

国债商品组合策略探讨



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

报告日期：2024年7月25日

长周期来看，工业品和国债相关性较低，短期驱动更多依赖宏观驱动。中美货币政策周期从分化趋向收敛，是构建国债和商品组合策略的宏观背景。

因债市定价逻辑和商品配置价值存在较大差异，在构建一揽子组合时，除了考虑相关性，更多需要关注底层资产自身所具备的 α ，对整体组合收益的加持。

★经济周期及货币政策

从宏观层面来看，美国经济正处于韧性走弱的阶段，下半年美联储有望预防性降息。中国经济正处于结构性调整阶段，经济发展对于地产等旧动能的依赖度整体下降，货币政策已处于宽松阶段中且未来有望进一步宽松。

★多国债空工业品对冲策略

多债券空黑色金属对冲组合或受益于流动性宽裕但实体融资需求疲弱、金融扩表但基建地产缩表的逻辑驱动。多国债空黑色的反向驱动或为，实际经济融资需求好转，地产前端销售→投资→拿地→开工的正循环顺畅。在后者未能有效兑现之前，空配黑色金属的风险在于相对估值的偏低以及基建、制造业及出口驱动对部分品种平衡表的支撑。

★多国债多商品组合策略

多债券多商品组合立足于交易实际利率下降趋势下名义利率下降或通胀抬升的情形。基于中美通胀格局的分化，在多国债多商品对冲组合的选择中，可优先选择低估值且受出口、制造业及新基建驱动支撑需求端商品。这一策略的风险在于输入性通胀压力上升，我国央行货币政策思路有所转变，国债牛市终结。

★策略边界条件

策略最大的不确定性来自汇率，若汇率贬值、输入性通胀压力上升，建议将策略转变为空国债，多进口依存度较高的商品。下半年需关注特朗普交易等风险。

★风险提示：

政策端变化或大宗商品价格异动对下游需求产生明显扰动。

吴梦吟 资深分析师（商品策略）

从业资格号：F03089475

投资咨询号：Z0016707

Tel: 8621-63325888

Email: mengyin.wu@orientfutures.com

张燊东 宏观策略分析师

从业资格号：F3085356

投资咨询号：Z0018866

Tel: 8621-63325888-1610

Email: candong.zhang@orientfutures.com

1、市场回顾

长周期来看，工业品和国债相关性较低。商品指数/10Y国债长周期内区间震荡，在新冠疫情爆发、供应扰动及欧美央行放水后，商品相对货币型资产升值驱动导致商品指数/10Y国债突破原先运行区间。

商品与国债组合短期驱动更多依赖宏观驱动。一季度30年期国债/黑色金属板块走势持续劈叉，本质受流动性宽裕但融资需求疲弱、金融扩表但城投地产缩表的逻辑驱动。而多债券多商品组合，则是立足于交易实际利率下降趋势下名义利率下降或通胀抬升的可能性。

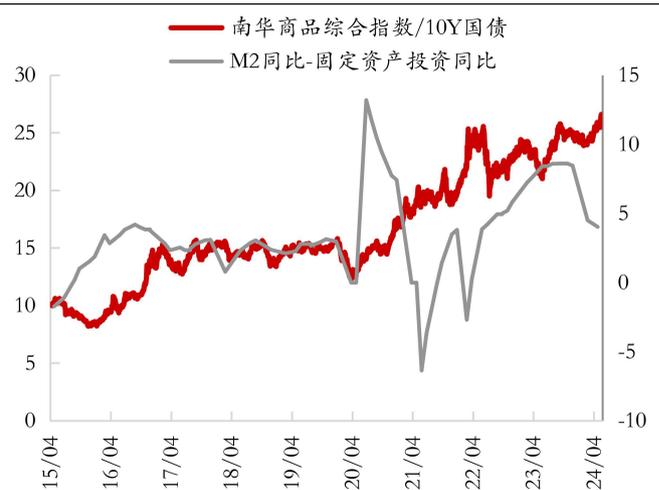
前期，特别国债发行带动基建项目开工发力的预期增强，对国债及基建相关工业品均形成驱动。此外，目前国内实际利率偏高，实际利率作为名义利率和通胀的轧差，其下降趋势往往伴随着名义利率的下行或通胀的回升。对此，我们基于不同场景构建了国债和商品的组合头寸，以观测宏观驱动带来的投资机会。

