

■ 多空论剑

货币政策难松难紧 债市年内继续以震荡为主

□本报记者 张勤峰

9月以来，10年期国债收益率在短暂破3%后抽身反弹，债市陷入一轮调整。内外多种因素出现了变化，特别是货币政策操作“预期差”刺激投资者止盈保泰的心态。接受中国证券报记者采访的市场人士表示，在CPI向上、PPI向下的局面下，货币政策难松亦难紧，债券市场难涨亦难跌，料年内将继续以震荡为主，趋势性的资本利得机会较弱。

债市为何有点弱

中国证券报:近一两个月债市表现较弱，主要原因是什么？

陈文虎:9月以来债券市场表现较弱，主要是有以下几方面原因：一是国内货币政策操作整体谨慎。美联储年内第二次如期降息后，市场对国内调降政策利率有所期待，但在央行“以我为主”表态及LPR报价机制改革后预期落空；二是通胀预期高企，受猪价节节攀升影响，9月CPI增速站上3%，明年一季度甚至存在破4%可能，进一步制约了货币政策宽松空间；三是近两月金融数据均有所超预期，高频数据也显出回暖迹象，市场普遍预期经济基本面在四季度会阶段性有所回暖，专项债提前发行预期也给市场带来压力；四是市场风险偏好整体有所回升，带动权益类资产延续8月份的上涨行情，进而抑制债券市场表现；五是部分绝对收益型账户在前三季度收益尚可的情况下有减少操作、对冲锁定收益的需求，进一步压制市场表现。

周冠南:8月中旬以来国内债市出现较明显调整。债市调整主要是市场风险偏好与预期出现明显转变：一是8月后外部环境出现边际改善迹象，市场情绪显著好转，权益市场走出一波小行情；二是宽信用政策再加码，9月国务院常务会议强调基建发力，市场对于提前下达明年专项债并拉动基建增长预期加强；三是猪价涨幅自8月之后大幅超市场预期，带动CPI同比增速明显上行并升至3%；四是8月后货币政策显谨慎，尽管8月、9月LPR报价有所下行，但央行操作相对保守，普遍加定向降准也未带动流动性的明显宽松和短端利率下行。

货币政策有充分应对空间

中国证券报:CPI向上、PPI向下局面下，货币政策向紧向松？未来会如何演绎？

陈文虎:受多重因素影响，产能加速去化，猪价节节攀升。9月CPI同比增速在猪肉价格强势上涨带动下突破3%；由于下游需求走弱，上游工业品价格持续回落，PPI同比继续下跌至-1.2%，两者走势进一步背离。未来几个月CPI在猪周期影响下大概率将进一步上行，明年一季度CPI增速甚至存在破4%可能；PPI增速在去年基数较低的背景下继续下滑的情况会有所缓解。整体而言，通胀因素对未来货币政策会有明显制约。

本轮猪肉价格上涨的主要原因在于供给端收缩，并不是由需求端引起，核心CPI增速并没有上行，货币政策不存在大幅收紧的压力。在当前经济下行压力犹存及“六稳”需求的背景下，货币政策仍然是逆周期调节的重要工具。

短期受制于CPI高企的压力，货币政策操作整体会趋谨慎。后续随着猪肉产能的逐步恢复，猪价整体趋稳，CPI增速会回落到可控区间，货币政策还是会根据经济基本面情况做相机抉择。

整体而言中国央行的货币政策种类较多，空间较大，若经济基本面或外部风险因素进一步恶化，或出现其他潜在重大风险时，货币政策仍有充分的应对空间。

周冠南:尽管10月央行在无到期的情况下投放MLF稳定资金市场，但并未下调MLF操作利率；且10月CPI同比增速升至3%，并可能在明年上半年之前维持在3%以上的高位，市场担心通胀掣肘货币政策



