



华安证券
HUAAN SECURITIES

金融债增厚收益的四大交易策略

——2025年金融债年度策略

首席分析师：颜子琦 (S0010522030002)，邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：林虎 (S0010524060002)，邮箱：linhu@hazq.com

2024年12月20日



收益率逼近2.0%，二永债后续投资空间测算

骑乘策略：骑乘期限越长越好？历史胜率最高的期限是什么？

杠杆策略：杠杆策略能增厚二永债收益率多少bp？

国债期货：如何运用国债期货平滑二永收益率曲线？

机构行为：哪些机构特征可以辅助构建二永策略？

收益率逼近2.0%，二永债后续投资空间测算

➤ 3Y以上二永，资本利得贡献了超50%的收益率

- 对于3Y&AAA-二级债：2024年票息收入约为1.89%、资本利得约为1.86%，资本利得贡献率为50%；对于3Y&AAA-永续债：2024年票息收入约为1.91%、资本利得约为2.00%，资本利得贡献率为51%。

2022-2024年二永债投资收益率拆解（单位：%）

二级债										
票息收入	AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年	AAA-&6年	AAA-&7年	AAA-&8年	AAA-&9年	AAA-&10年
2024-12-13	1.78%	1.84%	1.89%	1.96%	2.00%	2.07%	2.13%	2.16%	2.16%	2.16%
2023-12-31	2.65%	2.72%	2.85%	2.97%	3.00%	3.07%	3.10%	3.12%	3.18%	3.20%
2022-12-31	2.92%	3.17%	3.42%	3.61%	3.73%	3.78%	3.78%	3.78%	3.79%	3.89%
资本利得	AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年	AAA-&6年	AAA-&7年	AAA-&8年	AAA-&9年	AAA-&10年
2024-12-13	0.00%	0.87%	1.86%	2.91%	3.82%	4.69%	5.40%	6.18%	7.39%	8.41%
2023-12-31	0.00%	0.44%	1.08%	1.81%	2.71%	3.24%	3.72%	4.11%	4.28%	5.30%
2022-12-31	0.00%	-0.30%	-0.66%	-1.07%	-1.48%	-1.33%	-1.14%	-1.15%	-1.02%	-1.72%
资本利得贡献率	AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年	AAA-&6年	AAA-&7年	AAA-&8年	AAA-&9年	AAA-&10年
2024-12-13	0%	32%	50%	60%	66%	69%	72%	74%	77%	80%
2023-12-31	0%	14%	28%	38%	47%	51%	55%	57%	57%	62%
2022-12-31	0%	-10%	-24%	-42%	-66%	-55%	-43%	-43%	-37%	-30%
永续债										
票息收入	AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年					
2024-12-13	1.79%	1.85%	1.91%	2.02%	2.07%					
2023-12-31	2.75%	2.80%	2.94%	3.03%	3.05%					
2022-12-31	3.15%	3.52%	3.78%	3.99%	4.08%					
资本利得	AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年					
2024-12-13	0.00%	0.93%	2.00%	2.92%	3.73%					
2023-12-31	0.00%	0.70%	1.60%	2.70%	3.81%					
2022-12-31	0.00%	-0.51%	-1.17%	-1.83%	-2.26%					
资本利得贡献率	AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年					
2024-12-13	0%	34%	51%	59%	64%					
2023-12-31	0%	20%	35%	47%	56%					
2022-12-31	0%	-17%	-45%	-85%	-125%					

资料来源：Wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

收益率逼近2.0%，二永债后续投资空间测算

➤ 六类曲线变动情况下，4Y以上长端收益率均高于短端。

六类曲线变动下二级债收益率测算（单位：%）

曲线不变

指标名称	二级债 (AAA-) :1年	二级债 (AAA-) :2年	二级债 (AAA-) :3年	二级债 (AAA-) :4年	二级债 (AAA-) :5年
收益率	1.78%	1.89%	2.01%	2.16%	2.14%

曲线平行下移10bp

指标名称	二级债 (AAA-) :1年	二级债 (AAA-) :2年	二级债 (AAA-) :3年	二级债 (AAA-) :4年	二级债 (AAA-) :5年
收益率	1.78%	1.99%	2.20%	2.45%	2.52%

曲线牛陡: 15bp (1Y)、12bp (2Y)、9bp (3Y)、6bp (4Y)、3bp (5Y)

指标名称	二级债 (AAA-) :1年	二级债 (AAA-) :2年	二级债 (AAA-) :3年	二级债 (AAA-) :4年	二级债 (AAA-) :5年
收益率	1.78%	2.04%	2.24%	2.43%	2.37%

曲线牛平: 1bp (1Y)、3bp (2Y)、5bp (3Y)、7bp (4Y)、9bp (5Y)

指标名称	二级债 (AAA-) :1年	二级债 (AAA-) :2年	二级债 (AAA-) :3年	二级债 (AAA-) :4年	二级债 (AAA-) :5年
收益率	1.78%	1.90%	2.07%	2.31%	2.41%

曲线平行上移5bp

指标名称	二级债 (AAA-) :1年	二级债 (AAA-) :2年	二级债 (AAA-) :3年	二级债 (AAA-) :4年	二级债 (AAA-) :5年
收益率	1.78%	1.84%	1.91%	2.02%	1.95%

曲线熊陡: 1bp (1Y)、3bp (2Y)、5bp (3Y)、7bp (4Y)、9bp (5Y)

指标名称	二级债 (AAA-) :1年	二级债 (AAA-) :2年	二级债 (AAA-) :3年	二级债 (AAA-) :4年	二级债 (AAA-) :5年
收益率	1.78%	1.88%	1.95%	2.02%	1.87%

曲线熊平: 15bp (1Y)、12bp (2Y)、9bp (3Y)、6bp (4Y)、3bp (5Y)

指标名称	二级债 (AAA-) :1年	二级债 (AAA-) :2年	二级债 (AAA-) :3年	二级债 (AAA-) :4年	二级债 (AAA-) :5年
收益率	1.78%	1.75%	1.77%	1.90%	1.91%



收益率逼近2.0%，二永债后续投资空间测算

骑乘策略：骑乘期限越长越好？历史胜率最高的期限是什么？

杠杆策略：杠杆策略能增厚二永债收益率多少bp？

国债期货：如何运用国债期货平滑二永收益率曲线？

机构行为：哪些机构特征可以辅助构建二永策略？

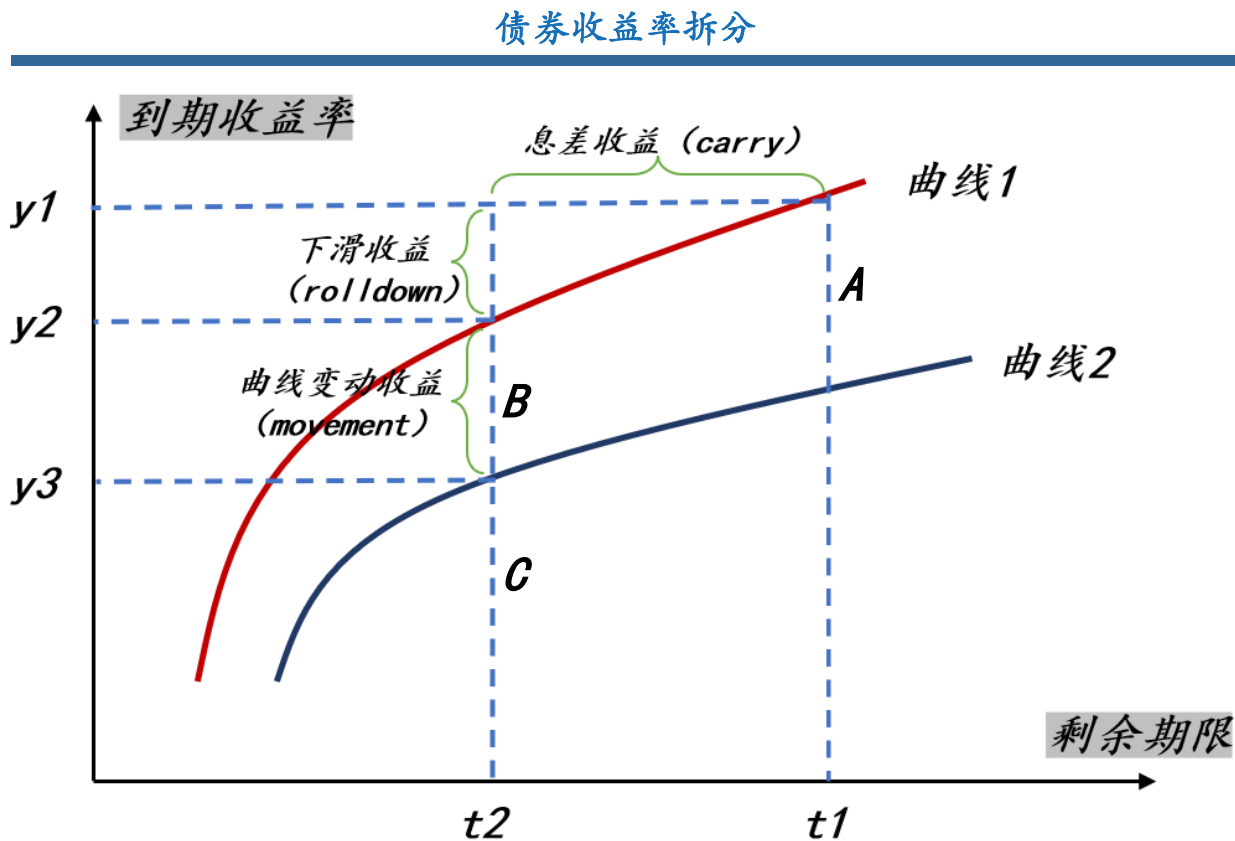
收益拆解：买二永赚的什么钱？

➤ **债券投资收益主要由两部分构成，即息差收益+资本利得**

- 其中，息差收益包括债券票息和杠杆带来的息差；资本利得包括债券久期缩短下滑收益和收益率曲线变化带来的曲线变动收益。

➤ **骑乘策略赚取的是收益率自然下行的rolldown下滑收益**

- 其核心是买入收益率曲线中相对陡峭部位、剩余期限较长的债券，随着债券剩余期限的缩短，其收益率将沿着收益率曲线下降，从而带动债券价格上涨，获取资本利得。



误区①：债市回调，真的不适合做二永骑乘？

➤ 第一轮债市回调：2020年5月-2020年9月(回调慢、周期长，流动性好亏损多)

- **基本面：**2020年5月受国内疫情防控得力，基本面企稳预期回升、货币政策逆周期调节、债券供给压力提升等因素影响。
- **AAA-二级债横向比较：**久期越长、跌幅越大，5Y跌幅最大达4.28%。**AAA-二级债vs国债：**二级债跌幅小于国债，主要系二级债的票息收入更高。**AAA-二级债vs AA二级债：**低等级跌幅小，资本利得损失更少。

骑乘策略下，哪些期限/等级二级债更抗跌：2020年5月-9月（单位：%）

二级债：AAA-	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
票息收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%
资本利得	-1.3%	-2.4%	-3.6%	-4.5%	-5.5%	-4.8%	-4.3%	-4.1%	-3.7%	-3.7%
合计	-0.53%	-1.53%	-2.62%	-3.32%	-4.28%	-3.49%	-2.86%	-2.63%	-2.16%	-2.12%
二级债：AA+	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
票息收入	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%
资本利得	-1.3%	-2.3%	-3.4%	-4.1%	-5.0%	-4.1%	-3.3%	-3.0%	-2.5%	-2.4%
合计	-0.49%	-1.41%	-2.30%	-2.87%	-3.74%	-2.64%	-1.81%	-1.46%	-0.88%	-0.72%
二级债：AA	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
票息收入	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%
资本利得	-1.2%	-2.1%	-2.9%	-3.5%	-4.4%	-3.7%	-3.0%	-2.7%	-2.2%	-2.0%
合计	-0.26%	-1.10%	-1.72%	-2.19%	-3.03%	-2.16%	-1.38%	-1.00%	-0.39%	-0.21%
国债	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
票息收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
资本利得	-1.4%	-2.5%	-3.7%	-4.6%	-5.2%	-4.9%	-4.6%	-4.6%	-4.7%	-4.7%
合计	-0.98%	-1.97%	-3.17%	-3.99%	-4.51%	-4.05%	-3.64%	-3.63%	-3.74%	-3.74%

误区①：债市回调，真的不适合做二永骑乘？

➤ 第二轮债市回调：2022年10月中-2022年12月中 (利差薄回调快，流动性好亏损少)

• **基本面：**2022年10月受资金面收紧及房地产16条新政影响，债市收益率上行，净值化理财赎回加速债市下跌。

• **AAA-二级债横向比较：**久期越长，跌幅越大。
AAA-二级债vs国债：票息收益小于资本利得亏损。
AAA-二级债vs AA二级债：等级越低，跌幅越大。

骑乘策略下，哪些期限/等级二级债更抗跌：2022年10月-12月（单位：%）

二级债：AAA-	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
票息收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
资本利得	-0.9%	-2.1%	-2.9%	-3.4%	-3.6%	-4.2%	-4.9%	-5.3%	-6.0%	-5.7%
合计	-0.58%	-1.71%	-2.49%	-2.94%	-3.05%	-3.63%	-4.36%	-4.78%	-5.41%	-5.18%
二级债：AA+	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
票息收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
资本利得	-1.0%	-2.2%	-3.1%	-3.7%	-4.0%	-4.6%	-5.3%	-5.8%	-6.5%	-6.3%
合计	-0.61%	-1.81%	-2.60%	-3.16%	-3.44%	-4.03%	-4.78%	-5.27%	-5.94%	-5.77%
二级债：AA	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
票息收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
资本利得	-1.1%	-2.5%	-3.4%	-4.1%	-4.5%	-5.2%	-6.0%	-6.6%	-7.4%	-7.3%
合计	-0.71%	-2.04%	-2.89%	-3.55%	-3.92%	-4.60%	-5.44%	-6.01%	-6.77%	-6.68%
国债	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
票息收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
资本利得	-0.4%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-1.0%	-0.9%	-1.0%	-1.3%	-1.5%	-1.7%
合计	-0.12%	-0.31%	-0.34%	-0.42%	-0.53%	-0.43%	-0.51%	-0.81%	-1.02%	-1.21%
永续债：AAA-	1年	2年	3年	4年	5年					
票息收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%					
资本利得	-1.0%	-2.4%	-3.6%	-4.2%	-4.6%					
合计	-0.58%	-1.96%	-3.13%	-3.75%	-4.07%					
永续债：AA+	1年	2年	3年	4年	5年					
票息收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%					
资本利得	-1.0%	-2.5%	-3.6%	-4.3%	-4.6%					
合计	-0.62%	-2.04%	-3.18%	-3.78%	-4.06%					
永续债：AA	1年	2年	3年	4年	5年					
票息收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%					
资本利得	-1.1%	-2.7%	-3.9%	-4.6%	-4.6%					
合计	-0.68%	-2.21%	-3.39%	-4.03%	-3.98%					

误区①：债市回调，真的不适合做二永骑乘？

➤ **第三轮债市回调：2023年8月下旬-2023年10月下旬（基本面主导回调幅度小，低等级、国债表现好）**

- **基本面：**2023年8月下旬地产优化政策密集出台，叠加专项债供给压力增大、资金面收敛。
- **AAA-二级债横向比较：**久期越长，跌幅越大。
AAA-二级债vs国债：票息收益小于资本利得亏损。
AAA-二级债vs AA二级债：等级越低，跌幅越小。

