长期限浮息信用债价格影响因素的经验分析

廖一舜　刘文杰

摘　要　在利率市场化与波动预期上升的背景下，长期限浮息债逐渐成为信用债市场关注的一类产品。以“24 临港经济 MTN003”为例的实证研究表明，在长期限浮息信用债的定价中，贴现利差因素对净价的主导作用显著强于基准利率因素，且基准利率与贴现利差的变动方向是否一致决定了对价格的影响效应是叠加放大还是对冲抵消；一级定价中的发行利差不仅影响初始收益水平，还决定了未来抵御信用利差扩张的能力；重置周期的设计决定了利率久期和利差久期的水平，进而塑造价格变动弹性。研究揭示，长期限浮息信用债的投资价值评估与风险管理，应更注重权衡利差动态变化和产品设计安排，而非单纯关注利率走势。这一发现对我国浮息债市场的产品创新与投资实践有一定的启示意义。

关键词　长期限　浮动利率　信用债　利率久期　利差久期

一、引言

近年我国债券收益率经历趋势性下行后进入波动上行与分歧并存阶段，投资者对利率风险的对冲与再定价机制越发重视。在此背景下，票息随基准利率重置的浮息债因“天然对冲利率久期风险”而受到关注。我国浮息债市场尚处发展期，2025 年 7 月存量约 5 300 亿元，占境内债券存量约 0.28%，长期限浮息信用债更为稀缺，2024 年 8 月发行上市的“24 临港经济 MTN003”是时隔三年再度出现的非金融企业浮息信用债，凸显了样本的边际与标杆意义（杨斌，2024），也意味着在估值与交易层面上面临着定价与流动性的双重挑战。

为了更深入地理解长期限浮息信用债价格的影响因素，本文以“24 临港经济 MTN003”为案例，量化分解基准利率、贴现利差、发行利差与重置周期对债券净价的边际贡献，得到以下核心结论。①利差久期显著大于利率久期，因此相对于基准利率波动，受信用与流动性等因素驱动的贴现利差波动是净价波动更主要的来源，而且基准利率与贴现利差的变动方向是否一致决定了对价格的影响效应是“同向叠加”还是“反向对冲”；②发行利差在一级定价中提供对贴现利差波动的“缓冲垫”，对后续浮息债价格波动有重要影响；③重置周期与基准利率的设计通过影响票息定价频率，直接决定利率久期与利差久期的权衡，进而塑造价格的敏感性。相关研究结论为长期限浮息信用债的一级定价

廖一舜，银河证券 FICC 业务总部信用及衍生品投资团队交易员；刘文杰，银河证券 FICC 业务总部信用及衍生品投资团队负责人。

与二级交易提供了可操作的风险刻画与策略指引。

二、文献述评

国际研究为理解浮动利率票据（FRN）的定价与投资者偏好提供了重要参照。Fleckenstein & Longstaff（2020）发现与同期限的普通国债相比，美国财政部发行的浮息国债的交易价格存在显著的溢价，这种溢价与浮息国债价格近乎稳定的特性直接相关，反映了资金类机构对安全资产的配置偏好，可视为浮息国债按市值计价的稳定特性所带来的便利收益。Hartley & Jermann（2024）量化评估了美国财政部发行的浮息国债相对于普通国债的成本差异，并刻画债券期限、重置结构对价格敏感性的作用路径。

此外，部分国外研究聚焦基本利率从伦敦同业拆借利率（LIBOR）向担保隔夜融资利率（SOFR）的转变对浮息债利差、票息传导与二级估值的显著影响。Klingler & Syrstad（2025）在同一发行主体的美元浮息债上识别出 SOFR 挂钩债较 LIBOR 挂钩债的“SOFR 贴水”，反映基准差异与投资者需求的结构性影响；Kim et al.（2025）则从贷款市场证据表明，LIBOR 停止后的贷款利差变化受银行负债结构与多基准使用程度调节，揭示了基准更迭对信用利差定价的跨市场传导。Acosta et al.（2024）将 SOFR 期货替代欧洲美元期货，用于构建高频货币政策意外序列策略，提示以 SOFR 为锚的高频利率预期已成为债券定价的重要信息载体。