图表1：股、债与工业品相关性

	IF.CFE	T.CFE	南华工业品指数
IF.CFE	100.00%	-4.24%	29.78%
T.CFE	-4.24%	100.00%	55.43%
南华工业品指数	29.78%	55.43%	100.00%

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：综合性商品指数与十年期国债主力合约比价



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

因债市定价逻辑和商品配置价值存在较大差异，在构建一揽子组合时，除了考虑相关性，更多需要关注底层资产自身所具备的 α ，对整体组合收益的加持。

2、经济周期及货币政策

中美货币政策周期从分化趋向收敛，是构建国债和商品组合策略的宏观背景。从宏观层面来看，美国经济正处于韧性走弱的阶段，下半年美联储有望预防性降息。美国经济存在韧性，但整体的方向仍然是走弱的。韧性主要来源于高科技与地产驱动的企业投资，但最为核心的需求，消费正在走弱。美国超额储蓄基本释放完毕，居民部门储

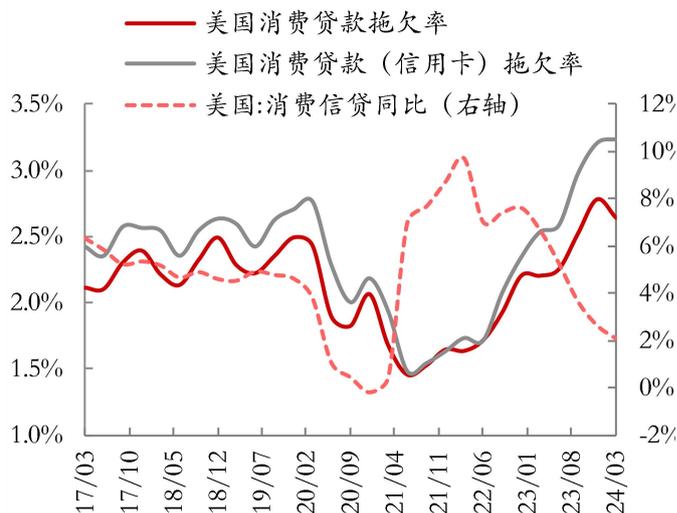
蓄率目前处于低位，收入增速也在震荡下降，当前已经低于支出增速，美国居民逐渐转向举债消费。但由于美联储维持限制性利率，金融条件收紧，美国消费贷款的偿还压力也在上升，以信用卡为主的消费贷款拖欠率明显抬升。针对当前的经济形势，美联储已经从单纯的加息抗通胀逐渐转变成为兼顾通胀与经济增长，9-11月开启降息的概率比较高。

图表3：美国居民收入增速不断下降，已低于消费



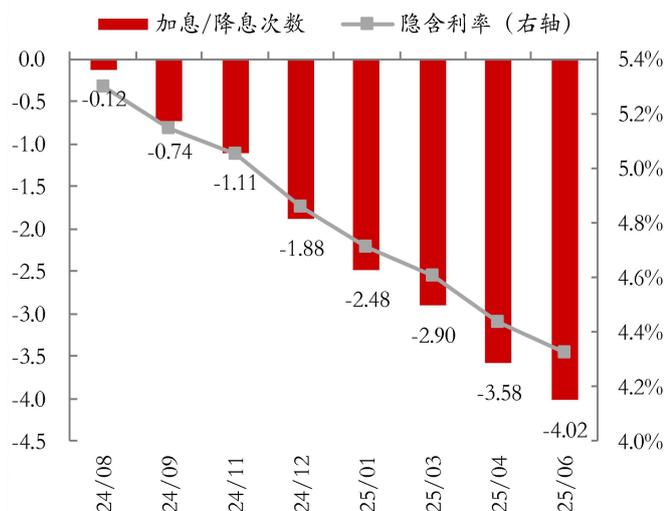
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表4：美国消费贷款拖欠率上升，消费贷增速下降



