

20250727—调整后的中债和银行：到位了吗？

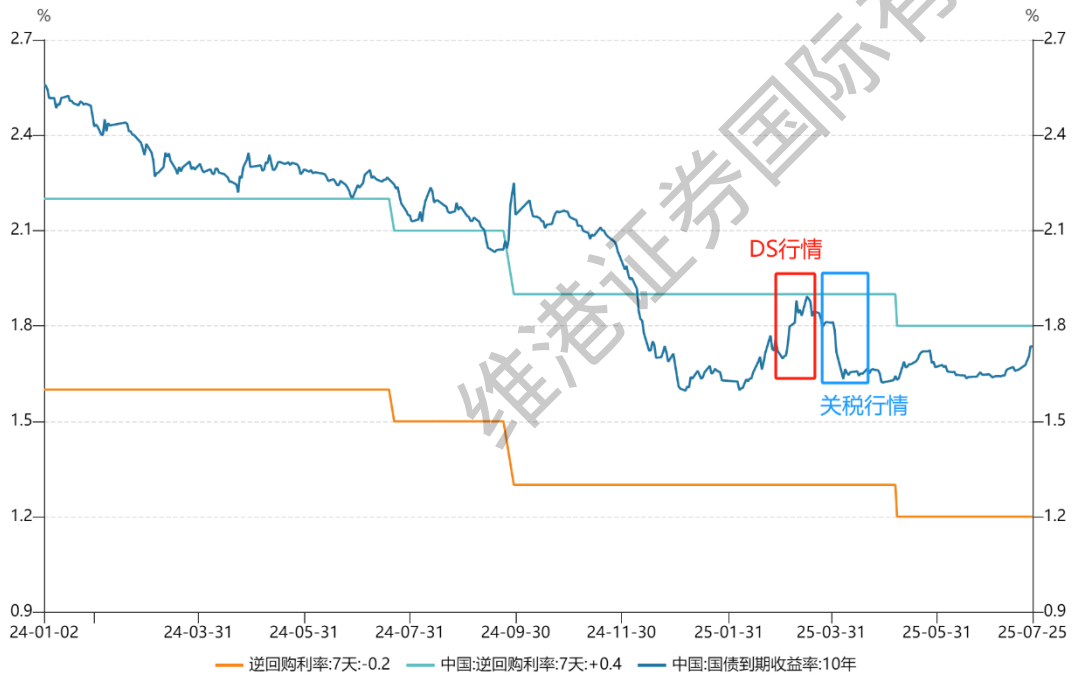
省流结论:10Y 中债难以突破 1.75-1.8, 但如果中债调整到位, 买入同样回调后银行的赔率显然更佳。



上周股商双牛, PPI 回升预期导致债类资产普遍承压, 中债、银行股、REITS 跌幅近似。

本次债市调整接近于今年 3 月的大背景, 处于牛市氛围里承平日久的债狗遇到了自己未曾想过的挑战: 当时是 Deepseek 带动民企资本开支扩张、证伪日本失去三十年里的企业缩表、资产荒叙事。这次是供给侧发力带动 CPI、PPI 回升, 证伪通缩叙事。

