



## 固定收益周报

### 证券分析师

徐亮

资格编号: S0120521060004

邮箱: xuliang3@tebon.com.cn

### 研究助理

### 相关研究

1. 《继续做陡收益率曲线》，2023.6.26

2. 《当前如何构建债券组合》，2023.6.25

3. 《2023下半年转债策略: 估值驱动, 防守反击》，2023.6.20

4. 《当前期货多空分别选什么合约》，2023.6.19

## 中短债抢跑后还有性价比吗

### 投资要点:

- 在资金平稳跨季的情况下, 投资者对三季度流动性预期偏宽松, 因此对于中短端利率的买入意愿较强, 收益率曲线再度走陡。目前来看, 1Y 国有存单, 3Y 国开所隐含的 R007 (1M) 中枢分别在 1.90% 和 1.85% 左右 (历史平均利差为 45BP、54BP), 投资者对 DR007 的预期在 1.86% 左右。在整体政策基调宽松的背景下, 三季度的资金水平有较大可能性进一步宽松, 但在经历一波下行后, 中短端利率所隐含的资金水平也确实偏松, 后续可以观察中短端定价在 7 月是否偏贵, 即实际资金水平是否低于投资者预期水平, 如果定价合理, 中短端债券值得继续持有。

对于长端利率来说, 在政策落地情况还未明朗之前, 长端利率的波动可能相对更小一些, 整体以跟随中短端利率变化为主。后续资金水平如果在 7 月更松一些, 整体收益率曲线将会继续变陡, 而在曲线变陡后, 可以观察长端利率的相对性价比和政策出台情况, 在合适时机选择持有灵活性更高的哑铃型组合。

- 在债券期限选择上, 根据目前资金水平测算, 当前国债在 4-5Y 附近的性价比稍强一些; 国开债在 5Y 附近的性价比比较好; 农发债在 4Y 附近的性价比比较好, 5Y 左右尚可; 口行债在 4Y 左右性价比稍好。如果 7 月资金水平能够进一步宽松, 那么 2-3Y 左右国开行的性价比也不错。进一步展开, 考虑到 2-3Y 国开隐含的降息预期在 10-20BP 左右, 而在刚刚降息后, 短时间继续降息概率下降, 因此部分浮息债的性价比可能更高, 例如 230213.IB。
- 具体从个券来说, 国债方面, 当前 220002.IB, 220007.IB, 220016.IB、220022.IB 和 230002.IB 等债券的性价比相对较好; 国开债方面, 当前 220208.IB 等债券的性价比相对较好, 160213.IB, 210208.IB 和 220203.IB 也值得关注; 农发债方面, 当前 220407.IB 等债券的性价比相对较好; 口行债方面, 当前 220315.IB 等债券的性价比相对较好。

从中长端的维度来看, 国开方面, 当前 230205-230210 的利差继续上行但不高, 在行情向好的情况下, 可以继续考虑新券 230210.IB, 如果是短期高频交易也可以选 230205.IB。老券在 220205.IB 和 180210.IB 位置也尚可。国债方面, 230004-230012 的利差中性偏高, 两者性价比差不多, 但考虑到老券利率水平相对偏高, 因此 220021.IB, 220027.IB, 200006.IB, 220017.IB, 220019.IB 和 220025.IB 等债券性价比相对不错。

- 信用债方面, 建议从交易维度选择流动性好的二永债, 当前二永债在 5Y 左右的性价比稍强一些, 3Y 左右性价比尚可, 不愿继续加杠杆的组合可以选择偏长一点的期限, 例如接近 5Y 左右。

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

## 内容目录

1. 债市周观点：中短债抢跑后还有性价比吗 .....	5
1.1. 债市周度回顾 .....	6
1.2. 债市周观点：中短债抢跑后还有性价比吗 .....	6
1.2.1. 中短债抢跑后还有性价比吗 .....	6
1.2.2. 大类资产比较来看，债券并无优势 .....	7
1.2.3. 利率预测模型认为国债中长端机会大 .....	8
1.2.4. 期货多空比有所回升 .....	9
1.3. 利率债择券性价比比较 .....	10
1.3.1. 收益率曲线再度走陡，三季度可能继续变陡 .....	10
1.3.2. 债券择券推荐 .....	12
2. 风险提示 .....	17
信息披露 .....	18

## 图表目录

图 1: 10 年期利率债每周涨跌跟踪 .....	6
图 2: 利率债每周涨跌跟踪 .....	6
图 3: 国内各大类资产价格处于历史五年的百分位点情况 (2023.06) .....	8
图 4: 沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率 (单位: %) .....	8
图 5: 沪深 300 股息率/10 年国债利率 .....	8
图 6: 10 年期国债利率及模型预测多 (红) 空 (绿) 时期 (单位: %) .....	9
图 7: 10 年期国开债利率及模型预测多 (红) 空 (绿) 时期 (单位: %) .....	9
图 8: 国债期货多空比 (单位: 元) .....	10
图 9: 国债期限利差 (10-1Y) (单位: %, bp) .....	10
图 10: 国债与国开收益率跟踪 (单位: bp) .....	11
图 11: 市场资金利率与政策利率 (单位: %) .....	11
图 12: 浮息债的隐含资金利率变化 (单位: BP, %) .....	11
图 13: 利率互换的利率变化 (单位: BP) .....	11
图 14: 230213 的隐含降息预期变化 (单位: BP) .....	12
图 15: 220217 的隐含降息预期变化 (单位: BP) .....	12
图 16: 国开债生命周期下的收益测算 (横轴单位: 年) .....	13
图 17: 国债生命周期下的收益测算 (横轴单位: 年) .....	13
图 18: 国债骑乘策略收益测算 (单位: %) .....	13
图 19: 国开骑乘策略收益测算 (单位: %) .....	14
图 20: 地方债骑乘策略收益测算 (单位: %) .....	14
图 21: 3 年与 5 年国债的持有收益对比 (单位: %) .....	14
图 22: 5 年与 10 年国债的持有收益对比 (单位: %) .....	14
图 23: 3 年与 5 年国开债的持有收益对比 (单位: %) .....	14
图 24: 5 年与 10 年国开债的持有收益对比 (单位: %) .....	14
图 25: 10 年国开债次新券-新券利差 (单位: BP) .....	15
图 26: 10 年国债次新券-新券利差 (单位: BP) .....	15
图 27: 国债与国开、地方债的估值比较 .....	15
图 28: 国债与国开债骑乘收益比较 (单位: %) .....	15
图 29: 国债与中票 (AAA) 骑乘收益比较 (单位: %) .....	15
图 30: 国债与二级资本债 (AAA-) 骑乘收益比较 (单位: %) .....	16
图 31: 中票 (AAA) 骑乘策略收益测算 (单位: %) .....	16