中山证券固定收益事业部副总经理
陈文虎



华创证券固定收益首席分析师
周冠南

货币政策宽松空间难以进一步打开，基本面数据有企稳迹象，专项债提前发行带来供给压力，债券市场短期内仍以震荡为主。

考虑到目前基本面压力依然较大，货币政策不会转向收紧，债市调整空间并不大，可等待更好入场机会。

操作。

央行对于通胀的关注点并不仅仅是CPI，而是“物价水平总体稳定”，包括CPI、PPI、GDP平减指数、通胀预期等多方面。目前CPI增速依然保持在低位，PPI增速也处在负值区间，但三季度央行调查问卷显示通胀预期有所上行。在数据指标分化情况下，央行会持续关注通胀预期的变化，对于进一步宽松政策或相对谨慎，但由于目前通胀是猪肉供给端引起的食品价格上涨，尚未导致总体物价水平的上升，叠加稳增长的政策诉求，货币政策或维持当前稳定状态，不会因为CPI走高而显著收紧。若明年一季度CPI冲高后进入下行通道，则货币政策宽松空间会进一步打开。

中国证券报:经济增长仍存压力，未来宏观逆周期调节着力点在哪里？货币政策如何加强协调配合？

陈文虎:今年以来，小企业普惠性减税、个人所得税专项附加扣除、增值税深化改革、降低社会保险费率等各项减税降费政策陆续出台。今年9月一般公共预算支出增速12.9%，在基数走高的前提下，仍大幅提速13.1个百分点。其中与基建相关的节能环保、城乡社区与农林水务支出增速较高。专项债配套融资效果有所体现，9月基础设施行业的中长期贷款余额同比增长8.9%。

根据国务院常务会议要求，未来逆周期调节主要着力于抓减税降费政策落实，并通过相关财政活动，如扩大开放领域取消有关外资投资限制、优化外资营商环境、促进投资便利化、对制造业重点行业加大研发费用加计扣除比例等实现“六稳”政策目的。地方积极上报基建项目，据全国投资项目在线审批监管平台，9月份上报的基建投资项目达到6.2万亿元，环比增长119%，为近年来的新高。

积极的财政离不开宽松的货币支持，在“六稳”和不搞“大水漫灌”前提下，货币政策仍会保持市场流动性合理充裕。除进一步降低企业融资成本，疏通货币政策传导机制外，财政与货币政策结合、发挥政策性金融机构的逆周期调节作用也是

当下的重要政策思路。

周冠南:前三季度经济下行压力较明显，宏观逆周期调节力度或进一步加大。尽管制造业和扩消费是政策的重点，但由于其受市场变化影响较大，政策效果难以明确且较滞后。在传统的需求侧刺激手段中，地产依然处于严监管环境下，政策发力点或仍落在基建投资端。一方面，去年8月至今，政策对于存量政府债务“借新还旧”的态度逐步积极，市场化的“存量债务置换”在各地积极开展，扩充基建资金来源；另一方面，政府加大“开正门”力度，允许专项债作为基建项目资金本撬动基建投资，未来基建增速或缓慢回升。在财政政策发力过程中，货币政策需要配合维持流动性环境，是否要进一步加码则需根据宽信用实际效果进行相机抉择的动态调整。因此，短期看货币政策维持稳定，中期或仍有进一步宽松空间。

债市将以震荡为主

中国证券报:请展望中短期债市行情。信用利差经历明显压缩后，如何看待信用债行情？

陈文虎:短期内通胀压力高企，货币政策宽松空间难以进一步打开，基本面数据在积极的财政及宽信用政策托底下有企稳迹象，专项债提前发行带来供给压力，债券市场短期内整体仍以震荡为主，趋势性的资本利得机会较弱。但在潜在经济下行压力、“六稳”及货币市场合理充裕的政策基调没有发生变化的情况下，债券市场整体将维持震荡。

今年以来，在宽信用的大环境下，信用利差尤其是低等级信用利差压缩明显。后续信用债的市场行情，主要还是要看债券市场的整体表现。相比较利率债而言，信用债一般具有更高的票息收益，当前市场主流机构存量配置仍旧处于缺资产状态，经常在“安全资产收益率太低”和“高收益资产风险太大”之间踌躇徘徊。中期而言，如果债券牛市尚未完结，信用债市场大幅调整提供舒服“上车机会”的可能性不大。

