

## 期债短期延续弱势

国庆节后国债期货市场延续震荡下跌行情，主要原因在于：一方面是中美贸易谈判频传利好，最终达成阶段性一致意见，短期令市场避险情绪明显降温；其次是 10 月以来公布的多数经济数据超预期，市场对于经济短期企稳反弹的预期增强；第三是持续多年的英国脱欧闹剧终有结论，同样令市场风险偏好急剧上升。最后，持续大涨的猪肉价格导致短期通胀预期持续升温，明显压制货币政策宽松空间。短期来看，上述因素的影响有望持续，因此债市大概率延续弱势调整格局。

**全球避险情绪降温，短期压制债市做多情绪。**首先，先是美方公告称中美贸易谈判达成阶段性一致意见，而上周中国商务部也对外宣布中美第十三轮贸易谈判取得阶段性成果，主要内容为中方将继续购买美国农产品，而美方将暂时中止继续提高关税的措施，或许还会有汇率方面的约定。正式文件有望在 APEC 会议上由中美领导人共同正式签订。此外，上周英国脱欧谈判也传出利好，在历经了 3 年多的波折之后，英国退欧谈判终于在本周取得重大进展——欧盟峰会通过英国“脱欧”新协议。这对于急于想要在 10 月 31 日退欧的英国首相约翰逊来说似乎是一个好消息。然而，这一协议还须分别经过欧洲议会和英国议会批准才能生效。但就在 19 日刚刚结束的英国议会以 322 票赞同、306 票反对通过一项关键修正案，将迫使首相约翰逊寻求再度推迟“脱欧”，对于英国能否顺利脱欧仍存一定的不确定性。整体看，中美贸易战的阶段性的缓和以及脱欧谈判取得实质性进展均大大

提高市场的风险偏好，整体对债市不利。

**“通胀”与通缩并存，但 CPI 破 3%令货币政策宽松受限。**最新公布通胀数据显示，年内 CPI 首破 3%，而 PPI 延续加速下行趋势。对于 CPI 而言，尽管鲜菜、鲜果等价格明显回落，但是受猪肉价格继续超预期大涨以及带动相关替代品价格上行影响，猪肉价格继续引领 9 月 CPI 超预期上行，年内首次触及 3.0%。但是，9 月剔除食品和能源的核心 CPI 继续维持在低位，通胀形势依旧稳定，同时也表明短期的通胀读数抬升主要是供给端出问题所致，非需求所致，整体看国内的需求依旧疲弱。PPI 方面，由于原油、天然气等大宗商品价格的波动下行，PPI 失去了主要的价格支撑，同比降幅有所扩大，短期内 PPI 继续回落的可能较大。9 月沙特地缘政治事件影响消退后，原油和国际大宗商品价格重新步入下行通道，叠加去年原油价格和 PPI 的高基数，均对 PPI 形成拖累。PPI 降幅扩大，反映出的是全球经济增速放缓，需求走弱的预期，值得警惕。整体看，结合核心 CPI 和服务类 CPI 都很弱的背景下，未来所要担心的仍不是通胀问题，而是面临的通缩加剧风险。

**基本面暂稳，关注预期差再现。**最新公布经济数据显示，三季度 GDP 同比增长 6.0%，较二季度跌落 0.2 个百分点。但与此同时，9 月单月指标几乎全面回暖：工业增加值同比增长 5.8%，高于前值 4.4%；社会消费品零售总额同比增长 7.8%，高于前值 7.5%；基建投资累计同比增长 3.4%，高于前值 3.2%；房地产开发投资累计同比增长 10.5%，持平前值。整体看，3 季度 GDP 同比环比增速明显下跌，9 月生产和

零售增速虽然相对 7-8 月急速下跌的态势而言有所缓和，但反弹仍然疲弱，并可能缺乏持续的支撑。

而从季节性来看，现阶段数据特征与 6 月非常“相似”。彼时公布二季度 GDP 同比增长下滑 0.2 个百分点至 6.2%，但 6 月单月数据多数明显改善，趋势数据与单月数据之间的背离，使得市场对宏观基本面的认知分歧加大。整体看，我们认为 9 月数据好转的背后存在着短期因素刺激以及去年低基数效应等因素共同推动的原因，并非经济开始反弹，顶多是经济下行摸底过程中的短期反弹。后期重点关注经济没有预期好的“经济预期差再现”所带来的债市反转做多机会。

综合来看，短期受全球避险情绪明显回落、国内经济数据暂稳以及通胀预期不断提升等利空影响，期债仍将延续弱势调整走势。但中期来看，债市牛市的核心投资逻辑没有变化：中美利差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回暖，未来中美经贸问题仍将反复。短期利空释放后，债市仍将回归基本面主导。

**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。