

债券投资策略月度报告

交易投资部：张晓斌 2020年9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

□ 8月份宏观数据与重要事件回顾

- 经济复苏态势良好，8月全国制造业PMI略有回落至51.0%，但仍在荣枯线上，且高于去年同期水平，指向制造业景气平稳。
- 基本面方面：8月工业增加值同比增长6.5%，固定资产投资累计同比由负转正至0.5%，社会消费品零售总额同比增速由负转正至1.0%，出口同比增长13.7%，进口同比增长4.3%。
- 库存方面：8月原材料库存指数回落至47.3%，产成品库存指数同步回落至47.1%，需求改善强于生产使得企业库存去化。
- 物价方面：8月以来猪价较为平稳，预计8月CPI同比回落至2.3%；国际油价回升，预计8月PPI同比回升至-2.1%。下半年通胀压力不大。
- 流动性方面：预计8月新增信贷1.2万亿元，新增社融2.6万亿元，M2增速10.9%。货币政策趋于中性。



□ 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。
- 货币政策偏中性，财政政策逐步分阶段展开；通胀指数在回升，但后期通胀压力并不大。
- 利率已过底部拐点进入上升通道，从时间上看，利率上涨走势会再延续1年左右时间；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，长债利率还有一半以上的上涨幅度，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。

