

利率市场二季度展望**2015.3.29**

危中有机

摘要

- **二季度经济展望：**以 1-2 月的数据以及一些前瞻性的指标来看，一季度的 GDP 可能直接从去年末的 7.3% 降到 7.0%。一、二季度可能是年内的低点，但存在诸如房地产政策放松带动市场回暖、信用扩张等积极因素可能令经济在二季度后期出现改善。二季度不存在特别明显的因素令通胀出现趋势性改变。在更长的视角中，在人民币坚守兑美元汇率的情况下，国内通缩的压力大于通胀的风险。
- **货币政策前瞻：**一季度货币政策较去年密集了许多，央行维持货币市场稳定、引导利率下行的意图明显。以央行连续指引 7 天回购利率低开，并将逆回购中标利率下调至 3.55% 推测，合意的 7 天回购利率可能在 3.5-3.6%，因此资金利率仍有下行空间。另外，财政部的地方债务置换计划将带来巨量利率债供给，可能倒逼央行推出中国式 QE，货币宽松仍在途中。
- **行情研判与投资策略：**目前的基本面、政策面均没有宽松终止的迹象，因此我们仍然坚持牛市的看法。但相比于去年，今年的操作难度加大，如果政策宽松没有大幅超出预期，收益率可能呈现低位波动的状态，趋势的空间有限，波段操作是交易盘的主要策略。此前收益率在 2 月探出的低点可视为一个相对的底部，如果央行配合财政部债务置换而推出 QE，那么 2 月的低点则可能打破，从而扩大趋势的空间。我们认为 10 年国债 3.6% 左右，10 年国开债 4.2% 左右具有交易价值。在此收益率附近或之上可越跌越买，做不断抄底的尝试，注意做好仓位管理。国债期货操作上，中线多单持有；短线逢低买入、逢高了结，以降低中线仓的成本。

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

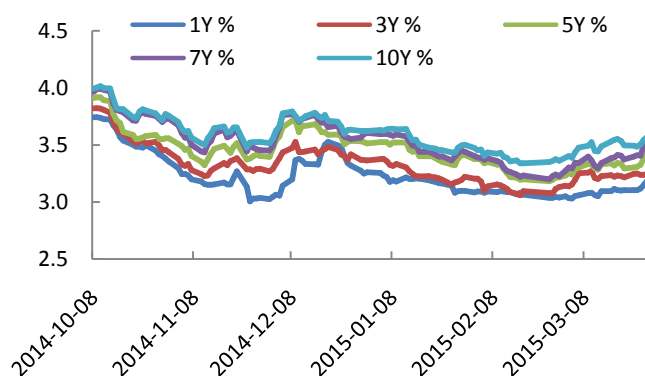
0571-87830532

一、一季度乐极生悲

一季度利率市场延续了去年以来的牛市，但牛尾意味渐浓。春节前收益率在宽松预期的驱动下一路下行，节后央行降息引发获利回吐。此后由于财政部宣布将进行 1 万亿债务置换以缓解地方债务问题，市场对利率债供给冲击的担忧逐渐加大，看空气氛浓重导致收益率大幅上行。

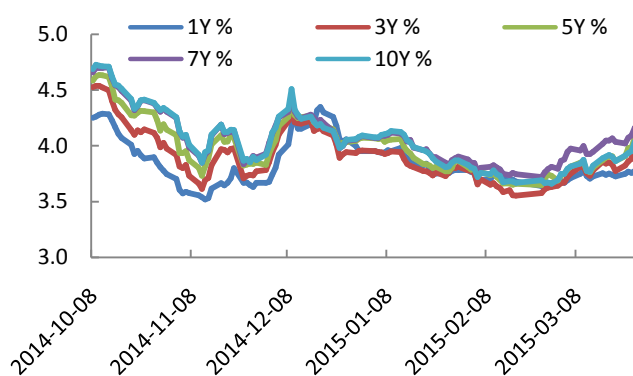
收益率水平方面，10 年国债较去年末有所降低，但比 2 月份低点回弹约 30bp，短端亦有超过 10bp 的上行。10 年国开先降后升，目前回到了去年末的水平，而 3 年、5 年、7 年均高于去年末，仅 1 年期有所降低。曲线形态上，一季度大部分时间 7 年与 10 年都保持倒挂的态势。

