攻守有道：利率变局中的中国浮息债定价与配置

陈笑楠　季家辉　赵婧　董德志

摘　要　中国浮息债历经三轮扩张，基准利率从定存演进至 LPR/DR，期限收敛于 2～3 年。浮息债凭借票息重置机制，天然对冲利率上行风险，在加息周期展现“抗跌”优势，降息周期则因票息跟随下调而表现逊于固息债。基准利率类型、期限结构与重置节奏共同决定其相对价值：LPR/DR 多元基准提升传导效率，短久期集中压缩久期暴露，距重置日越远利率弹性越大。估值核心在于远期利率路径与期限点差的动态博弈，隐含预期显示市场先交易宽松再定价回升。配置逻辑可归纳为“早加息、慢降息”情境下浮息债占优，反之固息债更具吸引力，二者比价实为对政策利率节奏的概率下注。

关键词　浮息债　利率风险　期限点差

在全球通胀回落与主要央行进入“缓慢转向”的区间内，利率路径的不确定性依旧高企：BIS（2024）对市场预期偏度的跟踪显示，2024 年以来中短端利率的风险从“进一步上行”逐步转向“更深幅度降息的可能性增加”，但分歧仍大（尤其在终端利率与节奏上）。国内方面，人民银行于 2025 年 5 月下调 1 年期与 5 年期 LPR 至 3.0% 与 3.5%，延续前期“稳增长、稳信用”的取向，也使债券投资面临“利率下-再上”的区间型再配置问题。在此背景下，票息随基准利率重置的浮息债，天然具备对冲利率上行、缩短久期暴露的“攻守兼备”属性，其相对价值取决于：所挂钩基准的可得性与传导效率、降息与再上行的时点与幅度，以及期限点差的动态演化。

基于上述背景，本文以我国浮息债自 1995 年以来的三轮“扩张-调整”为起点，识别基准利率由“单一存款利率”向“LPR/DR 多元化”的迁移及期限结构再集中化的事实；估值部分，从“远期基准-期限点差-风险价差”的三维框架拆解价格对利率路径假设的敏感性；资产配置部分，给出“加息周期抗跌、降息周期相对偏弱”的实证对比；最后结合活跃个券价格，回推出市场所隐含的未来 LPR 路径，并据此讨论与同期限固息债的比价与情景敏感性[①]，为机构投资者提供可检验的配置规则与再平衡线索。

一、中国浮息债变迁

作为一种“随时钟而跳”的利率工具，浮息债的历史并非线性扩容，而是在货币政策框架、利率市场化与资产负债

陈笑楠，国信证券研究所固收分析师；季家辉，国信证券研究所固收分析师；赵婧，国信证券研究所固收首席；董德志，国信证券研究所总量负责人。

① 浮息债所隐含的未来降息路径考察案例两则，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

表约束的交互中反复重排，其间经历了三轮扩张与调整，基准利率从单一走向多元，细分品种上政策性银行债与资产支持证券（ABS）交替主导，发行期限则由集中到分散再到集中（图 1~2）。截至 2024 年底，中国浮息债主要分布于政策性银行债、ABS 以及非金融企业信用债，基准利率以 LPR 和 DR 为主，期限主要集中在 2~3 年。

（一）发行量波动上升，近三年缩量明显

我国第一只浮息债是 1995 年 6 月由进出口银行发行的“95 进出 51”，这只浮息债基准利率是 1 年期定期存款利率，发行期限 5 年。此后近 30 年，我国浮息债发行规模呈现波动上升趋势，其间经历四轮扩张与调整，各阶段变化受宏观经济周期、利率市场化进程、金融市场环境及政策导向等多重因素驱动。

