

■债市乍暖还寒系列报道(三)

通胀预期突现 收益率下行遇阻

□本报记者 张勤峰

警言通缩的言论犹在耳畔，不曾想，一场围绕通胀的讨论已经席卷市场。

在2月CPI攀升至17个月高位后，春节后食品价格有违季节性规律的居高不下，再加上前期低迷的大宗商品强势反弹、部分区域房地产价格上涨较快，不断地撩拨着市场的神经，通胀已经形成气候了？

市场人士指出，实体经济总需求改善的势头尚不稳固，物价上行空间虽然受到宽货币的支持，但仍然面临需求端的制衡，通胀高点不会太高，但不可否认的是，通胀低点已现，市场对通胀预期的修正，对债券利率特别是长债利率的压力也是显而易见的。短期看，通胀忧虑挥之不去，长债要走出趋势上涨行情难度颇大，阶段性弱势震荡格局难改。

食品反常涨价 CPI连续超预期

就在围绕“GPI为正，PPI与GDP平减指数为负”，究竟是否意味着经济处于通缩的争论还未有定论的时候，2月份CPI数据的公布，直接导致市场舆论风向来了个一百八十度的急转弯，一场围绕通胀的讨论悄然间已经席卷市场。

3月10日，国家统计局公布的数据显示，2016年2月份，全国消费者价格总水平(CPI)同比上涨2.3%，明显高于预期和前值的1.8%，这也是时隔一年半之后，CPI涨幅首次突破2%。此外，当月工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下跌4.9%，涨幅连续48个月保持负值，但降幅创下过去8个月最窄。

进入3月份，市场对于通胀的忧虑进一步增强。其中一个很重要的原因是，春节过后，3月份的蔬菜等食品价格并未像往年一般出现回落，同时猪肉价格仍在继续上涨，逐步逼近历史高位，食品价格有违季节性规律的居高不下，加重了市场对于3月份通胀的担忧。

蔬菜价格反季节性上涨是导致年初以来CPI超预期上涨的重要原因之一。今年1月下旬、2月中旬和3月上旬的寒潮天

气侵袭使得蔬菜供给受到严重影响，往年随着春节效应消退、天气转暖、供给回升，3月中旬之后蔬菜价格就会出现明显回落，但3月中旬以来菜价却出现反常的上涨，作为全国蔬菜周转基地的山东寿光蔬菜价格指数在3月份连创新高，与去年同期相比上涨40%—50%。由于菜价环比大幅上涨，即便未来一段时间价格有所回落，在同比方向的涨价仍会持续一段时间。

与此同时，由于生猪及能繁母猪存栏量延续下滑趋势，供给端的收缩加上环保因素等影响，致猪肉价格仍在持续上涨，截至3月25日，22省市生猪平均价达19.75元/千克，即将超越2011年9月的历史最高点，并较去年同期上涨逾60%。猪肉供给的改善需要一定时间，而环保因素则构成长期制约，因此猪肉高价的局面一时也难以扭转。

此外，过去一段时间，部分区域房地产市场价格出现较快上涨。鉴于房地产行业影响面广，房地产量价上升对于CPI、相关消费需求及房地产投资都可能产生向上的刺激。

不仅如此，PPI降幅连续收窄，显示在生产领域的持续通缩现象也有所改善，这主要得益于美元加息预期降温及需求边际改善引发的大宗商品价格自近年低位反弹，贯穿2015年全年的输入型通缩压力有所缓和。

在CPI连续上涨刺激通胀预期有所抬头的背景下，近一段时间房地产、大宗商品等基础资产价格出现的上涨现象，不断地撩拨着市场的神经。通胀向上的苗头及通胀预期的强化，成为近段时间困扰债券投资者的焦点话题。目前有不少机构预计，3月份乃至今后更长时间内CPI同比涨幅将2%以上运行，3月份CPI涨幅有望继续上行至2.5%—2.7%一线。

