

债券投资策略月度报告

交易投资部：张晓斌 2021年1月11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

□ 12月份宏观数据与重要事件回顾

- 经济回升态势稳固：12月制造业PMI小幅回落至51.9%，但整体依然高于季节性，制造业维持强势。
- 基本面方面：预计四季度GDP增速同比6.2%，12月工业增加值同比6.8%，固定资产投资累计同比3.2%，社零总额同比5.8%。
- 库存方面：12月产成品库存指数回升至46.2%，原材料库存指数与上月持平（48.6%），制造业继续呈现补库存迹象。
- 物价方面：预计12月CPI同比增长至0.4%；预计12月PPI同比降幅收窄至-0.8%；经济复苏叠加货币融资的高增同步推动PPI和CPI价格的回升，但通胀整体温和可控。
- 流动性方面：货币政策维持中性。预计2020年12月新增贷款约为12000亿，新增社融22000亿，M2增速小幅下降至10.6%。



□ 主要观点

- 全球疫情短期反弹但终将被战胜，经济复苏态势稳固回升；库存周期已过渡到主动补库存阶段。
- 货币政策维持中性，后期预计向“稳货币+紧信用”方向转变；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。

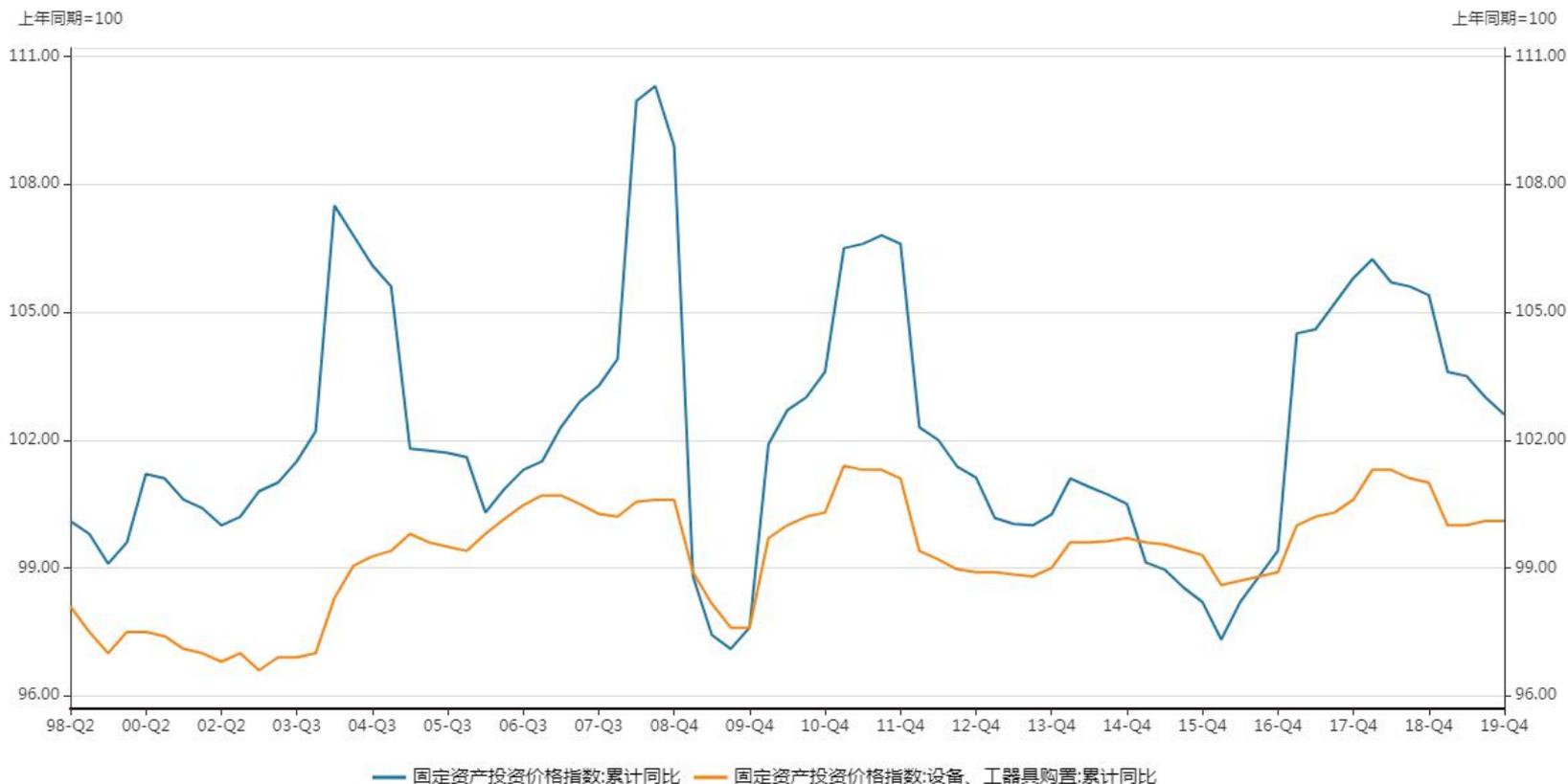


数据来源 Wind



□ 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。



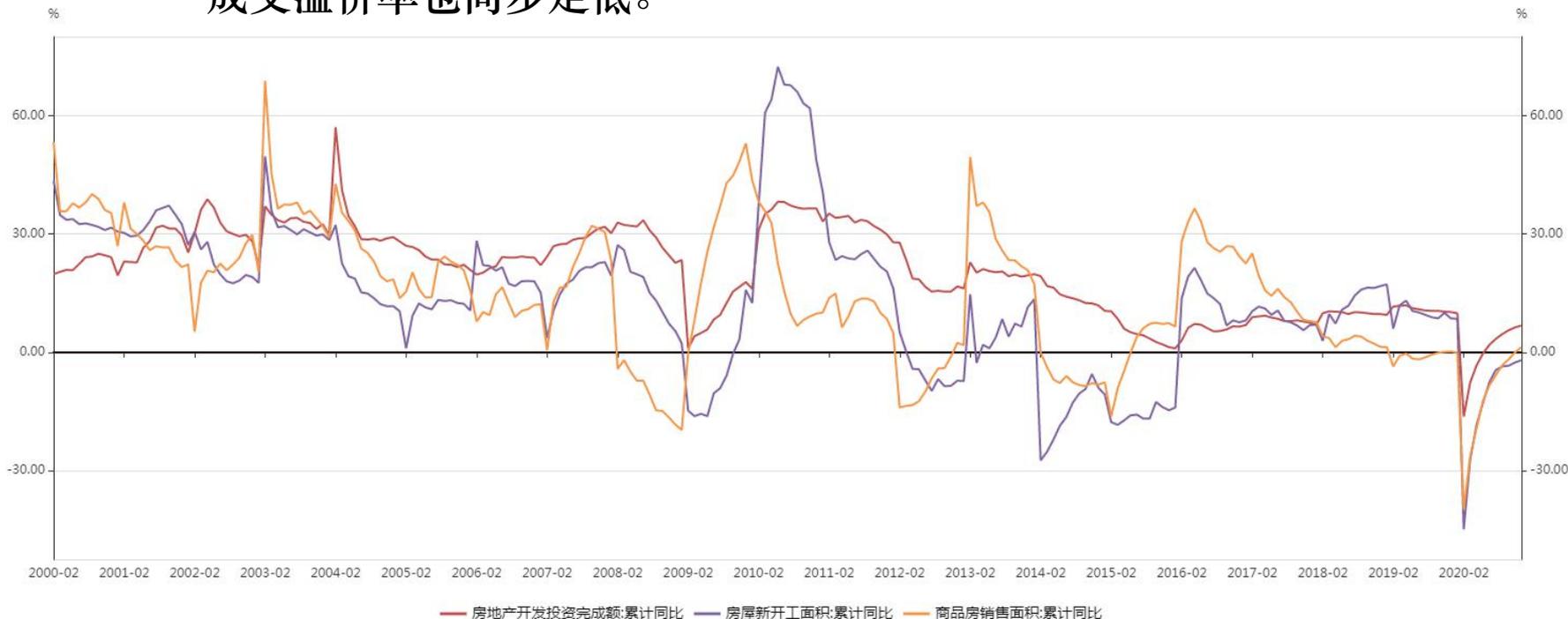
□ 库存周期（短周期）情况

- 12月产成品库存指数回升0.5个百分点至46.2%，原材料库存指数与上月持平（48.6%），制造业继续呈现补库存迹象。
- 行业库存方面，下游地产去化、乘用车回补；中游钢铁社库去化，水泥、化工回补；上游煤炭、有色去化。
- 库存周期方面：价格库存齐升，继续呈现补库存迹象；补库向中上游传导扩散，补库意愿改善、支撑持续；企业主动补库存趋势明显，库存周期进入主动补库阶段。



