

【华福固收】政策宽松与债券策略

团队成员

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

政策宽松与债券策略

在短端利率维度，从定价来看，1Y 存单和 3Y 国开隐含的 R007(1M) 水平分别在 1.80% 和 1.70% 左右，虽然当前 R007 水平相对债券利率依然偏高，但如果市场存在政策宽松预期，那么短端利率还有下行机会。

近期一个重要的关注点是：短端国债利率下行明显，但是存单利率为什么下行缓慢。主要原因有两点：（1）银行对于资金及负债需求较强，且恰逢季末时点，存单利率有季节性调整压力；（2）随着外汇掉期点的下降，境外资金持有国内短债的性价比在不断下降，其对于国内短债的偏好和买入预计也会边际下降，这可能会影响利率及存单的边际性价比，在 8 月底，境外机构持有 1Y 国债-1Y 美债的收益差值已经降低到 10BP 左右。

在存单利率已经反映上述因素的情况下，后续来看，可能会有一些因素使得存单补涨：（1）农商行可能存在降久期或调仓需求，其在季末时点对于存单的买入意愿可能会增加；（2）在美债利率快速下行后，9 月初，境外机构从套利角度持有 1Y 存单的超额收益又回升到 1% 左右，后续不排除境外机构再度买入存单；（3）货币政策在 9 月存在宽松可能性。而如果存单利率下行，那么中短信用债利率也会打开下行空间。

从长端利率来说，在基本面和政策依然保持稳定的情况下，利率容易出现下行。但当前监管对于债市风险和高久期现象依然关注，因此整体利率预计继续保持震荡状态运行。短时间，预计 30 年利率可能在 2.30-2.40% 附近、10 年利率在 2.10-2.20% 附近震荡运行的概率较大，即使偏离震荡区间，幅度和时间也不会太长，如果未来降息落地，那么长端利率的波动曲线有可能下移。

另外，市场对于未来政策宽松的方式较为关注，分别来看：（1）如果后续央行降准，长期资金的释放有助于缓解银行负债压力，这会使得存单及中短端信用存在补涨可能性；（2）如果后续央行降息，那么政策利率下调可能会带动整体收益率曲线的波动区间下移，短端利率下行的同时，赔率较高的长端利率也会再度下行，不排除曲线形态呈现先牛陡后牛平的走势。

整体来说，年内可能还会有利率再度下行的机会，但需要等国内货币政策宽松空间进一步打开。不过，后续如果消费等经济数据进一步明显增长，或者政府债发行冲击超预期，那么利率则可能进一步上行。因此从投资组合上，建议当前主要仓位偏配置持有，可以持有 2-3Y 信用+5-7Y 利率+部分流动性较好的现金组合，根据组合久期来搭配占比，建议整体久期维持在中性或略高水平。也可以考虑 4-5Y 二永的进攻性仓位，但组合状态会偏交易。

择券思路，具体从长端债券选择来看，因为央行对于长端利率的关注，当前 10 年国开、10 年国债和 30 年国债新老券利差均在 0BP 附近波动或者轻微倒挂，如果采用交易思路买入 10 年和 30 年，依然建议选择活跃券。分别来看，在 10 年国开维度，240210 流动性更好一些，可以更多考虑 240210，不过当前 240210 与 240215 利率倒挂 1BP 左右，后续如果两者倒挂加深可以基于赔率考虑 240215；10 年国债方面，240011 流动性较好且与 240017 倒挂不深，可以优先考虑。30 年国债建议更多考虑 2400001。

20 年国债方面，由于政策对于长端利率的关注从 10、30 年维度扩展到整体高久期品种，20 年国债的特殊优势因此减弱。但当前 30-20Y 利差确实偏低，仅为 2BP 左右，20 年的赔率好一点，适合小仓位。但如果是持有仓位等待降息，同久期下建议 5-7Y 的性价比更强一些；如果是交易角度等降息落地后参与利率下行，考虑到 20Y 流动性相对不强，仅建议小仓位可以参与 20 年。

在 6-7Y 左右个券维度，建议可以考虑国债 230014、230028、240006 等；5-6Y 可以考虑国开 200205、200210 等；而 7-8Y 左右位置，国开相对更好一些，例如 220210 左右。但整体在中长端，6Y 左右国债性价比更高一些。

中短端债券方面，可以考虑 230015、230022、240008、240208、240405 等。另外如果从增厚角度来看，短端利率也可以考虑浮息债，例如 DR007 的浮息债：240214、230214，近期固息债利率下行较多，凸显了浮息债的价值。另外，如果短时间是降存量房贷利率，而不是降 LPR，则 LPR 的浮息债也可以考虑，例如 240213、230213 等。

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

正文目录

1 债市周观点：政策宽松与债券策略.....	1
1.1 债市周度回顾	2
1.2 债市周观点：政策宽松与债券策略.....	3
1.2.1 政策宽松与债券策略.....	3
1.2.2 大类资产比较来看，债券并无优势	5
1.2.3 利率预测模型对债市不悲观	6
1.2.4 期货多空比显示投资者情绪偏中性	7
1.3 利率债择券性价比比较	8
1.3.1 收益率曲线短时间整体维持陡峭化	8
1.3.2 债券择券推荐.....	12
2 风险提示	17

