市场概述
Market Overview

政策仍将放松，债市静候回暖

文/ Frank Sun

CFETS-ICAP 2015/06/10

5 月份 CPI 及 PPI 环比双双走低，与同比跌幅继续扩大的进口数据一道，显示当前实体经济需求依旧非常疲弱，经济增长下行压力仍不容掉以轻心。分析人士指出，物价低迷使得实际利率维持高位，结合货币增速持续走低、人民币汇率被动升值来看，当前货币条件仍有待改善，未来货币政策放松趋势依旧，中长期利率下行是大方向。短期而言，尽管供给等扰动抑制买债热情，但债市即便没有大的机会，也没有大的风险。

从国债收益率曲线上看，5 月份以来长、短期债券走出截然相反的行情，短债利率快速走低，长端利率则震荡走高，导致期限利差持续扩大，收益率率曲线显著陡峭化。市场人士认为，债券收益率曲线陡峭化，本质上反映出市场对后续经济和通胀回升的预期在增强。而从数据上看，今年以来经济复苏预期不断被证伪，通胀亦保持温和，中长期利率上行与偏弱基本面并不匹配。

不过，该市场人士也指出，较差的经济数据有望支撑收益率维持相对低位，却难以推动收益率继续下行。9 日，银行间现券收益率先抑后扬，国债期货小幅走跌，显示通胀利好数据并未实质性打消债市谨慎情绪。

分析人士指出，短期仍有多项不利因素制约债券收益率下行，首要的是供给风险。2015 年第一批地方债 1 万亿元置换正快速推进，近期又有消息称，第 2 批 1 万亿元置换额度已下发。简单测算，光是地方置换债，未来平均每个月的发行额度就达到 2500 亿元，加上今年财政赤字扩张，导致新增地方债和国债供给也有所增多，未来利率债供给压力“史无前例”。从 5 月份债券托管数据上看，大行和城商行是地方债接盘主力，已大量占用这些机构对其他利率债的投资空间，且由于地方债收益率低，在利润目

标约束下，银行追逐相对高收益产品的偏好上升，也影响利率债需求。在没有实质对冲政策的情况下，未来地方债供给对其他利率债的挤出效应将持续存在。此外，海外债市下跌和国内资本市场风险偏好高涨，对债券市场也较为不利。

但相当部分的机构仍认为，债券尚无持续调整风险，特别是中长债在出现滞涨甚至调整后，已具备一定安全边际。未来若经济数据动摇复苏预期，加上货币政策持续宽松，债券市场仍有上涨机会，中长期利率下行是大方向。上海某一券商债券分析师认为，如果没有货币条件的改善，经济仍将惯性下滑。因此，目前债券即便没有大的机会，也不会面临大的风险，而一旦各部委协同引导实际利率下降，债市将出现更加确定性的机会。

如果您对本文有任何评论和见解
请发电邮至：shmarketing@cfets-icap.com.cn
更多信息，请登录网站：www.cfets-icap.com.cn

免责声明 文中信息均来源于公开资料，上海国际货币经纪有限责任公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，内容和意见仅供参考。本文仅反映作者个人观点，并不代表公司的看法。