

债券投资策略月度报告

交易投资部：张晓斌 2020年12月10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

□ 11月份宏观数据与重要事件回顾

- 经济回升态势明显:全国制造业PMI显著上行52.1%,创17年10月以来新高,指向制造业景气走高。
- 基本面方面:预计工业增加值增速上行至7.1%;固定资产投资增速为2.4%左右;社零增速回升至6%。
- 库存方面:原材料库存指数升至48.6%,产成品库存指数上行至45.7%,企业库存主动回补。
- 物价方面:预计CPI同比回落至0;预计PPI同比降幅收窄至-1.9%;后期通胀或重启。
- 流动性方面:货币维持中性;预计新增信贷14500亿;新增社融21500亿;M2进一步回落至10.4%。
- 11.6日央行副行长表示:特殊时期的政策退出是迟早的,也是必须的;预示防风险重要性提升。
- 央行三季度货币政策报告指出:不让市场缺钱,也不搞“大水漫灌”;总体而言,短期稳定性仍将延续,但中期由容忍杠杆提升向稳杠杆回归。



□ 主要观点

- 全球疫情影响逐渐缓解，经济复苏迹象明显；库存周期已由被动去库存逐渐过渡到主动补库存阶段。
- 货币政策维持中性，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。
- 利率周期仍处左侧位置，虽然上涨空间已不大，但拐点未到；年底流动性略宽松，利率有下调要求，但中期仍处于上升通道中；维持长债收益率四季度3.0~3.3%、明年上半年最高回升至3.5%的判断。
- 整体来看，债券市场处于相对中性的投资时期；利率债仍处熊市，拐点未到，期限曲线两端品种配置价值高；信用债利差上升，套息空间增厚，同时息票利率亦在上升，具有一定投资价值；信用优于利率，信用应回归个体信用、票息策略为主，谨慎下沉博取利差套息空间。



