


震荡蓄势

摘要

- **宏观经济展望：**开年的投资数据出现些许亮点。固定资产投资增速略微回升，其中房地产开发投资表现突出，但持续性有待观察。基建投资增速虽然下降，但本年新开工项目计划投资增速大幅上升，未来有望带动基建投资回升。整体上，对未来投资增速宜保持谨慎。消费方面，1-2月社会消费品零售增速意外下滑，可能意味着家庭收入下降开始对消费产生负面影响。通胀方面，由于今年的翘尾因素整体较高，加上猪肉、房租等可能推高新涨价因素，全年CPI涨幅可能高于去年，但难以超越3%。受益于大宗商品价格反弹，2月PPI同比、环比降幅双双收窄。但近期大宗商品价格上涨主要由去产能预期以及低社会库存等因素驱动，未来涨势能否持续要视需求而定，PPI恐怕仍难以在年内转正。
- **货币政策前瞻：**二季度初期，由于美元不强，人民币面临的贬值压力趋于缓和，国内货币环境面临的压力相对较小。需要警惕二季度中后期美元走强给人民币带来贬值压力，进而给国内货币环境及政策带来挑战。出于对国内经济情形以及债务置换的考虑，我们认为即便在汇率压力下，央行也会尽力保持低利率环境，通过MLF、PSL等工具提供流动性，也不排除继续降准的可能。
- **利率展望与策略：**二季度关注滞涨预期是否证伪，留意风险资产对债券市场的影响。总体来看，二季度债券市场继续震荡蓄势的可能性大，收益率再度下行需要基本面、货币政策以及其他资产市场出现共振，二季度可能并不具备这样的条件。但另一方面，我们也不认为收益率有大幅反弹的空间，如果因为预期的摇摆导致收益率上行将带来波段的机会。国债期货投机以震荡思路对待，动态套保可逢高处介入。



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

徐晨曦

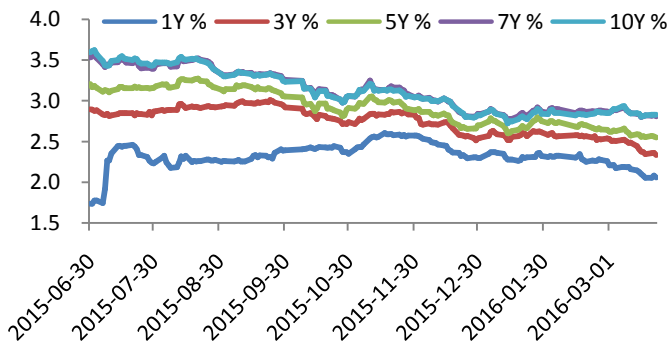
xuchenxi@nawaa.com

0571-87830532

一、行情回顾

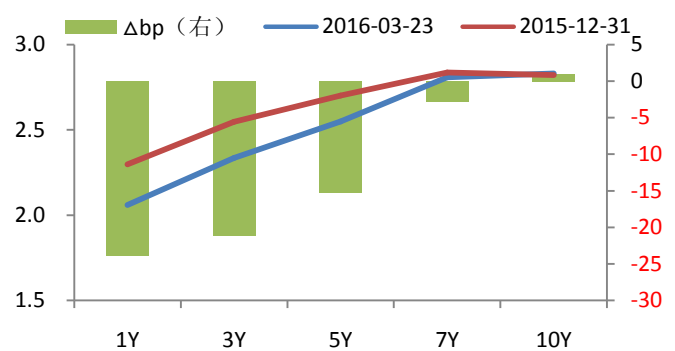
一季度债券市场基本呈现区间震荡态势，期间收益率一度因为滞涨预期而出现反弹，但很快再度回落。收益率经过 2015 下半年的大幅下降后缺乏进一步下降的动力，但上行有顶。国债与国开债的表现略有分化。与去年末相比，国债中短端收益率有一定幅度的下降，长端基本未变，收益率曲线增陡。国开债除 7 年收益率有明显上升以外，其余变化较小，除去 7 年期曲线形态变化不大。