---

图 32: 二级资本债 (AAA-) 骑乘策略收益测算 (单位: %)	16
图 33: 2 年与 5 年二级资本债的持有收益对比 (AAA-, 单位: %)	16

## 1. 债市周观点：中短债抢跑后还有性价比吗

### 核心观点：

在资金平稳跨季的情况下，投资者对三季度流动性预期偏宽松，因此对于中短端利率的买入意愿较强，收益率曲线再度走陡。目前来看，1Y 国有存单，3Y 国开所隐含的 R007（1M）中枢分别在 1.90% 和 1.85% 左右（历史平均利差为 45BP、54BP），投资者对 DR007 的预期在 1.86% 左右。在整体政策基调宽松的背景下，三季度的资金水平有较大可能性进一步宽松，但在经历一波下行后，中短端利率所隐含的资金水平也确实偏松，后续可以观察中短端定价在 7 月是否偏贵，即实际资金水平是否低于投资者预期水平，如果定价合理，中短端债券值得继续持有。

对于长端利率来说，在政策落地情况还未明朗之前，长端利率的波动可能相对更小一些，整体以跟随中短端利率变化为主。后续资金水平如果在 7 月更松一些，整体收益率曲线将会继续变陡，而在曲线变陡后，可以观察长端利率的相对性价比和政策出台情况，在合适时机选择持有灵活性更高的哑铃型组合。

在债券期限选择上，根据目前资金水平测算，当前国债在 4-5Y 附近的性价比稍强一些；国开债在 5Y 附近的性价比较好；农发债在 4Y 附近的性价比较好，5Y 左右尚可；口行债在 4Y 左右性价比稍好。如果 7 月资金水平能够进一步宽松，那么 2-3Y 左右国开行的性价比也不错。进一步展开，考虑到 2-3Y 国开隐含的降息预期在 10-20BP 左右，而在刚刚降息后，短时间继续降息概率下降，因此部分浮息债的性价比可能更高，例如 230213.IB。

具体从个券来说，国债方面，当前 220002.IB，220007.IB，220016.IB、220022.IB 和 230002.IB 等债券的性价比相对较好；国开债方面，当前 220208.IB 等债券的性价比相对较好，160213.IB，210208.IB 和 220203.IB 也值得关注；农发债方面，当前 220407.IB 等债券的性价比相对较好；口行债方面，当前 220315.IB 等债券的性价比相对较好。

从中长端的维度来看，国开方面，当前 230205-230210 的利差继续上行但不高，在行情向好的情况下，可以继续考虑新券 230210.IB，如果是短期高频交易也可以选 230205.IB。老券在 220205.IB 和 180210.IB 位置也尚可。国债方面，230004-230012 的利差中性偏高，两者性价比差不多，但考虑到老券利率水平相对偏高，因此 220021.IB，220027.IB，200006.IB，220017.IB，220019.IB 和 220025.IB 等债券性价比相对不错。

信用债方面，建议从交易维度选择流动性好的二永债，当前二永债在 5Y 左右的性价比稍强一些，3Y 左右性价比尚可，不愿继续加杠杆的组合可以选择偏长一点的期限，例如接近 5Y 左右。

## 1.1. 债市周度回顾

过去一周，债券整体利率下行，中短端债券表现更好一些。主要原因在于季末资金表现相对平稳，投资者对7月流动性偏松的预期较高。而长端债券在政策刺激还未明朗情况下表现相对不强，整体走势跟随中短端。

图 1：10 年期利率债每周涨跌跟踪

货币中介成交价格	债券代码	本周收益率(%)	上周收益率(%)	涨跌幅(BP)
10年国债	230012	2.6375	2.67	-3.25
	230004	2.6775	2.7	-2.25
	220025	2.71	2.725	-1.50
	220019	2.71	2.739	-2.90
10年国开	230210	2.7775	2.808	-3.05
	230205	2.83	2.847	-1.70
	220220	2.8745	2.912	-3.75
	220215	2.875	2.91	-3.50

资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：利率债每周涨跌跟踪

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	1.87	1.92	-4.4	1Y	2.09	2.13	-3.9		
	2Y	2.14	2.18	-4.0	2Y	2.31	2.37	-6.5		
	3Y	2.23	2.28	-5.5	3Y	2.37	2.45	-7.7		
	5Y	2.42	2.47	-5.0	5Y	2.53	2.58	-5.0		
	7Y	2.63	2.66	-3.4	7Y	2.77	2.78	-1.3		
	10Y	2.64	2.67	-3.5	10Y	2.77	2.81	-3.6		
	30Y	3.01	3.04	-3.5	20Y	3.13	3.15	-2.0		
	50Y	3.15	3.17	-2.0	30Y	3.15	3.17	-2.0		
	地方债	1Y	1.95	2.05	-10.0	1Y	2.11	2.17	-5.7	
		2Y	2.33	2.31	2.0	2Y	2.35	2.40	-4.7	
3Y		2.38	2.39	-1.0	3Y	2.42	2.47	-5.2		
5Y		2.58	2.59	-1.0	5Y	2.62	2.68	-5.7		
7Y		2.79	2.77	2.0	7Y	2.76	2.78	-2.4		
10Y		2.87	2.88	-1.0	10Y	2.88	2.92	-3.8		
20Y		3.16	3.15	1.0	20Y	3.17	3.19	-2.0		
30Y		3.16	3.17	-1.0						
农发债		1Y	2.10	2.19	-8.5	同业存单	6M	2.26	2.21	4.6
		2Y	2.36	2.40	-3.4	(国有银行)	1Y	2.33	2.35	-2.6
	3Y	2.42	2.46	-4.6	同业存单	6M	2.27	2.22	4.6	
	5Y	2.63	2.67	-3.9	(股份制银行)	1Y	2.34	2.37	-2.7	
	7Y	2.78	2.80	-2.0	同业存单	6M	2.31	2.29	1.9	
	10Y	2.89	2.92	-3.0	(农商行)	1Y	2.46	2.49	-3.4	
	20Y	3.16	3.18	-2.0						

资料来源：Wind，德邦研究所

## 1.2. 债市周观点：中短债抢跑后还有性价比吗

### 1.2.1. 中短债抢跑后还有性价比吗

在资金平稳跨季的情况下，投资者对三季度流动性预期偏宽松，因此对于中短端利率的买入意愿较强，收益率曲线再度走陡。目前来看，1Y 国有存单，3Y 国开所隐含的 R007（1M）中枢分别在 1.90% 和 1.85% 左右（历史平均利差为 45BP、54BP），投资者对 DR007 的预期在 1.86% 左右。在整体政策基调宽松的背景下，三季度的资金水平有较大可能性进一步宽松，但在经历一波下行后，中短端利率所隐含的资金水平也确实偏松，后续可以观察中短端定价在 7 月是否偏贵，即实际

