

【华福固收】当前什么投资策略比较好

团队成员

当前什么投资策略比较好

后续来看，如果货币政策出现进一步的宽松，在市场杠杆率水平不高的情况下，中短端利率确实有下行可能性并带动曲线变陡。但考虑到汇率因素，短时间政策放松的概率在下降，且又因为中短端利率当前下行赔率不高，在利率偏震荡的环境中，市场又可能会遇到季末因素和地方政府债发行放量的扰动，因此短时间收益率曲线可能会震荡走平，但幅度预计不大。而且，即使出现宽松现象，也表明央行对于长端利率的关注有所降低，较高下行赔率的长端利率也会有较强的资本利得机会，收益率曲线可能会牛陡后快速牛平。目前来看，大多数中短端品种利率已经达到或者低于4月低点，而10年、30年等期限利率距离4月低点还有空间。

从组合投资上，建议投资者可以保持平均久期，逢调整加仓，期限选择上可以考虑两种方案：1. 保持灵活性较高的哑铃型组合，在长端品种拿收益的同时，也可以及时视市场环境在利率低位情况下止盈；2. 均衡配置在各期限上，因为当前收益率曲线形态很难出现大幅变化，且不同期限利率下行轮动较快，在均衡配置的过程中，可以不断选择止盈利率下行较多的期限而加仓利率下行较少的期限。

择券思路，静态来看，当前国债在7Y、10Y左右的性价比比较好，短债在3Y较好；国开债在10Y附近的性价比比较好，短债在3Y、5Y尚可；农发债在8-9Y左右的性价比比较好，短债在5Y尚可；口行债在8-9Y左右性价比不错，短债在4-5Y尚可。

中短端债券方面，可以考虑240202，190210（190215），240003，230022，240405，200404等。考虑到当前短端利率下行赔率不高，即使未来出现宽松或者降息预期，在当前不算平坦的曲线形态下，长端的资本利得也不会差，而且如果央行降息，说明其对于长端的点位关注也会降低。另外较短端位置也可以考虑利率偏高的浮息债作为哑铃型短端品种，例如230213，230409，240213等。

具体从长端债券选择来看，国开方面，240210的存量规模已经达到2450亿元左右，随着后续再度续发，我们认为其流动性有进一步好转的基础，10年国开一般在上市2个月左右会成为主力券。当前240205-240210的利差在2BP左右，240210的性价比比较好，未来两者利差有走阔空间。此前两者利差小幅走阔又再度收窄，可能与整体新老券利差偏低有关，但我们认为随着后续主力券切换，两者利差走阔的可能性确实较高。另外10Y国开-国债利差在8-9BP左右，虽然偏低但依然可以压缩。国开老券可以选择220220及附近位置。

国债方面，目前240004和240011的利差在2.5BP左右，处于合理水平，建议优先考虑240004。30年国债方面，230023和2400001的利差在0-1BP左右，当前2400001流动性也较好，因此预计两者利差还有走阔空间，可以优先考虑2400001，随着该利率持续在2.5%以下，如果后续央行对于长端利率点位关注点下降，其可能会有更强的表现。7Y国债可以继续考虑230019。

20年国债方面，在央行关注长端利率的背景下，当前非关键位点的20年可能更具有特殊的参与价值，但这一优势可能会逐步消失，可以跟踪后续央行关注情况。另外20年流动性的提升可以提升20年地方债，20年国开（210220，23国开清发20）和20年附近国债老券性价比，比如170022等略微高于20年的位置。另外，当前50-30Y利差在5BP左右，50年的参与价值不强。

综合从长端来看，如果30年特别国债持续在2.5%以下运行，市场确认对于超长端点位的关注度减弱，那么可以重点参与2400001的下行机会，这时2400002的价值将减弱。另外，240210、240410，240004也值得关注。

