


牛平可期

摘要

- **宏观经济展望：**下半年增长方面最需要关注的变量是房地产与基建投资。本轮房地产市场回升明显冷热不均，一二线城市的销售情况要明显好于三四线城市。因此需要谨慎看待销售回暖对于投资的带动作用。未来房地产投资可能止跌企稳，减小对经济的拖累。在房地产投资难以发力的背景下，基建是对冲投资下滑的重要手段。下半年地方债将加速发行，加上近期发改委放松企业债发行条件、放开城投债以及国务院对于地方融资平台的放松，都能在一定程度上解决资金问题。资金到位后，基建投资有望加速。在房地产拖累减小，基建发力的情况下，下半年经济有望企稳甚至略微回升。通胀方面，猪肉价格上涨，厄尔尼诺带来的农产品价格波动可能成为促使CPI上行的因素，但在整体宏观经济偏冷的背景下，预计影响有限。以历史季节性模拟来看，下半年通胀或逐渐走高，但基本仍在2%以内。
- **货币政策前瞻：**鉴于长端利率偏高，以及实体经济面临的金融环境仍然偏紧，货币政策仍有宽松的必要性，尤其有引导长端利率下行的必要性。但央行是否会如传言中进行扭曲操作则并不必然。如果收紧短期流动性导致资金利率过分抬高，必将打击市场预期，反而不利于长端利率的下行。而最近公开市场再度启动逆回购也表明央行并无意过分抬高资金利率。如果央行意欲压低长端利率，向银行体系提供某种形式的长期低息贷款即可，但鉴于央行于27日再度宣布降息并定向降准，一段时间内货币政策或趋于观望。
- **利率展望与策略：**从利差角度来看，目前的收益率曲线过于陡峭，并没有正确反映经济状况，长端利率有下行的空间。尤其是受央行27日再度降息并定向降准的推动，牛平行情可能近在眼前。风险方面，需警惕三季度后期通胀回升叠加经济企稳对市场预期产生的负面影响，届时可考虑以国债期货进行套保。



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

徐晨曦

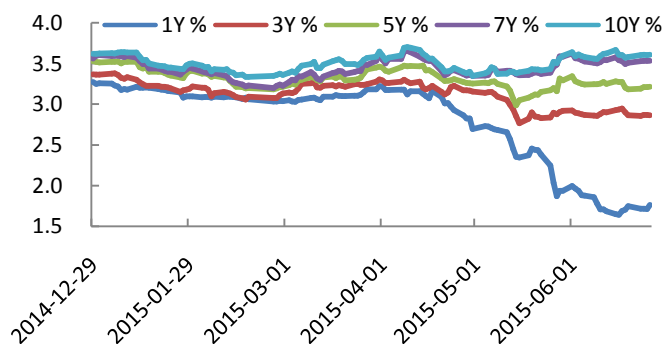
xuchenxi@nawaa.com

0571-87830532

一、二季度演绎牛陡行情

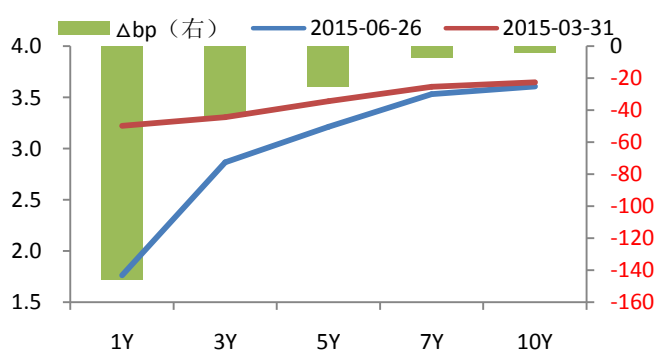
二季度，随着资金面由紧到松，短端利率大幅下降。而长端利率受到地方债置换带来的供给压力以及经济回暖预期的影响，呈现区间震荡。利率债收益率曲线大幅增陡。与一季度末相比，1年期国债与国开债均有超过100bp的降幅。国开债长端有一定降幅，而国债长端基本原地踏步。