国内方面，易纲（2021）系统梳理我国利率市场化与政策利率框架，为理解浮息债票息传导与重置节奏奠定背景；王中和郭栋（2019）基于 VAR 模型研究影响浮息债净价波动的因素，发现利差因素具有较强的显著性，并基于均值回归模型从均值回归速度、长期均值、波动率等维度搭建了浮息债基准利率选择评价体系；徐亮和董德志（2020）系统总结了浮息债的定价方法，探究了基准利率和到期收益率变化对浮息债价格的影响，表明基准利率上行和到期收益率下行有利于浮息债全价的提升。

当前国内对浮息债价格影响因素的研究仍较为匮乏，现有文献多聚焦于基准利率的影响，对贴现利差的讨论相对有限。同时，受存量规模与流动性的制约，现有文献主要关注利率品种的浮息债券，而较少涉及浮息信用债券。相比于现有国内研究，本文的创新与贡献主要体现在以下两方面。一是将长久期浮息信用债作为研究对象，一定程度上弥补了现有文献的空白；二是采用久期分解方法，识别出利率因素与利差因素对价格变动的相对贡献，并将发行利差与重置周期纳入分析框架，为理解浮息债的定价机制提供了新的视角。

三、浮息债的估值公式与风险度量

浮息债的价格究竟如何被确定？在基准利率不断调整、贴现利差随时波动的环境中，投资者该如何衡量这类债券的真实价值？又该如何区分利率风险与利差风险的不同来源？只有厘清估值公式与风险度量的逻辑，才能为后续的价格分解与投资分析奠定坚实基础。

（一）基本要素

浮息债有三个重要的基本要素：基准利率、发行利差和贴现利差。

基准利率，是浮息债票面利率的浮动

部分所参照的市场利率，其变动直接决定未来票息支付水平。目前，我国浮息债常用的基准利率包括银行间存款类机构 7 天质押式回购利率（DR007）、上海银行间同业拆放利率（Shibor）、贷款市场报价利率（LPR）、国债到期收益率等。

发行利差，是浮息债在一级市场发行时由投资者竞标确定的固定利差，在债券存续期内一般保持不变。浮息债未来各付息期间的票面利率，需要在未来特定时刻根据当时的基准利率水平加上发行利差来确定，即票面利率 = 当期基准利率 + 发行利差。

贴现利差，也被称为点差收益率，是对浮息债利差风险的测度。浮息债的利差风险通常大于利率风险，由发行人信用资质、流动性水平、债券条款等诸多因素共同影响。基准利率水平加上贴现利差即可得到浮息债的到期收益率。

（二）估值公式

在计算浮息债的价格时，由于未来基准利率不可获得，我们往往假设未来的基准利率与当前基准利率相等。在此假设下，浮息债的估值公式可以表达如下：

$$PV=\left[\frac{\frac{R_1+S}{f}}{\left(1+\frac{R_2+DM}{f}\right)^{\frac{t}{T}}}+\frac{\frac{R_2+S}{f}}{\left(1+\frac{R_2+DM}{f}\right)^{\left(1+\frac{t}{T}\right)}}+\cdots+\frac{\frac{R_2+S}{f}}{\left(1+\frac{R_2+DM}{f}\right)^{\left(n-1+\frac{t}{T}\right)}}+\frac{1}{\left(1+\frac{R_2+DM}{f}\right)^{\left(n-1+\frac{t}{T}\right)}}\right]\times M$$

其中，PV 为中债浮息债的估价全价，R_1 为下次付息时已经确定的基准利率，R_2 为当下时刻的基准利率，S 为债券的发行利差，为贴现利差，f 为债券的年付息次数，n 为剩余付息次数，t 为距下一次付息日的天数，T 为每轮付息周期的总天数，M 为债券的本金。

（三）利率久期和利差久期

由于发行利差在存续期内一般不会改变，浮息债的价格主要由基准利率和贴现利差两个因素决定，其对基准利率和贴现利差的敏感性则分别通过利率久期和利差久期来度量。因此，浮息债的利率久期和利差久期不仅是衡量其利率风险和利差风险的重要指标，也是定价时需要考虑的重要因素。

