

【华福固收】5月债券投资策略分析

团队成员

分析师：徐亮
执业证书编号：S0210524040003
邮箱：xl30484@hfzq.com.cn

长端债券如何择券？

后续来看，由于投资者较为担忧资金防空转的关注出现上升，对于后续继续降存款利率和相应宽松措施的预期有所回落，短端利率也因此上行明显。当前1Y存单利率逼近2.2%，但考虑到市场资金依然充足，且在促进经济增长和支持政府债发行的背景下，虽然5月政府债发行有放量的可能性，预计资金面可能会有波动但不会出现大幅收敛，按照平均定价水平，1Y国股存单利率在2.3%-2.4%左右值得关注。

而从长端利率来说，在央行再度关注长端收益率后，市场止盈情绪浓厚。我们构建的利率预测模型之一的技术指标模型也于4.23日由多转空，短时间市场行情可能会运行偏弱。但考虑到经济基本面并未发生较大改变，货币政策转向的概率也很小，因此当前预计长端利率没有大幅上行的基础，五一假期后，10年国债后续可以在2.4%左右重点关注，出现以下情况可以考虑逢调整买入：1. 利率上行动能减弱；2. 存款利率再度下调或者相应宽松措施；3. 政府债发行节奏对于资金面的影响不大。但需要灵活关注几个风险点：利率持续上行是否会引发负反馈；央行后续对于长端收益率的关注是否会持续；资金面是否会收敛；房地产政策是否有进一步优化。

在投资组合上，考虑当前利率波动加大，建议依然持有有灵活性更强的哑铃型组合，整体久期建议保持在平均水平以下。较短端的品种可以选择信用债和浮息利率债，流动性不佳的影响小，重点是要有较高的持有回报；长端位置当前建议流动性尚可的利率老券，长端信用债在行情波动时谨慎持有。而后续进一步调整后，5月期间可以择机重新加久期，选择5Y二永、10年（30年）利率较高的老券、长端信用债等品种。

择券思路上，静态来看，当前国债在3Y左右的性价比较好，7-10Y尚可、区别不大；国开债在8-10Y附近的性价比较好，短债在3Y和5Y尚可；农发债在7Y左右的性价比较好，短债在3Y尚可；口行债在8-9Y左右性价比不错，短债在3Y尚可。

具体从长端债券选择来看，考虑当前债市波动较大，建议投资者可以在老券中选择利率水平稍高且流动性尚可的个券。国开方面，当前230210、IB-240205、IB的利差在4BP左右，这一利差处于中性水平，但需要注意240205存量规模已经达到3560亿，临近其换券的时间也较近，这会使得240205很难出现超强表现。230210有换券预期带来的短暂的相对资本利得机会，但幅度不大。在国开老券中，220220性价比尚可。

国债方面，目前230026、IB和240004、IB的利差在4-5BP左右，处于偏高水平，但考虑到国债流动性较历史有明显提高，故当前认为两活跃券之间的区别不大。另外，由于老券利率更高，230018和230012也值得关注，其持有价值较好。当前10年国开-国债利差在11BP左右，利差处于短时间的中性状态，后续利差跟随行情变动的概率较大，如果债市继续调整，利差可能还会走阔。30年国债方面，30年国债新老券利差在4BP左右，该利差相对出现回落，目前认为230009和230023之间的区别不大。老券可以关注220024，220008，200004。

中短端债券方面，在哑铃型组合上，利率债可以考虑220208、IB，230020、IB，230025、IB等。较短端位置可以考虑利率偏高的浮息债，在短时间预计资金面很难进一步宽松、LPR持稳的情况下，近期浮息债表现强于固息债，目前挂钩LPR的浮息债可以选择230213、IB，220217、IB，挂钩DR007的浮息债价值可以考虑23农发清发04。

风险提示

经济表现超预期、宏观政策超预期、政府债发行超预期。

相关报告

- 《长期利率调整对持有长期信用债的启示》—2024.04.26
- 《积极化解非标下，哪些区域值得关注？》—2024.04.24
- 《地方政府化解债务最新进展》—2024.04.14