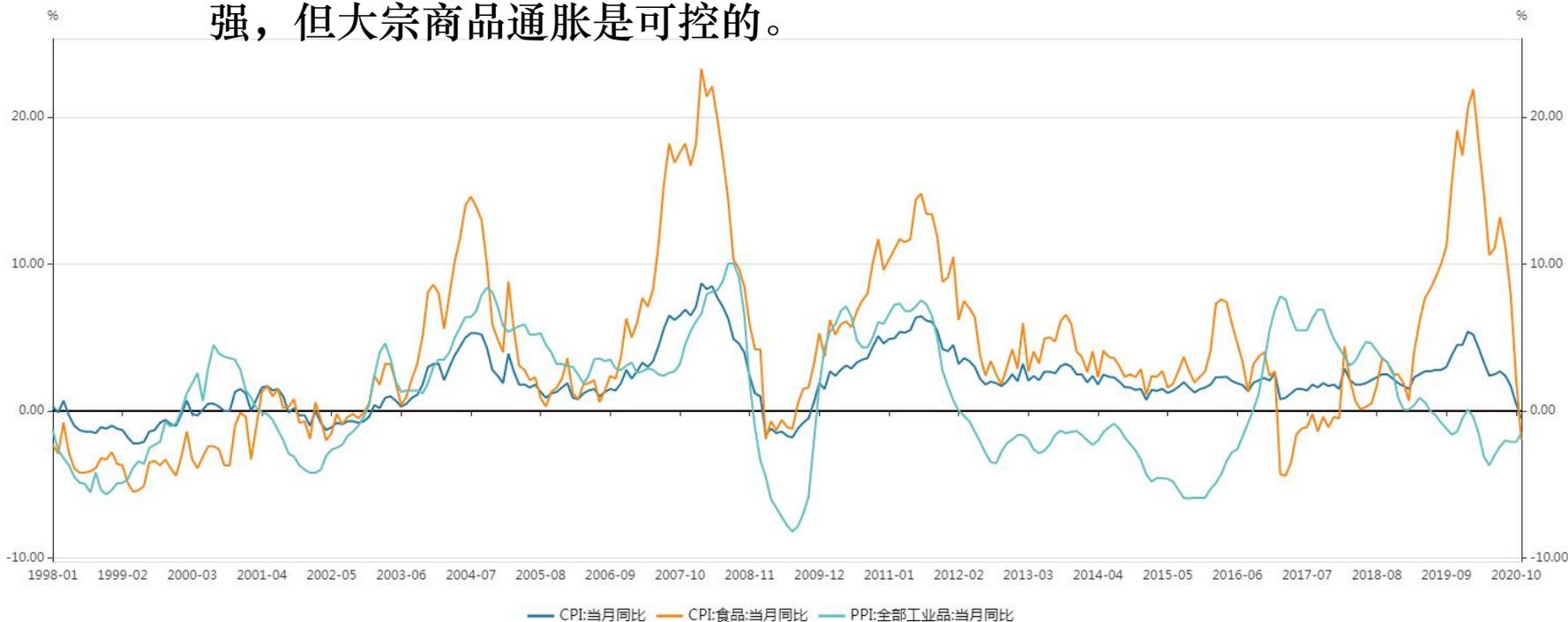
□ 房地产周期情况

- 12月，30大中城市商品房合计成交436.65万平方米，成交面积同比增长6.9%。
- 12月，35城地产销售上行，销量增速回升至8.1%，其中一线城市需求向好带动库存去化，十大城市商品房库销比续降至40.6周，已低于去年同期水平。
- 土地市场成交依旧冷清，百城土地成交面积和同比增速均有下滑，成交溢价率也同步走低。



□ 通胀周期情况

- 12月食品价格指数明显上涨，猪肉价格回升，鲜菜、水果价格同比增速亦回升；预计12月CPI同比增长0.4%。
- 12月大宗商品大涨，特别是黑色系、煤炭涨幅突出，前期低位徘徊的油价亦快速攀升；预计12月PPI同比增长-0.8%。
- 近期商品价格和PPI环比大幅上涨有其特殊性，全球复苏预期、政策调控、供需矛盾是重要因素；整体来讲，后期再通胀预期增强，但大宗商品通胀是可控的。