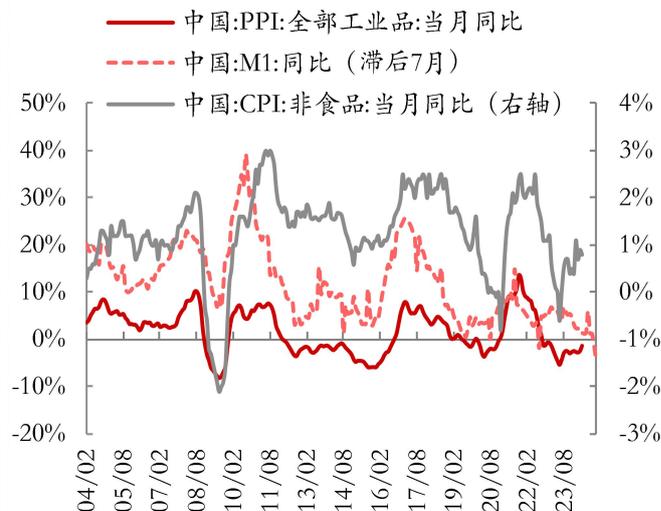
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表5：市场预期美联储9月或11月降息概率较高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表6：受新房销售影响的M1领先通胀指标2-3季度



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

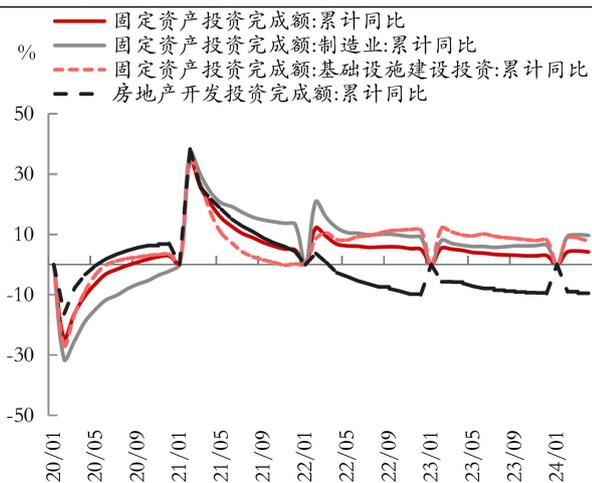
中国经济正处于结构性调整阶段，货币政策已处于宽松阶段中且未来有望进一步宽

松。过去二十年，地产是驱动通胀周期以及库存周期的核心力量，但由于居民部门债务增速始终持续高于收入增速，地产驱动经济增长的模式不可持续。新冠疫情暴发后，居民部门进一步加杠杆购房的动力明显下降、地产行业持续收缩，内生性通胀动力难以抬升。为调整经济结构，我国大力发展高技术制造业，但高技术制造业对于资金、杠杆的需求不如地产，因此其驱动通胀的能力也是偏弱的。当前的经济环境下，货币政策需要维持宽松状态。对于地产等旧动能而言，地产行业-居民资产负债表收缩的格局下，货币政策需要降低成本，保证债务的可持续性；对于高技术制造业这一新动能而言，利率政策偏低能够助力行业的发展。今年我国的货币政策是灵活适度、精准有效的，下半年随着美联储降息，我国央行降息的窗口也会被打开。中美进入降息周期后，国债受到的利多影响将较为直接。商品层面，降息也会利多贵金属等大宗商品，而当前国内地产等部门对于降息较不敏感，黑色或将表现偏弱。