正文目录

1 债市周观点：5月债券投资策略分析.....	1
1.1 债市周度回顾.....	2
1.2 债市周观点：5月债券投资策略分析.....	3
1.2.1 5月债券投资策略分析.....	3
1.2.2 大类资产比较来看，债券并无优势.....	5
1.2.3 利率预测模型对长端国债利率更偏多.....	6
1.2.4 期货多空比显示投资者做多情绪降温.....	7
1.3 利率债择券性价比比较.....	7
1.3.1 收益率曲线可能震荡或偏平.....	7
1.3.2 债券择券推荐.....	11
2 风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 主要利率债每周涨跌跟踪.....	3
图表 2: 不同期限债券品种涨跌跟踪.....	3
图表 3: 国内各大类资产价格处于历史五年的百分位点情况 (2024.4).....	5
图表 4: 沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率 (单位: %).....	6
图表 5: 沪深 300 股息率/10 年国债利率.....	6
图表 6: 10 年期国债利率及模型预测多 (红) 空 (绿) 时期 (单位: %).....	6
图表 7: 10 年期国开债利率及模型预测多 (红) 空 (绿) 时期 (单位: %).....	7
图表 8: 国债期货多空比 (单位: 元).....	7
图表 9: 国债期限利差 (10-1Y) (单位: %, bp).....	8
图表 10: 国债和国开债收益率曲线跟踪 (单位: bp).....	8
图表 11: 市场资金利率与政策利率 (单位: %).....	8
图表 12: 短端利率隐含的资金利率 (单位: %).....	9
图表 13: 浮息债的隐含资金利率变化 (单位: %).....	9
图表 14: 230213 的隐含降息预期变化 (单位: %, BP).....	9
图表 15: 政金债浮息债的性价比测算.....	9
图表 16: 10 年国债与 1 年存单利率的对比 (单位: %, BP).....	10
图表 17: 国开债生命周期下的收益测算 (横轴单位: 年).....	12
图表 18: 国债生命周期下的收益测算 (横轴单位: 年).....	12
图表 19: 国债骑乘策略收益测算 (单位: %).....	12
图表 20: 国开骑乘策略收益测算 (单位: %).....	12
图表 21: 地方债骑乘策略收益测算 (单位: %).....	13
图表 22: 国债的持有收益对比 (单位: %).....	13
图表 23: 国开债的持有收益对比 (单位: %).....	13
图表 24: 农发债的持有收益对比 (单位: %).....	13
图表 25: 口行债的持有收益对比 (单位: %).....	13
图表 26: 10 年国开债次新券-新券利差 (单位: BP).....	14
图表 27: 10 年国债次新券-新券利差 (单位: BP).....	14

图表 28: 国债与国开债骑乘收益比较 (单位: %)	14
图表 29: 国债与中票 (AAA) 骑乘收益比较 (单位: %)	14
图表 30: 国债与二级资本债 (AAA-) 骑乘收益比较 (单位: %)	14
图表 31: 城投 (AA+) 骑乘策略收益测算 (单位: %)	15
图表 32: 二级资本债 (AAA-) 骑乘策略收益测算 (单位: %)	15
图表 33: 3 年与 5 年二级资本债的持有收益对比 (AAA-, 单位: %)	15
图表 34: 各债券品种信用利差跟踪 (单位: BP)	16

1 债市周观点：5月债券投资策略分析

核心观点：

在经历明显上行后，短端利率的定价得到修复，按照历史经验，稳健状态下，1Y存单利率目前隐含的R007水平在1.75-1.80%左右（当前R007在1.90%左右），3Y国开隐含的R007水平在1.70%左右。从浮息债来看，投资者认为未来DR007可能在1.80%左右，认为1YLPR可能会有接近15BP左右的下调空间。

后续来看，由于投资者较为担忧资金防空转的关注出现上升，对于后续继续降存款利率和相应宽松措施的预期有所回落，短端利率也因此上行明显。当前1Y存单利率逼近2.2%，但考虑到市场资金依然充足，且在促进经济增长和支持政府债发行的背景下，虽然5月政府债发行有放量的可能性，预计资金面可能会有波动但不会出现大幅收敛，按照平均定价水平，1Y国股存单利率在2.3%-2.4%左右值得关注。

