

超长债定价怎么看？

证券研究报告

2024 年 02 月 28 日

固定收益宏观利率专题

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com隋修平 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523110001
suixiuping@tfzq.com马戎 联系人
marong@tfzq.com

摘要

如何看待 30y-10y 国债期限利差进一步收窄？

历史基本规律，**熊市收窄、牛市先走阔再收窄。**

此轮持续收窄从影响因素观察：

首先是预期的影响。逻辑上，超长期预期比长期预期更稳定。但 2021 年以来，10y 国债利率震荡下行，期限利差持续压缩，表明超长期预期在发生显著变化。

其次是流动性溢价。2019 年以来，市场扩容和机构久期调整更灵活驱动超长债流动性上升，2021 年以后变化更明显，从而压缩了流动性溢价。

第三是资产荒的助推。

地产下行、信用收缩，金融机构增强纯债策略向久期要收益、更加积极地增配超长债。我们观察了五种比价效应：（1）贷款与超长债、（2）存款与超长债、（3）信用资产与超长利率债、（4）“固收+”与超长债，以及（5）长债与超长债。超长债的票息价值进一步凸显。

超长债需求怎么看？

保险、银行是配置盘主力，并且面临更突出的资产荒问题。2020 年下半年以来，保费增长和偿二代二期等推动保险公司债券投资快速增长。与保险机构相比，银行配置需求的变数主要在于对公贷款比价优势下降，交易性利润要求上升。余下非银机构则会在绝对收益和相对考核要求的叠加下，自我趋势加强。

超长债供给怎么看？

观察供给表现，2019 年以来超长期地方债净融资快速增长，驱动超长债规模扩张。当超长债密集供给时，可能对期限利差形成阶段性压力。但 2023 年以来这一相关性似乎逐渐弱化，究其原因，期限利差影响因素还是要看宏观预期和资产供需情况。

超长债后续怎么看？

先看 10 年国债。

基础定价逻辑看央行政策利率。如果 2024 全年有 2 次降息，每次 10BP，对应 1 年 MLF 到 2.3%，十年国债可能低点在 2.2-2.3%。

考虑中长期经济和价格中枢情况，我们选取 GDP 名义增速作为基本参照，过去我们 GDP 名义增速较高水平在 10-20%，对应十年国债利率在 4-5%，疫情以来我们的 GDP 名义增速在 5-10%，简单对应十年国债利率大致应该在 2-2.5%，当然这里面还要考虑前期利率抑制的问题。

其次观察国债期限利差变化。

目前的政策状态可能不足以扭转 2021 年以来的超长期预期和资产荒逻辑，30y-10y 国债期限利差 20BP 可能仍然有进一步收窄的可能，如果按照 15-20BP 的利差估计，对应 30 年国债利率低点可能在 2.35-2.45%。

定价逻辑一定是机械的，而市场是动态的，随着形势的变化而变化。

风险提示：货币政策超预期、增量政策不及预期、基本面数据超预期

近期报告

1 《固定收益：商业银行大幅增持，同业存单托管规模上升-2024 年 1 月中债登和上清所托管数据点评》 2024-02-27

2 《固定收益：四季度债基普遍增配利率债-2023 年四季度基金持仓分析》 2024-02-27

3 《固定收益：转债下修因子&策略梳理盘点-转债量化专题》 2024-02-26

内容目录

1. 超长债如何定价？	4
1.1. 首先是预期	4
1.2. 其次是流动性溢价	5
1.3. 还要看资产荒逻辑	6
1.3.1. 价格层面：全社会广义投资回报率降低	7
1.3.2. 数量层面：总量与结构因素加剧资产荒逻辑	10
2. 超长债供求分析	11
2.1. 超长债需求怎么看？	11
2.1.1. 配置需求：保险	11
2.1.2. 配置需求：银行	12
2.1.3. 交易需求：公募等机构	13
2.2. 超长债供给怎么看？	14
3. 小结：超长债后续怎么看？	15
4. 附录：国际经验	16

图表目录

图 1：30y 国债利率分位数	4
图 2：30y-10y 国债期限利差分位数	4
图 3：30y-10y 国债期限利差表现	4
图 4：PMI 与 30y-10y 国债期限利差表现	5
图 5：30y 国债活跃券换手率与 30y-10y 国债期限利差表现	6
图 6：10y+ 期限国债利率存在跳升（“驼峰”），2021 年以来超长国债流动性增强，“驼峰”趋于平缓	6
图 7：M2-社融剪刀差与 30y、10y 国债利率	7
图 8：M2-社融剪刀差与 30y-10y 国债期限利差	7
图 9：贷款加权利率与期限利差	8
图 10：不良贷款余额和比例	8
图 11：存款利率与 30y-10y 国债期限利差	8
图 12：商业银行净息差	8
图 13：信用资产增速与 30y-10y 国债期限利差	9
图 14：股指与 30y-10y 国债期限利差	9
图 15：DR007 与 30y-10y 国债期限利差表现	9
图 16：社融与 30y-10y 国债期限利差表现	10
图 17：基金持有转债数量处于历史高位	11
图 18：广义“固收+”基金新增规模持续弱于季节性水平	11
图 19：利率趋势与周期波动	11
图 20：保费增长	12
图 21：险资运用	12
图 22：超长国债分机构月度交易规模（保险机构）	12

图 23: 超长国债分机构月度交易规模 (其他非法人产品)	12
图 24: 超长国债分机构月度交易规模 (大行)	13
图 25: 超长国债分机构月度交易规模 (股份行)	13
图 26: 超长国债分机构月度交易规模 (城商行)	13
图 27: 超长国债分机构月度交易规模 (农商行)	13
图 28: 2020 年下半年以来, 超长期国债-国开债利差大幅压缩	13
图 29: 30y 国债活跃券换手率	13
图 30: 超长国债分机构月度交易规模 (基金)	14
图 31: 超长国债分机构月度交易规模 (券商)	14
图 32: 超长债分机构交易规模	14
图 33: 超长债供给	14
图 34: 超长债供给与期限利差	15
图 35: 超长期国债债供给与期限利差	15
图 36: 名义 GDP 同比与国债定价	16
图 37: 美国经验	16
图 38: 日本经验	17
表 1: 超长债与住房抵押贷款比价效应 (基于假设)	7

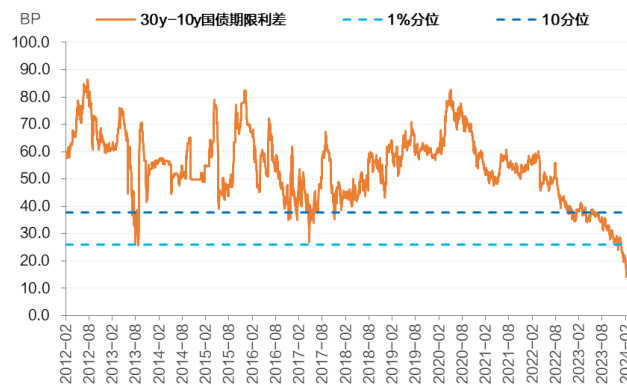
2021 年以来超长债牛市与期限利差压缩趋势进一步强化，截至 2024 年 2 月末，30 年国债利率下破 2.6%，30y-10y 国债期限利差压缩至 20BP 以内。如何看待超长债定价？

图 1：30y 国债利率分位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：30y-10y 国债期限利差分位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

1. 超长债如何定价？

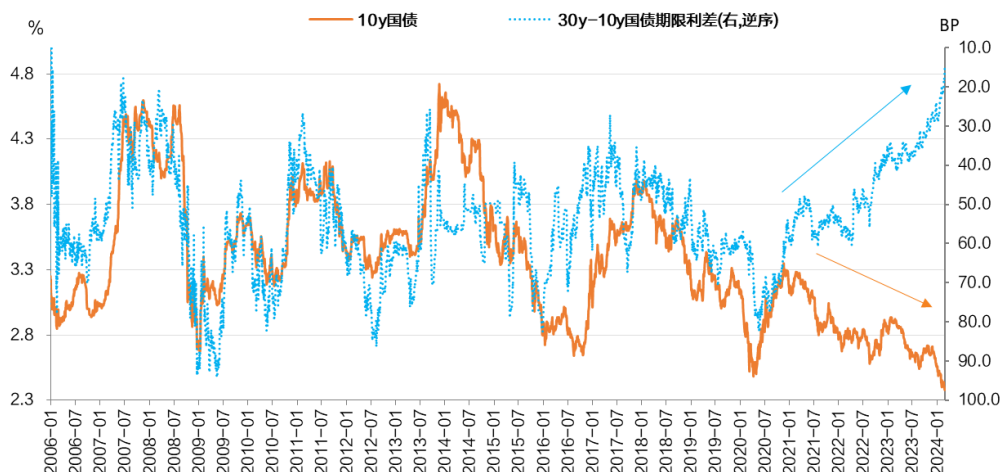
基于对 10y 国债收益率的分析，我们可以将超长债分解如下：

$$30y \text{ 国债收益率} = 10y \text{ 国债收益率} + 30y-10y \text{ 期限利差}$$

观察 30y-10y 国债期限利差，历史上基本规律是期限利差在**熊市收窄、牛市先走阔再收窄**。

直观来看，历史上期限利差与 10y 国债利率负相关，主要原因在于 10y 国债变动幅度通常更大，直接影响 30y-10y 期限利差；而 2021 年以来两者关系转为正相关，原因在于 30y 国债利率下行幅度更大。

