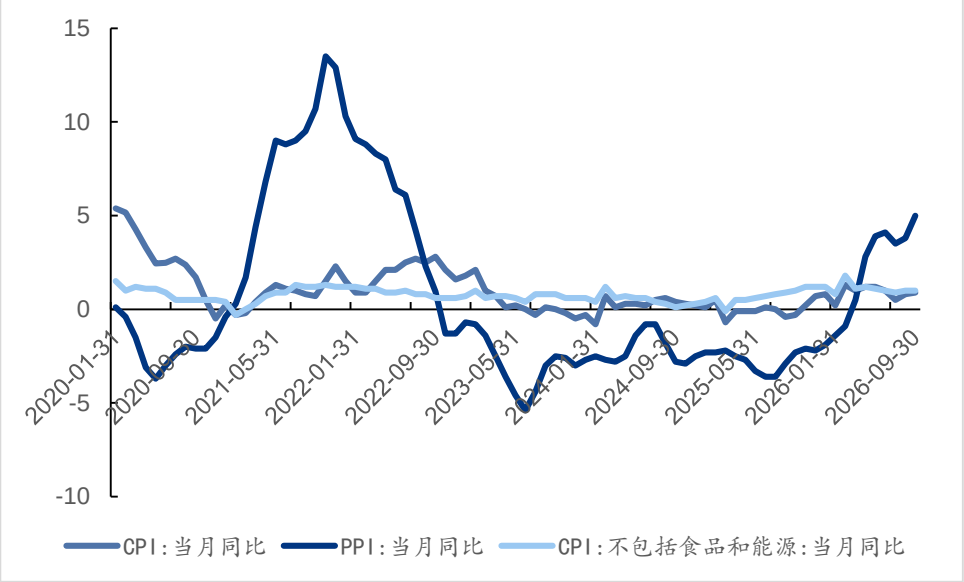
1. 债市为何仍有支撑？

一是，基本面修复力度仍待观察，债市缺乏持续调整的动力。从价格水平、实体融资需求和房地产表现来看，当前经济仍处于温和修复阶段，尚未形成推动长端利率趋势性上行的持续动力。

价格修复尚未充分体现终端需求的全面改善。9 月 CPI、PPI 同比分别回升至 0.9%和 5.0%，但核心 CPI 同比持平于 1.0%，终端需求改善相对温和。PPI 回升则更多体现为部分行业价格上涨，尚不能直接视为需求全面走强的信号，名义增长对债市的利空影响仍需观察。**社融增长更多依赖直接融资渠道，私人部门内生融资需求改善仍有待观察。**9 月社融存量同比增长 7.1%，M2 同比增长 7.2%，整体融资条件仍较为宽松。但从融资结构看，前三季度社融增量中债券和股票融资合计占比 49.5%，超过贷款占比近 7 个百分点。而信贷端，前三季度居民贷款减少 1.03 万亿元，其中短期贷款减少 1.14 万亿元，中长期贷款仅增加 1062 亿元，居民信用需求整体偏弱。与此同时，9 月 M1 同比增速由 8 月的 4.1%降至 3.2%，M2 同比增速由 7.5%降至 7.2%，社融存量同比增速由 7.2%微降至 7.1%，反映资金活化程度有所回落，私人部门融资需求尚未形成持续改善趋势。**房地产仍处于修复过程中，政策预期向实际融资需求的传导尚未充分显现。**前三季度，房地产开发投资、新建商品房销售面积和销售额同比分别下降 20.6%、13.2%和 13.9%。尽管 9 月以来地产政策陆续落地，但销售和投资的实质性改善仍有待验证。整体来看，当前经济仍处于弱修复阶段，基本面尚不足以对债市形成持续性压制。