而从长端利率来说，在央行再度关注长端收益率后，市场止盈情绪浓厚。我们构建的利率预测模型之一的技术指标模型也于4.23日由多转空，短时间市场行情可能会运行偏弱。但考虑到经济基本面并未发生较大改变，货币政策转向的概率也很小，因此当前预计长端利率没有大幅上行的基础，五一假期后，10年国债后续可以在2.4%左右重点关注，出现以下情况可以考虑逢调整买入：1. 利率上行动能减弱；2. 存款利率再度下调或者相应宽松措施；3. 政府债发行节奏对于资金面的影响不大。但需要灵活关注几个风险点：利率持续上行是否会引发负反馈；央行后续对于长端收益率的关注是否会持续；资金面是否会收敛；房地产政策是否有进一步优化。

在投资组合上，考虑当前利率波动加大，建议依然持有灵活性更强的哑铃型组合，整体久期建议保持在平均水平以下。较短端的品种可以选择信用债和浮息利率债，流动性不佳的影响小，重点是要有较高的持有回报；长端位置当前建议流动性尚可的利率老券，长端信用债在行情波动时谨慎持有。而后续进一步调整后，5月期间可以择机重新加久期，选择5Y二永、10年（30年）利率较高的老券、长端信用债等品种。

择券思路，静态来看，当前国债在3Y左右的性价比较好，7-10Y尚可、区别不大；国开债在8-10Y附近的性价比较好，短债在3Y和5Y尚可；农发债在7Y左右的性价比较好，短债在3Y尚可；口行债在8-9Y左右性价比不错，短债在3Y尚可。

具体从长端债券选择来看，考虑当前债市波动较大，建议投资者可以在老券中选择利率水平稍高且流动性尚可的个券。国开方面，当前230210、IB-240205、IB的利差在4BP左右，这一利差处于中性水平，但需要注意240205存量规模已经

达到 3560 亿，临近其换券的时间也较近，这会使得 240205 很难出现超强表现。230210 有换券预期带来的短暂的相对资本利得机会，但幅度不大。在国开老券中，220220 性价比尚可。

国债方面，目前 230026. IB 和 240004. IB 的利差在 4-5BP 左右，处于偏高水平，但考虑到国债流动性较历史有明显提高，故当前认为两活跃券之间的区别不大。另外，由于老券利率更高，230018 和 230012 也值得关注，其持有价值较好。当前 10 年国开-国债利差在 11BP 左右，利差处于短时间中性状态，后续利差跟随行情变动的概率较大，如果债市继续调整，利差可能还会走阔。30 年国债方面，30 年国债新老券利差在 4BP 左右，该利差相对出现回落，目前认为 230009 和 230023 之间的区别不大。老券可以关注 220024，220008，200004。

中短端债券方面，在哑铃型组合上，利率债可以考虑 220208. IB, 230020. IB, 230025. IB 等。较短端位置可以考虑利率偏高的浮息债，在短时间预计资金面很难进一步宽松、LPR 持稳的情况下，近期浮息债表现强于固息债，目前挂钩 LPR 的浮息债可以选择 230213. IB, 220217. IB, 挂钩 DR007 的浮息债价值可以考虑 23 农发清发 04。

二永债方面，考虑流动性之后，二级资本债和永续债均在 5Y 左右的性价比稍高。不过也可以选择 1-2Y 左右的二永债作为哑铃型的短端品种之一。近期，随着债市调整，二永债信用利差有所走阔，较短端的位置（1-2Y）可以基于信用利差走阔加强配置，而久期稍高的位置建议继续等待，因为随着久期升高，其票息的防守空间会逐步下降。

1.1 债市周度回顾

过去一周，债券利率调整明显，具体来看，债券于周二持续上涨后，随着央行再度提示长期利率风险，债券利率开始转而上行，这期间影响债市调整的因素主要有：（1）央行再度表态关注长期收益率风险，投资者止盈情绪升温；（2）在担忧资金防空转的情况下，存单利率等短端品种出现明显上行；（3）投资者预期后续房地产政策可能会有进一步的优化调整。

图表 1: 主要利率债每周涨跌跟踪

货币中介成交价格	债券代码	当前收益率(%)	上周收益率(%)	涨跌幅(BP)
30年国债	230023	2.535	2.44	9.50
	230009	2.5775	2.4825	9.50
10年国债	240004	2.323	2.254	6.90
	230026	2.3675	2.296	7.15
	230018	2.375	2.3125	6.25
	230012	2.3725	2.3125	6.00
10年国开	240205	2.433	2.3225	11.05
	230215	2.4725	2.3675	10.50
	230210	2.4725	2.3625	11.00
	230205	2.47	2.365	10.50