- 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。

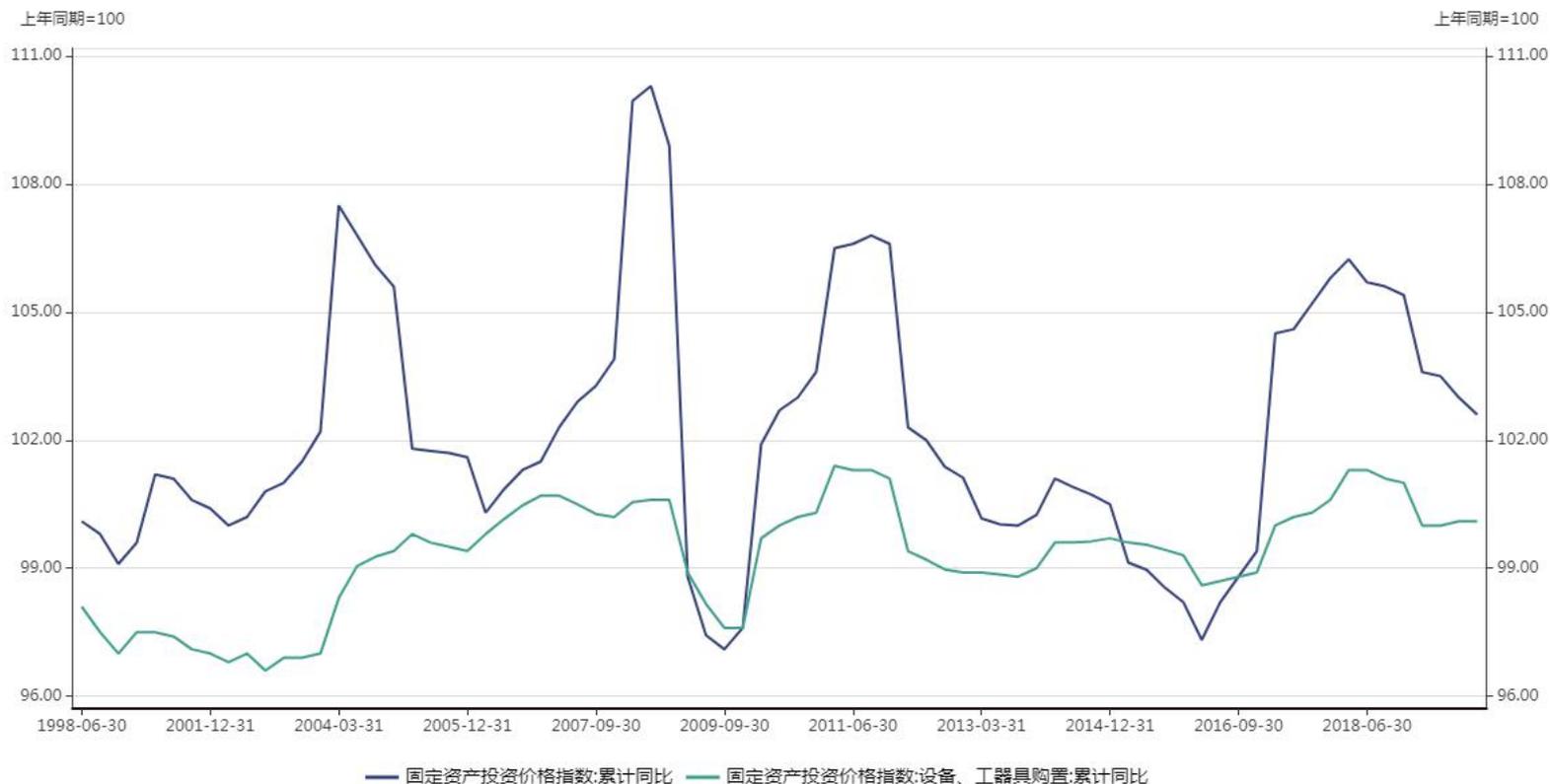


数据来源 Wind



□ 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。



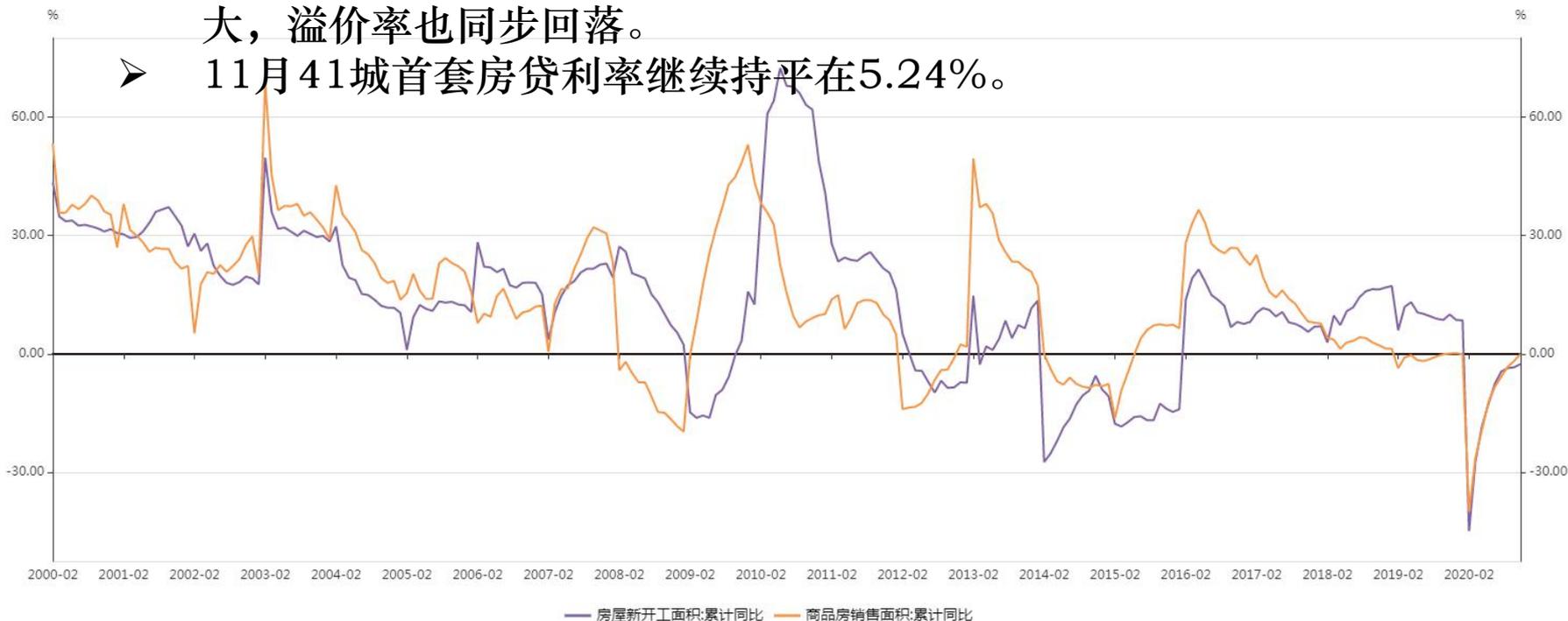
□ 库存周期（短周期）情况

- 11月原材料库存指数升至48.6%，产成品库存指数上行至45.7%，供需双双回升，带动企业库存主动回补。
- 行业库存情况分化，下游地产回补、乘用车稳定；中游钢铁去化，水泥、化工回补；上游煤炭回补、有色去化。
- 库存指数上升是由于需求转好企业主动补库所致，说明工业企业已由被动去库过渡到主动补库阶段；工业企业补库存需求将带动经济复苏势头延续，增长内生动力强劲。



□ 房地产周期情况

- 11月各口径地产销量增速普遍回升，其中35城地产销量增速降幅收窄至-0.8%。
- 一二线城市地产销售偏弱使得11月十大城市商品房库销比继续回升；而在全国地产销售中占比更高的三四线城市，其销量增速继续回升。
- 11月土地市场成交仍显冷清，百城土地成交面积同比降幅明显扩大，溢价率也同步回落。
- 11月41城首套房贷利率继续持平在5.24%。