图 1 银行间固息国债 YTM 走势



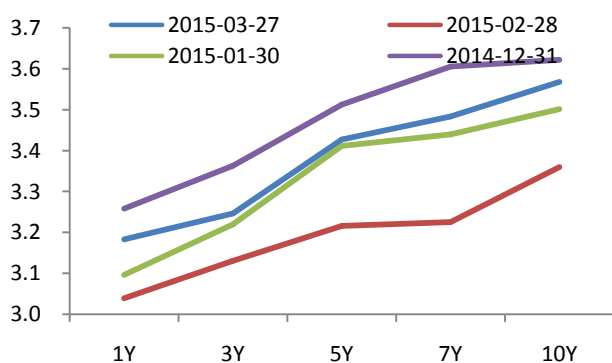
资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 2 银行间固息国开债 YTM 走势



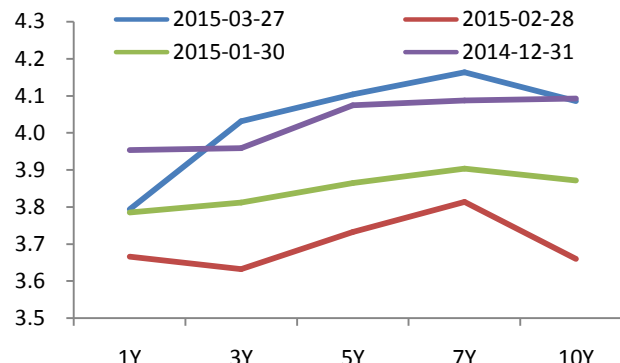
资料来源：Wind 资讯、南华研究

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 银行间固息国开债利率期限结构



资料来源：Wind 资讯、南华研究

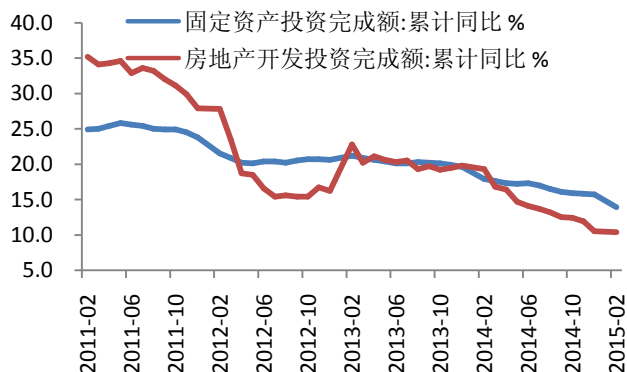
二、二季度经济展望

2.1 经济尚未走出低点

对于 2015 年的经济增长，普遍的预期是全年 GDP 在 7% 左右，目前市场价格已经反映了这种一致预期。相比于绝对数据，我们认为判断经济在未来的起伏变化对于交易而言更为重要。

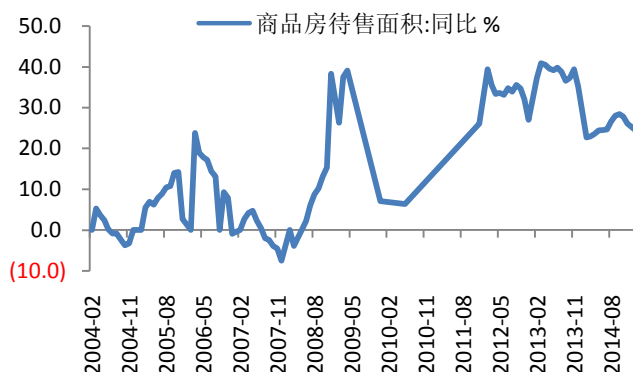
从投资的角度来看，1-2 月的固定资产投资增速比去年末再下一个台阶，显示经济仍然面临较大下行压力。向前看，我们认为制造业投资的积极因素较少；基建投资大概率上能维持在较高的水平；房地产投资有边际改善的可能，是最需要关注的变量。因限购取消以及央行降息，去年四季度后一、二线城市的房地产市场开始回暖，目前来看这一势头在春节后得以延续。但从全国范围来看，房地产市场销售状况并不乐观。1-2 月销售面积同比下降 16.3%，而同期待售面积仍在以 20% 以上的速度增长。为了消化库存，预计降低公积金使用门槛、降低首付比例、提高贷款额度等储备政策会很快出台，再加上央行可能继续降息使得贷款利率下降，将一定程度上鼓励部分需求入市。如果房地产市场能够持续回暖，相关方面的投资将有望企稳，那么就可以对经济起到一定的提振作用或者至少不成为拖累。

