

利率市场 2015 年度展望

末牛潜行

摘要

- **2015 年经济展望：** 房地产投资下滑将继续在 2015 年拖累经济，为了对冲这一负面影响，基建投资将维持在较高水平，中央扩大财政赤字、大力推广 PPP 模式以及央行的定向宽松都可能成为向基建输血的方式。但我们认为这难以扭转经济增速下滑的态势，预计明年的 GDP 增速在 7.1% 左右。如果房地产投资能够在二季度之后持续改善，经济可能呈现前低后高的走势。通胀方面，猪周期与油价是影响明年通胀的重要因素，二者对于通胀的影响相反，我们倾向于认为油价的影响更大。预计明年的通胀水平将保持低位，CPI 中性预期下年末达到 2.5% 左右的水准，PPI 仍旧通缩。
- **货币政策前瞻：** 以明年的经济形势来看，货币政策保持宽松以托底经济的方向不会改变，“微刺激”“定向宽松”或将常态化，必要时降准、甚至再度降息也在预期之中。央行在政策工具的选择上会保持灵活，执行中会注意松紧适度，同时将更加注重向实体经济的传导。
- **行情研判与投资策略：** 经济放缓与货币宽松令债券市场的牛市基础仍然存在，但行情发展可能会遇到较多波折。国内方面，宽松的货币政策更加注重向实体经济的传导会一定程度上压缩债市的空间。外部环境方面，美联储加息将对利率底部构成约束。收益率方面，目前 10 年国债 3.8% 左右是较为合理的水平，高于这一水平的收益率无论是交易还是配置都具有价值。向下的极限大概在 3.0%，除非央行采取类似欧美的超低利率政策，否则长端难以降至 3.0% 以下。需要指出的是，收益率从 3.8% 继续下降在难度上会高于今年从 4.6% 降到 3.8%，多数时候可能处在震荡盘整状态。但总体来说，长端依然存在机会，国债期货中期仍保持多头思路。曲线方面，目前短端依然过高，一定程度上也对行情发展构成了制约。明年可以预期牛陡行情会在某个时刻再度来临，触发因素可能是流动性的大规模释放，1 年国债可看至 1.5%-2%，因此牛陡策略亦可尝试。

智慧创造奇迹
一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

徐晨曦

xuchenxi@nawaa.com

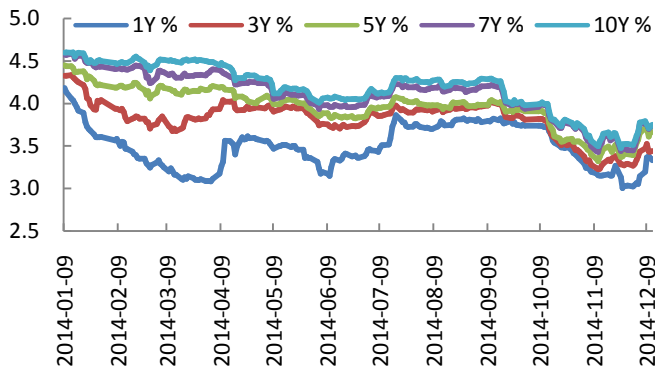
0571-87830532

一、行情回顾

2014 年的债券市场即将在牛市中落幕。回顾今年的行情，上半年市场对于资金面的心有余悸，对于基本面恶化的反应迟钝，最终都被政策宽松所化解。年中经济的疑似企稳，尤其是金融数据的突然放量，一度令市场陷入调整。但随着复苏被证伪加上货币政策的确认令市场在三季度末至四季度再度迎来爆发行情。而年末由于股市的意外强劲加上资金面偏紧，市场再陷调整。逻辑上，市场再度回归“经济下滑→货币放松”这一债市经典路线，其中政策面的不断确认是行情发展最为关键的驱动因素。

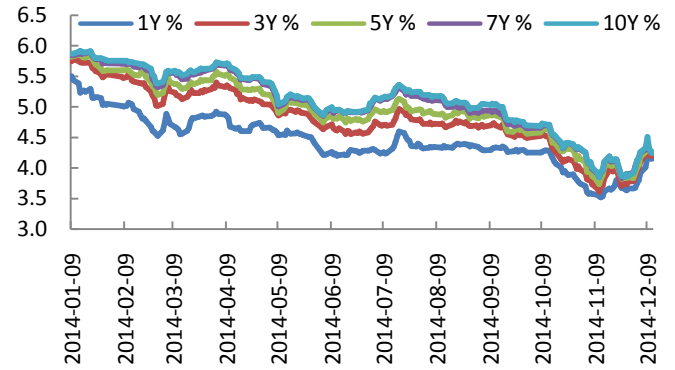
收益率水平方面，截至 12 月中旬，与去年末相比，国债各关键期限收益率有 80-100bp 的降幅，国开债降幅在 130-160bp。曲线形态上，收益率曲线平坦化态势较去年末没有明显改变。