图 1.1 国债关键期限收益率



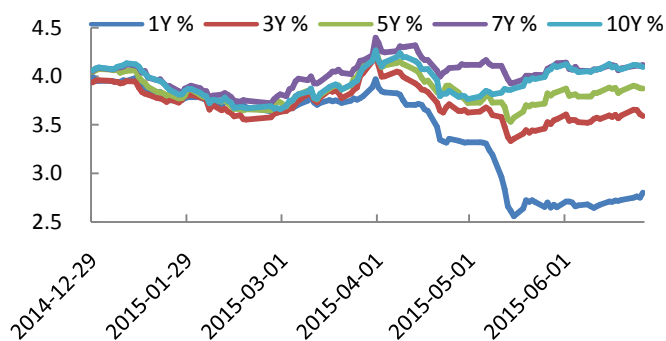
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债利率期限结构



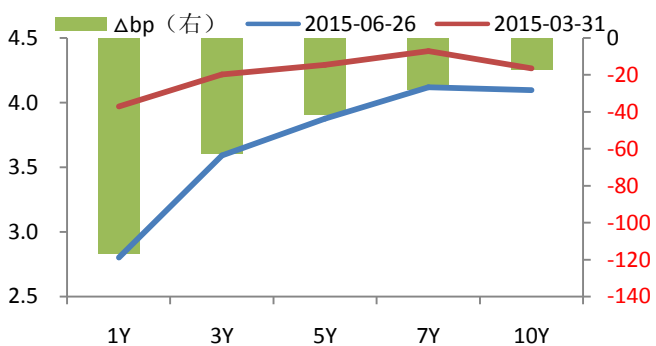
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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



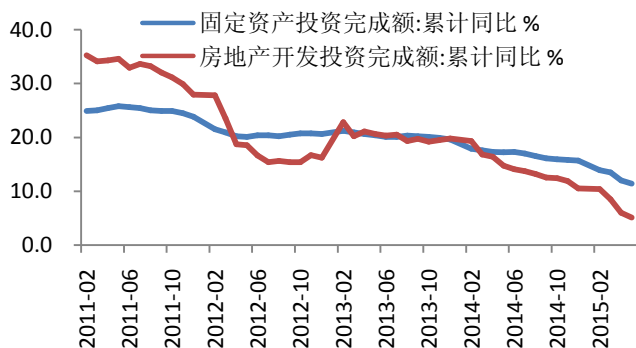
资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、下半年经济展望

2.1 经济有望好转

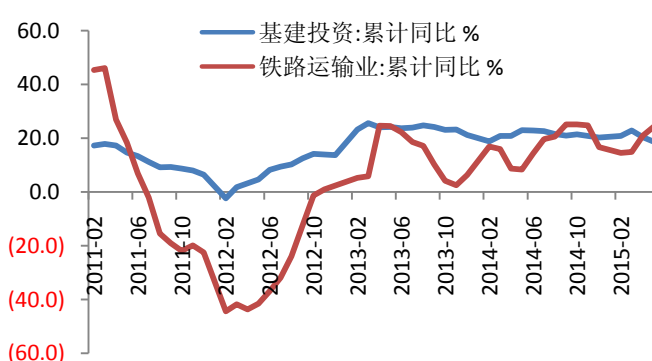
上半年经济延续下滑态势，仅在5、6月份出现了些许亮点。毫无疑问，当前对经济拖累最大的仍旧是投资。截至5月，固定资产累计投资增速较去年末下滑4.3%至11.4%，其中房地产开发累计投资增速较去年末下滑5.4%至5.1%。值得注意的是，在一系列房地产托市政策出台后，房地产销售出现了持续改善，以一线城市最为显著，二线城市次之。由于销售加快，库存去化出现积极现象，自2012年4月以来持续长达三年之久的商品房库存持续上升态势首次出现逆转。