资金水平是否低于投资者预期水平，如果定价合理，中短端债券值得继续持有。

对于长端利率来说，在政策落地情况还未明朗之前，长端利率的波动可能相对更小一些，整体以跟随中短端利率变化为主。后续资金水平如果在7月更松一些，整体收益率曲线将会继续变陡，而在曲线变陡后，可以观察长端利率的相对性价比和政策出台情况，在合适时机选择持有灵活性更高的哑铃型组合。

在债券期限选择上，根据目前资金水平测算，当前国债在4-5Y附近的性价比稍强一些；国开债在5Y附近的性价比较好；农发债在4Y附近的性价比较好，5Y左右尚可；口行债在4Y左右性价比稍好。如果7月资金水平能够进一步宽松，那么2-3Y左右国开行的性价比也不错。进一步展开，考虑到2-3Y国开隐含的降息预期在10-20BP左右，而在刚刚降息后，短时间继续降息概率下降，因此部分净息债的性价比可能更高，例如230213.IB。

具体从个券来说，国债方面，当前220002.IB，220007.IB，220016.IB、220022.IB和230002.IB等债券的性价比相对较好；国开债方面，当前220208.IB等债券的性价比相对较好，160213.IB，210208.IB和220203.IB也值得关注；农发债方面，当前220407.IB等债券的性价比相对较好；口行债方面，当前220315.IB等债券的性价比相对较好。

从中长端的维度来看，国开方面，当前230205-230210的利差继续上行但不高，在行情向好的情况下，可以继续考虑新券230210.IB，如果是短期高频交易也可以选230205.IB。老券在220205.IB和180210.IB位置也尚可。国债方面，230004-230012的利差中性偏高，两者性价比差不多，但考虑到老券利率水平相对偏高，因此220021.IB，220027.IB，200006.IB，220017.IB，220019.IB和220025.IB等债券性价比相对不错。

信用债方面，建议从交易维度选择流动性好的二永债，当前二永债在5Y左右的性价比稍强一些，3Y左右性价比尚可，不愿继续加杠杆的组合可以选择偏长一点的期限，例如接近5Y左右。

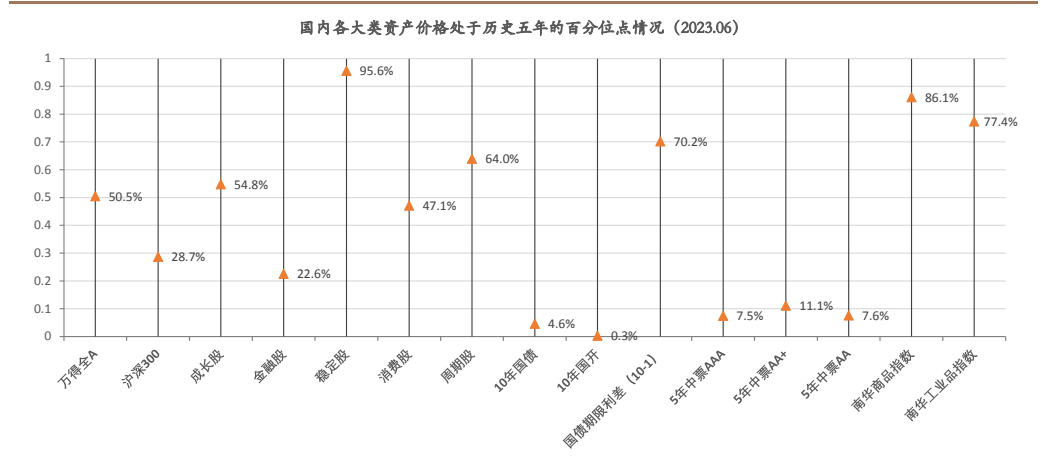
### 1.2.2. 大类资产比较来看，债券并无优势

根据大类资产的估值对比情况，截止最新交易日（2023.06.30）：

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，特别是国开债，当前债券和商品整体的估值水平都不便宜，债券估值更贵；

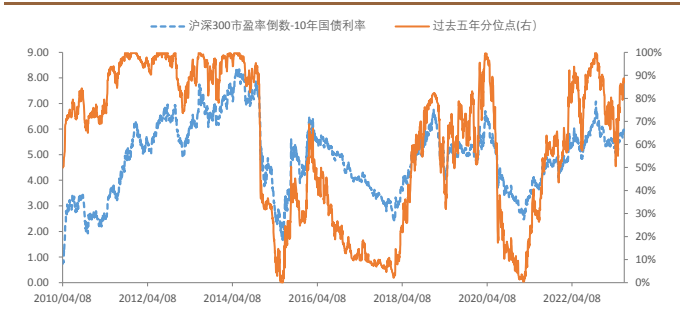
2.纵向对比来看，当前沪深300市盈率倒数-10年国债利率为5.93，处于过去五年87%的分位点；沪深300股息率/10年国债利率为1.14，处于过去五年100%的分位点。相对债市来说，股市依然较为便宜。

图 3：国内各大类资产价格处于历史五年的百分位点情况（2023.06）



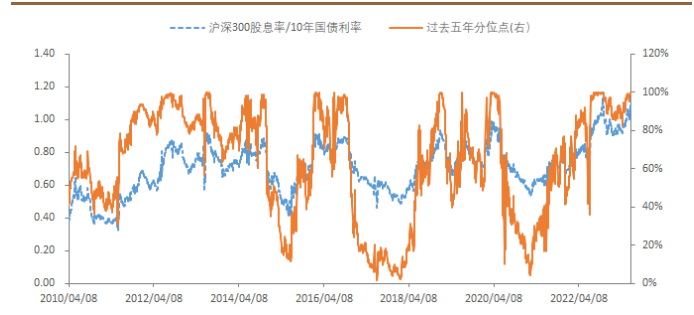
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：沪深 300 股息率/10 年国债利率（左轴单位：%）