宽货币支持VS需求端制衡

物价一时的上涨并不可怕，市场真正担忧的是年初以来通胀上行的势头连续超预期，或表明在剔除节假日及异常天气等短期因素的影响之后，还存在内

在或外在的趋势性力量的推动。

首先，近期在需求端确实看到了一些改善的迹象，最显著的莫过于房地产市场的回暖，如果一二线城市房地产市场景气快速回升能够带动行业全面复苏，对相关领域需求的刺激可能也将逐步显现，最终形成对价格的支撑，而2月投资数据显示，房地产销售持续回暖已经开始传导至新开工，房地产去化周期缩短，二线城市房企拿地意愿和新开工情况有所好转。与此同时，管理层释放放宽财政加码信号，地方债、国债供给扩容趋势明朗，年初信贷扩张的重要投向也是地方融资平台，随着融资环节的约束得到化解，市场对基建投资反弹的预期也在增强。

其次，美联储对于继续收紧货币政策更趋谨慎，美元加息预期降温，打压美元汇率并提振风险偏好，近期原油等大宗商品价格修复性反弹可能还有一定持续性，有望继续减轻生产领域通缩对消费领域物价的压力。

最后，持续的宽货币格局，提供了产生通胀的货币条件。国金证券、海通证券等机构报告认为，近期通胀的抬头并不仅仅是由微观层面的菜价、肉价乃至大宗商品价格上涨引起的，货币供给的扩张才是内在趋势性因素。研究显示，我国M1、M2增速与CPI增速之间呈现明显的正相关，自去年下半年以来，M1期M2同比增速持续走高，今年1、2月份新增信贷均值高达1.6万亿元，M1增速逼近20%，M2增速连续8个月高于13%，在经济增速下行背景下，货币信用持续扩张，成为刺激通胀及通胀预期的一个重要因素。

分析人士指出，由于货币供应量较大，且经济总需求出现边际上的改善，这将推动通胀在短期进一步走高或维持高位，供给侧增加则是一个相对缓慢的过程，因此，二季度的通胀可能持续高于2%。但就目前而言，通胀的绝对水平还不高，距离3%的官方目标位置也有距离。分析人士指出，实体经济总需求改善的势头尚不稳固，物价上行空间虽然受到宽货币的支持，但仍然面临需求端的制衡，预计年内通胀高点不会太高。除了地产销售和

通胀才是通胀抬升的根本。因此，2016年CPI势必将成为制约债市表现的一个重要因素。

海通证券：长债面临制约

3月经济改善、通胀回升，基本面对债市不利。3月底多地出台地产调控政策，或影响后续经济回升及信贷需求，对债市有利。受春季寒冷天气影响，3月中旬以来菜价反季节上涨，山东寿光蔬菜价格指数同比涨幅高达40%，或推动3月CPI继续小升至2.4%。4、5月菜价有望逐步回落，但在货币超增背景下，通胀

预期的回升已成趋势，仍将对长债形成制约。

华创证券：通胀压力或继续超预期

继续提示通胀超预期的压力：第一，农业部公布的数据显示，2月生猪存栏量和能繁母猪存栏量环比继续下滑，持续下降的猪肉供给仍给后期猪肉价格带来继续上涨的动力。第二，由于美联储释放鸽派言论，美元指数出现较大幅度下跌，对于大宗商品价格起到利好。美元指数的回落将带来一定输入性通胀压力。第三，海外油价继续反弹，后期如果油价继

续回升以外，年初以来经济基本面仍然呈现下行的势头。3月25日，上海、深圳和武汉等多地同时出台房地产调控新政，抑制投机炒房需求，受地产调控预期影响，3月下旬地产销量增速略见下滑，为地产投资回暖的前景蒙上一层阴影，同时近期发电耗煤增速降幅扩大，于是经济改善持续性依然存疑。

事实上，虽然2月份CPI涨幅创了一年新高，但当月不包括能源和食品价格的核心CPI仅为1.3%，仍延续下行走势。如果缺乏经济总需求改善的支持，CPI即便反弹空间也会受限。不少机构认为，年内通胀高点不高，有的甚至认为3月份CPI就可能成为一个顶部。

