

市场概述

Market Overview

“牛陡”与“牛平”之争

文/ Frank Sun

CFETS ICAP

CFETS-ICAP 2014/06/10

债市利好可谓是接连不断，卖盘都退到十万八千里，买盘强压令现券收益率继续下行。昨日央行宣布定向降准靴子落地后，今早出炉 CPI 数据显示通胀无忧，以及稍后招标的国开行新债显示一级市场需求亦大振。在众多利好接踵而至下，债市一二级联袂走暖。

不过，银行间债市从业人员未能搞明白，为什么投资者钟情于长端利率债，大肆买进令收益率领跌。表明上看，定向降准等同于宽松放水，应该利好短期利率下行。而 CPI 反弹幅度略超预期，加上 PPI 降幅收窄，表明经济触底企稳并有回升迹象。这一组基本面与资金面组合预期，看来应是不利长端利率品种投资，更适合做多短债。因此，业内人士果断预判，利率曲线多半会变陡。不过，从早盘市场走势来看，显然背离这一判断。长端利率降幅超过短端，收益率曲线平坦下行。

分析人士指出，首先，定向降准幅度不及预期，更不比第一次下调存款准备金率幅度，释放流动性不足千亿。目前的券价早已把本次定向降准反应在内，甚至涨幅有些过度，尤其短端券价前期涨势凶猛。上月底，国务院公告扩大定向降准范围，把“三农”及小微企业也纳入资金支持范围，令市场利率应声下行，尤其短端收益率降幅逾 10bp。交易人士称，由于定向降准幅度有限，释放流动性偏少，因此债券反应冷淡，尤其短端跌幅受限。

此外，受猪肉和部分食品价格上涨推动，5 月 CPI 同比涨幅略高于预期；而 PPI 同比和环比双双持续负增长，暗示宏观经济依然疲弱。分析人士表示，实际上，CPI 数据反应通胀可控，再加上 PPI 双双负增长，表明经济仍较脆弱，需要持续宽松政策扶持，因此市场一致预计，未来宽货币仍将继续保持，为实体经济

保驾护航。对基本面的不乐观预期支持中长期利率继续下行，所以一开始中长债领跌，而短债稍后补跌，收益率曲线仍陡峭下移，只不过陡峭程度减小。

市场人士表示，整体来看，现券当前表现基本在预期之内，在央行稳健宽松的流动性调控态度下，基本面和资金面均支撑现券收益率继续走低的空间仍存。此外，人民币重新升值也会扭转投

资者对中国的悲观预期，人民币资产中所隐含的“贬值溢价”可能会下降，有益于改善国内整体流动性和降低总体融资成本，对包括债券在内的人民币资产有正面作用。考虑到前期风险偏好有明显下降，风险溢价仍然在高位，预计对风险资产（中低等级信用债、权益资产及房地产等）的正面作用更大。

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。