

## 期债：关注预期差带来交易机会

十一月以来，随着十月 PMI 数据显示经济预期差或再现以及中美贸易战仍存较大不确定性的背景下，叠加经过近两个月的调整，中美利差达到历史高位，中国债市配置价值凸显，外资持续流入，债市触底反弹。尽管高企的通胀数据在情绪上对债市有一定的压制，但是随着央行调降 MLF 利率，表明结构性通胀不会限制政策空间，市场做多情绪重燃。近期将公布 10 月其他经济数据，短期继续关注经济数据预期差带来的交易机会。



“通胀”与通缩共存，稳增长背景下更需关注通缩风险。周末公布 10 月 CPI 同比上涨 3.8%。10 月 CPI 创 2012 年初以来新高。猪肉价格是推动 CPI 上涨的核心因素。10 月猪肉价格同比上涨高达 101.3%，大幅刷新了历史峰值，创下 2005 年有数据记录以来新高。猪粮比价本月进一步上涨至 20.4，继续大幅刷新历史记录。猪肉价格上涨也带动了牛羊鸡鸭等替代品的价格。往后看，由于促进生猪生产政策落地，生猪生长等均需要时间，因此预计 2020 年年中猪肉价格有望迎来拐点。短期来看，由于猪肉价格快速接近牛羊肉价格，替代效应下

近期猪肉上涨速度放缓。但由于供需缺口仍大，后续可能会出现猪肉和替代品价格螺旋上升的情况，需要加强通胀预期管理。

10月PPI同比-1.6%，跌幅较上月继续扩大0.4个百分点。主要原因在于内外需持续不足，房地产融资收紧导致地产投资下行，基建受隐性债务控制下滑而低迷，尽管提前下达2020年新增专项债额度，但提振效果目前仍不明显。整体看，当前CPI和PPI走势空前分化，“通胀”与通缩风险共存，但是我们认为在经济下行压力仍较大的背景下，货币政策、财政政策应关注主要矛盾、协同发力，加强逆周期调节，增加政策协同性，以达到稳增长的目的。结构性通胀问题不会成为货币政策宽松的掣肘。

**进出口数据边际改善，持续性仍存疑。**上周公布的美元计价10月进口金额同比下跌6.4%，跌幅收窄2.1个百分点；出口同比下跌0.9%，跌幅收窄2.3个百分点，贸易顺差扩大至428.1亿美元。对美国出口降幅收窄5.68个百分点，同比下跌16.21%；对欧盟出口回升2.99个百分点。整体看，10月进出口数据均有边际改善，好于市场预期，主因在于贸易谈判取得阶段性成果，市场避险情绪有所消退，但是人民币汇率阶段性升值，可能反而进一步拖累出口，因此后期进出口数据改善的持续性仍存疑。从近期央行降息操作上看，降成本仍然是央行关注的重心，汇率升值增强了降成本的必要性。同时在前期多重利空影响下，债市调整较为充分，目前债市配置价值逐渐显现。

**人民币阶段性升值，利于外资涌入购债。**央行最新公布10月官

方外汇储备 31051.6 亿美元，环比增加 127 亿美元。外储 10 月增加主要体现出欧元较美元升值的估值因素影响，国际收支仍维持基本平衡。10 月中旬中美第十三轮经贸磋商释放积极信号，人民币 10 月升 1.44% 收于 7.035，11 月 5 日收复 7 整数关口。人民币汇率短期主要受中美贸易摩擦形势影响，若贸易谈判形势乐观，尤其是若双方协议逐步取消已征关税，人民币大概率继续升值。我们认为中美两国经济基本面和货币政策差距将逐渐缩小，美元指数进入下行通道，为人民币中长期升值打开窗口。人民币不断升值的背景下，随着中国逐步放开外资投资限制以及人民币债券不断被纳入各类指数，预计未来外资将大幅涌入国内，利好各类资产。

**央行如期“降息”，市场做多情绪高涨。**上周央行开展 4000 亿元 1 年期 MLF 操作，下调操作利率 5bp 至 3.25%。央行续作 MLF 并小幅下调 MLF 操作利率，在市场期待的 TMLF 缺席后，央行以 MLF 降息的方式续作。从流动性数量角度看，数量的基本对冲维持了银行体系流动性的合理充裕；另一方面，MLF 作为 LPR 的报价基准，MLF 小幅下调后预计 11 月 LPR 报价将重新下行，有助于进一步降低企业的实际融资成本。经济下行压力加大，货币政策宽松予以对冲。三季度经济下行摸低 6% 后继续体现出下行压力，而最新公布 PMI 数据也延续下行趋势，经济下行压力的加大呼唤货币政策的宽松以对冲。此外，本次降息也表明，猪肉价格连续上涨推升的 CPI 上行对货币政策的制约性不强。9 月、10 月猪肉价格快涨后 CPI 同比增速快速上行并形成了高通胀的预期，于此同时 PPI 同比增速仍然处于负区间内，仅由猪肉

价格推升的结构的通胀对货币政策的制约并不太强，央行货币政策更加关注经济基本面的下行压力和 PPI 通缩。

**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.cn

---

**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。