骑乘策略下，哪些期限/等级二级债更抗跌：2023年8月-10月（单位：%）

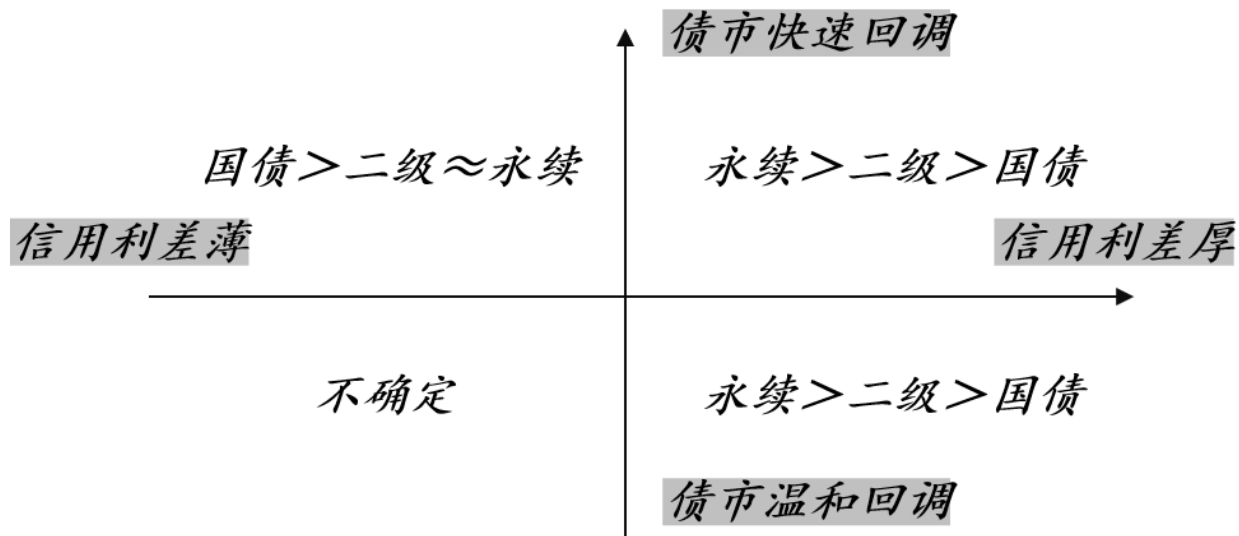
二级债：AAA-	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
票息收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
资本利得	-0.4%	-0.8%	-1.0%	-1.2%	-1.9%	-2.3%	-2.7%	-2.8%	-3.1%	-3.1%
合计	-0.04%	-0.32%	-0.53%	-0.69%	-1.36%	-1.83%	-2.15%	-2.24%	-2.55%	-2.61%
二级债：AA+	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
票息收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
资本利得	-0.4%	-0.8%	-1.0%	-1.2%	-1.8%	-2.2%	-2.5%	-2.6%	-3.0%	-3.0%
合计	0.00%	-0.37%	-0.56%	-0.68%	-1.28%	-1.68%	-2.01%	-2.09%	-2.42%	-2.48%
二级债：AA	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
票息收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
资本利得	-0.4%	-0.7%	-1.1%	-1.3%	-1.2%	-1.5%	-1.8%	-1.7%	-2.0%	-1.9%
合计	0.01%	-0.24%	-0.52%	-0.74%	-0.59%	-0.91%	-1.13%	-1.11%	-1.34%	-1.30%
国债	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
票息收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
资本利得	-0.5%	-0.5%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	-0.9%	-1.1%	-1.2%	-1.3%	-1.4%
合计	-0.14%	-0.09%	-0.30%	-0.41%	-0.45%	-0.51%	-0.66%	-0.75%	-0.84%	-0.94%
永续债：AAA-	1年	2年	3年	4年	5年					
票息收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%					
资本利得	-0.4%	-0.6%	-0.9%	-1.2%	-1.4%					
合计	0.05%	-0.17%	-0.42%	-0.65%	-0.83%					
永续债：AA+	1年	2年	3年	4年	5年					
票息收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%					
资本利得	-0.4%	-0.7%	-0.9%	-1.1%	-1.4%					
合计	0.04%	-0.22%	-0.43%	-0.59%	-0.81%					
永续债：AA	1年	2年	3年	4年	5年					
票息收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%					
资本利得	-0.3%	-0.4%	-0.8%	-1.1%	-1.3%					
合计	0.14%	0.08%	-0.21%	-0.49%	-0.61%					

误区①：债市回调，真的不适合做二永骑乘？

➤ 象限思维下，二永骑乘策略的适用性（当下骑乘策略不宜过度下沉）

- 二永骑乘策略的收益率性价比即为信用利差与资本利得之间的平衡，存在四种情况：① 信用利差厚、债市快速回调：二永占优，收益率高于国债，② 信用利差厚、债市温和回调：二永占优，收益率高于国债，③ 信用利差薄、债市快速回调：国债占优，收益率高于二永，④ 信用利差薄、债市温和回调：收益率情况不确定。

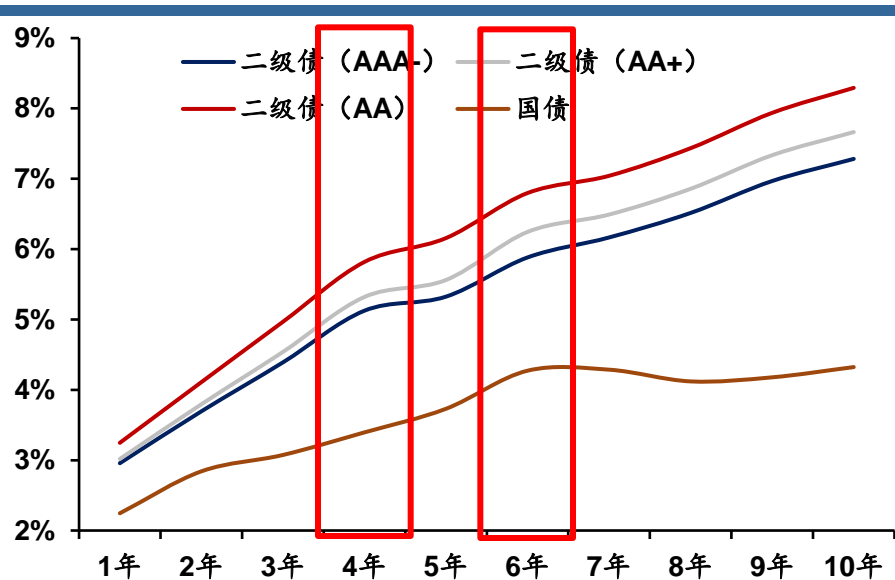
象限角度下，骑乘策略对各类债券的优先性



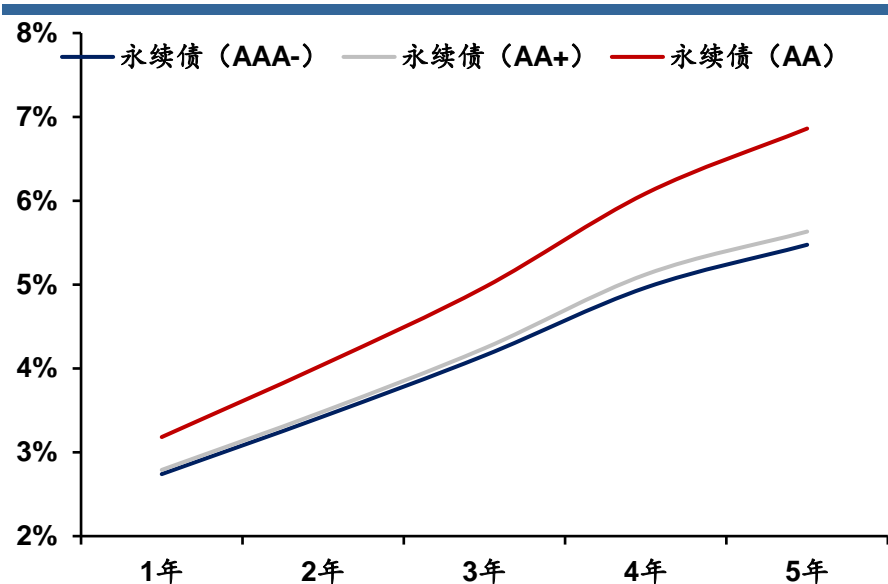
误区②：二永骑乘，久期越长越好？

- 二永骑乘策略的久期选择本质是在一定的久期限制下，如何组合各期限的二永债以实现最大化收益
- 以历史各期限骑乘收益率为基础，测算二永骑乘策略的期限组合最优值。结果显示，4年期、6年期的二级债骑乘收益率存在“凸点”，永续债无明显骑乘收益“凸点”。

二级债&国债骑乘收益率：2019年起（单位：%）



永续债骑乘收益率：2021年起（单位：%）



误区②：二永骑乘，久期越长越好？

➤ 以历史各期限骑乘收益率为基础，测算二永骑乘策略的期限组合最优值

- 统计学角度来看，3Y是配置胜率最高的组合。

各期限历史平均配置占比（单位：%）

1年骑乘	1年	2年	3年	4年
二级AAA-	18%	23%	35%	25%
二级AA+	19%	23%	35%	23%
永续AAA-	20%	23%	23%	32%
6个月骑乘	1年	2年	3年	4年
二级AAA-	23%	13%	39%	25%
二级AA+	24%	8%	47%	21%
永续AAA-	23%	10%	45%	20%
3个月骑乘	1年	2年	3年	4年
二级AAA-	27%	17%	38%	15%
二级AA+	28%	18%	33%	17%
永续AAA-	21%	25%	29%	24%
1个月骑乘	1年	2年	3年	4年
二级AAA-	29%	18%	28%	17%
二级AA+	30%	17%	28%	18%
永续AAA-	30%	20%	30%	11%

误区②：二永骑乘，久期越长越好？

➤ 假设收益率曲线不变，以当前收益率进行二永骑乘

- AAA-二级债收益率在6Y存在凸点，AAA-永续债收益率在4Y存在凸点。
- **AAA-二级债**：最优策略为33%的1年期+67%的4年期；**AA+二级债**：最优策略为75%的2年期+25%的6年期。

各期限骑乘策略收益率（单位：%）

	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
二级债 (AAA-)	1.78%	1.89%	2.01%	2.16%	2.14%	2.40%	2.45%	2.37%	2.16%	2.17%
二级债 (AA+)	1.79%	1.96%	2.06%	2.21%	2.25%	2.55%	2.36%	2.32%	2.39%	2.49%
二级债 (AA)	1.86%	2.05%	2.23%	2.32%	2.41%	2.72%	2.48%	2.45%	2.52%	2.62%
国债	1.16%	1.20%	1.39%	1.60%	1.81%	2.09%	2.32%	2.12%	1.93%	2.02%
永续债 (AAA-)	1.79%	1.91%	2.03%	2.33%	2.29%					
永续债 (AA+)	1.80%	1.93%	2.05%	2.35%	2.35%					
永续债 (AA)	1.93%	2.08%	2.22%	2.54%	2.51%					

各期限骑乘策略最优配置结构（单位：%）

	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	收益率
二级债 (AAA-)	33%	0	0	67%	0	0	0	0	0	0	2.04%
二级债 (AA+)	0	75%	0	0	0	25%	0	0	0	0	2.10%
二级债 (AA)	0	0	100%	0	0	0	0	0	0	0	2.23%
国债	67%	0	0	0	0	0	33%	0	0	0	1.54%
永续债 (AAA-)	33%	0	0	67%	0						2.15%
永续债 (AA+)	33%	0	0	67%	0						2.17%
永续债 (AA)	33%	0	0	67%	0						2.33%

算收益，二永骑乘策略值多少bp?

➤ **骑乘收益**：4Y、6Y骑乘收益率最高，超额收益率为46bp、70bp。 **均衡利差**：4Y、6Y均衡利差最大。 **盈亏平衡利差**：期限越长，盈亏平衡利差越低。

二级债骑乘策略超额收益率 (单位: bp, %)

AAA-	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
息差	5.8	11.6	18.5	22.1	29.2	34.9	38.1	38.1	38.2
资本利得	11.5	17.1	27.0	17.4	40.4	37.6	24.2	0.0	0.9
超额收益率	17.3	28.6	45.5	39.6	69.6	72.5	62.4	38.1	39.2
均衡收益率	1.87%	1.93%	2.01%	2.05%	2.12%	2.18%	2.21%	2.21%	2.20%
均衡利差	8.7	9.7	11.7	8.2	12.2	11.0	8.3	4.6	4.3
盈亏平衡收益率	2.76%	2.54%	2.47%	2.42%	2.43%	2.45%	2.45%	2.42%	2.40%
盈亏平衡利差	98.4	70.1	57.4	45.1	43.2	37.9	32.1	25.9	23.6
AA+	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
息差	8.3	14.7	21.6	26.7	35.2	38.4	40.3	42.7	45.7
资本利得	16.4	18.8	27.2	24.4	48.7	21.1	14.1	19.8	27.5
超额收益率	24.7	33.4	48.8	51.1	83.9	59.6	54.4	62.4	73.2
均衡收益率	1.92%	1.99%	2.06%	2.12%	2.21%	2.24%	2.25%	2.27%	2.30%
均衡利差	12.4	11.4	12.6	10.6	14.7	9.0	7.3	7.5	8.0
盈亏平衡收益率	2.82%	2.60%	2.53%	2.49%	2.52%	2.51%	2.49%	2.49%	2.49%
盈亏平衡利差	102.9	72.2	58.7	47.9	46.1	36.2	31.3	29.0	27.5
AA	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
息差	9.3	18.7	25.6	31.7	41.2	44.4	46.3	48.7	51.7
资本利得	18.4	27.6	27.1	29.1	54.3	21.1	14.1	19.7	27.5
超额收益率	27.6	46.2	52.8	60.8	95.5	65.5	60.4	68.4	79.2
均衡收益率	2.00%	2.11%	2.19%	2.25%	2.35%	2.37%	2.39%	2.41%	2.44%
均衡利差	13.9	15.7	13.6	12.7	16.8	9.9	8.1	8.2	8.7
盈亏平衡收益率	2.94%	2.75%	2.66%	2.63%	2.67%	2.66%	2.64%	2.63%	2.64%
盈亏平衡利差	108.0	79.0	61.6	51.4	49.4	38.2	33.1	30.7	29.0

算收益，二永骑乘策略值多少bp?

➤ **骑乘收益**：AAA-/AA+/AA级4年期超额收益最高。 **均衡利差**：4年期最高。 **盈亏平衡利差**：期限越长，盈亏平衡利差越低。

永续债骑乘策略超额收益率 (单位: bp, %)

	AAA-					AA+					AA			
	2年	3年	4年	5年		2年	3年	4年	5年		2年	3年	4年	5年
息差	6.0	12.3	23.0	28.6	息差	7.0	13.3	24.0	30.6	息差	8.0	15.3	27.0	33.6
资本利得	11.8	18.6	41.9	27.1	资本利得	13.8	18.6	41.9	31.9	资本利得	15.8	21.5	45.7	31.8
超额收益率	17.8	30.8	64.9	55.7	超额收益率	20.8	31.9	65.9	62.6	超额收益率	23.7	36.8	72.8	65.5
均衡收益率	1.88%	1.95%	2.08%	2.13%	均衡收益率	1.90%	1.97%	2.10%	2.17%	均衡收益率	2.05%	2.13%	2.27%	2.33%
均衡利差	9.0	10.5	16.7	11.5	均衡利差	10.5	10.8	16.9	13.0	均衡利差	12.0	12.5	18.7	13.6
盈亏平衡收益率	2.78%	2.56%	2.53%	2.50%	盈亏平衡收益率	2.81%	2.58%	2.56%	2.54%	盈亏平衡收益率	3.02%	2.79%	2.76%	2.73%
盈亏平衡利差	99.1	71.1	62.5	48.5	盈亏平衡利差	101.1	71.8	63.1	50.2	盈亏平衡利差	109.3	78.0	68.3	53.6

收益率逼近2.0%，二永债后续投资空间测算

骑乘策略：骑乘期限越长越好？历史胜率最高的期限是什么？

杠杆策略：杠杆策略能增厚二永债收益率多少bp？

国债期货：如何运用国债期货平滑二永收益率曲线？

机构行为：哪些机构特征可以辅助构建二永策略？

寻根问底，二永杠杆率策略有没有超额收益？

➤ 二永杠杆策略，是否一定能增厚收益？

- 相较于直接做逆回购融出资金，购买二永需多承担流动性风险、信用回调风险，而低利率的环境下，这类利差补偿已近收窄至20bp。
- 对于跨季、跨年等特殊时点，逆回购利率甚至高于二永收益率，即买二永不如做逆回购。如2021年12月、2023年12月，二永收益率均低于GC007利率，2024年9月二级债收益率也低于GC007利率。

二永债相较逆回购超额收益率：1年、AAA级（单位：bp）

2021年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
二级债-R007	65.85	92.11	108.30	103.12	88.73	70.94	69.10	58.56	49.65	69.53	52.71	25.26
二级债-GC007	61.35	84.48	108.64	105.66	83.42	57.36	66.06	67.83	22.73	62.87	44.07	(20.98)
永续债-R007								72.55	64.54	85.26	67.71	38.01
永续债-GC007								81.82	37.62	78.60	59.06	(8.23)
2022年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
二级债-R007	38.28	35.48	40.90	64.74	67.46	63.11	68.97	55.17	39.39	34.69	62.83	71.69
二级债-GC007	24.31	34.37	24.83	64.17	63.84	52.34	66.28	50.07	6.12	30.13	59.05	37.02
永续债-R007	49.61	47.92	49.44	74.29	77.28	72.92	78.60	64.22	47.19	42.41	68.64	85.96
永续债-GC007	35.63	46.82	33.38	73.71	73.65	62.15	75.91	59.13	13.91	37.85	64.86	51.29
2023年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
二级债-R007	78.98	50.60	42.36	52.53	63.18	36.27	48.77	44.89	53.89	42.16	42.41	34.11
二级债-GC007	45.17	45.46	20.41	49.33	60.70	20.64	48.61	44.70	6.02	33.38	29.98	(9.82)
永续债-R007	98.54	60.29	51.04	61.52	72.74	45.88	58.78	56.27	66.03	51.37	49.93	40.39
永续债-GC007	64.72	55.14	29.10	58.32	70.25	30.26	58.62	56.08	18.16	42.58	37.51	(3.54)
2024年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	
二级债-R007	36.62	38.73	26.87	24.19	25.44	8.51	9.39	10.39	11.27	22.78	18.34	
二级债-GC007	20.37	23.69	19.70	26.06	27.23	10.65	10.40	8.84	(1.71)	19.13	18.36	
永续债-R007	44.30	44.96	31.72	27.17	28.34	10.03	10.52	12.07	13.29	26.09	20.12	
永续债-GC007	28.06	29.92	24.55	29.03	30.12	12.17	11.52	10.53	0.31	22.43	20.15	