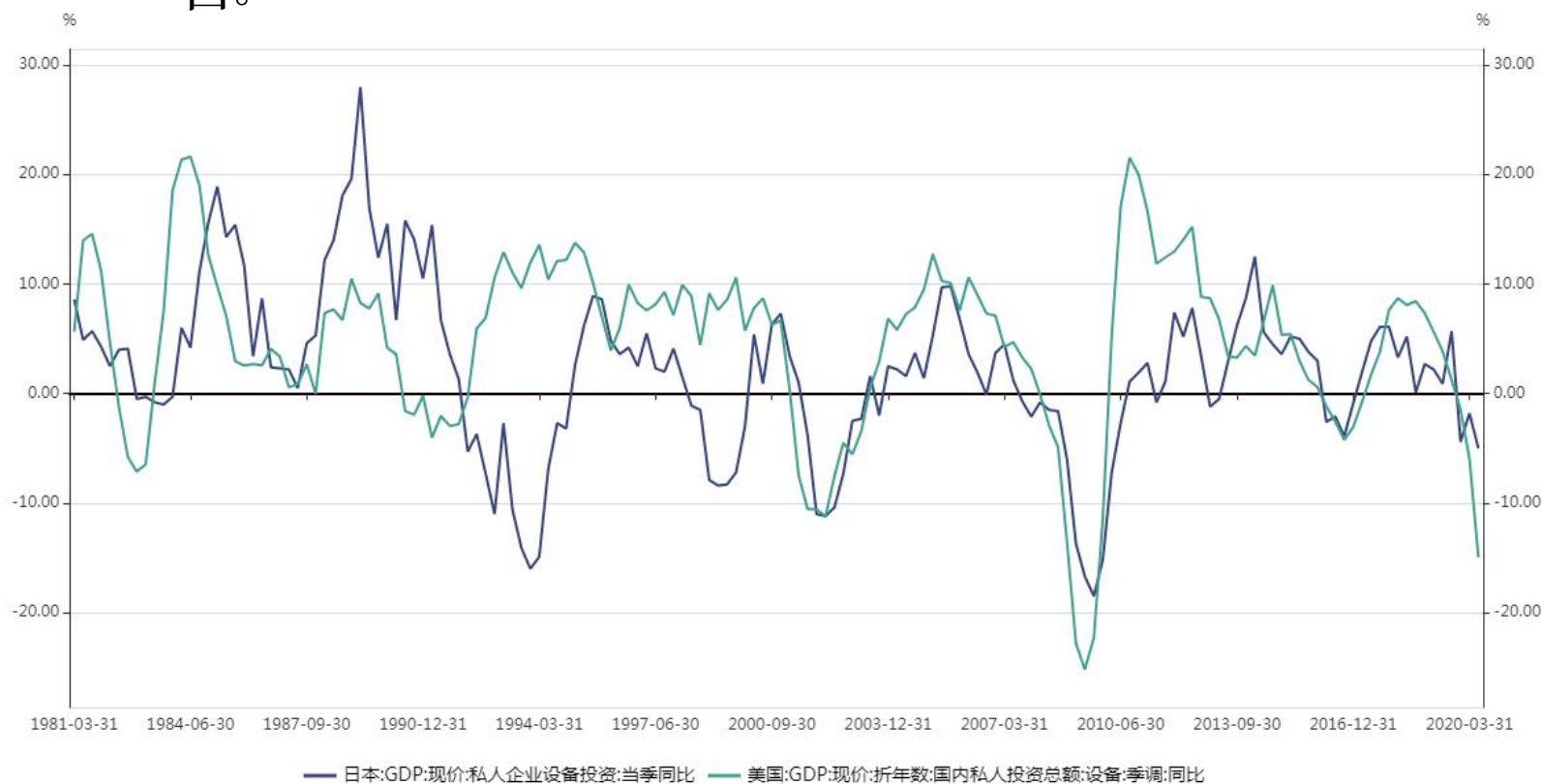


- 经济周期阶段定位
- 货币/财政政策倾向
- 债券投资策略



□ 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。

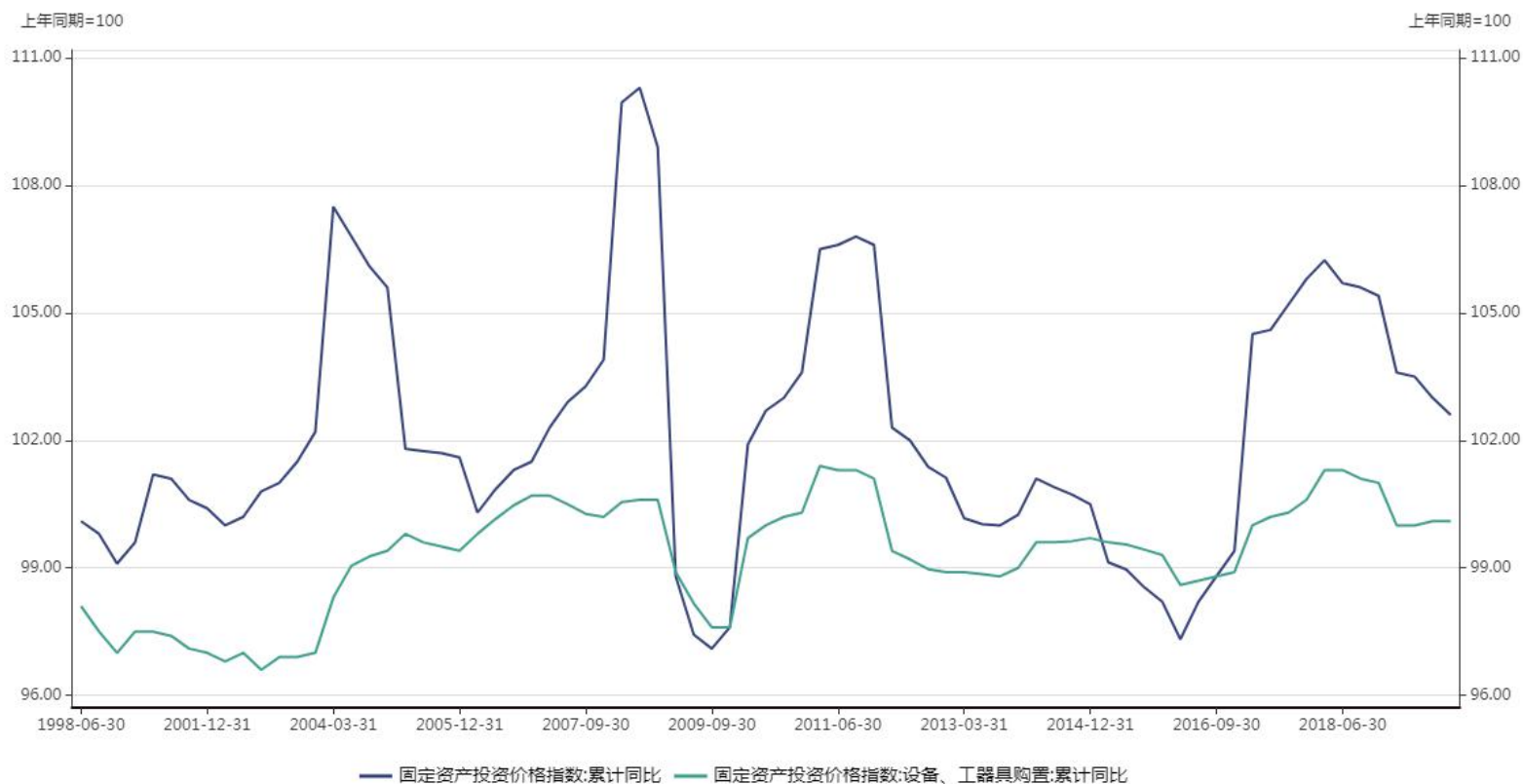


