

债券投资策略月度报告

交易投资部：张晓斌 2020年11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

□ 10月份宏观数据与重要事件回顾

- 经济仍在复苏但速度趋缓：10月制造业PMI稳定在51.4%；新订单指数持平于52.8%。
- 基本面方面：预计10月工业增加值同比6.0%、固定资产投资同比1.8%、社零总额名义同比4.8%。
- 库存方面：10月原材料库存降至48%，产成品库存回落至44.9%，企业库存去化。
- 物价方面：预计10月CPI同比回落至0.9%；PPI同比回落至-2.3%。预期后期CPI应继续回落，而PPI短期回落但中长期应回升。
- 流动性方面：预计10月新增贷款7000亿元，新增社融12800亿元，M2同比10.9%。
- 10月下旬，央行重提“货币供应总闸门”，意通过宏观审慎管理来稳杠杆，但货币政策较难转松。
- 美国大选结果未定，各市场风险性加大；人民币快速升值至6.60，对利率上涨形成压力。



□ 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。
- 利率走势短期回调，但中期仍处于缓慢上升阶段；时间上，债市慢熊行情仍将继续，预计会延续到明年上半年；空间上，维持短债利率最高上涨至3.0%，长债利率最高上涨至3.5%的判断。
- 整体来看，债券市场处于相对中性的投资时期；债市拐点未到，中期震荡下跌，利率债机会不佳；但债市已处于左侧区域，信用债利差、息票相对稳定，具有一定投资价值，应以息票策略为主、适当下沉。