图 3：30y-10y 国债期限利差表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

哪些因素对 30y-10y 国债期限利差产生影响？

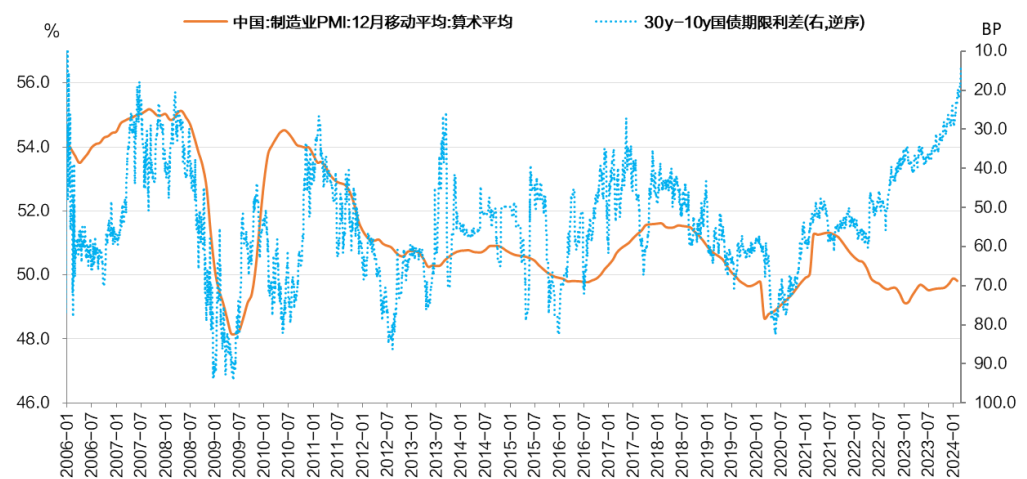
1.1. 首先是预期

回溯历史经验，30y-10y 国债期限利差上升或下降，与长期预期和超长期预期的相对变动有关。

逻辑上，超长期预期比长期预期更稳定，受当前经济周期波动影响更小。因此当基本面预期较强，风险偏好上升，一般对应国债利率上行，10y 国债利率上行更多，导致 30y-10y 期限利差压缩。反之，当基本面预期偏弱，风险偏好下行，则一般对应国债利率下行，10y 国债利率下行更多，导致 30y-10y 期限利差走阔。

这与 30y-10y 国债期限利差在债市的熊市收窄、牛市先走阔再收窄的基本规律相一致。

图 4：PMI 与 30y-10y 国债期限利差表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

2021 年以来，PMI 下行并保持低位震荡，10 年国债利率也震荡下行，而 30y-10y 国债期限利差则持续压缩，相比历史经验出现新变化。

这表明超长期预期在发生调整。

一方面，人口大周期拐点叠加城镇化增幅放缓，地产行业发展进入了新阶段，旧基建需求增量也相对不足，新旧动能转换，政策调节坚持跨周期与逆周期相结合，市场预期政策强刺激的概率较小，经济周期弱化。

另一方面，从外部因素来看，逆全球化、经济碎片化（Fragmentation）等风险对中国经济贸易影响深远。

多方因素共同作用下，一是市场远期利率悲观推动超长期利率下行，二是 2008-2020 年每轮周期下的宽信用高斜率可能难再现，考虑到未来存在再投资风险，超长债性价比凸显。

1.2. 其次是流动性溢价

流动性溢价是个券及券种流动性在债券定价中的反映。个券及券种交易越活跃，流动性越高，则流动性溢价越低。

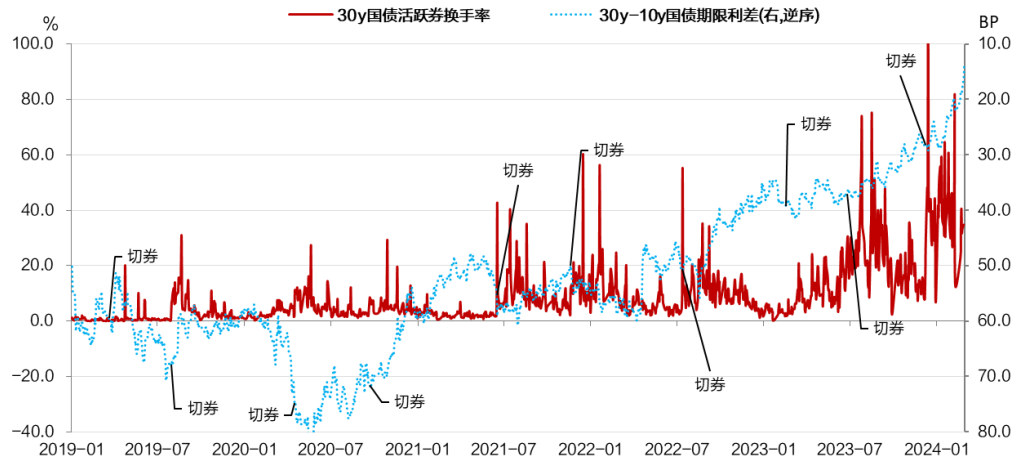
2019 年以来，超长债流动性逐步上升，2021 年以后变化更明显。

原因之一在于，伴随 2019 年以后超长债发行提速，市场扩容，提高了超长债交易的活跃度。

原因之二在于，利率中枢下行叠加债市周期轮动偏弱，债券投资要获取更高收益，需要更加灵活的久期策略，机构对超长债交易更加频繁。

超长债换手率总体上升，推动流动性溢价下行，是导致 30y-10y 国债期限利差持续压缩的成因之一。

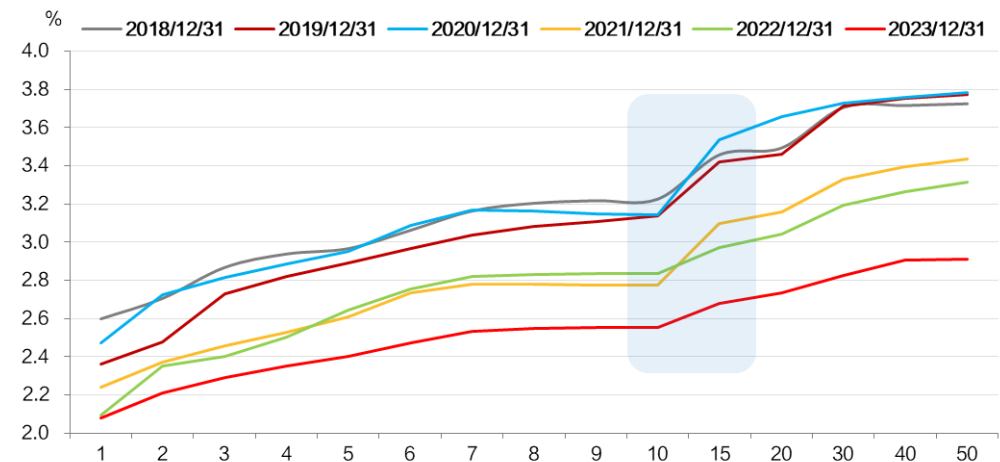
图 5：30y 国债活跃券换手率与 30y-10y 国债期限利差表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

观察收益率曲线形态，流动性溢价是造成驼峰形态的主要成因。国债利率在 7y 以上斜率趋缓，但从 10y 到 15y 过程中曲线斜率阶段性转陡，呈现出“驼峰”形态。2021 年以来收益率曲线的“驼峰”形态弱化，与 10y+ 券种流动性溢价下降相一致。