寻根问底，二永杠杆率策略有没有超额收益？

➤ 二永杠杆策略，是否一定能增厚收益？

- 分月度来看，月末资金面紧张银行系融资资金偏紧，通常来看月末最后一周资金价格一般高于1年期AAA-二级债，杠杆策略失效。
- 以2024年1-11月数据进行回测，对比在月末前一周持有二永和进行逆回购的收益率。观察发现，在此策略下，R007、GC007年化收益率为0.41%、0.42%，而持有1至3年期AAA-二级债的收益率为0.43%、0.45%、0.49%。即月末持有1期二级债收益率可能低于以GC007价格融出资金。

月末买卖二永和进行资金融出收益率对比：2024年1-11月

	二级债 (AAA-)：票息			二级债 (AAA-)：资本利得				
	R007	GC007	1年	2年	3年	1年	2年	3年
11月	1.83%	1.81%	1.99%	2.06%	2.13%	0.04%	0.07%	0.15%
10月	1.90%	1.88%	2.13%	2.24%	2.32%	0.04%	0.07%	0.19%
9月	1.96%	2.41%	2.01%	2.05%	2.09%	-0.20%	-0.44%	-0.72%
8月	1.91%	1.93%	2.03%	2.09%	2.14%	-0.01%	-0.03%	-0.08%
7月	1.96%	1.94%	1.96%	2.01%	2.07%	0.04%	0.05%	0.15%
6月	2.33%	2.24%	2.09%	2.13%	2.21%	0.08%	0.13%	0.24%
5月	1.94%	1.90%	2.11%	2.21%	2.29%	-0.01%	0.04%	0.11%
4月	2.02%	1.95%	2.11%	2.20%	2.29%	-0.11%	-0.25%	-0.32%
3月	2.44%	2.58%	2.36%	2.47%	2.57%	0.01%	0.06%	0.14%
2月	2.10%	2.16%	2.38%	2.44%	2.55%	0.05%	0.07%	0.18%
1月	2.40%	2.53%	2.58%	2.68%	2.77%	0.08%	0.20%	0.32%
平均值	2.07%	2.12%	2.16%	2.24%	2.31%	0.00%	0.00%	0.03%
年化结果	0.41%	0.42%	0.43%	0.45%	0.46%	0.00%	0.00%	0.03%

寻根问底，二永杠杆率策略有没有超额收益？

➤ 二永加杠杆 vs 二永拉久期，谁更划算？

- **机构加杠杆行为受杠杆率水平和久期的双重影响。**假设债券投资的组合久期是3年、持有期限为1年，探讨五种策略下的二永收益：①持有100%的3Y二永、②持有50%的2Y二永+50%的4Y二永、③持有50%的1Y二永+持有50%的5Y二永、④持有100%的1Y二永+3倍杠杆、⑤持有100%的2Y二永+1.5倍杠杆。
- **历史结果显示，在久期限制下，杠杆策略并没有取得超额收益。**如果仅通过久期策略，2Y+4Y的配置结构在2022年、2023年表现最好，收益率分别为3.2%、5.74%，其次为3Y的配置结构。如果结合杠杆策略来看，2Y期限+1.5倍杠杆在2021年、2023年的收益表现优于1Y期限+3倍杠杆，但总体来看，2023年由于债市下行周期持续，二永杠杆策略收益率不及久期策略。

五种策略下二永收益率水平：历史数据回测（单位：%）

二级债	100%的3Y	50%的2Y+50%的4Y	50%的1Y+50%的5Y	1Y期限+3倍杠杆	2Y期限+1.5倍杠杆
2021年	5.76%	5.70%	4.88%	4.78%	6.27%
2022年	3.17%	3.20%	3.11%	3.38%	3.10%
2023年	5.69%	5.74%	5.37%	3.77%	5.44%
永续债	100%的3Y	50%的2Y+50%的4Y	50%的1Y+50%的5Y	1Y期限+3倍杠杆	2Y期限+1.5倍杠杆
2021年	5.13%	5.16%	4.53%	4.65%	5.71%
2022年	3.22%	3.31%	3.22%	3.67%	3.35%
2023年	6.21%	6.24%	5.84%	4.09%	6.06%

寻根问底，二永杠杆率策略有没有超额收益？

➤ 二永加杠杆 vs 二永拉久期，谁更划算？

- 机构加杠杆行为受杠杆率水平和久期的双重影响。我们假设债券投资的组合久期是3年、持有期限为1年，探讨五种策略下的二永收益：①全部持有3年期的二永、②持有50%的2年期二永+持有50%的4年期二永、③持有50%的1年期二永+持有50%的5年期二永、④持有100%的1年期二永+3倍杠杆、⑤持有100%的2年期二永+1.5倍杠杆。
- 以12月13日二永估值数据回测，杠杆收益低于久期。我们假设二永收益率曲线稳定，测算当下杠杆策略和久期策略谁更占优。

五种策略下二永收益率水平：当下数据回测（单位：%）

AAA-	100%的3Y	50%的2Y+50%的4Y	50%的1Y+50%的5Y	1Y期限+3倍杠杆	2Y期限+1.5倍杠杆
二级债	2.06%	2.09%	1.98%	1.42%	1.95%
永续债	2.10%	2.20%	2.06%	1.44%	1.97%
AA+	100%的3Y	50%的2Y+50%的4Y	50%的1Y+50%的5Y	1Y期限+3倍杠杆	2Y期限+1.5倍杠杆
二级债	2.13%	2.16%	2.05%	1.46%	2.08%
永续债	2.12%	2.23%	2.11%	1.47%	2.03%
AA	100%的3Y	50%的2Y+50%的4Y	50%的1Y+50%的5Y	1Y期限+3倍杠杆	2Y期限+1.5倍杠杆
二级债	2.33%	2.26%	2.17%	1.67%	2.23%
永续债	2.29%	2.41%	2.25%	1.86%	2.27%

寻根问底，二永杠杆率策略有没有超额收益？

► 二永 vs 国债，杠杆策略品种如何选择？

从税率角度上看，杠杆策略可获得额外的票息与资本利得，但需考虑增值税和企业所得税的影响。对于公募基金，仅铁道债和信用债需要针对利息收入缴纳增值税，资本利得均不用缴税，税率对于杠杆策略的影响不大；对于银行自营，投资国债与地方债的利息收入不用缴税，而资本利得均需承担29.75%的税率；对于资管产品，投资国债与地方债的利息收入不用缴税，资本利得均需承担27.45%的税率。

机构买卖债券税收情况

机构	券种	收益类型	国债	地方债	政金债	铁道债	同业存单	金融债	信用债
公募基金	企业所得税	利息收入	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
		资本利得	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	增值税	利息收入	0%	0%	0%	3.26%	0%	0%	3.26%
		资本利得	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	税率合计	利息收入	0%	0%	0%	3.26%	0%	0%	3.26%
资本利得	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
资管产品	企业所得税	利息收入	0%	0%	24.18%	12.09%	24.18%	24.18%	24.18%
		资本利得	24.18%	24.18%	24.18%	24.18%	24.18%	24.18%	24.18%
	增值税	利息收入	0%	0%	0%	3.26%	0%	0%	3.26%
		资本利得	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%
	税率合计	利息收入	0.00%	0.00%	24.18%	15.35%	24.18%	24.18%	27.44%
资本利得	27.45%	27.45%	27.45%	27.45%	27.45%	27.45%	27.45%		
银行自营	企业所得税	利息收入	0%	0%	25%	12.50%	25%	25%	23.42%
		资本利得	23.42%	23.42%	23.42%	23.42%	23.42%	23.42%	23.42%
	增值税	利息收入	0%	0%	0%	6%	0%	0%	6.34%
		资本利得	6.34%	6.34%	6.34%	6.34%	6.34%	6.34%	6.34%
	税率合计	利息收入	0.00%	0.00%	25.00%	18.50%	25.00%	25.00%	29.76%
资本利得	29.75%	29.75%	29.75%	29.75%	29.75%	29.75%	29.75%		

寻根问底，二永杠杆率策略有没有超额收益？

➤ 二永 vs 国债，杠杆策略品种如何选？

- 我们假设利率曲线不变、融资成本为R007。对于公募基金，配置1Y-4Y国债杠杆收益为负，配置AAA-级二永中4Y以上能实现5bp以上超额收益。对于资管产品和银行自营，由于存在税收负担，在当前利率曲线水平下杠杆策略适用度不高。

机构配置国债、二永债的杠杆收益率水平（单位：%、bp）

		公募基金			资管产品			银行自营		
		不加杠杆	1.2倍杠杆	杠杆收益率	不加杠杆	1.2倍杠杆	杠杆收益率	不加杠杆	1.2倍杠杆	杠杆收益率
国债	1年	1.16%	1.03%	-13.24	1.16%	1.03%	-13.24	1.16%	1.03%	-13.24
	2年	1.21%	1.09%	-12.11	1.20%	1.08%	-12.32	1.20%	1.08%	-12.33
	3年	1.47%	1.40%	-7.06	1.41%	1.33%	-8.25	1.40%	1.32%	-8.35
	4年	1.68%	1.66%	-2.74	1.59%	1.54%	-4.63	1.58%	1.53%	-4.79
	5年	1.91%	1.93%	1.77	1.78%	1.77%	-0.83	1.77%	1.76%	-1.05
二级债 (AAA-)	1年	1.78%	1.77%	-0.83	1.35%	1.25%	-9.43	1.33%	1.24%	-9.72
	2年	1.95%	1.98%	2.63	1.48%	1.41%	-6.88	1.46%	1.39%	-7.24
	3年	2.07%	2.11%	4.90	1.56%	1.51%	-5.20	1.54%	1.48%	-5.15
	4年	2.23%	2.32%	8.28	1.68%	1.66%	-2.70	1.66%	1.63%	-3.15
	5年	2.17%	2.25%	7.09	1.64%	1.61%	-3.54	1.62%	1.58%	-3.95
二级债 (AA+)	1年	1.79%	1.79%	-0.54	1.36%	1.27%	-9.21	1.34%	1.25%	-9.51
	2年	2.04%	2.08%	4.39	1.54%	1.49%	-5.58	1.52%	1.46%	-5.96
	3年	2.13%	2.19%	6.14	1.61%	1.56%	-4.27	1.59%	1.54%	-4.67
	4年	2.28%	2.37%	9.22	1.72%	1.70%	-1.99	1.70%	1.67%	-2.44
	5年	2.30%	2.40%	9.67	1.74%	1.72%	-1.63	1.72%	1.70%	-2.08
二级债 (AA)	1年	1.86%	1.87%	0.86	1.41%	1.33%	-8.15	1.40%	1.31%	-8.46
	2年	2.14%	2.20%	6.38	1.62%	1.58%	-4.08	1.60%	1.55%	-4.49
	3年	2.33%	2.43%	10.11	1.75%	1.74%	-1.32	1.73%	1.71%	-1.78
	4年	2.39%	2.50%	11.41	1.80%	1.80%	-0.33	1.78%	1.77%	-0.80
	5年	2.47%	2.60%	13.02	1.86%	1.87%	0.88	1.84%	1.84%	0.39
永续债 (AAA-)	1年	1.79%	1.78%	-0.66	1.35%	1.26%	-9.30	1.34%	1.24%	-9.60
	2年	1.96%	1.99%	2.89	1.49%	1.42%	-6.68	1.47%	1.40%	-7.04
	3年	2.10%	2.15%	5.50	1.58%	1.54%	-4.75	1.56%	1.51%	-5.15
	4年	2.44%	2.56%	12.31	1.83%	1.84%	0.26	1.81%	1.80%	-0.26
	5年	2.34%	2.45%	10.47	1.77%	1.76%	-1.04	1.74%	1.73%	-1.51
永续债 (AA+)	1年	1.80%	1.79%	-0.46	1.36%	1.27%	-9.15	1.35%	1.25%	-9.45
	2年	2.00%	2.04%	3.69	1.52%	1.45%	-6.09	1.50%	1.43%	-6.46
	3年	2.12%	2.17%	5.91	1.60%	1.55%	-4.44	1.58%	1.53%	-4.84
	4年	2.46%	2.58%	12.71	1.85%	1.85%	0.56	1.82%	1.82%	0.03
	5年	2.42%	2.54%	12.02	1.83%	1.83%	0.11	1.80%	1.80%	-0.38
永续债 (AA)	1年	1.93%	1.95%	2.14	1.46%	1.39%	-7.18	1.45%	1.37%	-7.50
	2年	2.16%	2.23%	6.88	1.64%	1.60%	-3.69	1.62%	1.57%	-4.09
	3年	2.29%	2.39%	9.49	1.73%	1.72%	-1.75	1.71%	1.69%	-2.19
	4年	2.65%	2.82%	16.67	2.00%	2.03%	3.54	1.97%	2.00%	2.97
	5年	2.58%	2.73%	15.21	1.95%	1.97%	2.52	1.92%	1.94%	2.00



收益率逼近2.0%，二永债后续投资空间测算

骑乘策略：骑乘期限越长越好？历史胜率最高的期限是什么？

杠杆策略：杠杆策略能增厚二永债收益率多少bp？

国债期货：如何运用国债期货平滑二永收益率曲线？

机构行为：哪些机构特征可以辅助构建二永策略？

二永套保 vs 国债套保，有何差异？

- 套期保值应遵循以下原则：品种相同或相近、月份相同或相近、方向相反、数量大致相等。
- 以国债期货对二永债套期保值，核心关注点在于三个：①如何选择给二永债套期保值的国债期货品种、②如何选择二永债的套期保值比率、③如何确定二永债套期保值的方向性。

二永债套期保值流程

选择套保合约 → 确定套保比例 → 动态调整仓位 → 平仓退出套保

- 套保现券久期
- 预期套保期限
- 升贴水&流动性

- 久期中性法
- 基点价值法
- 收益率β法

- CTD券切换
- 久期变化
- 期货到期移仓

- 期货平仓退出
- 现券交割退出

如何选择给二永套期保值的国债期货品种？

► 各期限/等级二永债与T合约关联度最高

- 对于国债，1-3年期国债与TS合约的关联度最好，4年、5年年期国债与TF合约关联度最好；
- 对于国开债，1年、2年期国开债与TS合约的关联度最好，3年期国开债与TF合约的关联度最好，4年、5年期国开债与TS合约的关联度最好。
- 对于银行二永债，除1年期AAA-二级债外，其余期限/等级二永债均与T合约关联度更高。