- 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。

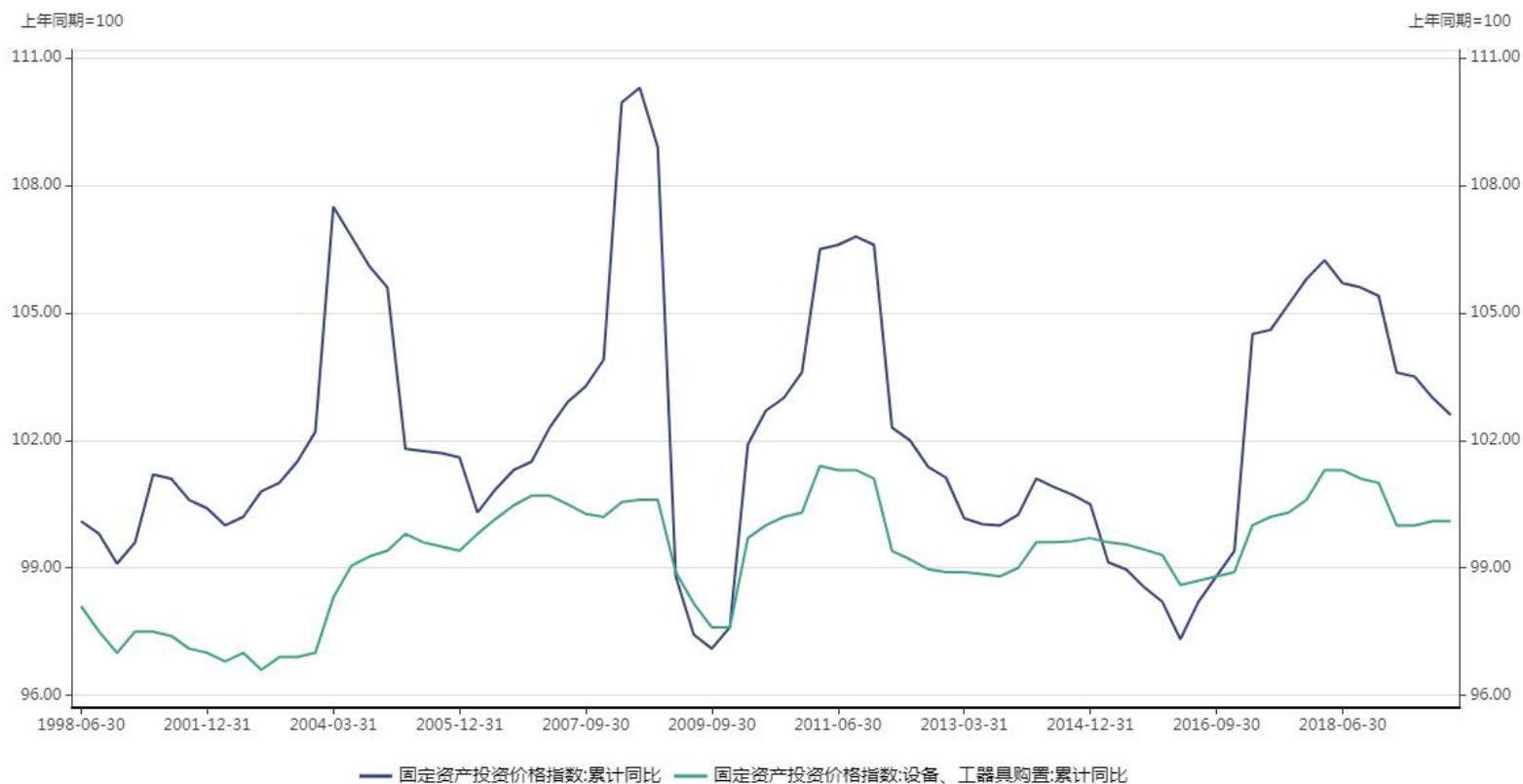


数据来源: Wind



□ 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。



数据来源: Wind



□ 库存周期（短周期）情况

- 10月原材料库存指数由9月的48.5%降至48%，产成品库存指数由9月的48.4%明显回落至44.9%，供需均处高位，而需求改善相对偏强，使得企业库存去化。
- 行业库存情况分化，下游地产去化、乘用车回补；中游钢铁、水泥、化工均去化；上游煤炭、有色回补。
- 库存同比增幅下滑意味着去库压力已然减轻，工业企业正由被动去库向主动补库切换；工业企业补库存需求将带动经济复苏势头延续，增长内生动力仍强。