3、多国债空工业品对冲策略

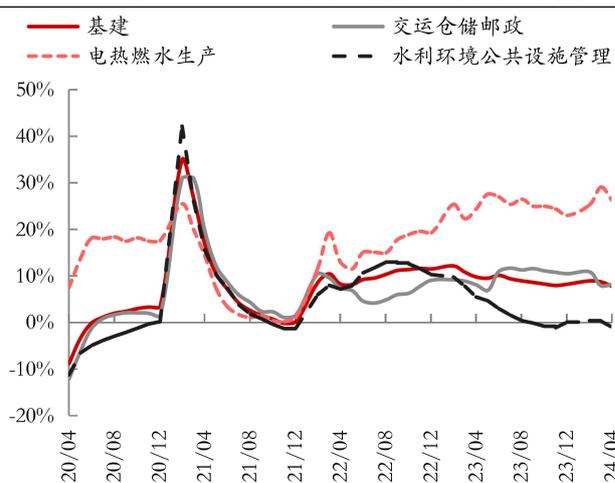
行业间景气度和盈利能力的差异，决定了各行业吸引投资的能力也存在差异。各行业固定资产投资增速持续分化。数据显示，制造业固定投资增速累计同比持续维持偏高水平，基建固定投资增速累计同比边际走弱，而房地产开发投资增速持续在负值区间偏弱震荡。地产开发投资增速的持续下行，对地产前端开工及相关上游原材料而言，意味着原料需求弹性的缺失。

图表 7: 固定资产投资增速走势图



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 基建及各细分领域固定资产投资增速走势图



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

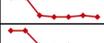
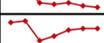
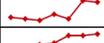
我们将对冲组合调整至多国债空黑色金属的底层逻辑在于，流动性宽裕但融资需求疲

弱、金融扩表但基建地产缩表。实体经济融资需求的疲弱及金融市场资金宽松背景下，资金转向金融市场购债，从而推高国债估值。地产开工端数据好转，需要前端投资、销售以及收储的好转。在居民部门杠杆处于高位、购房意愿受抑制的情况下，仍需要货币环境宽松和持续的政策提振。驱动地产行业好转的低利率环境或意味着国债多配属性得以延续。

近期地产政策密集公布，主要包括提振购房需求与收储去库存。前者包括多地放松限购政策及提供信贷政策优惠，后者在收储过程仍需解决资金来源问题，或受地方政府债务压力掣肘，后续仍需关注中央政府是否存在加杠杆行为。

落实到微观层面，无论是提振购房需求还是收储行为，地产前端开工的好转都需要前端销售、投资处于正向循环过程中。而前端销售、投资的利好传导至地产前端开工往往需要半年以上的时间。在前端销售和投资未能有效对开工端形成驱动之前，难言地产前端开工需求好转。空配黑色金属的风险在于板块估值相对偏低以及基建、制造业及出口驱动对黑色金属部分品种平衡表的支撑。

图表9：6月地产数据一览

分类	指标	较前值变化	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	2023-11	走势图
销售	商品房销售面积:累计	-3.30	-19.00	-20.30	-20.20	-19.40	-20.50	-8.50	-8.00	
投资	竣工面积:累计	1.70	-21.80	-20.10	-20.40	-20.70	-20.20	17.00	17.90	
	施工面积:累计	0.40	-12.00	-11.60	-10.80	-11.10	-11.00	-7.20	-7.20	
	新开工面积:累计	0.50	-23.70	-24.20	-24.60	-27.80	-29.70	-20.40	-21.20	
资金来源	全部资金来源:累计	-3.70	-22.60	-24.30	-24.90	-26.00	-24.10	-13.60	-13.40	
	国内贷款:累计	0.40	-6.60	-6.20	-10.10	-9.10	-10.30	-9.90	-9.80	
	自筹资金:累计	0.70	-9.10	-9.80	-10.10	-14.60	-15.20	-19.10	-20.30	
	定金及预收款:累计	-2.60	-34.10	-36.70	-37.20	-37.50	-34.80	-11.90	-10.90	
	个人按揭贷款:累计	-2.50	-37.70	-40.20	-39.70	-41.00	-36.60	-9.10	-8.10	