图 1 银行间固息国债 YTM 走势



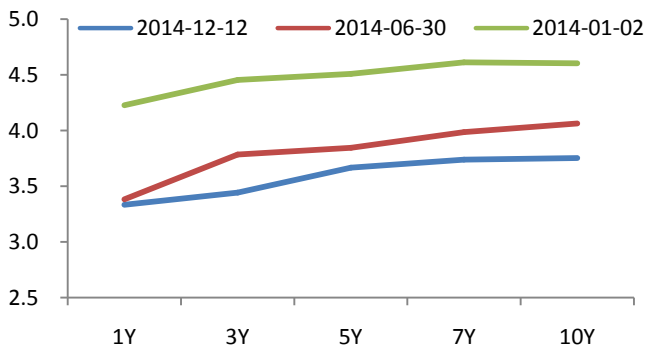
资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 2 银行间国开债 YTM 走势



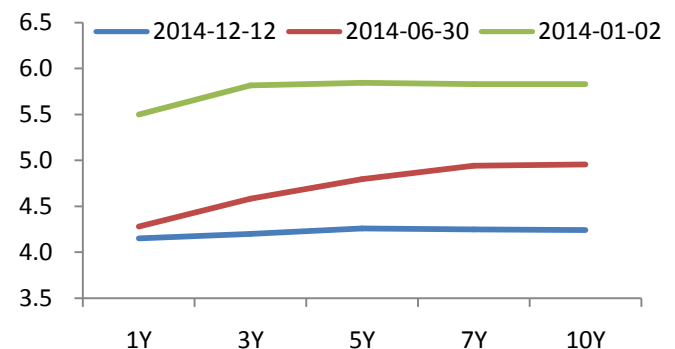
资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 3 银行间固息国债利率期限结构



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 4 银行间国开债利率期限结构



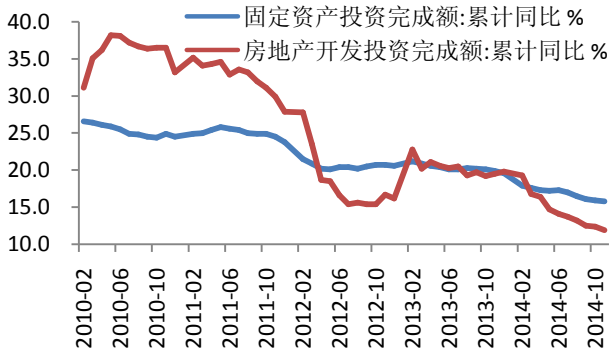
资料来源：Wind 资讯、南华研究

二、2015 年经济展望

2.1 房地产投资下滑依旧拖累经济

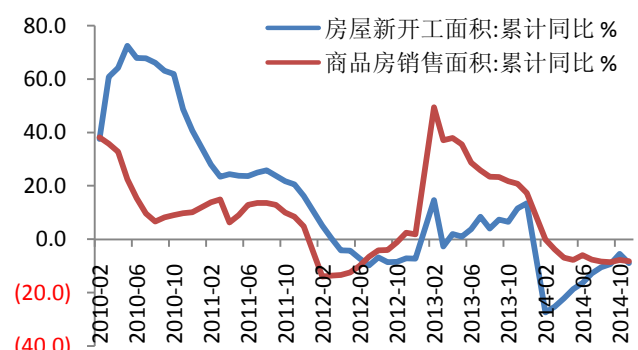
2014 年投资增速放缓是拖累经济的主要原因，其中房地产开发投资大幅放缓又是投资降速的主要原因。自 1999 年以来房地产开发投资完成额平均增速为 26%，而今年截至 11 月的增速仅为 11.9%，对经济的拖累程度可见一斑。