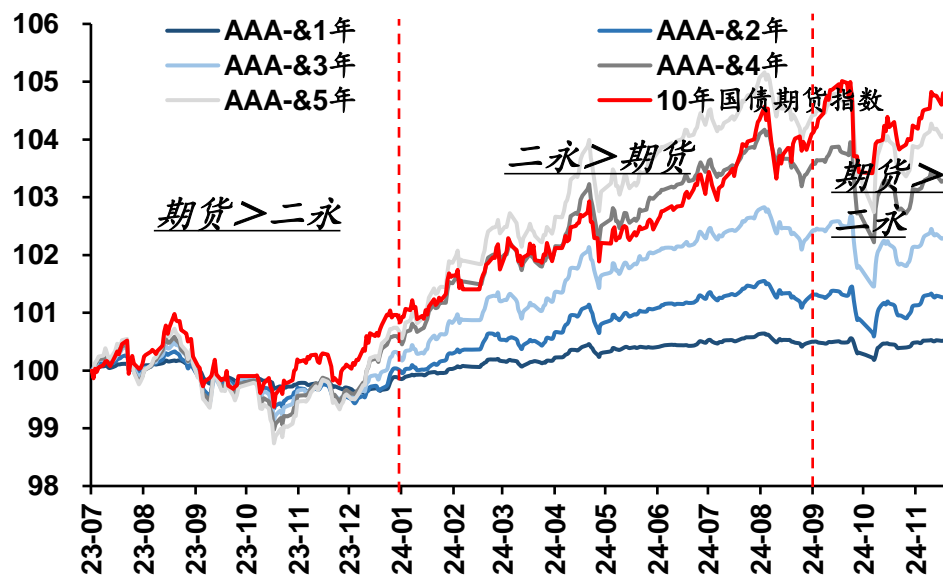
二永债与国债期货合约相关度（单位：%）

二级债	AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年	AA+&1年	AA+&2年	AA+&3年	AA+&4年	AA+&5年	AA&1年	AA&2年	AA&3年	AA&4年	AA&5年
TS	90.4%	91.6%	91.3%	90.0%	90.0%	90.7%	90.9%	90.1%	88.6%	88.6%	89.2%	87.8%	85.4%	83.4%	83.5%
TF	89.2%	92.5%	93.8%	93.4%	93.4%	89.8%	92.0%	93.0%	92.7%	92.7%	89.3%	90.5%	90.5%	89.5%	89.5%
T	89.9%	94.1%	96.0%	96.2%	96.2%	90.7%	93.8%	95.6%	95.8%	95.8%	91.0%	93.4%	94.2%	93.7%	93.7%
TL	87.2%	91.9%	94.5%	95.3%	95.3%	88.2%	91.8%	94.3%	95.1%	95.1%	88.6%	91.8%	93.5%	93.5%	93.5%
永续债	AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年	AA+&1年	AA+&2年	AA+&3年	AA+&4年	AA+&5年	AA&1年	AA&2年	AA&3年	AA&4年	AA&5年
TS	91.0%	90.8%	90.4%	89.2%	89.3%	91.1%	90.3%	89.8%	88.0%	88.0%	86.7%	84.3%	83.7%	83.2%	83.3%
TF	90.7%	92.7%	93.5%	93.2%	93.2%	91.0%	92.5%	93.2%	92.5%	92.5%	90.2%	89.5%	89.5%	89.5%	89.5%
T	91.8%	94.7%	96.0%	96.1%	96.2%	92.3%	94.8%	95.9%	95.8%	95.8%	93.7%	93.6%	93.6%	93.6%	93.7%
TL	89.2%	92.9%	94.7%	95.3%	95.3%	89.7%	93.1%	94.6%	95.2%	95.2%	92.9%	93.2%	93.4%	93.6%	93.6%
	国债:1年	国债:2年	国债:3年	国债:4年	国债:5年	国开:1年	国开:2年	国开:3年	国开:4年	国开:5年					
TS	94.0%	98.8%	99.2%	99.0%	99.0%	90.9%	97.0%	98.1%	97.7%	97.7%					
TF	91.2%	97.6%	98.7%	99.2%	99.2%	89.1%	96.2%	98.1%	98.8%	98.8%					
T	90.1%	96.3%	97.2%	98.2%	98.2%	89.7%	95.9%	97.7%	98.9%	98.9%					
TL	87.7%	94.0%	95.4%	96.7%	96.7%	88.3%	93.7%	95.9%	97.4%	97.4%					

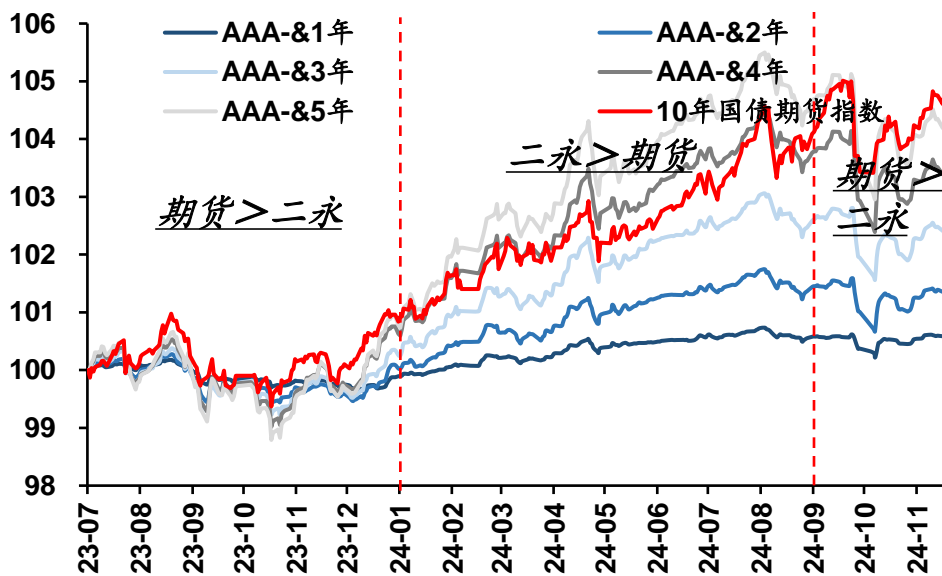
如何选择给二永套期保值的国债期货品种？

- 二永债价格与国债期货指数表现多次更替，当前国债期货指数表现好于二永债
 - 2024年1月-8月：T合约指数与4年期AAA-二永债关联度最高。
 - 2024年8月以来：T合约指数与5年期AAA-二永债关联度最高，二永利率化程度提升。

二级债价格与10年国债期货指数



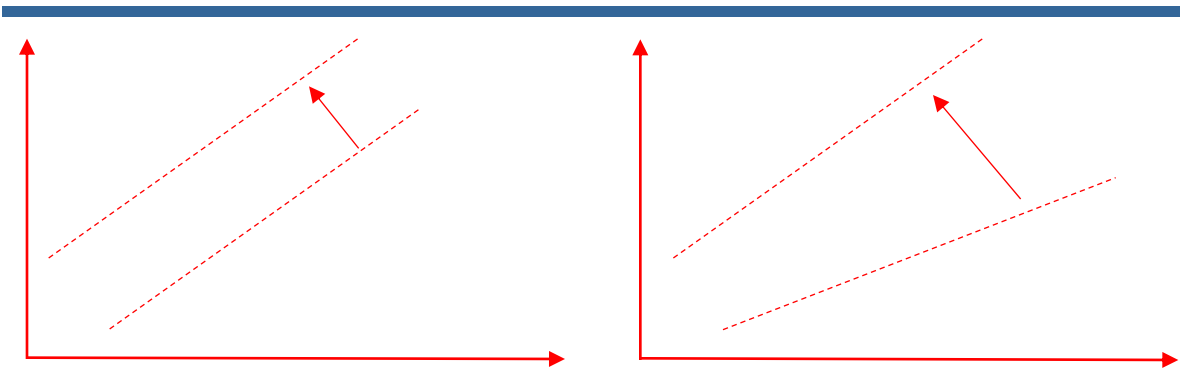
永续债价格与10年国债期货指数



如何选择二永债的套期保值比率？

- **修正久期法：**修正久期是收益率变动1个百分点，债券价格变化的百分比。由于修正久期法忽略了凸性的影响，可能由于价格波动过大导致久期变化，导致套保不足或过度套保。
- **基点价值法：**基点价值是利率每变动1bp引起的债券价格变动，相较于久期中性法，基点价值法并不会受收益率大幅波动的影响。
- **收益率β系数法：**基点价值法和修正久期法的假设是在CTD券与被套保债券收益率平行升降，但实际中短端的债券收益率波动大于长端，需要对套期保值比率就行动态调整，这种方法为收益率β系数法。

修正久期法/基点价值法曲线 vs 收益率β系数法曲线



修正久期法/基点价值法/收益率β系数法计算公式

$$\text{套保比例} = \frac{\text{现券价格} \times \text{现券久期}}{\text{期货合约价格} \times \text{期货久期}}$$

$$\text{套保比例} = \frac{\text{现券持仓基点价值}}{(\text{CTD 券基点价值}/\text{CF})}$$

$$Yield_S = \beta * Yield_{CTD} + \varepsilon$$

如何选择二永债的套期保值比率？

➤ 基于波动率的套保计算方法

- 由于二永债本身的信用定价属性，其收益率波动往往不与国债同步且呈现超涨、超跌的情况，我们基于二永债、国债期货的波动率来计算套保比例，该类方法忽略了久期、凸性的影响，而直接从价格的角度进行测算。
- 以2024年11月30日的中债收益率曲线为例，计算各个期限所需的套期保值比率。

基于波动率的套保计算公式

$$\text{套保比例} = \frac{\sigma_{\text{现券价格}}}{\sigma_{\text{期货合约价格}}}$$

国债期货对二永债的套期保值率（单位：%）

		二级债	AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年
修正久期法	套保比例_TS		54%	106%	157%	207%	256%
	套保比例_TF		22%	44%	65%	85%	105%
	套保比例_T		15%	29%	43%	56%	69%
	套保比例_TL		5%	9%	14%	18%	23%
基点价值法	套保比例_TS		54%	106%	157%	207%	256%
	套保比例_TF		22%	43%	64%	84%	104%
	套保比例_T		14%	29%	42%	56%	69%
	套保比例_TL		5%	9%	14%	18%	23%
基于波动率的计算法	套保比例_TS		72%	154%	242%	313%	388%
	套保比例_TF		35%	75%	118%	153%	189%
	套保比例_T		24%	52%	82%	106%	131%
	套保比例_TL		11%	23%	37%	47%	59%
		永续债	AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年
修正久期法	套保比例_TS		54%	106%	157%	207%	256%
	套保比例_TF		22%	44%	65%	85%	105%
	套保比例_T		15%	29%	43%	56%	69%
	套保比例_TL		5%	9%	14%	18%	23%
基点价值法	套保比例_TS		54%	106%	157%	207%	255%
	套保比例_TF		22%	43%	64%	84%	104%
	套保比例_T		14%	29%	42%	56%	69%
	套保比例_TL		5%	9%	14%	18%	23%
基于波动率的计算法	套保比例_TS		80%	161%	256%	325%	402%
	套保比例_TF		39%	79%	125%	158%	196%
	套保比例_T		27%	55%	87%	110%	136%
	套保比例_TL		12%	24%	39%	49%	61%

如何确定二永债套期保值的方向性？

- 对于以国债期货为国债进行套期保值，方向性较为明确，即“多现货+空期货”对冲头寸，而以国债期货为二永债套期保值，可能出现“二永跌+期货涨”的情况。
- 我们定义连续三个交易日二永与国债期货走势相反为走势背离，数据上看，二永与国债期货走势背离大多发生在2021年以前，2021年以前的交易特征在于信用利差较厚，二永与利率容易出现走势背离，2022年以来二永走势逐步利率化，其收益率与国债期货同步性增强。

国债期货与二永债走势背离交易日数量：5Y&AAA-（单位：天）

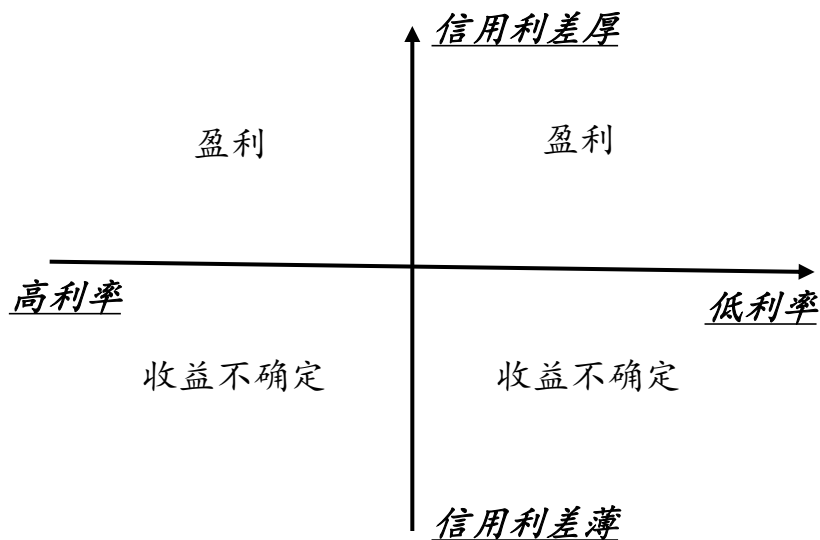
	二级债_TF套保	二级债_T套保	永续债_TF套保	永续债_T套保	总交易日
2019年	22	21	-	-	250
2020年	14	12	-	-	249
2021年	8	11	-	-	250
2022年	2	1	2	2	250
2023年	7	7	1	2	250
2024年	0	0	1	0	229

象限角度理解二永债套期保值

➤ 8种情况下国债期货对二永的套期保值效果。

- 利率上行（有效套保）：若信用利差厚，二永跌幅小于国债期货，投资组合整体盈利；若信用利差薄，投资组合收益率不确定。
- 利率下行（无效套保）：若信用利差厚，投资组合收益率不确定；若信用利差薄，二永涨幅约等于国债期货，投资组合整体亏损。

利率上行，二永套期保值收益情况



利率下行，二永套期保值收益情况

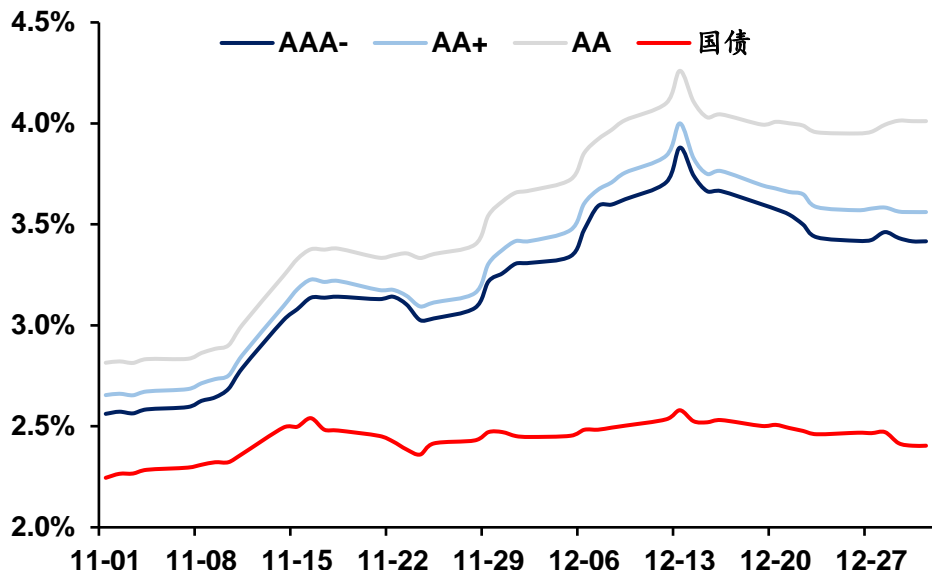


第一轮：2022年11月1日-12月9日

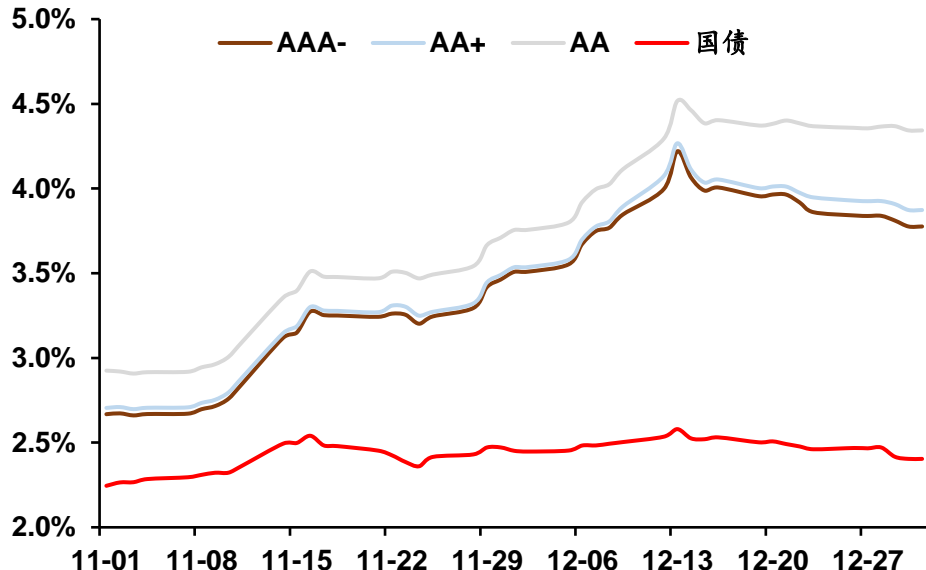
➤ 理财赎回潮引起的二永债回调

- 从回调幅度上看，AAA-/AA+/AA二级债回调幅度分别为1.06pct、1.1pct、1.2pct，AAA-/AA+/AA永续债回调幅度分别为1.18pct、1.19pct、1.19pct，而国债回调幅度为26bp。

二级债与国债收益率：3Y（单位：%）



永续债与国债收益率：3Y（单位：%）



第一轮：2022年11月1日-12月9日

➤ 对于AAA-级债券，基于基点价值法的套期保值效率对二级债约在30%~40%之间，其中效果较好的为TF合约；基于波动率的套期保值效率对二级债在60%~90%之间，其中效果较好的为TF合约。