1. 第一轮（1995—2002）：从起步扩张到首次千亿级突破的探索期

1995—2000 年处于利率市场化初步探索与金融工具创新阶段，我国浮息债的发行规模经历了第一轮扩张。1993 年党的十四届三中全会明确“建立以市场形成价格为主的价格机制”，利率市场化改革正式起步，市场主体对利率风险的管理需求逐渐显现。在此背景下，浮息债作为利率敏感型金融产品，成为金融机构、企业探索利率风险管理的重要工具。1995 年，政策性银行率先开启浮息债试点——国家开发银行、进出口银行等机构以“一年期存款利率”为挂钩标的发行浮息债，既匹配了政策性银行的资产端长期基建贷款浮动收益特征，也为商业银行、保险公司等金融机构提供了对冲存款或负债端利率波动的工具，成为市场早期开展利率风险管理的重要载体。这一阶段，发行主体以政策性银行为主，具备发行主体信用等级较高、债券期限偏短、票面利率重置频率多为季度或半年等特征，浮息债久期暴露风险显著低于同期限固定利率债券，既契合发行人应对利率波动的诉求，也满足投资者规避利率风险的配置需要，推动浮息债年发行量从 1995 年的 519.7 亿元逐步增长至 2000 年的 2 842 亿元。

2001—2002 年进入政策收敛与流动性约束下的调整期。这一阶段宏观政策趋向收紧，央行强化金融监管与信贷规模管控，对市场融资行为形成约束；同时市场流动性偏紧，资金成本上升，发行人的发行意愿与投资者的配置需求均有所减弱，浮息债发行规模快速回落，2002 年跌至 455 亿元，为历史低谷。

2. 第二轮（2003—2013）：扩张升级至五千亿级并波动维持的巩固期

2003 年开启经济增长、城镇化基建需求释放与利率市场化深化下的第二轮扩张。中国经济进入新一轮增长周期，“城镇化 + 基建”进程加速，工业厂房建设、城市基础设施（道路、桥梁、水利工程等）领域的投资需求爆发式增长。政策性银行承担为长期基建项目提供融资的核心任务，对长期、大额资金的需求迫切，而浮息债“利率随市场调整”的收益特征，与“长期基建贷款利率随市场波动”的特点高度匹配，既能满足政策性银行长期融资需求，又能对冲利率波动风险；同时，工商企业在固定资产投资（设备更新、产能扩张等）方面的资金需求也大幅攀升，企业也倾向于通过浮息债筹措资金，以管理利率波动可能带来的融资成本风险。

利率市场化进程持续推进：2004 年央行扩大金融机构贷款利率浮动区间，赋予市场主体更多利率定价自主权；2007 年上海银行间同业拆放利率（Shibor）正式运行，为浮息债提供了更市场化的基准利率参考，进一步提升浮息债的定价效率与市场认可度。

2003—2013 年还经历“加息-降息”的利率周期（如 2007 年为对抗通胀多次加息，2008 年受金融危机影响转而降息救市），市场利率的大幅波动使企业、金融机构对“利率风险管理”的需求全面爆发——企业担忧未来利率上行推高融资成本，金融机构顾虑利率波动冲击资产负债表，浮息债作为对冲利率风险的核心工具，市场需求被进一步激活。高信用等级主体的融资需求与市场对利率风险管理工具的需求相互促进，2007 年浮息债发行规模首次突破 5 000 亿元。

不过，2008 年国际金融危机对这一扩张趋势形成阶段性冲击，市场转入短期调整与后续复苏期。金融危机引发全球经济下行，国内宏观政策从“适度从紧”转向“积极财政政策 + 宽松货币政策”，市场利率在大幅波动后整体下行至低位。此时，发行人更倾向于通过固定利率债券锁定低位融资成本（以避免未来利率回升导致的成本上升），投资者对风险资产的偏好也有所下降，浮息债发行规模暂时回落。随着“四万亿”经济刺激政策等措施落地，国内经济逐步复苏，企业融资需求回暖，同时市场对利率长期波动的预期仍在，浮息债“利率风险管理工具”的属性重新被认可，发行规模从 2009 年起进入波动复苏阶段，2013 年前整体维持在 3 000 亿至 5 000 亿元的较高水平，巩固了前期扩张成果。