利率久期，是指在假设贴现利差不变的条件下债券价格对基准利率变动的敏感程度，可以基于估值公式对 PV 求基准利率 R_2 的偏导得到：

$$MD_R=-\frac{\partial PV}{\partial R_2}\times\frac{1}{PV}$$

利差久期，则是指在保持基准利率不变的假设前提下债券价格对贴现利差变动的敏感程度，可以基于估值公式对 PV 求贴现利差 DM 的偏导得到：

$$MD_S=-\frac{\partial PV}{\partial DM}\times\frac{1}{PV}$$

四、案例透视：“24 临港经济 MTN003”的价格驱动因素

在明确了浮息债的估值公式与风险度量之后，一个更关键的问题是上述要素如何作用于价格？是基准利率的波动起主导作用，还是贴现利差的变化更具决定性？发行利差与重置周期的设计又在多大程度上改变了投资者的风险收益格局？“24 临港经济 MTN003”是由上海临港经济发展

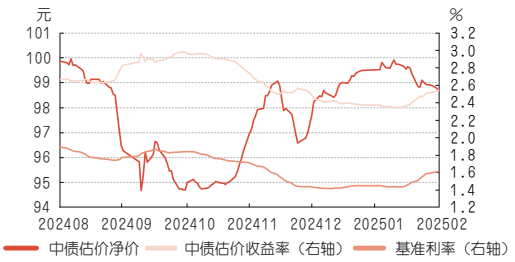
（集团）有限公司于 2024 年 8 月 29 日发行上市的 20 年期浮动利率债券，是近年来境内信用债市场首只超长期限浮动利率债券，是观察这些因素如何共同塑造价格波动的理想对象。

（一）基准利率和贴现利差对价格的影响

本文以“24 临港经济 MTN003”为例，通过计算其利率久期和利差久期，对其上市一年以来净价波动进行分解，探究基准利率和贴现利差变化分别对债券净价的影响，进而分析总结长期限浮息债的价格波动特征。

“24 临港经济 MTN003”挂钩基准利率为待偿期为 5 年的中债国债收益率，每年付息一次，首期票面利率 2.66%，发行利差为 78 bps，首个计息周期基准利率为 2024 年 8 月 27 日前 10 个交易日的 5 年期中债国债到期收益率的算术平均值，剩余周期则在起息日前 10 个交易日重新计算，基准利率每 5 年调整一次（表 1）。

考虑到当前浮息债流动性偏弱，有效的市场价格不多，因此我们采用中债估值



数据来源：Wind 数据库，中债估价净价和中债估价收益率分别取自“24 临港经济 MTN003”历史行情中的“中债（推荐）”和“中债估值（净价）”指标，基准利率为 EDB 数据库中“中债国债到期收益率：5 年”的历史 10 日算术均值。

图 1　长期限浮息债“24 临港经济 MTN003”出现较大净价波动

表 1　“24 临港经济 MTN003”基本信息

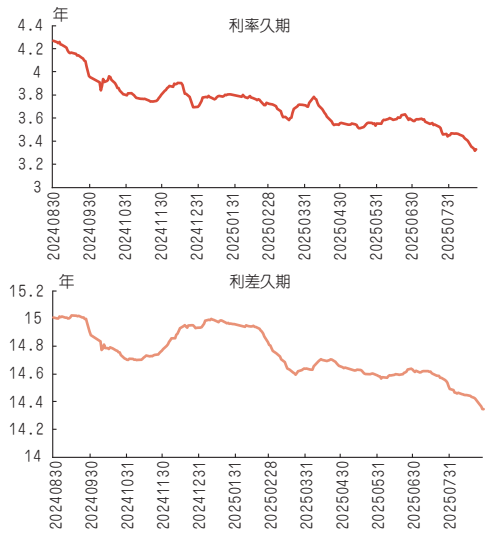
债券简称	24 临港经济 MTN003	发行人	上海临港经济发展（集团）有限公司
主体信用评级	AAA	债项评级	AAA
债券规模	10 亿元	债券期限	20 年
上市流通日	2024/8/29	起息日	2024/8/28
担保情况	无担保	特殊条款	无
付息方式	按年付息	还本方式	到期一次还本
利率类型	浮动利率	申购区间	2.08% ~2.98%
中标利率	2.66%	发行利差	78 bps
浮息基准	待偿期为 5 年的中债国债到期收益率的 10 日均值（每 5 年调整一次）		