二级资本债套期保值率（单位：%）

		AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年
基点价值法	套保比例_TS	53%	105%	155%	202%	248%
	套保比例_TF	23%	45%	67%	88%	107%
	套保比例_T	14%	28%	41%	53%	65%
基于波动率的计算法	套保比例_TS	131%	257%	384%	529%	652%
	套保比例_TF	54%	106%	159%	219%	270%
	套保比例_T	30%	58%	87%	120%	147%

国债期货对二永债套期保值回测：2022年11月1日-12月9日（单位：%）

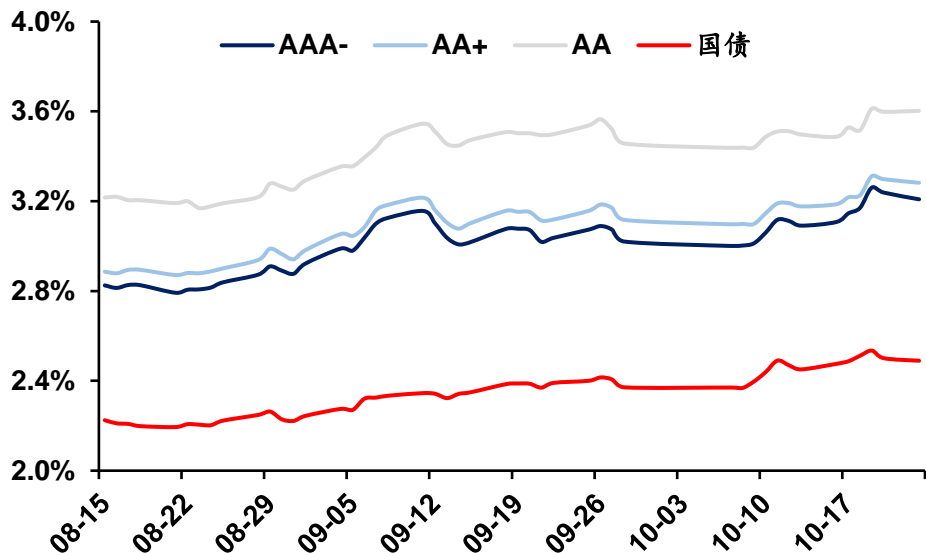
二级债	AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年	套期保值效率_5Y&AAA-	AA+&1年	AA+&2年	AA+&3年	AA+&4年	AA+&5年	套期保值效率_5Y&AA+	AA&1年	AA&2年	AA&3年	AA&4年	AA&5年	套期保值效率_5Y&AA	
无套期保值收益率	-0.58%	-1.62%	-2.61%	-3.02%	-3.00%	-	-0.60%	-1.67%	-2.70%	-3.08%	-3.15%	-	-0.68%	-1.84%	-2.94%	-3.40%	-3.50%	-	
基点价值法	套保比例_TS	-0.35%	-1.15%	-1.92%	-2.12%	-1.89%	36.8%	-0.37%	-1.20%	-2.01%	-2.19%	-2.05%	35.0%	-0.45%	-1.38%	-2.25%	-2.51%	-2.41%	31.3%
	套保比例_TF	-0.33%	-1.12%	-1.88%	-2.06%	-1.82%	39.2%	-0.35%	-1.17%	-1.97%	-2.13%	-1.98%	37.2%	-0.43%	-1.35%	-2.21%	-2.45%	-2.34%	33.3%
	套保比例_T	-0.39%	-1.23%	-2.04%	-2.27%	-2.08%	30.7%	-0.41%	-1.28%	-2.13%	-2.33%	-2.23%	29.1%	-0.48%	-1.46%	-2.37%	-2.66%	-2.59%	26.1%
基于波动率的计算法	套保比例_TS	0.00%	-0.47%	-0.90%	-0.66%	-0.10%	96.8%	-0.03%	-0.55%	-1.07%	-0.79%	-0.33%	89.5%	-0.16%	-0.84%	-1.45%	-1.27%	-0.89%	74.7%
	套保比例_TF	0.01%	-0.45%	-0.87%	-0.62%	-0.05%	98.5%	-0.02%	-0.53%	-1.04%	-0.75%	-0.28%	91.1%	-0.15%	-0.82%	-1.43%	-1.24%	-0.84%	76.0%
	套保比例_T	-0.17%	-0.80%	-1.39%	-1.33%	-0.92%	69.4%	-0.19%	-0.87%	-1.53%	-1.44%	-1.13%	64.2%	-0.31%	-1.12%	-1.87%	-1.87%	-1.63%	53.5%
永续债	AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年	套期保值效率_5Y&AAA-	AA+&1年	AA+&2年	AA+&3年	AA+&4年	AA+&5年	套期保值效率_5Y&AA+	AA&1年	AA&2年	AA&3年	AA&4年	AA&5年	套期保值效率_5Y&AA	
无套期保值收益率	-0.60%	-1.89%	-2.90%	-3.53%	-3.94%	-	-0.61%	-1.91%	-2.92%	-3.56%	-3.97%	-	-0.57%	-1.88%	-2.89%	-3.62%	-3.81%	-	
基点价值法	套保比例_TS	-0.37%	-1.43%	-2.21%	-2.63%	-2.84%	28.0%	-0.37%	-1.44%	-2.23%	-2.66%	-2.87%	27.7%	-0.33%	-1.41%	-2.20%	-2.73%	-2.72%	28.6%
	套保比例_TF	-0.35%	-1.40%	-2.17%	-2.58%	-2.77%	29.8%	-0.36%	-1.41%	-2.19%	-2.60%	-2.80%	29.5%	-0.32%	-1.38%	-2.16%	-2.67%	-2.65%	30.5%
	套保比例_T	-0.41%	-1.51%	-2.33%	-2.78%	-3.02%	23.3%	-0.41%	-1.52%	-2.35%	-2.81%	-3.05%	23.1%	-0.37%	-1.49%	-2.32%	-2.88%	-2.90%	23.9%
基于波动率的计算法	套保比例_TS	0.00%	-0.74%	-1.21%	-1.10%	-0.94%	76.0%	0.00%	-0.75%	-1.23%	-1.10%	-0.95%	76.2%	0.02%	-0.81%	-1.37%	-1.34%	-1.01%	73.6%
	套保比例_TF	0.01%	-0.72%	-1.18%	-1.05%	-0.89%	77.4%	0.01%	-0.73%	-1.20%	-1.05%	-0.89%	77.5%	0.03%	-0.80%	-1.35%	-1.30%	-0.96%	74.9%
	套保比例_T	-0.17%	-1.07%	-1.69%	-1.79%	-1.79%	54.5%	-0.17%	-1.08%	-1.71%	-1.79%	-1.80%	54.6%	-0.15%	-1.11%	-1.80%	-1.98%	-1.80%	52.8%

第二轮：2023年8月15日-10月23日

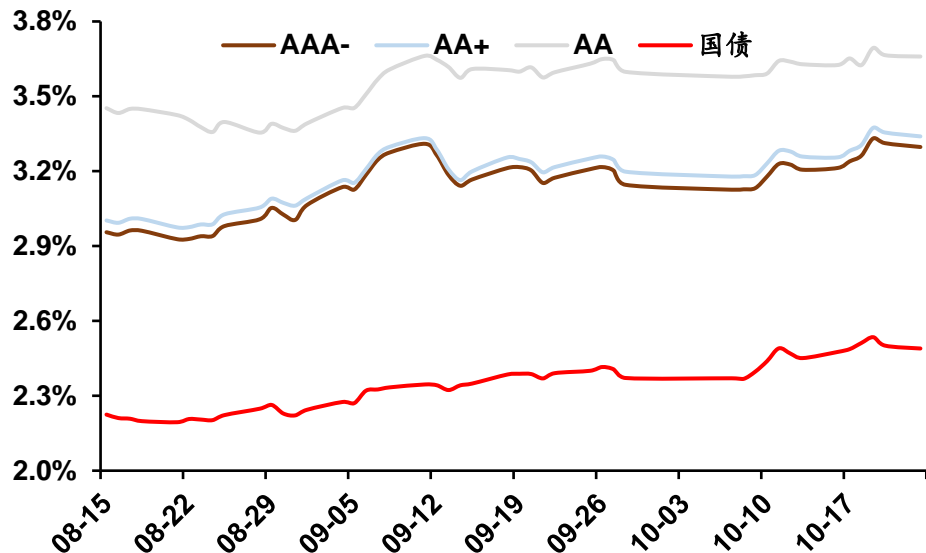
➤ 基本面、政府债供给冲击、监管打击套利引起的二永债回调（曲线熊平）

- 从回调幅度上看，AAA-/AA+/AA二级债回调幅度分别为38pct、40pct、39pct，AAA-/AA+/AA永续债回调幅度分别为34pct、34pct、21pct，而国债回调幅度为26bp。

二级债与国债收益率：3Y（单位：%）



永续债与国债收益率：3Y（单位：%）



第二轮：2023年8月15日-10月23日

➤ 基点价值法的套期保值效率对二级债约在30%~80%之间，其中效果较好的为TS合约，永续债跌幅小于，套期保值效率高于二级债；基于波动率的套期保值效率对二级债均在70%以上，仅TF、T合约不能实现全额套保。

二级资本债套期保值率（单位：%）

		AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年
基点价值法	套保比例_TS	54%	106%	156%	205%	252%
	套保比例_TF	23%	45%	67%	88%	108%
	套保比例_T	13%	25%	37%	48%	59%
	套保比例_TL	5%	11%	16%	21%	26%
基于波动率的计算法	套保比例_TS	74%	150%	221%	310%	380%
	套保比例_TF	32%	65%	96%	134%	164%
	套保比例_T	23%	46%	68%	95%	116%
	套保比例_TL	22%	44%	64%	90%	111%

国债期货对二永债套期保值回测：2023年8月15日-10月23日（单位：%）

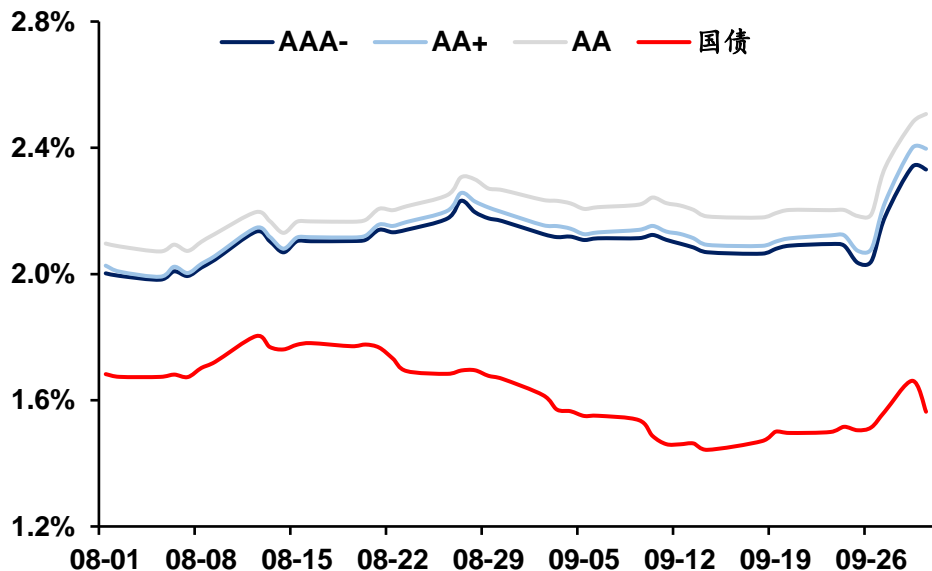
二级债		AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年	套期保值效率_5Y&AAA-	AA+&1年	AA+&2年	AA+&3年	AA+&4年	AA+&5年	套期保值效率_5Y&AA+	AA&1年	AA&2年	AA&3年	AA&4年	AA&5年
无套期保值收益率		0.10%	-0.27%	-0.49%	-0.72%	-1.11%	-	0.12%	-0.30%	-0.51%	-0.50%	-1.02%	-	0.09%	-0.22%	-0.42%	-0.47%	-0.04%
基点价值法	套保比例_TS	0.29%	0.10%	0.06%	0.00%	-0.23%	79.4%	0.30%	0.07%	0.04%	0.21%	-0.14%	86.2%	0.28%	0.15%	0.13%	0.24%	0.83%
	套保比例_TF	0.24%	-0.01%	-0.10%	-0.21%	-0.49%	55.80%	0.25%	-0.04%	-0.12%	0.00%	-0.40%	60.59%	0.22%	0.04%	-0.03%	0.03%	0.57%
	套保比例_T	0.20%	-0.09%	-0.22%	-0.37%	-0.68%	38.75%	0.21%	-0.12%	-0.24%	-0.15%	-0.59%	42.08%	0.18%	-0.04%	-0.15%	-0.12%	0.39%
	套保比例_TL	0.19%	-0.11%	-0.25%	-0.40%	-0.72%	35.19%	0.20%	-0.14%	-0.27%	-0.19%	-0.63%	38.20%	0.17%	-0.06%	-0.17%	-0.15%	0.35%
基于波动率的计算法	套保比例_TS	0.36%	0.25%	0.29%	0.37%	0.22%	119.78%	0.37%	0.25%	0.34%	0.67%	0.42%	141.44%	0.51%	0.57%	0.84%	1.10%	1.87%
	套保比例_TF	0.29%	0.10%	0.06%	0.05%	-0.17%	84.97%	0.30%	0.09%	0.09%	0.33%	0.00%	100.34%	0.39%	0.34%	0.48%	0.64%	1.32%
	套保比例_T	0.27%	0.06%	0.01%	-0.03%	-0.26%	76.24%	0.28%	0.05%	0.03%	0.25%	-0.10%	90.03%	0.35%	0.28%	0.39%	0.53%	1.18%
	套保比例_TL	0.43%	0.39%	0.49%	0.65%	0.57%	151.43%	0.44%	0.40%	0.57%	0.98%	0.80%	178.83%	0.62%	0.78%	1.18%	1.51%	2.38%
永续债		AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年	套期保值效率_5Y&AAA-	AA+&1年	AA+&2年	AA+&3年	AA+&4年	AA+&5年	套期保值效率_5Y&AA+	AA&1年	AA&2年	AA&3年	AA&4年	AA&5年
无套期保值收益率		0.13%	-0.18%	-0.35%	-0.60%	-0.69%	-	0.14%	-0.19%	-0.33%	-0.54%	-0.62%	-	0.39%	0.27%	0.10%	-0.50%	-0.45%
基点价值法	套保比例_TS	0.32%	0.20%	0.19%	0.11%	0.19%	127.7%	0.33%	0.18%	0.22%	0.17%	0.25%	140.3%	0.57%	0.64%	0.64%	0.20%	0.41%
	套保比例_TF	0.26%	0.09%	0.03%	-0.10%	-0.07%	89.81%	0.27%	0.07%	0.05%	-0.04%	-0.01%	98.63%	0.52%	0.53%	0.48%	-0.01%	0.15%
	套保比例_T	0.22%	0.01%	-0.08%	-0.25%	-0.26%	62.38%	0.23%	-0.01%	-0.06%	-0.19%	-0.20%	68.51%	0.48%	0.45%	0.36%	-0.16%	-0.03%
	套保比例_TL	0.21%	-0.01%	-0.11%	-0.28%	-0.30%	56.63%	0.22%	-0.02%	-0.09%	-0.22%	-0.24%	62.20%	0.47%	0.43%	0.34%	-0.19%	-0.07%
基于波动率的计算法	套保比例_TS	0.38%	0.42%	0.63%	0.78%	1.01%	246.72%	0.43%	0.48%	0.75%	0.88%	1.12%	279.12%	0.80%	1.16%	1.51%	1.28%	1.72%
	套保比例_TF	0.31%	0.25%	0.35%	0.38%	0.52%	175.02%	0.35%	0.29%	0.44%	0.47%	0.61%	198.01%	0.68%	0.90%	1.10%	0.76%	1.09%
	套保比例_T	0.29%	0.20%	0.27%	0.28%	0.39%	157.04%	0.33%	0.24%	0.36%	0.37%	0.48%	177.66%	0.65%	0.84%	1.00%	0.63%	0.93%
	套保比例_TL	0.45%	0.58%	0.89%	1.15%	1.46%	311.92%	0.51%	0.66%	1.04%	1.26%	1.58%	352.89%	0.90%	1.40%	1.88%	1.75%	2.30%

