

债券九月看市 | 债市短期或将延续窄幅震荡走势

8月债市回顾：资金面边际收敛，债市牛平行行情

8月资金面偏紧，债市在降息操作和稳增长政策密集出台影响下先涨后跌。月中MLF利率与LPR非对称降息，5年期LPR未调降，宽信用预期短暂回落，8月下旬，稳增长政策集中落地前，10Y国债实现2.54%的全年低位。但随后，“认房不认贷”、降低存量首套房利率等房地产支持政策落地，叠加印花税减半、规范股份减持行为、优化IPO监管和调降交易所融资保证金比例等资本市场相关政策集中落地，经济修复信心提振带动前期涨幅小幅回吐，10Y国债利率最终收于2.56%。

8月资金利率整体上行，R001/R007/DR001/DR007月均值环比+27/-2/+28/+6BP，存单量升价跌。半年/3M国股银票直贴价格月均值分别为1.25%、1.34%，较7月分别环比下行17BP、12BP。利率债短端承压，长端下行，期限利差收窄，1Y国债/国开债利率上行9BP/4BP至1.91%/2.07%，10Y国债/国开债利率下行10BP/7BP至2.56%/2.69%。（数据来源于Wind）

基本面：制造业PMI延续回升，需求边际改善，CPI同比有所回升

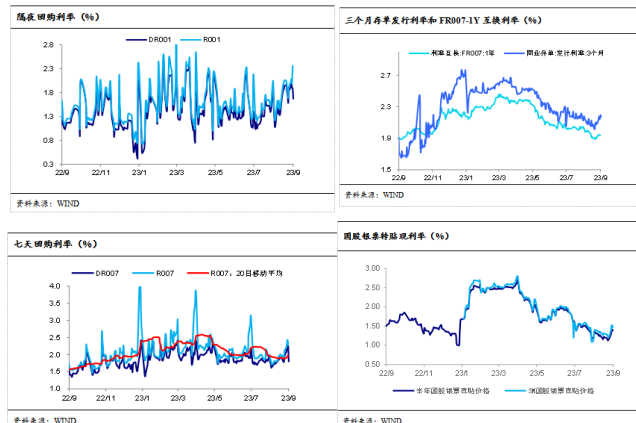
8月CPI同比有所回升。8月以来水果价格继续下降，但鲜菜价格回升、猪肉价格显著反弹后企稳，叠加消费趋于改善、CPI基数回落，8月CPI同比上涨0.1%。8月以来国际原油价格环比上行，国内煤价小幅下降，但钢价、沥青和玻璃价格环比均上涨，叠加去年基数明显下滑和政策对市场预期的提振，8月PPI同比降幅有所收窄，同比降3%。

8月以来中观高频数据显示生产端表现分化、需求端边际改善。需求端显示：百城土地成交面积仍处偏低水平，30城商品房成交面积先下后上、环比降幅大幅缩小，出口CCFI和SCFI综合指数环比改善，8/1-8/27汽车零售批发销量同比增速转正、环比分化。工业生产端显示：钢材周度产量企稳、但处于同期偏低水平，沿海八省日耗煤量先上后下、月均值环比同比增速均转负，全国高炉开工率先上后下、PTA工厂产业链负荷率处于高水平、汽车半钢胎开工率上行。（数据来源于Wind）

8月货币市场：资金利率上行，票据利率下行

8月央行净投放资金11620亿元，逆回购投放28510亿元，逆回购到期16800亿元；MLF投放4010亿元，MLF到期4000亿元；国库现金定存投放500亿元，国库现金定存到期600亿元。

资金利率上行，票据利率下行。8月R001月均值上行27BP至1.77%，R007月均值下行2BP至1.96%；DR001月均值上行28BP至1.64%，DR007月均值上行6BP至1.86%。3M存单发行利率、FR007-1Y互换利率均先下后上；8月票据利率下行，半年/3M国股银票直贴价格月均值分别为1.25%、1.34%，较7月分别环比下行17BP、12BP。（数据来源于Wind）



8月二级市场：债市牛平

相比于7月31日，8月31日1年期国债收益率上行9BP至1.91%，10年期国债收益率下行10BP至2.56%；1年期国开债收益率上行4BP至2.07%，10年期国开债收益率下行7BP至2.69%。