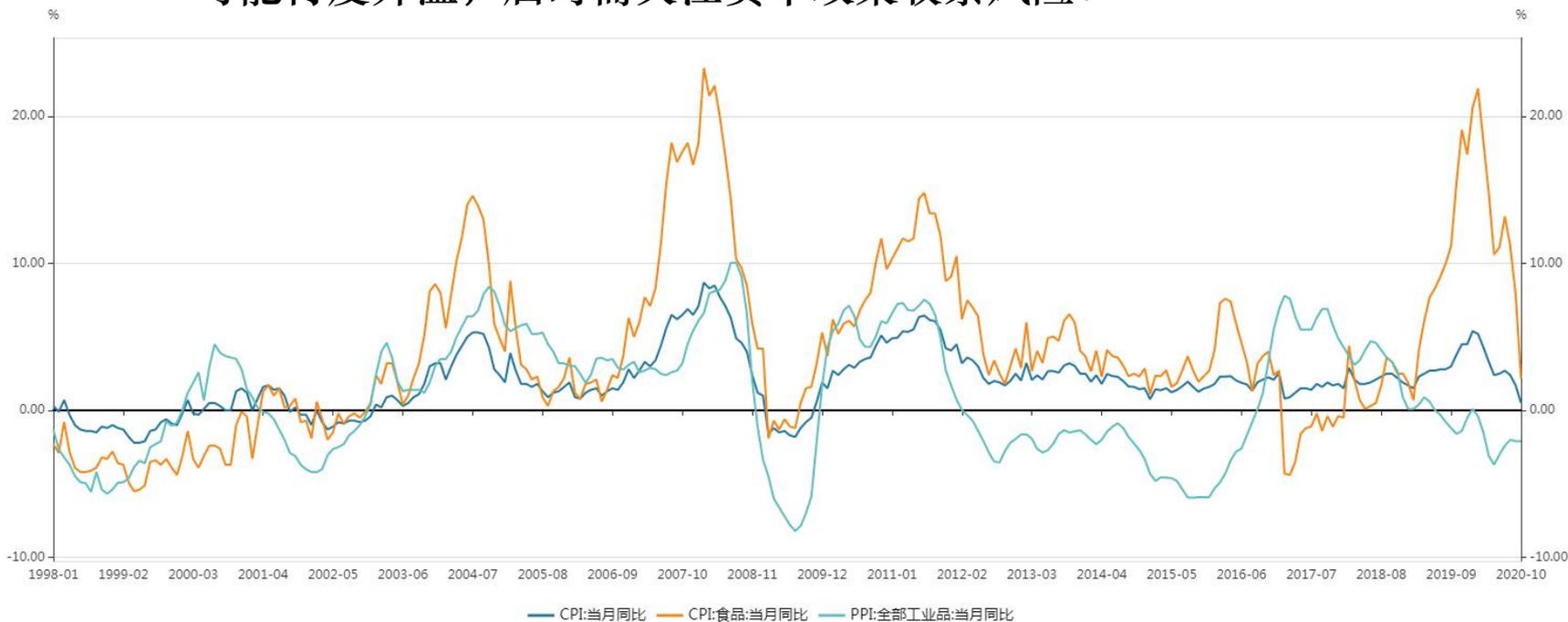


数据来源 Wind



□ 通胀周期情况

- 11月以来猪肉价格继续回落，蔬菜价格下滑，水果价格回升，叠加去年同期较高基数影响，预计11月CPI同比继续回落至0。
- 11月以来国际油价回升，国内煤价、钢价回升，预计11月PPI同比降幅有所收窄至-1.9%。
- 展望未来，经济复苏有望持续至明年上半年，叠加货币融资的高增，将同步推动PPI和非食品CPI价格的回升；明年中期通胀风险可能再度升温，届时需关注货币政策收紧风险。



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二波库存周期开启阶段。
- 库存周期已由被动去库存逐渐过渡到主动补库存阶段。
- 货币政策回归中性，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。
- 经济复苏内生动能强劲，通胀指数开始回升，年内通胀压力不大，但明年中期通胀重启概率加大。



- 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

- 11.6日，央行副行长刘国强表示：特殊时期政策不能长期化，退出是迟早的，也是必须的，但也不能出现“政策悬崖”，预示后期防风险重要性提升。
- 央行发布三季度货币政策执行报告，提出下一阶段既不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，政策基调短期维持稳定，中长期为防风险做准备。
- 11.30日，央行超预期MLF投放2000亿元，目的缓解银行负债端压力；该操作并非意味货币政策转向宽松，同时对市场预期货币政策收紧做纠偏。
- 总体而言，货币政策已回归中性，短期延续稳定性，年底货币不会收紧；中长期逐步从阶段性容忍杠杆提升向稳杠杆回归，防风险的重要性明显提升；货币流动性有收紧趋势，但信用仍在扩张。



