

相关研究

《熬冬待春——中资美元债市场介绍与展望》2021.11.25
《2022年社融增速走势将如何?》2021.11.19
《绿色债券,乘风破浪——绿色债券现状及投资价值分析》2021.11.11

分析师:姜珺珊
Tel:(021)23154121
Email:jps10296@htsec.com
证书:S0850517070004
联系人:方欣来
Tel:021-23219635
Email:fxl13957@htsec.com

利率低波动下,如何增厚收益?

投资要点:

- 本报告内容根据海通证券2021年12月8日线上会议,张家港农商行金融市场部投资经理唐榕发言整理。
- **重要波段操作复盘。**今年10年国债最高3.2925%到最低点2.79%,50BP,去年年末收在3.145%到最低2.79%是35BP,3-5月份以做多为主,另外在今年7月和11月仓位重一点,在7月降准之后,市场降息预期、基本面有转弱趋势的情况下,也继续顺势做多;另一方面在市场调整期间也会做空赚取资本利得,比如今年春节前和10月中上旬。
- **如何在交易中有效应对市场的变化,及执行预判。**首先,传统的研究框架是有用的或者曾经有用,也是重要的,分析和研究在交易中也是重要的一个环节,但投资体系和策略也是要跟随市场顺应市场不停升级更新,而不能太执拗于自己的研究结果和观点。另外,除了研究,应对市场变化还需要良好的交易品质和交易素养,包括敬畏市场,谦虚谨慎,知己知彼。
- **债市波动率下降的原因。**一是央行精准操作,资金价格波动较小。二是跨周期调节框架下,央行的政策更有前瞻性,未来政策利率变动的概率和空间可能也不大,但不排除超预期的可能。三是现在利率处在历史较低位置,向下的空间不如往年。四是现在不少机构更加重视利率债交易,市场成交量加大,市场的价格更加公允、更加有效,缩小了日内的波动。
- **传统的投资策略效果如何?**目前常用的策略有单边、利差策略,包括期限利差、新老券利差、骑乘策略以及和衍生品结合的bond swap等。传统策略的效果肯定还是有的,也能获利,但空间可能也被压缩了,因为做得人越来越多,市场越来越有效,比如今年的期限利差,比如多5年国债空10年国债,几BP就得止盈。
- **如何在交易中更好地获得更高的资本利得?**现在绝对收益水平低、波动小,需要提高对波动敏感性,要更重视研究、重视复盘、形成自己的交易体系、提高方向性判断的能力,但又不执着于方向判断和交易体系。
- **交易过程中如何做好止盈和止损?**对于止损,首先要有个积极的态度,甚至要达到有些高手说的“开心地止损”这种状态。因为止损一方面往往可以避免更大的亏损,另一方面,可以通过亏损发现自己交易体系或者交易习惯以及交易性格的不足。对于交易盘,止损的最低标准是行里的止损限额。其次是要根据自己做交易的时间维度,如果是做大波段,那止盈和止损都会大一点,如果是日内、周内为交易维度的,那止盈和止损也会小一点。
- **后市展望。**降准后的这几天投资者偏向于止盈,当前国开已经位于年内新低,隐含税率大幅压缩,也意味着现在交易性质的机构比配置性的机构更激进,但这也有结构上的原因,非银现在的资金有增长的趋势。从交易的角度,这是个要警惕的现象,至少目前看配置型的机构年底自己配债还是偏谨慎的。另外,近期以210215为代表的政金债收益率上得比较少,而以210009为代表的国债收益率上得多一些,可能的原因包括年底借贷额度受限、交易机构热情仍高、利差策略交易导致。现在一致预期先下后上,但如果这个逻辑中间出现了超预期的事件,就会出现和预期不一致的地方。

风险提示:专家发言属于个人观点,不代表海通证券研究所观点。

目 录

1. 重要波段操作复盘	3
2. 如何在交易中有效应对市场的变化, 及执行预判?	3
3. 债市波动率下降的原因	4
4. “低利率+低波动”时代的债市投资	4
5. 后市展望	5

2021年12月8日，海通固收团队组织了线上交流活动。活动主题为：《对话利率债投资经理：利率低波动下，如何增厚收益？》，邀请嘉宾为张家港农商行金融市场部投资经理唐榕。本文为对话主要内容。

海通固收 姜珮珊：今天我们非常荣幸邀请到张家港农商行金融市场部投资经理唐榕，唐总2019年起从事利率债交易，今年唐总的业绩非常优秀，管理的权限内资本利得达到了110BP，这次我们通过对话的形式交流一下低利率低波动的情况下，如何提高投资收益。

1. 重要波段操作复盘

姜珮珊：首先第一个问题是您的业绩非常优秀，能否复盘一下今年来比较成功的一些波段操作？

唐榕：感谢姜首席的邀请，今天有机会和各位投资者交流分享，今年债市波动较小，但市场上还是有不少投资者做得很好，我也深感山外有山、人外有人，我就抛砖引玉，不妥之处请帮我指出，当然我讲的内容仅是个人观点、不代表机构观点。