数据来源: Wind



□ 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。



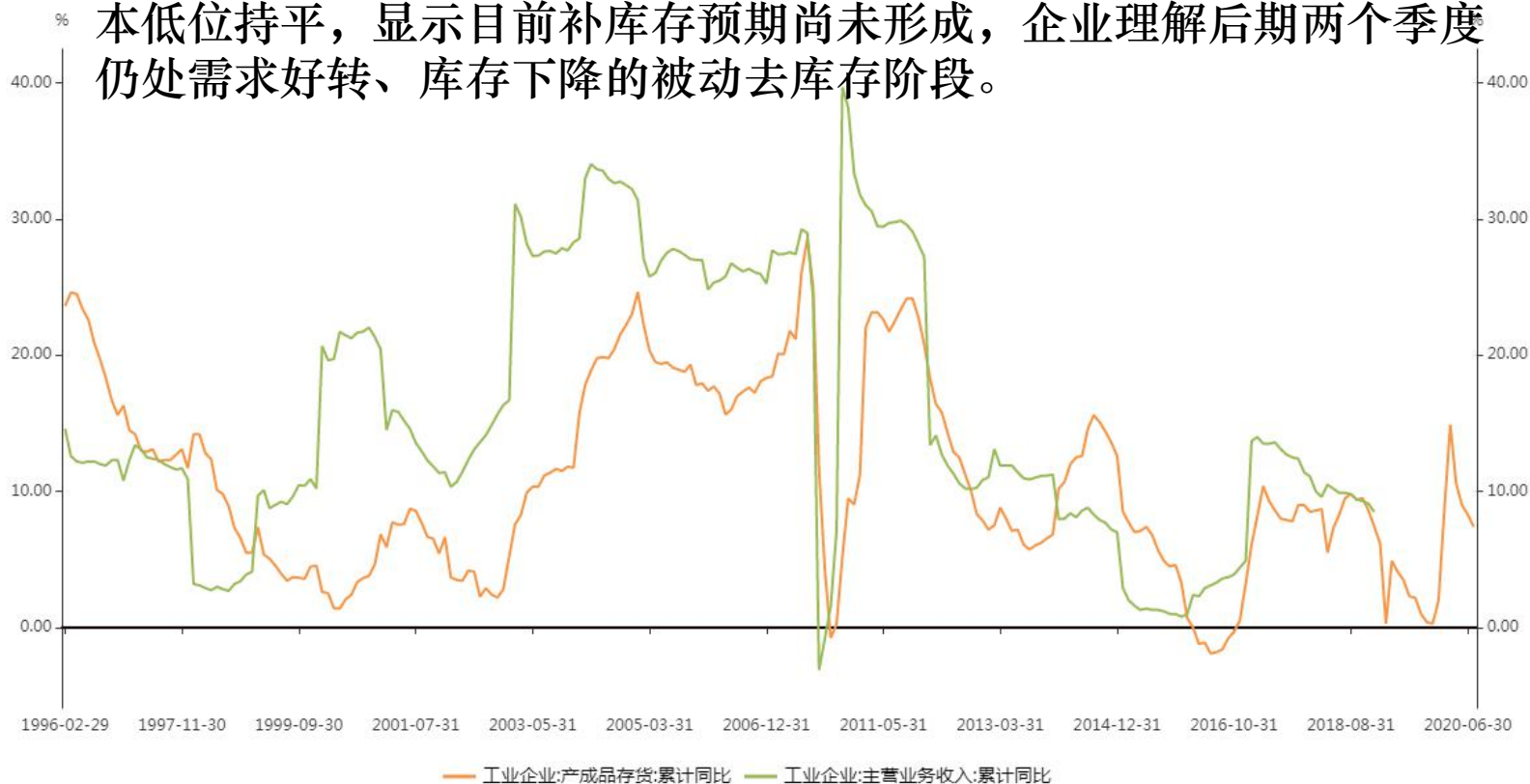
数据来源: Wind



弘业期货股份有限公司
HOLLY FUTURES CO., LTD.

□ 库存周期（短周期）情况

- 8月原材料库存指数回落至47.3%，产成品库存指数同步回落至47.1%，需求改善强于生产使得企业库存去化。库存偏高仍待去化。
- 行业库存情况分化，下游地产、乘用车去化；中游钢铁回补，水泥、化工去化；上游煤炭、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。

