

正回购利率下调打开期债上涨空间

8月经济数据全面回落，通胀继续低迷，基本面对债券市场形成强支撑。传央行对五大行实施5000亿SLF操作，期限3个月，今日央行下调14天正回购20BP至3.5%，定向宽松再加码。近期国债中长端利率出现了部分下行，但短端变化不大，制约长短下行幅度，利率曲线愈发平坦化，且中长端国债利率下行幅度低于金融债下行幅度，10Y金融债国债利差已低于60BP，处于历史低位，但今日正回购利率下调打开了中长端利率的下行空间，能否带动实体经济融资成本下降仍需验证，若效果不明显，则继续定向降息可期，后续定向宽松或持续，操作上建议期债中多持有，关注阻力94.000。

一、数据全面下滑，筑底仍需等待

增长方面，经济全面回落：8月工业同比增速回落至6.9%，远低于预期，创六年新低。8月内外需全面回落，基建投资增速受制于稳增长效应减弱而大幅下滑，销售持续负增长拖累地产投资，产能过剩和去杠杆令制造业投资持续低迷。8月上中下游增速亦全面回落，上游发电增速首现负增长，中游钢铁增速降至1%，下游汽车产量增速降至3.1%。经济仍面临下行压力，后续政府或继续增大投资力度，但受制于财政收入减少，力度和效果或有限。

通胀继续低迷，8月CPI同比2.0%，略低于市场预期，其中食品项和非食品环比分别为0.7%和-0.1%。非食品项8月增速明显低于历史季节性。导致非食品项环比落入负值区域的主要分项是交通、文娱和酒。交通项涨幅-0.5%，与近期油价的连续下调一致，而酒环比-0.2%，延续2013年以来的连续降价，显示反腐影响仍在。同时，8月自住住房环比0.1%，也低于近3年0.3%的水平。展望9月，由于基数偏高，而且油价9月仍在下调，估计9月CPI同比或继续回落。

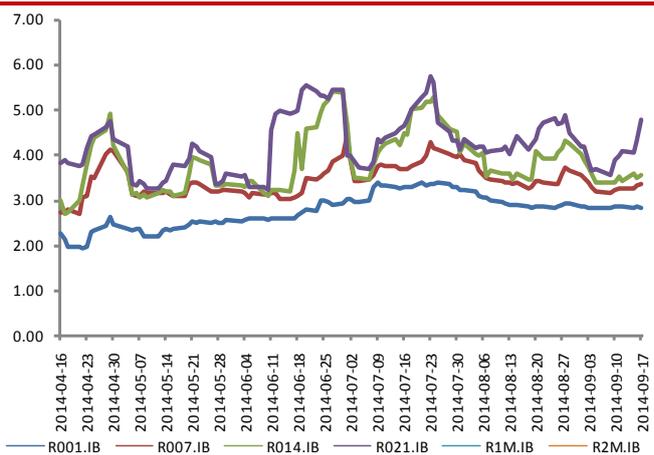
二、定向SLF平稳季末资金面，回购利率再下调

网传央行对五大行实施5000亿SLF操作，期限3个月，近似全面降准0.5个百分点。我们认为央行的政策目的的一方面在于对冲存款偏离度管理的影响，防止季末资金大幅波动。另一方面8月经济数据疲弱，此举意在提供信贷支持。银监会近期出台了限制月末时点冲存款通知并在9月正式实施，但此前不少银行已安排大量理财于9月末到期，在无法更改理财到期时间情况下，银行应对策略只能是提前冲存款，此外IPO、季末、十一假期对资金面亦有冲击，央行此时定向5000亿SLF，意在平滑资金面的波动。但若央行只是单纯对冲季末资金波动1个月的SFL足矣，本次期限为3个月，期限较长，可适当增加银行信贷投放额度，此举亦是对8月疲软数据的政策反应。央行之所以选择SLF，而不是定向降准或其他货币工具，或是因为既部分达到了降准、降息的效果，又为后续操作预留了空间。

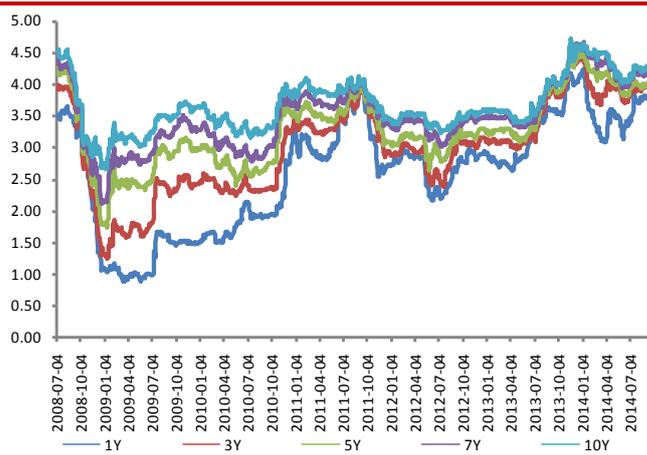
今日央行下调正回购利率20BP至3.5%，可见政府降低短期资金利率的意图明显，能否带动长期资金成本下降仍需验证，若效果不明显，定向降息可期。