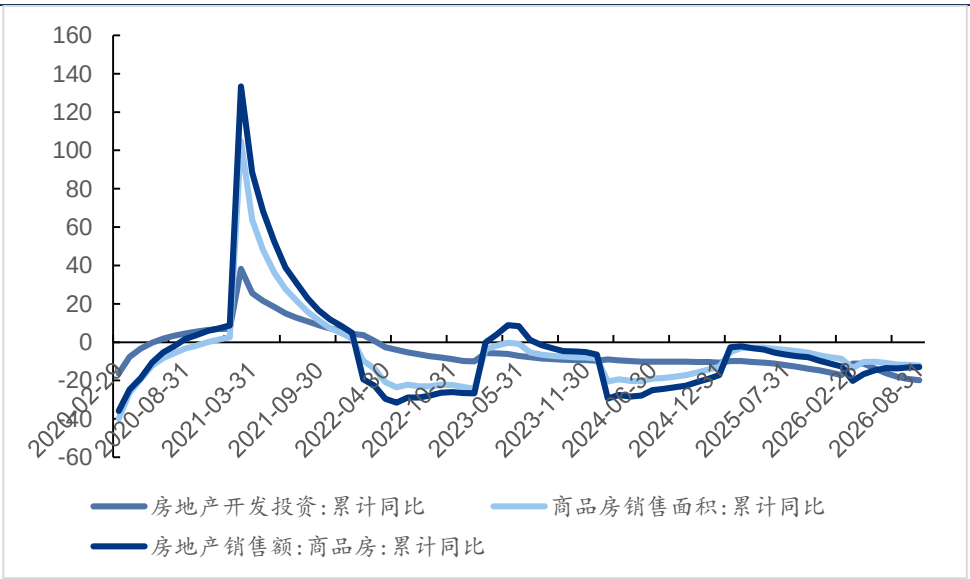
图 1：CPI、核心 CPI、PPI 同比走势（%）

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：IFIND，德邦研究所

图 2：房地产开发投资与销售表现（%）



资料来源：IFIND，德邦研究所

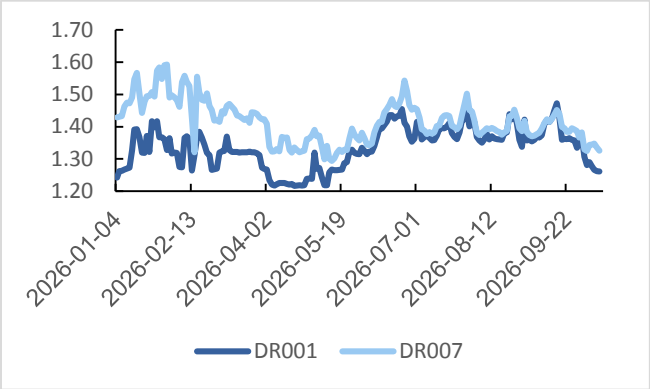
二是，资金面维持宽松，融资成本处于相对低位。10 月以来，资金利率中枢不断下移，DR001 连续多个交易日运行在 1.30%下方，截至 10 月 16 日，较政策利率偏移约 14BP；DR007 则运行在 1.32-1.35%区间，处于 5 月下旬以来低位，银行间流动性整体充裕。与此同时，同业存单在 9 月 28 日至 10 月 9 日期间连续两周净偿还，反映银行负债端的资金压力有所缓解，资金供需格局相对宽松。

值得关注的是，在资金利率处于低位、银行融出增加及同业存单利率下行的背景下，央行仍通过中长期流动性工具进行流动性投放。我们认为，这一操作有助于平滑流动性供需波动，并稳定市场对中长期流动性环境的预期。后续仍需结合央行操作规模、期限结构及资金利率走势，判断流动性支持的持续性。

