市场概述
Market Overview

现券收益率低位徘徊，静观后续政策变动

文/ Frank Sun

CFETS-ICAP 2015/09/11

目前债市收益率已经反映了市场对货币政策的乐观情绪，维持在低位盘整。若后续政策放松的力度不及预期，加上资金面总体易紧难松，预期修正可能造成收益率反弹。因此，需要保持适度谨慎，回避收益率反弹风险。

首先，目前收益率已处于低位水平，反映了市场的乐观情绪。经过前期收益率的下行，10 年期国债收益率已降至 3.30%-3.35%之间，并短暂跌破 2 月份低点，1 年期国债收益率也与目前的资金利率较为匹配，收益率对政策和资金环境的乐观情绪反映比较到位。

其次，后续货币政策放松力度可能不及预期，制约货币政策的因素主要来自于基本面。目前 CPI 上行的势头更加明确，8 月份猪肉、鲜菜价格的大幅上涨推升 CPI 同比增速至 2.0%，高于前期市场预期，若按这一势头发展，10 月份可能进一步走高，非食品价格虽然仍低，但也已经出现底部企稳的迹象，8 月份百城房价也出现回暖迹象，通胀压力的上升将增添政策放松的约束。经济方面，虽然大多传统观察指标都处于低位，但是发电集团耗煤量等数据已经出现了企稳的迹象，而且从主要经济指标的预测看，未来工业增加值和固定资产投资的增速都将趋于回升，第二产业对 GDP 的拉动可能较上半年有所回升，再加上经济增长预期的下调，政策放松的必要性也相应下降。

与此同时，8 月下旬的持续较大规模货币宽松主要是为了应对股市下跌、稳定市场，实则透支了未来的放松空间，预计 9 月假期之后，央行的放松动作将会逐步减弱。

再者，年内资金面总体易紧难松，资金利率中枢仍将逐步回升。从供给角度看，人民币贬值与资金外流压力今年持续加大，基础货币处于不断减少的状

态，而目前央行货币政策已经成为唯一的货币投放渠道。降准虽有空间，但是即使放松也只能起到对冲作用，不足以将流动性维持在前期过度宽松的状态；从需求角度出发，积极财政政策仍待发力，对货币的需求将进一步加大，也将导致银行间资金处于紧平衡状态。一旦后续央行货币政策的投放力度减弱或跟不上资金需求，资金利率大概率出现反弹，从而导致市场预期的修正，推升债券收益率。

最后，地方政府债供给的压力仍在，也可能阶段性推升利率。今年地方政府置换债务和新增部分，共计需发行近 4 万亿地方债。虽然这一规模足够覆盖今年到期的地方债务，爆发违约风险的可能性大大下降，但目前已发两万亿元，意味着后续每月至少需发行 5000 亿元，尤其是 9、10 月份发行压力仍较大，也会形成阶段性推升债券收益率的力量。

祝周末愉快！

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。