图 6：10y+ 期限国债利率存在跳升（“驼峰”），2021 年以来超长国债流动性增强，“驼峰”趋于平缓



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 还要看资产荒逻辑

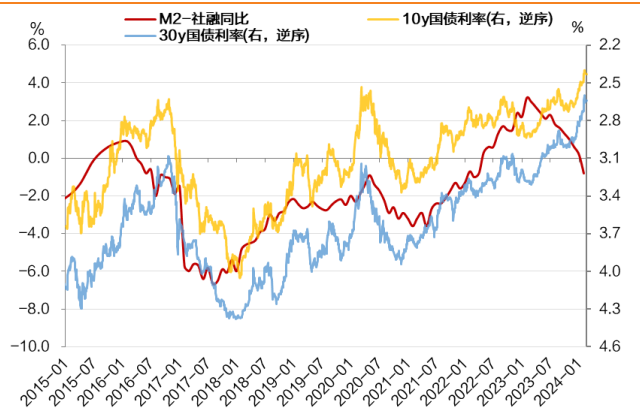
除了预期、流动性溢价之外，资产荒逻辑也会推动 30y-10y 国债期限利差压缩。之所以单独强调资产荒的影响，是因为资产荒的形成，既有宏观基本面、政策面的驱动，还与金融市场结构、金融监管等因素有关。

首先观察 M2-社融剪刀差，剪刀差上升，说明金融机构负债端相比资产端增长更快，资产荒逻辑加深，推动长债和超长债利率下行。

但 M2-社融剪刀差对 30y-10y 国债期限利差的影响，或者说二者的相关性，并不稳定。

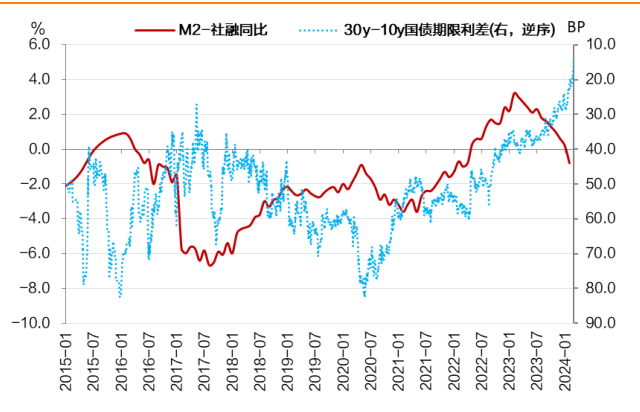
究其原因，流动性环境若要对债市产生影响，离不开预期的配合，预期决定资金更多进入哪个券种（30y 国债相对于 10y 国债而言）。因此 2021 年之前 M2-社融剪刀差变大时，30y-10y 期限利差反而走阔（10y 国债利率下行更多），而 2021 年以后 M2-社融剪刀差无论扩张还是收窄，30y-10y 期限利差始终压缩（30y 国债利率下行更多）。

图 7：M2-社融剪刀差与 30y、10y 国债利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：M2-社融剪刀差与 30y-10y 国债期限利差



资料来源：Wind，天风证券研究所

进一步，可以从量和价的角度理解资产荒的深层原因。

1.3.1. 价格层面：全社会广义投资回报率降低

价格层面，地产下行推动实体投资回报率下行，导致全社会广义投资回报率降低。金融机构为增厚收益，会向久期要收益、更加积极地增配超长债。

我们观察五种比价效应。

一是贷款与超长债。由于超长债与住房抵押贷款在期限层面接近，且都主要受到银行需求驱动，因此二者比价效应会较为明显。一般而言住房抵押贷款相比于超长国债，需要考虑税收、资本占用、风险溢价三方面因素。我们假设首套房贷利率等于五年期以上 LPR 3.95%，二套房贷为 LPR+60BP，30y 国债利率 2.60%。

- (1) 税收成本主要包括 6% 增值税成本和 25% 所得税成本，其中增值税成本等于资产收益*增值税率，所得税成本等于 (资产收益-负债成本)*所得税率。若房贷利率等于 5 年期以上 LPR 3.95%，则增值税成本为 23.7BP，所得税成本为 53.8BP。
- (2) 资本占用成本来自银行投资相关资产相应补充核心一级资本的成本，2024 年 1 月 1 日资本新规正式稿落地执行后，个人住房贷款风险权重相比 2023 年 2 月征求意见稿大幅下调 (仅第一档银行)，权重水平取决于贷款价值比，取值在 20%-105%，假设银行核心一级资本充足率 10%、ROE 8%，对应资本占用成本在 16-84BP。
- (3) 信用风险成本在银行内部资金转移定价 (FTP) 体系下有不同确定方法，最简单的方法是根据拨备确定。由于不同银行不良贷款率、贷款减值占贷款价值比重、拨备覆盖率等因素存在差异，我们简单假设住房抵押贷款违约率 0.3%，对应信用风险成本约为 31BP。

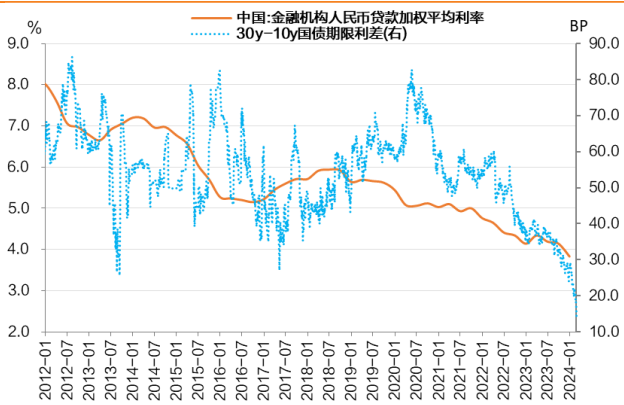
在上述逻辑下，可以发现，5 年期以上 LPR 降息 25BP 至 3.95% 后，首套房贷资产扣除税收、资本占用和信用风险后的净收益下降至 2.03-2.71%，对于部分银行而言，30y 国债的比价优势进一步增强。即便是对于二套房贷，当贷款者贷款价值比较高时 (风险权重较高，提高资本占用成本)，30y 国债仍然是更优选择。

表 1：超长债与住房抵押贷款比价效应 (基于假设)

	首套房贷	二套房贷	30y 国债
资产收益	3.95%	4.55%	2.60%
负债成本	1.80%	1.80%	1.80%
增值税成本	23.7 BP	27.3 BP	0
所得税成本	53.8 BP	68.8 BP	0
资本占用成本	16 BP-84 BP	16 BP-84 BP	0
信用风险成本	31BP	31BP	0
资产净收益	2.03%-2.71%	2.44%-3.12%	2.60%

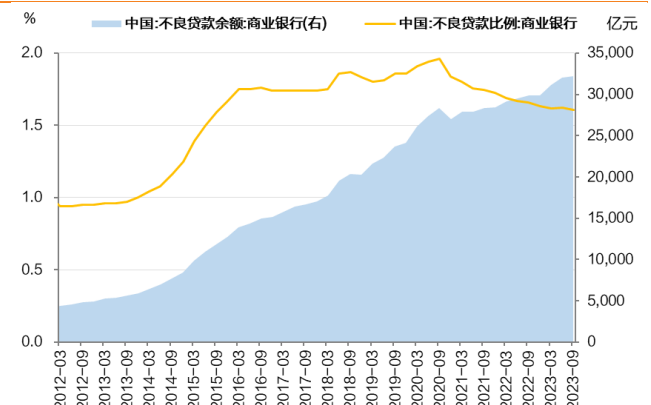
资料来源：Wind，中国人民银行，天风证券研究所

图 9：贷款加权利率与期限利差



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：不良贷款余额和比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

二是存款与超长债。

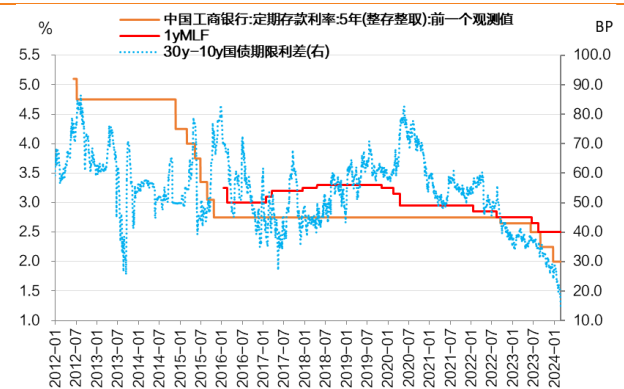
历史上来看，2021 年之前，存款利率与 30y-10y 国债期限利差相关性不明显，原因可能在于，存款利率主要影响银行、保险负债端，与资产端的联动关系并不固定。

