

CIFCO

策略研究·专题报告
金融·国债

中国国际期货·研发产品系列 2021 年 3 月 15 日 星期一

2 月物价金融数据与下一阶段期债走势

中期研究院

www.cifco.net

宏观金融研究团队

要点提示:

上周三官方公布我国 2 月经济数据: 中国 2 月 CPI 同比降 0.2% (预期降 0.5%); PPI 同比涨 1.7% (预期涨 1.5%)。中国 2 月社会融资规模增量 1.71 万亿元, 比上年同期多 8392 亿元(预期 10669.2 亿元)。中国 2 月人民币贷款增加 1.36 万亿元, 同比多增 4529 亿元; M2 余额 223.6 万亿元, 同比增长 10.1%; M1 余额 59.35 万亿元, 同比增长 7.4%, 回落 7.3 个百分点。

经济数据与金融数据均超预期向好, 但 3 月 10 日期债对此利空消息反应并不强烈, 反而全线小幅收涨。究其原因除流动性保持宽松收益率上行空间有限外, 上周债市与股市的跷跷板效应更为凸显。当前市场对利空信号响应模糊, 或许证明价格已提前反应, 期债对后续利空或许难有剧烈反响。3.3% 的收益率阻力位较为坚挺, 收益率向上突破或需要更大刺激, 目前的国内外基本面不足以改变货币政策方向。名义利率波动上下限均有控制, 下阶段政策基调依然围绕稳杠杆+稳货币+结构性紧信用。短期内 10 年期国债收益率或将在 3.1-3.4% 附近震荡。

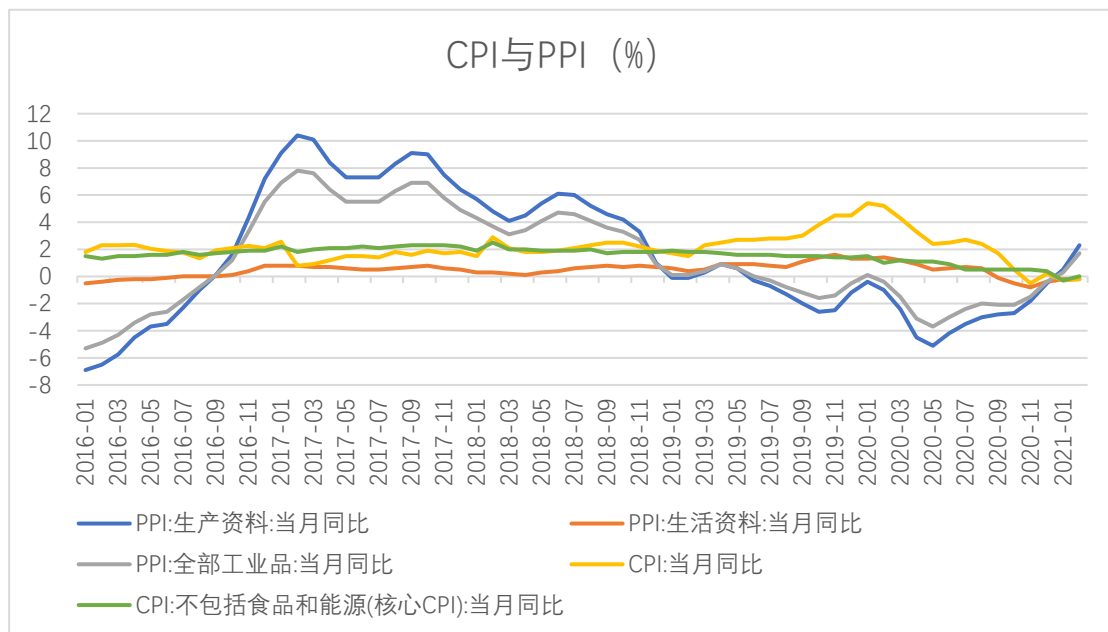
专题报告

本周三官方公布我国 2 月经济数据：中国 2 月 CPI 同比降 0.2%（预期降 0.5%）；PPI 同比涨 1.7%（预期涨 1.5%）。中国 2 月社会融资规模增量 1.71 万亿元，比上年同期多 8392 亿元（预期 10669.2 亿元）。中国 2 月人民币贷款增加 1.36 万亿元，同比多增 4529 亿元；M2 余额 223.6 万亿元，同比增长 10.1%；M1 余额 59.35 万亿元，同比增长 7.4%，回落 7.3 个百分点。

2 月份 CPI 下降主因今年与去年春节月份错位导致，受就地过年影响，食品类价格下行。去年价格变动的翘尾影响约为 -1.8 个百分点，受基数影响较大。核心 CPI 同比由上月下降 0.3% 转为持平。

PPI 同比涨幅扩大，生产资料价格上涨 2.3%，涨幅扩大 1.8 个百分点，生活资料价格下降 0.2%，降幅与上月相同，表明当前输入型通胀多作用于生产资料，例如 2 月涨势强劲的有色金属、黑色、原油等大宗商品价格。而与消费相关的生活资料价格还未出现明显上行。

