

债券投资策略月度报告

交易投资部：张晓斌 2020年10月16日

从业资格证：F3046773 投资咨询证：Z0011365



弘业期货股份有限公司
HOLLY FUTURES CO.,LTD.

| www.ftol.com.cn

□ 9月份宏观数据与重要事件回顾

- 经济景气恢复：9月制造业PMI由前值51.0升至51.5；非制造业PMI由前值55.2升至55.9；新出口订单继续回升至50.8。
- 基本面方面：预计3季度实际GDP增速为5.3%；9月工业增加值增速上行至5.8%；固定资产投资增速转正至0.5%左右。
- 库存方面：9月制造业PMI原材料库存由前值47.3升至48.5，产成品库存由前值47.1升至48.4。
- 物价方面：预计9月CPI同比回落至1.9%，PPI同比略降至-2.1%，短期PPI难现明显回升。
- 流动性方面：预计9月新增信贷1.8万亿；社融3.2万亿；M2进一步回落至10.3%。货币政策整体仍将维持中性，以精准导向为工作重点。
- 9.25日富时罗素宣布，中国国债将被纳入富时世界国

债指数。



□ 主要观点

- 全球疫情影响逐渐缓解，经济复苏迹象明显；库存周期处于被动去库存向主动补库存转换阶段。
- 货币信用继续保持扩张，宏观经济状况处于“复苏中期”，本轮经济复苏有望延续到明年上半年。
- 利率走势仍处于缓慢上升阶段，债市慢熊行情仍将继续，预计会延续到明年上半年；从空间上看，短债利率还有不到一半的上漲幅度，长债利率还有一半左右的上漲幅度，但大概率都不会超过上轮最高点（2017年末）。
- 整体来看，债券市场处于相对中性的投资时期；债券市场已步入熊市，中长期震荡下跌，利率债机会不佳；信用债利差、息票相对稳定，具有一定投资价值，但低等级违约率上升，应息票为主、谨慎下沉。