图 5 固定资产投资与房地产开发投资增速



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 6 全国商品房待售面积增速

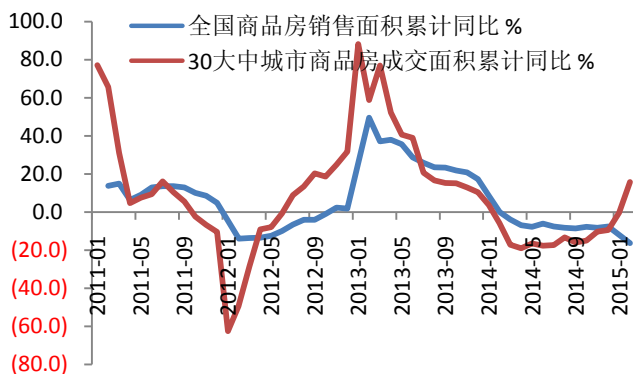


资料来源：Wind 资讯、南华研究

从信用扩张的角度来看，信贷增速从去年四季度起开始加快，尤其是中长期贷款的扩张非常明显。但同期社会融资规模以及 M2 的扩张却不明显或较为滞后，这与银行表外业务受到压缩有关。随着直接融资的加快，我们认为社会融资规模以及 M2 最终也会呈现出加速的态势。以金融数据通常领先增长数据两个季度来看，经济有可能在二季度末期或下半年出现起色。

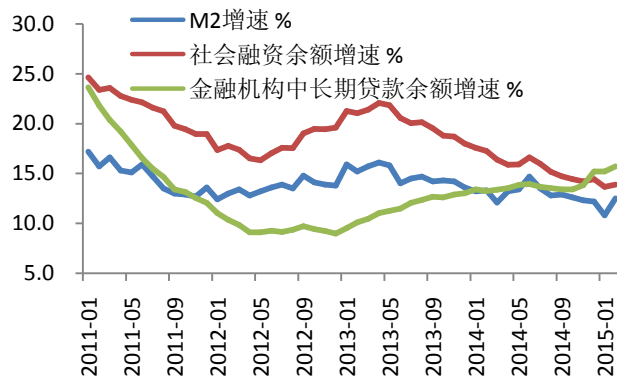
以 1-2 月的数据以及一些前瞻性的指标来看，一季度的 GDP 可能直接从去年末的 7.3% 降到 7.0%。一、二季度可能是年内的低点，但存在一些积极因素可能令经济在二季度后期出现改善。