二永债方面，二级资本债整体在8Y左右的性价比高；中短端维度，二永债在5Y左右性价比稍高。结合当前长端利率还有相对下行空间，可以考虑少量持有5Y永续债，8Y左右的二级资本债，优先考虑长端政策行和国股行二级资本债，且以灵活性为主。

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。

分析师：徐亮

执业证书编号：S0210524040003

邮箱：xl30484@hfzq.com.cn

相关报告

- 《如何看待本次季末回表压力》—
2024.06.18
- 《央行持续关注债市利率变化》
—2024.06.17
- 《短期债券投资的关注与分析》—
2024.06.16

正文目录

1 债市周观点：当前什么投资策略比较好	1
1.1 债市周度回顾	2
1.2 债市周观点：当前什么投资策略比较好	3
1.2.1 当前什么投资策略比较好	3
1.2.2 大类资产比较来看，债券并无优势	4
1.2.3 利率预测模型对债市不悲观	5
1.2.4 期货多空比显示投资者做多情绪较好	6
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	7
1.3.2 债券择券推荐	10
2 风险提示	15

图表目录

图表 1: 主要利率债每周涨跌跟踪	2
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 (2024.6)	5
图表 4: 沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率 (单位: %)	5
图表 5: 沪深 300 股息率/10 年国债利率	5
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: %)	6
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)	7
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: %)	8
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)	9
图表 17: 国开债生命周期下的收益测算 (横轴单位: 年)	11
图表 18: 国债生命周期下的收益测算 (横轴单位: 年)	11
图表 19: 国债骑乘策略收益测算 (单位: %)	11
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: %)	12
图表 22: 国债的持有收益对比 (单位: %)	12
图表 23: 国开债的持有收益对比 (单位: %)	12
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)	13
图表 27: 10 年国债次新券-新券利差 (单位: BP)	13

图表 28: 国债与国开债骑乘收益比较 (单位: %)	13
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: %)	14
图表 32: 二级资本债 (AAA-) 骑乘策略收益测算 (单位: %)	14
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)	15

1 债市周观点：当前什么投资策略比较好

核心观点：

后续来看，如果货币政策出现进一步的宽松，在市场杠杆率水平不高的情况下，中短端利率确实有下行可能性并带动曲线变陡。但考虑到汇率因素，短政策放松的概率在下降，且又因为中短端利率当前下行赔率不高，在利率偏震荡的环境中，市场又可能会遇到季末因素和地方政府债发行放量的扰动，因此短时间收益率曲线可能会震荡走平，但幅度预计不大。而且，即使出现宽松现象，也表明央行对于长端利率的关注有所降低，较高下行赔率的长端利率也会有较强的资本利得机会，收益率曲线可能会牛陡后快速牛平。目前来看，大多数中短端品种利率已经达到或者低于4月低点，而10年、30年等期限利率距离4月低点还有空间。

从组合投资上，建议投资者可以保持平均久期，逢调整加仓，期限选择上可以考虑两种方案：1. 保持灵活性较高的哑铃型组合，在长端品种拿收益的同时，也可以及时视市场环境在利率低位情况下止盈；2. 均衡配置在各期限上，因为当前收益率曲线形态很难出现大幅变化，且不同期限利率下行轮动较快，在均衡配置的过程中，可以不断选择止盈利率下行较多的期限而加仓利率下行较少的期限。

择券思路，静态来看，当前国债在7Y，10Y左右的性价比较好，短债在3Y较好；国开债在10Y附近的性价比较好，短债在3Y，5Y尚可；农发债在8-9Y左右的性价比较好，短债在5Y尚可；口行债在8-9Y左右性价比不错，短债在4-5Y尚可。

中短端债券方面，可以考虑240202，190210（190215），240003，230022，240405，200404等。考虑到当前短端利率下行赔率不高，即使未来出现宽松或者降息预期，在当前不算平坦的曲线形态下，长端的资本利得也不会差，而且如果央行降息，说明其对于长端的点位关注也会降低。另外较短端位置也可以考虑利率偏高的浮息债作为哑铃型短端品种，例如230213，230409，240213等。