第三轮：2024年8月1日-9月30日

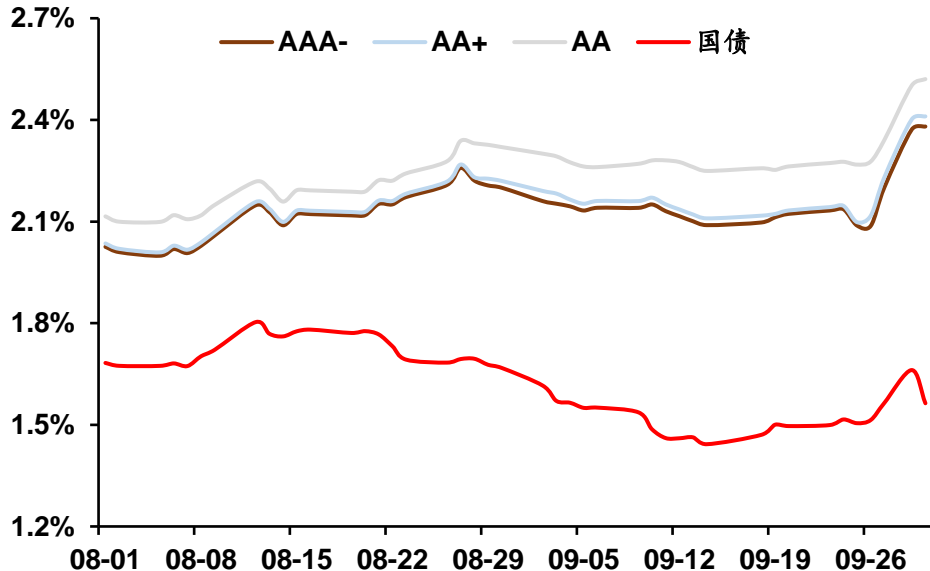
➤ **CPI回暖、长债卖出压力增加、部分机构暂停长债做市引发二永回调**

- 从回调幅度上看，AAA-/AA+/AA二级债回调幅度分别为33pct、37pct、41pct，AAA-/AA+/AA永续债回调幅度分别为36pct、38pct、41pct，而国债回调幅度为-12bp。

二级债与国债收益率：3Y（单位：%）



永续债与国债收益率：3Y（单位：%）





第三轮：2024年8月1日-9月30日

➤ 基点价值法的套期保值效率对二级债约在-40%-40%之间，其中效果较好的为T合约；基于波动率的套期保值效率对二级债在-60%-90%之间。

二级资本债套期保值率（单位：%）

		AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年
基点价值法	套保比例_TS	52%	104%	154%	203%	251%
	套保比例_TF	22%	44%	65%	86%	106%
	套保比例_T	13%	25%	37%	49%	60%
	套保比例_TL	5%	10%	15%	19%	24%
基于波动率的计算法	套保比例_TS	72%	154%	242%	313%	388%
	套保比例_TF	35%	75%	118%	153%	189%
	套保比例_T	24%	52%	82%	106%	131%
	套保比例_TL	11%	23%	37%	47%	59%

国债期货对二永债套期保值回测：2024年8月1日-9月30日（单位：%）

二级债		AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年	套期保值效率_5Y&AAA-	AA+&1年	AA+&2年	AA+&3年	AA+&4年	AA+&5年	套期保值效率_5Y&AA+	AA&1年	AA&2年	AA&3年	AA&4年	AA&5年	套期保值效率_5Y&AA
无套期保值收益率		0.05%	-0.24%	-0.57%	-0.85%	-1.00%	-	0.04%	-0.30%	-0.67%	-0.95%	-1.36%	-	0.05%	-0.34%	-0.77%	-1.04%	-1.42%	-
基点价值法	套保比例_TS	-0.03%	-0.40%	-0.81%	-1.17%	-1.40%	-39.6%	-0.04%	-0.46%	-0.92%	-1.27%	-1.75%	-29.2%	-0.03%	-0.50%	-1.01%	-1.36%	-1.82%	-27.7%
	套保比例_TF	0.05%	-0.23%	-0.55%	-0.83%	-0.98%	2.13%	0.05%	-0.29%	-0.66%	-0.93%	-1.33%	1.57%	0.06%	-0.33%	-0.76%	-1.02%	-1.40%	1.49%
	套保比例_T	0.14%	-0.06%	-0.29%	-0.49%	-0.55%	44.58%	0.14%	-0.11%	-0.40%	-0.58%	-0.91%	32.84%	0.15%	-0.16%	-0.50%	-0.68%	-0.98%	31.19%
	套保比例_TL	0.09%	-0.16%	-0.45%	-0.69%	-0.81%	18.92%	0.08%	-0.22%	-0.56%	-0.79%	-1.17%	13.94%	0.09%	-0.26%	-0.65%	-0.88%	-1.24%	13.24%
基于波动率的计算法	套保比例_TS	-0.06%	-0.48%	-0.95%	-1.34%	-1.61%	61.33%	-0.07%	-0.55%	-1.07%	-1.45%	-1.99%	46.41%	-0.06%	-0.60%	-1.19%	-1.61%	-2.13%	49.58%
	套保比例_TF	0.06%	-0.22%	-0.54%	-0.82%	-0.96%	3.79%	0.05%	-0.28%	-0.65%	-0.91%	-1.32%	2.87%	0.06%	-0.33%	-0.74%	-1.00%	-1.38%	3.06%
	套保比例_T	0.23%	0.15%	0.04%	-0.06%	-0.03%	97.14%	0.23%	0.10%	-0.06%	-0.14%	-0.36%	73.51%	0.24%	0.06%	-0.10%	-0.13%	-0.31%	78.53%
	套保比例_TL	0.14%	-0.05%	-0.27%	-0.47%	-0.53%	46.85%	0.13%	-0.11%	-0.38%	-0.56%	-0.88%	35.45%	0.14%	-0.15%	-0.45%	-0.60%	-0.88%	37.87%
永续债		AAA-&1年	AAA-&2年	AAA-&3年	AAA-&4年	AAA-&5年	套期保值效率_5Y&AAA-	AA+&1年	AA+&2年	AA+&3年	AA+&4年	AA+&5年	套期保值效率_5Y&AA+	AA&1年	AA&2年	AA&3年	AA&4年	AA&5年	套期保值效率_5Y&AA
无套期保值收益率		0.03%	-0.30%	-0.63%	-0.95%	-1.10%	-	0.03%	-0.32%	-0.68%	-1.02%	-1.41%	-	0.00%	-0.38%	-0.75%	-1.03%	-1.34%	-
基点价值法	套保比例_TS	-0.05%	-0.47%	-0.88%	-1.27%	-1.50%	-36.0%	-0.05%	-0.48%	-0.93%	-1.34%	-1.81%	-28.1%	-0.08%	-0.54%	-0.99%	-1.35%	-1.73%	-29.4%
	套保比例_TF	0.04%	-0.30%	-0.62%	-0.93%	-1.08%	1.93%	0.04%	-0.31%	-0.67%	-1.00%	-1.39%	1.51%	0.01%	-0.37%	-0.74%	-1.02%	-1.32%	1.58%
	套保比例_T	0.12%	-0.12%	-0.36%	-0.59%	-0.65%	40.50%	0.13%	-0.14%	-0.41%	-0.66%	-0.96%	31.58%	0.09%	-0.20%	-0.48%	-0.67%	-0.90%	33.11%
	套保比例_TL	0.07%	-0.23%	-0.52%	-0.79%	-0.91%	17.19%	0.07%	-0.24%	-0.57%	-0.86%	-1.22%	13.40%	0.04%	-0.30%	-0.64%	-0.88%	-1.15%	14.05%
基于波动率的计算法	套保比例_TS	-0.10%	-0.56%	-1.04%	-1.46%	-1.73%	57.75%	-0.10%	-0.58%	-1.10%	-1.54%	-2.06%	46.18%	-0.13%	-0.65%	-1.21%	-1.67%	-2.13%	58.99%
	套保比例_TF	0.04%	-0.29%	-0.61%	-0.92%	-1.06%	3.57%	0.04%	-0.30%	-0.66%	-0.99%	-1.37%	2.85%	0.01%	-0.36%	-0.72%	-0.99%	-1.29%	3.64%
	套保比例_T	0.23%	0.10%	0.01%	-0.14%	-0.09%	91.46%	0.24%	0.09%	-0.03%	-0.19%	-0.38%	73.13%	0.21%	0.06%	-0.02%	-0.02%	-0.09%	93.43%
	套保比例_TL	0.13%	-0.11%	-0.32%	-0.56%	-0.61%	44.11%	0.13%	-0.12%	-0.37%	-0.62%	-0.91%	35.27%	0.10%	-0.17%	-0.40%	-0.55%	-0.74%	45.06%



收益率逼近2.0%，二永债后续投资空间测算

骑乘策略：骑乘期限越长越好？历史胜率最高的期限是什么？

杠杆策略：杠杆策略能增厚二永债收益率多少bp？

国债期货：如何运用国债期货平滑二永收益率曲线？

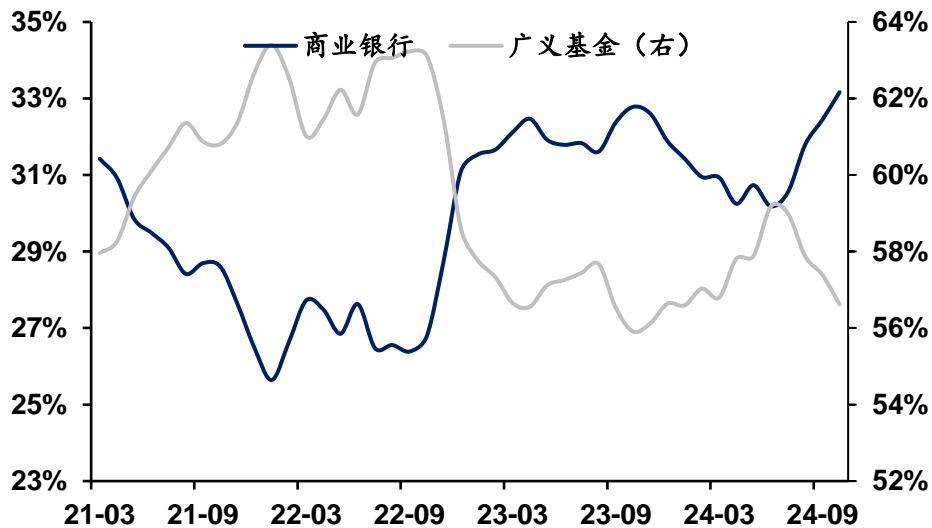
机构行为：哪些机构特征可以辅助构建二永策略？

二永债，谁在持仓？

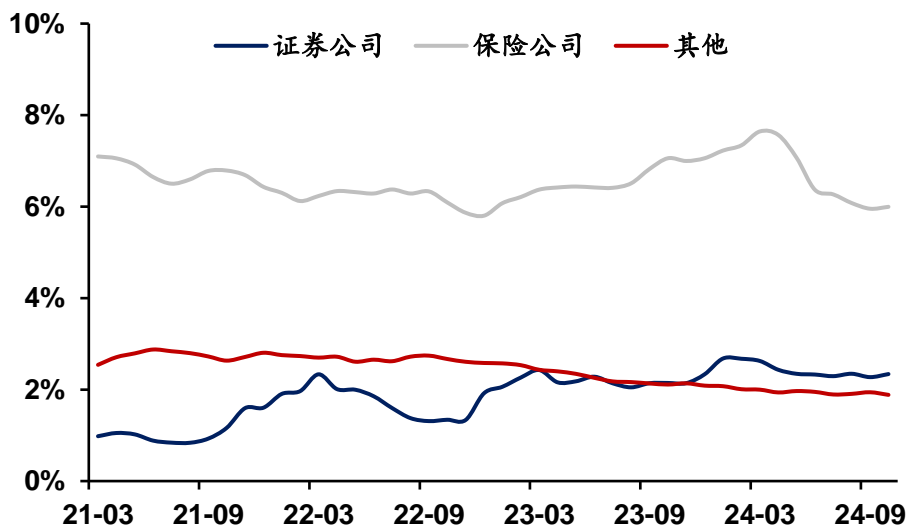
➤ 广义基金是第一大持仓机构，商业银行配置力量加强

- 截至2024年10月，商业银行主要持仓机构分别为广义基金（56.6%）、商业银行（33.2%）、保险公司（6.0%）、证券公司（2.3%）。
- 从配置占比趋势来看，2021年以来广义基金、证券公司加强银行债挖掘，持仓占比提升；2022年10月-12月，理财赎回潮下广义基金减持银行债，商业银行增持；2024年7月以来广义基金提升资产配置流动性，整体减持银行债、增配利率。

商业银行债持有者结构（单位：%）



商业银行债持有者结构（单位：%）

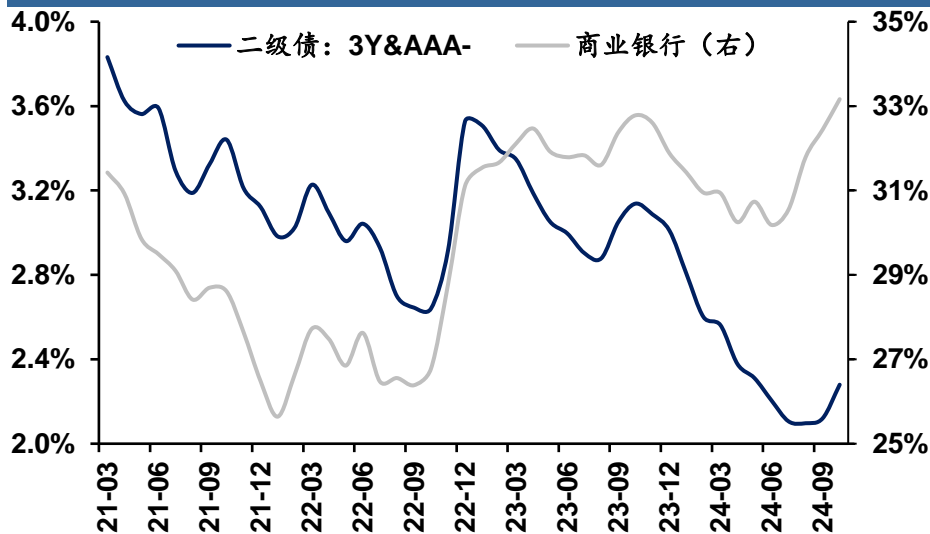


二永债，谁在持仓？

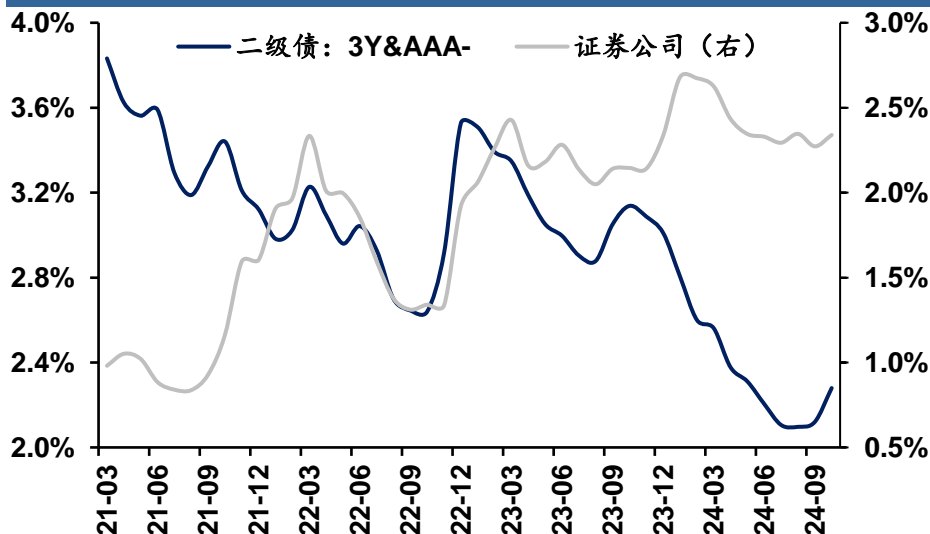
➤ 商业银行与证券公司“回调增配”

- **商业银行：欠配压力 vs 持有至到期。** 商业银行大多数时候配置占比随二永收益率回调而增配，但由于其规模体量较大存在欠配压力，在2022年末、2024年下半年其配置占比与二级债收益率反向，表现为“不得不配”。
- **证券公司：左侧机构 vs 交易性思路。** 回调增配证券公司配置思路也表现为“回调增配”，近两年对二永的挖掘力度不断加强，且存在绝对收益诉求，配置的交易属性有所减弱。