图 5 固定资产投资与房地产开发投资



资料来源: Wind 资讯、南华研究

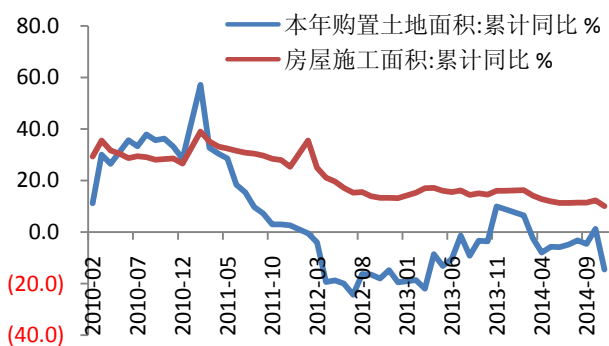
图 6 房屋销售与新开工



资料来源: Wind 资讯、南华研究

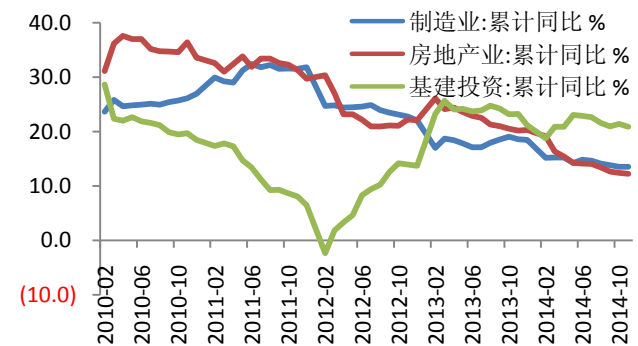
为遏制房地产市场的下滑态势，调控政策在今年出现了重大变化，起先是各地方政府放松限购，由于效果不佳，最终央行在 9 月底宣布放松限贷政策。融资政策的放松很快为低迷的市场带来了活力，多数城市的销售情况出现了明显回暖，其中以一、二线城市最为明显。但值得注意的是，由于人们对房地产价格的预期逆转，政策放松后入市的主要群体是首次置业或改善性需求，而投资需求少。在以往的房地产市场复苏过程中，除了自住型需求，投资需求也起到了很大的作用，而如今这一群体的缺失，使得市场复苏的强度以及持久度存在疑问。向前看，在支持自住需求、抑制投资需求的原则下，明年政策上除了降息使得房贷利率继续降低，已没有太多可放松的空间。

图 7 土地购置面积与房屋施工面积



资料来源: Wind 资讯、南华研究

图 8 制造业、房地产、基建投资增速



资料来源: Wind 资讯、南华研究

从全国的数据来看，目前房屋销售以及新开工面积增速低位企稳，但房屋施工以及土地购置方面仍然没有起色。在乐观的情形下，假设房屋销售的回暖态势能够保持，以 3-6 个月的滞后期来推算，房屋新开工加速带动投资加快可能要在明年一季度末或二季度才能出现，因此明年初经济下滑的压力仍然较大。

以全年来看，明年房地产开发投资增速继续下滑的可能性大，甚至很可能跌至 10% 以下。如果对房地产开发投资占固定资产投资的比重以及资本形成在 GDP 中的占比做一些假定，并以固定资产投资推算资本形成，粗略的计算显示如果房地产开发投资增速降至 8% 以下，经济将面临较大的下行压力。虽然以上通过固定资产投资推算资本形成的方法可能存在瑕疵，关于重要比重的假设也是主观推测，但仍然有助于我们大致了解房地产开发投资下滑对于经济的影响。

表 9 不同房地产开发投资增速下的固定资产投资增速与 GDP 名义增速

房地产开发投资增速	12%	10%	8%	6%
房地产开发投资完成额	107895 亿	105968 亿	104042 亿	102115 亿
固定资产投资完成额	564896 亿	557729 亿	550486 亿	543165 亿
固定资产投资增速	12.59%	11.16%	9.71%	8.26%
GDP 名义增速	10.02%	9.0%	7.97%	6.93%

资料来源：Wind 资讯、南华研究

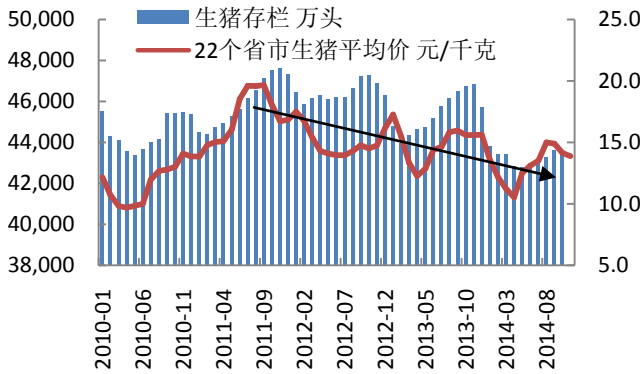
为了对冲房地产投资下滑的负面影响，明年的基建投资将维持在较高的水平上，中央扩大财政赤字、大力推广 PPP 模式以及央行的定向宽松都可能成为向基建输血的方式。但我们认为这难以扭转经济增速下滑的态势，预计明年的 GDP 增速在 7.1% 左右。如果房地产投资能够在二季度之后持续改善，经济可能呈现前低后高的走势。