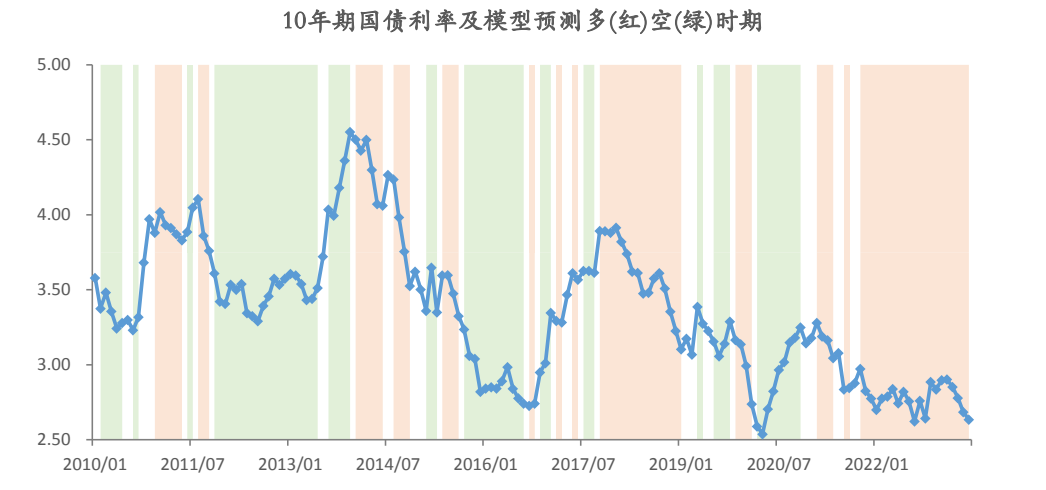
资料来源：Wind，德邦研究所

### 1.2.3. 利率预测模型认为国债中长端机会大

根据我们构建的利率预测模型（动态的 NS 模型），在 6 月 30 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 30 日 10 年期国债利率为 2.64%，模型预测未来一个月，10 年国债利率会下行至 2.53%。根据模型历史表现来看，2010 年以来，模型对未来月底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，模型认为国债中长端的下行空间相对大一些，国开债整体的下行空间小一些。

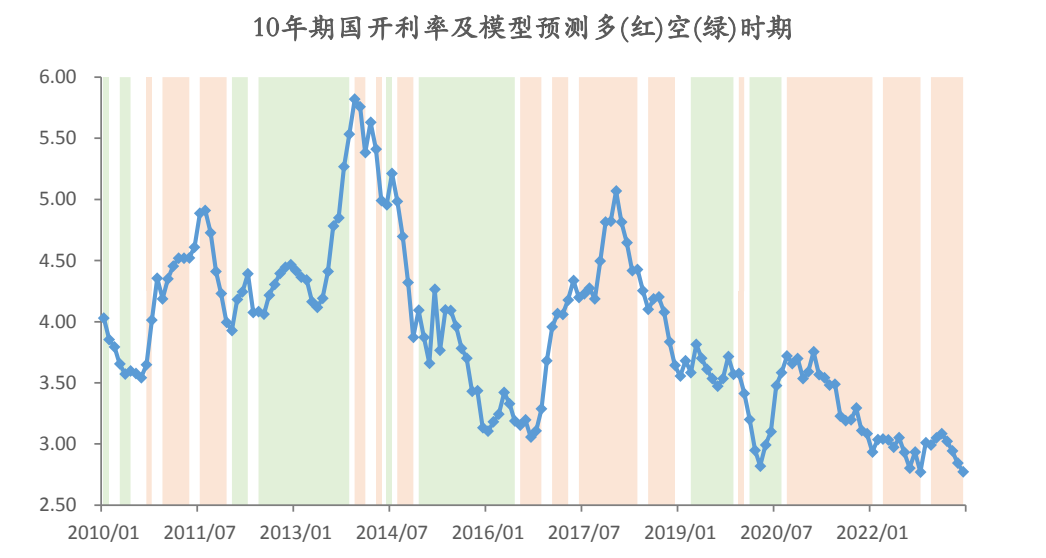


图 6：10 年期国债利率及模型预测多（红）空（绿）时期（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：10 年期国开债利率及模型预测多（红）空（绿）时期（单位：%）

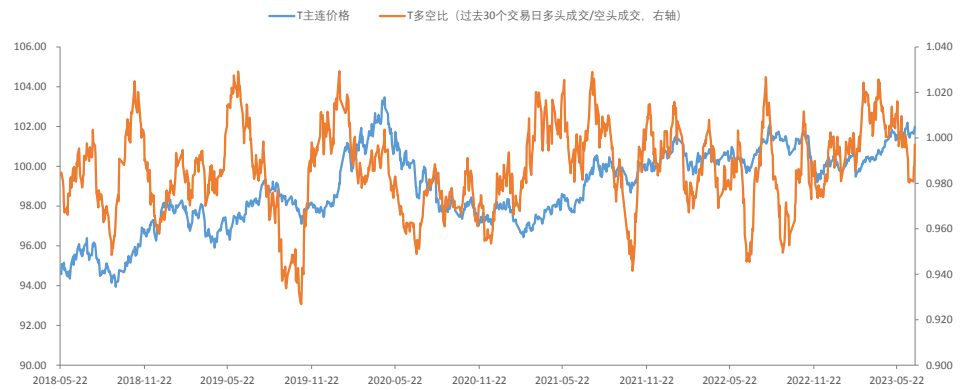


资料来源：Wind，德邦研究所

#### 1.2.4. 期货多空比有所回升

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）。随着国债期货价格的再度上涨，期货多空比也有所回升，整体处于中性状态。