周冠南:短期看，外部环境边际改善，内部宽信用政策处在验证期，货币政策难以进一步宽松使得债市利多因素弱化，而通胀持续上行、专项债新增额度或提前下达、以及地产数据维持韧性均使得债市情绪承压，因此短期市场或维持弱势。但考虑到目前基本面压力依然较大，货币政策也不会转向收紧，因此债市调整空间并不大，可等待更好入场机会。

中国证券报:请提供对债券及主要资产的投资建议。

陈文虎:经济基本面数据在四季度可能会阶段性有所回暖，通胀预期高企背景下，稳健中性的货币政策预计偏向谨慎，加之绝对收益型机构在四季度会倾向于收缩战线，锁定收益，套保需求增加，在潜在经济下行压力、“六稳”及货币市场合理充裕的政策基调没有发生变化的情况下，预计债券市场整体将维持震荡。

权益及类权益市场受益于风险偏好的整体回升，外资及养老金等长线资金的流入，具有一定支撑，后续关注实际盈利能力的兑现情况。可转债仍有一定的配置价值，但更多的来自于跟随权益市场的相关行情。黄金自年初以来表现优异，9月以来受全球风险偏好修复影响有所回调，虽然国际政治经济环境不确定性依旧较大，但确定性机会不如之前。

周冠南:债市或仍维持弱势，但利率大幅上行空间有限，配置价值逐步显现，负债端稳定机构或可择机增加配置，追求排名意愿较低的交易户或可维持“多看少动”的策略，规避波动风险。信用债方面仍以票息策略为主，同时城投债可进一步下沉资质，负债稳定机构可提前布局产业债投资机会。转债方面关注银行、非银等大金融板块以及上市优质新券，同时左侧布局汽车行业相关转债。

一周补水5900亿元 TMLF还来不来

□本报记者 罗晗

本周央行累计开展5900亿元7天期逆回购操作，资金面周内转松。下周将有等额逆回购到期，但财政支出也会增多。

分析人士认为，当前资金面并非特别宽松，为避免流动性冲击，央行可能选择缩量对冲。

资金面得到舒缓

25日央行开展了300亿元7天期逆回购操作。Wind数据显示，当日有300亿元逆回购到期，央行此举实现等额对冲。

当日资金面略微收紧。Shibor几乎全线上涨，仅14天品种下跌。其中，隔夜和7天品种分别上涨6基点和0.8基点。银行间定盘回购利率方面，FR001和FR007也分别上涨6基点和27基点。上午，银行间债券质押式回购利率多数上涨，但下午收盘时涨跌互现，资金面紧张程度减轻。

上周央行开启新一轮补水，本周更是连续5日开展逆回购操作。其中，22日、23日逆回购规模都堪称“巨量”，分别为2500亿元和2000亿元。算上21日、24日和25日分别开展的500亿元、600亿元和300亿元逆回购操作，本周逆回购规模达5900亿元。由于仅25日有300亿元逆回购到期，因此央行在周内实现净投放5600亿元。

伴随税收高峰提前到来，周初资金面较紧张，但随着央行持续开展逆回购操作，资金面得到舒缓。21日银行间债券质押式回购利率DR001、DR007一度倒挂，22日Shibor已经连续3个交易日全线上涨，而经过连续“巨量”补水，资金面在23日得到舒缓，Shibor部分品种回落，银行间债券质押式回购利率也多数下跌。

逆回购不可替代TMLF

5900亿元的逆回购解决了资金面的燃眉之急，但也使得下周将有等量巨额逆回购到期。毕竟临近月底，财政支出有望增多，而且28日还有600亿元的国库现金定存进行招标，在此情况下，央行是否会对这5900亿元到期逆回购额外开展对冲操作？