预期已成 短期谨慎

市场人士指出，通胀高点不高，意味着债市暂时还无需过度担忧利率上行风险，毕竟自从1月下旬以来，长债收益率已经有所调整，10年国债到期收益率上行超过10BP，10年国开债更是上行接近30BP，对通胀形势的变化已经有所反映。不过，物价走势以及通胀预期出现拐点性的变化，对债券市场的影响不容小觑，至少在一段时间内，仍将使得长债收益率易上难下。

对于债市收益率而言，通胀预期的变化是核心影响因素。分析人士指出，债券提供的未来现金流基本确定，而通胀上行将导致贴现率上升，从而导致未来现金流贴现价值缩水，进而影响债券市价下跌或债券名义利率走高，因此通胀的走势及通胀预期对于债券市场行情非常关键。虽然通胀尚未形成气候，后续通胀高点可能不高，但物价拐点已经出现，通胀回升的预期已经形成，对债券市场收益率特别是长端收益率的影响是显而易见。

鉴于市场对3月份通胀预期继续上调，4月蔬菜价格能否回落也有待验证，市场机构认为，通胀忧虑一挥之不去，长债要走出趋势上涨行情难度颇大，叠加经济企稳预期、流动性阶段收紧，当前债券市场面临的利空因素较多，可能难改阶段性弱势震荡格局。

续上涨，有可能触发国内上调油价，对于非食品CPI上涨的压力。由于通胀和通胀预期仍在继续升温，长端利率仍面临向上压力，建议机构保持谨慎操作。

国泰君安：勿高估通胀风险

2月CPI大幅上涨将抬高全年通胀中枢，预计3月CPI环比回落，但同比进一步上升至2.5%左右。不过总体上看，经济总需求仍疲弱，CPI虽反弹但内生涨价动力不强，未来仍有回落空间，对债市而言，收益率下行过程会更加曲折，但方向并未改变。(张勤峰 整理)

“补水”可期 整体流动性无忧

资金面趋紧

央行昨日续作600亿元7天逆回购操作，中标利率仍为2.25%，量价均与上期持平，当日公开市场净回笼200亿元。

尽管临近季末，央行逆回购操作却总体缩量，并连续多日回笼资金。本月18日和21日央行连续两次进行了逾千亿元的逆回购操作，之后连续两期逆回购金额均维持在800亿元，随后进一步下降至600亿元，上周末和本周一逆回购金额则缩量至300亿元左右。而从上周五开始，央行开始重回净回笼态势，最近四个交易日分别净回笼800亿元、950亿元、200亿元和200亿元。

连续多日净回笼后，近期整体资金面趋紧。昨日银行间质押式回购市场上，各期限回购利率继续上涨。数据显示，3月30

日，R001加权平均利率涨2.24个基点至2.0945%；R007加权平均利率涨28.1基点至2.7962%；R014加权平均利率上涨19.88个基点至3.5942%；R1M加权平均利率涨26.42个基点至3.6276%。据交易员透露，昨日早上资金面处于均衡偏紧状态，大行融出少量隔夜资金，延续近前一天交易日均衡偏紧的态势，下午开盘不久后隔夜资金逐渐宽松，但跨季资金依然紧俏。

需适时对冲

综合市场观点来看，近期资金紧张的原因可能是多方面的：一是惯常的季末效应干扰，二是央行逆回购操作缩量，连续多日资金回笼，加剧了市场的紧张情绪，三是央行在季度末推行的MPA监管体系也加剧了资金面的波动；四是3月下旬以

来，银行信贷投放有所加速。

兴业证券分析称，近几天资金相对紧张，与季节性、央行回笼等因素有关，但更重要的可能是信贷临时加速冲量的原因。信贷之所以加速可能缘于前期火爆的地产销售配套信贷投放、上周地产新政导致银行加快审批和投放的节奏。而MPA确实存在影响，但考虑到对大行影响有限，应该不是主因。