2022 年以来存款利率密集调降，存款利率与 30y-10y 国债期限利差的联动更明显。

产生变化的原因在于，银行持续让利实体的背景下，净息差已经快速收窄。参考 2023 年二季度货政报告专栏，我国商业银行补充资本以内源渠道为主，保持净息差相对稳定有利于防范风险，也有利于增强支持实体的可持续性¹。

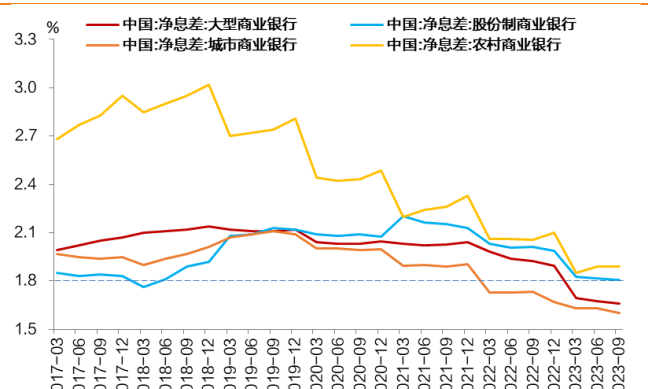
考虑到存款利率影响居民端，信号意义较强，当存款利率调降时，市场还会期待 MLF、LPR 等利率进一步调降，从而凸显 30 年的票息价值。

图 11：存款利率与 30y-10y 国债期限利差



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：商业银行净息差



资料来源：Wind，天风证券研究所

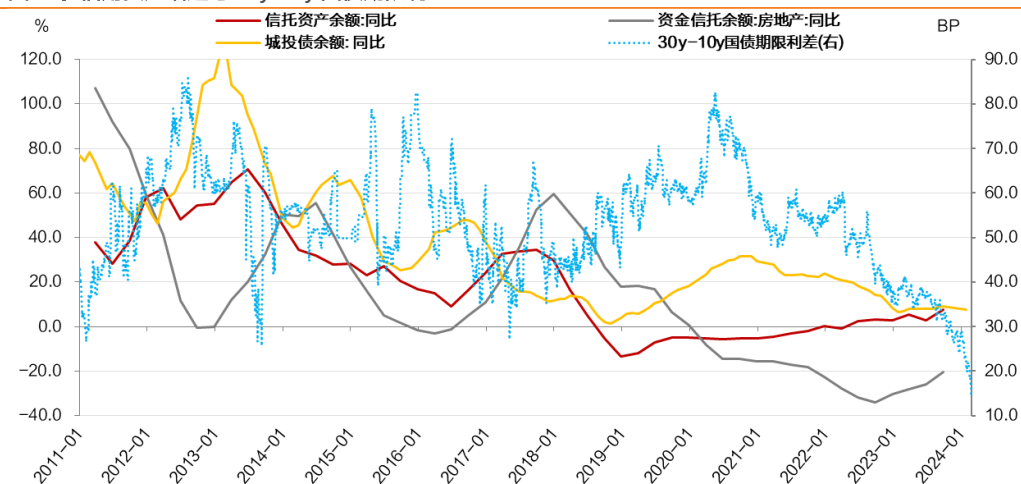
三是信用资产收缩与超长利率债。一系列信用事件²和地产³等多领域风险暴露，风控、合规叠加监管，导致银行、保险等金融机构信用可投资资产大幅收缩，一揽子化债等举措推进下进一步加大资产荒，而且加大了再投资压力，票息资产匮乏下，超长债性价比不断凸显，导致期限利差压缩。2021 年以来，信用利差和超长债期限利差在比价效应下同步下行。

¹ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4883187/5025834/2023081717054357626.pdf>

² https://www.gov.cn/xinwen/2020-05/01/content_5507936.htm

³ http://www.news.cn/fortune/2021-12/04/c_1128129754.htm

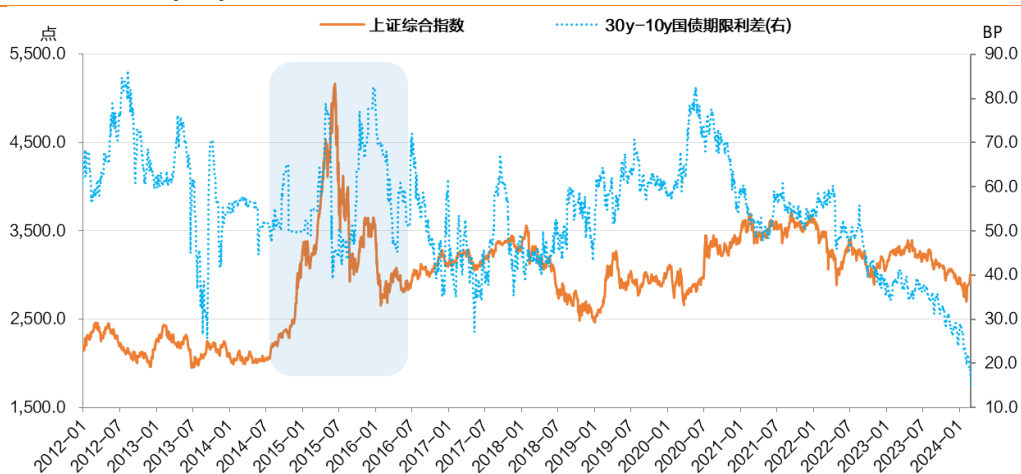
图 13: 信用资产增速与 30y-10y 国债期限利差



资料来源: Wind, 天风证券研究所

四是“固收+”与超长债。金融机构期待固收加策略部分替代非标等资产，增厚债券收益，但是 2021 年以来股指低位震荡，风险偏好下行，固收加策略表现不佳，市场进一步加强纯债策略，从而进一步凸显超长债的价值。

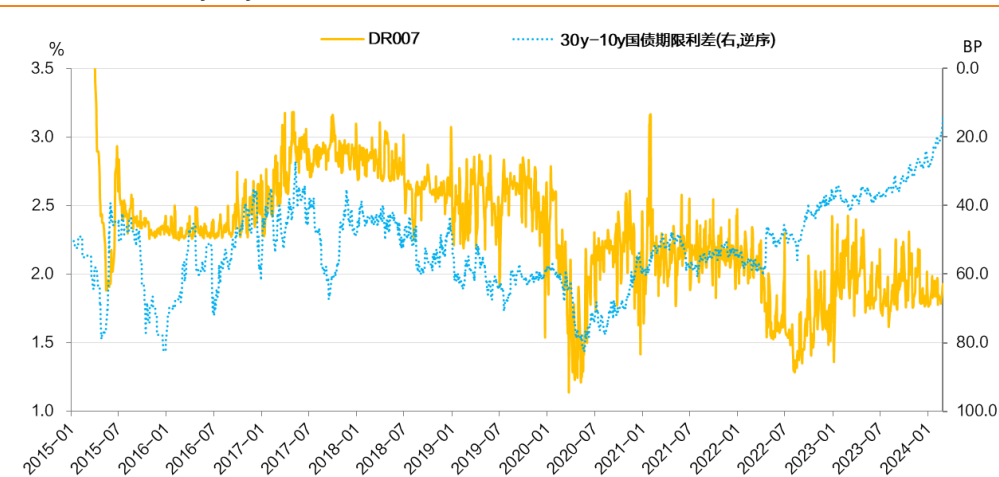
图 14: 股指与 30y-10y 国债期限利差



资料来源: Wind, 天风证券研究所

最后回到长债与超长债。10 年国债与 30 年国债的比较，体现了赢者通吃的逻辑。静态票息、久期优势，叠加不断形成的市场趋势，进一步放大 30 年国债的溢价，推动利率下行和期限利差压缩。