分析人士认为，考虑到目前资金面并不是特别宽松，如果央行完全不对冲，可能仍会对流动性造成一定冲击。

临近月底，财政支出有望增多，会形成一定的流动性供应。综合考虑，央行可能会选择缩量对冲。

至于对冲工具的选择，央行还会不会操作定向中期借贷便利(TMLF)等问题，市场观点不一。有观点认为，近期央行逆回购操作量比较大，对TMLF形成替代效应，本月TMLF操作可能不会操作。也有观点认为，TMLF操作窗口期并未完全封闭。

由于国庆假期因素，TMLF操作可能顺延至下周开展。

分析人士表示，TMLF与央行逆回购操作并不是完全替代的关系。二者期限不同，用途也不完全一样，一个是定向投放中长期流动性，一个是平滑资金面的临时性、边际性波动。下周央行继续开展TMLF操作的可能性依然存在。

该人士指出，下周央行可能继续开展适量逆回购操作，并综合财政支出力度和节奏对到期逆回购进行对冲，同时开展TMLF操作，实现定向投放低成本中长期流动性。“央行不开展公开市场操作的可能性较小，最终开展何种操作值得关注，也将有助于更加全面地看待近期央行货币政策操作基调。”

前三季度来看，TMLF规模都在2500亿元至3000亿元之间，而且操作量呈递增态势，7月规模更是逼近3000亿元。机构人士指出，由于TMLF利率比MLF低15基点，将有助于降低银行资金成本。考虑到21日LPR报价不变反映出银行资金成本较高，TMLF的开展还将有助于降低11月的LPR报价。

拼多多市值超京东 股价前景获看好

□本报记者 张枕河

在当地时间10月24日美股收盘之后，中国互联网上市企业的市值座次重排。Wind数据显示，拼多多当日大幅收涨12.56%，报39.96美元，创收盘历史新高。拼多多最新总市值达464亿美元，超过京东目前的448亿美元，成为中国第四高市值的互联网公司，仅次于阿里巴巴、腾讯控股和美团点评。

业内人士指出，随着模式进一步受到市场认可，拼多多等能够提供高性价比的电商股前景值得看好。

业绩支撑股价

今年8月29日，拼多多股价上涨8.66%，总市值达到391亿美元，超越百度，成为中国第五大互联网上市公司，当时京东市值为449亿美元。仅仅两个月时间不到，拼多多的排名就更进一步。

分析人士指出，业绩数据无疑是支撑拼多多股价持续走强的主因。从今年第二季度业绩来看，美团点评、京东、拼多多都可圈可点，但拼多多亮点更多。

拼多多第二季度财报数据显示，活跃买家数、GMV(成交总额)和收入大幅增长，年化GMV同比增长170.5%至7091亿元；年化活跃买家数同比增长40.6%至4.83亿。从年度活跃买家数的增长看，二季度拼多多、阿里巴巴、京东分别新增了3990万、2000万、1080万活跃买家，拼多多的新增活跃买家数远高于另外两家。GMV实现持续高速增长的背后，用户消费意愿提升是关键。财报显示，拼多多人均GMV从2019年第一季度的1257元上升到2019年第二季度的1468元。

根据QuestMobile数据，过去一年拼多多的用户增量主要来自于新一线和二线城市，一二线城市用户对GMV的贡献持续提升，由1月的37%提升至6月的48%。

移动应用数据分析公司Sensor Tower《2019年第二季度数据摘要》中显示，在App Store下载量排名中，拼多多下载量增长迅速，在第二季度排名跃居全球第九、中国第一。

看好未来潜力

目前业内仍然看好拼多多以及模式相似的概念股未来潜力。

近日，野村证券首次给予拼多多评级并给出目标价。尽管评级为“中性”，目标价为34美元，但野村证券分析师在报告中强调，拼多多进一步巩固了其电商平台的优势，特别是在吸引对价格较敏感的消费者方面具有独特地位。

泓瑞源金融证券持牌负责人、策略师岑智勇对中国证券报记者表示，作为新兴互联网消费公司，拼多多表现“亮眼”，热度持续赶超前辈并不奇怪，中国人口基数大，各个层次的消费者都有潜力，而拼多多等互联网消费公司借助平台优势将“互联网”与“消费”合二为一，潜力很大。展望未来，中国消费者真正在乎的是性价比，能够提供高性价比的互联网消费公司一定能够占据优势。