图 1.1 国债关键期限收益率



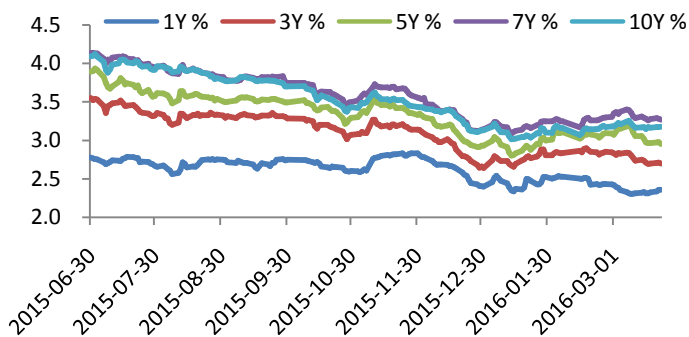
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债利率期限结构



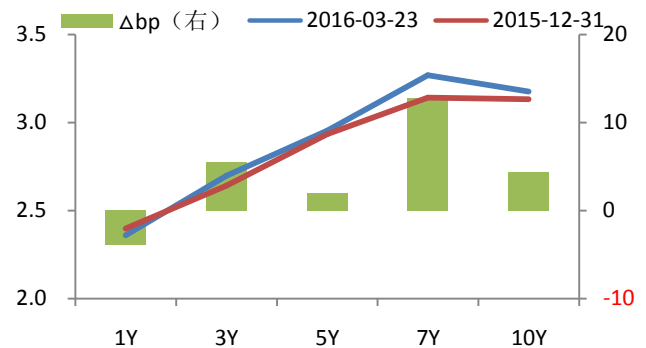
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.3 国开债关键期限收益率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.4 国开债利率期限结构



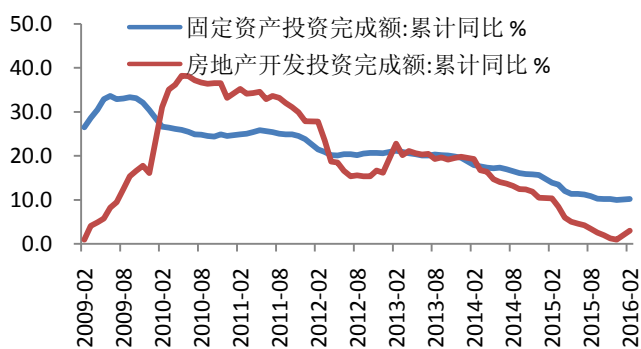
资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、宏观经济

2.1 投资有亮点，消费恶化

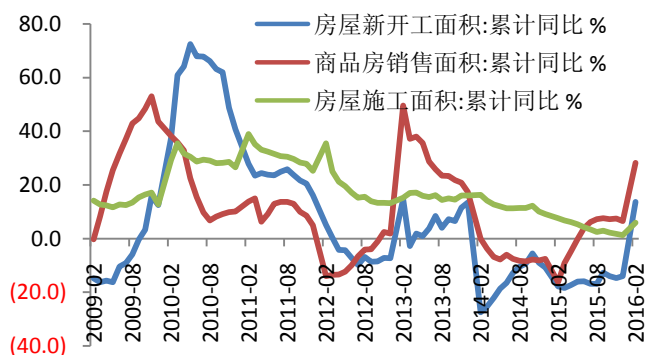
开年的投资数据显现出些许亮点。1-2月固定资产投资增速略微回升，其中制造业及基建投资均未有起色，但房地产开发投资表现突出，增速由去年末的1%提高至3%。从销售情况来看，受惠于税费下调等政策，商品房销售增速较去年末明显加快，而此前一直未受销售改善带动的房屋新开工以及施工增速也开始显著回升。当前楼市冷热不均，一线及部分二线城市过于火爆的行情与投机因素密不可分，两会后一线城市可能收紧政策，未来销售增速能否维持高位有待观察。此外，就全国而言，楼市库存仍旧高企，三四线城市尤其严重。因此对于未来的房地产投资增速宜保持谨慎态度。基建投资增速虽然下降，但本年新开工项目计划投资增速大幅上升，未来有望带动基建投资回升。