图 7 商品房成交面积增速



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 8 全社会信用扩张状况

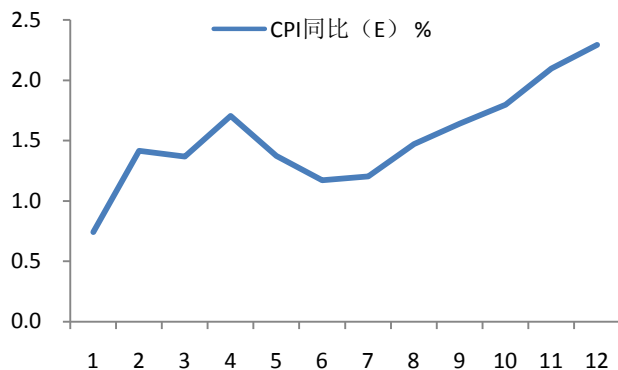


资料来源：Wind 资讯、南华研究

2.2 不忧通胀忧通缩

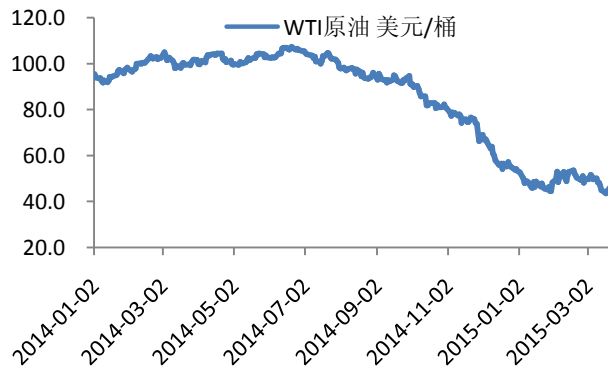
在宏观经济整体偏冷的背景下，今年的通胀将保持在较低水平，市场普遍的预期是在 2% 以内。以历史平均季节性预估 CPI 走势显示上半年通胀将在 4 月达到一个相对高点，然后回落，下半年逐月走高。以此模型来看，二季度似乎不存在通胀出现趋势性改变的风险。但有两点值得注意。第一，如果信用持续扩张并对经济产生向上的作用，那么也将对通胀产生同向的作用，需要在二季度后期留意。第二，近期大宗商品价格明显反弹需要引起注意。重要商品价格（比如原油）持续大幅的回升无疑将快速传导至 PPI 以及 CPI，这是比信用扩张更明显能影响月度数据的因素。

图 9 CPI 预期走势



资料来源：Wind 资讯、南华研究

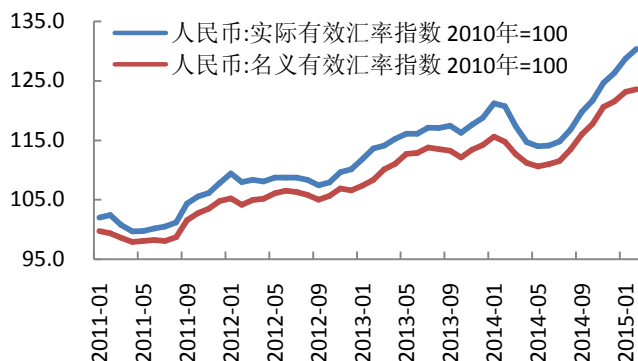
图 10 原油价格



资料来源：Wind 资讯、南华研究

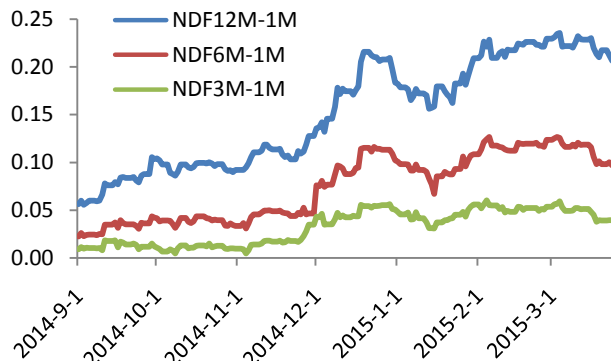
以更长的视角来看，我们认为通缩的压力大于通胀的风险。目前管理层选择稳定人民币对美元汇率，在美元强势的背景下，人民币实际有效汇率已经达到 130。而由于经济增速下滑，出口竞争力衰弱，人民币已经在积累越来越重的贬值压力。坚守汇率将令国内经济面临通缩压力。因此，即便年内存在一些可能令通胀上升的因素，CPI 高度也将较为有限。