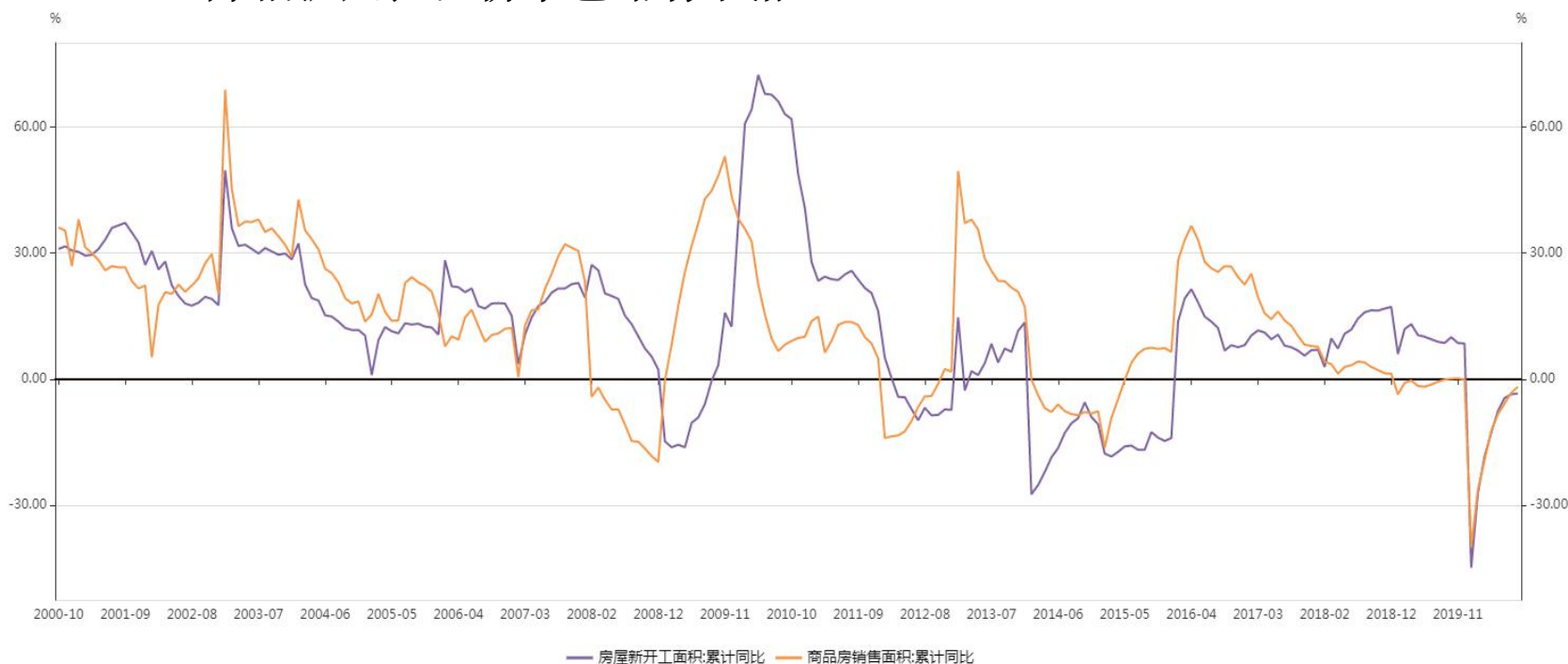


数据来源: Wind



□ 房地产周期情况

- 10月前29天35城地产销量增速回落至-4.6%，其中一二线城市销量增速明显下行。
- 十大城市商品房库销比虽回落至55.8周，但仍处12年以来同期新高，而三四线城市销量增速逆势回升。
- 房企融资端政策趋严使得土地市场成交转冷，百城土地成交面积同比降幅扩大，溢价率也略有下滑。



