

“金九银十”难现，中期涨势未改

近日，国债期货在多头获利止盈及汇丰 PMI 回暖压力下有所回调。从高频数据来看，在旺季支撑下，9 月经济数据或阶段性企稳，但数据显示房地产市场量价继续下行，传统的“金九银十”或难现，一旦步入淡季，经济仍有下行风险，若触及政府底线，定向宽松政策或继续加码，期债中期上涨趋势未变，建议前期多单继续持有。

一、9 月经济短期企稳，但下行压力仍大

经济增长方面，高频数据及汇丰 PMI 显示 9 月经济短期企稳，但房市“金九银十”难现，经济下行压力仍大。9 月汇丰 PMI 小幅回升至 50.5，新订单和新出口订单均有所回升，显示制造业景气度回暖。9 月上旬发电增速回升至 4%，中旬发电耗煤增速从上周的-15.6%回升至-14.7%，而 9 月上旬粗钢产量增速从 8 月下旬的-3.6%回升至 1.8%，均明显改善，前期高基数效应已过，经济短期或企稳；而房地产市场量价继续下跌。价格方面，70 大中城市新建住宅价格指数环比下跌 1.10%，较 7 月 0.9%的降幅有所扩大；销量方面，9 月份 30 大中城市商品房日均成交面积 50.73 万平方米，同比下降 21.03%。在多数城市放开限购以来，地产并未出现预期的改善，传统的“金九银十”也未出现，房地产短期企稳概率较小，经济下行风险仍在。

周三国务院召开常务会议，部署完善固定资产加速折旧政策，对符合条件的仪器设备予以部分一次性计入当期成本、部分折旧年限缩短 60%，以促进企业技术改造和创业创新。加速折旧后计入当期成本后，将使得符合条件的生产技术类企业成本下降，应缴税费下降，相当于定向减税的财政刺激政策，与目前经济调结构的思路一致。从对经济的刺激效果来看，由于目标范围主要集中在高兴技术产业，对短期内经济增长的拉动作用有限。

通货膨胀方面，数据显示通胀继续低迷。8 月 CPI 同比 2.0%，低于市场预期，其中食品项和非食品环比分别为 0.7%和-0.1%。9 月猪价止涨回落，加之菜价回调，上周食品价格总体回落。工业品价格加速下跌，在房地产依旧疲软、去库存压力仍大背景下，工业需求难有起色，预计 9 月 CPI 继续回落。

二、定向宽松持续，季末资金面平稳

在临近季末、新股发行、十一假期等多重因素叠加时点，央行推出 5000 亿 SLF 同时下调正回购利率以维持资金面平稳，本周公开市场虽少量净回笼，但资金面仍供需平衡，料季末将平稳度过。央行同时希望通过正回购利率引导二级市场短端资金利率下行并传至长端，降低实体经济融资成本。目前来看，债券市场中长端利率及资金利率均有所下行，利率下降能否最终传导至实体经济仍需验证，若效果不明显，进一步的宽松政策仍然可期。

图 1：银行间质押式回购利率走势

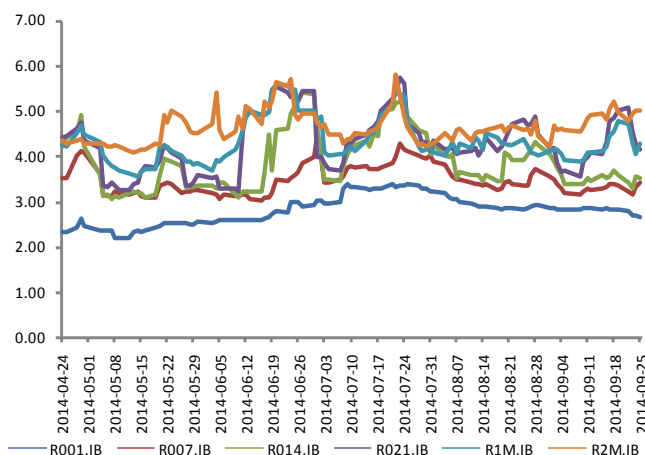
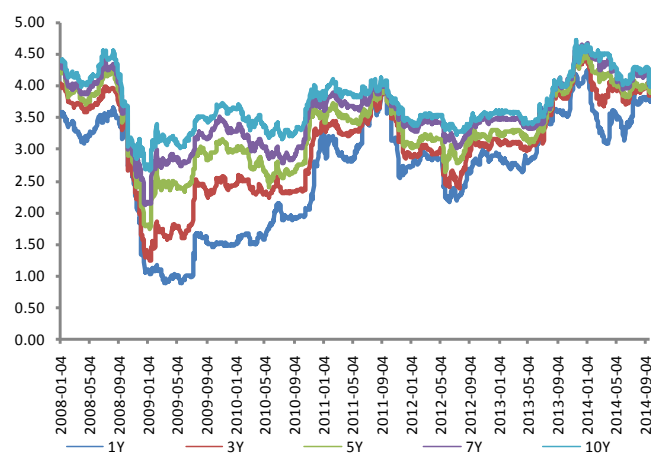


