

资金面平稳，期债上下两难

我们看到近期的国债期货市场，在此前降息预期落空之后出现了明显的回调，而目前十年期国债收益率反弹至 3.16% 附近后则呈现出震荡格局，而短期来看这种震荡走势将很难出现明显的改变。

目前已经公布的部分经济数据和金融数据均表明进入 9 月份以来虽然经济下行压力依旧存在，但已经出现企稳迹象。首先是 9 月份制造业 PMI 指数回升 0.3 个百分点至 49.8%，而生产指数、新订单指数和原材料库存指数均出现不同程度的回升。当然对于 PMI 指数的回升，一方面 9 月份历来是工业生产的旺季，季节性因素不可忽视。另一方面自 7 月份政治局会议之后一系列稳增长和逆周期调节政策相继落地，全面降准，专项债加速发行并提出提前下发明年的专项债额度，增加制造业信贷投放，LPR 报价改革的同时引导 LPR 报价利率下行等等一系列政策目前来看执行效果均还不错，为 PMI 回升提供了坚实有力的支持。后续来看，10 月中上旬新一轮中美贸易谈判第一阶段取得重大进展，外需有望在 4 季度改善。

而稳增长和加大逆周期调节的政策效果，也在本周二公布的 9 月份金融数据中得到进一步的体现。从数据上看，9 月份新增社融 2.27 万亿，高于前值 2.02 万亿，新增人民币贷款 1.69 万亿，高于前值 1.21 万亿，M2 同比增长 8.4%，均高于预期和前值的 8.2%。8 月份的金融数据表现亮眼，9 月份则进一步延续良好的势头，最直接的原因当然是因为 9 月份降准落地，银行机构加大信贷投放的力度。同时也要考虑到，9 月份为基建施工的旺季，在稳增长政策指引下，政策层采用基建托底经济意图明显，8 月份基建投资增速已经回升至 4.2%，9 月份预计将进一步上升。

本周还公布了 9 月份通胀数据，市场聚焦 CPI 同比增速 6 年来首次触及 3%。本次 CPI 同比增速继续攀升主要还是受了猪肉价格的影响，9 月当月猪肉价格同比上涨 69.3%，影响 CPI 上涨约 1.65 个百分点。本轮猪肉价格大涨的主要原因还是近几年环保因素导致大量中小养殖户退出，同时非洲猪瘟加速产能出清，生猪存栏和能繁母猪存栏量快速下降。而进入 10 月份消费旺季之后，猪肉价格环比继续上涨，因此四季度 CPI 同比增速大概率继续保持高位。虽然 CPI 同比增速创 6 年新高，但是在剔除了食品因素之后，9 月份 CPI 非食品同比增速仅为 1.0%，

相较于 8 月份还下降了 0.1 个百分点。与此同时，PPI 同比跌 1.2%，跌幅较上月扩大 0.4 个百分点，主要行业中煤炭、石油、黑色和化工等产成品价格低迷，考虑到去年 10 月份同期的基数依旧较高，PPI 同比增速可能到 11 月份才会有所改善。因此综合来看，当前其实通胀压力并不大，政策层很难因为食品价格的因素而改变稳增长和逆周期调节的既定政策。

综合以上各项因素，目前经济出现企稳迹象，短期来看预计财政政策将持续保持扩张态势，专项债发行力度继续加大，基建托底经济或将延续。货币政策在经济没有出现明显恶化的情况下，很难继续加码宽松，央行在年内降低公开市场操作利率的可能性很小，但是出于降低实体经济融资成本的目的，继续引导 LPR 报价利率缓慢下行是很有可能性的。

对于债市而言，收益率要重新出现明显下行难度较大。同时也要注意，虽然目前货币政策没有继续放宽，但 9 月份以来 DR007 利率维持 2.6% 附近，资金面始终保持平稳，在目前的利率水平下套息空间依旧存在，债市加杠杆赚票息的策略是有效的，这一点也就意味着当前收益率大幅上行的基础并不存在。操作上，虽然我们维持震荡观点，但是我们认为当十年国债收益率向上触及 3.2% 之后，可短线布局国债期货多单。

（作者单位：中信建投期货 何熙）