图 11 人民币有效汇率



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 12 人民币 NDF 期限价差



资料来源：Wind 资讯、南华研究

三、货币政策前瞻

3.1 政策向宽，资金利率仍待下降

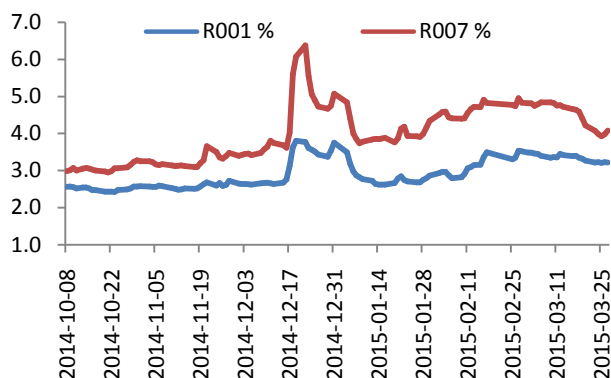
回顾一季度货币政策，可以发现政策频率较去年密集了许多。除了降准、降息，央行还启用了 SLO、MLF、公开市场操作等多种工具稳定银行间流动性，但一季度资金面却明显紧于去年四季度。春节后，7 天回购利率长时间停留在 4% 以上，3 个月 Shibor 在 4.9% 左右的水平难以下降。正因为如此，央行在降息后三次降低公开市场中标利率并增量续作 MLF，引导资金利率下行。

表 13 2015 年货币政策动向

日期	政策动向
2015.1.16	央行增加信贷政策支农支小再贷款额度 500 亿元
2015.1.19	央行进行 200 亿 1 天 SLO（中标利率 2.63%）
2015.1.21	央行进行 1600 亿 2-6 天 SLO（中标利率 3.66%） 央行续作到期 2695 亿 MLF，并新增 500 亿（3M 3.5%）
2015.1.22	央行重启逆回购（7D 3.85%）
2015.2.5	全面下调存款准备金率 0.5%，此后多省区域性银行又获批定向降准
2015.2.28	对称降息 0.25%，同时将存款利率浮动区间的上限由 1.2 倍调整为 1.3 倍
2015.3.3	7D 逆回购中标利率下调 10pb 至 3.75%
2015.3.4	央行下调地方分支机构 SLF 利率，隔夜由 5% 降为 4.5%，七天由 7% 降为 5.5%
2015.3.17	7D 逆回购中标利率下调 10bp 至 3.65% 央行增量续作 5000 亿 MLF
2015.3.24	7D 逆回购中标利率下调 10bp 至 3.55%