图 2.1.1 固定资产与房地产开发投资增速



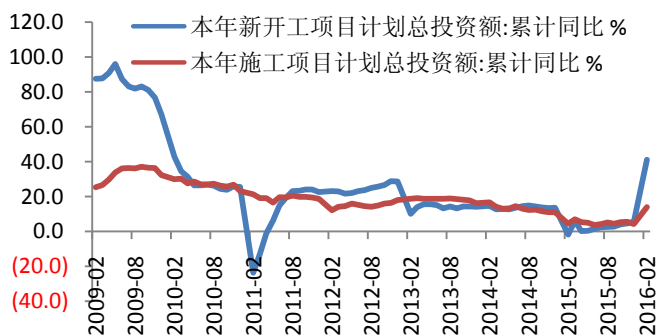
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 房屋销售、施工及新开工累计增速



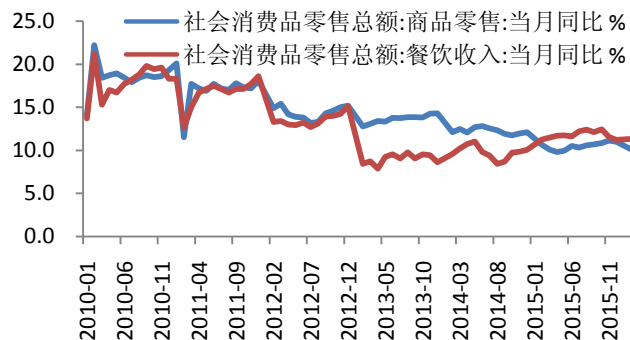
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3 新开工项目及施工项目计划投资增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.4 消费增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

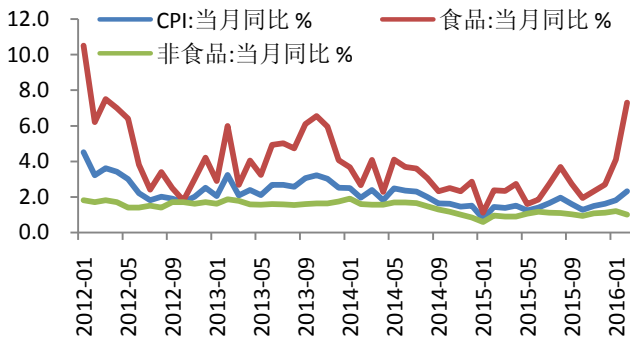
消费方面，1-2月社会消费品零售增速意外下滑，其中商品零售下滑幅度明显。限额以上销售数据显示家电、家具、汽车类消费增速均呈下降态势。这可能意味着家庭收入下降开始对消费产生负面影响。

整体来看，虽然投资出现企稳迹象，但房地产投资增速回升的持续性有待观察，对未来整体投资增速不宜过分乐观，而消费增速下降可能预示着经济结构更加恶化了，这将不利于内需的扩大。

2.2 CPI 存在涨价因素

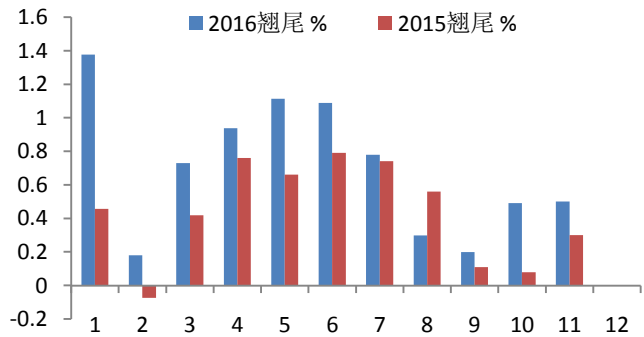
今年统计局调整了CPI权重，食品项权重降低，未来CPI将更容易受到非食品价格变化的影响。2月CPI同比上涨2.3%，环比上涨1.6%，大幅超出预期。分项来看，受寒冷天气以及春节因素的影响，2月食品项同比上涨7.3%，是导致CPI大涨的主要原因。节后食品价格回落，预计3月CPI环比将下降。向前看，由于今年的翘尾因素整体较高，加上猪肉、房租等可能推高新涨价因素，全年CPI涨幅可能高于去年，但难以超越3%。