图 2.1.1 固定资产投资增速



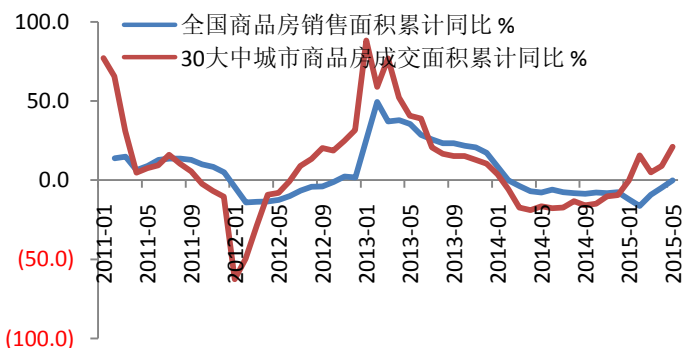
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2



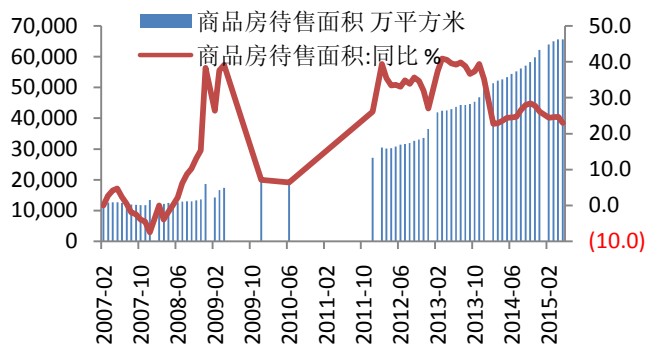
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3 30 大中城市与全国商品房销售增速比较



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.4 商品房库存增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

展望下半年，最需要关注的是房地产投资与基建投资。依照过去的经验，销售持续加快会带动房地产开工回升，进而带动投资，但当前不能照搬过去的经验。就全国范围

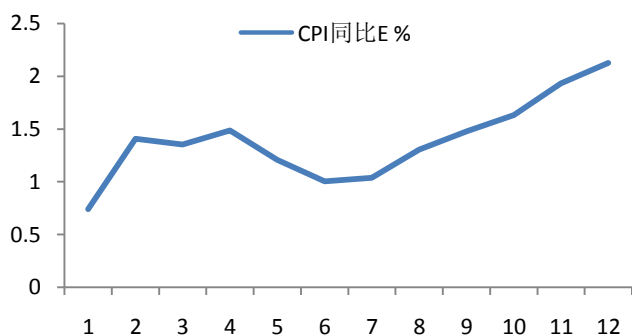
来看，虽然库存开始下降，但绝对数量仍旧高企，而本轮房地产市场回升明显冷热不均，30大中城市的销售情况要明显好于三四线城市。在这种情况下，需要谨慎看待销售回暖对于投资的带动作用。做中性判断的话，未来房地产投资可能止跌企稳，减小对经济的拖累。

在房地产投资难以发力的背景下，基建是对冲投资下滑的重要手段。上半年基建投资勉强维持高位运行，但也出现了逐月下滑的态势，这可能与资金不到位有关。下半年地方债将加速发行，加上近期发改委放松企业债发行条件、放开城投债以及国务院对于地方融资平台的放松，都能在一定程度上解决资金问题。据统计，自3月份以来，发改委批复的基建项目投资规模超过7000亿，同时还批复了来自29个省市的1043个政府和社会资本合作（PPP）项目，总投资规模达1.97万亿。资金到位后，下半年基建投资有望加速。在房地产拖累减小，基建发力的情况下，下半年经济有望企稳甚至略微回升。