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



来源：WIND，东兴期货研发中心



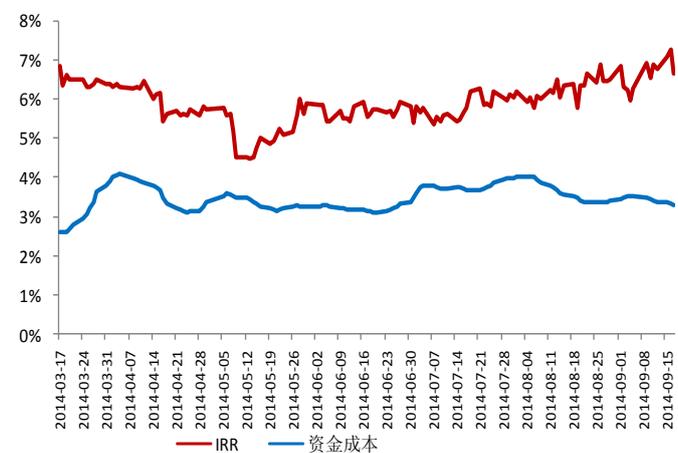
来源：WIND，东兴期货研发中心

二、配置需求改善，利率曲线将平坦化下移

由于宏观数据超预期下滑，加上定向 SLF 传闻影响，中长端国债利率有所回落，新发 10 年期附息国债，中标利率 4.13%，认购倍数 2.40 倍。但由于 R007 一直维持在 3.5% 左右，国债短端变化不大，从而制约长短下行幅度，利率曲线愈发平坦化。从近期国债一级招标结果来看，其配置需求虽有所改善但仍不强，主要原因仍是短期资金成本太高，配置国债难以覆盖成本，其免税效应不能体现。但今日正回购利率下调打开了中长端利率的下行空间，后续定向宽松或持续，利率曲线将平坦化下移。

四、操作建议

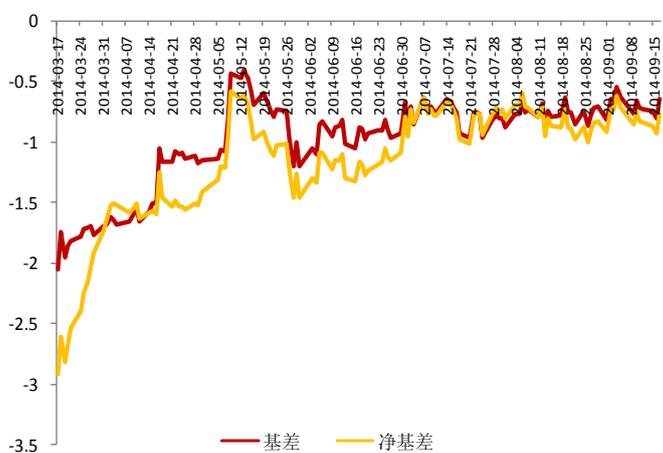
图 3：IF1412 理论 CTD IRR 及资金利率走势



来源：东兴期货研发中心

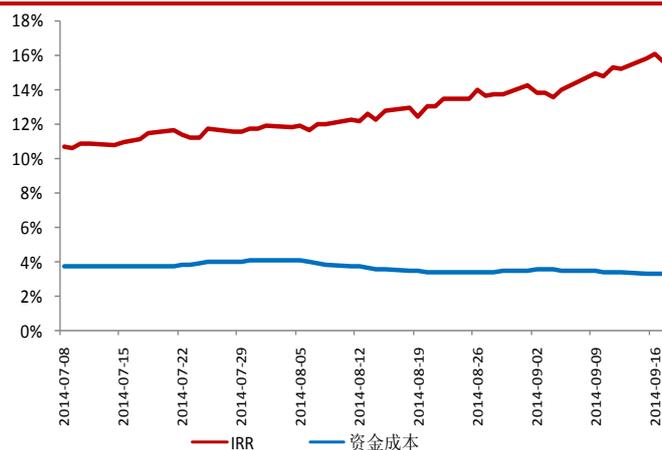
图 5：TF1412 活跃 CTD IRR 及资金利率走势

图 4：TF1412 理论 CTD 基差及净基差走势

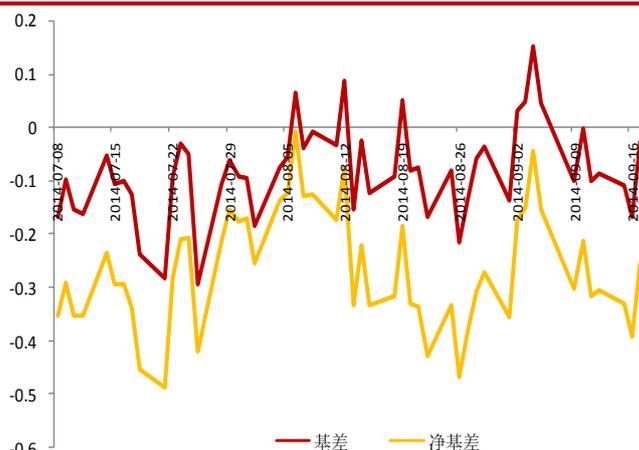


来源：东兴期货研发中心

图 6：TF1412 活跃 CTD 基差及净基差走势



来源：东兴期货研发中心



来源：东兴期货研发中心

总体来看，8月经济数据全面回落，通胀继续低迷，基本面对债券市场形成强支撑。当前疲弱的经济数据决定了利率不会出现上行风险，但利率下行的幅度及速度则在于货币政策力度。由于政府对经济下行的容忍度在提高，全面放松概率不大，但定向宽松持续加码。今日正回购利率下调打开了中长端利率的下行空间，能否带动实体经济融资成本下降仍需验证，若效果不明显，继续定向降息可期。操作上建议期债中期多单持有，关注阻力 94.000。

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。