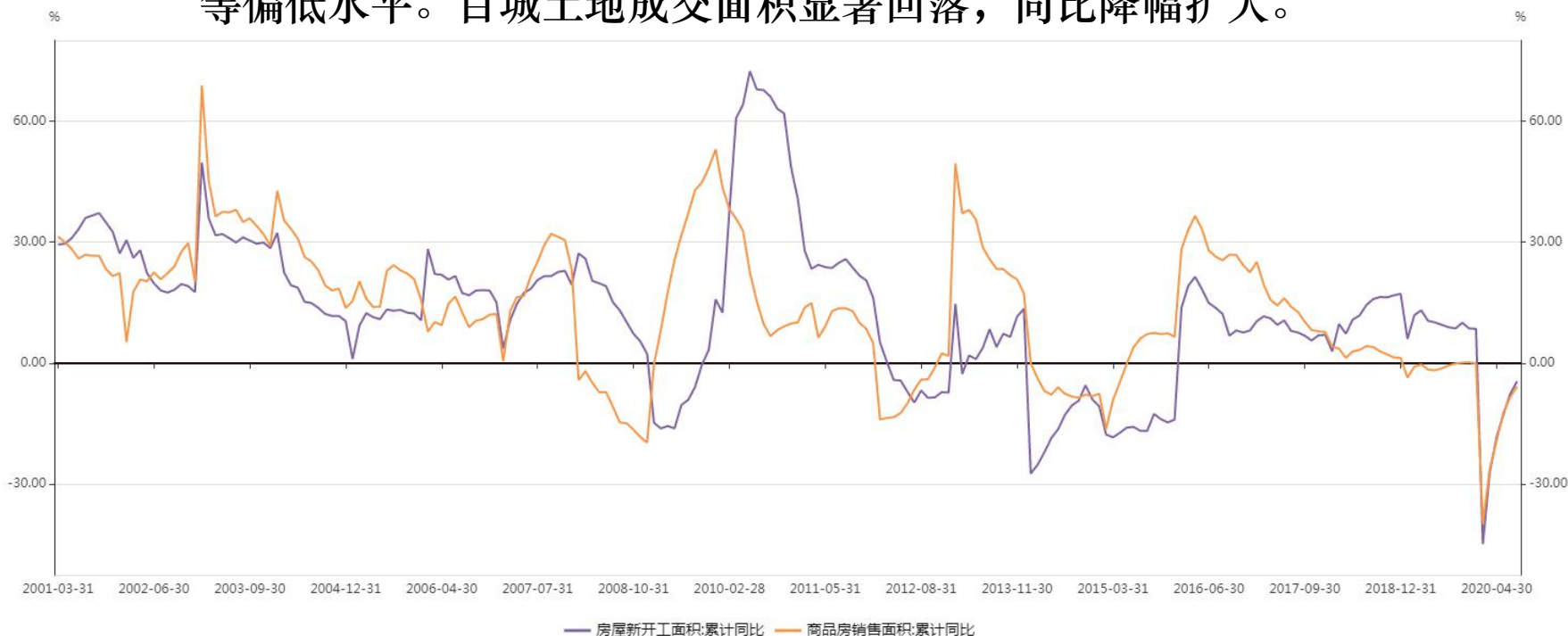


数据来源: Wind



□ 房地产周期情况

- 8月首套房贷利率再降，41城首套房贷利率再降至5.25%，已连续九个月下行。
- 受房贷利率持续走低以及去年同期低基数的影响，地产销售也有明显好转，8月前27天35城地产销量增速回升至13.6%，各线城市销量增速均明显回升，其中以一二线城市增速反弹幅度更大。
- 十大城市商品房库销比季节性回补至44.5周，但处于历年同期中等偏低水平。百城土地成交面积显著回落，同比降幅扩大。