商业银行持仓占比与二债收益率（单位：%）



证券公司持仓占比与二债收益率（单位：%）

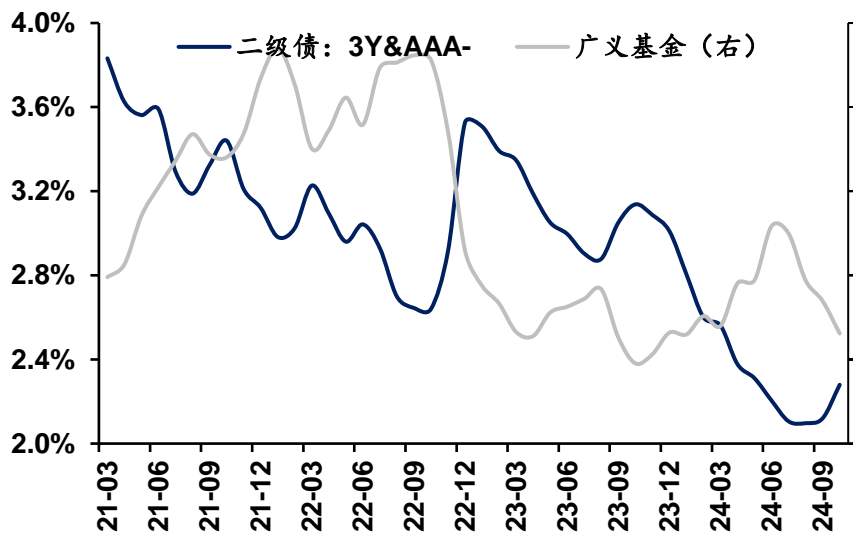


二永债，谁在持仓？

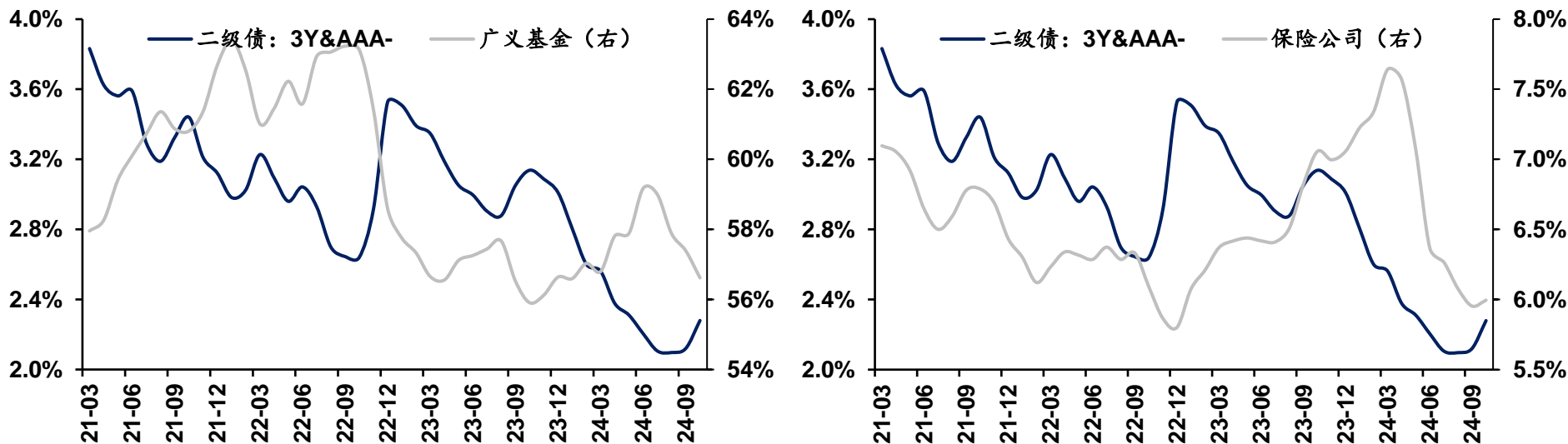
➤ 商业银行与证券公司“回调增配”

- 广义基金：右侧交易 & 负债端不稳定。 广义基金是二永最大的交易盘，在每个二永收益率下行周期均有增配行为，同时也受负债端流动性影响。
- 保险公司：追求绝对收益 vs 参与二永较弱。 保险机构整体持仓占比不高且配置思路较强，偏于“稳定盘”。

广义基金持仓占比与二债收益率（单位：%）



保险公司持仓占比与二债收益率（单位：%）



二永债，谁在交易？

➤ 银行&券商：买短卖长

- 银行2024年净买入1Y以内二永183亿元、净卖出3-5Y二永3039亿元，偏好短端主要与流动性考核有关；证券公司，2024年净买入1Y以内二永258亿元，净卖出3-5Y二永921亿元。

➤ 保险&其他：偏好长久期债券

- 保险2023年净买入3-Y二永3139亿元，净买入1Y以内二永209亿元。

➤ 基金和理财

- 受负债端稳定性影响，二永久期偏好存在变化。

二永债现券交易情况：分期限分机构（单位：亿元）

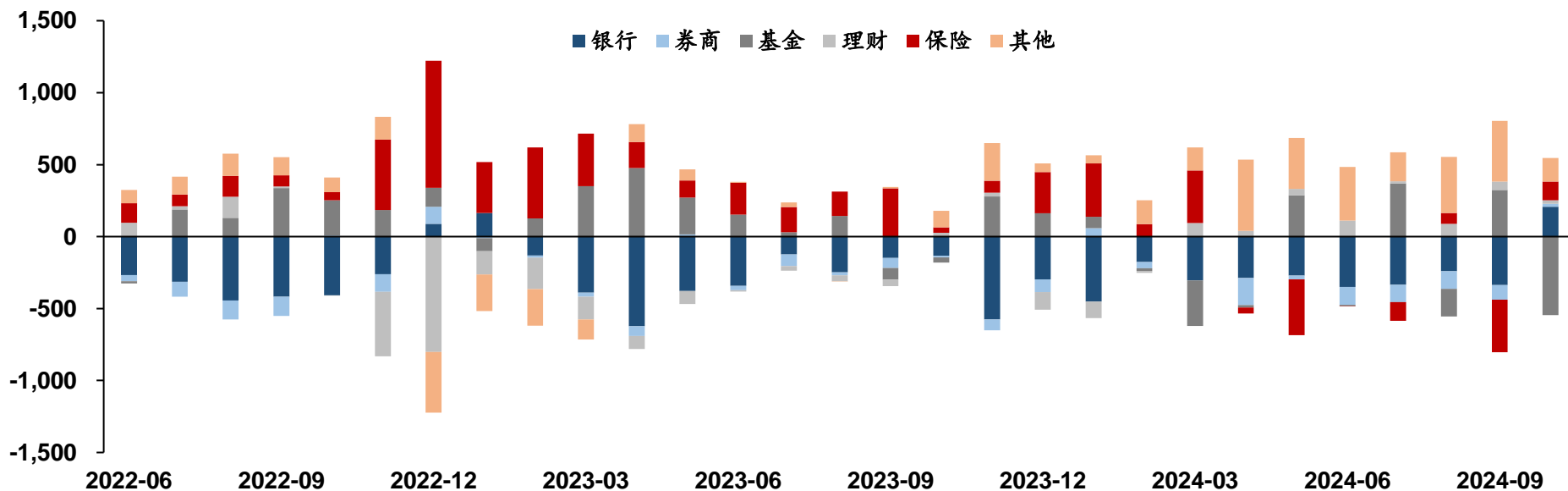
二级债	银行			证券公司			基金		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
≤1Y	82	103	131	15	-90	12	460	166	-390
1-3Y	-102	-251	-125	-69	-11	-134	510	937	-402
3-5Y	-1,995	-2,996	-2,647	-315	-330	-526	287	678	847
二级债	理财			保险			其他		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
≤1Y	-572	-170	33	152	160	223	-137	-169	-8
1-3Y	-413	-440	171	-12	-19	-213	87	-216	703
3-5Y	10	-308	38	1,614	2,506	244	399	451	2,044
永续债	银行			证券公司			基金		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
≤1Y	0	-39	52	0	-43	246	0	176	108
1-3Y	-25	-56	-41	153	238	189	287	422	-233
3-5Y	-61	-245	-392	-169	-2	-395	-224	-271	-144
永续债	理财			保险			其他		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
≤1Y	0	-107	-242	0	49	199	0	-36	-363
1-3Y	-812	-57	68	-170	11	31	567	-559	-15
3-5Y	74	-591	-173	-267	633	-724	648	476	1,828

二永债，谁在交易？

➤ 机构交易属性提升，二永不存在绝对的“持有配置机构”

- 广义基金：买卖思路由配置属性转换为交易属性。
- 保险&基金：22年、23年整体净买入，2024年交易的波段性明显增强，净买卖方向不确定。
- 其他：24年整体增配二级债。

二级债机构买卖金额占比（单位：%）

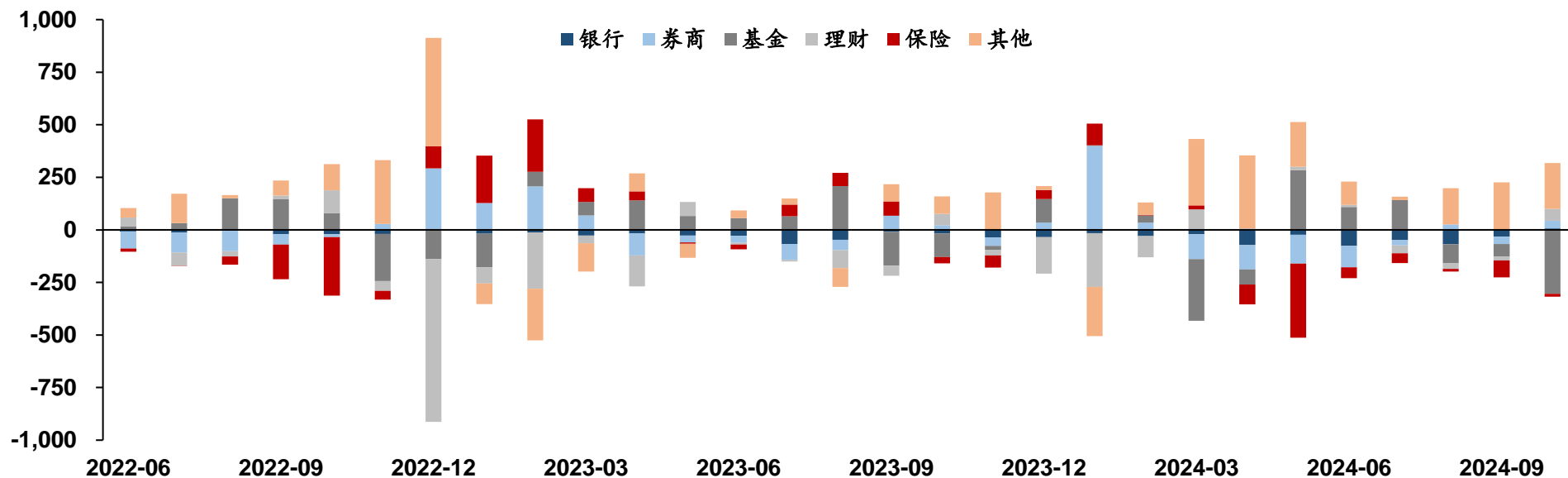


二永债，谁在交易？

➤ 机构交易属性提升，二永不存在绝对的“持有配置机构”

- 保险：整体减配永续债。
- 基金&理财：配置方向不确定。
- 其他：整体增配。

永续债机构买卖金额占比（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

数据复盘，机构二永交易有何特征？

➤ 从区间内的买卖规模来判断机构做多/做空二永方向本身是“伪命题”

- 首先，如银行、券商、理财等机构本身受分销影响，成交规模不能代表其投资思路；
- 其次，如银行、理财子、基金等机构受负债端稳定性影响，负债端资金流向决定资产端配置金额；
- 再次，债市在下行/震荡/回调等不同环境下，成交金额本身就存在差异，特别是震荡市行情中，二永现券交易的指示意义更进一步弱。
- 总结来看，对于二永行情趋势下机构买卖的研判，我们认为应该更注重机构的趋势方向而非成交的总量规模。

不同债市环境下，二永单日平均交易规模（单位：亿元）

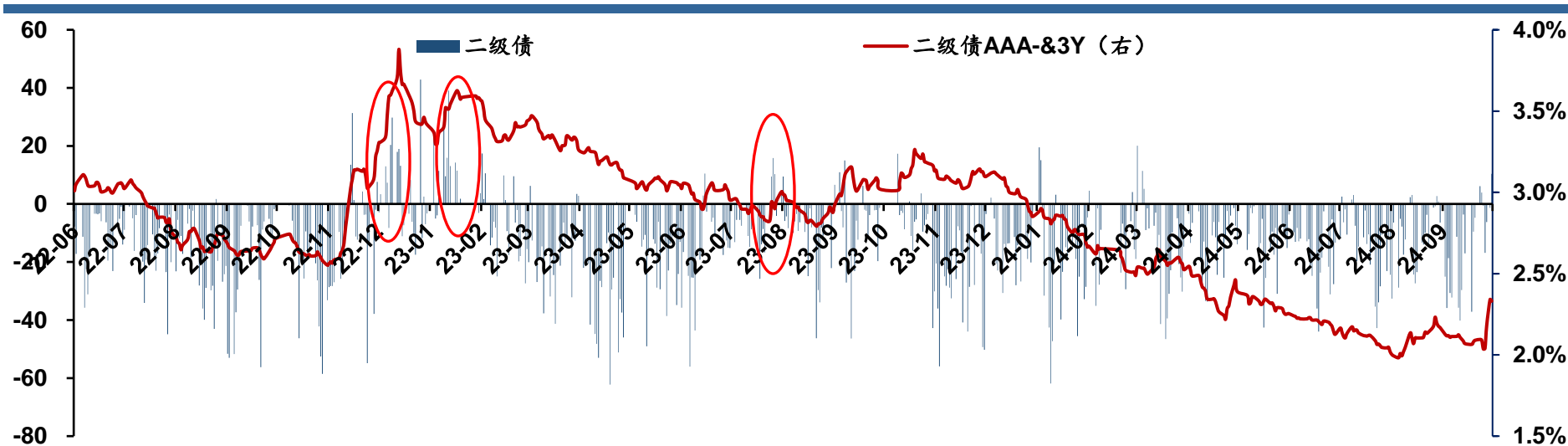
二级债	大幅上行	震荡	大幅下行	平均值
2022年	310	259	275	274
2023年	273	274	279	275
2024年	310	291	325	303
永续债	大幅上行	震荡	大幅下行	平均值
2022年	238	159	210	178
2023年	213	190	212	197
2024年	230	216	231	220



银行：追求绝对收益，“市场有卖出”即是买入的理由

- **银行的大额净买入反映交易情绪，但仅是二级债收益率见顶回落的“充分不必要条件”**
- 银行在二永投资中扮演左侧机构与净卖出机构，在震荡市中的大额买入反映了其对收益率见顶回落的判断。
- 定义银行单日净买入二级债超过15亿元为大额净买入，2022年6月至今共16个交易日存在大额净买入。其中2022年共6次，集中于理财赎回潮的后半段，2023年共7次，集中于1月，2024年共3次，集中在1月。

银行二级债净买入与3Y&AAA-二级债收益率（单位：亿元，%）



银行：追求绝对收益，“市场有卖出”即是买入的理由

▶ 银行大额买入二永债后7个交易日利率，胜率并不高。

- 如2022年11月-12月的6次大额净买入，其后5个交易日二级债收益率均见顶，2023年2月、7月以及2024年1月也表现出提前交易配置的情况，但2023年1月与2024年3月操作方向与利率相反。
- 一方面，银行追求绝对收益、可能提前布局二永债，大额买债是收益率企稳回落的先行指标，代表性日期如2022年11月、2024年1月；另一方面，欠配压力下也存在被动配置，与其等待“等待”赚取资本利得，不如“先买”锁定票息，如2023年1月。

银行二级债大额净买入后7个交易日3Y&AAA-二级债收益率（单位：%）

	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7
2022/11/15	3.08%	3.14%	3.14%	3.14%	3.13%	3.14%	3.10%	3.03%
2022/12/8	3.60%	3.62%	3.71%	3.88%	3.74%	3.66%	3.66%	3.60%
2022/12/9	3.62%	3.71%	3.88%	3.74%	3.66%	3.66%	3.60%	3.58%
2022/12/12	3.71%	3.88%	3.74%	3.66%	3.66%	3.60%	3.58%	3.55%
2022/12/13	3.88%	3.74%	3.66%	3.66%	3.60%	3.58%	3.55%	3.50%
2022/12/26	3.42%	3.42%	3.46%	3.43%	3.42%	3.37%	3.30%	3.30%
2023/1/3	3.37%	3.30%	3.30%	3.37%	3.40%	3.52%	3.51%	3.51%
2023/1/9	3.40%	3.52%	3.51%	3.51%	3.54%	3.61%	3.63%	3.61%
2023/1/11	3.51%	3.51%	3.54%	3.61%	3.63%	3.61%	3.57%	3.58%
2023/1/12	3.51%	3.54%	3.61%	3.63%	3.61%	3.57%	3.58%	3.59%
2023/2/1	3.56%	3.51%	3.45%	3.41%	3.39%	3.35%	3.33%	3.31%
2023/7/26	2.93%	2.90%	2.95%	3.00%	2.99%	2.98%	2.95%	2.95%
2023/10/9	3.01%	3.06%	3.12%	3.11%	3.09%	3.11%	3.15%	3.17%
2024/1/2	2.88%	2.90%	2.89%	2.85%	2.84%	2.81%	2.83%	2.83%
2024/1/3	2.90%	2.89%	2.85%	2.84%	2.81%	2.83%	2.83%	2.86%
2024/3/1	2.54%	2.53%	2.53%	2.51%	2.50%	2.51%	2.54%	2.59%