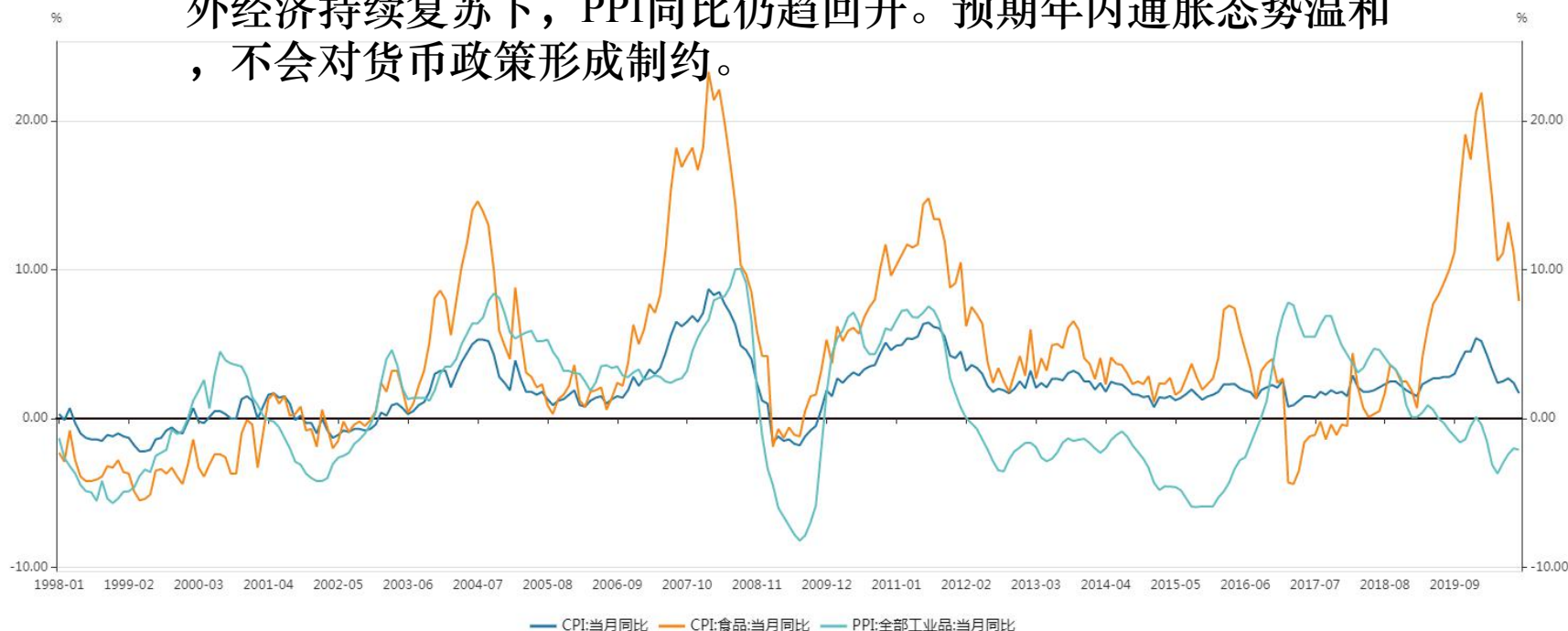
数据来源 Wind



弘业期货股份有限公司
HOLLY FUTURES CO., LTD.

□ 通胀周期情况

- 10月以来猪肉价格明显回落，蔬菜价格有所下滑，水果价格出现回升，预计10月CPI同比继续回落至0.9%。
- 10月以来国际油价回落，国内煤价回升、钢价平稳，预计10月PPI同比小幅回落至-2.3%。
- 整体来看，后期食品价格走弱将带动年内CPI同比继续回落；短期PPI仍受海外疫情反复和油价下跌的压力，但中长期看，国内外经济持续复苏下，PPI同比仍趋回升。预期年内通胀态势温和，不会对货币政策形成制约。



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，但后期通胀压力会上升。



- 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

- 国常会强调坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性；央行强调，着力打通货币传导的多种堵点，推动综合融资成本明显下降。
- 央行呵护中期流动性，公开市场净回笼3700亿；R007均值上行至2.29%，DR007均值上行至2.1%，资金中枢抬升。
- 央行重提货币“闸门”，需关注政策从容忍杠杆提升向稳杠杆回归，但政策收紧仍缺乏基本面支持。
- 对于房企融资三条红线，金融市场司表示融资监管政策不会过快全面收严，预计房地产行业整体承压不大。
- 货币政策维持中性：经济稳步恢复下，短期内降息、降准概率极低，中性货币政策仍将维持，LPR利率将继续走平。



□ 财政政策倾向

- 国常会要求进一步抓好财政资金直达机制，建立常态化财政资金直达机制，扩大直达资金范围。
- 财政收入回升，分项来看，税收收入增速回升至8.2%，非税收入增速降幅至-4.9%；增值税、消费税收收入增速明显；企业所得税、个人所得税增速小幅上行，表明经济复苏明显。
- 财政支付由正转负，支出增速回落主要是去年同期基数高，且地方支出增速下滑所致，但是中央支出仍在回升。
- 根据政府预算安排，年内后三个月政府债券发行额度同比多增，意味着财政政策仍较为积极。
- 国新办发布会提出，在“十四五”高新技术发展的规划布局上，要加强前瞻部署和大力发展以智能技术和量子技术为特征的新一代高新技术。



利率周期情况

- 短期看，基本面经济复苏边际减弱，PPI短期回落，社融增速或将见顶；资金面预计较10月有所宽松，利率有下跌调整压力。
- 中期看，经济复苏内生动力仍强，PPI随着疫情缓解经济复苏开始回升；预计持续到明年上半年，利率仍处于上升通道中。
- 利率周期处于左侧位置，但到拐点还为时过早；债市仍处于熊陡行情，预计至明年上半年短债利率最高上涨至3.0%，长债利率最高上涨至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



弘业期货股份有限公司
HOLLY FUTURES CO., LTD.