资料来源：《上海临港经济发展（集团）有限公司 2024 年度第三期中期票据募集说明书》和 Wind 数据库，经笔者整理。

表 2　“24 临港经济 MTN003”的利率久期和利差久期（2025 年 8 月 22 日）

待偿期（年）	估值收益率	净价	全价	基准利率	贴现利差	利率久期（年）	利差久期（年）
19.02	2.51%	99.05	101.67	1.59%	92 bps	3.33	14.33

数据来源：Wind 数据库，估值收益率、净价和全价采用中债估值数据，基准利率由 5 年期中债国债到期收益率在 2025 年 8 月 22 日前 10 个交易日的算术平均得到，贴现利差由估值收益率减去基准利率得来，利率久期和利差久期基于 Python 程序和前述公式计算得到。



数据来源：笔者根据“24 临港经济 MTN003”的中债估值收益率序列采用前述公式计算得到。

图 2 “24 临港经济 MTN003”利率久期和利差久期

指标作为“24 临港经济 MTN003”市场价格的参考。“24 临港经济 MTN003”上市以来净价波动较为剧烈，最高估值净价与最低估值净价相差超 5 元，同时也出现了估值收益率低于票面利率但净价反而小于 100 这样较为反常的现象（图 1）。

为了能够分离基准利率和贴现利差对债券净价的影响，我们首先计算得到“24 临港经济 MTN003”的利率久期和利差久期，表 2 展示了其 2025 年 8 月 22 日的具体数值，图 2 展示了其在上市以来的变动情况。对于挂钩 5 年国债收益率的待偿期为 20 年的浮息债，发行一年后其利差久期约为 14.33 年，利率久期约为 3.33 年。在“24 临港经济 MTN003”的首个重置周期中，利率久期和利差久期均随着债券剩余期限的缩短而呈下降趋势，利率久期会随着票面重置日的临近而逐步收敛到 0。

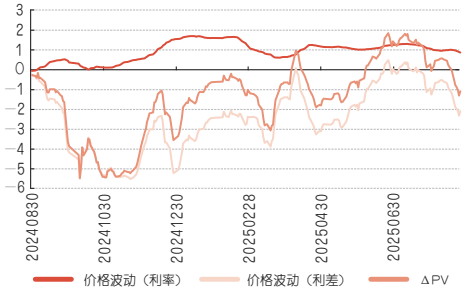
基于利率久期和利差久期，对“24 临港经济 MTN003”的价格变动进行如下分解：

$$\Delta PV=MD_R\times\Delta R_2+MD_S\times\Delta DM+\varepsilon$$

其中，ΔPV 为浮息债的净价变动，MD_R 和 MD_S 分别为利率久期和利差久期，ΔR_2 和 ΔDM 分别表示基准利率变动和贴现利差变动，ε 为误差项。于是浮动利率债券的价格变动分解为两部分，一部分由基准利率变化带来，另一部分由贴现利差变化带来。

图 3 展示了“24 临港经济 MTN003”近 1 年来价格波动的分解情况。2025 年 8 月 22 日，利率带来的价格变动约为 +0.97 元，利差带来的价格变动约为 −1.97 元。可见，浮息债的价格下跌主要由贴现利差变动带来，这是其利差久期明显大于利率久期所决定的。同时基准利率和贴现利差带来的净价波动存在一定对冲效果，这是由于在这段时间内，基准利率下行带来了价格上升，而贴现利差走阔带来价格下降。总结来看，我们可以得到以下三点结论。

①长期限浮息债的价格主要受到贴现利差波动影响。从理论上看，浮息债由于票息与基准利率挂钩，利率风险相对有限，其利率久期往往显著低于利差久期。在“24 临港经济 MTN003”的案例中，上市一年后的利率久期约为 3.33 年，而利差久期高



注：价格波动（利率）$=MD_R\times\Delta R_2$，价格波动（利差）$=MD_S\times\Delta DM$，ΔPV = 净价 −100

图 3 “24 临港经济 MTN003”的价格波动分解

达 14.33 年，两者相差超过四倍。这意味着，基准利率的边际波动对价格的影响有限，而贴现利差的微小变化则会被放大，对价格形成更为剧烈的冲击。在实证分解中，净价下跌主要由贴现利差走阔带动，这一发现印证了“利差久期主导”这一结论。因此，对长期限浮息债的投资与风险管理而言，利差波动才是需要重点关注和对冲的核心风险源。

