

# 新湖国债策略：做陡收益率曲线套利

## 逻辑要点：

- 1、8-10月基本面数据除CPI外均存在继续改善动力，基本面向上预期将进一步得到强化，考虑到目前中长端曲线形态较为平坦，长端债券面临一定陡峭化的压力。
- 2、政策收紧预期多次被证伪后，确定回归常态化，政策无进一步抬升资金成本基础，未来资金面大概率维持平稳。
- 3、9-10月利率债供给压力边际减弱，但仍维持高位，同时2021年专项债提前下达传言均利空债市。
- 4、目前10年与5年国债现券利差接近倒挂，5年收益率此前因为政策收紧预期，上升幅度过大，未来大概率会修复至20BP左右。
- 5、长短端国债利率与回购利率的利差处在历史相对较高水平，套息空间或推动短端下行，使曲线呈现陡峭化变动。

**操作建议：**做陡收益率曲线套利（多5年、空10年国债期货，久期中性配比为2：1）

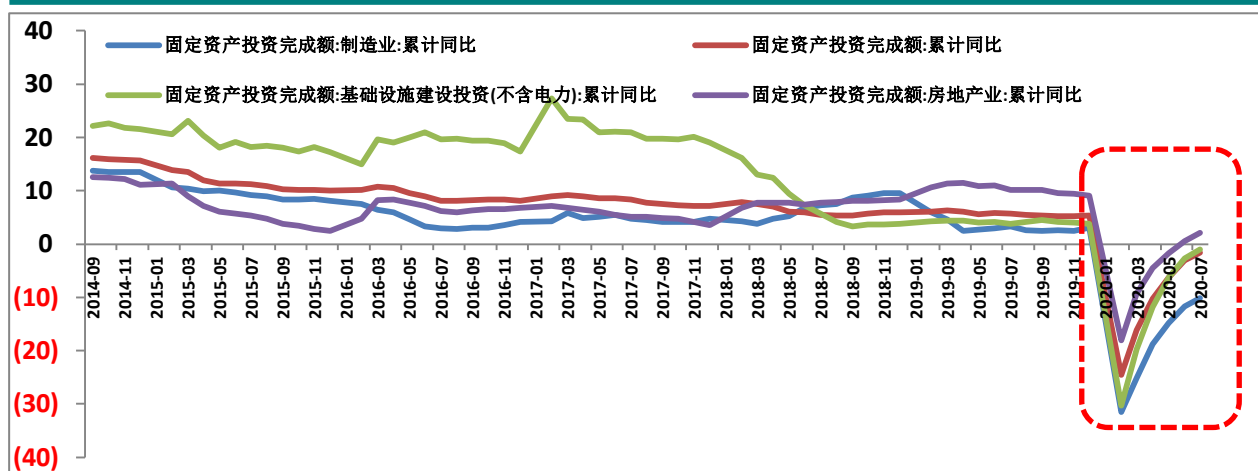
**风险点：**1、经济修复大幅低于市场预期，政策宽松预期再起

2、中美关系急剧恶化，避险情绪主导市场

## 1、洪涝灾害后，短期经济数据将使得基本面向上预期进一步得到强化

二季度以来，经济数据显示中国经济已经走出疫情的阴霾，逐步进入平稳运行的状态，进入三季度以来，由于国内经历新冠疫情的尾部风险以及6-7月的洪涝灾害的影响，经济数据继续向上的动能有所减弱。8月份以来，疫情尾部风险逐步解除、洪涝灾害影响消退，专项债的发行再次放量，尤其是财政部要求专项债10月底前发完，基建投资对经济的支撑开始增强。