下载日志已记录，仅供内部参考

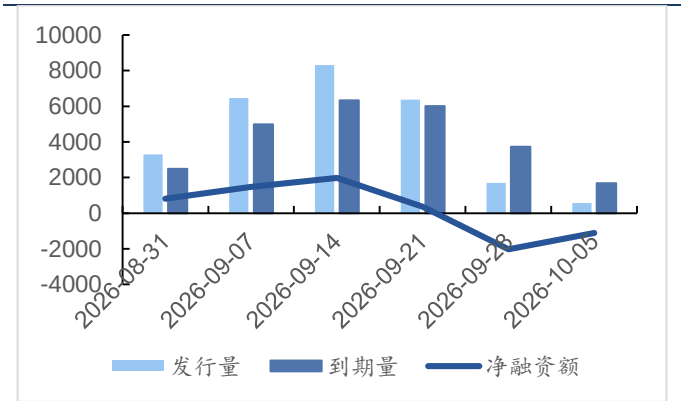
资金利率维持低位，有助于降低机构持债的融资成本，改善债券持有的套息收益，为债券配置和交易提供有利的流动性环境。但资金面宽松对不同期限债券的影响存在差异：短端收益率与资金利率的联动更为紧密，而长端及超长端收益率还受到经济增长预期、通胀变化、期限溢价和机构配置需求等因素影响。因此，资金利率下行有助于支撑债市，但能否进一步带动长端及超长端收益率下行，仍需结合收益率曲线形态与机构配置行为综合判断。

图 3：银行间资金价格走势（%）



资料来源：IFIND，德邦研究所

图 4：同业存单发行与到期走势（亿元）



资料来源：DM，德邦研究所

三是，政策进入效果观察期，短期对债市的影响相对有限。9 月以来，财政及地产相关政策、地方债结存限额发行等陆续落地，但市场反应相对有限，政策对债市的影响仍需结合后续经济数据及实际效果判断。结构性降息落地后，市场对短期内进一步出台增量宽松政策的预期有所降温。但政策进入效果观察期并不意味着后续加码空间消失，若经济修复、通胀回升或地产政策效果超预期，仍可能引发市场对政策取向变化的重新定价。因此，我们认为，短期增量政策相对有限，有助于降低市场对利率快速上行的担忧，但后续仍需警惕政策预期变化带来的阶段性扰动。

四是，年末机构配置需求或对债市形成支撑。一方面，近期权益、商品市场波动及交易难度增加，或可提升债券作为组合稳定器的配置价值，机构大幅降低债券敞口的动力或相对有限；另一方面，机构资金年末抢跑及“开门红”等相关配置需求、以及理财规模变化等因素，亦可能为债券市场带来增量配置力量。因此，在年末配置需求与交易需求共同作用下，债市仍具备一定支撑。**但仍需区分机构的配置需求与交易需求。**对于保险等具有长期负债特征的机构，更关注资产负债匹配与长期收益，其配置需求可能为长久期债券提供相对稳定的承接力量；而基金等交易型机构则更关注收益率变化与资本利得，其行为可能放大行情的阶段性波动。因此，后续需结合保险资金运用、理财规模、债基申赎及组合久期变化等指标，判断市场上涨主要来自持续性配置需求，还是交易情绪推动。**与此同时，年末银行考核、机构止盈需求及负债端变化也可能影响配置节奏。**如果机构在前期上涨后集中兑现收益，或权益、商品市场风险偏好重新回升，债券配置需求可能阶段性减弱。尤其在 TL 合约持续走强、价格不断创新高的背景下，还需关注期货持仓、成交及基差变化，判断市场做多情绪是否过于集中，以及超长端行情是否存在交易拥挤和止盈压力。