图 8：国债期货多空比（单位：元）



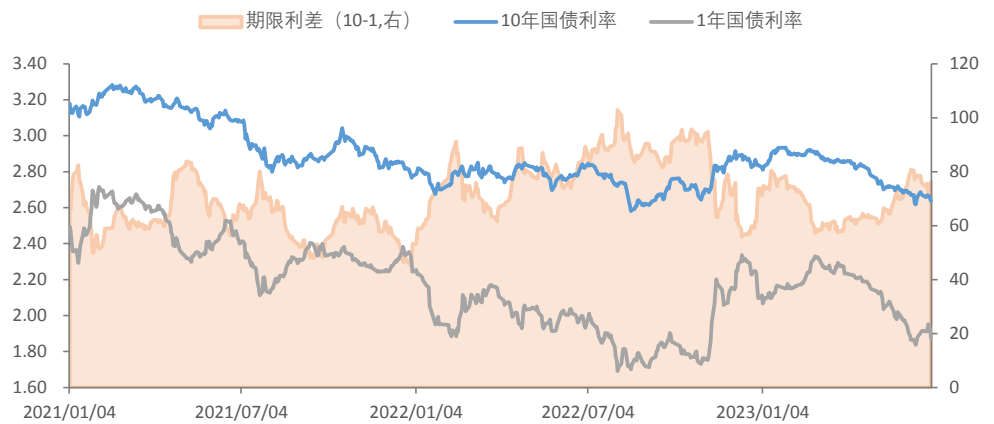
资料来源：Wind，德邦研究所

### 1.3. 利率债择券性价比比较

#### 1.3.1. 收益率曲线再度走陡，三季度可能继续变陡

过去一周，债券利率下行，短端利率下行稍多一些，国债期限利差（10-1Y）上行 1BP 至 76BP 左右。

图 9：国债期限利差（10-1Y）（单位：%，bp）



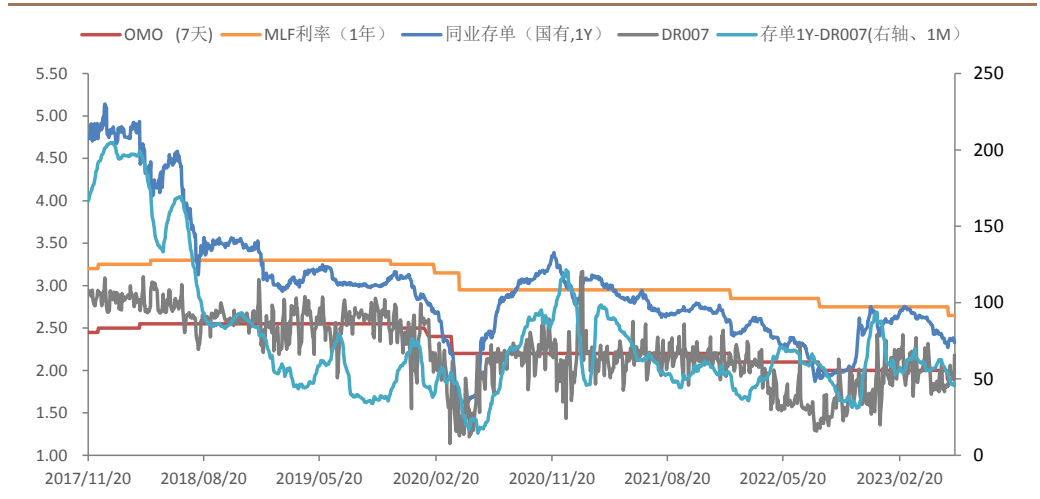
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10: 国债与国开收益率跟踪 (单位: bp)

国债收益率曲线	期限利差(BP)	过去五年分位点	国开收益率曲线	期限利差(BP)	过去五年分位点
国债 (10-1Y)	76.3	77.2%	国开 (10-1Y)	67.8	31.3%
国债 (10-2Y)	49.0	64.7%	国开 (10-2Y)	46.4	44.4%
国债 (10-3Y)	41.0	77.4%	国开 (10-3Y)	39.9	56.6%
国债 (10-5Y)	21.0	69.7%	国开 (10-5Y)	24.0	77.6%
国债 (10-7Y)	0.7	48.4%	国开 (10-7Y)	0.7	65.0%
国债 (7-1Y)	75.5	78.3%	国开 (7-1Y)	67.1	28.3%
国债 (7-2Y)	48.3	65.3%	国开 (7-2Y)	45.7	42.1%
国债 (7-3Y)	40.2	80.2%	国开 (7-3Y)	39.2	51.5%
国债 (7-5Y)	20.3	73.9%	国开 (7-5Y)	23.3	70.1%
国债 (5-1Y)	55.2	75.6%	国开 (5-1Y)	43.7	19.0%
国债 (5-2Y)	28.0	60.3%	国开 (5-2Y)	22.3	26.3%
国债 (5-3Y)	19.9	77.0%	国开 (5-3Y)	15.8	34.9%
国债 (3-1Y)	35.3	71.2%	国开 (3-1Y)	27.9	16.6%
国债 (3-2Y)	8.1	36.5%	国开 (3-2Y)	6.5	29.4%
国债 (2-1Y)	27.2	81.8%	国开 (2-1Y)	21.4	18.9%
国债 (30-10Y)	37.2	3.6%			
国债 (30-5Y)	58.3	14.0%			

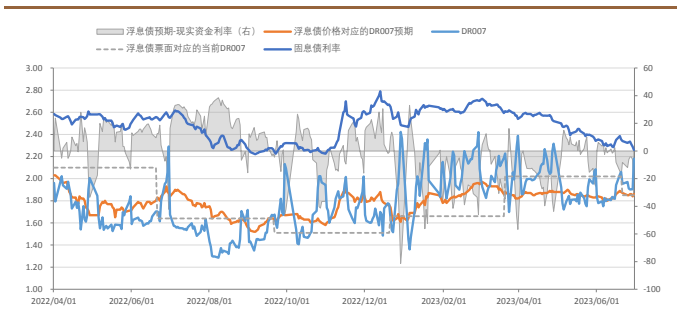
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 11: 市场资金利率与政策利率 (单位: %, bp)



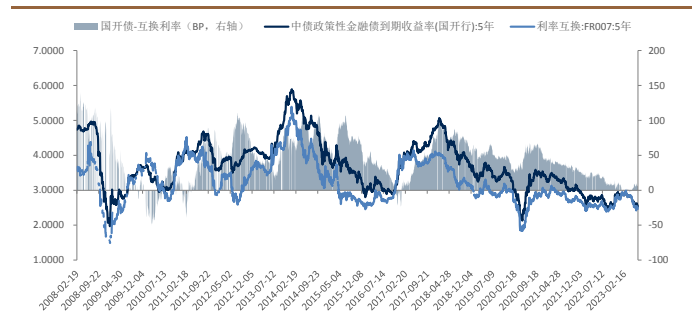
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12: 浮息债的隐含资金利率变化 (单位: BP, %)



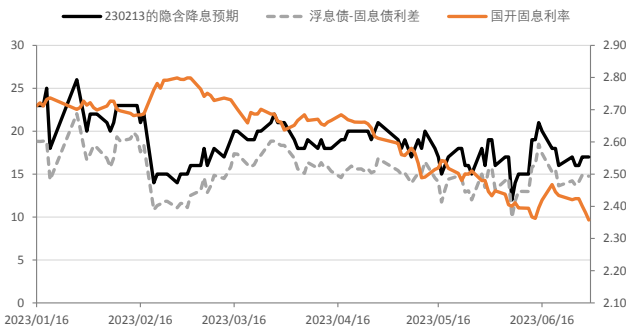
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 利率互换的利率变化 (单位: %, BP)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14: 230213 的隐含降息预期变化 (单位: BP, %)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 15: 220217 的隐含降息预期变化 (单位: BP, %)



资料来源: Wind, 德邦研究所

在资金平稳跨季的情况下, 投资者对三季度流动性预期偏宽松, 因此对于中短端利率的买入意愿较强, 收益率曲线再度走陡。目前来看, 1Y 国有存单, 3Y 国开所隐含的 R007(1M) 中枢分别在 1.90% 和 1.85% 左右(历史平均利差为 45BP、54BP), 投资者对 DR007 的预期在 1.86% 左右。在整体政策基调宽松的背景下, 三季度的资金水平有较大可能性进一步宽松, 但在经历一波下行后, 中短端利率所隐含的资金水平也确实偏松, 后续可以观察中短端定价在 7 月是否偏贵, 即实际资金水平是否低于投资者预期水平, 如果定价合理, 中短端债券值得继续持有。

对于长端利率来说, 在政策落地情况还未明朗之前, 长端利率的波动可能相对更小一些, 整体以跟随中短端利率变化为主。后续资金水平如果在 7 月更松一些, 整体收益率曲线将会继续变陡, 而在曲线变陡后, 可以观察长端利率的相对性价比和政策出台情况, 在合适时机持有灵活性更高的哑铃型组合。