证券公司：大额买债是行情反转的信号

➤ **证券公司也受到分销业务的影响，但体量不大，二级交易数据相较银行更有意义。**

• 数据上看，2022年-2024年证券公司日度净买入规模分别为-2.75亿、-1.98亿、-3.61亿。

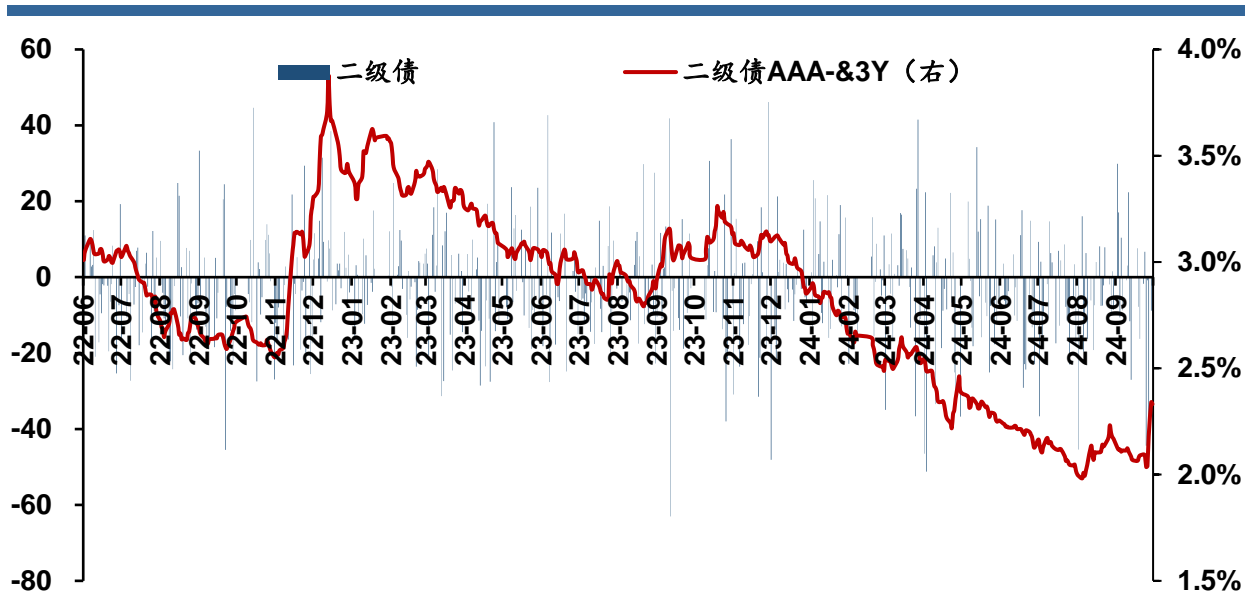
➤ **特征二：证券公司的大额净买入是行情反转的信号。**

• 一般来看，债市回调期间证券公司往往左侧加仓，大额净买入反映证券公司“用脚投票”看好二永。

证券公司日度二永买卖规模（单位：亿元）

日期	二级债日度交易	永续债日度交易
2022年	-2.75	-0.11
2023年	-1.98	0.78
2024年	-3.61	-0.35

券商二级债净买入与3Y&AAA-二级债收益率（单位：亿元，%）



证券公司：大额买债是行情反转的信号

➤ 定义证券公司当日净买入规模超过30亿元为大额净买入。

- 2022年6月至今共有12个交易日证券公司单日净买入超过30亿二级债。从胜率上看，证券公司的大额净买入是二级债收益率回落的前置信号，历史胜率75%。

证券公司二级债大额净买入后7个交易日3Y&AAA-二级债收益率（单位：%）

	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7
2022/9/1	2.68%	2.66%	2.64%	2.62%	2.61%	2.62%	2.64%	2.64%
2022/10/14	2.63%	2.62%	2.61%	2.61%	2.62%	2.61%	2.61%	2.63%
2022/12/8	3.60%	3.62%	3.71%	3.88%	3.74%	3.66%	3.66%	3.60%
2022/12/15	3.66%	3.66%	3.60%	3.58%	3.55%	3.50%	3.44%	3.42%
2023/4/24	3.15%	3.14%	3.13%	3.09%	3.09%	3.06%	3.02%	3.06%
2023/6/6	3.02%	2.99%	2.99%	2.96%	2.94%	2.90%	2.90%	2.94%
2023/9/11	3.16%	3.10%	3.04%	3.01%	3.02%	3.08%	3.08%	3.07%
2023/10/13	3.09%	3.11%	3.15%	3.17%	3.26%	3.24%	3.21%	3.24%
2023/10/30	3.17%	3.13%	3.14%	3.09%	3.08%	3.08%	3.10%	3.09%
2023/11/29	3.13%	3.10%	3.10%	3.12%	3.12%	3.13%	3.11%	3.11%
2024/3/27	2.57%	2.56%	2.52%	2.55%	2.52%	2.49%	2.49%	2.45%
2024/5/13	2.33%	2.31%	2.31%	2.33%	2.34%	2.32%	2.32%	2.30%

保险公司：追求绝对收益，买入持有特征明显

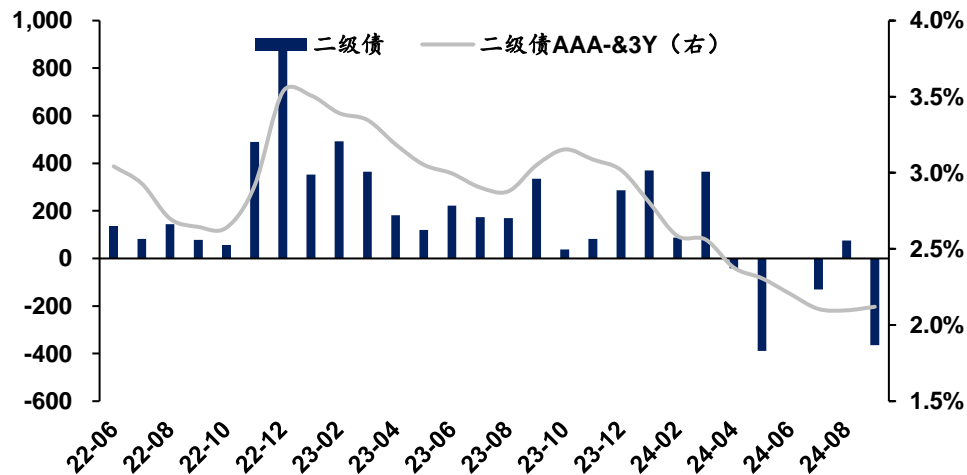
➤ 保险公司配置商业银行债仅占比6%，配置二永风格存在明显的买入持有特征。

- 2022年-2024年保险公司日度净买入二级债规模分别为12.63亿、11.5亿、-0.16亿。

➤ 险资开门红，二永配置力量逐月走弱。

- 2023年一季度净买入1209亿、二季度净买入523亿、三季度679亿、四季度408亿。2024年也体现为年初多配的特征，但全年净卖出。

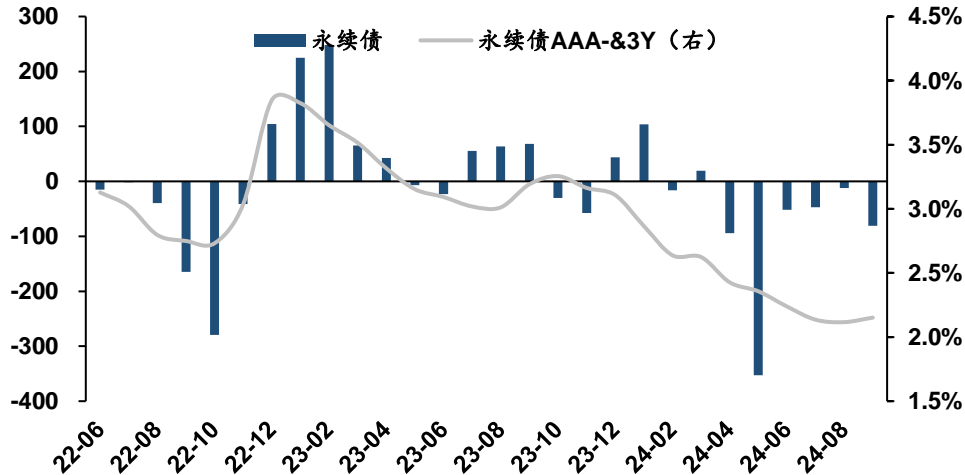
保险二级债净买入与收益率 (单位：亿元，%)



保险公司日度二永买卖规模 (单位：亿元)

日期	二级债日度交易	永续债日度交易
2022年	12.63	-2.96
2023年	11.5	2.83
2024年	-0.16	-2.89

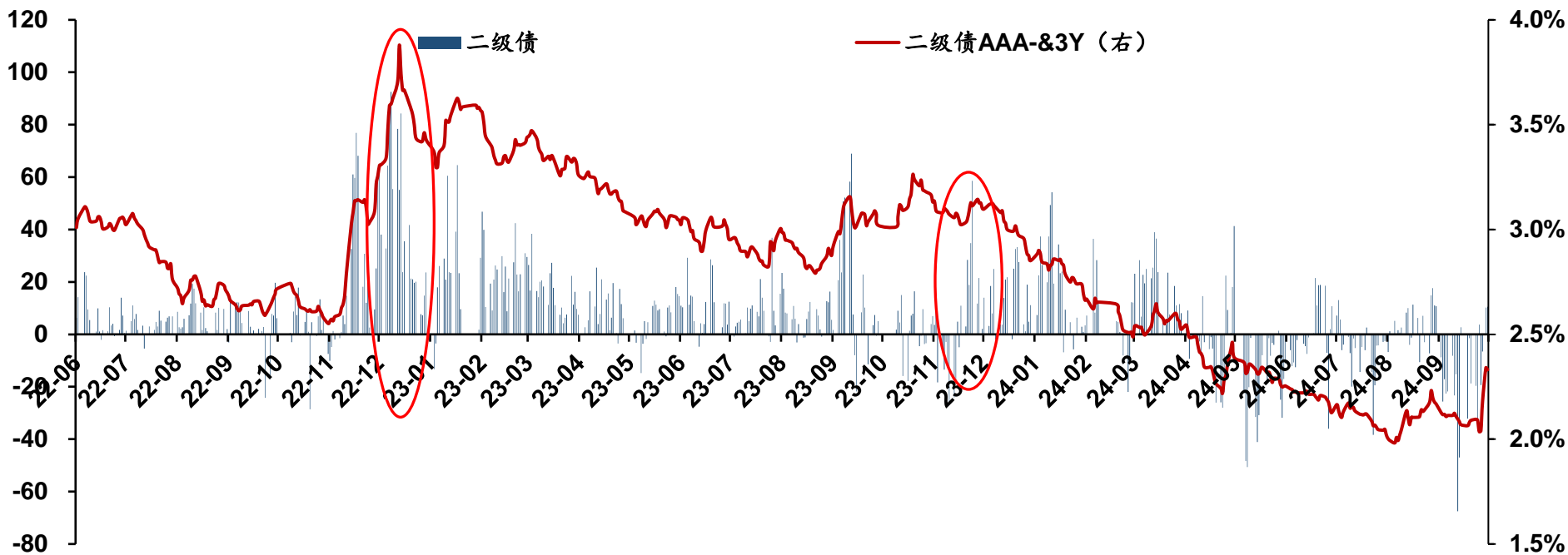
保险永续债净买入与收益率 (单位：亿元，%)



保险公司：追求绝对收益，买入持有特征明显

- ▶ **保险公司对于二级债的交易方向较为一致，均为净买入，而永续债的止盈属性较强。**
- 对于二级债，保险公司仅2024年5月、7月、9月净卖出超过100亿，2022年6月至今仅27%的交易日净卖出；对于永续债，保险公司一般会在收益率低点卖出止盈，而在收益率回调阶段配置，2022年6月至今51%的交易日体现在净卖出。

保险公司二级债净买入与3Y&AAA-二级债收益率（单位：亿元，%）



保险公司：追求绝对收益，买入持有特征明显

➤ **定义证券公司当日净买入规模超过40亿元为大额净买入。**

- 2022年6月至今保险公司共26个交易日存在大额买入二级债，从后续二级债收益率走势上看，保险公司追求绝对收益，收益率能覆盖成本率与盈利目标即可，其大额净买入与后续收益率走势关联度不强。

保险二级债大额净买入后7日3Y&AAA-收益率（单位：%）

	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7
2022/11/15	3.08%	3.14%	3.14%	3.14%	3.13%	3.14%	3.10%	3.03%
2022/11/16	3.14%	3.14%	3.14%	3.13%	3.14%	3.10%	3.03%	3.03%
2022/11/17	3.14%	3.14%	3.13%	3.14%	3.10%	3.03%	3.03%	3.09%
2022/11/18	3.14%	3.13%	3.14%	3.10%	3.03%	3.03%	3.09%	3.22%
2022/11/30	3.26%	3.31%	3.31%	3.34%	3.47%	3.59%	3.60%	3.62%
2022/12/1	3.31%	3.31%	3.34%	3.47%	3.59%	3.60%	3.62%	3.71%
2022/12/6	3.47%	3.59%	3.60%	3.62%	3.71%	3.88%	3.74%	3.66%
2022/12/7	3.59%	3.60%	3.62%	3.71%	3.88%	3.74%	3.66%	3.66%
2022/12/8	3.60%	3.62%	3.71%	3.88%	3.74%	3.66%	3.66%	3.60%
2022/12/9	3.62%	3.71%	3.88%	3.74%	3.66%	3.66%	3.60%	3.58%
2022/12/12	3.71%	3.88%	3.74%	3.66%	3.66%	3.60%	3.58%	3.55%
2022/12/13	3.88%	3.74%	3.66%	3.66%	3.60%	3.58%	3.55%	3.50%
2022/12/14	3.74%	3.66%	3.66%	3.60%	3.58%	3.55%	3.50%	3.44%
2022/12/19	3.60%	3.58%	3.55%	3.50%	3.44%	3.42%	3.42%	3.46%
2023/1/11	3.51%	3.51%	3.54%	3.61%	3.63%	3.61%	3.57%	3.58%
2023/1/17	3.63%	3.61%	3.57%	3.58%	3.59%	3.58%	3.58%	3.57%
2023/2/1	3.56%	3.51%	3.45%	3.41%	3.39%	3.35%	3.33%	3.31%
2023/2/21	3.43%	3.40%	3.41%	3.40%	3.41%	3.44%	3.44%	3.46%
2023/9/7	3.10%	3.13%	3.16%	3.10%	3.04%	3.01%	3.02%	3.08%
2023/9/8	3.13%	3.16%	3.10%	3.04%	3.01%	3.02%	3.08%	3.08%
2023/9/11	3.16%	3.10%	3.04%	3.01%	3.02%	3.08%	3.08%	3.07%
2023/9/12	3.10%	3.04%	3.01%	3.02%	3.08%	3.08%	3.07%	3.02%
2023/11/24	3.11%	3.14%	3.13%	3.13%	3.10%	3.10%	3.12%	3.12%
2024/1/10	2.83%	2.83%	2.86%	2.85%	2.86%	2.84%	2.83%	2.79%
2024/1/11	2.83%	2.86%	2.85%	2.86%	2.84%	2.83%	2.79%	2.75%
2024/4/30	2.39%	2.37%	2.31%	2.32%	2.36%	2.36%	2.33%	2.31%



总结：客观看待二永现券交易与机构行为

➤ 二永vs国债，现券交易数据分析的两点差异

- 持有者结构方面，二永持仓以广义基金为主、国债持仓以银行为主，二永天然比国债波动性更大，反映在现券数据上则是机构交易规模相对更大。
- 现券成交方面，二永债“玩家”更集中，银行成交清淡、券商主导现券市场，机构投资行为的判断较国债更困难。

➤ 跟随左侧机构做二永，但左侧不一定全是“聪明的投资者”决定左右侧风格的是负债属性而非投资水平。

- “聪明的左侧机构”三个筛选标准：负债端稳定（即能做左侧）、体量小（能赚资本利得）、追求超额收益（愿意赚资本利得）
- 结合现券交易，如银行（规模大、被动配债多）、保险（追求绝对收益而非超额收益）等并非“聪明的投资者”，二永更应该关注证券公司的现券交易。

风险提示

数据统计产生的误差。

分析师及研究助理介绍

颜子琦，华安证券研究所所长助理，固收首席分析师，7年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2021年入围水晶球（公募）榜单，2023年获WIND金牌分析师第四名。

林虎，华安固收分析师，中央财经大学金融硕士，3年卖方固收研究经验。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。