- 经济周期阶段定位
- 货币/财政政策倾向
- 债券投资策略



□ 产能周期（中周期）情况

- 2016年末-2017年初全球主要经济体都开启了新一轮产能周期。
- 在经济复苏的顺序上，首先是美国，然后欧日跟进，最后是中国。

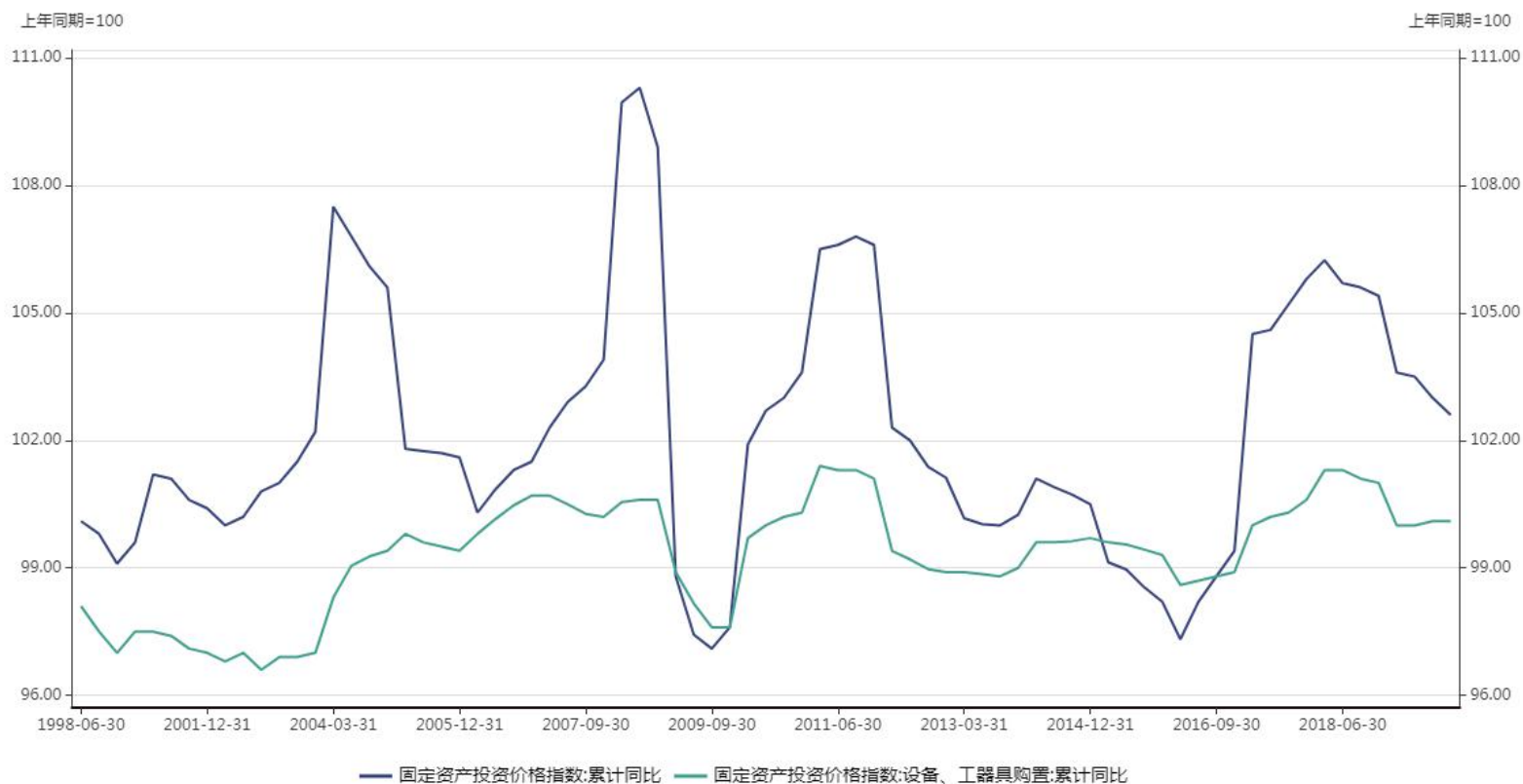


数据来源: Wind



□ 产能周期（中周期）情况

- 中国在2017年初也开启了新一轮产能周期。
- 由于叠加经济由高速向中速换档及中美贸易战等因素，中国的产能复苏表现的比较弱，表现为L型复苏。



□ 库存周期（短周期）情况

- 9月制造业PMI原材料库存由前值47.3升至48.5，产成品库存由前值47.1升至48.4，反映企业补库意愿走强带动库存回补。
- 行业库存情况分化，下游地产、乘用车去化；中游钢铁厂库去社库补、水泥去化、化工回补；上游煤炭回补、有色去化。
- 库存周期处于被动去库存向主动补库存的过渡阶段；库存前瞻指数基本低位持平，显示目前补库存预期尚未形成，企业理解后期两个季度仍处需求好转、库存下降的被动去库存阶段。