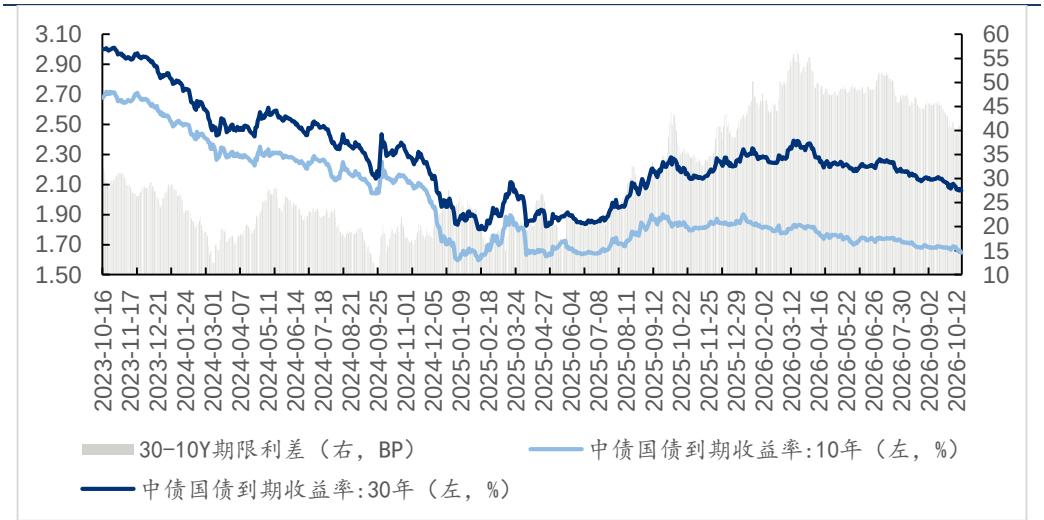
下载日志已记录，仅供内部参考

2. 超长端空间几何？

利率债超长端仍具相对优势，但期限利差压缩意味着追涨需更加谨慎。我们认为，当前短端收益率已接近 2025 年 1 月下旬以来的低位，进一步下行或受资金利率及政策利率约束；若四季度资金面维持平稳、短期增量政策有限，长端及超长端仍可能受益于机构配置需求与市场做多情绪。

在此背景下，**超长端能否延续相对优势，除取决于整体利率走势外，还需关注其相对估值变化。**9 月以来，30 年期国债表现持续优于 10 年期国债，TL 合约屡创新高，期货市场偏强表现亦对现券市场形成一定的情绪带动。截至 10 月 16 日，30Y-10Y 期限利差已从高点压缩至 41BP 左右，继续博弈利差压缩的性价比有所下降。但当前 41BP 的利差仍处于近三年约 75%分位数，超长端仍存在一定相对价值空间。

图 5：30Y-10Y 国债期限利差与收益率走势（%，BP）



资料来源：IFIND，德邦研究所

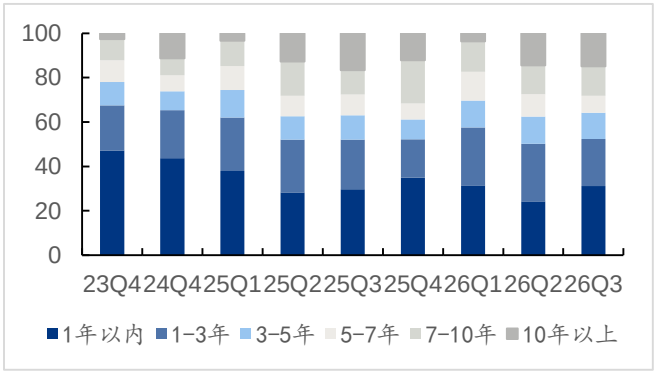
从历史走势来看，当前利差仍处于相对高位，曲线具备进一步走平的可能。近三年来，30Y-10Y 期限利差呈现出明显的区间震荡与阶段性走阔特征。结合历史分位数及过去几轮债市走强阶段的利差低点，当前利差尚未处于历史极低水平，但后续压缩空间仍取决于资金面、基本面预期及机构配置需求的变化。短期内，若整体利率中枢下移趋势延续、资金面维持平稳，叠加机构配置需求支撑，我们认为，30Y-10Y 利差仍有进一步压缩的可能，超长端行情大概率尚未终结。