3. 第三轮（2014—2024）：扩张峰值突破六千亿级后转入调整的成熟波动期

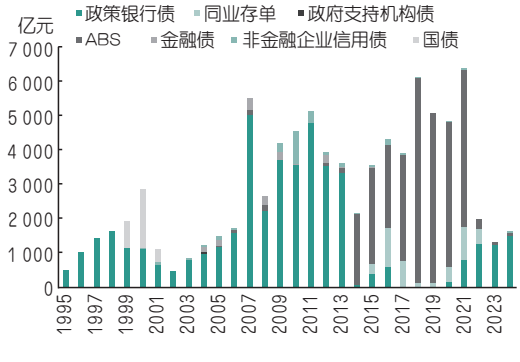
2014 年起，利率市场化收官与利率波动加剧推动第三轮扩张。2015 年央行放开存款利率浮动上限，利率市场化改革基本完成，市场利率的波动频率与幅度显著提高，市场主体对利率风险管理的需求越发迫切。浮息债因票面利率可随市场利率调整、能有效对冲利率风险，受到发行人与投资者的青睐，发行规模波动上升。

2020 年新冠疫情期间，经济复苏期利率波动与避险需求催生历史峰值。经济复苏过程中，利率面临较大波动压力，市场对利率走势的不确定性增强。浮息债既满足了发行人（如商业银行，可匹配资产端浮动利率贷款的收益特征）的融资与利率管理需求，也成为投资者应对利率波动的避险工具，2021 年发行规模攀升至历史峰值 6 376 亿元。

2022 年进入经济转型与市场结构变化下的下行调整期。国内经济步入高质量发展阶段，货币政策保持“稳健”基调，利率整体处于相对平稳但结构分化的状态；同时债券市场融资结构发生变化，发行人基于融资成本与市场环境考量，更多选择固定利率债券或其他融资工具；投资者对利率风险的对冲需求有所下降，且部分机构调整了浮息债配置比例，多重因素导致浮息债发行规模下行。2023 年，受宏观经济复苏节奏、债券市场供需关系等影响，发行规模跌至 2005 年以来最低水平；2024 年虽略有回升，但仍远低于 2021 年的高峰水平，2022—2024 年均值仅 1 634 亿元，显著低于 2019—2021 年 5 428 亿元的均值，反映出市场在利率环境、融资需求与投资偏好等方面的阶段性调整。

4. 第四轮（2025 年起）：政策引导与市场需求共振下的复苏启动期

2025 年浮息债市场迎来显著复苏，标志着我国浮息债发展进入第四轮阶段，截至 2025 年 10 月中旬，发行量已达 2 895.7 亿元，较 2024 年全年增长 79.0%，参与主体也从以往以政策性银行为主，逐步扩展至商业银行、非金融企业等多类主体。这一复苏态势由市场环境变化、主体诉求与政策引导共同推动：一方面，2025 年 LPR 持续下调、债市收益率下行，商业银行净息差承压，负债端降成本需求迫切，浮息债的票息重定价机制可使其负债成本及时匹配市场变化，同时利率市场化深化下利率风险上升，浮息债成为银行对冲风险的关键工具，叠加监管部门支持商业银行创新负债工具、优化结构的导向，部分银行重启浮息债发行；另一方面，国开行等政策性银行需为科技创新、战略性新兴产业等国家战略领域提供长期资金，浮息债“利率随市场调整”的特征能更好匹配长期项目的利率波动，且当前利率处于相对低位、市场对未来利率走势分歧较大，恰是发行浮息债的适宜窗口期，而浮息债与科创、绿色领域结合还可享受政策支持，进一步推动发行落地；与此同时，非金融企业也基于自身融资需求积极参与，在利率下行周期中，浮息债的重定价机制可帮助企业随市场利率调整享受融资成本节约。此轮复苏既延续了浮息债与利率市场化、政策导向的绑定逻辑，也体现了市场主体应对环境变化的工具选择理性，标志着浮息债从前期调整转入新的复苏周期。



资料来源：从 Wind- 债券数据库中提取全部浮息债信息，在 Excel 中按债券不同的发行年份、不同基准利率对发行规模进行求和，2025 年数据截至 10 月 15 日。