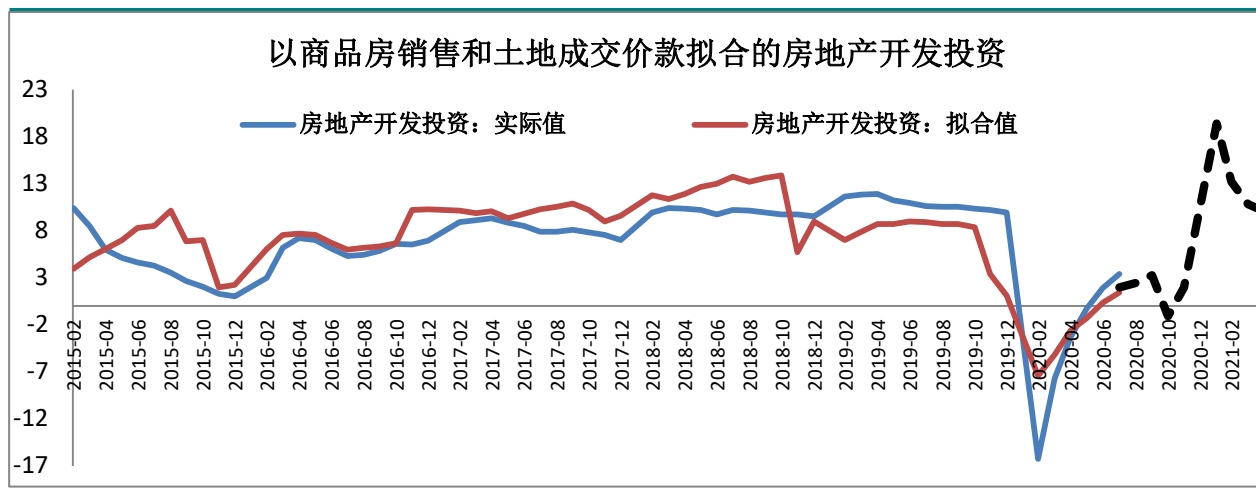
图1：经济数据延续修复，短期数据有望强化基本面走强预期



资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

而房地产方面仍延续着韧性的节奏，出口受到防疫物资出口高增速的支撑仍不弱，消费随着疫情尾部风险解除较快恢复。制造业受到外销至国际市场的出口需求、作为产成品进入消费环节的消费需求以及作为原材料和中间产品进入生产环节的房地产投资需求，目前看上述三大需求都不弱，均对制造业构成支撑。整体看，预计 8-10 月份经济数据或将使得基本面向上预期进一步得到强化，考虑到目前中长端曲线形态较为平坦，长端债券面临一定陡峭化的压力。

图 2：房地产韧性至少延续至 10 月份

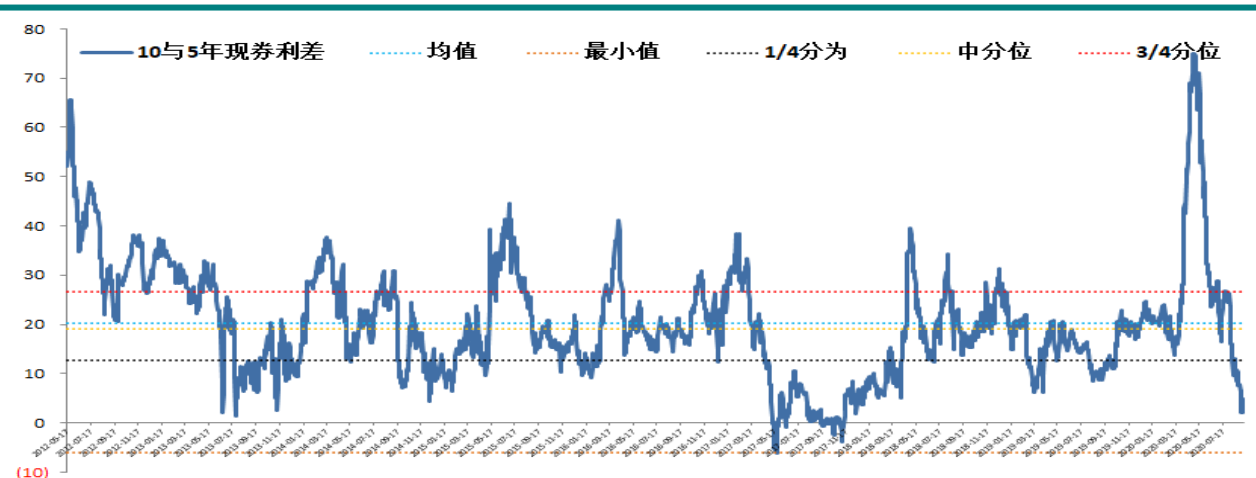


资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

## 2、期货隐含利差以及国债现货利差已经回到历史低点附近，接近倒挂。

政策方面，5 月份以后，货币政策逐渐退出超级宽松状态，市场对政策收紧的预期较强，但是经历过央行 8 月份以来先后超量续作 MLF 以及重启 14 天回购抚平资金面短期波动的操作后，政策收紧的预期不断被证伪后，政策确定是回归常态化，无意进一步收紧。同时政策也确实无进一步抬升资金成本基础，未来资金面大概率维持平稳。