具体从长端债券选择来看，国开方面，240210的存量规模已经达到2450亿元左右，随着后续再度续发，我们认为其流动性有进一步好转的基础，10年国开一般在上市2个月左右会成为主力券。当前240205-240210的利差在2BP左右，240210的性价比较好，未来两者利差有走阔空间。此前两者利差小幅走阔又再度收窄，可能与整体新老券利差偏低有关，但我们认为随着后续主力券切换，两者利差走阔的可能性确实较高。另外10Y国开-国债利差在8-9BP左右，虽然偏低但依然可以压缩。国开老券可以选择220220及附近位置。

国债方面，目前240004和240011的利差在2.5BP左右，处于合理水平，建议优先考虑240004。30年国债方面，230023和2400001的利差在0-1BP左右，

当前 2400001 流动性也较好，因此预计两者利差还有走阔空间，可以优先考虑 2400001，随着该利率持续在 2.5% 以下，如果后续央行对于长端利率点位关注点下降，其可能会有更强的表现。7Y 国债可以继续考虑 230019。

20 年国债方面，在央行关注长端利率的背景下，当前非关键位点的 20 年可能更具有特殊的参与价值，但这一优势可能会逐步消失，可以跟踪后续央行关注情况。另外 20 年流动性的提升可以提升 20 年地方债，20 年国开（210220，23 国开清发 20）和 20 年附近国债老券性价比，比如 170022 等略微高于 20 年的位置。另外，当前 50-30Y 利差在 5BP 左右，50 年的参与价值不强。

综合从长端来看，如果 30 年特别国债持续在 2.5% 以下运行，市场确认对于超长端点位的关注度减弱，那么可以重点参与 2400001 的下行机会，这时 2400002 的价值将减弱。另外，240210、240410，240004 也值得关注。

二永债方面，二级资本债整体在 8Y 左右的性价比高；中短端维度，二永债在 5Y 左右性价比稍高。结合当前长端利率还有相对下行空间，可以考虑少量持有 5Y 永续债，8Y 左右的二级资本债，优先考虑长端政策行和国股行二级资本债，且以灵活性为主。在短端信用债方面，建议可以继续在有化债支持的偏弱资质城投中进行挖掘。

1.1 债市周度回顾

过去一周，债市震荡偏强，30 年等超长债表现亮眼。债券利率整体先下后上，原因主要在于：1. 央行在上半周投放较多流动性，但下半周投放量不及预期，资金利率略微收敛；2. 市场认为在行长讲话后可能会看到降息出现，但降息并未落地。另外，此前中小银行下调存款利率也一定程度提振市场情绪。此外，30 年等超长端表现较好，主要原因是此前其下行相对较少，且本周 30 年利率运行到 2.5% 以下后并未看到相应措施。

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	2400001	2.479	2.5075	-2.85
	230023	2.48	2.512	-3.20
10年国债	240011	2.2575	2.2575	0.00
	240004	2.2825	2.295	-1.25
	230026	2.29	2.3025	-1.25
	230018	2.288	2.305	-1.70
10年国开	240210	2.344	2.345	-0.10
	240205	2.3635	2.375	-1.15
	230215	2.3675	2.375	-0.75
	230210	2.365	2.37	-0.50