□ 当前经济周期的阶段定位

- 全球疫情短期有反弹迹象，但中长期终将被战胜，经济复苏态势稳固回升。
- 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。
- 货币政策维持中性，后期预计向“稳货币+紧信用”方向转变；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，通胀指数回升，预计明年中期再通胀压力加大，但整体通胀水平应温和可控。



- 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

- 12月，央行继续增量投放3500亿元MLF，积极呵护流动性；年底流动性环境相对宽松，对股债市场形成支撑。
- 12月流动性宽松只是应对年底流动性季节性需求上升所举，并不意味着货币政策的取向发生变化。
- 12.16日，中央经济工作会议提出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。
- 12.29日，央行货币政策委员会提出，货币政策“稳字当头，不急转弯”，保持宏观杠杆率基本稳定。
- 总体而言，货币政策维持中性；短期呵护流动性，年底政策偏宽松；中长期从阶段性容忍杠杆提升向稳杠杆回归，防风险的重要性逐步提升；政策基调向“稳货币+紧信用”方向过渡。



□ 财政政策倾向

- 12月有2000亿左右的新增专项债发行，政府债券供给压力/净融资规模强于往年季节性。
- 预计明年，目标赤字率大概率下调至3.0%的常规水平，对应目标赤字收缩至34000亿元，低于今年但高于去年。
- 预计明年，一般公共预算收入累计约达19-20万亿元，对应增速9-10%，略高于2019年水平，为近年相对高点。
- 预计明年，专项债回归至与增长相匹配的均衡模式，规模预计收缩至3.0-3.5万亿元，投向基建比例或小幅降低。
- 整体来讲，财政政策基调已从年中“更加积极有为、注重实效”变为年底的“提质增效、更可持续”；预计明年总基调仍然保持积极，但扩张空间回归再均衡



利率周期情况

- 年底看，为缓和信用债事件冲击，及年底的流动性季节性上升需求，央行增量投放3500亿元MLF，积极呵护流动性；年底流动性环境相对宽松，对债券市场形成支撑，利率有下调要求。
- 明年上半年看，信用见顶回落，经济复苏预计延续至明年中期，PPI指数稳步回升且通胀重启概率增大，但通胀预计温和可控，货币政策不会立刻收紧；预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，维持长债收益率明年上半年最高回升至3.5%的判断。



利率周期情况

国开债到期收益率



Wind



□ 期限结构利差变化

- 从收益率水平看，10年国债利率位于33%分位数（2010年以来），7年国债利率位于41%分位数，3年国债利率回落至中位数以下，3M、1Y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。
- 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。



□ 期限结构利差变化

国开债期限利差



Wind



信用结构利差变化

- 产业债利差高等级上行，中低等级下行。12月31日，产业债整体行业利差为96.17bp。
- 上游行业利差高等级上行，中低等级下行。12月31日，采掘类产业债行业利差为108.40bp。
- 中游行业利差整体上行。12月31日，钢铁类产业债行业利差为123.65bp。
- 下游行业利差整体上行。12月31日，房地产类产业债行业利差为112.79bp。
- 服务行业利差普遍下行。12月31日，公用事业类产业债行业利差为22.59bp。