2.2 通胀或逐渐走高

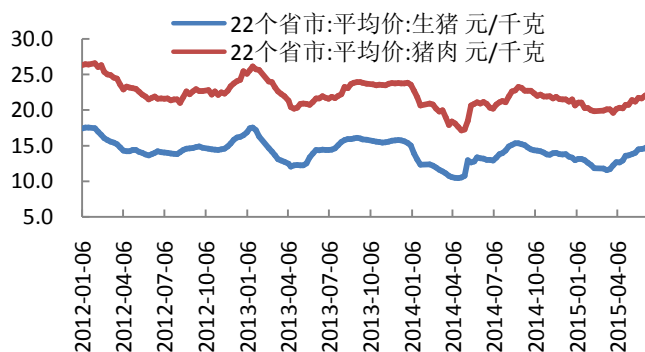
由于经济下滑、需求不足，上半年通胀维持低位。虽然二季度以来食品项中猪肉价格持续上涨，但并未给通胀带来明显压力。展望下半年，猪肉价格上涨，厄尔尼诺带来的农产品价格波动可能成为促使CPI上行的因素，但在整体宏观经济偏冷的背景下，预计影响有限。以历史季节性模拟来看，下半年通胀或逐渐走高，但基本仍在2%以内。

图 2.2.1 CPI 预期走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2.2 生猪与猪肉价格走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

三、货币政策前瞻

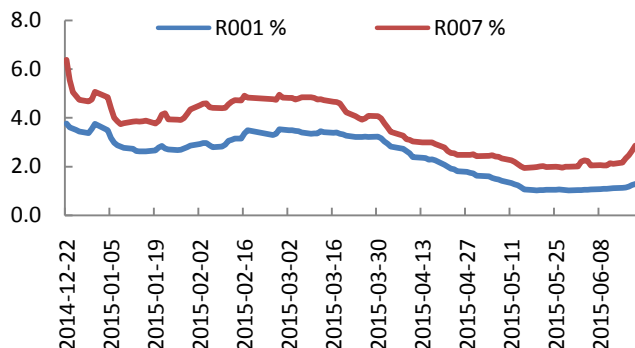
二季度货币政策逐渐由投放流动性降低资金利率，转向回收过多短期流动性，并着眼于长期流动性的投放。与此相对应的是，货币市场利率由高位回落，并逐渐接近金融危机期间的低点，随后受 MLF 到期回收短期流动性以及 IPO 等因素的影响，资金利率自底部回升。

表 3.1 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 (3M 3. 5%)
2015. 3. 24	7D 逆回购中标利率下调 10bp 至 3. 55%
2015. 4. 7	7D 逆回购中标利率下调 10bp 至 3. 45%
2015. 4. 19	普降存款类金融机构存款准备金 1%, 并有针对性的实施定向降准
2015. 4. 20	央行以外汇储备委托贷款债转股的形式注资国开行和进出口银行
2015. 4. 21	央行暂定逆回购
2015. 5. 10	存贷款基准利率下调 0. 25%, 存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1. 3 倍扩大为 1. 5 倍
2015. 5. 13	财政部、央行、银监会联合发文, 将地方债纳入抵押品框架
2015. 5. 28	央行向部分机构进行定向正回购 (7D、14D、28D, 市场利率定价)
2015. 6. 2	1-5 月新增 PSL 2628 亿, 目前利率为 3. 1%
2015. 6. 17	约 6700 亿 MLF 到期, 央行未续作
2015. 6. 25	央行进行 350 亿 7 天逆回购, 中标利率 2. 7%
2015. 6. 26	1300 亿 MLF 到期, 央行加量续作, 本次 MLF 期限 6 个月, 利率 3. 35%
2015. 6. 27	对称降息 0. 25%, 并对金融机构实施定向降准