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	1.59	1.59	-0.3	国开债	1Y	1.78	1.80	-2.1
	2Y	1.69	1.78	-8.5		2Y	1.90	1.92	-1.6
	3Y	1.90	1.90	0.2		3Y	2.00	2.03	-3.5
	5Y	2.04	2.06	-2.0		5Y	2.08	2.10	-1.9
	7Y	2.18	2.21	-2.4		7Y	2.26	2.27	-1.6
	10Y	2.26	2.26	0.1		10Y	2.34	2.33	1.1
	30Y	2.48	2.50	-1.9		20Y	2.49	2.50	-1.6
	50Y	2.53	2.55	-1.8	30Y	2.56	2.58	-2.8	
地方债	1Y	1.75	1.70	5.0	口行债	1Y	1.77	1.80	-3.0
	2Y	1.82	1.85	-3.0		2Y	1.93	1.94	-0.8
	3Y	1.97	2.00	-3.0		3Y	2.00	2.03	-2.8
	5Y	2.17	2.16	1.0		5Y	2.13	2.16	-3.4
	7Y	2.31	2.29	2.0		7Y	2.27	2.28	-0.8
	10Y	2.38	2.42	-4.0		10Y	2.38	2.39	-0.2
	20Y	2.53	2.56	-3.0		20Y	2.49	2.52	-3.9
	30Y	2.53	2.57	-4.0					
农发债	1Y	1.77	1.80	-2.9	同业存单	6M	1.93	1.92	0.7
	2Y	1.92	1.94	-2.3	(国有银行)	1Y	2.02	2.04	-1.8
	3Y	2.00	2.03	-2.5	同业存单	6M	1.94	1.93	0.7
	5Y	2.13	2.16	-2.6	(股份制银行)	1Y	2.03	2.05	-1.8
	7Y	2.28	2.29	-1.2	同业存单	6M	1.95	1.96	-1.1
	10Y	2.38	2.39	-0.3	(农商行)	1Y	2.07	2.08	-1.1
	20Y	2.48	2.52	-3.2					

来源：Wind，华福证券研究所

1.2 债市周观点：当前什么投资策略比较好

1.2.1 当前什么投资策略比较好

后续来看，如果货币政策出现进一步的宽松，在市场杠杆率水平不高的情况下，中短端利率确实有下行可能性并带动曲线变陡。但考虑到汇率因素，短时间政策放松的概率在下降，且又因为中短端利率当前下行赔率不高，在利率偏震荡的环境中，市场又可能会遇到季末因素和地方政府债发行放量的扰动，因此短时间收益率曲线可能会震荡走平，但幅度预计不大。而且，即使出现宽松现象，也表明央行对于长端利率的关注有所降低，较高下行赔率的长端利率也会有较强的资本利得机会，收益率曲线可能会牛陡后快速牛平。目前来看，大多数中短端品种利率已经达到或者低于4月低点，而10年、30年等期限利率距离4月低点还有空间。

从组合投资上，建议投资者可以保持平均久期，逢调整加仓，期限选择上可以考虑两种方案：1. 保持灵活性较高的哑铃型组合，在长端品种拿收益的同时，也可以及时视市场环境在利率低位情况下止盈；2. 均衡配置在各期限上，因为当前收益率曲线形态很难出现大幅变化，且不同期限利率下行轮动较快，在均衡配置的过程中，可以不断选择止盈利率下行较多的期限而加仓利率下行较少的期限。

择券思路，静态来看，当前国债在7Y，10Y左右的性价比较好，短债在3Y较好；国开债在10Y附近的性价比较好，短债在3Y，5Y尚可；农发债在8-9Y左右的性价比较好，短债在5Y尚可；口行债在8-9Y左右性价比不错，短债在4-5Y尚可。

中短端债券方面，可以考虑 240202，190210（190215），240003，230022，

240405, 200404 等。考虑到当前短端利率下行赔率不高, 即使未来出现宽松或者降息预期, 在当前不算平坦的曲线形态下, 长端的资本利得也不会差, 而且如果央行降息, 说明其对于长端的点位关注也会降低。另外较短端位置也可以考虑利率偏高的浮息债作为哑铃型短端品种, 例如 230213, 230409, 240213 等。

具体从长端债券选择来看, 国开方面, 240210 的存量规模已经达到 2450 亿元左右, 随着后续再度续发, 我们认为其流动性有进一步好转的基础, 10 年国开一般在上市 2 个月左右会成为主力券。当前 240205-240210 的利差在 2BP 左右, 240210 的性价比较好, 未来两者利差有走阔空间。此前两者利差小幅走阔又再度收窄, 可能与整体新老券利差偏低有关, 但我们认为随着后续主力券切换, 两者利差走阔的可能性确实较高。另外 10Y 国开-国债利差在 8-9BP 左右, 虽然偏低但依然可以压缩。国开老券可以选择 220220 及附近位置。