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

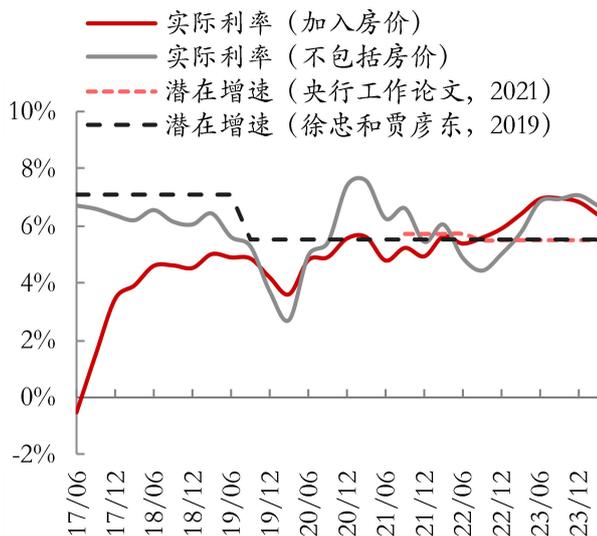
4、多国债多商品组合策略

国内实际利率偏高，实际利率作为名义利率和通胀的轧差，其下降趋势往往伴随着名义利率的下行或通胀的回升。通过构建多国债多商品组合，构建的相关性较低且某一驱动大概率实现的投资组合。在此基础上，商品端标的资产优选将有利于提升整体头寸的收益。

从贷款利率、存款利率和国债收益率等多个维度来看，国内的名义利率水平都是偏高的。贷款利率方面，虽然我国近年来不断通过多种形式下调贷款利率，但使用贷款利率计算出来的实际利率水平仍然高于我国经济的潜在增速。根据央行的“黄金法则”，我国仍处于降息周期之中。举例来看，即使是近两年下降较多的房贷利率，其价格仍然是偏高的。当前我国核心城市的首、二套房贷利率均在3%之上，但核心城市的租售比普遍不足2%，在房价下跌的格局下，目前的贷款利率仍然难以推动地产市场

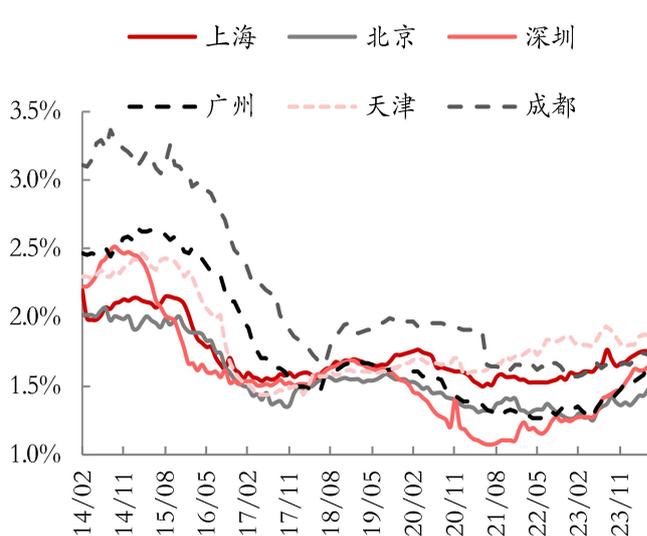
形成正向杠杆。存款利率方面，近年来存款利率多次下调，但由于贷款利率下调的幅度相对更大，我国商业银行的净息差不断下降，未来降低存款成本仍会持续。国债收益率方面，虽然今年长债利率不断再创新低，但从国债的最主要投资者，商业银行的视角来看，和贷款利率相比，国债利率水平仍然不低，机构买入国债的动力也是偏强的。