②当贴现利差不变时，基准利率与浮息债价格呈负相关关系，即基准利率下行会带来浮息债价格上升；当基准利率不变时，贴现利差与浮息债价格也呈负相关关系，贴现利差收窄也会导致浮息债价格上升。这一结论直接来自估值公式的逻辑。票面利率等于基准利率与发行利差之和，若贴现利差保持不变，当基准利率下行时，未来票息水平降低，理论上价格应下降；但由于估值折现率同步下降，折现效应更为显著，导致债券现值反而上升。因此，基准利率与价格总体呈现负相关关系。同样地，当基准利率固定而贴现利差收窄时，投资者要求的风险补偿减少，债券的到期收益率下降，从而推动净价上升。这两种情形表明，不论是利率还是利差，其变动方向都会对价格形成负相关影响，只是敏感度大小不同。

③当基准利率与贴现利差发生反向变动时，两者的价格效应相互对冲，波动幅度相对较小；反之，当二者同向变动时，其效应会叠加，导致价格波动显著放大。在实证数据中，当基准利率下行带来价格上升的同时，贴现利差因信用风险或流动性恶化而走阔，形成价格下跌力量，两者作用叠加，导致部分价格跌幅被抵消，净价向下波动幅度减弱。与之相对，当基准利率和贴现利差同时下行或同时上行时，价格变动方向一致，呈现“共振”叠加效应。例如，若基准利率下降而信用利差同时收窄，则价格上涨幅度会被放大；反之，若基准利率上升而信用利差同时走阔，则价格下跌更为剧烈。这一机制揭示了长期限浮息债在不同市场环境下价格表现差异的根源，即是对冲式波动还是叠加式波动，取决于利率与利差的变动方向是否一致。

（二）发行利差的缓冲效应与价格敏感性

在一级市场定价中，投资者究竟为什么如此关注发行利差？它仅仅决定了首期票息水平，还是在债券存续期内持续影响净价与收益率？当市场贴现利差发生变化时，发行利差能否充当“缓冲垫”，在多大程度上减轻价格下跌风险？围绕这些问题，我们进一步考察发行利差对长期限浮息债价格的影响机制。

浮息债在一级市场定价时一般采用的是利差招标，可以参照市场上的可比浮息债收益率、同期限同品种的固息债收益率等确定浮息债的发行利差。多数情况下，当贴现利差水平大于发行利差时，浮息债净价会高于其面值；当贴现利差小于发行利差时，浮息债的净价会低于其面值。因此，发行利差的水平对于浮息债价格变动有重要影响。“24 临港经济 MTN003”的发行利差为 78 bps，首期票面利率为 2.66%，接下来我们假设其他市场条件不变，测算其发行利差加减对其价格变动及持有期收益率的影响。

表 3 展示了发行利差分别上升 5 bps、上升 10 bps、下降 5 bps、下降 10 bps 时“24 临港经济 MTN003”净价、全价和持有期收益率的变化。当发行利差每增加 5 bps 时，

表 3　发行利差加减对价格的影响

发行利差变动	发行利差	首期票面利率	净价	全价	净价变动	持有期收益率	收益率变动
+5 bps	83 bps	2.71	99.534	102.759	+0.484	2.17%	+0.55%
+10 bps	88 bps	2.76	100.044	102.199	+0.994	2.72%	+1.10%
不变	78 bps	2.66	99.050	101.639	—	1.62%	—
–5 bps	73 bps	2.61	98.512	101.079	–0.538	1.06%	–0.56%
–10 bps	68 bps	2.56	98.001	100.519	–1.049	0.51%	–1.11%

注：首期票面利率由发行日基准利率 1.88% 加上发行利差得到，净价和全价基于前述估值公式计算得到，持有期收益率是上市以来一直持有的收益率水平，由（全价 ÷100 − 1）× 持有天数 ÷365 计算得到。

债券净价上升约 0.5 元，持有期收益率上升约 55 bps。可见，浮息债的价格对于发行利差敏感性较高，发行利差越高，对贴现利差的“缓冲垫”越厚，越不容易出现净价亏损。因此，从投资者视角看，在对浮息债发行利差进行定价时，除了考量发行人信用资质、流动性溢价、未来基准利率预期等因素外，还应把对未来贴现利差水平的预期纳入进来。若预期贴现利差未来存在上行可能，则应适当提高对发行利差的定价，提供合理的风险补偿。