### 1.3.2. 债券择券推荐

我们选取了关键债券的主要期限, 进行骑乘策略的收益静态测算。根据 6 月 30 日数据测算, 发现国债在 2、6 年期, 国开债在 2、4、6 年期, 地方债在 2、7 年期, AAA 中票在 5 年期, AAA-二级资本债在 5 年期位置参与骑乘的效果不错。

另外从相同久期风险的角度来看, 以 3 年期债券的久期为基准(久期可调整), 比较几类主要债券在不同期限的性价比。可以发现国债在 2、6 年左右, 国开债在 2、6 年左右, 地方债在 2 年左右, 中票在 2 年及以内、二级资本债在 2 年及以内的性价比最高。举例来说, 假设持有期为 3 个月, 2 年国开的持有回报为 0.76%, 10 年国开的持有回报为 0.52%, 如果未来 10-2Y 的利差变平幅度在 8BP 以上, 持有 10 年国开就能战胜 2 年国开。

综合来说, 根据目前资金水平测算, 当前国债在 4-5Y 附近的性价比稍强一些; 国开债在 5Y 附近的性价比比较好; 农发债在 4Y 附近的性价比比较好, 5Y 左右尚可; 口行债在 4Y 左右性价比稍好。如果 7 月资金水平能够进一步宽松, 那么 2-3Y 左右国开行的性价比也不错。

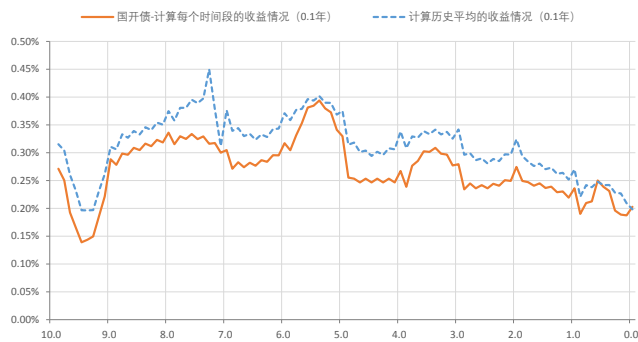
具体从个券来说, 国债方面, 当前 220002.IB, 220007.IB, 220016.IB、220022.IB 和 230002.IB 等债券的性价比相对较好; 国开债方面, 当前 220208.IB 等债券的性价比相对较好, 160213.IB, 210208.IB 和 220203.IB 也值得关注; 农

发债方面,当前220407.IB等债券的性价比相对较好;口行债方面,当前220315.IB等债券的性价比相对较好。

从中长端的维度来看,国开方面,当前230205-230210的利差继续上行但不高,在行情向好的情况下,可以继续考虑新券230210.IB,如果是短期高频交易也可以选230205.IB。老券在220205.IB和180210.IB位置也尚可。国债方面,230004-230012的利差中性偏高,两者性价比差不多,但考虑到老券利率水平相对偏高,因此220021.IB,220027.IB,200006.IB,220017.IB,220019.IB和220025.IB等债券性价比相对不错。

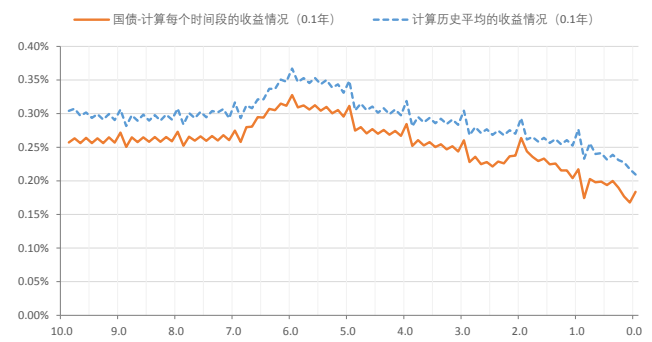
信用债方面,建议从交易维度选择流动性好的二永债,当前二永债在5Y左右的性价比稍强一些,3Y左右性价比尚可,不愿继续加杠杆的组合可以选择偏长一点的期限,例如接近5Y左右。

图 16: 国开债生命周期下的收益测算 (横轴单位: 年)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 17: 国债生命周期下的收益测算 (横轴单位: 年)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 18: 国债骑乘策略收益测算 (单位: %)

国债期限 (年)	当前收益率	三个月后的收益率 (假设收益率曲线不变)	持有收益	防御空间 (BP)	防御收益率	久期	债券比例	组合久期	组合收益
1	1.87	1.83	0.49%	63	2.50	0.98	292%	2.87	0.53%
2	2.14	2.08	0.65%	32	2.46	1.94	148%	2.87	0.74%
3	2.23	2.21	0.60%	21	2.44	2.87	100%	2.87	0.60%
4	2.32	2.30	0.67%	16	2.49	3.78	76%	2.87	0.62%
5	2.42	2.40	0.72%	14	2.56	4.66	62%	2.87	0.63%
6	2.55	2.52	0.80%	12	2.67	5.50	52%	2.87	0.65%
7	2.63	2.62	0.70%	11	2.74	6.32	45%	2.87	0.58%
8	2.63	2.63	0.66%	9	2.73	7.13	40%	2.87	0.55%
9	2.63	2.63	0.66%	9	2.72	7.93	36%	2.87	0.54%
10	2.64	2.64	0.66%	8	2.71	8.70	33%	2.87	0.54%

资料来源: Wind, 德邦研究所

图 19: 国开骑乘策略收益测算 (单位: %)

国开债 期限 (年)	当前收益率	三个月后的收益率 (假设收益率曲线不变)	持有收益	防御空间 (BP)	防御收益率	久期	债券比例	组合久期	组合收益
1	2.09	2.09	0.52%	70	2.80	0.98	292%	2.87	0.61%
2	2.31	2.25	0.67%	34	2.65	1.94	148%	2.87	0.76%
3	2.37	2.36	0.62%	23	2.60	2.87	100%	2.87	0.62%
4	2.53	2.51	0.69%	18	2.71	3.76	76%	2.87	0.64%
5	2.53	2.53	0.65%	14	2.68	4.65	62%	2.87	0.58%
6	2.74	2.71	0.85%	13	2.87	5.47	52%	2.87	0.67%
7	2.77	2.76	0.71%	11	2.88	6.29	46%	2.87	0.58%
8	2.83	2.82	0.83%	10	2.94	7.07	41%	2.87	0.62%
9	2.87	2.87	0.74%	9	2.97	7.84	37%	2.87	0.57%
10	2.77	2.78	0.62%	8	2.85	8.64	33%	2.87	0.52%