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 (2024.9)	6
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: %)	7
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)	8
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)	9
图表 11: 市场资金利率与政策利率 (单位: %)	9
图表 12: 短端利率隐含的资金利率 (单位: %)	9
图表 13: 240214 的隐含资金利率变化 (单位: %)	10
图表 14: 240213 的隐含降息预期变化 (单位: %, BP)	10
图表 15: 政金债浮息债的性价比测算.....	10
图表 16: 10 年国债与 1 年存单利率的对比 (单位: %, BP)	10
图表 17: 境外机构持有美债和中国债券的性价比对比 (单位: %)	11
图表 18: 国开债生命周期下的收益测算 (横轴单位: 年)	13
图表 19: 国债生命周期下的收益测算 (横轴单位: 年)	13
图表 20: 国债骑乘策略收益测算 (单位: %)	13
图表 21: 国开骑乘策略收益测算 (单位: %)	13
图表 22: 地方债骑乘策略收益测算 (单位: %)	14
图表 23: 国债的持有收益对比 (单位: %)	14
图表 24: 国开债的持有收益对比 (单位: %)	14
图表 25: 农发债的持有收益对比 (单位: %)	14
图表 26: 口行债的持有收益对比 (单位: %)	14
图表 27: 10 年国开债次新券-新券利差 (单位: BP)	15

图表 28: 10 年国债次新券-新券利差 (单位: BP)	15
图表 29: 国债与国开债骑乘收益比较 (单位: %)	15
图表 30: 国债与中票 (AAA) 骑乘收益比较 (单位: %)	15
图表 31: 国债与二级资本债 (AAA-) 骑乘收益比较 (单位: %)	15
图表 32: 城投 (AA+) 骑乘策略收益测算 (单位: %)	16
图表 33: 二级资本债 (AAA-) 骑乘策略收益测算 (单位: %)	16
图表 34: 3 年与 5 年二级资本债的持有收益对比 (AAA-, 单位: %)	16
图表 35: 各债券品种信用利差跟踪 (单位: BP)	17

1 债市周观点：政策宽松与债券策略

核心观点：

在短端利率维度，从定价来看，1Y 存单和 3Y 国开隐含的 R007(1M) 水平分别在 1.80%和 1.70%左右，虽然当前 R007 水平相对债券利率依然偏高，但如果市场存在政策宽松预期，那么短端利率还有下行机会。

近期一个重要的关注点是：短端国债利率下行明显，但是存单利率为什么下行缓慢。主要原因有两点：（1）银行对于资金及负债需求较强，且恰逢季末时点，存单利率有季节性调整压力；（2）随着外汇掉期点的下降，境外资金持有国内短债的性价比在不断下降，其对于国内短债的偏好和买入预计也会边际下降，这可能会影响利率及存单的边际性价比，在 8 月底，境外机构持有 1Y 国债-1Y 美债的收益差值已经降低到 10BP 左右。

在存单利率已经反映上述因素的情况下，后续来看，可能会有一些因素使得存单补涨：（1）农商行可能存在降久期或调仓需求，其在季末时点对于存单的买入意愿可能会增加；（2）在美债利率快速下行后，9 月初，境外机构从套利角度持有 1Y 存单的超额收益又回升到 1%左右，后续不排除境外机构再度买入存单；（3）货币政策在 9 月存在宽松可能性。而如果存单利率下行，那么中短信用债利率也会打开下行空间。

从长端利率来说，在基本面和政策依然保持稳定的情况下，利率容易出现下行。但当前监管对于债市风险和高久期现象依然关注，因此整体利率预计继续保持震荡状态运行。短时间，预计 30 年利率可能在 2.30-2.40%附近、10 年利率在 2.10-2.20%附近震荡运行的概率较大，即使偏离震荡区间，幅度和时间也不会太长，如果未来降息落地，那么长端利率的波动曲线有可能下移。

另外，市场对于未来政策宽松的方式较为关注，分别来看：（1）如果后续央行降准，长期资金的释放有助于缓解银行负债压力，这会使得存单及中短端信用存在补涨可能性；（2）如果后续央行降息，那么政策利率下调可能会带动整体收益率曲线的波动区间下移，短端利率下行的同时，赔率较高的长端利率也会再度下行，不排除曲线形态呈现先牛陡后牛平的走势。

整体来说，年内可能还会有利率再度下行的机会，但需要等国内货币政策宽松空间进一步打开。不过，后续如果消费等经济数据进一步明显增长，或者政府债发行冲击超预期，那么利率则可能进一步上行。因此从投资组合上，建议当前主要仓位偏配置持有，可以持有 2-3Y 信用+5-7Y 利率+部分流动性较好的现金组合，根据组合久期来搭配占比，建议整体久期维持在中性或略高水平。也可以考虑 4-5Y 二永的进攻性仓位，但组合状态会偏交易。

择券思路，静态来看，当前国债在 7Y 左右的性价比较好，短债在 5Y 较好；

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/996205150014010221>