业内人士指出，为维持短期流动性稳定，央行公开市场操作或将继续放量，以稳定货币市场利率，市场勿需过分担忧。

不过华创证券认为，展望4月份，考虑到超过5000亿的MLF到期、常规缴税高峰、外汇占款下降及法定准备金的补缴等，估计资金缺口超过13000亿是大概率事件，4月份的资金面波动可能依然不小，也考验央行对冲流动性缺口的能力。

人民币汇率短期强势有望延续

3月30日16:30，人民币对美元CNH汇价报6.4808，较前一交易日继续上涨94个基点或0.14%，境内外价差继续保持在较低水平。

强势有望延续

交易员表示，昨日人民币汇率的整体表现，很大程度上是对隔夜美元大幅下挫的正常反应，在国内基本面、消息面上并没有新因素推动。考虑到人民币对一篮子货币汇率指数未来仍会长期保持稳定，而短期内国际外汇市场上美元看空气氛仍会十分浓厚，未来几个交易日，人民币汇率整体仍有望保持偏强的运行格局。

外汇交易商信表示，美联储主席耶伦的鸽派言论，使得市场过去一周来试图回升的加息预期再度遭遇重挫。考虑到美元指数在此前连续的小反弹之后逐渐失去

动能，预计短期内仍会保持承压格局。从技术分析角度而言，未来美元指数在大幅升回98.45上方之前，市场看跌氛围不变。

兴业证券也表示，本轮美元走强已偏离基本面，长期来看，有向基本面调整的需要。考虑到美元对企业部门的拖累在2014年三季度之后开始显现，而同期美元指数的水平为80点至90点，明显低于当前水平。因此，从基本面角度来看，如果未来强势美元对企业部门的拖累无法得到有效缓解，则美元汇率仍然存在均衡水平调整的需要。在此背景下，不必过于担心人民币出现持续走软的情况。

有市场人士也进一步指出，离岸市场上人民币“空头力量”已经显著减弱，EPFR最新数据也显示资金开始回流中国市场。在现阶段人民币对美元汇率跷跷板特征较为突出的背景下，短期内人民币汇率仍然有进一步上涨空间。

期债上行动能减弱

3月30日，受资金面趋紧影响，债券市场收益率小幅震荡，国债期货上涨动能亦明显减弱，昨日5年期主力合约仅微涨0.07%，10年期主力合约则平收，两大合约成交量明显减少。市场人士指出，近期期债无视资金面偏紧、通胀预期升温、基本面仍存不确定性的现状大幅上涨，这和期债贴水较多、市场偏爱短久期有较大关系。短期内，对通胀的担忧以及投资增速的反弹，均利空债市，或导致期债短期调整，投资者应谨慎为宜。

五年期国债七连阳

近期债券期现市场可谓“冰火两重天”，尽管券收益在跨季资金不稳定和中期通胀预期的影响下窄幅震荡，国债期货市场却相对走强，截至目前并不具备利率趋势向下的机会，更多只是上行太后的修复。马上步入二季度，供给压力继续释放，而配置需求经历了一季度的消耗后，力量将有所减弱，因此建议机构继续多看少动。

从盘面上看，3月2日以来，五年期国债持续强势，主力合约TF1606从100.52元持续上涨，昨日盘中一度触及101.14元，创两个月新高，截至昨日收盘，TF1606报101.075元，当日上涨0.075元或0.07%，并实现七连阳。

在五年期国债的带领下，十年期国债亦涨势明显，过去七个交易日，T1606合约从99.445元上涨至昨日收盘的99.8元，累计涨幅达0.53%。

“5年国债期货利率向下并带动了10年国债利率收复部分涨幅，5年期债继续上行但动能减弱。”

