

# 通胀预期升温 债市又添新愁

□本报记者 王姣

“买只股票不如买只猪！”最近资本市场流行的这个段子，道出了眼下债市投资者聚焦的首要风险：通胀预期和风险偏好同时上升。

自去年11月以来，CPI同比增速见底反弹，从10月份的1.3%一路上行至今年2月的2.3%，增速远超市场预期。进入3月，猪价、菜价、房价等加速上涨的势头更令投资者坐立难安，加之国际大宗商品价格逐步企稳回升，输入型通胀压力也开始抬头，进一步加剧了市场对通胀上行的担忧。

市场人士指出，当前通胀仍处于上行通道，全年通胀高点或于二季度到达，短期内对货币政策的约束有所加强；此外，当前市场情绪还受到较强的通胀预期驱动，对收益率下行进一步形成约束。不过总体来看，在需求尚且疲软情况下，市场无需过度担忧通胀，而美元中期见顶、汇率阶段性企稳，有助于打开货币政策空间。展望后市，在经济增速下行压力较大的背景下，债市收益率在短期震荡之后仍将趋于下行。

## 生猪起舞 CPI跳涨

2016年初以来，猪肉菜价持续大涨，房价出现加速上涨，国内外大宗商品亦出现普涨行情，2月CPI同比增速一举提高至2.3%，远超市场预期，物价“涨、涨、涨”的势头令投资者开始担心通货膨胀率会否进一步走高。

在业内人士看来，猪肉、菜价连连上涨带来的结构性通胀是当前通胀上行的主要动力。伴随着猪周期的卷土重来，年内猪价格大涨超过60%，生猪价格上涨幅度15%，局部地区突破20元/公斤大关。此外，截至上周五，3月份山东蔬菜批发价格指数继续环比上涨，涨幅虽明显回落但也近10%，而同比涨幅高达50%，较2月大幅走扩。

今年以来房价也出现了加速上涨。2月百城住宅价格指数同比上涨5.25%，创下2014年下半年以来新高，其中二线城市



涨幅较1月翻倍有余，三线城市跌幅也大大收窄至接近0%。

而随着国际大宗商品价格的逐步企稳回升，输入型通胀压力也开始逐渐上升。

在年初全球市场恐慌过后，原油、铁矿石和金属价格出现明显上涨，截至3月24日，国际原油期货价格反弹幅度超过7%，国内期货市场上铁矿石、螺纹钢、动力煤价格的涨幅也分别超过23%、20%和15%。

“现在不仅仅是猪肉在涨，蔬菜、房租等都在涨，而且也不能单纯用季节因素来解释。上述的几个价格都是基础价格，这些价格上涨一定会传导到社会的各个领域。如果再叠加大宗商品反弹带来的输入型通胀压力，后期的通胀压力将是全面的。”华创证券认为，今年物价快速反弹和此前流动性宽裕的背景是密不可分的，流动性过度充裕的背景下，无非是钱去了哪里，哪里就会涨价。

## 通胀还是通缩 分歧加大

业内人士指出，2月份CPI回升至2.3%，引发了市场关于今年物价是“通胀”还是“通缩”的争论。

据中金公司的最新调查，在全年的通胀看法上，41.8%的投资者表示“如果美元走强，大宗反弹，通胀风险可能进一步升高，CPI年内仍可能继续走高”，30.8%的投资者表示“年内CPI可能窄幅震荡，二季度开始随着蔬菜供给恢复、仔猪存栏

量提升，CPI水平将逐步回落。

## 宽松受限 利率下行有底

在利率低位基础上，近期债券市场对通胀问题高度关注，一方面担心通胀失控带来的滞胀风险，另一方面担忧通胀导致货币政策收紧，制约利率下行。

通胀是怎样影响债券收益率的？国金证券指出，“实际官方公布通胀率—通胀目标”决定了通胀缺口，通胀缺口通过泰勒规则来影响短端收益率；其次，通胀的预期对于长端利率又产生影响。该券商分析师表示，虽然在统计局口径之后，官方公布的CPI弹性下降，7天公开市场操作利率难以抬升，甚至还有20BP左右下降空间；但是长端利率却将受制于通胀预期，通胀预期可以通过各类方式影响长端债券利率，比如从大类资产配置角度看，通胀抬升，债券吸引力大幅下降。

如同对通胀判断不一致，眼下机构对于通胀对债市的影响同样分歧较大。中信证券指出，尽管预计年内通胀上行总体适度，“亚通胀”或为大概率事件，然而，当前通胀仍处于上行通道，全年通胀高点或于二季度到达，对货币政策的内部约束在加强。