图 2.2.1 CPI 预期走势



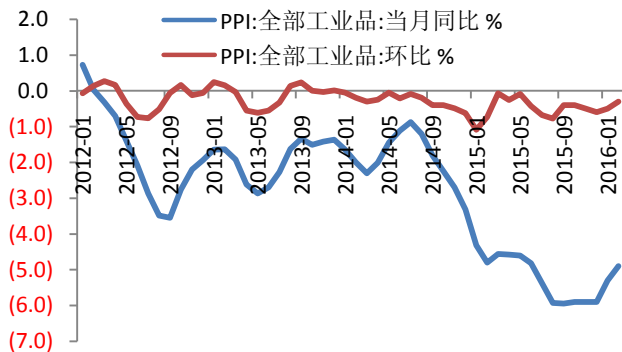
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.2.2 翘尾因素



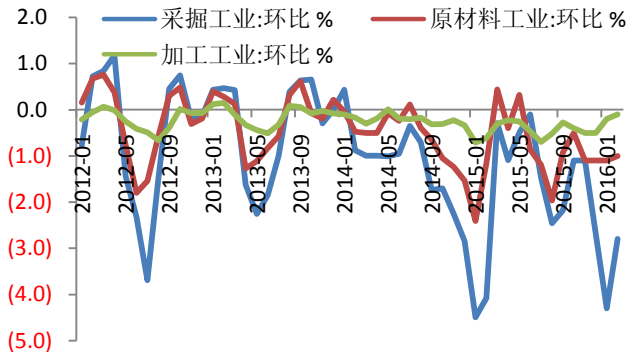
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.2.3 PPI 与 PPIRM



请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 2.2.4 PPI (分工业类型)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

资料来源: Wind 资讯 南华研究

受益于大宗商品价格反弹, 2月PPI同比、环比降幅双双收窄。分行业来看, 采掘工业环比降幅收缩最明显。近期大宗商品价格上涨主要由去产能预期以及低社会库存等因素驱动, 未来涨势能否持续要视需求而定, 二季度商品价格上涨逻辑可能证伪。PPI恐怕仍难以在年内转正。

三、货币与信用

3.1 货币政策

回顾一季度央行的政策操作, 以SLO、SLF、MLF、公开市场操作居多, 而传统的降息降准次数减少。在人民币面临贬值压力的背景下, 降息降准容易加重贬值预期, 央行更倾向于使用MLF等创新工具灵活调节流动性并逐渐构建利率走廊。