川财证券研究所高级研究员杨欧雯表示，拼多多市值持续上涨，屡屡带来亮点主要是受财报超预期影响。随着用户数量增长，净亏损金额也显著下降。拼多多拥有良好的成长性，目前国内经济处于结构调整阶段，“互联网+消费”的模式创新有效拉动了一部分内需增长，身处其中的企业相对于其他行业有着较高的业绩增长预期。

油脂期货多头“狂欢”

□本报记者 马爽

10月以来，国内三大油脂期货强势崛起，棕榈油、豆油、菜籽油期货主力合约纷纷创下阶段新高，累计涨幅分别为8.66%、5.49%、2.25%。

分析人士表示，生物柴油刺激政策以及马来西亚棕榈油出口超预期，均给予马盘棕榈油期货价格显著支撑，进而带动国内油脂期货集体上涨。虽然国内油脂价格由于短时间内累计涨幅过大，短期或面临调整需要，但在基本面支撑下，后市豆油、棕榈油期货仍存看涨预期。

外盘大涨形成提振

10月25日，国内三大油脂期货集体上涨。其中，棕榈油主力2001合约最高触及涨停价5124元/吨，创下2018年6月7日以来新高，收报5068元/吨，涨2.84%；豆油期货主力2001合约一度上摸至6300元/吨，创下8月26日以来新高，收报6186元/吨，涨1.58%；菜籽油期货主力2001合约最高至7374元/吨，创下9月24日以来新高，收报7277元/吨，涨1.32%，三者10月以来累计涨幅分别为8.66%、5.49%、2.25%。

中信期货农产品研究员表示，近期马来西亚政府与印尼政府联手推广生物柴油使用计划，提振马盘棕榈油期货价格上涨，带动国内棕榈油价格跟随走高。此外，国内豆油成交持续放量，油厂挺价意愿增强，亦利多油脂市场。

国信期货研发部曹彦辉表示，近期国内油脂期货走高更多来自于马盘棕榈油期货价格飙升的提振，先是因生物柴油刺激政策，随后则是因棕榈油出口超预期。此外，国内油脂价格不断走高，也使得进口阿根廷豆油、马来西亚棕榈油纷纷出现利润，尤其是近两日进口马来西亚棕榈油利润非常丰厚，贸易商采购踊跃，期货盘面保值盘也明显增长，均给予油脂市场一定提振作用。

短期可能面临修复

展望后市，曹彦辉表示，由于本周油脂期货涨幅过大，短期技术上或有修复需求。目前棕榈油期货主力2001合约5012元/吨一线面临压制，如能站稳，市场或会继续走高，否则市场将有调整的可能。

中信期货农产品研究员也表示，10月马来西亚棕榈油期末库存升或会施压油脂市场，且国内持续买入美豆，空头因素仍存，需谨慎看多油脂市场走势。

从基本面来看，方正中期期货农畜产品组分析师朱瑶表示，豆油方面，目前价格上涨仍是由于供给端减少所致，由于进口大豆短缺、菜油供应稀少以及棕榈油的替代作用减弱，将使得豆油四季度供需格局缩紧。虽然目前中国已放开一部分美豆进口配额，但预期实际进口量要在12月以后才能到港，豆油价格将随着库存的进一步下降而不断走升。对于棕榈油而言，目前价格上涨仍是市场对印尼B30生物柴油计划的进一步反应，由于预期未来棕榈油价格将上行，市场提前买货更是助推价格进一步上涨。但四季度是棕榈油的消费淡季，预计棕榈油2001合约的表现相对会弱于豆油2001合约，可逢低买入棕榈油2005合约并长期持有，等待进入明年4月全球棕榈油消费高峰后再行卖出。

朱瑶建议，维持做多豆油期货2001合约和棕榈油期货2005合约的建议，其中前者可以持有至12月中上旬，随后可逢高出尽，后者则可持有至明年4月再作考虑。