图 15: DR007 与 30y-10y 国债期限利差表现

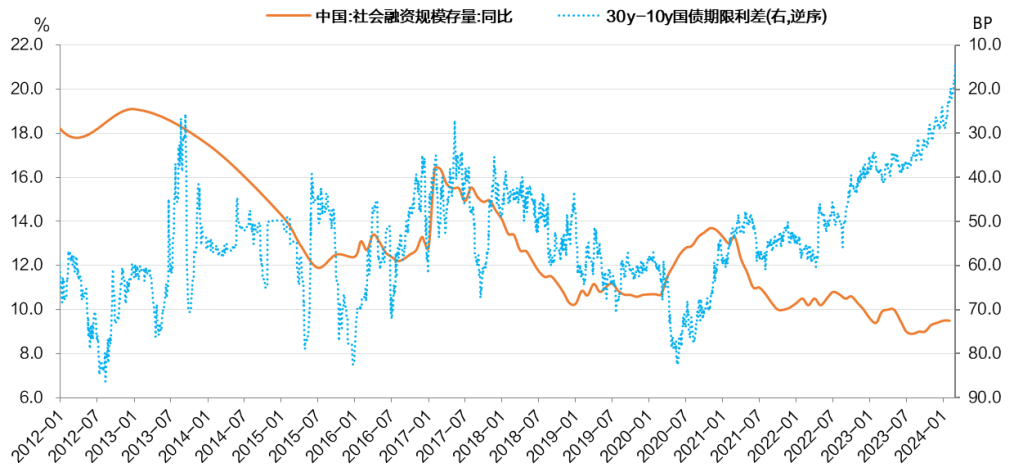


资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.3.2. 数量层面：总量与结构因素加剧资产荒逻辑

总量方面，社融收缩对应债券利率下行，特别是社融增速收缩的后期，一般对应资产荒逻辑的深化阶段。

图 16：社融与 30y-10y 国债期限利差表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

结构方面，非标和“固收+”的规模缩减凸显超长债优势。

首先看非标资产，2018 年以来，资管新规、理财新规等监管政策对非标投资提出限制，其中资管新规；2020 年颁布的标债认定规则明确“非非标”为非标，从严界定了非标资产（“非非标”介于标与非标之间，是此前规则的“模糊地带”⁴）。

2018 年 4 月 27 日⁵，资管新规正式发布，要求打破刚兑、禁止资金池、限制非标和期限错配，非标资产终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日。

2018 年 9 月 26 日⁶，理财新规发布，要求非标不得超过理财产品净资产的 35%，单一债务人或关联企业的非标债权不得超过本行资本净额的 10%。

2020 年 7 月 3 日⁷，《标准化债权类资产认定规则》明确标准化债权类资产的认定范围和认定条件，建立非标转标的认定机制，并对存量“非非标”资产给予过渡期安排。

其次是“固收+”。

一方面，“固收+”基金发行走弱。截至 2023 年 9 月，2023 年全年广义“固收+”基金发行数量远低于 2020-2022 年同期水平。权益市场环境不明朗压缩了“固收+”基金的优势空间。

另一方面，基金转债增量持仓空间有限。从沪深两所债券持有人结构来看，截至 2023 年三季度，基金（上交所口径为公募基金，深交所为基金）持有转债数量达到 2020 年以来最高水平，且增长趋势趋缓，表明基金进一步增持转债的空间有限。

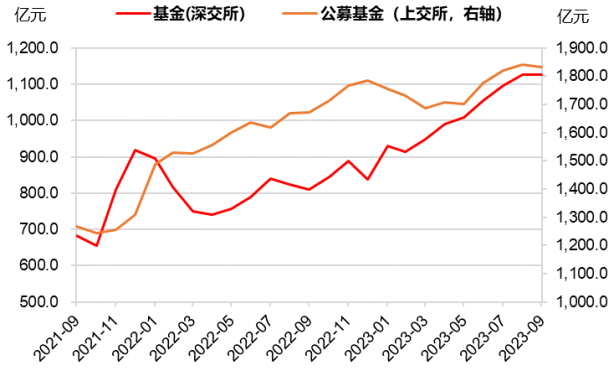
⁴ https://www.gov.cn/zhengce/2019-10/16/content_5440386.htm

⁵ https://www.gov.cn/gongbao/content/2018/content_5323101.htm

⁶ https://www.gov.cn/gongbao/content/2018/content_5350052.htm

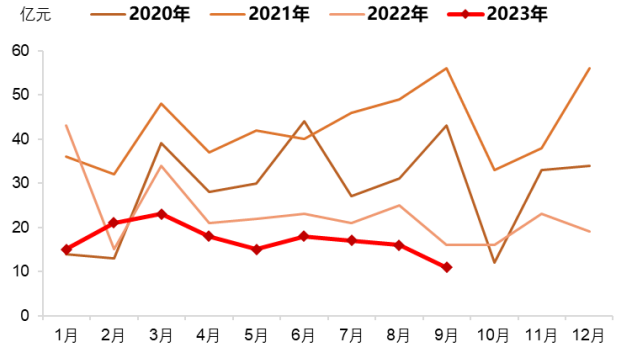
⁷ https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-07/04/content_5524110.htm#

图 17：基金持有转债数量处于历史高位



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：广义“固收+”基金新增规模持续弱于季节性水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

总体而言，2021 年牛市之初期限利差就开始压缩，一开始对应流动性溢价的提升和供求关系转变，后面则对应超长期预期变化、资产荒深化等因素。

2. 超长债供求分析

2.1. 超长债需求怎么看？

近年来，超长债需求显著增长，影响因素在于资产荒下配置属性增强，投资主体风险偏好降低，超长债扩容后流动性溢价压缩，以及总体流动性环境保持相对宽松的状态。

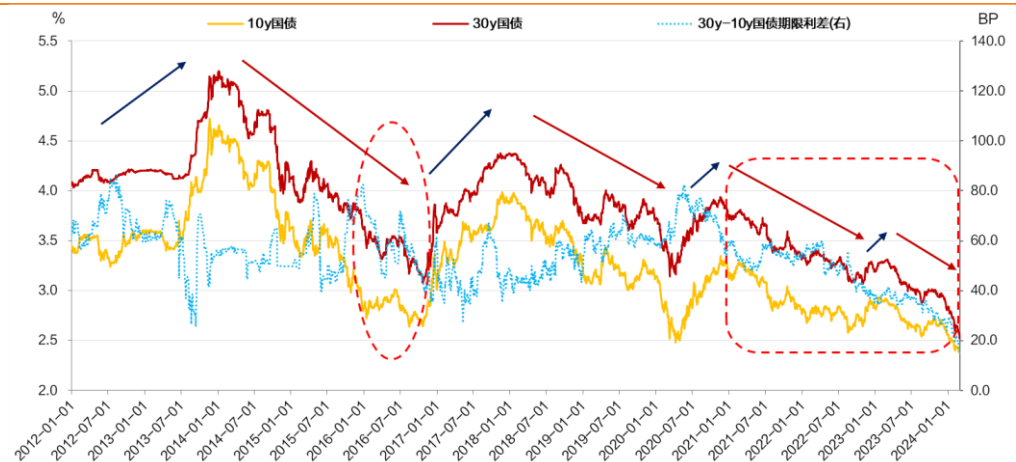
2.1.1. 配置需求：保险

超长债配置力量的前提在于两大因素，其一是负债端稳定且期限较长，其二是市场总体面临资产荒问题，因而超长债配置盘的主力是保险与银行。

负债端稳定性有利于降低潜在风险冲击程度，避免被动出售。基本面和政策逆周期带来利率阶段性调整，在穿越利率周期的过程中，负债端稳定的机构受影响更小，更能够穿越流动性冲击。

还需要考虑资产负债的期限匹配问题。

图 19：利率趋势与周期波动



资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年下半年以来，保险公司债券投资快速增长，驱动因素在于：

(1) 保费总体维持正增长。

(2) 偿二代二期从资产负债两端入手，同时影响偿付能力充足率的分子和分母，进一步增强保险对超长债的需求。

2021年1月15日⁸，《保险公司偿付能力管理规定》（“偿二代”二期）在“偿二代”的基础上，明确提出了保险公司需同时满足以下三方面偿付能力管理的要求：（1）核心偿付能力充足率不低于50%；（2）综合偿付能力充足率不低于100%；（3）风险综合评级在B类及以上。