图 1　1995—2025 年浮息债发行规模（分债券类型）

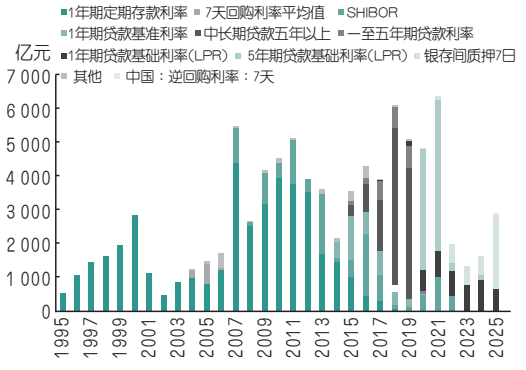
（二）基准利率从单一走向多元

按浮息债的基准利率类型来看，我国浮息债的基准利率从单一走向多元化。1995 年我国的第一只浮息债“95 进出 51”以 1 年期定期存款利率为基准利率，彼时金融市场处于起步阶段，利率体系简单，而该利率因稳定、易获取且与居民金融资产结构匹配，后很长一段时间内，我国新发行的浮息债全部采用该基准利率标准。

直至 2004 年，7 天回购利率平均值和 LIBOR 首次纳入浮息债基准，标志着市场化突破。这源于利率市场化需求升温——1 年期定存利率调整频率低、市场化不足，难以反映资金供求波动。随后，又相继出现了以 7 天回购定盘利率、SHIBOR、半年期和三个月定期存款利率等为基准利率的浮息债，但 2012 年之前，以 1 年期定期存款利率为基准的浮息债始终占绝大多数。

2013 年，SHIBOR 首次以 49% 的占比超过 1 年期定期存款利率成为浮息债主要基准利率类型。2014—2018 年，1 年期贷款基准利率、5 年期以上中长期贷款利率逐步补充，使 1 年期定期存款利率浮息债占比下降至 30% 以下，满足了不同场景的利率风险匹配需求。

2019 年，以 LPR 利率（1 年期和 5 年期）



资料来源：从 Wind- 债券数据库中提取全部浮息债信息，在 Excel 中按债券不同的发行年份、不同基准利率对发行规模进行求和，2025 年数据截至 10 月 15 日。

图 2　1995—2025 年浮息债发行规模
（按基准利率分类）

为基准的浮息债迅速发展，成为近年来的绝对主流。2023 年，1 年期 LPR 占比达 58%，这与 LPR 贴近实体经济融资成本的改革目标直接相关。2020 年 DR 系列的浮息债诞生，并在浮息债中逐渐占据重要地位，2023 年占比达 42%，仅次于占比 58% 的 1 年期 LPR，2025 年（截至 10 月 15 日），占比达到 74.3%，成为主要浮息债基准利率。

（三）政策性银行债和资产支持证券交替主导，非金融企业浮息债涌现

从浮息债的债券品种来看，政策银行债和 ABS（资产支持证券）在不同阶段交替主导市场，这一演变轨迹与我国金融改革进程、政策导向及市场供需变化密切相关。

1995—1998 年，我国浮息债市场处于起步探索阶段，发行的浮息债全部为政策性银行债。这一时期，浮息债的核心功能是满足发行人的融资成本控制需求，其基准利率主要挂钩 1 年期定期存款利率。作为承担国家重点建设项目融资任务的政策性银行，其融资需求具有稳定性和规模化特征，且债券信用等级高、市场接受度强，自然成为浮息债发行的绝对主体。

1999 年起，以国债、企业债为主的其他品种陆续发行，并在 2000 年拥有较大的发行占比。这一变化源于金融市场多元化发展的初步探索，随着国债市场化发行机制的逐步完善和企业直接融资需求的上升，浮息债品种开始从单一的政策性银行债向多品类扩展，但此时市场整体规模有限，尚未形成稳定的多元化格局。

2004 年起，政府支持机构债、以商业银行次级债券为主的金融债以及 ABS 相继出现，但占总发行规模比例较小，政策银行债仍占主导（超过 70%）。

2014 年，ABS 发行规模骤升，由 148 亿元跃至 2 050 亿元，占比高达 94%，取代政策性银行债成为浮息债市场中的主要品种。这一爆发式增长背后，一方面是房地产市场的持续繁荣提供了关键支撑，另一方面也得益于 2012 年信贷资产证券化试点重启，推动 ABS 在浮息债市场中迅速崛起。

2015 年同业存单浮息债开始出现，占比为 8.1%，随后在 2016 年上升至 26.3%。这一变化与 2013 年《同业存单管理暂行办法》发布重启同业存单发行直接相关，政策为浮息存单的推出提供了制度契机。作为标准化的负债工具，浮息同业存单的发行既考验金融机构的市场化定价能力，也契合了利率市场化改革中夯实基准利率的需求，因此在短期内实现占比快速提升。