因此，即便美元阶段性走软削弱汇率对货币政策的约束，约束重心从外部向内部的转移也意味着货币政策中性格局难以改变，从而制约利率下行。此外，当前市场情绪还受到较强的通胀预期驱动，并且这一影响或已超过通胀本身，对收益率下行进一步形成约束。

光大证券则认为，通胀短期回升无碍政策宽松。“尽管通胀数字走高，我们仍然不认为‘滞胀’会出现，也不认为通胀的上升会对今年货币政策构成约束。”

综合机构主流观点来看，尽管经济企稳、通胀回升、风险偏好改善等风险值得警惕，但美联储加息后、人民币短期企稳、流动性预期改善及配置需求旺盛亦有助于债市收益率继续下行，短期债市或延续震荡格局。而从中长期来看，在整体经济增速下行压力不改的情况下，货币政策宽松格局持续可期，债市收益率有望继续下行。

杠杆水平，品种上建议政策金融债。

## 国泰君安： 收益率将持续下降

物价上涨带来的资金配置效应偏弱，还未影响到主要债券投资者的配置需求，顶多对交易机构的预期和心理有负面影响，从而带来市场的小幅波动，市场的中期趋势没有变化。经济增长偏弱的确定性高，而且物价的反弹、货币政策的方向改变，最终会与实体经济走向一致，商品和股票的反弹有不确定性，而债券收益率的持续下降，应该是概率较高的事情。（王姣 整理）

的温和通胀特征。

## 国信证券：

2.3%附近是年内CPI顶部

当前不具有通货膨胀特征（无全面上涨的迹象），2.3%附近是年内CPI同比增速的顶部区域。2016年开年两个月中，不仅非食品项目反向下行，而且食品14个子项目中只有4个项目超越了历史季节性的上涨幅度，其中最显著的还是蔬菜价格，其单一项目的异常波动就拉高了CPI同比增速约0.4个百分点。由于蔬菜价格易受天气影响，伴随着后期天气的转暖，蔬菜价格前期的异常上涨也应该会被大幅度下跌

所取代，因此我们认为2.3%的同比增速水平有望是今年CPI的顶部区域。

## 东兴证券：

短期窄幅调整为主

近期其他市场给债市带来负面影响；同时叠加资金面趋紧、3月信贷预期回暖，通胀预期稳中有升以及信用风险事件冲击，债市大幅下行的抑制因素较多，但也应看到政策面对债市的呵护，货币政策稳健偏宽松格局可期。债市仍在牛途，短期内以窄幅调整为主的格局没有改变。利率债方面，坚持以短久期策略、注意长端波段性操作机会，保持适度

杠杆水平，品种上建议政策金融债。

## 国泰君安：

收益率将持续下降

物价上涨带来的资金配置效应偏弱，还未影响到主要债券投资者的配置需求，顶多对交易机构的预期和心理有负面影响，从而带来市场的小幅波动，市场的中期趋势没有变化。经济增长偏弱的确定性高，而且物价的反弹、货币政策的方向改变，最终会与实体经济走向一致，商品和股票的反弹有不确定性，而债券收益率的持续下降，应该是概率较高的事情。（王姣 整理）

# 资金面回暖投放缩水 流动性仍需呵护

□本报记者 张勤峰

24日，央行延续公开市场资金净投放操作，但投放额度继续缩水，侧面印证短期流动性紧张形势进一步缓和，市场对央行流动性支持的依赖下降。市场人士指出，月度企业缴税高峰已过，江南转债网上申购资金也已解冻，加上央行连续的净投放“补水”，市场上资金供给改善，资金紧张气氛逐步消散，虽然季末前机构流动性管理偏谨慎，但预计在央行资金投放的扶持下，资金面平稳跨季无忧，但4月财税清缴将卷土重来，加上外汇占款低迷势头未改，未来央行仍有必要通过各种渠道补充流动性供给。

## 流动性继续回暖 资金利率走低

据公告显示，央行24日继续开展7天期逆回购操作，交易量600亿元，中标利率持稳于2.25%；因日内有400亿元逆回购

到期，当日央行公开市场操作实现净投放200亿元。

尽管央行延续了近期在公开市场净投放资金的姿态，净投放额度却在不断缩水。Choice数据显示，本周前四个交易日，央行公开市场操作分别实现资金净投放1200亿元、600亿元、600亿元、200亿元。此外，24日还有600亿元国库现金定存到期，综合考虑，当日央行从公开市场操作渠道实际净回笼资金400亿元。