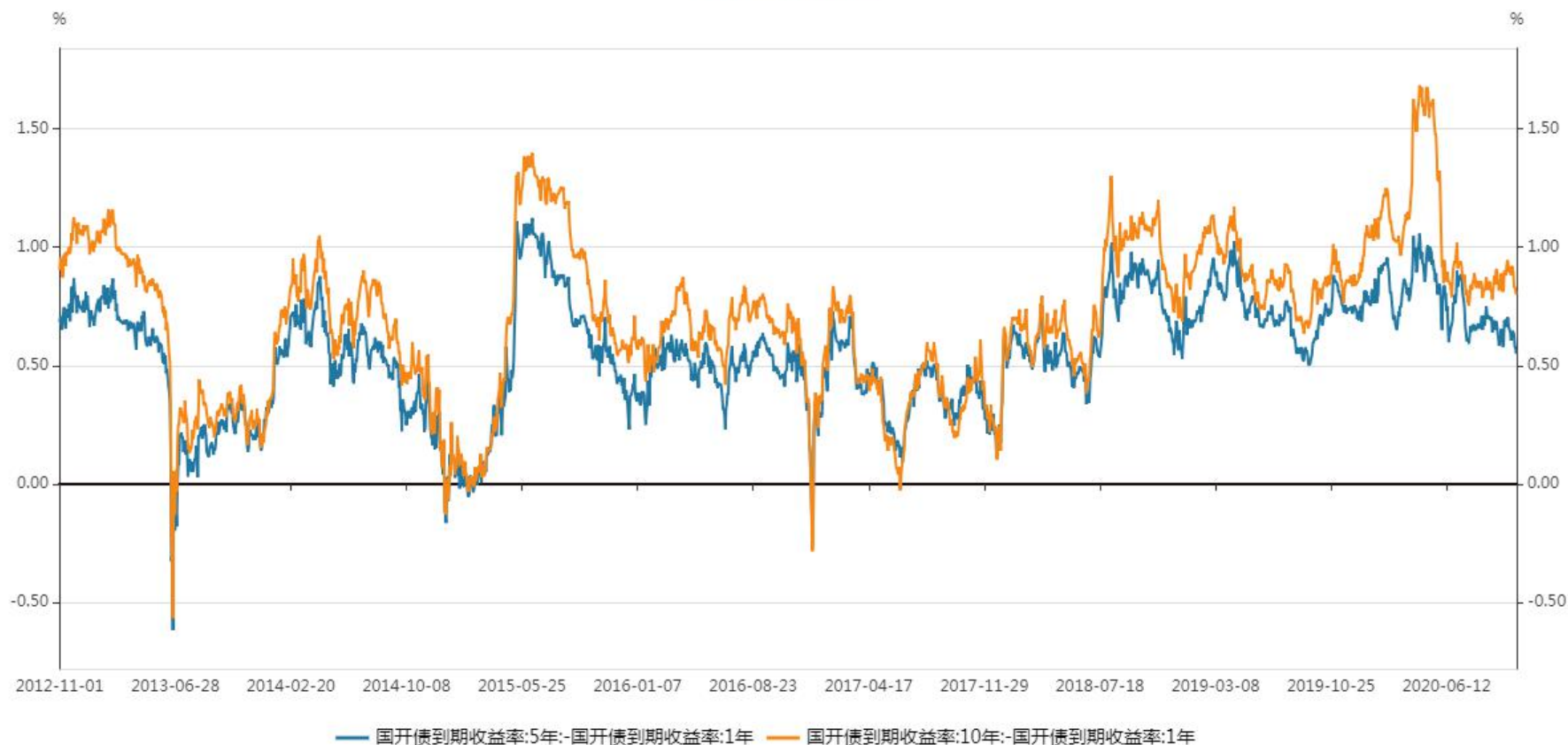
□ 期限结构利差变化

- 从收益率绝对水平来看，10年国债收益率位于24%分位数（2010年以来，下同），3-5年国债位于29%~45%分位数左右，1年国债位于48%分位数；长债利率上涨空间大于短债。
- 短期看，经济复苏边际减弱，PPI短期回落，长债利率调整幅度较大；资金面短期有所宽松，短债利率亦向下调整；由于债市反弹，期限利差曲线趋于平坦化。
- 但中长期看，经济复苏持续，PPI回升，利率仍处于上升通道，特别是长债利率上涨空间大于短债；债市仍处于熊陡行情，期限利差曲线仍会向陡峭化发展。