来源: Wind, 华福证券研究所

图表 2: 不同期限债券品种涨跌跟踪

中债估值	期限	本周收益率(%)	上周收益率(%)	涨跌幅(BP)	期限	本周收益率(%)	上周收益率(%)	涨跌幅(BP)		
国债	1Y	1.66	1.69	-2.9	1Y	1.89	1.83	5.3		
	2Y	1.89	1.85	4.3	2Y	2.04	2.02	2.2		
	3Y	2.00	1.99	0.5	3Y	2.12	2.07	5.3		
	5Y	2.12	2.08	4.9	5Y	2.19	2.14	4.8		
	7Y	2.28	2.22	5.4	7Y	2.37	2.29	7.9		
	10Y	2.31	2.25	5.4	10Y	2.40	2.32	7.8		
	30Y	2.53	2.44	8.5	20Y	2.60	2.56	4.1		
	50Y	2.65	2.61	3.9	30Y	2.66	2.58	8.5		
	地方债	1Y	1.83	1.89	-6.0	1Y	1.90	1.87	2.8	
		2Y	2.03	2.03	0.0	2Y	2.05	2.02	2.7	
3Y		2.13	2.06	7.0	3Y	2.11	2.09	2.1		
5Y		2.21	2.22	-1.0	5Y	2.23	2.20	2.9		
7Y		2.33	2.36	-3.0	7Y	2.36	2.31	5.0		
10Y		2.44	2.46	-2.0	10Y	2.44	2.38	5.7		
20Y		2.64	2.62	2.0	20Y	2.63	2.55	7.5		
30Y		2.64	2.64	0.0	农发债	1Y	1.90	1.87	3.1	
农发债		1Y	1.90	1.87		3.1	同业存单 (国有银行) 1Y	2.07	2.04	3.1
		2Y	2.06	2.04		1.3	同业存单 (股份制银行) 1Y	2.08	2.05	2.9
	3Y	2.13	2.09	4.0		同业存单 (农商行) 1Y	2.15	2.11	3.6	
	5Y	2.23	2.20	3.5		6M	1.97	1.93	4.0	
	7Y	2.38	2.31	7.3		1Y	2.07	2.04	3.1	
	10Y	2.45	2.38	6.5		6M	1.99	1.95	4.3	
	20Y	2.62	2.54	7.7		1Y	2.08	2.05	2.9	
						6M	2.04	1.99	4.9	
						1Y	2.15	2.11	3.6	

来源: Wind, 华福证券研究所

1.2 债市周观点: 5月债券投资策略分析

1.2.1 5月债券投资策略分析

在经历明显上行后,短端利率的定价得到修复,按照历史经验,稳健状态下,1Y存单利率目前隐含的R007水平在1.75-1.80%左右(当前R007在1.90%左右),3Y国开隐含的R007水平在1.70%左右。从浮息债来看,投资者认为未来DR007可能在1.80%左右,认为1YLPR可能会有接近15BP左右的下调空间。

后续来看,由于投资者较为担忧资金防空转的关注出现上升,对于后续继续降存款利率和相应宽松措施的预期有所回落,短端利率也因此上行明显。当前1Y存单利率逼近2.2%,但考虑到市场资金依然充足,且在促进经济增长和支持政府

债发行的背景下，虽然5月政府债发行有放量的可能性，预计资金面可能会有波动但不会出现大幅收敛，按照平均定价水平，1Y国股存单利率在2.3%-2.4%左右值得关注。

而从长端利率来说，在央行再度关注长端收益率后，市场止盈情绪浓厚。我们构建的利率预测模型之一的技术指标模型也于4.23日由多转空，短时间市场行情可能会运行偏弱。但考虑到经济基本面并未发生较大改变，货币政策转向的概率也很小，因此当前预计长端利率没有大幅上行的基础，五一假期后，10年国债后续可以在2.4%左右重点关注，出现以下情况可以考虑逢调整买入：1. 利率上行动能减弱；2. 存款利率再度下调或者相应宽松措施；3. 政府债发行节奏对于资金面的影响不大。但需要灵活关注几个风险点：利率持续上行是否会引发负反馈；央行后续对于长端收益率的关注是否会持续；资金面是否会收敛；房地产政策是否有进一步优化。

