

## 通胀预期的回归

联合资信 研究中心

进入 2 月以来，中国国债市场经历了一轮大幅调整，十年期国债收益率连续攀升超过 10BP，达到 1.75% 左右，国债收益率曲线整体向上快速移动。在目前政策真空阶段，在 2024 年面对多次政策调控都保持韧性的债券价格，这一次调整幅度已经超过了多轮政策调控的力量。通胀预期的回归或在其中起到关键作用，2 月 9 日和 19 日债券收益率大幅上升正是 1 月通胀和房地产价格数据公布时点。从多个角度来看，经济开门红推动各方看多中国资产价格表现，企业股权融资或将大幅回升，AI 相关的资本开支继续加速，这些都有利于进一步提高市场对于中国通胀的预期。通胀预期回归将通过广泛的途径引领经济整体继续稳中有进，但是也要警惕债券市场大幅调整可能会对金融系统稳定性带来一定冲击。

2 月 9 日，统计局公布 1 月 CPI、PPI 数据，CPI 同比上涨 0.5%，涨幅扩大，PPI 同比下降 2.5%，降幅持平。从 CPI 细分项来看，交通通信、教育文化娱乐、生活用品及服务分别环比增长 1.7%、1.5%、0.7%。这都体现了居民需求水平的稳步扩张。1 月核心 CPI 同比上涨 0.6%，同比涨幅自 2024 年 9 月以来大幅回升，恢复到 2024 年 6 月的水平。2024 年 6 月十年期国债收益率为 2.25% 左右，而现阶段为 1.75%，这之间还有很大的差距。PPI 同比降幅大主要还是结构性因素，受房地产业相关黑色金属价格回落拖累，1 月黑色金属冶炼和压延加工业出场价格环比下降 0.9%。自 2024 年 9 月以来，工业企业利润当月同比增速快速回升，到 2024 年 12 月已经转正。从 2025 年 1 月 PPI 数据来看，原材料工业价格环比持平，耐用消费品价格环比上涨 0.2%，这体现了工业企业需求扩张进度稳中有进，减轻了企业降价竞争的市场困境，也为企业提价将上游成本上涨向下转移提供了市场环境。总的来看，虽然 PPI 同比整体表现为负增长，但刨除房地产行业的影响，随着企业利润的增加，企业提价的空间将逐步出现。

2 月 19 日，统计局公布 1 月 70 个大中城市住宅价格数据，新建商品房价格同比下降 5.4%，降幅收窄，二手住宅价格同比下降 7.8%，降幅收窄。自 2024 年 9 月以来，70 个大中城市住宅价格指数降幅逐步收窄。在经历了 2024 年 70 个大中城市住宅价格同比降幅的快速下滑之后，2025 年初从各方面信息来看住宅交易量明显抬升。交易量大幅回升为价格筑底提供了市场环境，1 月住宅价格环比降幅保持了 2024 年 9 月以来的收窄趋势。节假日因素对数据可持续性带来一些不确定性，不过住宅交易量较 2024 年的整体回升具有可持续性，随着住宅市场流动性回归，价格恢复的可持续性值得期待。

在 2 月价格数据的支持下，国债市场开启了此轮深度调整，国债收益率大幅上涨，市场通胀预期快速调整。从国债期货价格表现来看，市场对于未来两个季度通胀回归的看法在增大。目前，中国人民银行 7 天期逆回购政策利率保持在 1.50%，年内还有继续降息的可能性，十年期国债收益率从保持一个正常倾斜向上的收益率曲线角度来看，短期内 2.0% 有望成为一个重要的支撑位。国债收益率曲线的正常化将增强央行通过国债市场投放流动性，配合 2025 年财政政策的能力，进一步平衡利率波动，减轻金融体系系统性风险累积。对于接下来通胀回归的可持续性来说，企业提价能力的逐步回升是关键支撑因素，需要密切关注企业利润增速的回升情况。

此轮债券市场波动将通过财政政策和金融市场对整个经济进展带来一定影响。**第一**，2025 年上半年，更加积极的财政政策要加大“两重两新”工作的资金支持力度，保证社零和投资增速的基本面，为价格因素回归提供较好的宏观环境。与此同时，适度宽松的货币政策需要调控国债收益率上升速度，控制好超长期特别国债的融资成本。从这个角度来看，这一轮国债收益率快速上涨，将提高二季度超长期特别国债大规模发行成本，考验货币政策和财政政策的配合方式。**第二**，债券收益率此前的大幅下降已经在整个金融体系中积累了一定的风险，过快的利率上升容易引发银行等金融机构风险。此轮国债收益率上行考验 2025 年宏观审慎和金融稳定的双支柱体系能力，对财政政策的积极程度带来一定限制效果。**第三**，国债收益率回升下人民币汇率更加坚挺，能够有效应对 2025 年全球通胀回归的输入性因素。随着美国孤立主义大行其道，美国新政府试图利用关税政策，以休克疗法来改变全球贸易现状，这无疑增加中间投入品和居民消费品价格，推高全球通胀预期，增加企业融资成本。进入 2 月以来，美国股票市场进入波动阶段、上涨乏力，全球资本对于经济休克疗法的担忧越发明显。在全球通胀再度走高的背景下，中国输入性通胀因素也将逐步走高，主要体现为能源价格和有色金属价格的上涨。能源和有色金属是重要的工业投入中间品，人民币汇率坚挺将有效对冲输入性价格因素对产业链下游企业的利润压制。