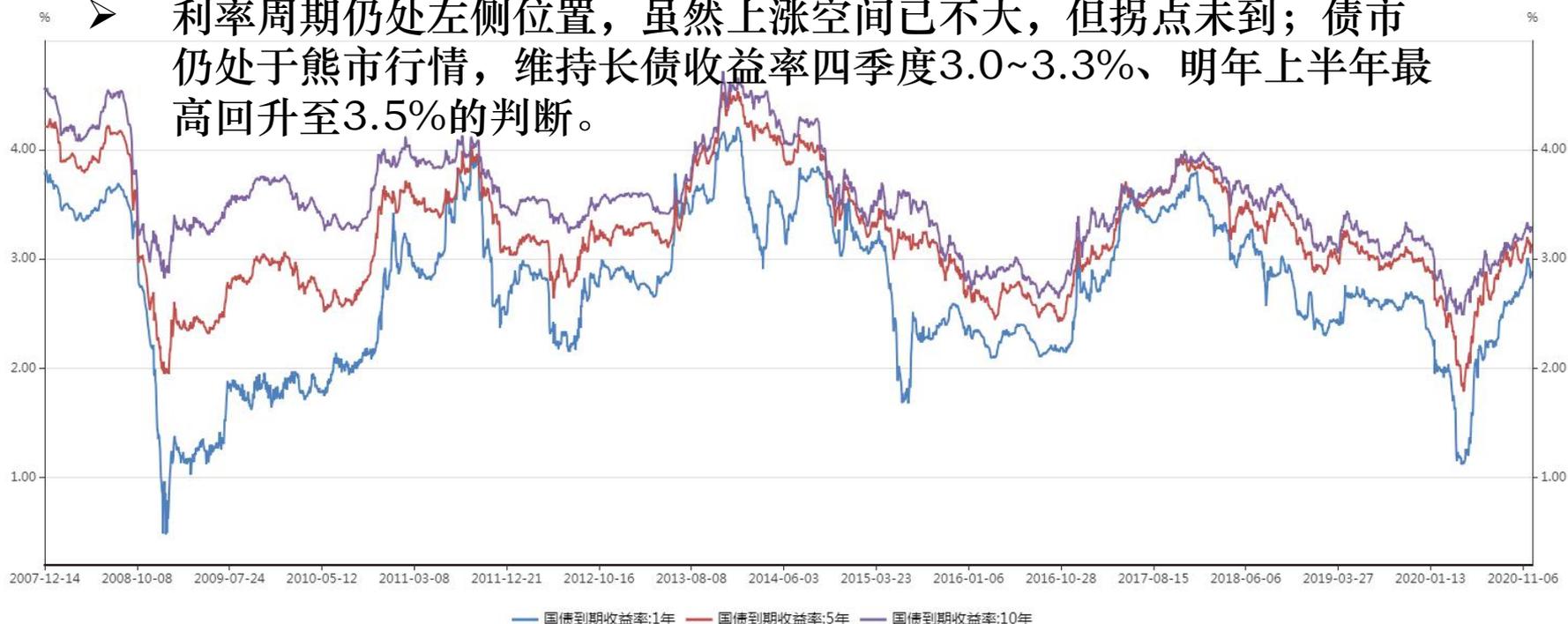
□ 财政政策倾向

- 财政收入增速小幅回落，但仍处年内较高位置，反映经济活动持续改善；财政收入增速回落主要由非税收入增速下滑所致。
- 财政支出增速在去年同期基数走低的背景下大幅回升转正，主要因地方支出增速明显上行带动。
- 中央下达新增专项债2000亿元用于化解地方中小银行风险，对年末广义财政支出、社融形成一定支撑。
- 年末积极因素：公共财政支出在11-12月有望进一步加快支出节奏；年末广义财政仍可期待，主要是未拨付的专项债资金，次年提前批额度下达，特别国债部分项目落地，以及年末部分地区或存赶工现象。
- 国常会部署加快做好区域全面经济伙伴关系协定生效实施工作；协定推进有助于促进区域内自由贸易、稳定产业链供应链，促进我国开放迈向更高水平。



利率周期情况

- 短期看，永煤债事件冲击，导致前期流动性吃紧利率上调；央行超预期2000亿MLF操作及新增2000亿专项债缓解流动性压力，市场情绪进入修复期；预期年底市场偏宽松，利率有下调要求。
- 中期看，信用仍在扩张，经济复苏有望延续至明年上半年，PPI指数稳步回升且通胀重启概率增大，但在通胀加速上涨前，货币政策很难全面收紧；预期中期利率仍处上升通道中，持续至明年二季度。
- 利率周期仍处左侧位置，虽然上涨空间已不大，但拐点未到；债市仍处于熊市行情，维持长债收益率四季度3.0~3.3%、明年上半年最高回升至3.5%的判断。