图表 10: 用贷款利率计算的实际利率水平偏高



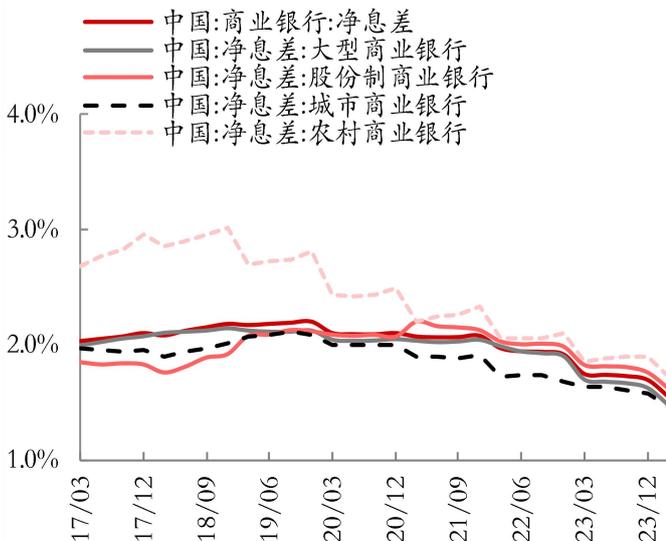
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 11: 核心城市租售比不足 2%



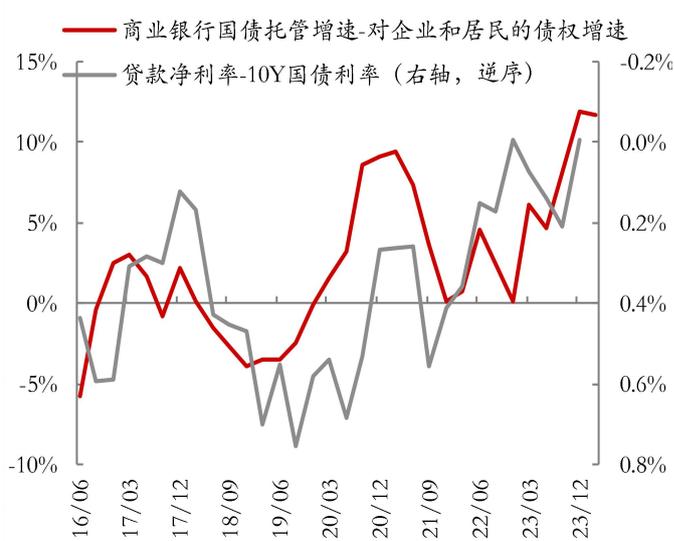
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 商业银行净息差水平不断下降



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 相较于贷款净利率, 国债利率更有优势

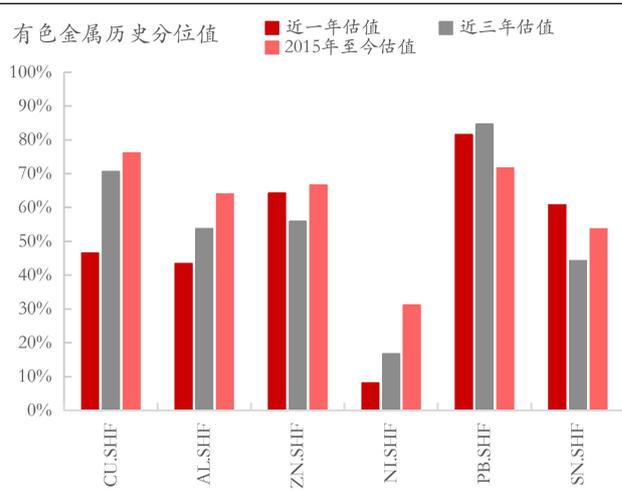
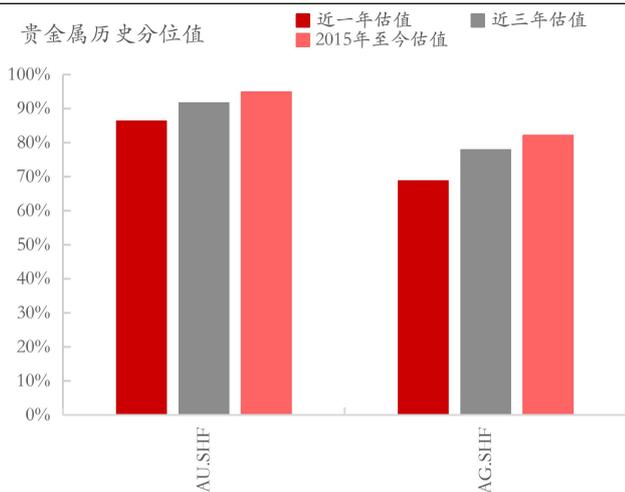