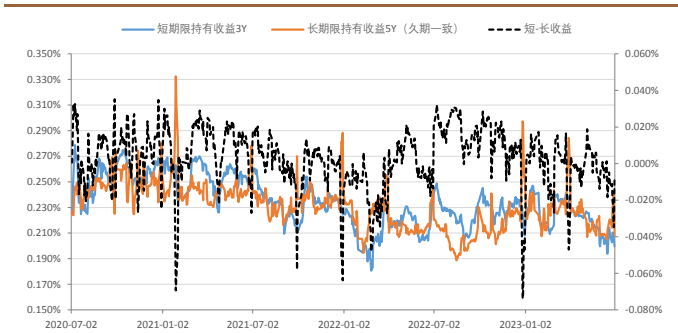
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 20: 地方债骑乘策略收益测算 (单位: %)

地方债 期限 (年)	当前收益率	三个月后的收益率 (假设收益率曲线不变)	持有收益	防御空间 (BP)	防御收益率	久期	债券比例	组合久期	组合收益
1	1.95	——	——	65	2.60	0.98	291%	2.87	——
2	2.33	2.24	0.74%	34	2.67	1.93	148%	2.87	0.87%
3	2.38	2.37	0.63%	23	2.61	2.87	100%	2.87	0.63%
4	2.48	2.46	0.71%	18	2.66	3.77	76%	2.87	0.65%
5	2.58	2.56	0.75%	15	2.73	4.64	62%	2.87	0.65%
6	2.69	2.66	0.81%	13	2.81	5.48	52%	2.87	0.65%
7	2.79	2.76	0.85%	11	2.90	6.28	46%	2.87	0.65%
8	2.82	2.81	0.75%	10	2.92	7.08	40%	2.87	0.58%
9	2.84	2.84	0.76%	9	2.94	7.85	36%	2.87	0.58%
10	2.87	2.86	0.77%	9	2.96	8.59	33%	2.87	0.57%

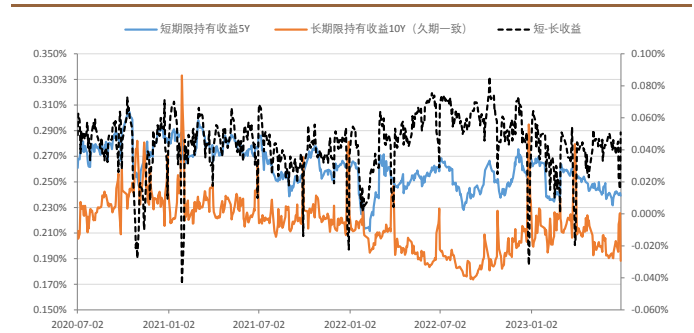
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 21: 3 年与 5 年国债的持有收益对比 (单位: %)



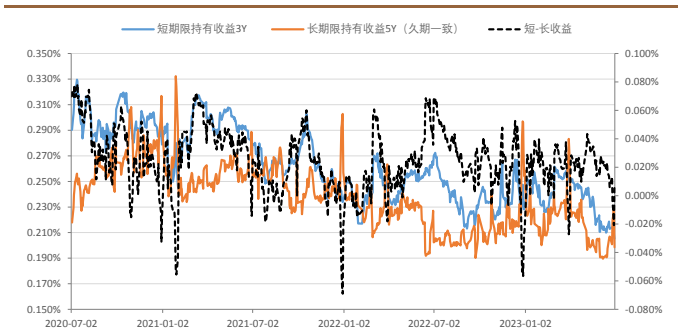
资料来源: Wind, 德邦研究所  
注: 短-长收益为右轴, 下同

图 22: 5 年与 10 年国债的持有收益对比 (单位: %)



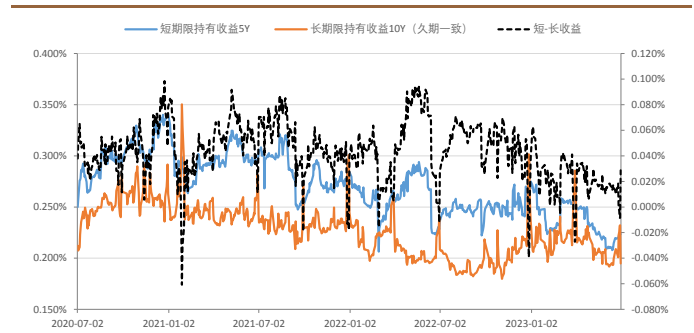
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 23: 3 年与 5 年国开债的持有收益对比 (单位: %)



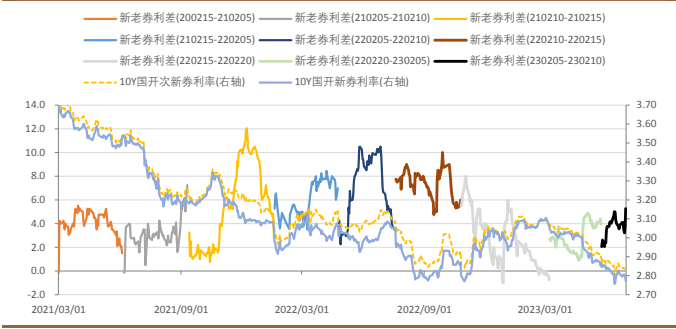
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 24: 5 年与 10 年国开债的持有收益对比 (单位: %)



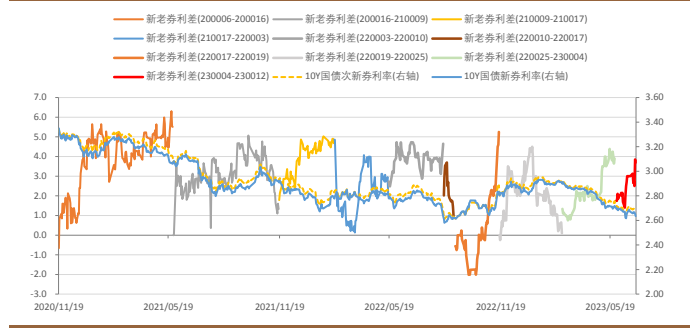
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 25: 10 年国开债次新券-新券利差 (单位: BP, %)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 26: 10 年国债次新券-新券利差 (单位: BP, %)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 27: 国债与国开、地方债的估值比较

国开债隐含税率	隐含税率	过去5年分位点	国开-国债利差	利差(BP)	过去5年分位点	地方债-国债利差	利差(BP)	过去5年分位点
1Y	10.6%	93.0%	1Y	22.3	86.8%	1Y	7.8	35.9%
2Y	7.1%	36.4%	2Y	16.4	26.7%	2Y	18.5	73.8%
3Y	6.3%	16.8%	3Y	14.9	10.6%	3Y	15.5	26.4%
5Y	4.2%	4.3%	5Y	10.8	4.3%	5Y	15.5	12.1%
7Y	5.0%	5.8%	7Y	13.8	4.8%	7Y	16.2	18.4%
10Y	5.0%	5.3%	10Y	13.8	3.8%	10Y	23.5	15.0%

资料来源: Wind, 德邦研究所

图 28: 国债与国开债骑乘收益比较 (单位: %)