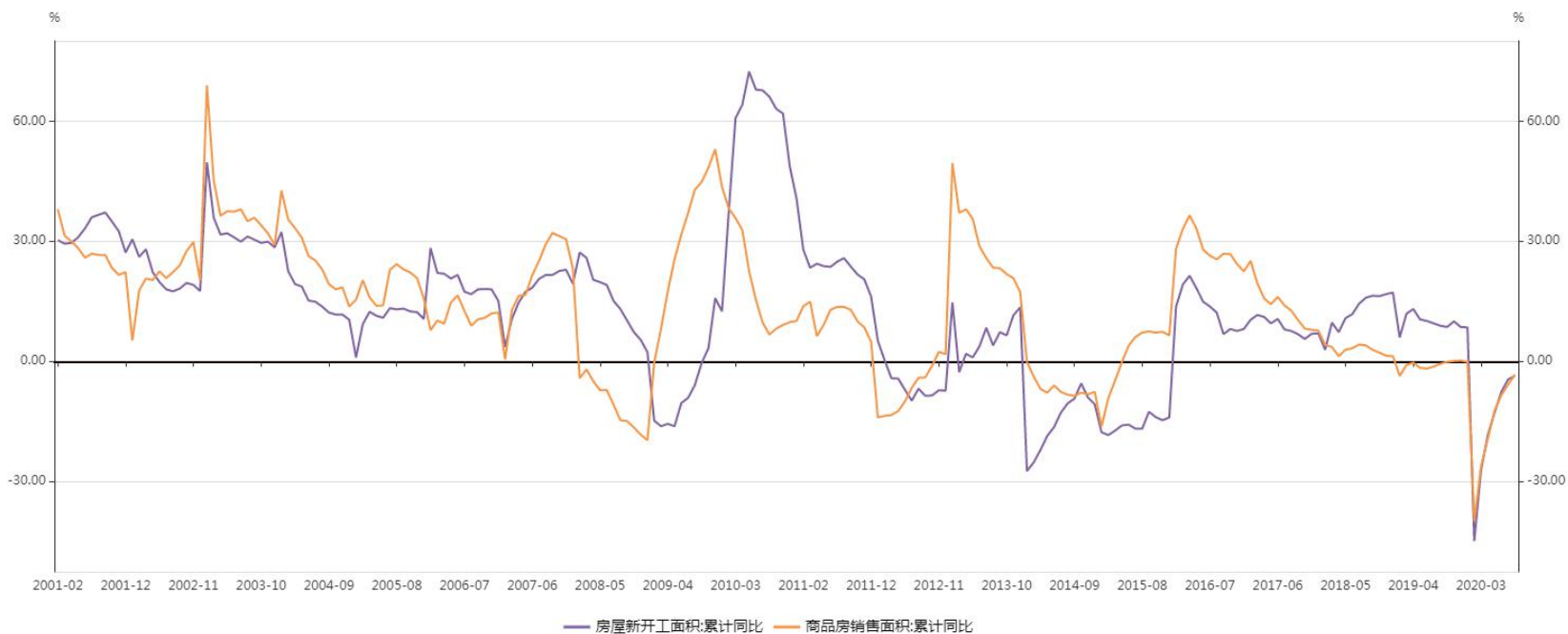


数据来源 Wind



□ 房地产周期情况

- 9月前29天35城地产销量增速回落至7.4%，其中各线级城市销量增速均有所下滑。
- 地产销售面积增速从-5.8%收缩至-3.3%，隐含的单月销售增速为13.7%，较上月的9.5%继续上升。
- 地产投资当月增速为11.8%，新开工单月略弱，为2.4%（上月11.3%）。