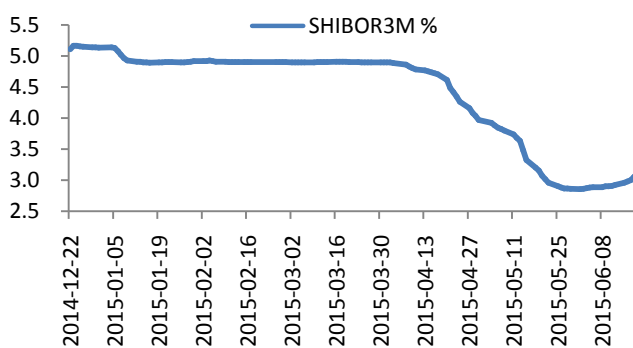
数据来源: 根据新闻整理

图 3.1 银行间质押式回购利率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

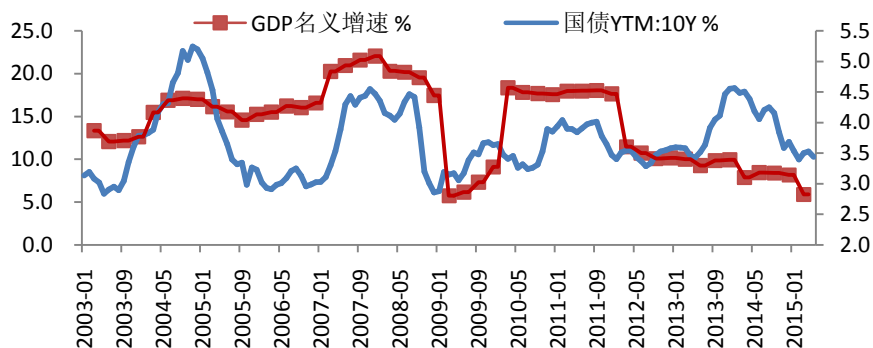
图 3.2 Shibor 3M



资料来源: Wind 资讯 南华研究

虽然央行年内已多次降准降息, 并采用公开市场操作、MLF、PSL 等政策工具引导利率下行, 但目前而言, 效果十分有限。除了资金以及短端利率显著下降以外, 似乎任何政策都难以对长端起到持续性的作用。若对比观察经济名义增速与 10 年国债收益率在长周期中的表现, 可以发现目前经济处于历史性低点, 但 10 年国债收益率尚未到达历史低点。与经济形势相比, 目前的长端利率显得太高。

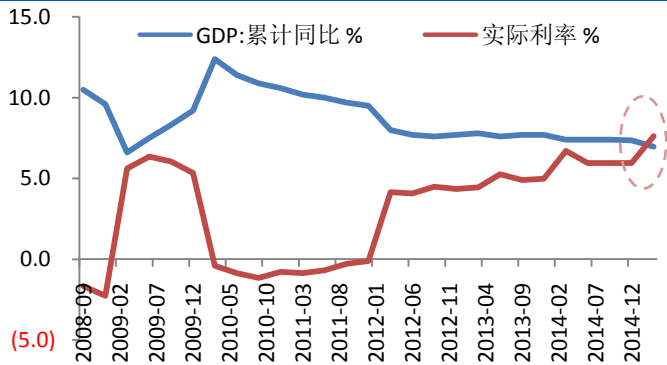
图 3.3 GDP 名义增速与 10 年国债收益率对比



资料来源: Wind 资讯 南华研究

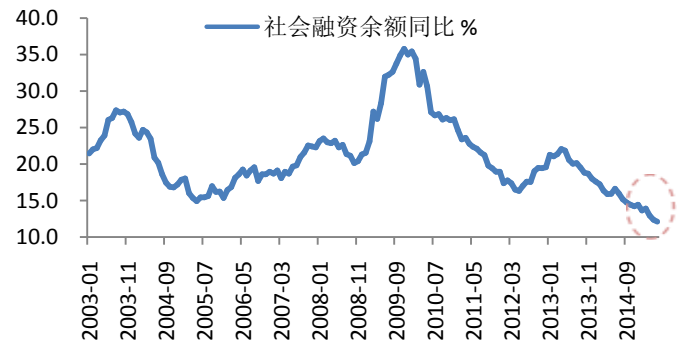
如果从信贷角度考察货币政策向实体经济的传导, 则效果更加不理想。从利率上看, 仅票据融资利率明显下行, 而在信用创造中占主导地位的贷款利率降幅非常有限。更加严重的是, 由于经济下行期通胀大幅回落甚至通缩, 实际利率往往出现上升。目前经济增速与金融危机期间接近, 但贷款实际利率却大大高于当时的水平, 一季度甚至超过了 GDP 增速。从融资规模上看, 由于银行惜贷加上表外业务受到约束, 部分也有需求收缩的原因, 社会融资余额的同比增速一直处于下滑态势中。从这个角度来说, 企业面临的金融环境并没有随着货币政策的放松而宽松。