在投资组合上，考虑当前利率波动加大，建议依然持有灵活性更强的哑铃型组合，整体久期建议保持在平均水平以下。较短端的品种可以选择信用债和浮息利率债，流动性不佳的影响小，重点是要有较高的持有回报；长端位置当前建议流动性尚可的利率老券，长端信用债在行情波动时谨慎持有。而后续进一步调整后，5月期间可以择机重新加久期，选择5Y二永、10年（30年）利率较高的老券、长端信用债等品种。

择券思路上，静态来看，当前国债在3Y左右的性价比较好，7-10Y尚可、区别不大；国开债在8-10Y附近的性价比较好，短债在3Y和5Y尚可；农发债在7Y左右的性价比较好，短债在3Y尚可；口行债在8-9Y左右性价比不错，短债在3Y尚可。

具体从长端债券选择来看，考虑当前债市波动较大，建议投资者可以在老券中选择利率水平稍高且流动性尚可的个券。国开方面，当前230210.IB-240205.IB的利差在4BP左右，这一利差处于中性水平，但需要注意240205存量规模已经达到3560亿，临近其换券的时间也较近，这会使得240205很难出现超强表现。230210有换券预期带来的短暂的相对资本利得机会，但幅度不大。在国开老券中，220220性价比尚可。

国债方面，目前230026.IB和240004.IB的利差在4-5BP左右，处于偏高水平，但考虑到国债流动性较历史有明显提高，故当前认为两活跃券之间的区别不大。另外，由于老券利率更高，230018和230012也值得关注，其持有价值较好。当前10年国开-国债利差在11BP左右，利差处于短时间的中性状态，后续利差跟随行情变动的概率较大，如果债市继续调整，利差可能还会走阔。30年国债方面，30年国债新老券利差在4BP左右，该利差相对出现回落，目前认为230009和230023之间的区别不大。老券可以关注220024，220008，200004。

中短端债券方面，在哑铃型组合上，利率债可以考虑220208.IB，230020.IB，

230025.1B 等。较短端位置可以考虑利率偏高的浮息债，在短时间预计资金面很难进一步宽松、LPR 持稳的情况下，近期浮息债表现强于固息债，目前挂钩 LPR 的浮息债可以选择 230213.1B，220217.1B，挂钩 DR007 的浮息债价值可以考虑 23 农发清发 04。

二永债方面，考虑流动性之后，二级资本债和永续债均在 5Y 左右的性价比稍高。不过也可以选择 1-2Y 左右的二永债作为哑铃型的短端品种之一。近期，随着债市调整，二永债信用利差有所走阔，较短端的位置（1-2Y）可以基于信用利差走阔加强配置，而久期稍高的位置建议继续等待，因为随着久期升高，其票息的防守空间会逐步下降。