2.2 低油价背景下通胀难高

2014 年 CPI 呈现前高后低走势。猪周期的启动并未给下半年的通胀带来明显压力，而由于国内需求萎缩，加上能源价格暴跌，使得 CPI 在进入四季度后没有出现预期中的回升，反而持续走低。判断明年的通胀形势，猪周期以及能源价格依旧是需要考虑的重要因素。

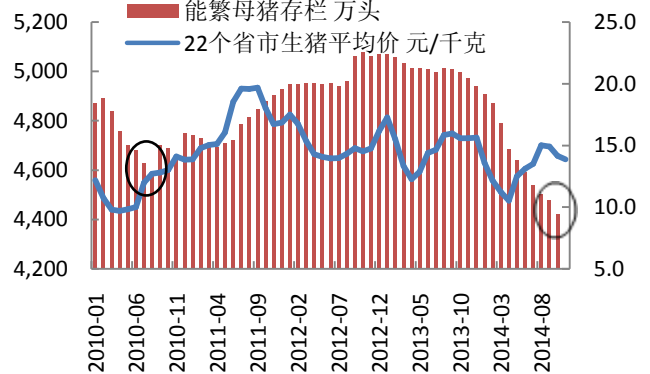
从猪周期来看，自今年 5 月开始的猪肉价格上涨仅维持了几个月，9 月起价格再度掉头向下。随着价格的转向，此前逐步回升的生猪存栏亦开始回落。从库存的绝对水平来说，生猪存栏处于过去 5 年以来的最低水平。从产能情况来说，当前的能繁母猪存栏比过去 5 年的最低水平还低 8%，并且仍然没有补栏的迹象。因此，以库存和产能来判断，未来只要需求不大幅下降，价格存在上涨的基础。但是，另一方面，我们也注意到，自 2011 年的猪肉价格见顶后，无论是价格还是库存都处在一个重心不断下移的过程中，而这并不是由消费减少所致。事实上，如果以定点屠宰企业的屠宰量作为消费的观测量，可以发现近几年的猪肉的消费是相当稳定的。这表明即便是较低的库存水平也能够保持猪肉的供应，从而使价格不再大涨。而保持较低的库存不需要太高的产能，因此看到的现象就是能繁母猪存栏不断减少。因此，低库存低产能并不一定会导致价格大涨，虽然目前过低的产能值得警惕，猪肉价格也可能还会上涨，但涨幅可能有限。

图 10 生猪存栏与价格



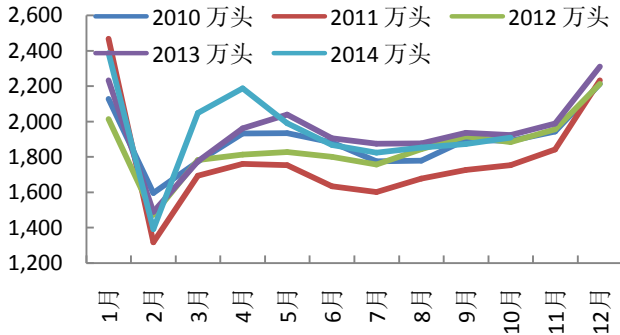
资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 11 能繁母猪存栏



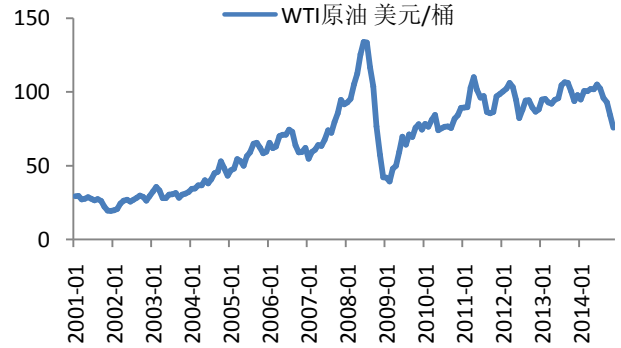
资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 12 生猪定点屠宰企业屠宰量



