

## 期债反弹有望延续

近期的国债期货市场出现了明显的反弹，周一 T1912 合约高开高走，收盘大涨 0.32%，十年期国债现券收益率也下行至 3.25% 附近，虽然周四经济数据公布之后，此前的获利多单纷纷止盈离场，但我们认为回调之后当前期债反弹的势头在短期内有望延续。

上周末公布了 10 月份的通胀数据，CPI 同比上涨 3.8%，涨幅比上月扩大 0.8 个百分点，高于预期值的 3.4%，PPI 同比下降 1.6%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点，跟预期持平，CPI 与 PPI 的剪刀差进一步扩大。从表面上看，CPI 呈现出加速上涨的势头，但主要还是由猪肉价格决定的，猪肉价格同比上涨 101.3%，影响 CPI 上涨约 2.43 个百分点，在剔除食品因素之后，非食品价格同比上涨 0.9%，涨幅继续回落 0.1 个百分点。PPI 分项中生产资料价格下降 2.6%，降幅扩大 0.6 个百分点。

进入 11 月份之后猪肉价格连续两周环比下降。11 月 12 日，国务院总理李克强主持召开经济形势专家和企业座谈会，会上提到要加快恢复生猪生产，取消不合理禁限养规定，多策并举确保市场供应。而目前中美贸易谈判取得积极进展，在国内生猪生产短期内难以快速恢复的情况下，加大进口力度值得期待。目前猪肉价格暴涨已经受到政府的高度重视，虽然短期内价格很难明显下降，意味着在去年低基数的作用下，CPI 同比增速仍然将保持高位，但是继续大幅上涨的可能性已经不大。综合 CPI 和 PPI 来看，当前的通胀只能说是一种供给不足引起的结构性通胀，工业品的价格持续下降，呈现出明显的通缩特征。上周央行超预期降低 MLF 操作利率，似乎也在缓解市场对于当前通胀的担忧，传达出明显的信号：央行在决定货币政策时，猪肉价格引发的通胀并不起决定性的作用，经济基本面依旧是主要考虑的因素。

周二公布的 10 月份金融数据显示，新增人民币贷款 6613 亿元，低于市场预期的 8000 亿元，和前值的 1.69 万亿，社会融资规模增量 6189 亿元，低于市场预期 1 万亿元。新增贷款和社融收缩明显，主要是季节性影响，从历史来看，每年的 10 月份新增信贷减少是惯例。而此前两个月信贷和社融冲量，进入 10 月份

后有所回落在情理之中。同时也要考虑到，截止至 9 月底今年的专项债额度基本提前发行完毕，这也成为 10 月份社融规模出现下滑的重要原因。当然对于债市而言，社融没有延续冲量的势头，还是形成一定的支撑。

周四公布的 10 月份经济数据有所回落，虽然有季节性因素的原因，但总体上还是略微不及预期的。从数据上看，工业增加值同比实际增长 4.7%，比 9 月份回落 1.1 个百分点，低于预期值 5.3%，1-10 月份，固定资产投资同比增长 5.2%，增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点，低于预期值 5.4%，其中基础设施投资同比增长 4.2%，增速比 1-9 月份回落 0.3 个百分点，房地产开发投资同比增长 10.3%，增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点，商品房销售面积同比增长 0.1%，增速今年以来首次由负转正。

总体来看，经济数据呈现出来的趋势跟此前公布的制造业 PMI 数据大体相当，地产销售增速虽然转正，但更多的还是房企在融资渠道不顺的压力下，在 10 月份加大促销力度，加快预售回款以增加资金来源造成的，预计四季度经济下行压力依旧较大。

对当前的债市而言，此前 9、10 月份市场担忧的通胀加剧、经济企稳和货币政策收紧等预期被一一证伪，市场流动性也始终保持在较为充裕的水平，收益率不具备重新大幅上行的基础，预计期债反弹短期仍然将会持续。接下来需重点关注新一期的 LPR 报价利率，尤其是 5 年期的报价利率，由于目前 LPR 报价利率锚定 MLF 操作利率，既然此前 MLF 操作利率下调 5 个 BP，按照预期本期 LPR 报价利率也将下调 5 个 BP，如果出现偏离预期的情况，预计也将对期债形成明显的冲击。

（作者单位：中信建投期货 何熙）