2022 年以来，ABS 发行规模锐减而政策性银行债增加，政策性银行债重新成为浮息债的最主要品种，2023 年和 2024 年连续两年占比在 90% 以上。这一逆转的核心诱因是房地产市场进入下行周期，直接导致 ABS 核心基础资产供给枯竭。

2024—2025 年市场呈现新的多元化迹象，非金融企业浮息债开始涌现，成为品种扩容的重要亮点。截至 2025 年 10 月中旬，非金融企业浮息债发行占比已达约 1.6%，发行主体涵盖交通建设、建筑等多个领域，部分企业还通过“科创 + 浮息”双贴标模式创新融资工具，为实体经济提供了更灵活的利率风险管理选择。

（四）发行期限由高度集中到逐步分散再到重新集中

从浮息债的发行期限来看，浮息债的期限结构经历了从高度集中（7~10 年）到逐步分散、再到重新集中（2~3 年）的演变过程。

1995—2002 年，浮息债的期限主要集中在 7~10 年，其他期限占比极低。1996—1998 年，7~10 年浮息债占比连续三年达 100%。1999 年起，虽出现 5~7 年期限浮息债，但 7~10 年浮息债仍占主导。

2003—2012 年，各期限占比逐渐分散，7~10 年期限占比开始下降，2~3 年、4~5 年、5~7 年等中短期期限占比显著上升，打破了原先的集中格局。

2013—2021 年，各期限占比进一步分散，其中 1 年内以及 10 年以上这两个极端期限的占比显著增加。

近年来，浮息债呈现向 2~3 年期限集中的趋势，其他期限占比大幅降低。2022 年 2~3 年期限浮息债占比骤增至 64%，并于 2023 年进一步增加至 96%。

（五）中国浮息债格局待变

我国浮息债规模仍偏小。截至 2025 年 10 月中旬，我国浮息债存量共 18 257 亿元，占全部债券余额的 0.9%（表 1）。

按债券品种划分，浮息债存量前三分别为 ABS、政策银行债和金融债，非金融企业信用债虽未进入前三，但其存量规模已超 200 亿元，成为浮息债品种扩容的新亮点。按基准利率划分，浮息债存量前三分别为中长期贷款 5 年以上、5 年期贷款

表 1　截至 2025 年 10 月中旬浮息债品种累计余额（亿元）

基准利率 / 债券品种	政策银行债	同业存单	政府支持机构债	ABS	金融债	非金融企业信用债	总计
1 年期定期存款利率	280	0	0	105	0	0	385
7 天回购利率平均值	0	0	0	29	0	0	29
SHIBOR	0	0	0	0	0	133	133
1 年期贷款基准利率	0	0	0	0	0	0	0
中长期贷款五年以上	0	0	0	6 254	0	0	6 254
一至五年期贷款利率	0	0	0	90	0	0	90
1 年期贷款基础利率（LPR）	1 855	0	0	83	60	41	2 039
5 年期贷款基础利率（LPR）	110	0	0	5 657	0	20	5 787
银存间质押 7 日	2 980	0	0	0	216	0	3 196
其他	0	0	0	16	0	13	29
总计	5 225	0	0	12 546	279	207	18 257

数据来源：从 Wind- 债券数据库中提取全部浮息债信息，在 Excel 中按债券不同的债券品种、不同基准利率对发行规模进行求和，2025 年数据截至 10 月 15 日。

基础利率（LPR）和银存间质押式回购利率（7日）。

进一步细分来看，主要浮息债存量品种对基准利率的选择呈现显著的场景适配性，政策银行债以1年期贷款基础利率（LPR）和银存间质押式回购利率（7日）为主要基准，这一选择既契合其负债管理中对利率波动的对冲需求，也与利率市场化下政策利率的导向作用密切相关；ABS以中长期贷款5年以上利率和5年期贷款基础利率（LPR）为主要基准，这与其基础资产多为长期信贷类资产的特性相匹配；非金融企业信用债偏好市场化基准利率，以SHIBOR为主要基准，同时少量绑定1年期LPR和5年期LPR，反映出实体企业借助市场化利率工具优化融资成本的需求。