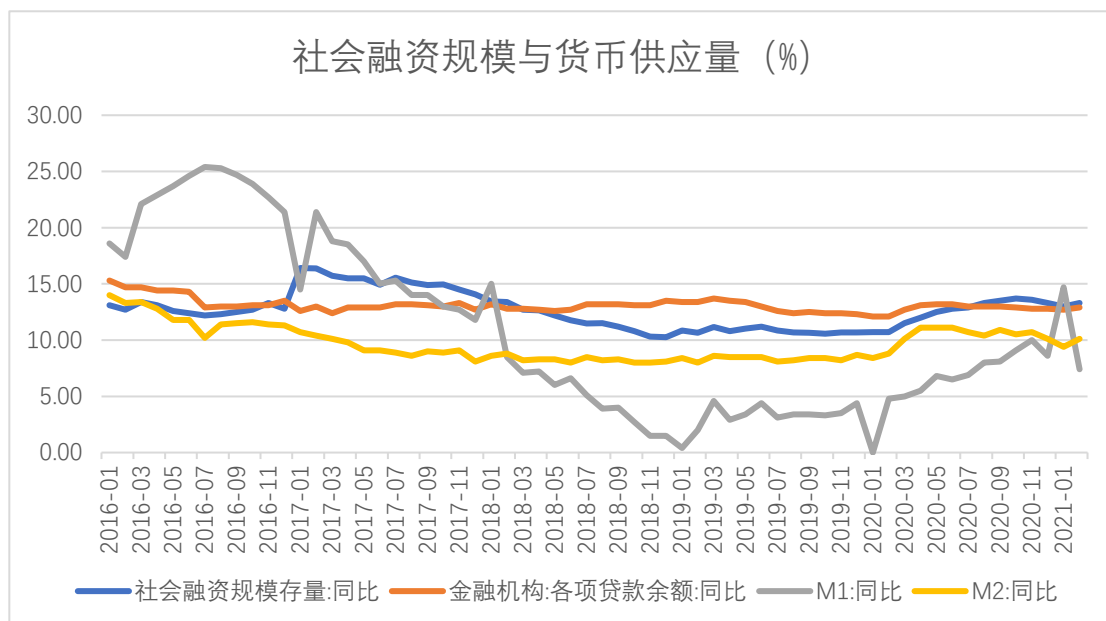
图1: CPI与PPI



资料来源:WIND、中期研究院

由上可以看出当前国内整体通胀仍然可控，叠加美债收益率上行，一定程度上也抑制美国通胀飙升，短期货币政策因通胀升准加息的概率较小。并且货币政策收敛并非主要对标通胀，国内金融风险、外汇风险等因素均会左右政策走向。例如在 2020 年 5 月时，经济仍处于恢复不稳定期，但官方提出“要关注政策的‘后遗症’”，明确货币政策边际收紧信号。2021 年 1 月央行通过持续“地量”操作，控制资产价格风险。下一阶段我们认为通胀数据为增长走势。二季度或维持低位慢速增长，三、四季度或将提速。随着疫苗的普及化，全球经济往来的恢复是必然事件，输入型通胀压力犹存，国内消费需求的提振也是国策重点。虽当前 CPI、PPI 数据分歧，但 PPI 向 CPI 的传导也是时间问题，通胀对内对外都有上行支撑，利空期债。但也正是有这样比较明显的预期，货币政策早在去年便开始收敛，即使后续通胀抬升，债市受其冲击影响也有限，期债或不会因通胀预期而过分悲观。除非输入型通胀压力陡增失控，货币政策因通胀产生的收紧也不会超预期剧烈。

图2：社会融资规模与货币供应量



资料来源:WIND、中期研究院

2月融资需求旺盛，货币供应M1回落、M2反弹。后疫情时代社融增速在2020年11月第一次见顶后下行，2021年2月社融增速回升，二次见顶，M1-M2剪刀差再次转正为负。我们认为2月的社融与信贷数据不对其下行趋势产生较大干扰，当前数据向好并不具备持续性。对于融资需求而言，新增的1.36万亿元人民币贷款中，企业中长期贷款同比增幅较为明显，创历史同期新高，或许与本次春节就地过年政策相关。企业特别是建筑类收工较晚开公较早，中长期融资需求较同期强劲。M2的回升，市场主流分析原因有三：一是信用扩张，2月人民币贷款余额增速转降为增；二是非银金融机构存款增加，同比多增1.1万亿元，或因节前股市较好，吸金较多；三是财政性存款下放，财政存款同比大幅减少8687亿元。

经济数据与金融数据均超预期向好，但3月10日期债对此利空消息反应并不强烈，反而全线小幅收涨。究其原因除流动性保持宽松收益率上行空间有限外，上周债市与股市的跷跷板效应更为凸显。11日与12日期债走弱，但我们不认为是对宏观数据的延迟反应，而是由于股债资金流转。

现阶段的宏观数据对下阶段的期债走势还是具有指导意义的。当前市场对利空信号响应模糊，或许证明价格已提前反应，期债对后续利空或也难有剧烈反响。3.3%的收益率阻力位较为坚挺，收益率向上突破或需要更大刺激，目前的国内外基本面不足以改变货币政策方向。并且，两会报告中指示“要处理好恢复经济与防范风险的关系、货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”，都表明名义利率波动上下限均有控制，下阶段政策基调依然围绕稳杠杆+稳货币+结构性紧信用。信贷供给的减少、广义流动性收紧都利好未来债市，但二季度地方债的发行也将阶段抬升国债收益率。社融见顶后的利率见顶具体会滞后多长时间、后续通胀扩张和美债收益率上行幅度都需要现实去验证。短期内10年期国债收益率或将在3.1-3.4%附近震荡。

分析师承诺

本人(或研究团队)以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

CIFCO 中国国际期货股份有限公司
CHINA INTERNATIONAL FUTURES CO., LTD.

	北京	深圳	香港
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层(邮编:100020)	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 15 层(邮编:518031)	香港上环干诺道西 3 号亿利商业大厦 23 层 B 室
电话:	010-65807827	0755-23818333	00852-25739399
客服:	95162	400-8888-160	
网址:	www.cifco.net		

CIFCO 中期研究院
CIFCO Research Institute

	北京	上海
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层	上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 2003-2004 室
电话:	010-65807827	021-68401905
网址:	www.cifco.net	