策略上，建议继续关注资金面宽松的持续性、机构配置需求及 30Y-10Y 期限利差变化：若资金面与配置需求保持稳定，可继续持有 30Y，博取整体利率下行与利差压缩带来的双重收益；若利差快速下行并逼近历史低位，则需关注相对价值优势减弱及利差走阔风险，适时将部分久期切换至 10Y 或更短期限。同时，结合 30 年期国债收益率绝对水平及 TL 持仓、基差变化，判断行情持续性，避免单纯依据前期涨幅追涨。

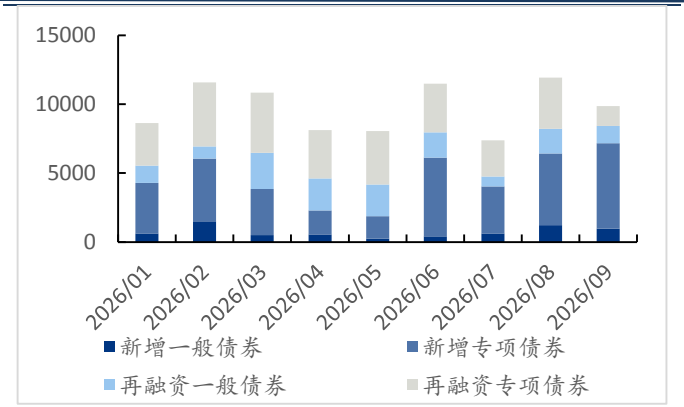
图 6：国债发行期限结构占比走势（%）

图 7：今年以来地方债发行节奏（亿元）

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：IFIND，德邦研究所



资料来源：IFIND，德邦研究所

从供给端来看，四季度超长端利率债供给压力有望边际缓和。10 月 16 日，全年 1.3 万亿元超长期特别国债已完成最后一期招标，正式收官；这意味着 11 月、12 月不再有超长特别国债的增量供给。尽管四季度仍有 4 期 30 年期和 50 年期一般国债发行，但这部分规模通常远小于特别国债，对超长端供给的冲击有限。此外，地方债发行也是影响超长端利率债的重要因素。受今年专项债发行节奏同比后置影响，截至 10 月 16 日，今年尚有约 0.92 万亿元新增地方政府债券待发行，叠加财政部安排的 5500 亿元结存限额，我们预计四季度待发地方政府债券合计约为 1.47 万亿元。而根据目前已公布的各省份四季度地方债发行计划，计划发行规模合计约 10,019 亿元；按月分布来看，10 月是绝对的发行高峰（约为 6093 亿元），11 月、12 月计划量逐月递减。我们认为，随着超长期特别国债发行结束、化债置换债发行逐步接近尾声，前期部分供给压力有望边际缓和。与此同时，地方债发行计划呈现一定的前置特征，后续供给压力或逐步下降。在配置需求持续释放的情况下，供给端对超长端收益率的扰动有望减弱。

超长端二永债仍可择时参与，但需警惕利率反弹与信用利差调整带来的回撤。相较利率债，超长端二级资本债前期涨幅更大，除受长端利率下行带动外，亦或受到信用利差压缩及交易需求增强的影响。随着行情持续演绎，部分品种或已提前定价长端利率进一步下行的预期，后续收益空间可能更多取决于利率能否继续下行，以及信用利差是否仍有压缩空间。与此同时，超长端二永债久期较长、价格对收益率变化较为敏感。若长端利率反弹、市场集中止盈或信用利差重新走阔，其回撤幅度可能高于中短久期信用债。尤其在超长端行情持续走强、市场交易情绪较浓的情况下，前期涨幅较大的品种可能更容易受到止盈盘影响。因此，我们认为，超长端二永债仍可作为交易性品种择时参与，但应结合信用利差、前期涨幅、剩余收益空间及市场情绪评估风险收益比，避免在行情拥挤时单纯追逐资本利得。