□ 期限结构利差变化

国开债期限利差

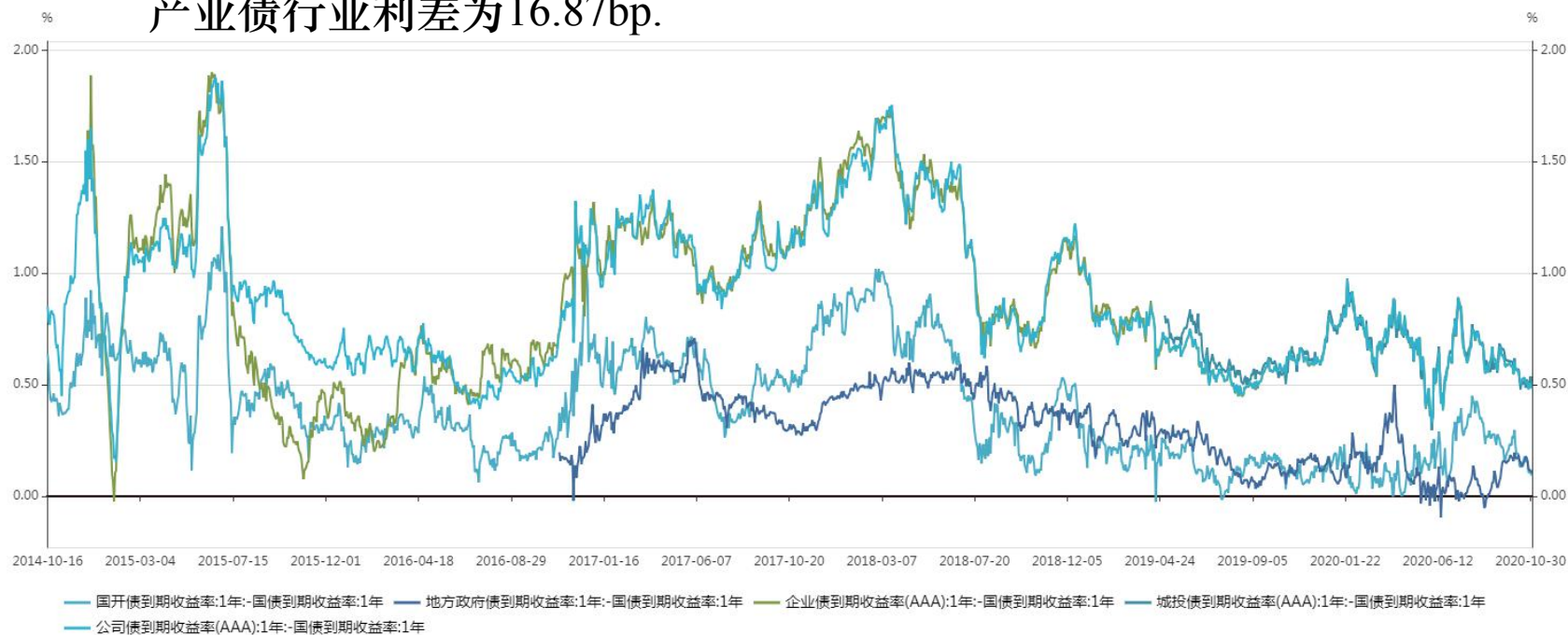


数据来源 Wind



信用结构利差变化

- 产业债利差高等级下行,中低等级上行;10月30日,产业债整体行业利差为71.76bp.
- 上游行业利差各评级上行;10月30日,采掘类产业债行业利差为81.08bp.
- 中游行业利差各评级下行;10月30日,钢铁类产业债行业利差为49.04bp.
- 下游行业利差高低评级上行,中低评级下行;10月30日,房地产类产业债行业利差为83.30bp.
- 服务行业行业利差高低评级上行,中低评级下行;10月30日,公用事业类产业债行业利差为16.87bp.