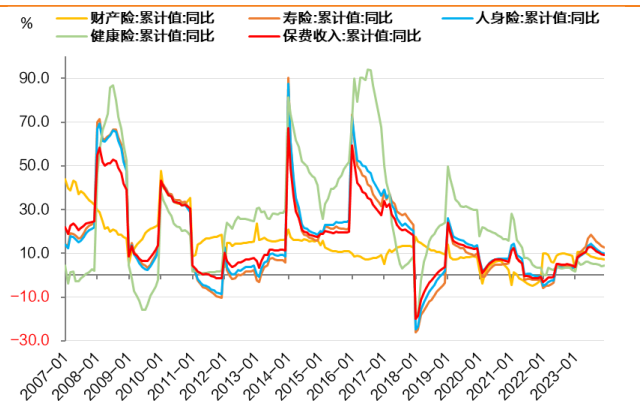
具体到超长债配置⁹，第一，权益类、信托等非标资产、投资性房地产、对合营和联营公司长期股权投资等资产的风险最低资本基础因子有所提升（其中投资性房地产和长期股权投资的资本认定规则也更加严格），**引导险资降低上述类型资产配置，被动增配固收类资产。**

第二，从利率风险角度衡量，财险企业大概率减配超长债，但寿险企业会显著增配超长债。

对于财险公司利率风险，其基础因子随久期上升显著提升，不利于长久期利率债配置。

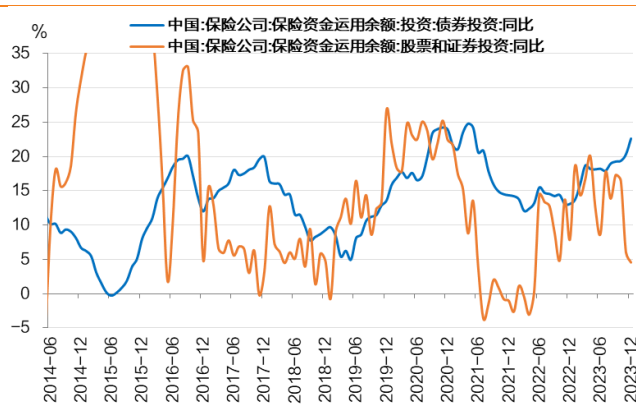
对于人身险公司利率债风险最低资本，则采用未来现金流折现法，不涉及到基础因子，其规则变化进一步引导寿险类公司优化资产负债匹配管理，明显鼓励长久期利率债配置。一方面，扩大人身险公司对冲利率风险的适用资产范围，有效降低其利率风险。另一方面，统一资产负债净现金流折现率，且优化利率曲线（由750日移动平均国债收益率曲线转化为60天移动平均国债收益率曲线），对市场环境变化更加敏感。

图 20：保费增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

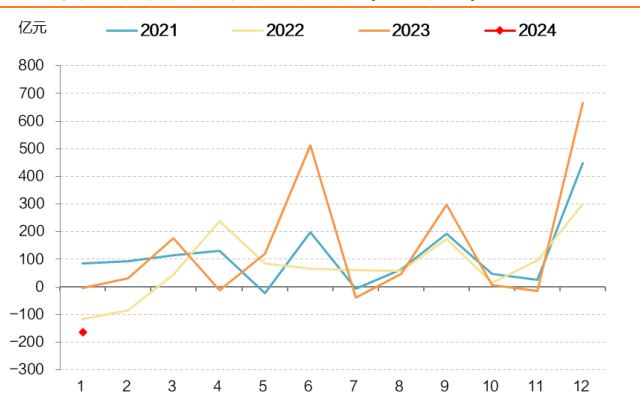
图 21：险资运用



资料来源：Wind，天风证券研究所

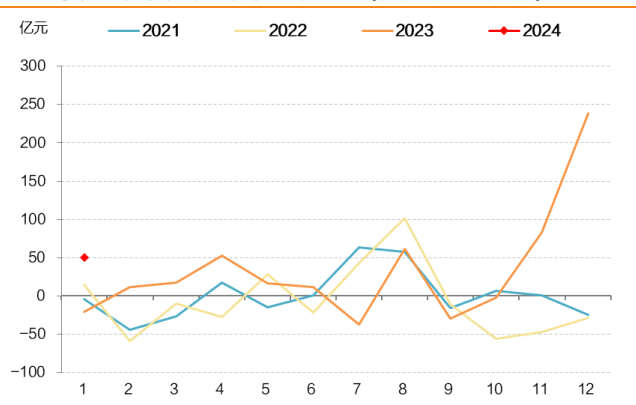
观察机构在二级市场交易表现，保险机构配置力量在2023年有所增强，高于季节性；同时，其他非法人产品配置力量显著增强，驱动超长债利率下行。

图 22：超长国债分机构月度交易规模（保险机构）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：超长国债分机构月度交易规模（其他非法人产品）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.2. 配置需求：银行

与保险机构相比，银行配置需求在于利润点收缩。政策推动降低社会综合融资成本的背

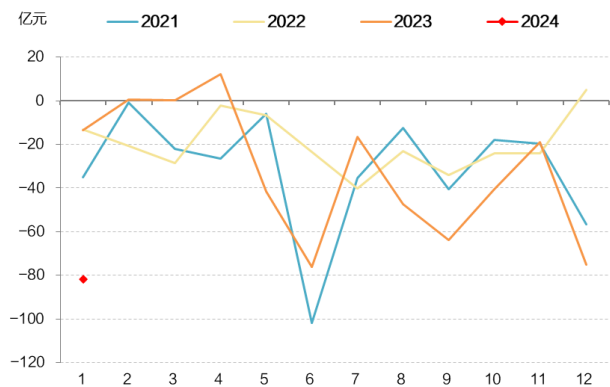
⁸ https://www.gov.cn/zhengce/2021-01/25/content_5725857.htm?eqid=d5c4fe8e000a550f000000066476e9b7

⁹ <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/governmentDetail.html?docId=1027892&itemId=861&generalType=1>

景下，对公贷款比价优势下降。

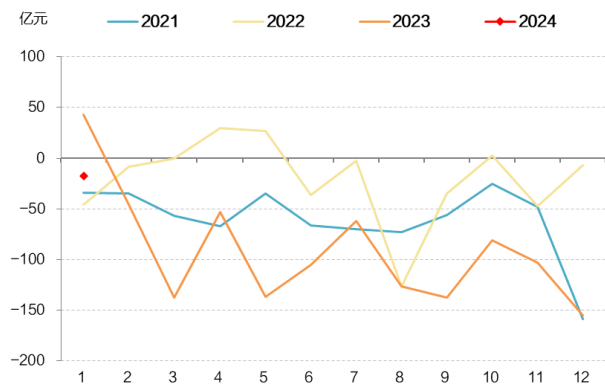
不过从表现来看，2023 年银行对超长债的配置力量没有显著增强，2023 年底城商行、农商行月度卖出规模还有增长，因此银行主要是交易性利润需求，在年初以及上半年会更加凸显。

图 24：超长国债分机构月度交易规模（大行）



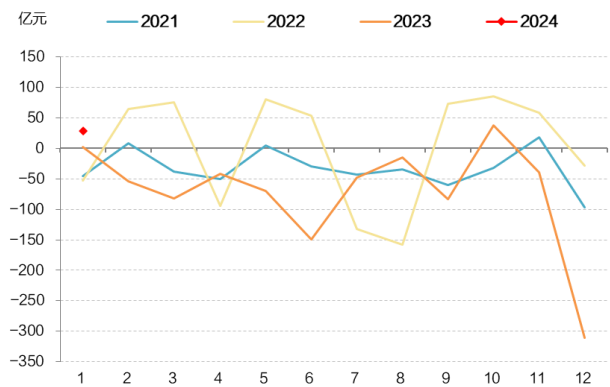
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：超长国债分机构月度交易规模（股份行）



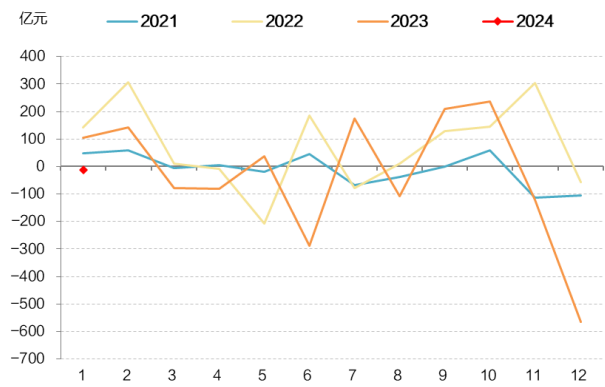
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：超长国债分机构月度交易规模（城商行）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：超长国债分机构月度交易规模（农商行）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.3. 交易需求：公募等机构