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

通胀方面，中美利差及供应端差异的驱动下，商品市场结构性分化的格局持续存在。海外方面，欧美经济持续高通胀高利率状态。一方面，就业市场难以恢复至疫情前，致使高利率对高通胀的抑制效果减弱。另一方面，地缘冲突频发，加持了能源端通胀，以德国为首的欧元区国家面临去工业化危机。高成本及上游供应扰动支撑有色金属板块长期估值中枢。国内方面，在稳定安全的经济环境下，我国制造业维持供应能力相对充裕，缺乏供应短炒作题材。农产品端，虽然乌克兰粮食运送问题致使粮食安全溢价来回波动，但美洲及非洲地区农作物增产驱动下，天气炒作对豆类、玉米的影响力度受到削减。以上因素影响下，输入性通胀发生概率或高于内生性通胀，供应扰动持续计价的工业品估值高于饲料养殖类农产品估值。

图表 14: 贵金属历史分位值 (截至 2024 年 7 月末)

图表 15: 有色金属历史分位值 (截至 2024 年 7 月末)

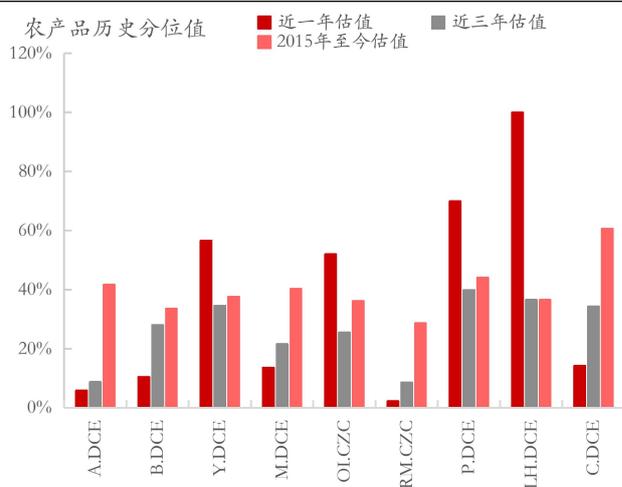
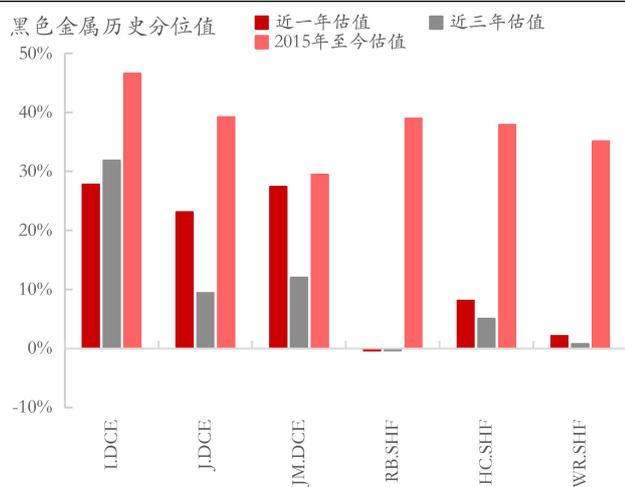