图 2：银行间关键期限国债到期收益率走势

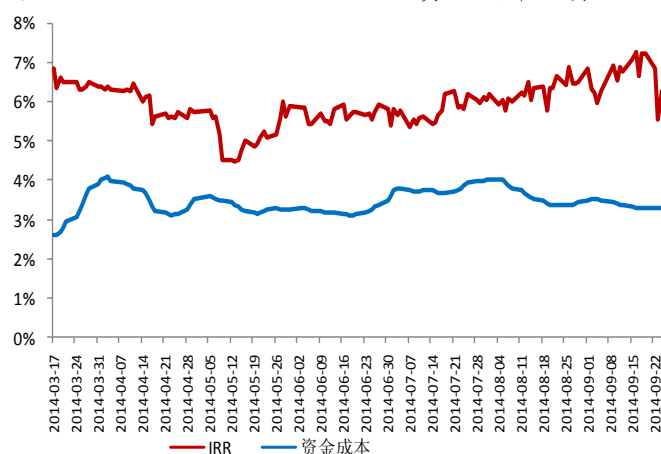


三、利率短期略有反弹，中期下行趋势未改

受定向宽松推动中长端利率大幅下行，10年期国债及政策性银行债下行幅度均在20-30BP之间，而短端品种下行幅度较小，利率曲线异常平坦化。随后中长端利率又有所反弹，利率曲线略有修正。从期限利差历史运行规律来看，利差曲线变化主要受两个因素影响，一是经济基本面预期，二是货币政策推动。经济基本面走弱，则会带动利差收缩；经济基本面走强，将带动利差回升；货币政策紧缩，则会带动利差收缩；货币政策趋松，带动利差回升。近期经济数据总体表现旺季不旺，政策端的应对依然较为迟缓，旺季支撑下，数据或阶段性企稳，但一旦步入淡季，经济仍有下行风险，货币政策的宽松力度或继续加码，期限利差将继续保持低位，利率中期下行趋势未改。

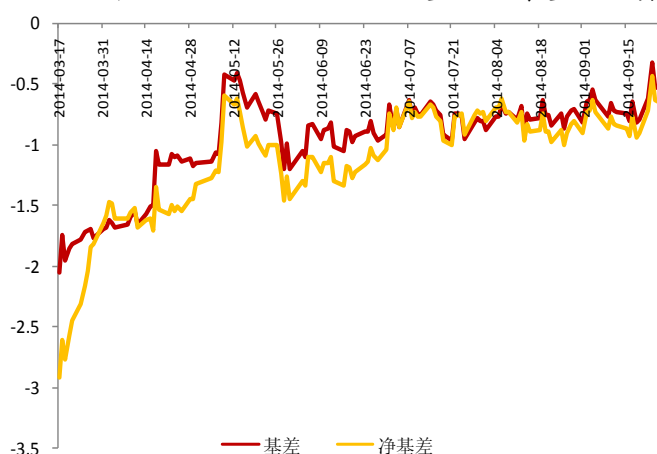
四、操作建议

图 3：IF1412 理论 CTD IRR 及资金利率走势



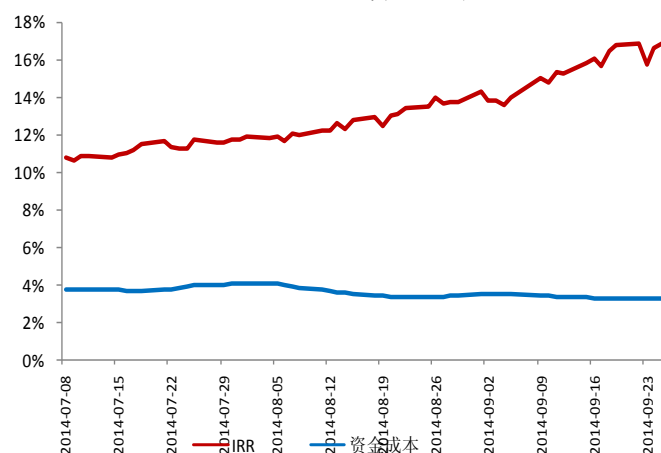
来源：东兴期货研发中心

图 4：TF1412 理论 CTD 基差及净基差走势



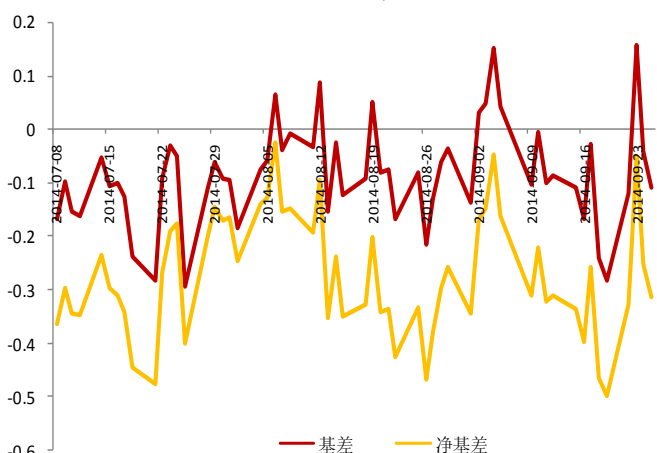
来源：东兴期货研发中心

图 5：TF1412 活跃 CTD IRR 及资金利率走势



来源：东兴期货研发中心

图 6：TF1412 活跃 CTD 基差及净基差走势



来源：东兴期货研发中心

总体来看，经济疲弱，通胀低迷，基本面对债券市场形成强支撑。从高频数据来看，在旺季支撑下，9月经济数据或阶段性企稳，但一旦步入淡季，经济仍有下行风险，若触及政府底线，定向宽松政策或继续加码，期债中期上涨趋势未变，建议前期多单继续持有。

刘莹莹，研究员，期货执业证书编号：T189407，liuyy@dxqh.net

东兴期货国债期货研究员，南开大学金融工程硕士，中金所国债期货讲师。主要研究方向：国债期货基本面，套期保值、久期调整策略，期现、基差、跨期套利策略及相关产品研发。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。