市场概述
Market Overview

央行引导市场利率下行，为何债券市场不买账

文/ Frank Sun

CFETS-ICAP 2015/04/09

本周以来，从资金面和货币政策层面营造的债券市场环境应该是偏暖的。一是，前期被市场视为利率下行“拦路虎”的货币市场利率出现明显下移。二是，央行周二再次下调逆回购操作利率，为 3 月初降息后的第四次下调，继续释放引导利率下行的政策信号。

不过清明节过后，虽然央行逆回购利率再次下调和货币市场利率中枢明显下移均释放出利多信号，但债券市场却并未就此全盘买账，除短端利率略有下行外，中长端利率反而明显上行，整体延续 3 月份以来的弱势调整格局。小长假后两个交易日，银行间 1-10 年的关键期限固息国债收益率分别上行 1BP、4BP、7BP、10BP、12BP；1-10 年的关键期限固息国开债收益率分别微降 2BP 和上行 4BP、4BP、6BP、9BP。

分析人士指出，从近日盘面情况看，资金利率下行仅对利率曲线短端产生了一定的正面提振，而机构更看重的中长端利率之所以不降反升，则主要缘自两方面原因。一方面，尽管 3 月份收益率曲线已经出现了一定的陡峭化上移，但与历史水平相比，期限利差仍偏低，因此近日货币市场利率下行仅带动了收益率曲线的修复，并未必然带动长端收益率下行。另一方面，3 月中下旬以来，以地方债为首的新债（特别是中长期品种）供给加重，对债券市场冲击明显。与此同时，经济、通胀回升预期有所抬头令中长期债市的基本面支撑也有弱化之嫌，在此背景下，机构对于债券特别是中长期债券的看法越发谨慎。

综合多家机构观点来看，未来一段时间内，债券市场面临的整体环境依然偏空。首先，经济和通胀方面，在政府放松房地产政策后，市场对于未来经济增长的预期已有所改善；同时，伴随 3 月下旬以来猪价加速上涨，研究机构对

于猪周期见底、通胀压力逐步显现的预期也有所升温。其次，供需矛盾仍是影响中短期债券市场的核心因素。供给方面，从 4 月起，利率债供给将进入高峰，预计全月包括国债、金融债、地方政府债、铁道债在内的总供给达到 5600 亿元，比 3 月增加近 1500 亿元，如果再考虑到同业存单、万亿地方债务置换启动，则本月利率和准利率产品的供给压力将更为突出。不过需求方面并不乐观。一是，随着存款保险制度推出和利率市场化加速，银行资金成本居高不下，配置需求走弱；二是，广义基金在股市财富效应冲击下，弃债转股，交易需求减少；三是，IPO 扩容、信贷资产证券化改为注册制等，进一步扩大了潜在高风险收益比资产的范围，利率债在资产配置中面临被挤出效应。最后，尽管近日货币市场利率中枢出现了明显下移，但市场普遍认为，在 IPO 和企业缴税扰动下，其未来继续下降的节奏和空间仍存在不确定性。

综上所述，未来一段时间内，债券市场将继续承受调整压力。不过，亦有多家机构认为，在经济下滑风险仍大、政府继续引导实体融资成本下降的背景下，经过 3 月份的大幅调整之后，未来收益率的上行空间有望收窄。至于二季度交易机会，则仍有待宽松货币政策“送风”。二季度债券市场的机会主要来自于政策之“风”，下周一季度经济数据发布，预计 GDP 可能会跌到政策容忍下限，政策放松窗口再度开启，可适度博弈经济低于预期和央行放松的机会。

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。