今年10年国债最高3.2925%到最低点2.79%，相差50BP，去年年末收在3.145%到最低2.79%是35BP，今年能做到110BP，主要源于3月份以来以做多为主，3月份当时发现市场对增量的利空，包括通胀、海外的利空没有太多反应，地方债发行的量一直不达市场预期，但配置盘的配置需求还是较大，一些配置机构偏好的债券出现了没有下跌，甚至收益率在下行的情况，资金面又较为稳定，尤其非银的资金，较长时间的净融出，所以3-5月份我以做多为主，另外在今年7月和11月仓位重一点，在7月降准之后，市场降息预期、基本面有转弱趋势的情况下，也继续顺势做多；另一方面在市场调整期间也会做空赚取资本利得，比如今年春节前和10月中上旬。

2. 如何在交易中有效应对市场的变化，及执行预判？

姜珮珊：今年以来，债市传统分析框架似乎失效，如债市利率与通胀走势背离、与实际GDP增速背离、与库存周期背离，您觉得从交易角度来看，如何在交易中有效应对市场的变化，及执行预判？平时比较关注的宏观指标有哪些？

唐榕：首先，要承认的是传统的研究框架是有用的或者曾经有用，也是重要的，分析和研究在交易中也是重要的一个环节，但投研体系和策略也是要跟随市场顺应市场不停升级更新，而不能太执拗于自己过往的研究结果和观点。宏观指标方面，都有兼顾，但我不太执着于数据本身，更加关注边际的变化量，以及场内人认可的想法，就是市场的预期。但市场的预期其实很难量化的，只能通过某些指标、经验、以及个人客观如实地观察市场的能力。比起预测市场，我更偏好如何做应对、如何在预期差中寻找交易机会。

那么如何客观如实地观察市场、应对市场呢？我认为，除了研究，还需要良好的交易品质和交易素养，包括敬畏市场，谦虚谨慎，戒骄戒躁等。其实这个问题涉及到“道”的问题了。我们说人生是一场修行，其实交易也是修行，赚不赚钱、赚多少钱我认为只是一位交易员修行结果的外显。因为金融市场里人性被放大，我们交易员经常被我们自己的“贪、嗔、痴、慢、疑”影响，比如贪心方面，赚了钱还想继续赚，不知足，往往风险和亏损就要来临。再比如对自己的名气比较贪执。嗔心方面，如果发现自己有戾气，这种戾气会让自己不客观，比如某些价格明明知道不能进行交易，还去操作，发现有这种心态我就会调整自己。再比如交易员如果出现傲慢的心态，可能就是亏损的开始，而且这种傲慢是不自知的，这种傲慢可能会让自己执着于自己的预判和头寸，当自己的预判、头寸和市场走势发生背离，会不止损，甚至最后跌到止损线后被迫止损，因而保持一颗谦虚的心还是非常重要，我也观察到市场上很多做得好的交易员都特别特别谦虚。当把自己看得比较清楚后，再去观察市场，就比较清楚地知道场内人人性的变化，进而做出判断。比较推荐多读圣贤、哲学方面的书籍，比如孙子兵法里面讲的“知己知彼，百战不殆”，八个字虽然简单，但其实我们很多时候并不知己。

3. 债市波动率下降的原因

姜珺珊：今年利率低波动（截至 11 月末，今年十年国开活跃券日内振幅最大值 6.65BP、中位数 2.25BP，均为 2016 年以来最小值），从宏观政策角度来看主因是央行操作更加精准+跨周期调节政策，您觉得今年交易盘有什么变化？如何看待明年债市波动率？

唐榕：今年的波动比往年小，日内波动也小，我认为有几点原因，但不一定说得全面。具体来看：

一是央行精准操作，资金价格波动较小。首先，货币政策以及代表货币政策的资金利率是债市的锚，资金价格以及市场对资金价格未来的预期决定了债市的相对位置。今年资金价格波动较小，且市场预期未来波动也不会很大是债市波动较小的直接原因。今年春节后，央行操作更加精准，资金价格就如央行所说围绕政策利率波动，且格外稳定，以往 DR007 相对稳定，而现在 R007 波动也非常小，进而导致利率互换波动空间有限，债券收益率波动也较小。资金利率稳定也是央行货币政策框架慢慢从以量为核心到以价为核心转变的一个重要特征。

二是跨周期调节框架下，央行的政策更有前瞻性，未来政策利率变动的概率和空间可能也不大，但不排除超预期的可能。以往城投和地产是影响经济的主要边际变量，这两个产业对利率敏感度相对较低且受政策影响而波动较大，因此过去 10 年我国经济周期较短，且利率波动较大。而现在中央明确表示房住不炒，不靠房地产刺激经济，政府融资平台也受到了很大的限制；未来我国经济成分中消费的比例将继续提高，且投资上倚仗新兴制造业而不是城投地产，而制造业对利率相对敏感且短期受政策影响较小。未来我国的经济周期可能拉长，且融资主体对利率更敏感。