交易员表示，央行资金投放力度下降，反映出市场对央行流动性支持的依赖降低，侧面说明短期流动性紧张形势在逐步缓和。

本周以来，资金面表现仍偏紧张，主要表现为隔夜等短期资金拆借不易，但仔细观察可见，周初三个交易日回购市场均呈现先紧后松的特征，央行资金供给逐步恢复，资金利率逐步上升回落，整体流动性形势在缓慢改善。

24日（周四），资金面进一步转松，主

要回购利率走跌，货币市场紧张气氛继续消散。当日质押式回购市场上，隔夜利率跌约3bp至203%，7天利率大跌12bp至245%。

交易员称，周四早间已见资金面偏紧状况，企业缴税影响消退，江南转债网上申购冻结资金已退款，大行融出意愿上升，其他机构拆出也在增多，助流动性稳步向好。

## 超储不高 隐忧犹存

市场人士指出，企业缴税、转债发行等是上周以来短期流动性收紧的重要诱因，目前随着不利因素影响消退，资金面逐步恢复常态可期。虽然临近季末，机构流动性管理偏谨慎，流动性或仍存在波动，但预计在货币当局呵护下，平稳跨季应无大碍，货币市场利率或回归前期平台运行。

不过，有市场人士进一步指出，对银行体系流动性波动性上升的趋势也应有所认识，短期内，货币市场利率可能难得显著的下行。

这位市场人士表示，尽管缴税缴准、转债发行对流动性造成阶段不利影响，但一段时间以内，流动性频现波动，症结可能在于银行体系超储率偏低。当前，居民配置外币资产的需求犹存，“热钱”流出势头也未见扭转，导致外汇占款持续低迷，央行实施流动性投放多为对冲，实际产生的增量供给有限，而年初信贷投放较快，派生存款增长导致银行补缴的法定存款准备金较多，因此银行体系超储率没有明显上升，甚至还在下降，银行体系流动性的波动性自然上升。展望4月份，季末存款增长或造成新一轮存准补缴，而因企业所得税清缴入库，4月份财政存款通常增长较多，也会形成货币回笼效应。在低超储背景下，短期因素也可能造成流动性出现较大的波动，因此未来对流动性的波动风险仍需保持必要的警惕，这也意味着，未来央行仍有必要通过各种渠道补充流动性供给，继续降准的可能性不能排除。

据市场人士透露，近期利率债一级市场招投标表现稳健，发行收益率多低于二级市场水平，尤其

# 美元上蹿下跳 人民币宽幅波动

24日，人民币汇率延续近期的大涨大跌模式。在中间价遭遇11周最大幅度下调的背景下，在岸、离岸人民币对美元汇率双双走贬逾百个点子。市场人士指出，在3月加息落空后，美联储官员连续释放“鹰派”言论，刺激美联储升息预期卷土重来，美元连续反弹令非美货币普遍承压。美国经济增长仍存相对优势，美联储年内加息并非没有可能，美元走强仍将是未来一段时期人民币汇率面临的主要潜在风险之一。

外汇市场人士指出，虽然在内外复杂形势下，美联储货币政策决策趋于谨慎，但美国经济增长优势依然明显，就业改善势头稳固、通胀预期也逐步升温，支持美联储在年内进一步升息。在此期间，人民币中间价双向调整幅度较大，波动性上升，也在一定程度上影响了市场预期，加剧了市场价格波动。

市场人士认为，短期看，若美元继续反弹，则人民币汇率将继续承压，但目前市场对人民币贬值预期仍相对稳定，人民币波动尚在合理范围，汇价出现失控性贬值的概率低。在美元易上难下的基本判断下，外资资产比价效应加上经济基本面的约束，构成人民币汇率重估的内在动力，预计未来人民币汇率中枢有小幅下行倾向，但贬值速率将面临政策调控的修正，而人民币对一篮子货币仍有望保持基本的稳定。（张勤峰）

## 期债短期震荡为主

因资金面有所改善，昨日国债期货市场震荡上涨，5年、10年期国债期货主力合约分别收涨0.1%、0.19%，成交量均有所增加，同时因市场对长端债谨慎情绪仍浓，10年期国债主力合约持仓日减逾1400手。市场人士指出，临近季末，资金面阶段性偏紧，机构心态谨慎，不过在央行的呵护下，预计流动性仍将维持总体平衡。综合而言，货币政策仍以稳为主，经济好转和通胀回升预期未消，债市表现受制，整体仍将以震荡走势为主。