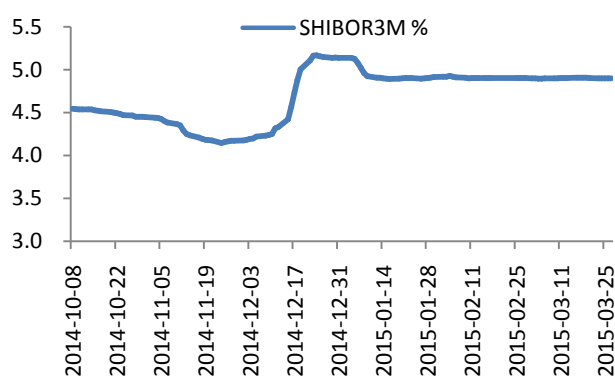
数据来源：根据新闻整理

图 14 银行间质押式回购利率



资料来源：Wind 资讯、南华研究

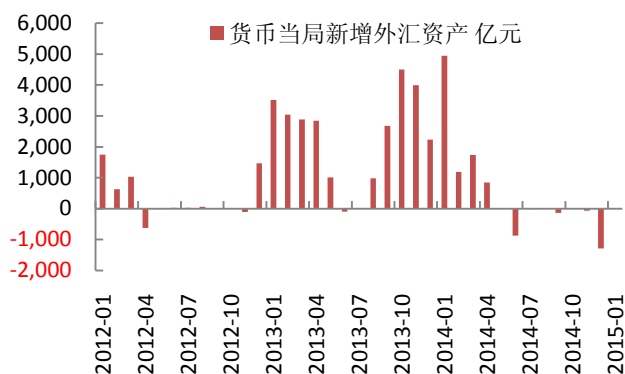
图 15 3 个月 Shibor



资料来源：Wind 资讯、南华研究

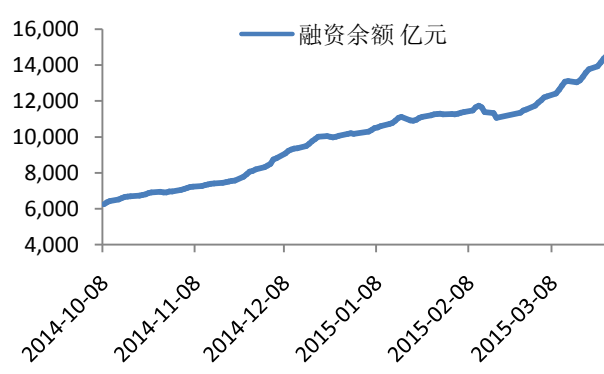
除去新股发行、缴税等阶段性因素，造成资金面紧张的原因主要有二。第一，人民币贬值预期加重，资本外流使得央行外汇占款减少或仅有微量增加，基础货币投放不足。第二，股市行情火爆，且融资交易盛行，造成资金分流。向前看，我们认为汇率因素可能暂时减轻，因央行已经释放信号暂时打击了人民币贬值预期，但股市的分流效应仍在。为了抵消这些因素给资金面带来的冲击，我们认为央行会在必要时采取措施。以近期连续指引 7 天回购利率低开，并将逆回购中标利率下调至 3.55% 推测，央行合意的 7 天回购利率可能在 3.5-3.6%，因此资金利率仍有下行空间。

图 16 央行新增外汇占款



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 17 沪深两市融资余额



资料来源：Wind 资讯、南华研究

3.2 债务置换或倒逼货币政策配合

自两会期间财政部宣布 1 万亿存量高息地方债置换计划后，利率市场对于供给冲击的担忧便逐渐加重，而近期在博鳌亚洲论坛上财政部部长楼继伟表示可能进一步替换。那么今年利率债供给究竟会比去年增加多少，以下做大致的计算。

今年中央财政赤字定的是 1.12 万亿，比去年多 1700 亿，那么对应的国债供给要比

去年多大约 1700 亿。地方债有 5000 亿一般地方债，比去年增加 1000 亿，另外还有 1000 亿专项债。再加上 1 万亿置换债，这意味着今年的利率债供给规模比 2014 年要高出近 1.4 万亿。但根据审计署 2013 年 6 月的审计，今年到期的负有偿还责任的债务为 1.8 万亿，这还不包括未被纳入审计的平台债，也不包括 2013 年下半年新增的短期债务。可见 1 万亿的置换计划或许远远不够，如果全国人大同意，确实可能进一步替换。如果这些全部由市场机构以及个人投资者来承担，而没有其他辅助措施，那么的确会压垮市场。

对于存量债务置换，央行的态度是“还在研究”，关于是否介入并未坚决否认。我们认为无论央行介入与否，都会在货币环境上予以支持。如果债券发行对市场造成很大压力，央行势必以某种形式介入。如果是直接购债，那么就与美国的 QE 类似；如果允许商业银行购债后向央行申请再贷款，就是变相的 QE。事实上，财政政策与货币政策很难割裂，当财政政策转向宽松时，货币政策无疑也需跟进。因此，当市场担忧供给过多而陷入恐慌时，也就显现出了交易机会。

四、行情研判与投资策略

理论上来说，只要货币政策没有退出宽松，利率就不应该轻易改变做多思路。目前的基本面、政策面均没有宽松终止的迹象，因此我们仍然坚持牛市的看法。但相比于去年，今年的操作难度加大，如果政策宽松没有大幅超出预期，收益率可能呈现低位波动的状态，趋势的空间有限，波段操作是交易盘的主要策略。此前收益率在 2 月探出的低点可视为一个相对的底部，如果央行配合财政部债务置换而推出 QE，那么 2 月的低点则可能打破，从而扩大趋势的空间。我们认为 10 年国债 3.6% 左右，10 年国开债 4.2% 左右具有交易价值。在此收益率附近或之上可越跌越买，做不断抄底的尝试，注意做好仓位管理。国债期货操作上，中线多单持有；短线逢低买入、逢高了结，以降低中线仓的成本。

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