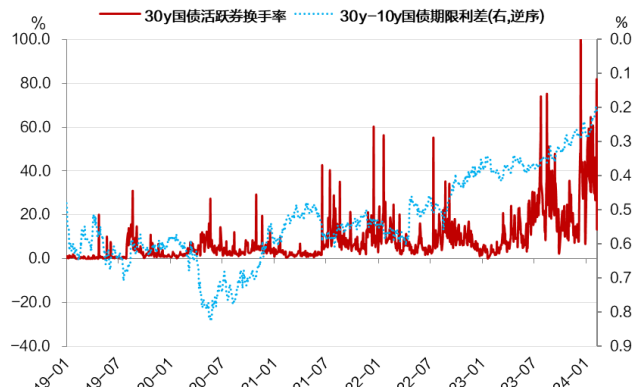
绝对收益和相对考核要求叠加，自我趋势加强。伴随超长债市场扩容、机构配置增加，以及利率波段被压缩等因素，超长债交易需求上升、换手率增加，流动性溢价显著压缩，这与 1.2 部分所述相一致。

图 28：2020 年下半年以来，超长期国债-国开债利差大幅压缩



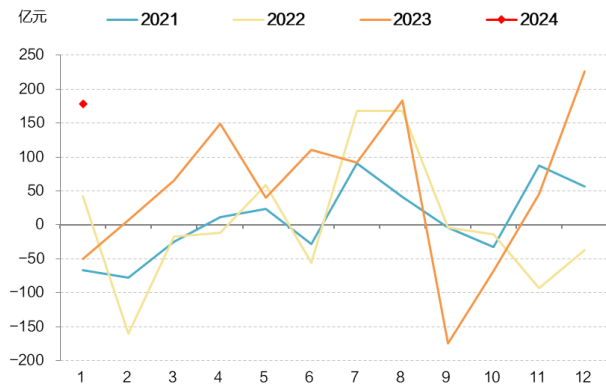
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：30y 国债活跃券换手率



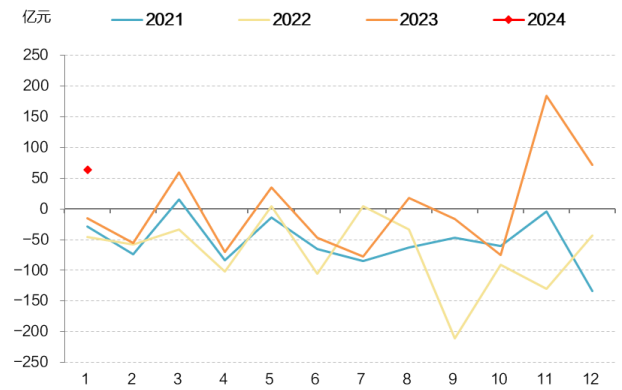
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30: 超长国债分机构月度交易规模 (基金)



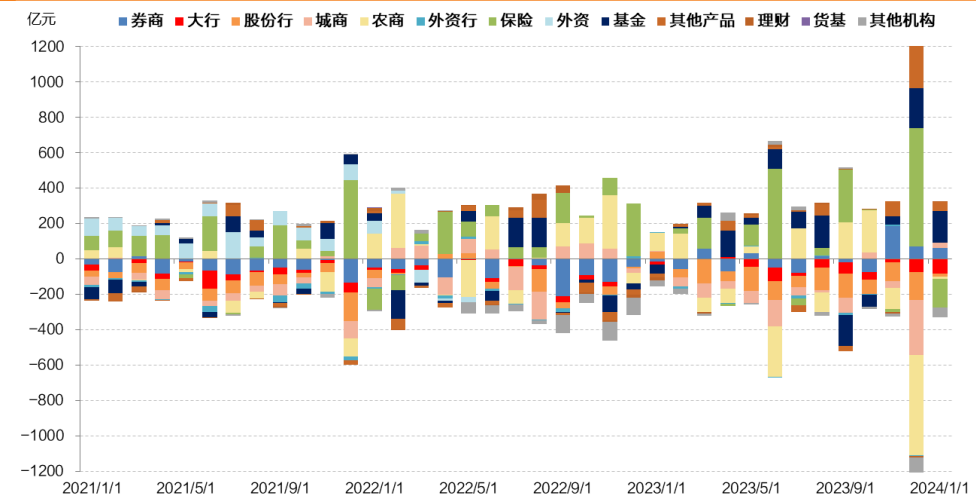
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 31: 超长国债分机构月度交易规模 (券商)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 32: 超长债分机构交易规模



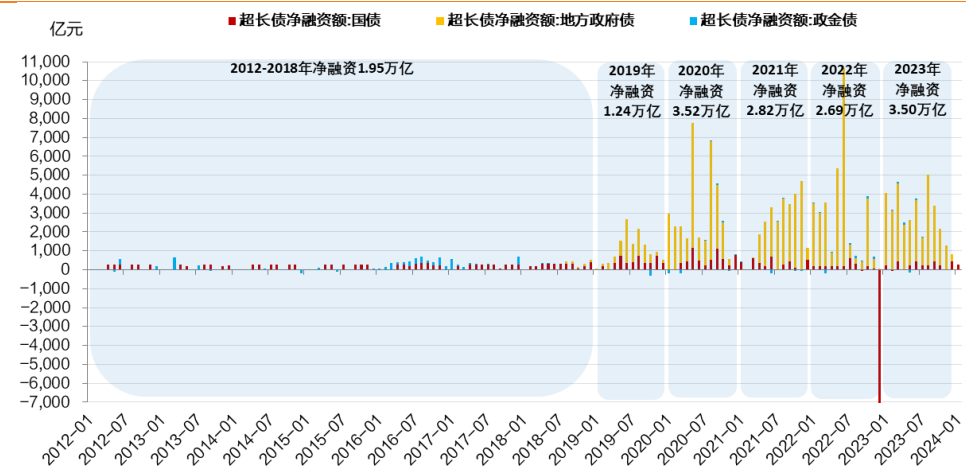
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.2. 超长债供给怎么看?

观察供给表现, 2019 年以来超长期地方债净融资快速增长, 驱动超长债规模扩张。2012 年-2018 年期间超长国债、地方政府债和政金债净融资合计为 1.95 万亿, 而 2019-2023 年期间则依次为 1.24 万亿、3.52 万亿、2.82 万亿、2.69 万亿和 3.50 万亿。