二、浮息债估值方法

在识别了市场结构与交易生态之后，下一步是把“可观察的事实”转化为“可计算的价格”。浮息债的定价核心并非绝对利率水平，而是对基准利率路径、重置频率与利差条款的联合刻画：一端要用可复制的远期曲线与贴现曲线生成未来票息，另一端要用期限点差与信用利差捕捉风险补偿，并将利率下限/上限、重置滞后与基差风险纳入OAS/DM框架与敏感性度量。

（一）浮息债估值原理与计算方法拆解

浮息债的估值以现金流贴现法（DCF）为基础，核心原理是将浮息债券未来各期的票息以及到期的本金，按风险调整后的贴现利率贴现至当前时点，从而得到债券的现值。从理论的层面来说，浮息债的估值公式如下：

$$PV=\sum_{t=1}^{T}\frac{C_t}{(1+r_t)^t}+\frac{Par}{(1+r_T)^T}$$

其中，C_t为第t期票息，由“远期基准利率+固定利差”决定；r_t为第t期的贴现率（即期利率），包含无风险利率与风险溢价；Par，债券面值；T，债券剩余期限。

浮息债估值的难点在于对未来各期票息的预测，以及贴现利率的选择。票息方面，与固息债不同的是，浮息债的现金流结构较为特殊，票面利率会随基准利率的变化定期进行调整，需要通过远期利率曲线或者利率模型预测，上述公式中是通过远期利率曲线预测未来基准利率。贴现利率则包括两个部分，一部分为无风险利率，这部分可以选取与债券基准利率对应的曲线，风险溢价则根据信用、流动性溢价等因素决定。

外汇交易中心发布的《债券估值手册》中，对于非含权、非提前还本浮动利率债券估值方式如下：

$$PV=\left\{\frac{(R_1+\Delta r)\times T_1}{\left[1+\frac{(R_2+\Delta y+sp)}{f}\right]^{\frac{d}{TS}}}+\frac{(R_2+\Delta r)\times T_2}{\left[1+\frac{(R_2+\Delta y+sp)}{f}\right]^{\frac{d}{TS}+1}}+\cdots+\frac{(R_2+\Delta r)\times T_n+1}{\left[1+\frac{(R_2+\Delta y+sp)}{f}\right]^{\frac{d}{TS}+n-1}}\right\}\times M$$

其中，PV为债券估值全价，即通过公式计算出的当前时刻浮息债理论价值，是投资者买卖参考的“全价”；R_1：当前付息周期的基准利率，根据基准利率确定日规则决定，决定首个周期利息计算基准；R_2：估值日基准利率，作为后续付息周期利息基准；Δr：约定利差，是合同约定、基准利率之上的固定利差；T_i：根据债券计息基准计算的计息区间年化期限，将计息期天数转化为年数，用于利息计算，如180天对应为0.5年；M：债券面值，为到期偿还的本金金额；Δy：期限点差，假设该债券待偿期为T，点差收益率曲线T期

限对应的点差，反映债券剩余期限带来的收益补偿，调整贴现率水平；sp：估值价差，基于债券本身的信用、流动性等风险的定价补偿，体现投资者对额外收益的要求；f：年付息频率，用于将年化利率折算为计息期利率；d：估值日至下一最近理论付息日的实际天数；TS：当前付息周期的实际天数；n：未来付息次数。

不难看出，外汇交易中心采用的估值方法的核心也是“未来现金流贴现”，即将未来的每一期票息及到期偿付的本金，统一折算到估值日并求和。不过，其估值模型有一个重要隐含假设：基准利率在估值日后保持不变，这使得未来现金流被视为固定值。这种处理方式是简化模型的典型特征，虽避免了复杂的远期利率预测，但也带来一个问题：计算出的价格没有反映市场对未来利率的预期。

而在更精确的估值模型中，通常会用远期利率替代“静态利率”。例如，若浮息债下一重置日为 1 年后，基准利率为 LPR（1Y），在估值日观察到 1 年远期 LPR（1Y）为 3.5%，模型则会用 3.5% 计算该重置日后的票息；若第二个重置日为 2 年后，且估值日观察到的 2 年后的远期 LPR（1Y）为 3.4%，模型则会用 3.4% 计算第二个重置日后的票息。