（三）不同重置周期的价格效应

重置周期和挂钩基准利率的设计也会间接地影响长期限浮动利率债券的价格变动。因为在其他因素不变时，不同的重置周期和挂钩基准利率的选择会对浮息债券的利率久期和利差久期产生影响。我们使用模拟研究的方法，选择不同重置周期考察具体影响，从而理解重置周期对价格的影响。考虑到 SPPI 准则[①]要求浮息债挂钩的基准利率的久期需要与重置周期相匹配，因此在模拟过程中我们针对不同的重置周期选择挂钩对应期限的国债收益率作为基准。

由于“24 临港经济 MTN003”挂钩基准利率为 5 年国债收益率，我们额外模拟设置 A、B、C 三只债券，分别以 1 年、2 年、10 年国债收益率为基准利率。A、B、C 三只债券首个计息周期的基准利率同样采用起息日前 10 个交易日算术平均值，发行利差采用“24 临港经济 MTN003”的首期票面利率分别减去基准利率得到，其余要素均保持一致。假设以上四只债券不存在利差，到期收益率相等。

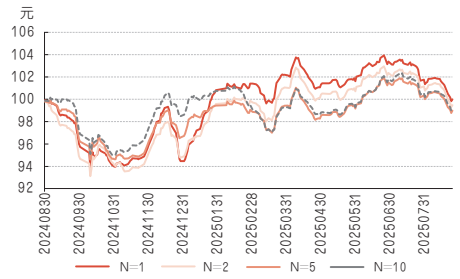
我们计算得到四只债券的净价、利率久期和利差久期，分别对应重置周期 N=1，2，5，10。表 4 统计了四只债券在这一年中利率久期和利差久期的中枢情况，图 4 展示了四只债券的净价走势情况。可见，债券 A 的利率久期中枢最小，利差久期中

① 根据国际会计准则理事会（IASB）发布的《国际财务报告准则第9号——新金融工具准则》（IFRS9）的规定，企业在对其投资的金融工具进行分类时，必须判断其合同现金流量特征是否满足仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付（Solely Payment of Principal and Interest on Principal Amount Outstanding，SPPI）；只有合同现金流量特征满足SPPI，则该投资才可分类为以摊余成本计量或公允价值计量及其变动计入其他综合收益的债务工具投资。

表 4　不同重置周期对利率久期、利差久期的影响

债券	挂钩基准利率	发行利差	票面重置周期	利率久期中枢	利差久期中枢	持有收益率	波动率
A	1 年国债收益率	114 bps	1 年	0.45	15.03	2.61%	3.61%
B	2 年国债收益率	105 bps	2 年	1.28	15.02	2.10%	3.39%
24 临港经济 MTN003	5 年国债收益率	78 bps	5 年	3.72	14.73	1.62%	2.49%
C	10 年国债收益率	48 bps	10 年	7.02	13.85	1.78%	2.35%

注：A、B、C 的发行利差由“24 临港经济 MTN003”的首期票面利率减去对应发行日基准利率计算取得，利率久期和利差久期中枢为持有期间（上市日至 2025 年 8 月 22 日）的算术平均值，波动率是持有期间债券全价的标准差。



数据来源：笔者根据表 4 中的基本要素和估值公式计算得到。

图 4　不同重置周期（N）的净价走势

枢最大，但其价格波动较大。因此，当选取期限更短的基准利率使得浮息债的票面重置周期减小时，浮息债的利率久期明显减小，利差久期却小幅增加。重置周期的设计直接决定浮息债的利率久期水平，也在一定程度上影响利差久期，进而影响到债券价格的波动性。对长期限浮息债来说，重置周期并不一定是越短越好，虽然较短的重置周期可以明显降低利率风险，但也会小幅增加利差风险敞口。