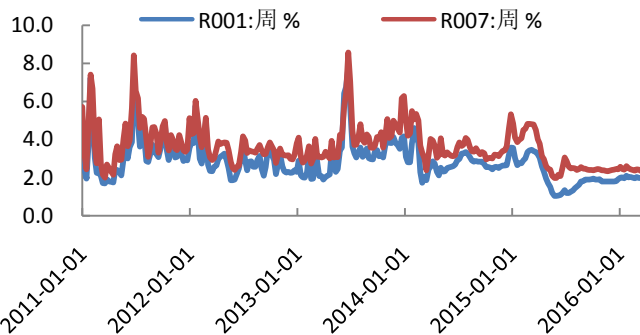
表 3.1.1 2016 年货币政策操作

日期	政策操作
2016.1.16	央行进行 1000 亿 MLF 操作, 6M 利率 3.25%
2016.1.18	央行进行 550 亿 SLO, 期限 3 天, 利率 2.1%
2016.1.19	央行进行 4100 亿 MLF 操作, 3M 利率下调至 2.75%, 1Y 利率下调至 3.25%
2016.1.20	央行进行 6 天 1500 亿 SLO 操作, 利率 2.25%
2016.1.21	央行分支行对地方法人金融机构开展 SLF 操作; 央行进行 3525 亿 MLF 操作
2016.2.18	央行就 MLF 操作向部分银行询量, 6M 利率降至 2.85%, 1Y 降至 3.00%
2016.2.19	央行: 少数银行不再满足定向降准标准, 不能继续享受优惠准备金率 央行进行 1630 亿 MLF 操作, 3M 利率 2.75%, 6M 利率 2.85%, 1Y 利率 3.00%
2016.3.1	普遍下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2016.3.16	央行就 MLF 询量, 3M、6M、1Y 利率分别降为 2.5%, 2.6%, 2.75%

数据来源: 根据新闻整理

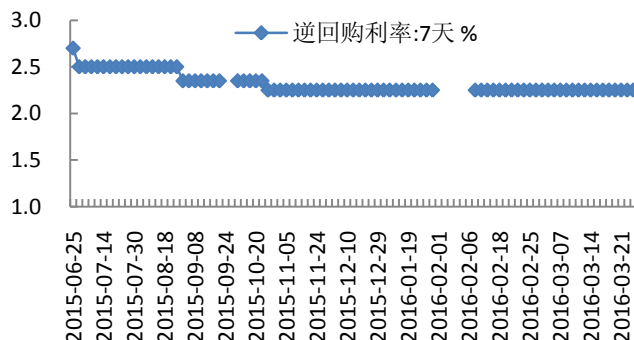
从政策调控的效果来看, 年初在资本外流的压力下, 央行虽然没有全面降准, 但灵活使用各种流动性投放工具保证了资金面的平稳。相比于历年春节因素带来的扰动, 今年同期资金面的波动是最小的。节后在人民币预期趋稳的情况下, 央行进行全面降准释放流动性以对冲短期资金的大量到期。这些操作既保持了资金面的稳定, 又没有对人民币造成太大的贬值压力。一季度 R001 与 R007 分别保持在 2.0%、2.5%左右的水平, 基本没有大的波动。

图 3.1.1 银行间质押式回购利率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

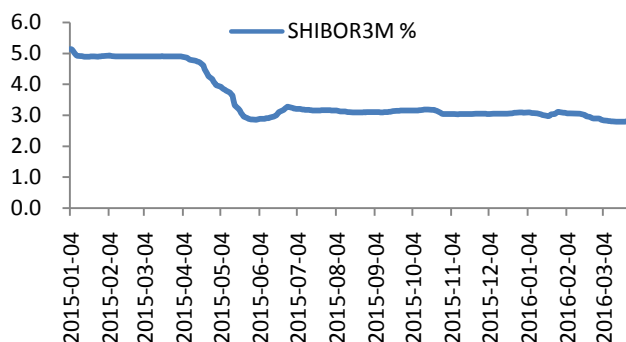
图 3.1.2 公开市场 7 天逆回购利率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

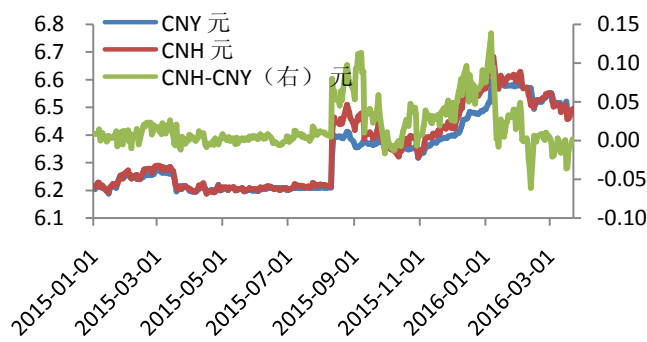
观察利率走廊, 可以发现年初以来央行一直保持短端利率平稳 (7 天逆回购利率维持在 2.25%), 而不断下调中长端利率, 显示央行一方面引导中长期融资成本下降, 一方面抑制机构通过短期融资加杠杆的政策意图。

图 3.1.3 Shibor 利率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 人民币即期汇率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