国债&国开债利率所处分位数短端上行，长端下行，期限利差明显收窄。隐含税率分化，中端期限隐含税率分位数水平降低，长端和超长端则上行。10Y国开债隐含税率由3.79%上行至5.06%，位于16%分位数水平。（数据来源于Wind）

	利率水平(%)						
	3m	1y	3y	5y	7y	10y	30y
国债	中位数	1.92	2.21	2.52	2.69	2.85	3.34
	最新水平	1.70	1.91	2.22	2.40	2.56	2.90
	最新分位数	25	18	3	4	1	1
	经调整后分位数	50	50	53	54	53	51
国开债	中位数	2.00	2.36	2.71	2.87	3.05	3.49
	最新水平	1.79	2.07	2.34	2.48	2.69	2.97
	最新分位数	26	24	5	2	1	2
	经调整后分位数	66	56	40	33	25	27
国债	期限利差						
		3年-1年	5年-3年	10年-5年	10年-1年	30年-10年	
	中位数 (bp)	33	17	18	67	51	
	最新水平 (bp)	32	18	16	65	35	
	最新分位数 (%)	47	59	26	44	2	
前一期分位数 (%)	87	78	71	86	4		
国开债	中位数 (bp)	42	18	23	83	43	
	最新水平 (bp)	27	14	21	62	27	
	最新分位数 (%)	9	15	38	10	3	
	前一期分位数 (%)	35	48	21	29	8	
	国开债隐含税率 (%)	中位数	1y	3y	5y	7y	10y
最新水平		5.36	7.11	7.31	7.70	8.07	4.66
最新分位数		8.02	5.15	3.25	4.90	5.06	2.16
最新分位数		82	13	1	12	16	5

注：数据为滚动三年分位数；“经调整分位数”指市场利率减去OMO利率后计算的分位数
资料来源：Wind

8月信用市场：信用利差整体收窄

8月份信用债收益率水平相比上月整体下行，信用利差整体收窄。根据Wind数据显示，从8月份收益率水平来看：1年期各等级中短票下行5-6BP，城投债下行8-9BP；3年期各等级中短票下行7-21BP，城投债下行9-23BP；5年期各等级中短票下行7-10BP，城投债下行11-20BP。8月份信用利差方面，1年期各等级中短票利差收窄9-10BP，城投债利差收窄12-13BP；3年期各等级中短票利差收窄2-16BP，城投债利差收窄3-17BP；10年期各等级中短票利差收窄7-8BP，城投债利差收窄0-7BP。（数据来源于Wind）

9月债市前瞻：短期或延续窄幅震荡走势

8月经济数据有微小改善，但经济内生动能待进一步修复。据统计局数据，8月制造业PMI 49.7%，较前值上升0.4个百分点，略高于预期（49.4%）；非制造业PMI 51.0%，较上月下降0.5个百分点，低于预期（51.2%）。从高频数据看，8月以来地产需求仍然偏弱。本月多项政策的出台或落地实施，降息、房地产政策的密集出台、六大措施活跃资本市场，均对市场信心有提振作用。资金面方面，“宽货币”的政策基调尚未改变，但为响应“坚决防范资金空转套利”，资金面有边际收紧，资金利率有一定程度上行。预计9月资金面或维持紧平衡。

债市策略方面，市场仍在观察政策效果，目前债市止盈明显。受积极政策出台的影响，市场风险偏好有所提升，债市出现扰动，短期来看债市收益率或出现小幅上行；但中长期来看，经济内生动能仍需提振，预计债市上行空间有限。预计债市短期或延续窄幅震荡走势。

市场有风险，基金投资需谨慎

本报告并非基金宣传推介材料，仅供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺。

本报告是基于投资者被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

基金管理人提醒投资人基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运作状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资人自行承担。

本报告所载资料来源均为已公开资料，东方基金对这些资料的准确性和完整性不做任何保证，且东方基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。东方基金可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员、基金经理的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方基金或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员、基金经理于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告版权归东方基金所有，未经东方基金事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊发、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。