（二）从估值公式出发：浮息债投资价值影响因素的理论剖析

外部环境主要通过影响基准利率和期限点差来影响浮息债价值的变动。基于定价公式，我们来分析各关键参数的变化对于浮息债券价值变动的影响机制。

1. 基准利率变动对债券价值的影响

基准利率的变动主要从两方面影响债券的价格，一方面影响未来票息现金流，另一方面影响贴现率。当未来基准利率上行，分子部分票息会随着基准利率的上升而增加，现金流将有所增加；但同时，分母端的贴现率也会整体上行，导致现金流的现值下降。为了了解基准利率上行、下行对于浮息债价格的影响，我们分别通过公式拆解和案例计算进行分析。以基准利率上调为例，我们可以将浮息债的估值公式拆解为两部分进行分析。

①第一期票息现金流的贴现：即重置日当天的票息现金流贴现到估值日的价值。

第一期票息由加息前的基准利率与约定利差（+Δr）确定，因此基准利率上升不会影响这一期现金流的金额，也就是说公式中分子的数值不变。贴现率包含基准利率与风险补偿，基准利率的上升会带动贴现率上升，这将导致公式的分母增大，即该第一期票息的现金流现值下降。另外，从时间因素来看，距离重置日的时间间隔越久（d 值越大），该部分现值受基准利率变动的影响程度越大。

$$\text{第一期现金流现值} = \frac{C_1}{(1+\frac{r_1}{f})^{\frac{d}{TS}}}$$

②重置日后现金流的现值：该部分包括了重置日后的所有票息现金流（$R_2+\Delta r$）以及本金（M）贴现到估值日的价值。我们可以将这部分现金流的贴现过程分为两个阶段。

第一阶段：现金流贴现至重置日。浮息债在重置日会根据最新基准利率重新设定票息率，理论上贴现率也在跟随基准利率调整，相当于“重新发行”了一只利率与当前市场匹配的浮息债券，因此在重置日，浮息债的价值会回归到票面价值 100。估值日债券价格主要由第二阶段决定。

第二阶段：将重置日价值贴现至估值

日。在贴现率与基准利率的利差保持不变的假设下，基准利率上调会带动贴现率上升，债券价格会相应下跌；且距离付息日的时间间隔越久（d 值越大），债券价格受到基准利率变动的影响程度越大。

$$重置日后现金流现值 = \frac{1}{(1+\frac{r_1}{f})^{\frac{d}{TS}}} \times \left(\sum_{n=2}^{N} \frac{C_n}{(1+\frac{r_n}{f})^{n-1}} + \frac{M}{(1+\frac{r_N}{f})^{N-1}}\right)$$

现金流贴现至重置日，回归面值

综合两部分的变动来看，基准利率的上升会导致债券价值下跌，反之，基准利率下降会导致债券价格上升；且估值日距离重置日越久，债券价值受到利率变动的影响越大。具体而言，浮息债票息会在重置日根据最新基准利率调整，能够消除重置日之后的利率风险敞口，部分抵消利率上行对债券价格的冲击。然而，在重置日之前，票息已根据历史基准利率锁定，随着市场利率上行，该固定票息的现值下降，致使债券价格承压下跌。同时，浮息债受基准利率上行的影响程度与其距离下一个重置日的时间相关。距离重置日越久，债券在较长时间内以原基准利率计息，面临的利率风险敞口更大，价格下跌幅度也就越大；距离重置日越近，利率风险敞口被压缩，价格波动幅度相应收窄。①

2. 期限点差 Δy 对于债券价值的影响

在前面对于基准利率的讨论中，我们假定了贴现利率与基准利率的走势一致，但实际上期限点差 Δy 也会受到市场环境影响有所波动，从而影响贴现利率与基准利率的相对变动关系。

从定价公式来看，基准利率不变的情形下，Δy 对于债券价格的影响较为明确，当 Δy 走扩的时候，债券价格下跌，当 Δy 收窄的时候，债券价格上升。因此我们需要结合基准利率和 Δy 一起来观察对于债券价格的影响。