不过, 考虑到国债在配置需求中的基准意义, 超长国债仍然是超长债定价基础。

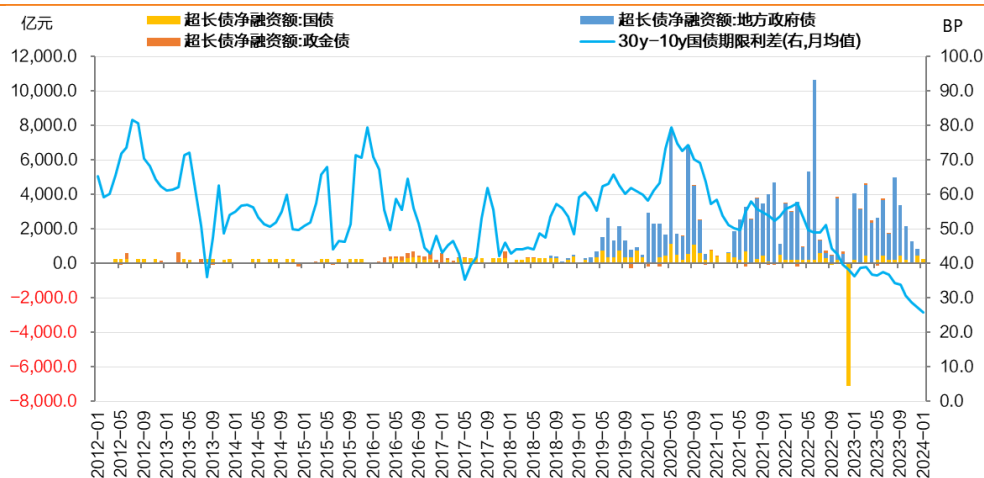
图 33: 超长债供给



资料来源: Wind, 天风证券研究所

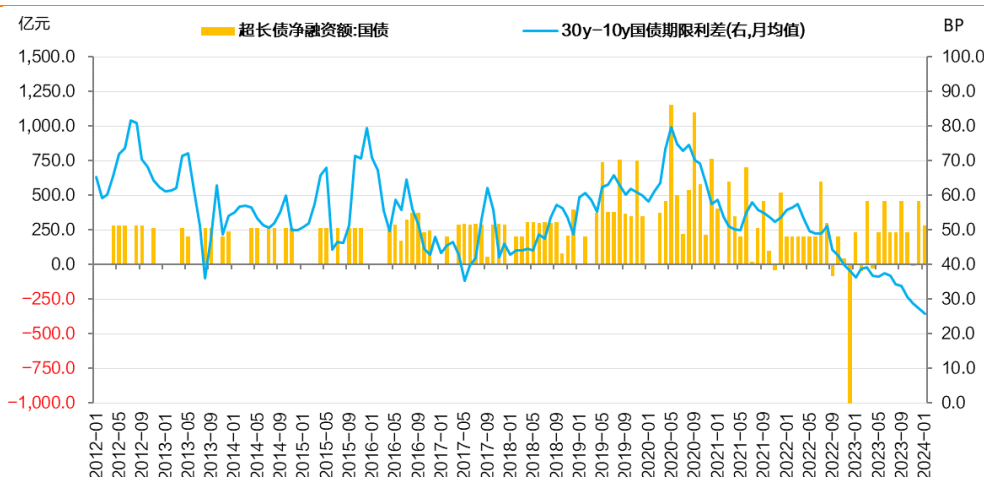
超长债供给对 30y-10y 国债期限利差存在或有影响。其中 2019 年到 2022 年期间，30y-10y 国债利差与超长债供给有一定相关性，超长债密集供给对期限利差可能形成向上冲击压力；当然，2023 年以来这一相关性似乎逐渐弱化，背后还是要看宏观预期、全社会广义的资产回报率和资产供给情况。

图 34：超长债供给与期限利差



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：超长期国债供给与期限利差



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 小结：超长债后续怎么看？

先看 10 年国债。

基础定价逻辑看央行政策利率。如果 2024 全年有 2 次降息，每次 10BP，对应 1 年 MLF 到 2.3%，十年国债可能低点在 2.2-2.3%。

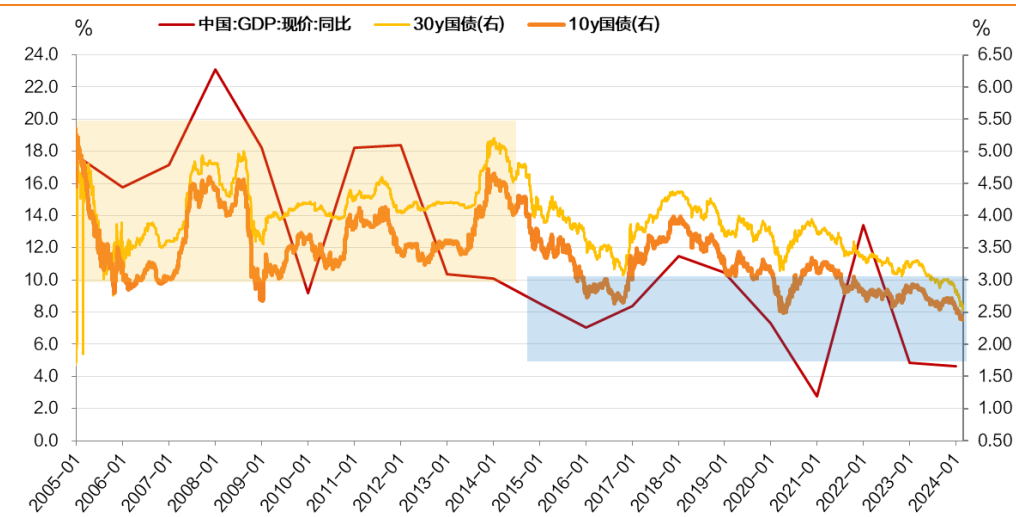
考虑中长期经济和价格中枢情况，我们选取 GDP 名义增速作为基本参照，过去我们 GDP 名义增速较高水平在 10-20%，对应十年国债利率在 4-5%，疫情以来我们的 GDP 名义增速在 5-10%，简单对应十年国债利率大致应该在 2-2.5%，当然这里面还要考虑前期利率抑制的问题。

其次观察国债期限利差变化。

目前的政策状态可能不足以扭转 2021 年以来的超长期预期和资产荒逻辑，30y-10y 国债期限利差 20BP 可能仍然有进一步收窄的可能，如果按照 15-20BP 的利差估计，对应 30 年国债利率低点可能在 2.35-2.45%。

定价逻辑一定是机械的，而市场是动态的，随着形势的变化而变化。

图 36：名义 GDP 同比与国债定价



资料来源：Wind，天风证券研究所

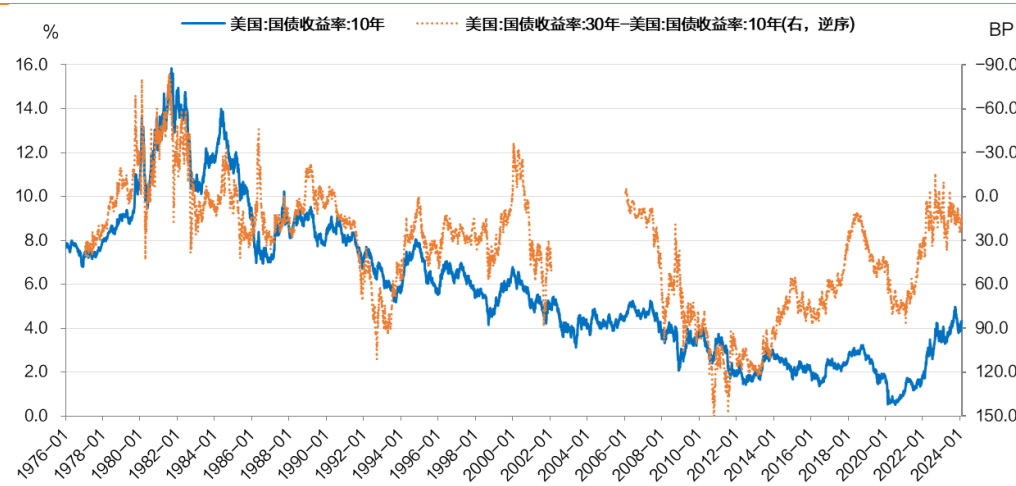
4. 附录：国际经验

复盘美国、日本经验，利率中枢下行过程中，超长债与长债期限利差的变动并无定论，主要受到基本面长期预期和政策设计等因素影响。

对于美国，30y-10y 美债期限利差变动方向与 10y 美债利率基本相反，但在 2014-2018 年期间美债利率总体低位震荡，而期限利差则进一步压缩。

而日本期限利差则稳定在较高水平，2016 年 1 月¹⁰带有 YCC 的 QQE 框架实施后进一步压缩。

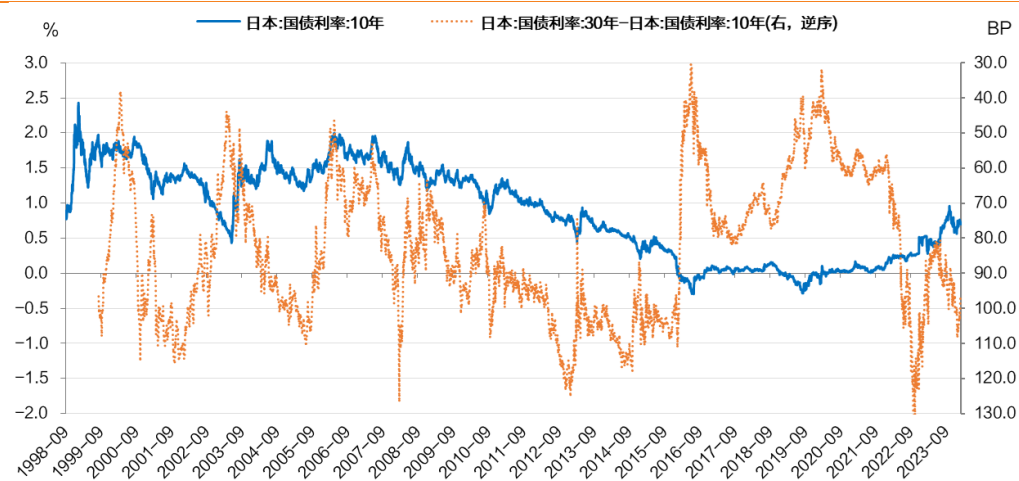
图 37：美国经验



资料来源：Wind，天风证券研究所

¹⁰ https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2016/k160129a.pdf

图 38：日本经验



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com