策略上，**若超长端二永债赔率下降时，可逐步转向高等级、中短久期普通信用债，以票息和骑乘收益为主。**相较超长端二永债，高等级、中短久期普通信用债对长端利率变化的敏感度通常较低，收益来源也更偏向票息积累与骑乘收益。在超长端利差压缩、二永债前期涨幅较大、资本利得空间下降的情况下，若中短久期高等级普信债仍具有相对合理的信用利差和票息水平，可适当提高其在组合中的配置比例，降低对长端利率继续下行的依赖。

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 后市展望

基准情景下，四季度债市预计仍有支撑，超长端行情或延续，但相对收益空间有所收窄。资金面趋稳、政策进入观察期以及机构配置需求未明显减弱，有望共同支撑债市偏强运行。在短端利率进一步下行空间有限的情况下，长端及超长端仍可能是市场主要交易方向，收益率曲线存在进一步走平的可能。不过，30Y-10Y 期限利差已压缩至 41BP 左右（截至 10 月 16 日），超长端相对优势已有部分兑现，后续行情将更加依赖机构配置需求的持续释放及经济基本面变化。同时，需关注供给节奏、交易拥挤度和阶段性止盈对超长端的扰动。我们认为，若资金面与配置需求保持稳定，30Y 国债收益率仍可能继续下行；但随着期限利差进一步压缩，超长端相对 10Y 的超额收益可能逐步收窄，策略上不宜单纯追逐前期涨幅。

乐观情景下，若配置需求持续释放、超长端供给压力边际缓解，超长端行情仍可能进一步演绎。如果保险、理财等机构配置需求持续增强，同时经济和价格数据未出现明显超预期改善，市场可能继续通过增配长久期资产获取收益，推动超长端收益率进一步下行。在这一情景下，30Y 国债或有望继续跑赢 10Y，二永债亦可能受益于利率下行和信用利差压缩。但随着交易拥挤度上升，行情对增量资金的依赖可能增强，需要警惕利率下行速度放缓后出现的止盈压力。

风险情景下，政策预期升温、通胀回升或机构集中止盈，可能引发超长端阶段性调整。若经济修复、通胀或融资需求超预期改善，财政政策进一步加码，或权益、商品市场风险偏好重新抬升，长端利率可能反弹，30Y-10Y 期限利差亦可能阶段性走阔。此外，若年末银行考核及机构负债端变化导致配置节奏放缓，或前期交易盘集中止盈，超长端价格波动可能明显放大。对于二永债而言，长端利率反弹与信用利差走阔可能同时影响价格，回撤风险需更加重视。

总体而言，我们认为，**四季度债市仍具备一定支撑，收益率曲线或延续牛平走势，超长端仍有相对交易机会，但随着期限利差压缩，进一步追涨的性价比有所下降。**利率债方面，建议结合资金面、供给节奏及机构配置需求，把握回调后的参与机会；信用债方面，超长端二永债应更加重视剩余收益空间与潜在回撤的匹配，若风险收益比下降，可适度向高等级、中短久期普通信用债倾斜，以票息和骑乘收益增强组合的防守能力。

4. 风险提示

1）**资金面边际收紧：**若央行公开市场投放不及预期、政府债集中发行缴款或年末流动性考核压力上升，资金利率可能阶段性抬升，短端利率上行并传导至长端，对债市形成压制。

2）**国内经济修复超预期：**若稳增长政策见效、地产销售与投资企稳或消费回暖，经济修复斜率与通胀同时回升，基本面改善或将削弱长端及超长端利率的下行动力。

3）**权益及商品市场风险偏好回升：**若股市走强、商品价格反弹，资金可能从债市流向风险资产，机构配置需求边际减弱，尤其对交易盘集中的超长端品种形成止盈和赎回压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，北京大学经济学博士，CFA、CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

郭津岑，不列颠哥伦比亚经济学学士（Distinction），香港大学经济学硕士，2026 年加入德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**类 别**	**评 级**	**说 明**
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。