数据来源: Wind



□ 信用结构利差变化

各等级债券收益率

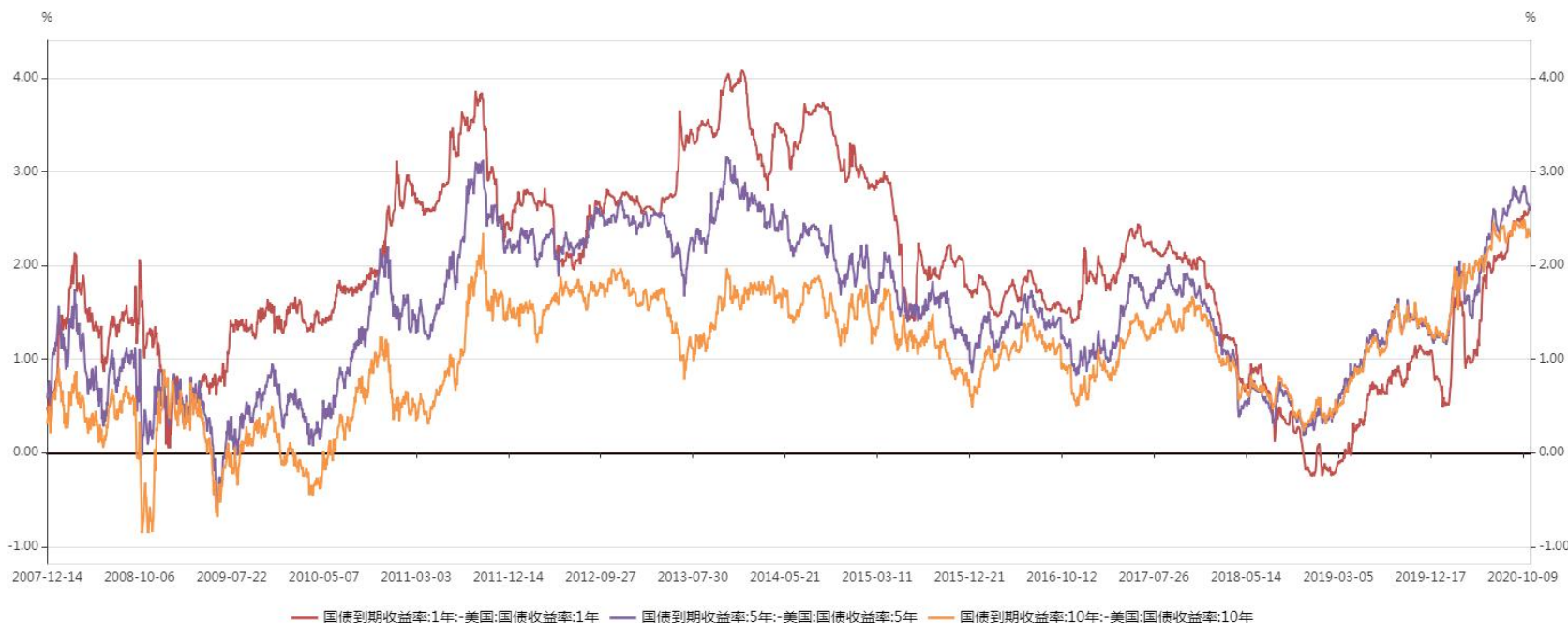


数据来源: Wind



□ 中美国债利差变化

- 美国大选拜登当选总统基本确定，民主党大规模财政/基建计划有望快速出台，但加税政策可能会损害短期企业盈利；预计美元指数短期贬值加速，但长期利好。
- 人民币短期升值加速，外汇流入会产生对冲利率效应，降低利率上涨要求。
- 利率主要影响因素仍在国内，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：利率出现拐点还为时过早，但已处于左侧观测区域；债市仍处于熊陡行情，预计会持续至明年上半年，维持短债利率最高上涨至3.0%，长债利率最高上涨至3.5%的判断。
- 期限结构曲线方面：短期经济复苏减弱，债市反弹，期限利差平坦化；中长期经济复苏稳步回升，PPI上涨，利率仍会上涨，且长债压力大于短债，后期曲线大概率仍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，整体利差预期仍会收窄。



- 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，利率处于左侧位置，但拐点尚早，债券投资相对中性；债券市场仍处熊市，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

- 利率债投资依然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	中短期国债配置价值最高，其中3年及以内国债配置价值最高，其次为超长端（30年）和5年，长端（10年）配置价值较低；同时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

- 利率市场处于左侧位置，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