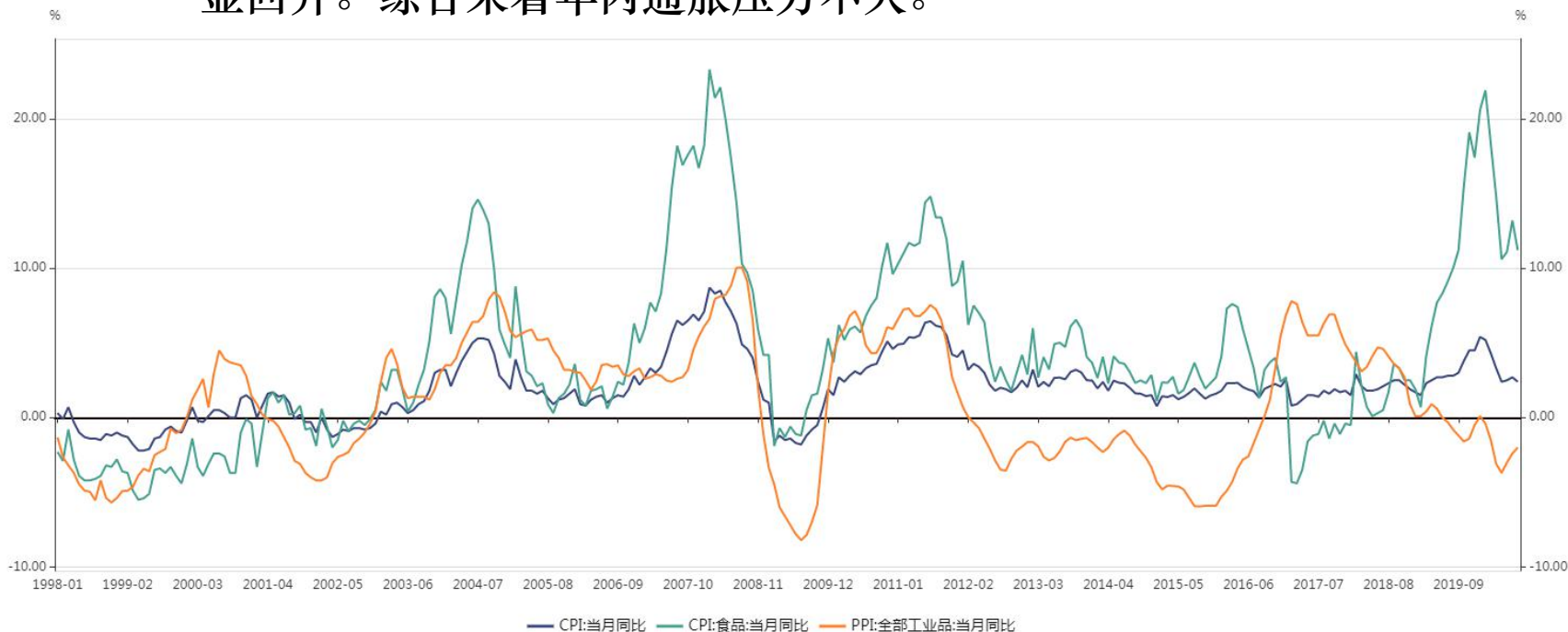


数据来源: Wind



□ 通胀周期情况

- 预测9月CPI回落：9月以来猪肉价格有所回落，蔬菜和水果价格反弹，预计9月CPI同比回落至1.9%。
- 预测9月PPI略降：9月以来国际油价明显回落，国内煤价上涨、钢价回落，预计9月PPI同比略降至-2.1%。
- 通胀压力不大：未来数月食品价格对CPI拉动作用预计继续减弱。全球新冠病例持续增加，需求复苏预计放缓，短期PPI难现明显回升。综合来看年内通胀压力不大。



数据来源: Wind



□ 当前经济周期的阶段定位

- 全球疫情影响逐渐缓解，经济复苏迹象明显。
- 当前中国经济处于2017年开启的新一轮产能周期的第一波库存周期末期，向第二波库存周期开启的过度阶段。
- 库存周期仍处于被动去库存阶段，但在向主动补库存阶段转变。
- 货币信用继续保持扩张，宏观经济状况处于“复苏中期”，本轮经济复苏有望延续到明年上半年。
- 经济复苏迹象明显，通胀指数开始回升，但后期通胀压力并不大。



- 经济周期阶段定位
- 货币/财政政策倾向
- 债券投资策略



□ 货币政策倾向

- 9月国常会强调要坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌。这意味着当前货币政策回归常态化。
- 央行提出以培育DR为重点、健全中国基准利率和市场化利率体系的思路和方案。
- 信用扩张加快，三大主体全面举债。政府融资大力加杠杆，居民中长期贷款回升，企业中长期贷款增速亦回升。当前社融余额增速和M1增速回升所代表的信用扩张加快。
- 央行MLF净投放4000亿元，创18年8月以来新高，但该超量续作并非货币政策转向宽松。
- 展望未来，货币政策难以放松，但也不会立刻收紧。总体来看货币政策将维持中性，资金面维持紧平衡，DR007围绕政策利率波动。



□ 财政政策倾向

- 财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。继续减税降费、减租降息。
- 政府性基金支出在超收、专项债同比大幅增长、特别国债支出延后三因素带动下显著上行，基建增速将大概率连续高位。
- 四季度财政政策将从“衰退后期”的逆周期阶段转为“复苏前期”的逆周期阶段；扩张性财政政策总的空间已定，落地实施是一个确定性线索，并将带动相关产业链的确定性修复。
- 国常会召开，确定支持新业态新模式加快发展带动新型消费的措施。
- 国常会指出促进民企公平竞争，加快电网设备、油气基础设施、重大铁路项目向各种所有制企业



利率周期情况

- 利率已过中期最低点步入上升通道，经济复苏迹象明显，通胀在恢复但压力不大，两方面都对利率形成上涨压力。
- 债市熊陡行情，配置类机构杠杆率下降，交易类机构杠杆率上升，后续需防范资金和债市波动风险，短期维持十年期国债 3.0~3.3% 的判断。
- 从时间周期上看，利率上涨走势应持续到明年上半年；从空间上看，从这轮最低点起，短债利率还有不到一半的上涨幅度，长债利率还有一半左右上涨幅度，但大概率都不会超过上轮最高点（2017年末）。



