

持券待涨

摘要

- **宏观经济展望：**在出口和消费增长乏力的背景下，上半年投资无疑是支撑经济的主要动力。但5月之后房地产市场销售开始放缓，可能意味着本轮房地产热潮顶点已过，预期未来销售下滑将逐渐传导至开工、拿地、投资，房地产作为经济的动力日渐式微。而基建投资受制于地方资金来源，乐观的情形下可能维持在当前水平。随着这两部分的衰落，年内经济高点可能已经过去。二季度以来，受菜价回落影响，食品价格的上涨趋势减弱。目前食品项中较为明确的涨价因素仅剩猪肉。涨价因素减少加上食品项整体权重降低，预计CPI整体涨幅有限。以历史趋势模拟来看，CPI将在三季度逐步走低至2%以下，9月开始回升，三季度为全年低点。由于去产能进展缓慢，大宗商品价格反弹难以持续，预计后期PPI环比改善有限，同比转正仍有待时日。
- **货币政策前瞻：**5月以来的人民币贬值没有对国内货币环境造成太大冲击，如果未来贬值有序进行，那么对于货币环境的影响不大。央行可以通过PSL、MLF、公开市场等多种方式进行流动性的投放，也不排除降准的可能。政策信号方面要格外重视公开市场、MLF等工具的政策利率，央行可能不会轻易降低基准利率，但可以调降利率走廊。短期来看，虽然5月的经济数据多数不理想，央行可能仍倾向于观察，但随着经济在三、四季度显现出更多疲弱特征，届时降准或者降低政策利率等更具宽松意味的措施将成为可能。
- **利率展望与策略：**整体来看，大类资产分流的影响有限，经济基本面正朝着有利于债市的方向发展，唯独暂时缺乏货币政策的配合。收益率上行有顶，可期待政策打开下行空间，下半年策略上以多头思路为主。建议持券待涨并积极捕捉交易机会。降低套保仓位，或者不套保，除非出现系统性风险。由于国债期货在行情启动时具有更好的进攻性，可逢低做多。



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

徐晨曦 分析师

投资咨询从业资格：Z0001908

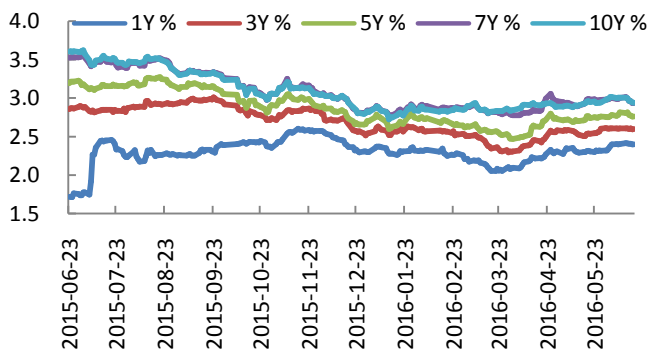
xuchexi@nawaa.com

0571-87830532

一、行情回顾

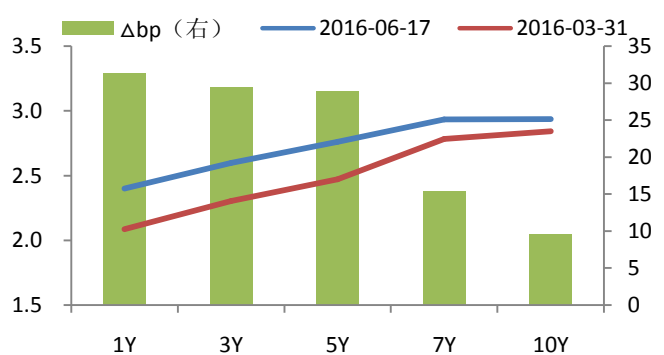
受经济阶段性回暖、信用风险释放等因素的影响，二季度利率市场出现调整，收益率曲线整体上移。国开债长端一度出现 30-40bp 的上行，国债上行幅度稍小。随着经济数据转弱，长端收益率在二季度末恢复下行，但短端受制于资金利率，一直未能下行，曲线呈现平坦化特征。

图 1.1 国债关键期限收益率



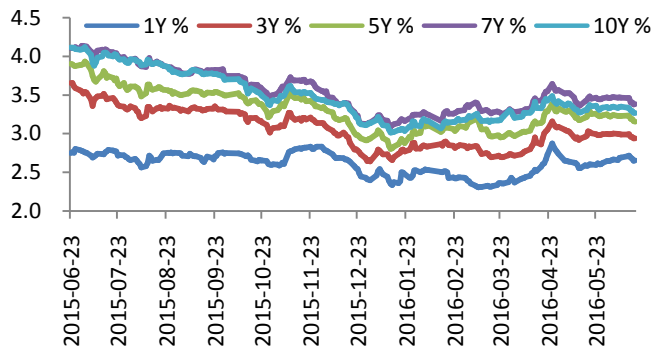
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债利率期限结构