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

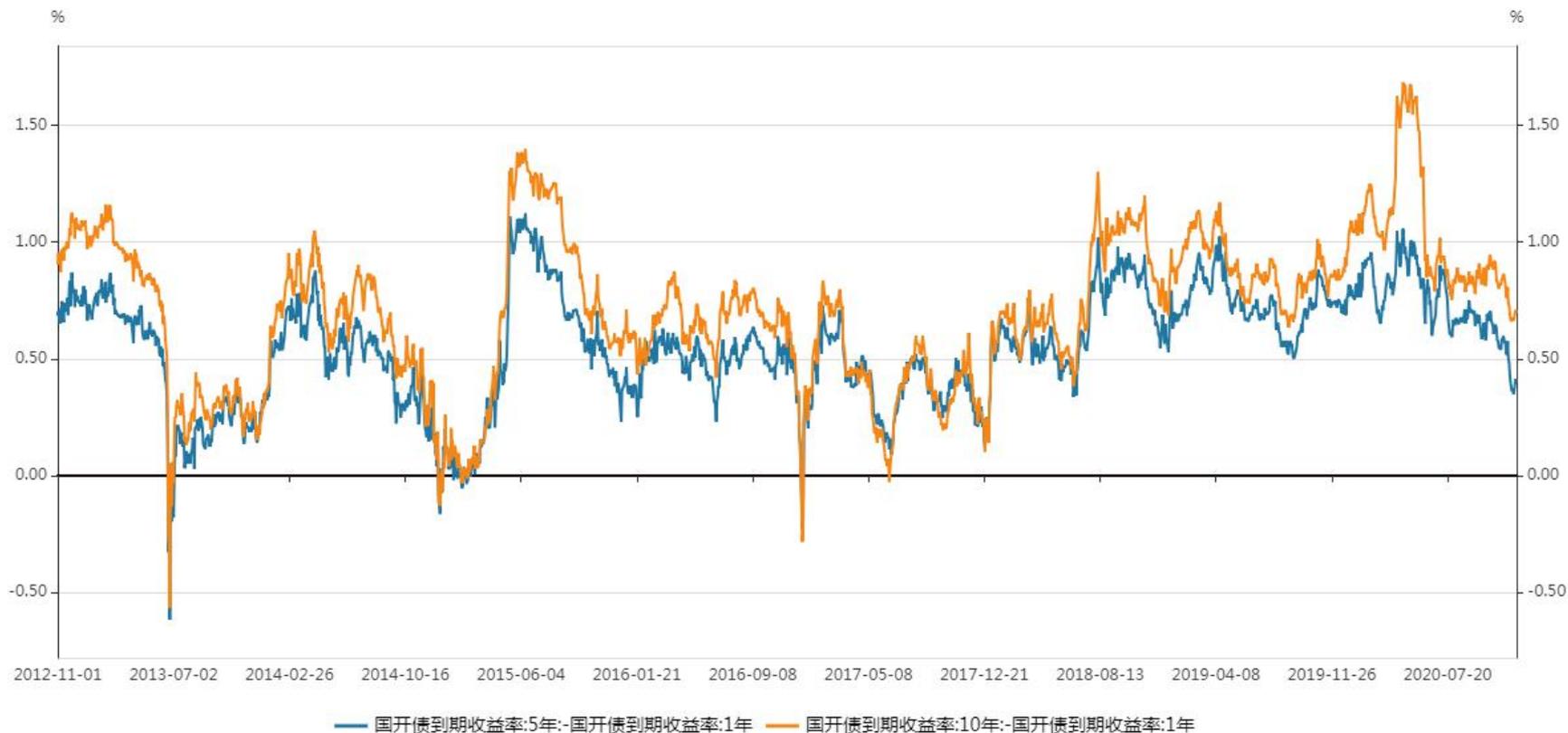
- 从收益率水平来看，10年国债收益率位于29%分位数（2010年以来），5年国债收益率位于39%分位数，1年、3年国债利率均已超调至中位数以上；中长期看，长债利率上涨空间大于短债。
- 短期看，由于永煤债事件冲击，导致市场流动性紧张，短端利率急速上行，使得期限利差明显缩窄；中长期看，随着市场情绪的恢复，短端利率预期相对平稳，而长端利率随着经济复苏有上涨要求，预期未来期限利差曲线仍会向陡峭化发展。
- 从配置价值看，短期国债（3m、1y）>超长债（30y）>中长期债（5y、10y），期限曲线两端更具价值。