资料来源：Wind 资讯、南华研究

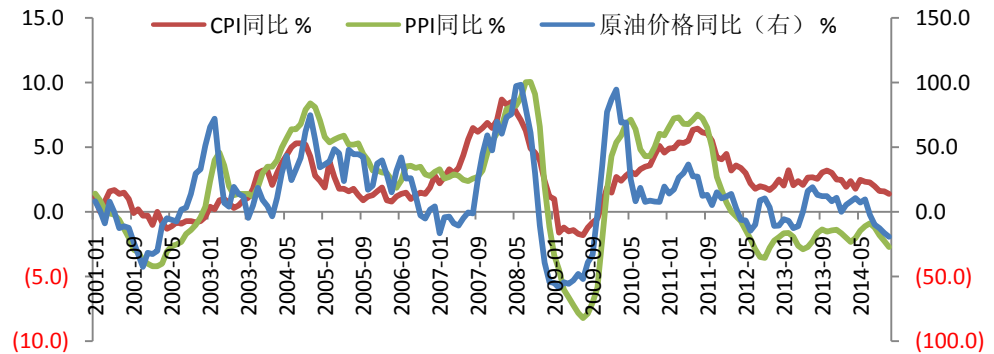
图 13 WTI 原油价格走势



资料来源：Wind 资讯、南华研究

从能源价格来看，原油价格从今年 6 月开始下跌，10 月后跌势加剧，目前已击穿 60 关口。由于需求低迷，加上主要产油国不愿减产，预计明年油价将维持低位。以历史数据来看，过去 14 年中油价走势与 CPI、PPI 具有极高的正相关性，在低油价背景下，明年的通胀难以看高。

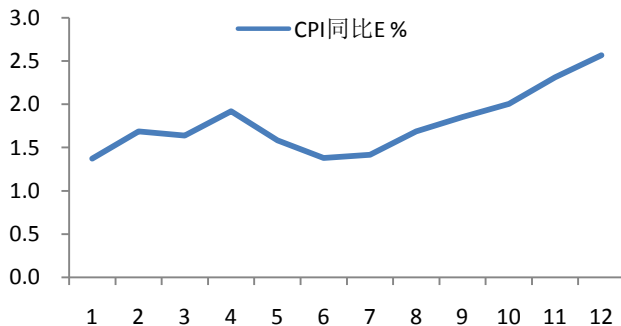
图 14 原油价格增速与通胀增速



资料来源：Wind 资讯、南华研究

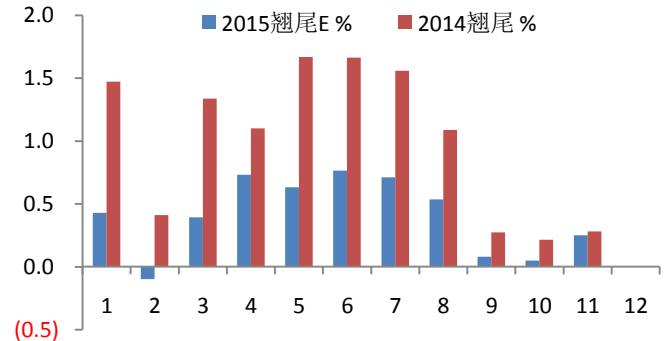
总体而言，猪肉价格与油价对于通胀的影响相反，而我们倾向于认为油价的影响更大。因此预计明年的通胀水平将保持低位。从 CPI 翘尾因素来看，明年各月的翘尾因素均显著低于今年。在中性假设下，以历史均值作为各月 CPI 环比来测算，明年上半年高点出现在 4 月份，下半年逐渐走高，年末达到 2.5%左右的水平。需要说明的是，实际的各月环比可能会低于中性假设，因此全年 CPI 同比可能低于中性预期。另外，由于工业品仍旧普遍处于过剩状态，PPI 同比仍将下滑。

图 15 中性假设下 2015 年 CPI 同比增速预期走势



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 16 CPI 翘尾因素对比



资料来源：Wind 资讯、南华研究

三、货币政策前瞻

与 2013 年的主动紧缩去杠杆相比，2014 年的货币政策无疑是宽松的。虽然官方对于货币政策的表述仍旧是“稳健”，但内涵已大不相同。如果说上半年管理层对于是否宽松仍显犹豫，那么下半年不断以各种方式注入流动性并多次下调公开市场中标利率则亮明了管理层为应对经济下滑的政策选择，11 月底的首次降息更加昭示了降息周期的到来。

表 17 2014 年货币政策动向

日期	政策动向
2014.1.20	央行开展分支行常备借贷便利操作试点为中小金融机构提供流动性支持，当隔夜、七天和 14 天期回购利率分别高于 5%、7%和 8%时可向央行申请 SLF 操作。
2014.1.21	央行重启逆回购，确保节前流动性
2014.2.18	停止逆回购，开启正回购，对冲过剩流动性
2014.4.16	国务院常务会议：适当降低县域农商行存准率
2014.4.25	央行：分别下调县域农村商业银行、县域农村合作银行人民币存款准备金率 2%、0.5%
2014.5.13	三年央票到期，央行未续作
2014.5.21	央行向国开行发放再贷款（后被证实为 1 万亿 PSL）
2014.5.30	国务院常务会议：加大定向降准和再贷款力度