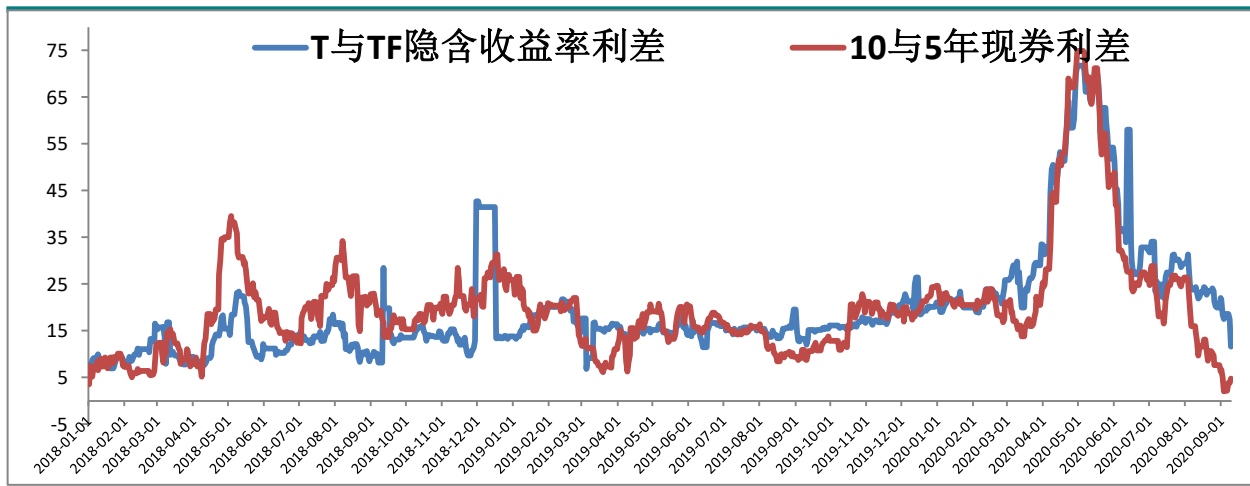
图 3：国债期限利差接近倒挂



资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

期限利差来看，目前 10 年与 5 年国债现券利差接近倒挂，5 年收益率此前因为政策收紧预期，上升幅度过大，上文分析来看，政策收紧的预期被多次证伪后，未来政策大概率维持平稳，因此期限利差未来大概率会修复至 20BP 左右。

图 4：期货隐含利差同样跌至历史低位



资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

### 3、利率债供给边际递减，但压力仍较大

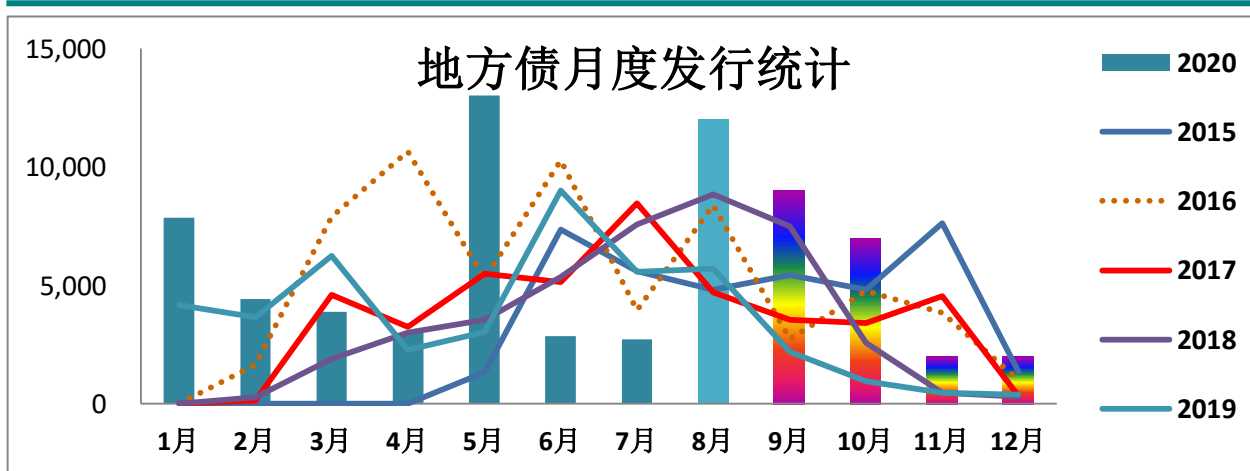
供给方面，截止 8 月底地方债尚余 9762 亿待发。参考 9800 亿元的地方赤字和 3.75 万亿的地方专项债额度 9-12 月尚余 1222 亿地方一般债额度、8539 亿元地方专项债额度。考虑到财政部发文《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》中要求地方专项债要力争在 10 月底前发完 意味着 8539 亿元剩余专项债额度将主要在 9 月和 10 月之间分配。按照往年地方专项债发行情况预计今年 9 月发行额度仍会大于 10 月可能大致呈 3: 2 或 2: 1 的比例。地方一般债仅剩余 1222 亿元可能也会在 10 月底之前发行完毕。综合一般债和专项债发行情况预计 9 月地方债发行额可能在 5000-6000 亿元左右 10 月可能在 3000- 4000 亿元。整体看，9-10 月利率债供给压力边际减弱，但仍维持高位，同时 2021 年专项债提前下达传言均利空债市。