期限	国债收益率	国开收益率	国开-国债利差 (BP)	国债持有收益	国开持有收益	三个月后的国债收益率	利差防御空间 (假定国债利率不变)
1	1.87	2.09	22	0.49%	0.52%	1.83	7
2	2.14	2.31	16	0.65%	0.67%	2.08	2
3	2.23	2.37	15	0.60%	0.62%	2.21	1
4	2.32	2.53	21	0.67%	0.69%	2.30	1
5	2.42	2.53	11	0.72%	0.65%	2.40	1
6	2.55	2.74	19	0.80%	0.85%	2.52	1
7	2.63	2.77	14	0.70%	0.71%	2.62	1
8	2.63	2.83	20	0.66%	0.83%	2.63	1
9	2.63	2.87	24	0.66%	0.74%	2.63	1
10	2.64	2.77	14	0.66%	0.62%	2.64	0

资料来源: Wind, 德邦研究所 (利差防御空间单位: bp)

图 29: 国债与中票 (AAA) 骑乘收益比较 (单位: %)

期限	国债收益率	中票(AAA)收益率	中票(AAA)-国债利差(BP)	国债持有收益	中票(AAA)持有收益	三个月后的国债收益率	利差防御空间 (假定国债利率不变)
1	1.87	2.47	60	0.49%	0.66%	1.83	20
2	2.14	2.64	50	0.65%	0.72%	2.08	7
3	2.23	2.78	56	0.60%	0.78%	2.21	5
4	2.32	2.93	61	0.67%	0.86%	2.30	4
5	2.42	3.06	64	0.72%	0.91%	2.40	4

资料来源: Wind, 德邦研究所 (利差防御空间单位: bp)

图 30: 国债与二级资本债 (AAA-) 骑乘收益比较 (单位: %)

期限	国债收益率	商业银行二级 (AAA-) 收益率	商业银行二级 (AAA-) 国债利差 (BP)	国债持有收益	商业银行二级 (AAA-) 持有收益	三个月后的国债收益率	利差防御空间 (假设国债利率不变)
1	1.87	2.55	67	0.49%	0.66%	1.83	22
2	2.14	2.73	59	0.65%	0.76%	2.08	9
3	2.23	2.95	73	0.60%	0.88%	2.21	7
4	2.32	3.12	80	0.67%	0.90%	2.30	6
5	2.42	3.20	78	0.72%	0.91%	2.40	4

资料来源: Wind, 德邦研究所 (利差防御空间单位: bp)

图 31: 中票 (AAA) 骑乘策略收益测算 (单位: %)

中票(AAA)	当前收益率	三个月后的收益率 (假设收益率曲线不变)	持有收益	防御空间 (BP)	防御收益率	久期	债券比例	组合久期	组合收益
0.25	2.24	—	0.56%	—	—	0.25	1153%	2.84	1.44%
0.5	2.34	2.24	0.61%	238	4.72	0.49	580%	2.84	1.28%
0.75	2.40	2.34	0.63%	122	3.62	0.73	388%	2.84	1.07%
1	2.47	2.40	0.66%	83	3.30	0.98	291%	2.84	1.02%
2	2.64	2.61	0.72%	39	3.03	1.93	148%	2.84	0.84%
3	2.78	2.75	0.78%	27	3.05	2.84	100%	2.84	0.78%
4	2.93	2.89	0.86%	21	3.14	3.73	76%	2.84	0.77%
5	3.06	3.03	0.91%	18	3.24	4.58	62%	2.84	0.75%

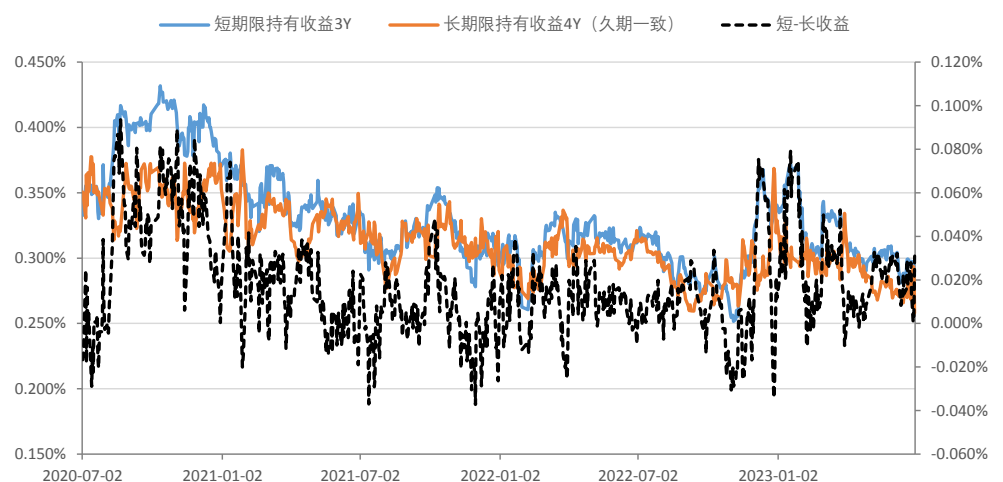
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 32: 二级资本债 (AAA-) 骑乘策略收益测算 (单位: %)

二级资本债 (AAA-)	当前收益率	三个月后的收益率 (假设收益率曲线不变)	持有收益	防御空间 (BP)	防御收益率	久期	债券比例	组合久期	组合收益
0.25	2.46	—	0.62%	—	—	0.25	1152%	2.83	2.09%
0.5	2.47	2.46	0.62%	251	4.98	0.49	579%	2.83	1.34%
0.75	2.50	2.47	0.64%	128	3.78	0.73	387%	2.83	1.12%
1	2.55	2.50	0.66%	85	3.40	0.98	290%	2.83	1.01%
2	2.73	2.69	0.76%	41	3.14	1.92	147%	2.83	0.90%
3	2.95	2.90	0.88%	28	3.24	2.83	100%	2.83	0.88%
4	3.12	3.09	0.90%	22	3.35	3.71	76%	2.83	0.80%
5	3.20	3.18	0.91%	18	3.39	4.56	62%	2.83	0.74%

资料来源: Wind, 德邦研究所

图 33: 2 年与 5 年二级资本债的持有收益对比 (AAA-, 单位: %)



资料来源: Wind, 德邦研究所



## 2. 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

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

徐亮，德邦证券研究所固定收益首席分析师，著有《国债期货投资策略与实务》一书。研究风格偏投资实务和债券策略，在利率债、信用债、转债、国债期货等的交易和配置上有精细化的研究框架和思路。擅长从资产性价比、交易行为、市场隐含信息、量化分析等角度挖掘投资机会。

## 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

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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；	<b>股票投资评级</b>	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。	<b>行业投资评级</b>	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经营范围包括证券投资咨询业务。