国债方面, 目前 240004 和 240011 的利差在 2.5BP 左右, 处于合理水平, 建议优先考虑 240004。30 年国债方面, 230023 和 2400001 的利差在 0-1BP 左右, 当前 2400001 流动性也较好, 因此预计两者利差还有走阔空间, 可以优先考虑 2400001, 随着该利率持续在 2.5% 以下, 如果后续央行对于长端利率点位关注点下降, 其可能会有更强的表现。7Y 国债可以继续考虑 230019。

20 年国债方面, 在央行关注长端利率的背景下, 当前非关键点位的 20 年可能更具有特殊的参与价值, 但这一优势可能会逐步消失, 可以跟踪后续央行关注情况。另外 20 年流动性的提升可以提升 20 年地方债, 20 年国开 (210220, 23 国开清发 20) 和 20 年附近国债老券性价比, 比如 170022 等略微高于 20 年的位置。另外, 当前 50-30Y 利差在 5BP 左右, 50 年的参与价值不强。

综合从长端来看, 如果 30 年特别国债持续在 2.5% 以下运行, 市场确认对于超长端点位的关注度减弱, 那么可以重点参与 2400001 的下行机会, 这时 2400002 的价值将减弱。另外, 240210、240410, 240004 也值得关注。

二永债方面, 二级资本债整体在 8Y 左右的性价比高; 中短端维度, 二永债在 5Y 左右性价比稍高。结合当前长端利率还有相对下行空间, 可以考虑少量持有 5Y 永续债, 8Y 左右的二级资本债, 优先考虑长端政策行和国股行二级资本债, 且以灵活性为主。在短端信用债方面, 建议可以继续在有化债支持的偏弱资质城投中进行挖掘。

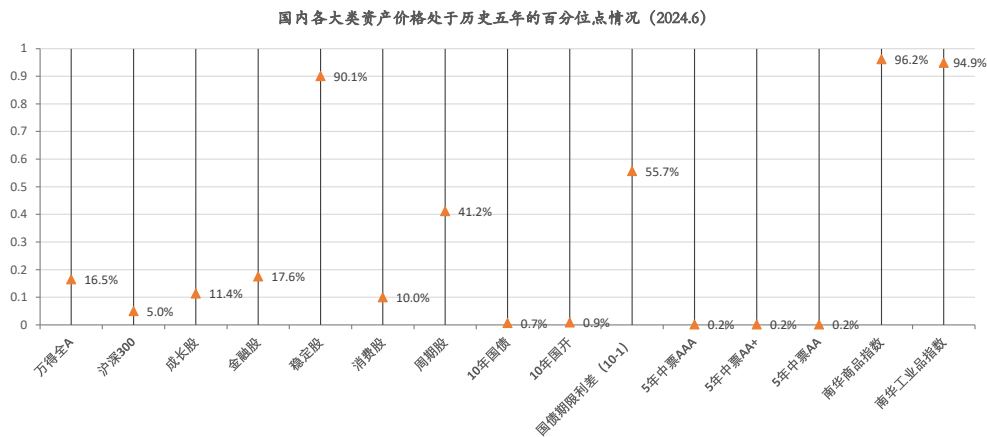
1.2.2 大类资产比较来看, 债券并无优势

根据大类资产的估值对比情况, 截止最新交易日 (2024.6.21):

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;