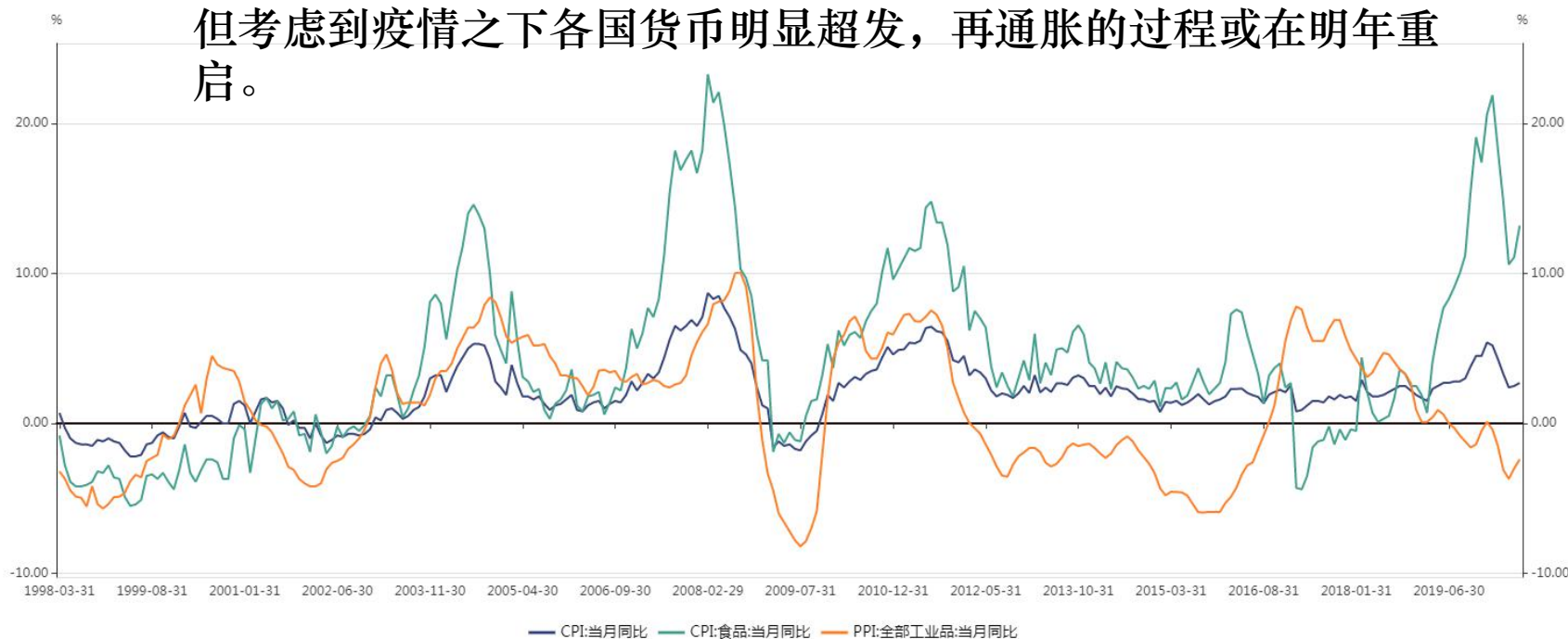
数据来源: Wind



HOLLY FUTURES CO., LTD.

□ 通胀周期情况

- 预测8月CPI回落：8月以来猪价较为平稳，蔬菜价格反弹，鸡蛋价格大涨。预计8月CPI同比回落至2.3%。
- 预测8月PPI回升：8月以来国际油价上涨，国内煤价回落、钢价上涨，预计8月PPI同比降幅收窄至-2.1%。
- 通胀压力不大：全年CPI预计呈现“前高后低”趋势，PPI难现大幅回升。整体来看，目前通缩风险下降，通胀压力也并不显著。但考虑到疫情之下各国货币明显超发，再通胀的过程或在明年重启。



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。
- 宏观经济状况由“衰退后期”阶段逐渐过度到“复苏前期”阶段。
- 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

- 货币政策要保持“三个不变”，维持稳健货币政策的取向不变，保持灵活适度的操作要求不变，坚持正常货币政策的决心不变。
- 货币政策更加强调“适度”，对利率的要求主要有两方面：一是利率不能严重低于经济潜在增速所匹配的水平；二是市场利率围绕作为中枢的央行政策利率波动。
- 总量政策将继续缺席，但也不至于紧缩加息，结构性货币政策工具的精准导向作用继续加大。
- 央行对全球低利率看法警惕，但对通胀判断比较中性，认为“不存在长期通胀或通缩的基础”；整体来看，下半年货币政策更加强调“适度”和风险控制。