图 3.4 经济增速与实际利率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.5 社会融资余额同比增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

鉴于长端利率偏高,以及实体经济面临的金融环境仍然偏紧,我们认为货币政策仍有宽松的必要,尤其有引导长端利率下行的必要。但央行是否会如传言中进行扭曲操作,即抬高短端利率,压低长端利率,并不必然。如果收紧短期流动性导致资金利率过分抬高,必将打击市场预期,反而不利于长端利率的下行。而最近公开市场再度启动逆回购也表明央行并无意过分抬高资金利率。如果央行意欲压低长端利率,向银行体系提供某种形式的长期低息贷款即可,但鉴于央行于 27 日再度宣布降息并定向降准,一段时间内货币政策或趋于观望。

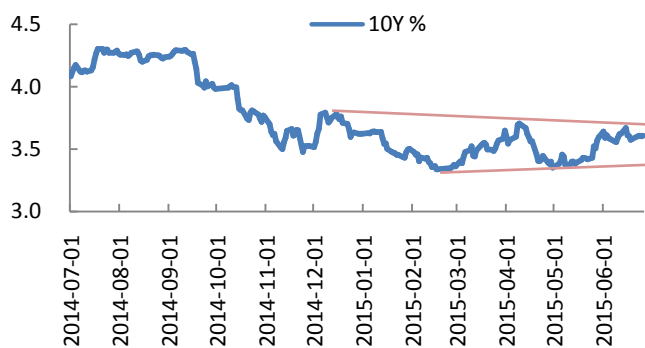
四、行情研判与投资策略

回顾上半年利率走势,长端利率在经历了去年一年的下跌后陷入震荡。宽松预期所能推动的利率下行幅度越来越有限,每一次宽松政策落地带来的不是收益率的进一步下降,而是获利回吐。而后各种短期扰动或疑似利空(如资金利率上升、地方债置换等)则带来收益率的进一步回升,但回升的幅度也有限。这反映出利率降低到长期中枢后市场的纠结心态,虽然宽松预期仍在,但对利好逐渐麻木,对利空非常敏感。这是进行波段操作需要把握的市场心态,这样的波段机会在下半年仍然存在。

从利差角度来看,随着二季度短端利率的下行,收益率曲线变得过于陡峭。历史可比行情可对照 2008-2009 年,但当时经济出现 V 型反转,而现在显然不可能,因此当前的曲线形态并没有正确的反映经济状况,长端利率有下行的空间。尤其是受央行 27 日再度降息并定向降准的推动,牛平行行情可能近在眼前。

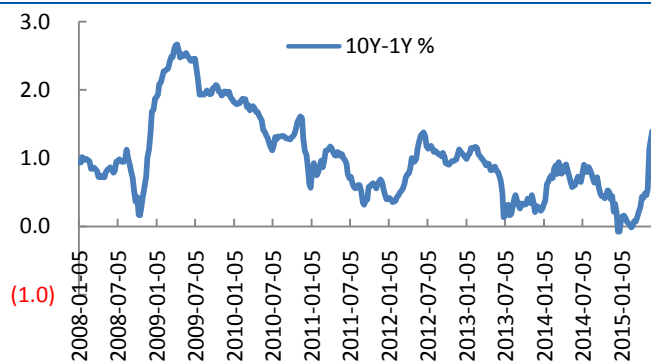
风险方面,如果通胀如第二部分的模拟那样逐渐走高,即便绝对数值不高也依然会对市场预期产生负面影响,若叠加三季度后期经济企稳,那么货币政策宽松的步伐很可能暂停,这是三季度后期需要防范的风险,届时可考虑以国债期货进行套保。

图 4.1 10 年国债收益率走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 4.2 国债利差



资料来源: Wind 资讯 南华研究

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