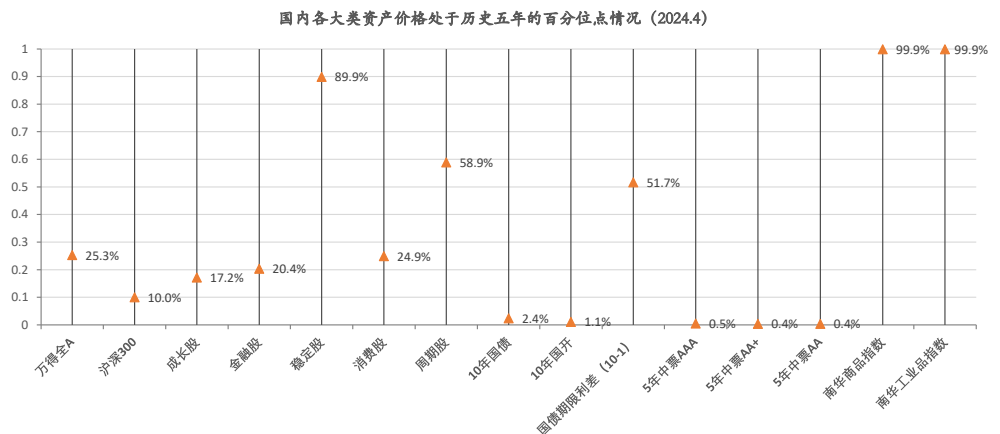
1.2.2 大类资产比较来看，债券并无优势

根据大类资产的估值对比情况，截止最新交易日（2024.4.26）：

1. 横向对比来看，目前债券资产的相对性价比不高。从资产配置的角度来看，债券价格较高，利率水平偏低，当前债券和商品整体的估值水平都不便宜；

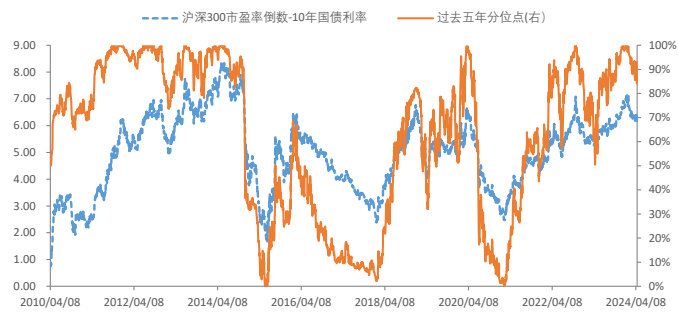
2. 纵向对比来看，当前沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率为 6.14，处于过去五年 83%的分位点；沪深 300 股息率/10 年国债利率为 1.27，处于过去五年 94%的分位点。相对债市来说，股市依然较为便宜。

图表 3：国内各大类资产价格处于历史五年的百分位点情况（2024.4）



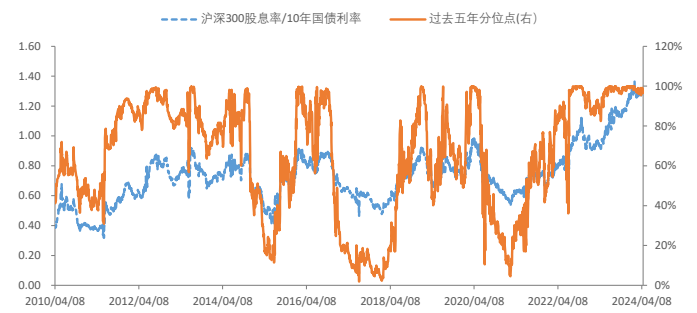
来源：Wind，华福证券研究所

图表 4: 沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率 (单位: %)