数据来源: Wind



利率周期情况

国开债到期收益率



数据来源: Wind



□ 期限结构利差变化

- 债市熊陡行情，1年期国债收于2.59%，环比上行10BP；10年期国债收于3.12%，环比上行6BP。1年期国开债收于2.85%，环比上行2BP；10年期国开债收于3.69%，环比上行7BP。
- 货币信用继续扩张，本轮经济复苏有望延续到明年上半年，意味着债市的慢熊行情仍将继续；经济复苏打压长债，而货币流动性中性使得短债进一步大跌空间有限，长债压力大于短债。
- 后期信用扩张、利率政策偏中性，债市震荡走熊，预期期限结构曲线由熊平转熊陡，继续向陡峭化发展。



□ 期限结构利差变化

国开债期限利差

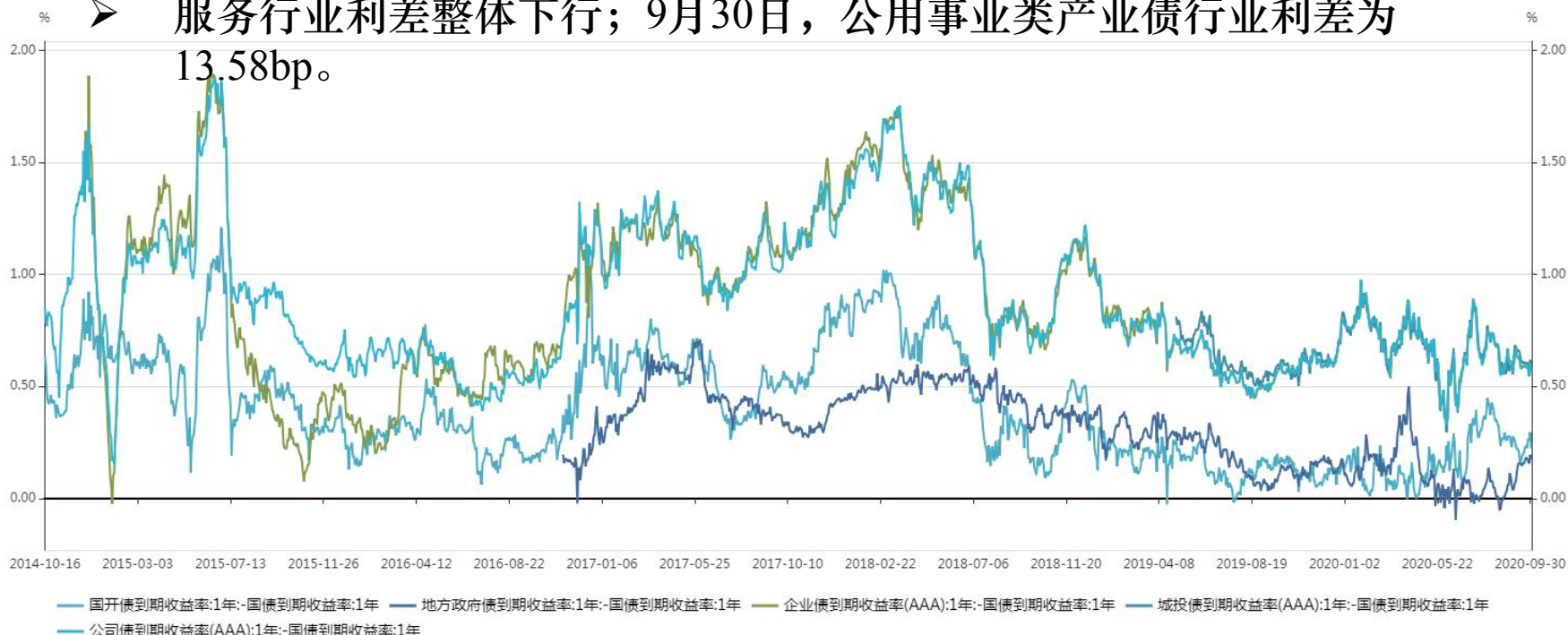


数据来源: Wind



信用结构利差变化

- 产业债利差整体下行；9月30日，产业债整体行业利差为70.75bp。
- 上游行业利差中低等级下行；9月30日，采掘类产业债行业利差为72.90bp。
- 中游行业利差各评级均下行；9月30日，钢铁类产业债行业利差为49.09bp。
- 下游行业利差高等级上行，中低等级下行；9月30日，房地产类产业债行业利差为82.86bp。
- 服务行业利差整体下行；9月30日，公用事业类产业债行业利差为13.58bp。