中信期货指出，短期来看预计国债期货市场价格将继续保持在震荡格局，建议投资者谨慎观望。（王姣）

## 口行债招标结果符合预期

中国进出口银行24日招标的3期固息增发债券中标收益率分别为2.6990%、2.9656%、3.3100%，持平或低于二级市场估值水平。据中债到期收益率曲线显示，3月23日，银行间市场上待偿期为3年、5年、10年的固息非国开政策债收益率分别为2.7521%、3.0235%、3.3153%。

交易员表示，近期利率债一级市场招投标表现稳健，发行收

益率多低于二级市场水平，尤其是中短期限品种较受机构青睐，此次口行增发债定价基本符合预期。（张勤峰）

## 国开行增发债招标表现平稳

国家开发银行24日招标的10年和20年固息增发债券表现一般，10年品种发行利率高于二级市场，显示尽管资金面有所好转，但因通胀上升预期增强导致基本面出现边际不利变化，市场机构对长债看法谨慎，仍倾向缩短投资组合久期。

据市场人士透露，昨日国开行10年期债券发行收益率3.2115%，高于3.1754%的二级估值水平；20年债券发行收益率3.893%，略低于二级市场的3.9147%。

10年国开债交易活跃，是本轮债券牛市中长期债券的标杆品种之一。在市场资金面已逐

渐回暖的背景下，此次10年国开债发行利率偏高，传递了市场对长端收益率走势的谨慎看法。市场人士表示，宽财政与宽信用引发的经济企稳预期挥之不去，而近期多种基础资产价格上涨引起了市场对通胀的担忧，令长期债券持续承受压力。

另据公告披露，国开行定于3月29日增发该行2016年第6至9期固息金融债，期限分别为5年、7年、3年、1年，此次增发规模上限分别为70亿元、60亿元、60亿元、60亿元；招标日为3月29日，缴款日为4月1日，上市日为4月6日，上市后将同对应该原债券合并交易。（张勤峰）

## 财政部今日发行100亿贴现债

月25日上午10:35至11:35为竞争性招标时间，本次招标将采用混合式招标方式，标的为价格。

据财政部相关通知，本期国债为2016年记账式贴现（十三期）国债，期限91天，以低于票面金额的价格贴现发行，竞争性投标团成员投标标位差分别为60个、25个和40个标位差。

自去年下半年起，财政部开始按周滚动发行三个月期限的贴现国债，以增加短期国债供给，完善收益率曲线末端，满足人民币“入篮”的相关要求。（张勤峰）

渤海银行 张帅

1月下旬以来，长端利率债结束单边上涨，陷入了较长时间的震荡过程，虽然春节后，随着流动性重新转暖，短端收益率出现了较明显的下行走势，缓解了前期收益率曲线整体过于扁平的局面，但长端收益率仍然不为所动。近期，10年期国债一直在2.8%至2.9%之间来回震荡。

造成这一局面的原因主要有两点：其一，股市、大宗商品和房地产市场价格上涨一方面推升市场整体风险偏好水平，分流了部分流动性；另一方面引发通胀预期回升，令债券收益率承受上行压力；其二，财政政策持续发力，货币政策向宽信用方向转变，稳增长意图明显，经济企稳的预期有所增

强，给债券收益率带来边际上的不利影响。

近段时间，商品市场迎来一波强劲的上涨，股市和房地产市场随后也出现不同幅度的上涨。美联储3月议息决议释放的“鸽派”信号弱化了加息预期，配置资金开始转向大宗商品和非美元货币，大类资产配置的调整既反映了周期性的轮动特征，又说明整个市场风险偏好水平较前期有很大提升。不仅如此，周期类大宗商品的快速上涨又推升了通胀预期，这一过程的结果是之前受益于基本面和流动性双重利好的债券市场出现回调，且短期内还没有结束的迹象。

债券市场的调整压力不仅来自于大类资产的轮动，也源于当前稳增长政策的实施。从财政政策看，今年目标赤字率上

有所回升，但是否具有持续性需要进一步观察。当前债券期限利差走阔，影响长端的基本面因素需要持续验证才能判断方向，此时短端收益率的变化将成为市场焦点。

目前7天回购定盘利率与1年期IRS水平基本持平，持续在当前位置震荡，一旦打开下行空间将有助于收益率曲线下移，甚至基于期限利差居高不下，长端下行幅度有望大于短端。央行在持续回笼资金后，市场流动性趋紧，基于稳健的货币政策考虑，未来仍有进一步降准空间，资金成本的降低将有助于短端收益率的下行。

短期看，无论是交易还是配置，都应保

持必要谨慎的态度，通过缩短组合久期来

控制风险，这样也能及时发现曲线的变化