向前看, 由于经济出现了房地产投资回升、部分城市房价涨幅过快、食品价格维持高位等信号, 央行可能倾向于观察更多经济数据而维持现有政策不变。在最近一次调降 MLF 利率之后, 3 个月、6 个月、1 年的 MLF 利率已经明显低于同期限 Shibor 利率, 且与公开市场 7 天逆回购利率相差很小, 未来若要继续下调 MLF 利率则有必要先降低短端利率。而短期内央行可能缺乏下调逆回购利率的意愿。如此则整个利率走廊将在一段时间内固定。

去年三季度以来, 由于贬值压力的存在, 人民币汇率问题一直是影响货币政策的一个重要因素。二季度初期, 由于美联储 3 月议息会议维持利率不变, 并且释放出非常鸽派的信号使得美元走弱, 人民币面临的贬值压力趋于缓和, 外汇占款下降的速度将放缓, 国内货币环境面临的压力相对较小。而美元一旦再度走强将给人民币带来贬值压力, 进而给国内货币环境及政策带来挑战, 可能在二季度中后期需要警惕这种情况发生。出于对国内经济情形以及债务置换的考虑, 我们认为即便在汇率面临压力的情形下, 央行也

会尽力保持低利率环境，通过 MLF、PSL 等工具提供流动性，也不排除继续降准的可能。在更长的时期内，降息或引导短端资金利率下行也是可以期待的。

四、行情研判与投资策略

目前基本面出现了一些变化，加上大宗商品出现一波上涨行情，令市场开始担忧滞涨。虽然我们认为今年的整体 CPI 会高于去年，但出现滞涨的可能性并不高，关注滞涨预期是否会在二季度证伪。今年货币政策的基调是稳健偏宽松，央行会尽力维持资金面稳定以及低利率环境，但货币政策对于债市的利好作用已经越来越淡，加上利率走廊可能在一段时间内保持不变，因此难以对市场带来太多提振。另外，二季度还需注意风险资产的表现，股市以及大宗商品的上涨行情可能会在预期以及资金方面对债券市场产生挤压。

总体来看，二季度债券市场继续震荡蓄势的可能性大，收益率再度下行需要基本面、货币政策以及其他资产市场出现共振，二季度可能并不具备这样的条件。但另一方面，我们也不认为收益率有大幅反弹的空间，如果因为预期的摇摆导致收益率上行将带来波段的机会。国债期货投机以震荡思路对待，动态套保可逢高处介入。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区金城路429号天汇园一幢B座3层
电话: 0571-83869588

台州营业部

台州市经济开发区商务区巨鼎国际商厦203室
电话: 0576-88539900

温州营业部

温州市府路新益大厦1幢1401室
电话: 0577-89971820

宁波营业部

宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话: 0574-87273868

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼709室
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路751号粮食大厦五楼
电话: 0573-82158136

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话: 0575-85095800

成都营业部

成都市锦江区东大街紫东楼段35号17层1706号房
电话: 028-86532693

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话: 0411-84378378

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、
B803、B805、B608、B609室
电话: 010-63556906

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦2501室
电话: 0351-2118016

余姚营业部

余姚市舜达西路285号中塑商务中心3号楼1601
电话: 0574-62509001

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号201、801、804、811室
电话: 0451-82345618

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号国华大厦B座2501室
电话: 0532-85803555

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话: 024-22566878

天津营业部

天津市河西区友谊路41号大安大厦A座8层
电话: 022-88371080

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层
电话: 021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话: 021-52585211

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703室
电话: 0755-82577529

广州营业部

广州市天河区天河北路28号时代广场东座717房、718房
电话: 020-38806542

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1003、1004、1005室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市南岸区亚太路1号1幢1层1-2
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话: 0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层
电话: 0513-89011168

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663882

海宁营业部

海宁市钱江西路238号广隆财富中心301
电话：0573-80703000

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二钻石海岸B幢2104-2107室
电话：0592-2120370

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场15层1号、2号
电话：0452-5883883

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net