信用结构利差变化

各等级债券收益率



数据来源: Wind



□ 中美国债利差变化

- 美国持续的量化宽松政策，及中国相对克制的货币政策，使得中美利差不断扩大；美国受疫情冲击严重，而中国复苏态势良好，更使得人民币升值压力较大。
- 央行调降外汇风险准备金率从20%到0，干预人民币升值预期，防止人民币过度升值。
- 富时罗素将中国政府债券纳入WGBI指数，将带来约1000-2000亿美元外资流入。
- 从国际逆全球化局势，政府提出“双循环”发展政策来看，重点应是维持利率主导因素，而汇率跟随变化，同时处于控制范围内。



数据来源: Wind

□ 利率走势的主要观点

- 利率走势方面：货币信用继续扩张，本轮经济复苏有望延续到明年上半年，意味着债市的慢熊行情仍将继续，预计会延续到明年上半年；从空间上看，短债利率还有不到一半的上涨幅度，长债利率还有一半左右的上涨幅度，但大概率都不会超过上轮最高点（2017年末）。
- 期限结构曲线方面：经济复苏打压长债，而货币政策中性使得短债下跌空间有限，长债压力大于短债，后期曲线大概率会向陡峭化状态发展。
- 信用结构曲线方面：信用利差曲线两级分化，短久期高等级信用债利差保持低位，但长久期低等级信用债利差走高；后期随着经济状况的改善，整体利差预期会收窄。



- 经济周期阶段定位
- 货币/财政政策倾向
- 债券投资策略



□ 利率市场演化情景分析

- 利率市场当前处于熊平期，预计未来大概率向熊陡期发展。
- 整体来看，债券市场处于相对中性的投资时期；债券市场已步入熊市，中长期继续看跌，利率债机会不佳；信用债利差相对稳定，有一定套息空间；同时信用债息票利率在上升，具有一定投资价值。
- 当前债券投资策略：信用优于利率，信用债缩短久期、票息策略为主，应谨慎下沉博取利差套息空间。

市场演化情景分析		
当前市场状况	下一阶段市场预期	情景概率
熊平期	牛平期	较小
	牛陡期	较小
	熊平期	中
	熊陡期	大



□ 利率方向性策略

- 利率债投资应采取防御型策略为主，降低组合久期，避免加杠杆。
- 应关注债市的下跌风险，同时可积极采用国债期货对冲管理现货投资组合风险。

	策略类型	策略建议
方向性策略	久期策略	整体防御性配置，利率债方面，配置中短债降低组合久期，可积极采用国债期货对冲管理组合风险。
	杠杆质押策略	市场处于熊陡期，后期还会有下跌风险，避免杠杆质押操作。
	骑乘效应策略	期限利差空间较小，骑乘效应不明显，不推荐采用。



□ 期限结构套利（对冲）策略

- 期限结构曲线向陡峭化发展，可以尝试做陡曲线的策略；但期限利差水平不高，套息策略表现不佳。
- 预期利率中长期继续逐步上涨，推荐采用低久期基差交易策略，等价于利率看涨期权。

	策略类型	策略建议
期限结构套利 (对冲)策略	国债期现套利或对冲（基差交易）	推荐低久期基差交易策略，即买入低久期国债，卖出国债期货，该策略等价于买入利率的看涨期权。
	国债跨期套利策略	
	期限利差套息策略	期限利差套息空间不大，不建议采用。
	期限利差对冲策略	期限结构曲线向陡峭化演化，推荐做多短期债券（或短债期货）做空长债期货策略。



□ 信用结构套利（对冲）策略

- 市场流动性整体稳定，信用债能够给出相对稳定的利差和票息空间，整体来讲处于相对值得投资阶段。
- 当前信用债策略，应缩短久期、息票策略为主；同时低等级信用债违约风险上升，应谨慎下沉获取风险溢价，博取利差套息空间。

	策略类型	策略建议
信用结构套利 (对冲)策略	信用利差套息策略	信用债利差和票息空间相对稳定，应谨慎下沉获取风险溢价，博取利差套息空间。
	信用利差对冲策略	信用债利差偏低，且后期保持低位或进一步缩窄，不推荐采用。





免责声明/Declaration

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

联系方式：

电话：025-52278901

网址：<http://www.ftol.com.cn>

地址：南京市白下区中华路50号弘业大厦10楼