- 2014.6.16 央行：对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率 0.5%
- 2014.7.1 银监会调整存贷比计算口径，三农等 6 项贷款不再纳入
- 2014.7.31 公开市场操作停止 28 天正回购，启用 14 天正回购，且利率较此前下降 10bp
- 2014.8.8 央行对部分分支行增加再贴现额度 120 亿元，用于支持金融机构扩大“三农”、小微企业信贷投放
- 2014.8.27 央行对部分分支行增加支农再贷款额度 200 亿元，支农再贷款执行优惠利率
- 2014.8.29 央行下调鲁甸灾区地方法人金融机构存款准备金率 1 个百分点
- 2014.9.17 央行向五大行实施 5000 亿 3 个月 MLF，利率 3.5%
- 2014.9.19 公开市场 14 天期正回购中标利率下降 20bp 至 3.50%
- 2014.10.14 公开市场 14 天期正回购中标利率下降 10bp 至 3.40%
- 2014.10.17 央行向股份行及部分城商行、农商行实施 2695 亿 3 个月 MLF，利率 3.5%
- 2014.11.19 国务院常务会议：采取有力措施缓解企业融资成本高问题
- 2014.11.21 央行通过 SLO 向市场提供约 500 亿流动性支持，缓解 IPO 带来的资金紧张
- 2014.11.21 央行非对称降息：一年期贷款基准利率下调 0.4%至 5.6%；一年期存款基准利率下调 0.25%至 2.75%
- 2014.11.25 公开市场 14 天期正回购中标利率下降 20bp 至 3.20%
- 2014.11.27 公开市场暂停正回购

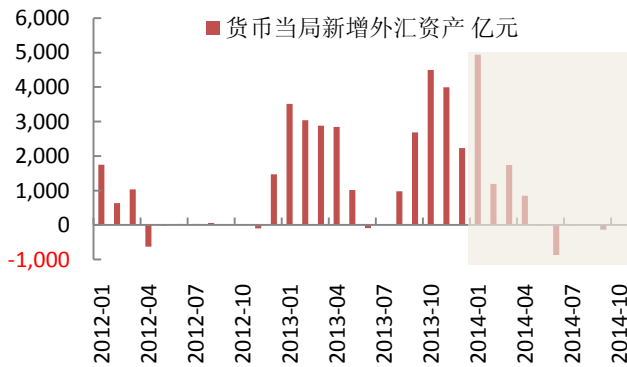
数据来源：根据新闻整理

以明年的经济形势来看，货币政策保持宽松以托底经济的方向不会改变，“微刺激”“定向宽松”或将常态化，必要时降准、甚至再度降息也在预期之中。回顾今年以来的政策工具，不仅有传统的公开市场操作、再贷款、再贴现、基准利率政策，创新工具如定向降准、PSL、SLF、MLF 等也不断出现，可谓花样迭出。预计明年央行在政策工具的选择上也会保持灵活。因此我们认为不必花太多精力猜测央行每一次的动作以何种工具实施，把握政策方向即可。另外，从外汇占款的情况来看，今年央行新增外汇占款截止 10 月仅 7768 亿，全年预计不到 1 万亿，这一渠道投放的基础货币远不能满足需求，而明年无论是贸易项还是资本项恐怕都难以对外汇占款带来很大提升，因此需要央行直接投放基础货币或通过降准释放流动性。因此，在这一背景下进行的基础货币投放（如再贷款、PSL、SLF、MLF 等）或者降准都不能认为是大幅刺激的标志。

从货币政策的效果来说，今年的宽松政策显然没有达到管理层的预期效果，信用扩张非但没有提速反而在萎缩，社会融资成本也没有明显下降，资金主要在债市以及股指中进行投机活动。这显然是管理层不愿看到的，在明年的政策执行中，预计会强化向实体经济的渗透，而为了节制债市以及股市的投机，政策在宽松的程度上也可能会有所顾忌。

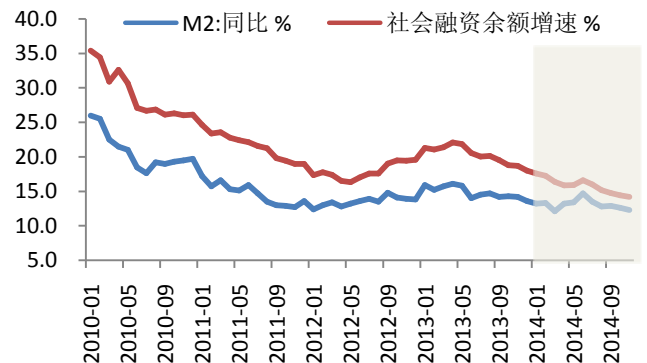
总体而言，我们认为明年的货币政策会保持宽松的取向，在程度上会注重松紧适度，同时将更加注重向实体经济的传导。观察政策效果需要重点关注货币市场利率、商业银行负债端的成本（理财收益率、存款利率）以及信用扩张(信贷、表外业务、发债量)等数据。