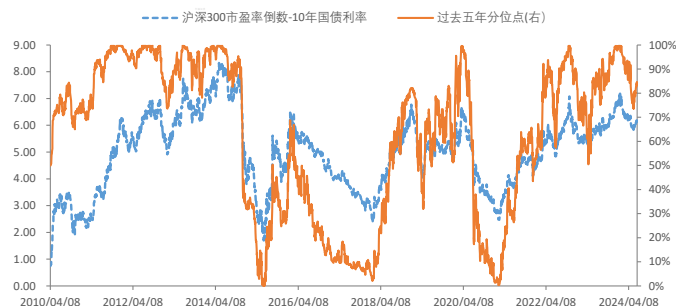
2. 纵向对比来看，当前沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率为 6.20，处于过去五年 85%的分位点；沪深 300 股息率/10 年国债利率为 1.45，处于过去五年 100%的分位点。相对债市来说，股市依然较为便宜。

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（2024.6）



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

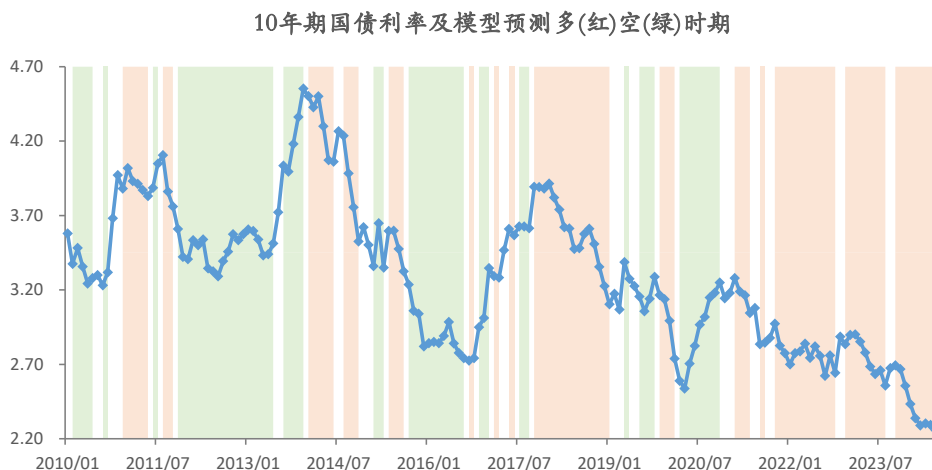


来源：Wind，华福证券研究所

1.2.3 利率预测模型对债市不悲观

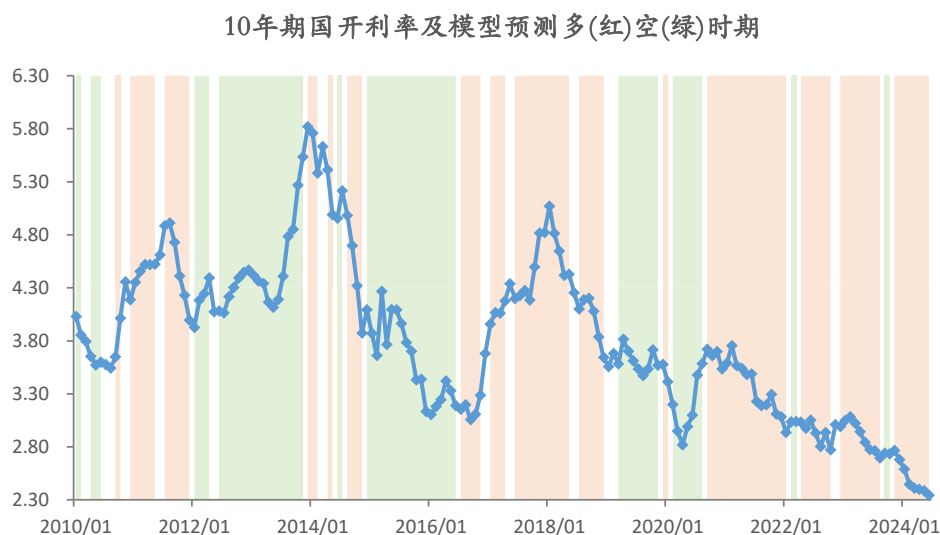
根据我们构建的利率预测模型（动态的 NS 模型），在 6 月 21 日（将此日期数据假设为月底数据），模型对未来长端利率的看法不悲观：6 月 21 日 10 年期国债利率为 2.26%，模型预测未来一个月，10 年国债利率会下行至 2.18%。根据模型历史表现来看，2010 年以来，模型对未来月度变化方向预测的准确度在 65%-70%左右。从收益率曲线结构维度，模型认为国债和国开曲线均有下行空间，其中短端国债的下行空间相对较小。