五、结论与建议

本文以“24 临港经济 MTN003”这一具有代表性的长期限浮息信用债为研究对象，系统考察了其上市以来的价格运行特征，将基准利率、贴现利差、发行利差与重置周期作为核心变量纳入分析框架，通过久期分解的方法，揭示了不同因素对价格变动的相对贡献及传导机制。研究结果表明，长期限浮息债在估值逻辑上呈现出鲜明的结构性特征。①其价格并非单一受利率波动驱动，而是更深层地反映了贴现利差的动态变化；②发行利差则在一级市场定价中提供“缓冲”作用，对后续净价稳定性具有重要意义；③重置周期的设计直接决定利率久期与利差久期的权衡，进而塑造价格的波动幅度与敏感性。综合而言，长期限浮息债的价格波动不仅是利率与利差双重力量的合成结果，更是发行定价、产品结构与市场预期交互作用的集中体现。

从投资端来看，在对长期限浮息债进行投资价值评估时，除了对未来基准利率走势进行判断，也应将利差风险管理纳入考量。同时，投资者在参与长期限浮息债一级市场认购时应充分考虑未来基准利率预期、利差水平预期及流动性溢价等因素，准确评估发行利差的合理水平。从发行端来看，长期限浮息债重置周期以及基准利率的选取要结合发行人意愿、期限匹

配、市场需求等多方面因素综合分析来确定，越短的重置周期虽然对应越低的利率风险，但可能增加利差风险敞口。

我国浮息债市场仍处于发展建设的初期，市场存量规模和流动性水平都还有较大的发展空间和潜力。如“24 临港经济 MTN003”这样的长期限浮息信用债发行丰富了我国浮息债的多样性，但由于其信用利差难以对冲，对投资组合的风险管理带来一定困难。因此，在推动长期限浮息债发展方面，当前阶段可以考虑优先发行国开债、农发债、地方债等利率债品种，推动专业做市商进行流动性支持，为市场树立更多长期限浮息债的品种标杆，引导市场形成对产品结构设计和一二级交易定价逻辑的共识，改善整体流动性水平。N

学术编辑：张毓

参考文献

[1] 王中,郭栋.浮息债净价影响因素判别与基准利率选择——基于VAR与均值回归模型的实证检验[J].债券,2019(2):15-25.

[2] 徐亮,董德志.我国浮息债的定价及投资策略研究[J].金融发展,2020(2):35-50.

[3] 杨斌.时隔三年，浮息信用债重现，超长期限+短久期有何优势？[R].财联社,2024-08-29.

[4] 易纲.中国的利率体系与利率市场化改革[J].金融研究,2021(9):1-11.

[5] Acosta M,Brennan C M,Jacobson M M.Constructing high-frequency monetary policy surprises from SOFR futures[J].Economics Letters,2024(242):111873.

[6] Fleckenstein M,Longstaff F A.The US Treasury floating rate note puzzle: is there a premium for mark-to-market stability?[J].Journal of Financial Economics,2020,137(3):637-658.

[7] Hartley J S,Jermann U J.The pricing of US Treasury floating rate notes[J].Journal of Financial Economics,2024(155):103833.

[8] Kim J B,Wang C,Wu F.LIBOR discontinuation and the cost of bank loans[J].Management Science,2025,71(5):4413-4432.

[9] Klingler S,Syrstad O.The SOFR discount[J].Journal of Financial Economics,2025(164):103989.

An Empirical Analysis of Price Determinants in Long–Term Floating–Rate Credit Bonds

LIAO Yishun　LIU Wenjie

(FICC Department, China Galaxy Securities)

Abstract　Against the backdrop of interest rate liberalization and rising volatility expectations, long-term floating-rate bonds have garnered increasing attention in the credit bond market. An empirical study of 24 Lingang Economy MTN003 – the third tranche of medium-term notes issued by Shanghai Lingang Economic Development Group, reveals that in pricing long-term floating-rate credit bonds, the discount margin plays a significantly stronger role in determining the clean price than the benchmark interest rate. Moreover, whether the movements of the benchmark interest rate and the discount margin are aligned determines whether their impact on the price is amplified or offset. The quoted margin not only affects the initial yield level but also determines the ability to withstand future credit spread expansion. The design of the frequency dictates the levels of interest rate duration and spread duration, thereby shaping the elasticity of price changes. The study stresses that the evaluation of investment value and risk management for long-term floating-rate credit bonds should focus more on weighing the dynamic changes in spreads and product design arrangements rather than merely tracking interest rate trends. This finding offers insights on product innovation and investment practices in China's floating-rate bond market.

Keywords　Long Term, Floating-Rate, Credit Bonds, Interest Rate Duration, Spread Duration

JEL Classification　G12　G32　E43