例如，在货币政策紧缩的阶段，央行往往采取加息、减少货币供应量等措施，导致市场资金成本迅速提高，短期债券收益率快速上升；而长期债券收益率除了受当前货币政策影响外，还受投资者对未来经济增长和通胀的预期影响，上升幅度往往小于短期债券。因此加息周期，基准利率一般上行，Δy 往往变小，债券价格的影响未知。但也有可能出现“熊陡”的局面，当货币紧缩时，若经济展现出较强的韧性，企业的盈利状况没有受到明显冲击，经济增长依然保持在较高水平，投资者会减少对债券的配置，长端收益率因需求下降而大幅上升，出现曲线变陡的情形，Δy 走扩。这种局面下，Δy 和基准利率同步上行，债券价格下跌。

三、结论

在近期利率上行、横盘震荡的行情背景下，浮息债的低久期特征成为防范资产回撤风险的关键优势，其投资价值在当前行情中尤为突出。相较于久期较长的固定利率债券，浮息债因票息与市场利率挂钩、重定价周期相对较短，天然具备低久期属性——这一特性使其对利率短期波动的敏感度显著降低，在利率震荡上行阶段，其价格下跌的压力远小于久期更长的固定利

① 用一个浮息债的案例计算验证上述结论，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

率债券。

从实际投资表现来看，在当前利率震荡上行、债市整体回调的行情中，受权益市场压制、通缩预期改善及公募费率改革担忧等因素影响，市场情绪偏弱，资产价格易受多重利空扰动出现阶段性下探。而浮息债的低久期特征，能够有效降低利率波动对资产净值的冲击：一方面，较短的重定价周期使债券票息能随利率变化及时调整，减少利率波动带来的现金流折现值变动，从而降低资产价格的回撤幅度；另一方面，低久期属性意味着浮息债的价格波动区间相对狭窄，即便市场出现短期利率超预期变动，其净值回撤的可控性也显著优于高久期品种，为投资者提供了更稳定的持仓体验。

从资产配置需求出发，在当前利率震荡、方向判断难度加大的行情下，浮息债的低久期特征恰好契合了投资者对“风险控制”的核心诉求。对于追求资产稳健、规避短期波动风险的投资者（如配置型机构、风险偏好较低的个人投资者），将浮息债纳入组合可通过低久期属性对冲利率震荡带来的回撤压力，同时依托票息收益形成稳定的收益支撑，避免市场利率短期反复导致的资产净值大幅波动。

综上所述，在近期利率震荡的行情环境中，浮息债的配置可降低组合久期，从而组合降低对利率敏感度，有效防范资产回撤风险，是当前市场环境下兼顾稳健性与风险控制的优质配置选择，尤其适合对短期波动风险较为敏感、追求资产净值稳定的投资者。N

学术编辑：张毓

参考文献

[1] BIS.International banking and financial market developments[R].BIS Quarterly Review,March 2024.

The Pricing and Allocation of Floating-Rate Bonds in China amid Shifting Interest Rates

CHEN Xiaonan JI Jiahui ZHAO Jing DONG Dezhi

(Research Institute, Guosen Securities)

Abstract China's floating-rate bond market has undergone three expansion phases, with benchmark rates evolving from fixed deposits to LPR+DR and maturities converging around 2–3 years. Leveraging their coupon reset mechanism, floating-rate bonds inherently hedge against rising interest rate risks. They demonstrate resilience during rate-hiking cycles but underperform fixed-rate bonds during rate-cutting cycles as coupons decline accordingly. Their relative value is determined by the type of benchmark rate, term structure, and reset frequency: LPR/DR multi-benchmark systems enhance transmission efficiency; short-duration concentration reduces duration exposure and greater interest rate sensitivity emerges as the reset date recedes. Valuation hinges on the dynamic interplay between forward rate paths and term spreads. Implied expectations indicate markets first price in easing before repricing for tightening. The allocation logic suggests floating-rate bonds outperform in "early tightening, slow easing" scenarios, while fixed-rate bonds become more attractive under the opposite conditions. The pricing differential between the two essentially represents a probabilistic bet on the pace of policy rate adjustments.

Keywords Floating-rate Bonds, Interest Rate Risk, Term Spread

JEL Classification G12 E43 G11