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: %)

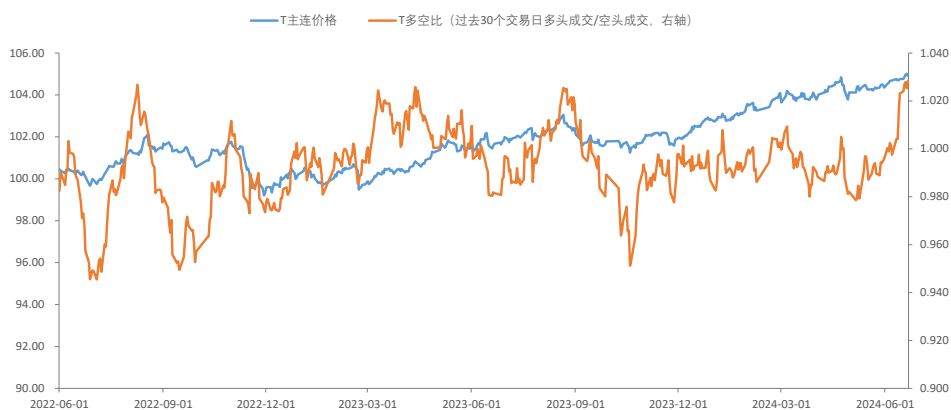


来源: Wind, 华福证券研究所

1.2.4 期货多空比显示投资者做多情绪较好

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）。近期国债期货价格冲高回落，整体于高位震荡偏强，期货多空比目前也处于相对高位，反映期货投资者在过去短时间比较看好债券市场。

图表 8: 国债期货多空比 (单位: 元)



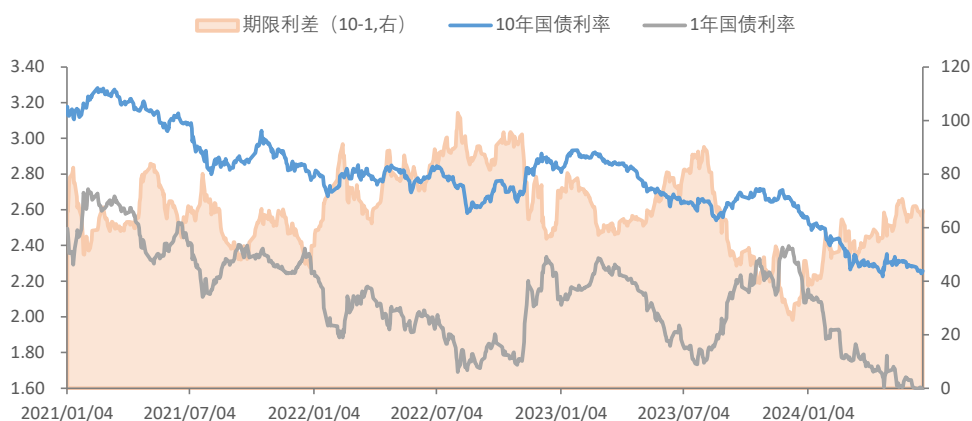
来源: Wind, 华福证券研究所

1.3 利率债择券性价比比较

1.3.1 收益率曲线可能震荡

过去一周, 长短端震荡, 收益率曲线略微变陡, 国债期限利差 (10-1Y) 上行 1BP 至 67BP 左右。

图表 9: 国债期限利差 (10-1Y) (单位: %, bp)



来源: Wind, 华福证券研究所

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/668027050042006106>