数据来源: Wind

□ 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

- 产业债利差整体上行。11月27日，产业债整体行业利差为85.16bp。
- 上游行业利差整体上行。11月27日，采掘类产业债行业利差为94.99bp。
- 中游行业利差整体上行。11月27日，钢铁类产业债行业利差为93.49bp。
- 下游行业利差整体上行。11月27日，房地产类产业债行业利差为98.78bp。
- 服务行业利差高等级上行、中低等级下行。11月27日，公用事业类产业债行业利差为21.32bp。



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

- 中美利差持续走高，由于中美两国货币政策的独立性及着重点不同，预计利差会持续保持高位，同时更多通过汇率对冲其效应；后期人民币升值压力仍在。
- 拜登确定当选美国总统，但民主党大规模财政/基建计划推出有折扣；美国经济逐渐从疫情中恢复，且通胀风险加大，后期超量货币政策亦有退出要求，长期利好美元，但美股风险性在加大。
- 利率主要影响因素仍在国内，政府重点依然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：利率周期仍处左侧位置，虽然上涨空间已不大，但拐点未到；债市仍处于熊市行情，维持长债收益率四季度3.0~3.3%、明年上半年最高回升至3.5%的判断。
- 期限结构曲线方面：短期永煤债事件冲击，使得期限利差明显缩窄；中长期随着经济复苏强劲，预计期限利差曲线仍会向陡峭化发展；配置价值上，短期国债（3m、1y）>超长债（30y）>中长期债（5y、10y）。
- 信用结构曲线方面：受永煤债事件冲击，信用利差整体上行；信用利差分层严重，短久期高等级信用债利差小幅上行，但长久期低等级信用债利差急剧走高；后期随着情绪的修复，整体利差预期会收窄，但下跌空间已不大。



- 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，利率处于左侧位置，但拐点未到，债券投资相对中性；债券市场仍处熊市，预计持续至明年二季度，利率债短期国债（3m、1y）>超长债（30y）>中长期债（5y、10y）；信用债利差上升，套息空间增厚；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、回归个体信用、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

- 利率债投资依然采取防御型策略为主，期限曲线两端品种更具配置价值，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	期限曲线两端更具配置价值，在配置价值顺序上，短期国债（3m、1y）>超长债（30y）>中长期债（5y、10y）；同时可积极做空国债期货对冲管理组合风险。
	杠杆质押策略	市场处于熊平期，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

- 预计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，期限套息策略表现不佳。
- 预计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

- 利率市场处于左侧位置，信用债票息及利差都在上升，票息具有一定投资价值，而利差上升增厚套息空间，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、回归个体信用、息票策略为主；同时低等级信用债违约率上升，应精研个体信用、谨慎下沉，以博取利差套息空间。

	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	信用债利差及票息都小幅走高，套息空间增厚，应精研个体信用、谨慎下沉，博取利差套息空间。
	信用利差对冲策略	整体信用债利差水平仍处低位，预计后期下跌空间不大，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