昨日行情，瑞达期货如是点评。

继续上行压力大

在业内人士看来，在经济复苏预期改善、通胀预期上升、短期资金面趋紧的背景下，近期期债上涨可脱离基本面，继续上涨将缺少动力，建议投资者谨慎操作。

宏源期货表示，期债无视近期资金面偏紧、基本面仍存不确定性的现状大幅上涨，这和期债贴水较多、市场偏爱短久期有较大关系。短期内，对通胀的担忧以及投资增速的反弹，均利空债市，或导致期债短期调整，投资者应谨慎为宜。

天威再爆违约

近期债券期现市场可谓“冰火两重天”，尽管券收益在跨季资金不稳定和中期通胀预期的影响下窄幅震荡，国债期货市场却相对走强，截至目前并不具备利率趋势向下的机会，更多只是上行太后的修复。马上步入二季度，供给压力继续释放，而配置需求经历了一季度的消耗后，力量将有所减弱，因此建议机构继续多看少动。

在五年期国债的带领下，十年期国债亦涨势明显，过去七个交易日，T1606合约从99.445元上涨至昨日收盘的99.8元，累计涨幅达0.53%。

“5年国债期货利率向下并带动了10年国债利率收复部分涨幅，5年期债继续上行但动能减弱。”

关注后续风险

付本息未能按期兑付。

市场人士指出，此前曾遭遇违约或兑付危机的山东山水、天威集团、南京雨润、广西有色在今年再度爆出违约风险事件，就表明部分企业在发生或接近发生违约后，由于经营能力和资金周转能力短时间内难以改善，外部融资环境的恶化趋势也并未有实质性缓解，处于存续期内的其他债券可能继续发生违约。中诚信国际提醒投资者，对于此前已发生违约、处于违约边缘或偿债资金主要依赖于外部支持的企业，投资者都应对其存续债券的偿还风险予以高度关注。(王婧)

国开行下周将增发四固息债

2月18日和2016年2月25日，本次增发行缴款日均为4月7日，上市日均为4月11日，上市后分

别同原债券合并交易。

本次增发债券均采用单一价格(荷兰式)招标方式，投标人可在一定数量标位内进行不连续投标，各品种标位区间设置由发行人在发行前向市场公布；不设立基本承销额。债券承销费按认购债券面值计算，1年期为0.3%，3年期为0.5%，5年期和7年期为0.10%。(张勤峰)

贵州新疆4月7日发行逾千亿地方债

贵州省、新疆维吾尔自治区3月30日均公告称，定于4月7日招标发行地方债，其中贵州省将招标发行800亿元地方债，包括第一批四期地方政府一般债券，总额500亿元，以及第一批四期地方政府专项债券，总额300亿元；新疆维吾尔自治区将招标发行308亿元地方债，包括第二批四期地方政府一般债券，总额47.1亿元、70.6亿元、70.6亿元、47亿元。2016年一至四期专项债券期限分别为3年、5年、7年、10年，发行规模分别为60亿元、90亿元、90亿元、60亿元。

新疆维吾尔自治区2016年五至八期一般债期限分别为3年、5年、7年、10年，发行规模分别为60亿元、90亿元、90亿元、60亿元。2016年一至四期专项债期限分别为3年、5年、7年、10年，发行规模分别为14.6亿元、21.8亿元、21.8亿元、14.5亿元，总额72.7亿元。(王婧)

资金面紧平衡

周三资金面早盘维持紧张态势，央行季末“宏观审慎评估体系”(MPA)考核加剧了季末效应，跨季及跨节需求有增无减，短期品种供不应求，融资机构谨慎，午盘后资金面有所宽松，资金利率整体上行。

债市走势继续疲弱，全天整体收益率略有回落。利率债整体收益率下行约2bp，国债方面，1年期下行2bp成交在2.09%，3年期下行5bp成交在2.46%，7年期下行2bp成交在2.78%，10年期下行1bp成交在2.86%；政策性金融债收益率涨跌互现，国开债10年期成交在3.27%；

地方政府债6年期AAA品种下行4bp至2.97%；受资金面及本周