

## 南华期货：物价与信用的争议，以及期债多空分歧的极致演绎

南华研究院 高翔 Z0016413

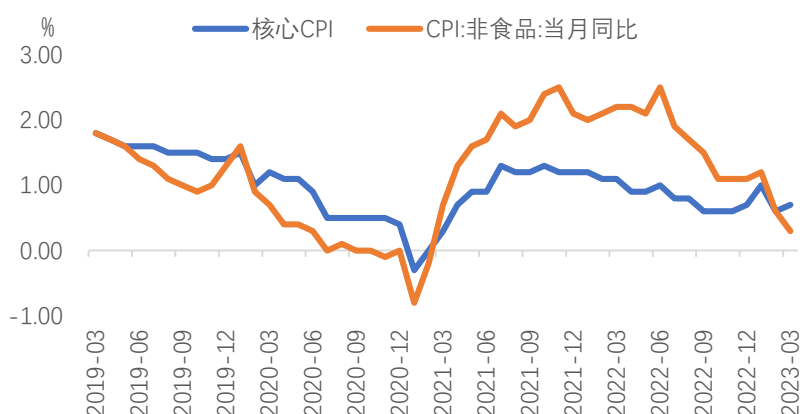
4月11日（本周二）国家统计局以及央行陆续公布了3月通胀以及金融信贷数据，其中略显低迷的物价增速引发了市场对于“通缩”的讨论，社融超预期上行国债期货却反而创下新高，也使得后续走势更加扑朔迷离。我们今天的分享将会围绕上述几个问题展开。

### 通缩到来了吗？

3月通胀数据较前值水平进一步回落，同时CPI同比增速不急预期，主要反映了内需似乎依旧有待提振，物价数据整体水平的疲弱引发了市场对于“通缩”的担忧。（3月CPI同比增长0.7%，预期1%，前值1%；PPI同比增速-2.5%，预期-2.5%，前值-1.4%。）

就结论而言，我们认为当前时点还不能认定“通缩”已经到来。通常物价水平（CPI）连续3个月回落可以被认定为技术性通缩，但即便低于预期3月CPI同比增速也是位于正增长区间，因此技术性的定义可以排除。另外，从定性归纳的视角来看，诺贝尔经济学奖得主萨缪尔曾提出“价格和成本正在普遍下降即是通货紧缩”，北京大学中国经济研究中心也曾提出通货紧缩现象的包括“两个特征，一个伴随”，即货币供应量下降、物价持续下跌，加上经济衰退现象的伴随出现，这与当下环境也并不一致。首先，上文曾提到CPI增速依旧在正增长区间，如果我们看到排除了食品与能源项扰动的核心CPI，则会发现3月核心CPI同比增速较2月上行0.1个百分点，这指向需求端触底回暖，而今年以来PPI环比增速降幅持续收窄，近两个月环比价格保持稳定，以上都表明价格与工业成本并没有出现“普遍下降”的情况。另一方面，不论是货币供应量指标（M2）还是与经济周期紧密相关的社融数据、工业库存指标等均指向当下我们正处于经济的复苏阶段，这也不符合“通缩周期伴随经济衰退”的特征。

图错误!文档中没有指定样式的文字。能源项拖累物价



资料来源：iFind！南华研究

### 为什么债市对社融脱敏？

与通胀数据恰恰相反，3月金融信贷数据呈现的是全面（总量+结构）且超预期的改善，但国债期货价格却反而小幅上涨走出了利空出尽的表现，这是近期市场的第二个疑问。

简单来说，问题在于居民部门存款没有得到充分释放，而这会从两个方面传递向债券市场：其一在于资金向实体部门转化速度偏慢，导致企业盈利改善程度弱于预期，市场宏观预期下修，对应企业利润增速表现偏弱；第二在于资金作为居民部分存款滞留在银行体系，理财产品作为债券市场的多头，对长端利率起到压制作用，这对应了M2-M1增速的进一步扩大。

图 2 存款增速持续上行



资料来源: iFind! 南华研究

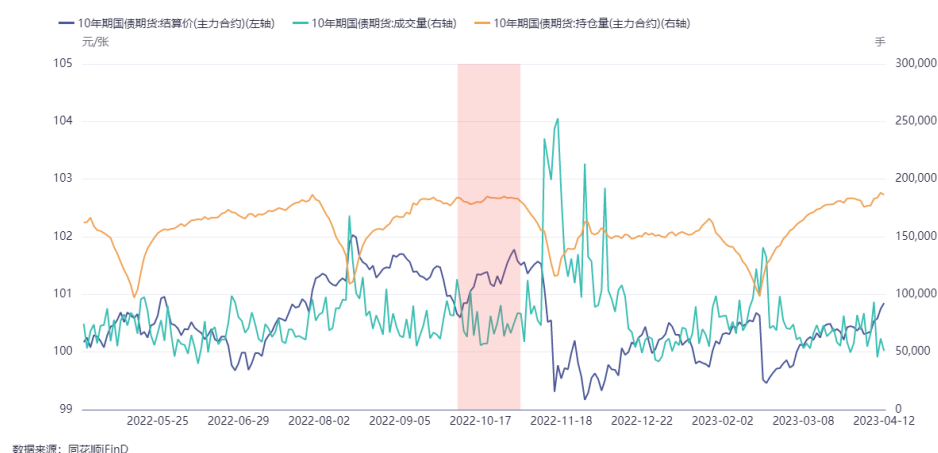
### 当前行情：多空分歧的极致演绎

年初市场的关键词在“强预期&弱现实”，后续随着复苏态度转向温和，预期水平不断向下修正，国债期货价格水平也一路走高。我们曾多次提示宏观数据中利多的一面在一定程度上已经被市场所忽视，不论是信贷、出口、景气度还是工业高频数据的修复信号。而宏观周期判断的弊端在于其频率偏低，相较预期的反复存在一定滞后性，在短期内指引力度较弱，因此我们从盘面，以及市场情绪的视角展开，希望能够获得一些指引。

**首先，从情绪指标来看，短期内行情有过热风险。**根据中债 10 年国开与国债收益率计算的隐含税率在近期最低来到 4.89% 的水平，在近 3 年的 6.4% 分位。国开隐含税率主要由国债开与国债利差计算得出，在利率下行周期中投资者愿意为流动性支付更高的溢价，因此国债与国开的利差收窄，因此隐含税率出于极低水准，往往对应市场情绪的高点。根据历史经验，该指标处于 10% 分位以下时对拐点具有指引作用。另一方面，近期资金市场成交量持续膨胀，银行间回购总量最高来到 8 万亿以上，隔夜占比持续上行接近 90%，这对应此前我们提到资金在银行体系淤积的观点，后续需要警惕市场热度消退的风险。

**另外，从盘面来看，近期市场多空分歧加剧，需要警惕转向风险。**在价格上行的同时，伴随的是合约持仓的不断攀升。由于期货合约双边交易的特性，买方开仓一定对应着同样手数的卖方合约开仓，多头的对面一定是等量的空头团体，目前 10 年期主力合约持仓已经超过 186000 手，是去年 8 月以来的新高。而回顾行情，上一次价格持续上行+持仓量历史高位+成交量趋于萎缩的盘面组合出现在 2022 年 10 月。

图 3 关注盘面信息



数据来源: 同花顺iFinD

---

资料来源：iFind！南华研究

重要申明：本报告内容及观点仅供学习和参考，不构成任何投资建议。市场有风险，投资需谨慎。