

债牛逻辑仍未改

考虑到近期债市扰动因素增加：贸易摩擦阶段性缓和、猪、油共振提升通胀预期及专项债或增发等财政政策发力等利空因素短期难以证伪，债市短期面临一定的调整压力，期债上周从高位调整近 1 元。但中期债牛的逻辑并未改变：中美利差维持高位和全球负利率是安全垫，中国债市具有明显的估值优势、房地产限购和隐性债务约束拖累经济上升并抑制融资需求，包商事件、打破刚兑等重定义无风险资产、中美贸易摩擦仍将反复、衰退式宽松叠加利率债供给压力大减。因此债市短期调整幅度将有限，中期继续看涨债市。



周一（9月16日），受猪周期叠加沙特黑天鹅事件导致的猪、油或共振引发通胀预期升温以及8月工业等数据低于预期影响，国债期货大幅低开，盘周走高，其中10年期主力合约收涨0.09%，盘中一度跌近0.2%；5年期主力合约高开低走，盘中一度跌逾0.15%，最终尾盘收涨0.02%，2年期主力合约低开后震荡收高，最终收涨0.01%。截至期货收盘，10年期国债活跃券190006最新成交价报3.09%，收益率较前收盘价上行1.5BP，5年期国债活跃券190004最新成交价报2.93%，收益率较前收盘价上行0.5BP。

警惕猪、油共振引发通胀预期抬升。最新公布8月通胀数据显示，受猪价继续大幅上行影响，8月CPI超预期上行。未来猪产能出清过程不断加速，同时供给端补栏意愿和信心不足，导致存栏量快速下降，意味着后期猪价上涨压力仍然较大。整体看年内猪周期带来的猪价大幅上行的风险仍是年内通胀最大关注点。而PPI受原油、天然气等大宗商品价格的波动下行影响，PPI同比降幅有所扩大。此外，上周末，胡塞组织对沙特工厂的袭击再次将地缘摩擦摆上台面，尽管局势及时获得控制且沙特宣布将于周一恢复生产，但作为继油轮与油管袭击后的第三次受袭，近期频发的袭击仍刺激了市场对供给的担忧，周一开盘B/W均大幅高开，布伦特高开13%，一度重回70。短期内，市场担忧猪、油共振引发通胀预期抬升利空债市。

目前外界预估，短期内沙特或通过闲置产能以及工厂修复的形式恢复近半的生产，但想要全部修复需要数周的时间，而对此特朗普表示将考虑放开战储已应对油价。地缘的冲高掩盖住了宏观的悲观，当前全球经济下行压力未有丝毫好转，而上周美国活跃钻井数继续下降与中美谈判的趋强均将对油价高攀起推波助澜的作用。尽管如此，我们认为随着各国释放库存或增产参与到沙特情况中，短期市场对供给的担忧会逐渐减弱，油价将缓慢下跌。因此，后期大概率很难见到猪、油共振引发通胀预期抬升，进而影响货币政策宽松。

经济数据不佳，后期仍助力债市走牛。最新公布8月经济数据显示，投资累计同比5.5%，制造业投资同比增加2.6%，地产累计同比增速为10.5%，基建累计同比增速为4.2%，工业

增加至同比 4.4%，社零增速 7.5%。8 月经济数据依然惨淡，普遍不及预期，经济数据不佳主要在于汽车销售下滑、生产受采矿业拖累，贸易摩擦行业投资持续下滑。整体看，三季度经济下行压力不减，经济向下探底过程尚未结束，针对于制造业投资的定向降息和融资支持的政策呼之欲出。中期基本面对债市的支撑不改。

后期社融仍承压。8 月信贷数据略超预期，可能是因为 8 月份 LPR 改制，银行担心后续贷款利率下降，因此加速投放或有一定透支。社融方面，8 月社融数据较为平稳，略好于预期主要得益于信贷的修复和非标收缩幅度收窄。金融数据暂时的月度波动不宜过度解读，还要结合后续的经济数据来判断融资需求是否有真的改善。综合考虑宽信用持续发力以及需求弱复苏的背景，预计今年社融增速会好于去年。但是四季度开始，地方政府专项债发力空间被急剧压缩，在没有增发的背景下，四季度或可能出现“无债可发”局面，同时考虑到房地产限制政策的影响在逐渐凸显，叠加四季度信托大量到期，未来信托大概率大幅缩减。因此四季度社融将面临较大再度回落压力。

技术上看，上周国债期货主连合约延续弱势表现，短期下行动能较强。从主连合约看，期债主连短期均线延续向右下方发散之势。而 MACD 绿柱逐渐扩大，白线与黄线后继续呈现发散势头，裂口继续变大，短期空头动能仍较强。而从中周期看，十债主连周 K 线仍呈现多头排列，但周 MACD 线红柱在不断缩小。即短周期与中周期上期债动能继续分化。

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.cm

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。