上述两点是我们认为今年利率低波动的主要原因，央行精准操作和跨周期调节可能是未来的常态。

三是现在利率处在历史较低位置，向下的空间不如往年。

四是现在不少机构更加重视利率债交易，市场成交量加大，市场的价格更加公允、更加有效，缩小了日内的波动。日内波动的缩小也带来了交易盘越来越难做的问题，另外预计未来也会有更多量化模型到 xbd 上面，这就会淘汰一部分日内交易水平较差的交易员，但表现较好、超额收益率高的不会被淘汰。如果以上几点没有出现大的边际变化情况，明年债市大部分时间我判断可能会延续今年的波动率，但如果有较大超预期的事件，还是会有一定的波动。

4. “低利率+低波动”时代的债市投资

姜珺珊：债市常用投资策略有哪些，当前债市低利率+低波动时代的到来，传统的投资策略效果如何？如何在交易中更好的获得更高的资本利得？

唐榕：目前常用的策略有单边、利差策略，包括期限利差、新老券利差、骑乘策略以及衍生品结合的 bond swap 等。传统策略的效果肯定还是有的，也能获利，但空间可能也被压缩了，因为做的人越来越多，市场越来越有效，比如今年的期限利差，比如多 5 年国债空 10 年国债，几 BP 就需要止盈。

如何在交易中更好的获得更高的资本利得？现在绝对收益水平低、波动小，需要提高对波动敏感性，要更重视研究、重视复盘、形成自己的交易体系、提高方向性判断的能力，但又不执着于方向判断和交易体系，当自己的交易体系发出了某种信号我们执行了这个策略，但亏损了，就要去寻找亏损的原因，进而修正自己的体系和自己的交易习惯。个人认为，重要的还是要提高个人心态和性格上的基本交易素养，交易是修行的工具，修行是交易的根本目的。

姜珺珊：如何对流动性进行研判？哪些指标有较好的前瞻性？

唐榕：流动性研判上，主要通过 DR、R、1Yrepo、以及成交量等指标，隔夜的高占比较高意味着市场杠杆较高，另外可以观察交易中心的机构回购情况表。可以发现今年以来除了 1 月份和 11 月份，非银尤其货基，每天的净融出都在 1.1-1.3 万亿，但 11 月以来货基的融出已经降到了 8000 亿左右，可能和年底货基赎回有关。所以我们也发现市场资金时紧时松，非银也不像之前那么宽裕了。

海通固收 孙丽萍：交易过程中如何做好止盈和止损？

唐榕：对于止损，首先要有个积极的态度，甚至要达到有些高手说的“开心地止损”这种状态。因为止损一方面往往可以避免更大的亏损，另一方面，可以通过亏损发现自己交易体系、交易习惯以及交易性格的不足。对于交易盘，止损的最低标准是行里的止损限额。其次是要根据自己做交易的时间维度，如果是做大波段，那止盈和止损都会大一点，如果是日内、周内为交易维度的，那止盈和止损也会小一点。至于什么位置止，还得看个人的方向判断和风险承受能力，承受能力小的，就可以止快点，如果发现市场可能要反向了就及时把仓位平掉。

孙丽萍：如何看待一级招投标倍数对交易的影响？边际倍数这个指标是不是有效性在降低？

唐榕：一二级市场是相互影响的，比如 2020 年下半年二级市场情绪比较差，一级市场的发行大概率会比较差。另外我们可以看到今年 3 月份以来，一级市场发行比较好，说明配置盘需求比较好，进而加速二级市场收益率的下行。从我切身的经验来看，市场有效性在增强，一级招投标倍数仍然能反映情绪好坏，但作为交易指标的有效性在降低，是因为当下对于边际的标位，市场预测得越来越精准，边际倍数就有越来越大的趋势。

孙丽萍：请问当下利率波段如何操作？有没有什么时间窗口重点把握？

唐榕：当下的日内波动较小，可能交易的时间维度上要稍微拉长一点。比如利好落地适度减仓或顺势做多。后面继续关注宽信用，包括地产等基本面数据、MLF 续作情况、年底的资金面。

5. 后市展望

姜珺珊：怎么看待周一降准后，债市呈现出利好出尽或者是宽信用预期的趋势？当前国开已经位于年内新低，隐含税率大幅压缩，从交易盘角度您怎么看后续行情？拉长看明年市场似乎形成了先下后上的预期，您怎么看这个一致预期？

唐榕：降准后的这几天投资者偏向于止盈，当前国开已经位于年内新低，隐含税率大幅压缩，也意味着现在交易性质的机构比配置性的机构更激进，但这也有结构上的原因，非银现在的资金有增长的趋势，包括银行买基金，基金又偏向于政金债，从今年的 DR007 和 R007 的利差角度也可以看出来。从交易的角度，这是个要警惕的现象，至少目前看配置型的机构年底自己配债还是偏谨慎的。另外，近期以 210215 为代表的政金债收益率上得比较少，而以 210009 为代表的国债收益率上得多一些，可能的原因包括年底借贷额度受限、交易机构热情仍高、利差策略交易导致。现在一致预期先下后上，但如果这个逻辑中间出现了超预期的事件，就会出现和预期不一致的地方。

风险提示：专家发言属于个人观点，不代表海通证券研究所观点。

信息披露

分析师声明

姜珺珊 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。