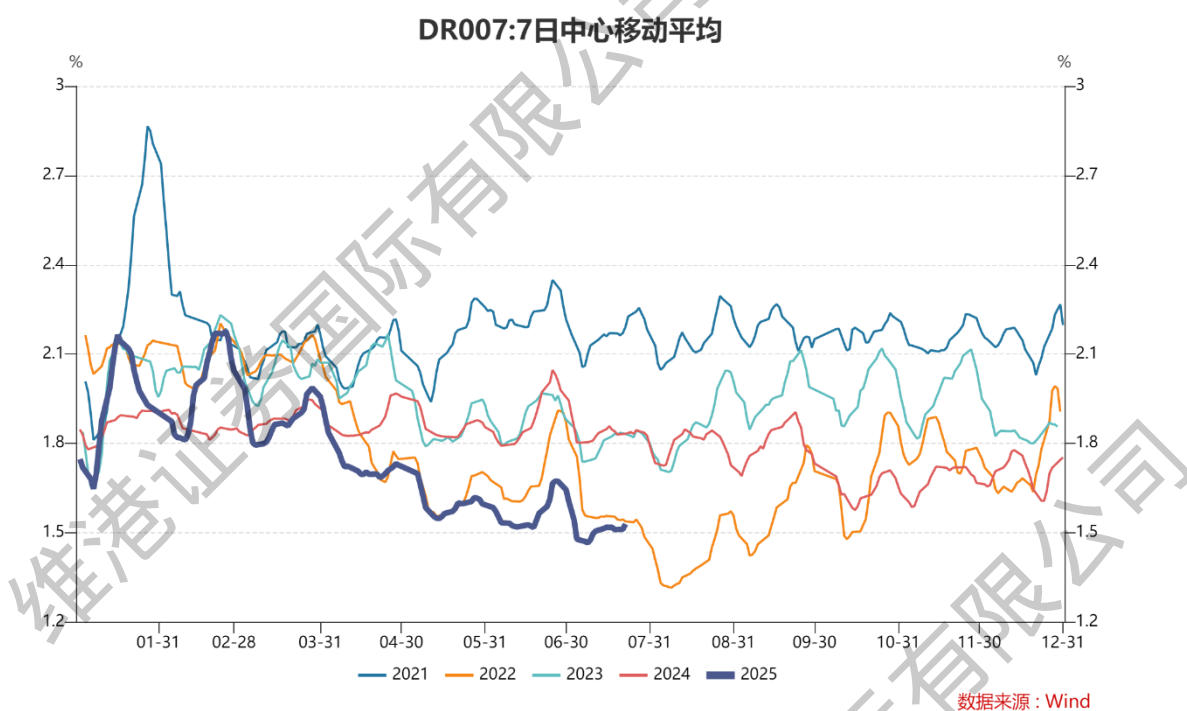
两次的共性是什么? 是青年债狗根本没经历过债能, 遇到一点事就慌的不行; 债牛不是被基本面证伪的, 是被放鞭炮吓死的。一跌就吓唬自己不降息了、甚至 YY 利率大幅上行这是没见过世面的表现, 低房贷利率不支持国债利率作为竞品大幅上行, 否则 3% 的房贷和 2.2% 的 30 年国债(免税、没信用成本、不需要养活客户经理) 银行用腿毛思考都知道该选哪个。



数据来源: Wind

目前央行资金投放成本处于较低区间，维持了实质性的货币宽松举措。考虑到财政、货币、FGW 共同配合营造有利于物价回升氛围的概率较大，维持 8-9 月 CN 会降息的判断。以 OMO 利率+40BP 为上限约束，目前 1.75-1.8 区间构成 10Y 中债强有效支撑，不继续看空。

但问题是止跌不代表能重新债牛。3 月 DS 行情驱动的债灾，以财政不满发债利率上行为信号导致结束；而从不债灾、转向迅速债牛是 4 月初的关税，川普救了债狗。即使五千金跌停的时候 10Y 中债都没击穿 1.6 下限，在目前 A 股 3600 点、工业品价格见底回升、年内 PPI 确定走出 U 型底、中美贸易鸽声不断之后，10Y 中债更无可能击穿 1.6 了。即使你抄底，请问你赚的是什么钱？这次没川普救你了，后续如果全年 10Y 中债就是 15-20BP 空间，那你去抄有多大意义？



但反过来说，此前 REITS、信用债、银行股等纷纷成为分食国债外溢资金的竞品，目前中债的竞品是在变多的，而不是变少的。股份行被反内卷行情抽水，回调 7-10% 后股息率又开始重新呈现出吸引力，虽然量化反复在煤炭、钢铁行业里收割，但是随着煤价底部中枢确认，未来煤炭钢铁的股息率更加有保障，对 OCI 类资金而言银行 4.2% 以上股息率、煤炭 6% 左右的股息率变得更值得关注，



所以如果 ZZJ 前后商品的波动率释放行情告一段落、后续是外需商品的阿尔法，短期债市踩踏也告一段落。但是这个修复行情，建议更多考虑中债反弹保本出，而不是抄底去多。由于反内卷并不是短期一阵风、而是长期缓慢引导工业企业盈利改善，因此权益市场红利资产的股息率更有保障，目前虽然债和红利一起跌，但后续中债企稳后，红利的增量资金会更多。

维港证券国际有限公司