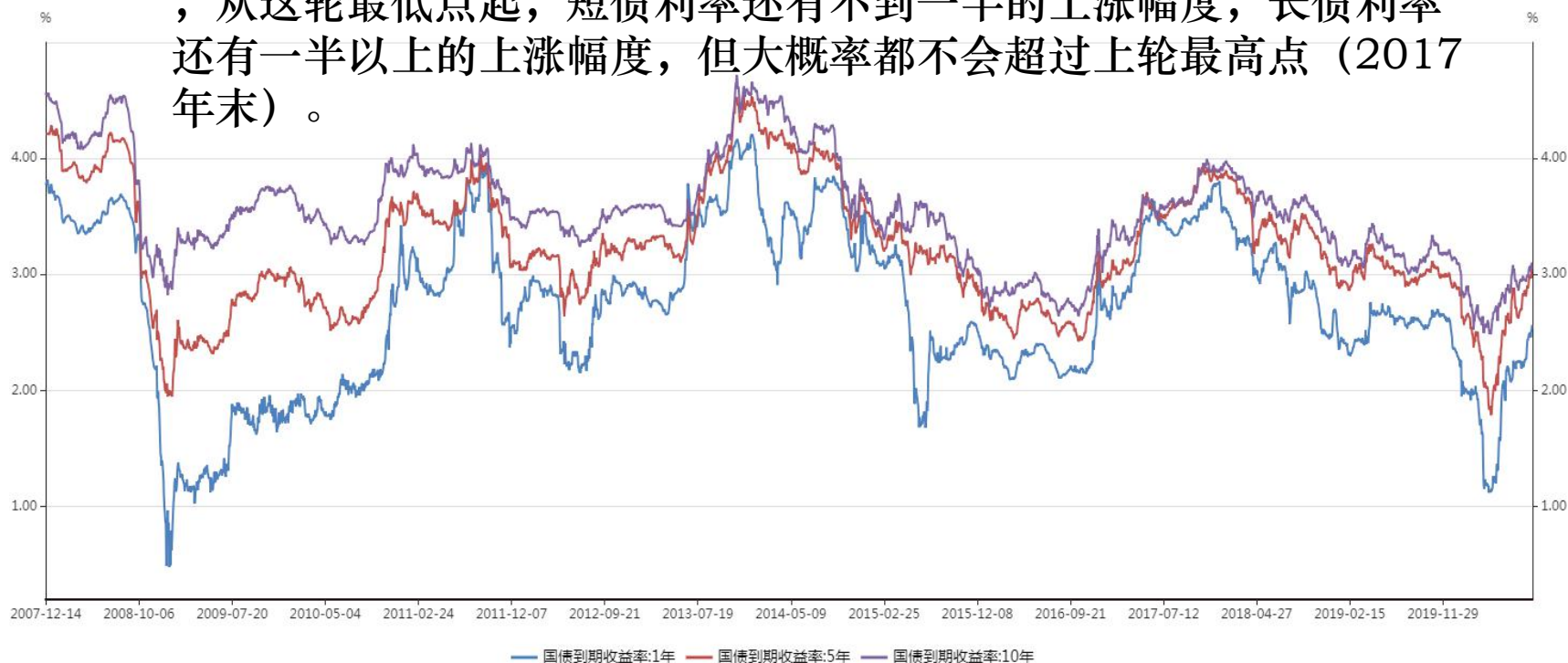
□ 财政政策倾向

- 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。
- 公共财政支出同比显著回升33个百分点至18.5%，为年内最高水平。
- 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。
- 下半年财政政策将从“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，下半年的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。



□ 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。
- 经济增速还未达到潜在增速情况下，市场利率应围绕政策利率波动。利率上涨最猛阶段已过，后期更多是振荡上涨走势。
- 从时间周期上看，利率上涨走势会再延续1年左右时间；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，长债利率还有一半以上的上涨幅度，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

- 基本面和政策面等并无新增利多因素，资金面紧张背景下，债市在熊市行情中延续震荡调整。十年期国债利率接近7月3.08%的高点，而短期债券进一步大跌空间有限，长期债券压力大于短期。
- 后期利率政策偏中性，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。



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

- 产业债利差整体下行；8月28日，产业债整体行业利差为71.37bp。
- 上游行业利差高中评级均下行，低评级上行；8月28日，采掘类产业债行业利差为58.96bp。
- 中游行业利差各评级均下行；8月28日，钢铁类产业债行业利差为44.93bp。
- 下游行业利差高评级均下行，中低评级上行；8月28日，房地产类产业债行业利差为78.57bp。
- 服务行业利差高低评级下行，中评级上行；8月28日，公用事业类产业债行业利差为14.80bp。



数据来源: Wind

□ 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

- 随着美国不断持续的量化宽松政策，中美利差不断扩大，中国也有被动降息压力。
- 中美新冠疫情发展的规模及时间存在差异，面临的经济环境也不同，所以中国的货币宽松程度是有限度的。



数据来源: Wind



□ 利率走势的主要观点

- 利率走势方面：利率已过底部拐点进入上升通道；从时间上看，利率上涨走势会再延续1年左右时间；从空间上看，从这轮最低点起，短债利率还有不到一半的上漲幅度，长债利率还有一半以上的上漲幅度，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：当前期限曲线处于平坦化形态，中期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保持高位；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，信用债息票策略为主，可适当博取一定利差套息空间。

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

- 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，应以息票策略为主，可适度下沉获取风险溢价，以博取一定利差套息空间。

	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，可适度下沉获取风险溢价，以博取一定利差套息空间。
	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