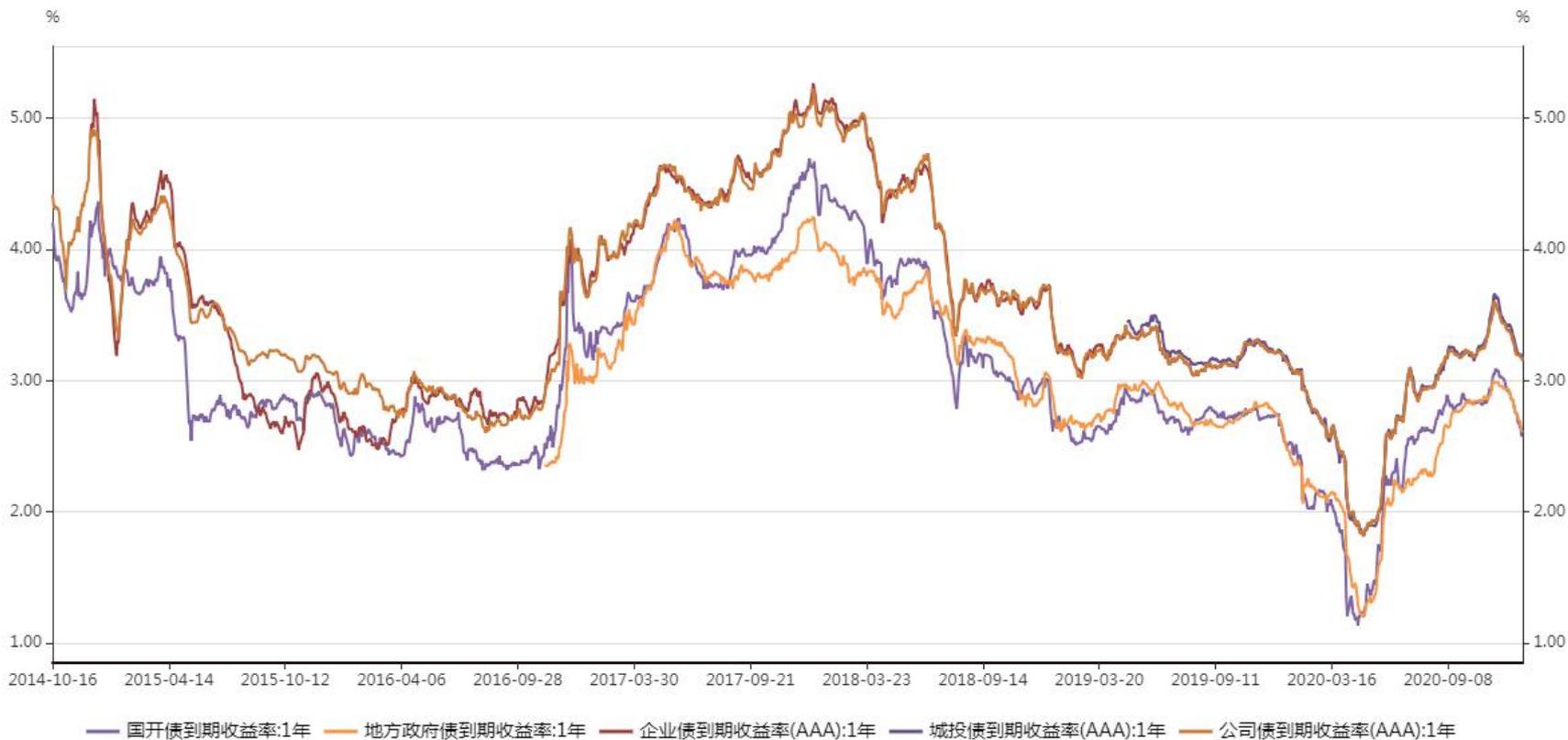


— 国开债到期收益率:1年-国债到期收益率:1年 — 地方政府债到期收益率:1年-国债到期收益率:1年 — 企业债到期收益率(AAA):1年-国债到期收益率:1年
— 城投债到期收益率(AAA):1年-国债到期收益率:1年 — 公司债到期收益率(AAA):1年-国债到期收益率:1年



信用结构利差变化

各等级债券收益率



Wind



□ 中美国债利差变化

- 人民币升值，美元贬值，中美利差维持高位；由于中美两国货币政策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。
- 12.16日中央经济工作会议提出，“深化利率汇率市场改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”；央行关注中美利差的核心是“处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡”。
- “人民币汇率处于合理均衡水平上稳定”对应的区间：上限是市场风险偏好，即人民币不可过快贬值；下限是考虑到稳增长及出口等因素，客观上不希望人民币汇率过快升值。



— 国债到期收益率:1年-美国:国债收益率:1年 — 国债到期收益率:5年-美国:国债收益率:5年 — 国债到期收益率:10年-美国:国债收益率:10年

□ 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；债市仍处于熊市下跌通道，维持长债收益率明年上半年最高回升至3.5%的判断。
- 期限结构曲线方面：短期流动性偏宽松，使得期限利差小幅走扩；中长期随着经济复苏持续，预计期限利差曲线继续向陡峭化发展；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：受永煤债事件影响，信用利差整体上行；信用等级利差回归，短久期高等级信用债利差上行，而长久期低等级信用债利差下行；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