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 黑色金属历史分位值 (截至 2024 年 7 月末)

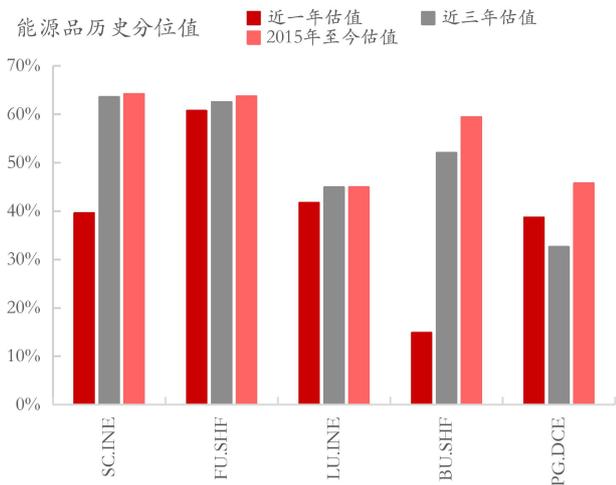
图表 17: 农产品历史分位值 (截至 2024 年 7 月末)



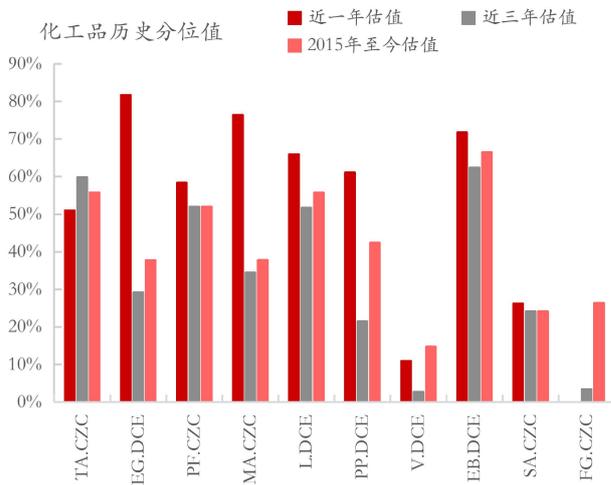
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: 能源品历史分位值 (截至 2024 年 7 月末)



图表 19: 化工品历史分位值 (截至 2024 年 7 月末)



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

虽然近期商品下跌幅度较大,但从全局来看,贵金属、有色金属及能源品当前估值所处的历史分位数相对偏高,多数化工品及农产品当前估值所处的历史分位数相对偏低。这使得不同商品的安全边际也各不相同。

国内方面,内生性通胀水平偏低或为多头提供天然的安全边际,但仍需供需好转的驱动。纵览商品终端驱动,出口、制造业、基建及地产对经济及商品需求的支持持续分化。在此驱动下,多国债多商品组合可调整至多国债多低估值化工品及农产品组合。

5、策略的边界条件

2024 年最大的不确定性在于中美货币政策的节奏差异,中美利差的边际变动或影响汇率波动,从而导致内盘资产再锚定。特朗普第一任期内,美元走势相对偏弱,人民币贬值压力较小。但仍需关注的是,若中美货币政策节奏差异带来了人民币贬值风险的话,国债期货和商品期货组合或调整为多进口依存度高的商品、空配国债的组合。

我国制造业存在进口原料、加工后销往全球的特点,上游原料和一部分终端消费都来自于海外,与全球经济密切相关。微观视角来看,除煤以外的工业品原料及主粮以外的农产品进口依存度较高。对于有色金属、部分化工品等品种而言,虽然产品自身的进口依存度不高,但原料进口依存度较高且原料支撑较强,汇率波动对以上商品的驱动仍较为清晰。

6、风险提示

政策端变化或大宗商品价格异动对下游需求产生明显扰动。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com