图 18 央行新增外汇占款



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 19 广义货币增速与社会融资余额增速



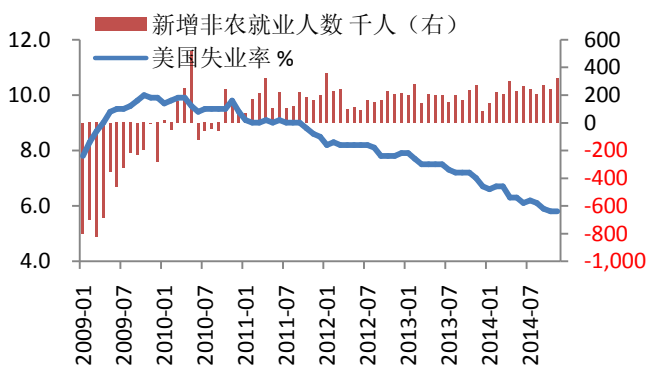
资料来源：Bloomberg、南华研究

四、潜在利空因素

4.1 美国加息制约国内利率下降空间

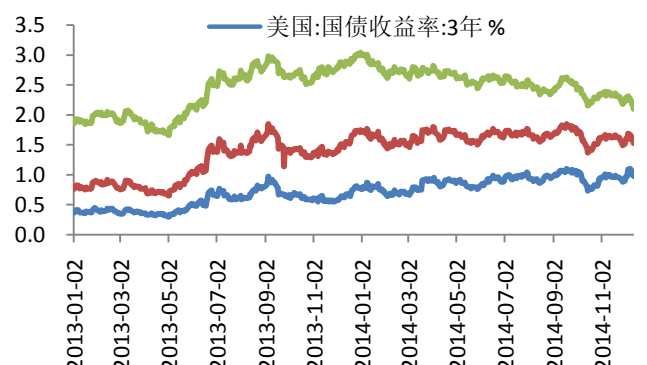
美联储在 10 月的议息会议上如期结束了第三轮量化宽松。在 FOMC 的声明中，联储对于劳动力市场的措辞发生了明显变化，其中提及劳动力市场继续改善，新增就业人数稳健，劳动力资源利用率不足的状况在好转。我们认为这一评估体现了联储对经济的信心。就业市场自 2010 年起开始改善，2011 年后新增非农就业逐渐稳定并带动失业率不断下降，最新数据显示 11 月新增非农就业 32.1 万人，连续第 10 个月新增就业者超过 20 万人，失业率 5.8%，处于 5 年来的低点。毫无疑问，作为决定是否加息的重要指标，就业市场的不断复苏可能促使联储更早加息。

图 20 美国失业率与新增非农就业



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 21 美国国债收益率



资料来源：Wind 资讯、南华研究

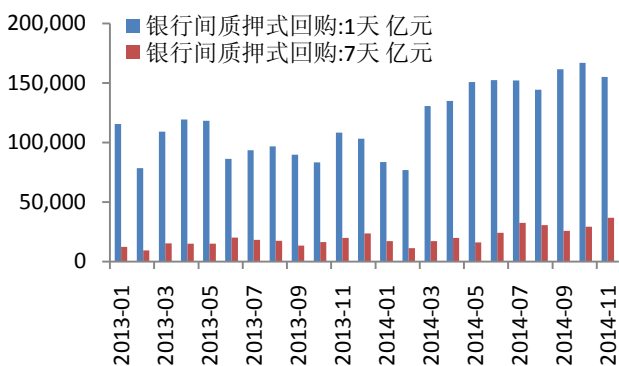
目前市场对于加息时点的预期普遍在明年年中，但不排除加息会早于预期，而金融市场可能会提早对联储的言论进行反应。就美债收益率而言，虽然今年长债在地缘政治

导致的避险需求以及日、欧相继宽松导致的外溢效应下呈现下降走势，但明年的某一时刻开始上升是大概率事件，因此 10 年国债收益率不太能够长期维持在 2.5 以下。我们认为这构成了我国 10 年国债的底部约束，如果管理层希望保持人民币汇率的稳定甚至一定程度的偏强，那么需要在美债收益率的上方保有一定的利差。