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 5: 沪深 300 股息率/10 年国债利率

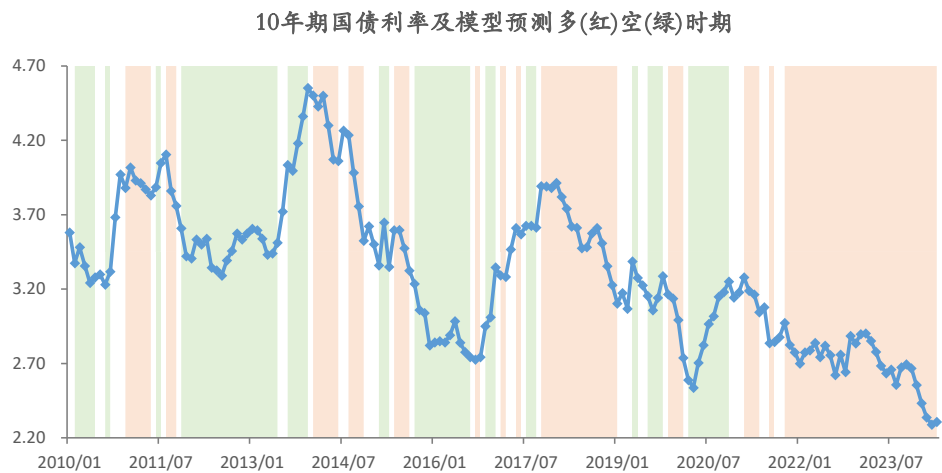


来源: Wind, 华福证券研究所

1.2.3 利率预测模型对长端国债利率更偏多

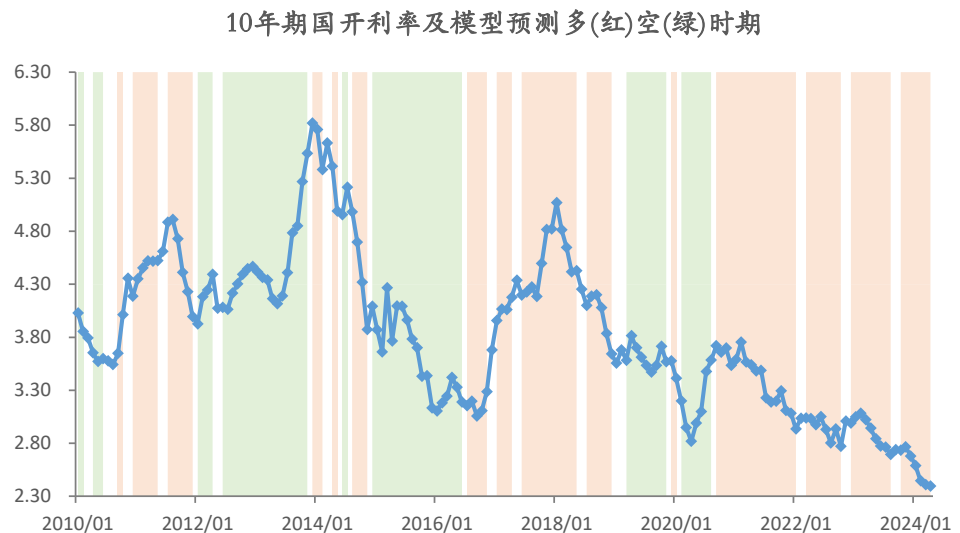
根据我们构建的利率预测模型（动态的 NS 模型），在 4 月 28 日（将此日期数据假设为月底数据），模型对未来长端利率的看法不悲观：4 月 28 日 10 年期国债利率为 2.32%，模型预测未来一个月，10 年国债利率会下行至 2.24%。根据模型历史表现来看，2010 年以来，模型对未来月度变化方向预测的准确度在 65%-70%左右。从收益率曲线结构维度，模型认为国债在长端位置的下行动力更强；国开在长端和中短端均有一定的下行可能性。

图表 6: 10 年期国债利率及模型预测多(红)空(绿)时期 (单位: %)



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 7: 10 年期国开债利率及模型预测多 (红) 空 (绿) 时期 (单位: %)

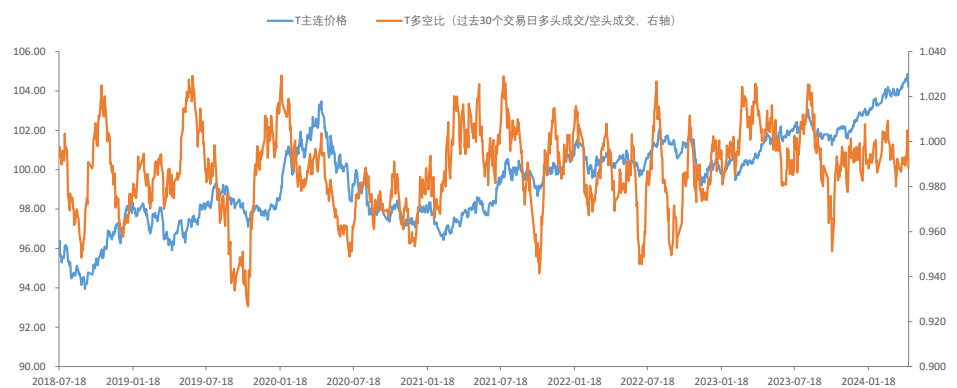


来源: Wind, 华福证券研究所

1.2.4 期货多空比显示投资者做多情绪降温

从国债期货投资者看法的角度, 我们构建了国债期货多空比指标 (多头成交量/空头成交量)。随着近期国债期货冲高回落, 期货投资者原本上升的做多情绪也开始降温, 目前整体多空比指标处于历史中性水平。

图表 8: 国债期货多空比 (单位: 元)



来源: Wind, 华福证券研究所

1.3 利率债择券性价比比较

1.3.1 收益率曲线可能震荡或偏平

过去一周, 短端震荡, 长端利率上行, 收益率曲线走陡, 国债期限利差 (10-1Y) 上行 8BP 至 64BP 左右。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/007015060013006105>