表一：地方债供给压力仍较大

亿元	新增一般债 发行额	一般债 借新还旧	新增专项债 发行额	专项债 借新还旧	新增地方债 发行额	地方债借新 还旧总额	地方债 发行总额
1月	702	0	7148	0	7851	0	7851
2月	2030	0	2350	0	4379	0	4379
3月	1863	470	1331	211	3194	681	3875
4月	509	1158	693	507	1202	1666	2868
5月	418	2297	9972	329	10390	2627	13017
6月	34	1657	811	365	845	2022	2867
7月	120	1643	349	610	469	2253	2722
8月	2901	1897	6307	892	9209	2789	11997
1-8月合计	8578		28961		37538		
新增额度	9800		37500		47300		
剩余待发	1222		8539		9762		

资料来源：财政部 新湖期货研究所

图 5：地方债发行情况

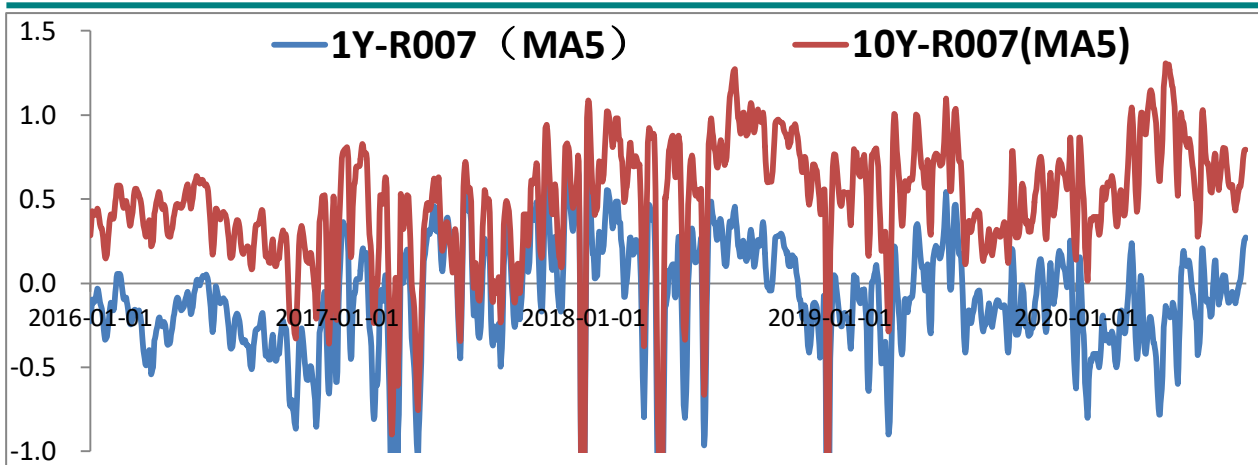


资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

#### 4、套息空间助推曲线陡峭化变动

我们也观测到，近期曲线形态较平坦，也源自于市场对于后期资金面的担心。长短端国债利率与回购利率的利差都处在历史相对较高水平，如果四季度资金利率仍能持续稳定在政策利率水平，那么套息空间或推动短端下行，也会使得曲线呈现陡峭化变动。因此，结合此前我们对流动性的分析，短期内银行缺负债的结构性问题仍未得到解决，供给压力仍在，市场对于资金面的预期难以发生变化，基本面预期向上或导致曲线承受陡峭化压力。

图 6：长短端国债利率与回购利率的利差都处在历史相对较高水平



资料来源：wind 资讯 新湖期货研究所

**分析师：**

李明玉（宏观、金融）

执业资格号：F0299477

投资咨询资格号：Z0011341

电话：021-22155630

E-mail: limingyu@xhqh.net.cn

**免责声明：**

本报告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任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议万请仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。