4.2 宽货币向宽信用转化

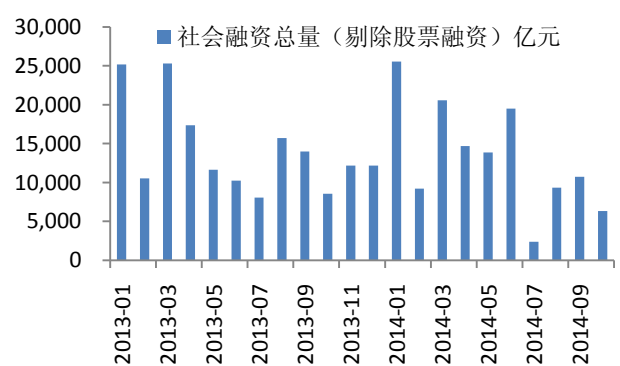
今年债券市场牛市能够持续到下半年的一个重要条件在于，自二季度起宽松货币政策所释放的流动性并未形成信用扩张。以社会融资总量来观察，尽管银行体系不断获得资金注入，但资金并没有大规模流向信贷以及表外业务，信用萎缩在三、四季度表现得尤为明显。与此形成鲜明对比的是，银行间市场质押式回购的成交量不断放大，可以推测资金更多的进入了债券市场进行杠杆交易，从而使牛市得以延续。

图 22 银行间质押式回购月度成交金额



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 23 月度社会融资总量



资料来源：Wind 资讯、南华研究

从历次宽松货币政策的结果来看，均在一定程度上促成了此后的信用扩张，而这也是政策的真正目的所在。目前制约信用扩张的原因在于银行惜贷、贷存比约束、坏账上升、资本约束等，而政策方面正在试图逐渐破除这些因素的制约。贷存比可能在明年调整甚至废除；地方坏账公司成立可对银行坏账进行剥离；银行将继续发行次级债、优先股等方式来化解资本约束；高层积极筹备的资产证券化也将有助于盘活存量信贷。这些都促使信用萎缩的态势在明年发生逆转，一旦信用开始扩张，即便货币政策仍旧维持宽松，也将削弱政策面对于债市的利好。

五、行情研判与投资策略

明年经济增速继续放缓几乎是肯定的，在此背景下货币政策的宽松取向也是确定无疑的，因此债券市场的牛市基础仍然存在，但行情发展可能会遇到较多波折。国内方面，宽松的货币政策更加注重向实体经济的传导会一定程度上压缩债市的空间。外部环境方面，美联储加息是一个较大的利空因素，但我们认为对于债市的主要影响不在于流动性的收紧，因为央行一定会采取对冲措施，真正的影响在于对利率底部的约束。

从收益率水平来看，目前 10 年国债在 3.8% 左右，我们认为是比较合理的水平，高

于这一水平的收益率无论是交易还是配置都具有价值。向下的空间上，我们认为极限在 3.0%，除非央行采取类似欧美的超低利率政策，否则长端难以降至 3.0% 以下。需要指出的是，收益率从 3.8% 继续下降在难度上会高于今年从 4.6% 降到 3.8%，多数时候可能处在震荡盘整状态。相应的，10 年国开债 4.3% 是合理的水平，明年向下的极限位大概在 3.5%。总体来说，长端依然存在机会，国债期货中期仍保持多头思路。

收益率曲线方面，平坦化的形态在 2014 年仅有短暂的修正。与长端相比，目前短端依然过高，一定程度上也对行情发展构成了制约。明年可以预期牛陡行情会在某个时刻再度来临，触发因素可能是流动性的大规模释放，1 年国债可看至 1.5%-2%，相应期限的国开债可看至 2.0-2.5%，因此牛陡策略亦可尝试。

南华期货分支机构

南华期货股份有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层
客服电话: 4008888910 www.nanhua.net

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

台州市椒江区耀达路 99 号 4 楼
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
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

绍兴市中兴南路 95 号中兴商务楼 1 幢(南楼)5-6 层
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

兰州市庆阳路 488 号万盛商务大厦 26 楼(胜利宾馆斜对面)
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区中山路 554D-6 号和平现代城 B 座 3 层 4 号
电话: 0411-84378378

北京营业部

北京市宣武门外大街 28 号 2 幢
电话: 010-63556906

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际商务大厦 25 层
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 号保利大厦二层、八层
电话: 0451-82345618

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层
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 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、3 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

安徽省芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 904、906、908 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 89 号六层
电话: 0513-89011160

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

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: 0663-2663886

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

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼
电话: 00852-28052658

浙江南华资本管理有限公司

电话: 0571-87994666

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。

浙江省证监局、期货业协会温馨提示：期市有风险，入市需谨慎。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net