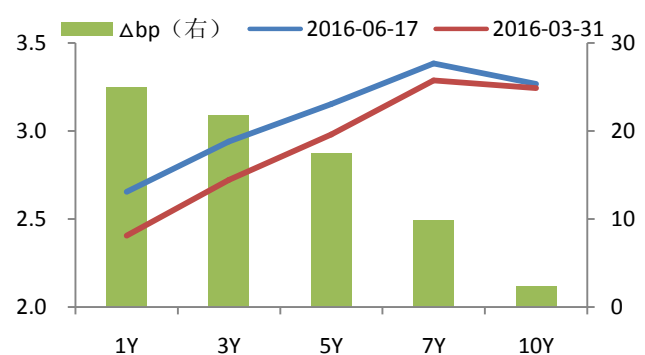
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.3 国开债关键期限收益率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

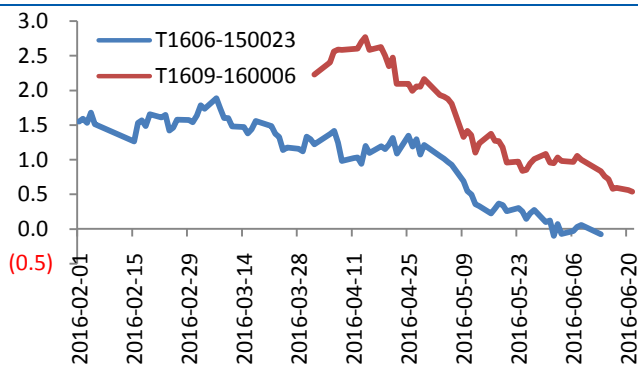
图 1.4 国开债利率期限结构



资料来源：Wind 资讯 南华研究

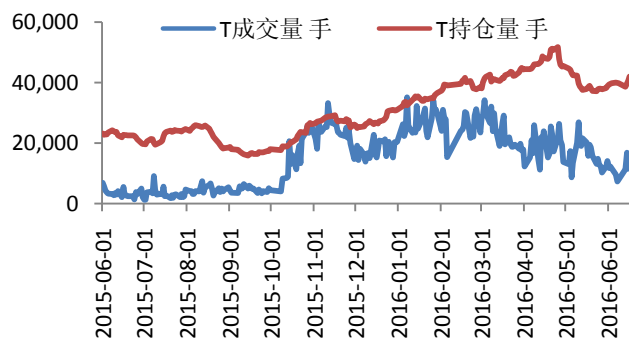
二季度国债期货探底回升，走势与现券大体一致。从基差走势以及持仓情况来看，空头氛围在 4 月收益率大幅上升时达到顶峰，此后逐渐消退。4 月中下旬后基差大幅走低，期货价格低估的情形明显得到修正，同时持仓也显著下降，表明空头套保盘已经大量退场。

图 1.5 10 年期国债期货活跃券基差走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.6 10 年期国债期货成交、持仓



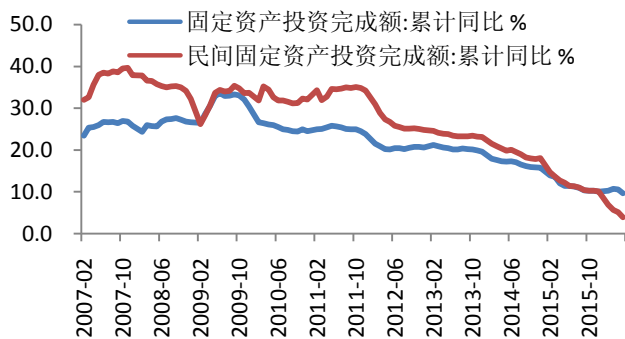
资料来源: Wind 资讯 南华研究

二、宏观经济

2.1 经济下行压力重现

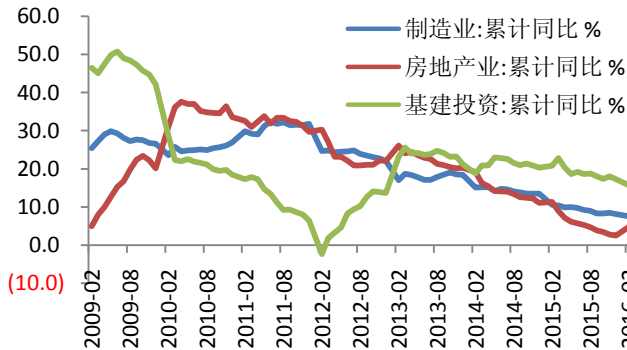
在出口和消费增长乏力的背景下,上半年投资无疑是支撑经济的主要动力。受房地产和基建投资的带动,固定资产投资在 3、4 月份一度出现企稳回升迹象,但 5 月之后房地产市场销售开始放缓,可能意味着本轮房地产热潮顶点已过。目前,一线城市已经限购,而房贷杠杆方面的政策已经不能更宽松,加上年初以来的热销已经使得需求过度释放,可以预期未来销售下滑将逐渐传导至开工、拿地、投资,房地产作为经济的动力日渐式微。而基建投资受制于地方资金来源,乐观的情形下可能维持在当前水平。值得注意的是,年初以来民间固定资产投资增速大幅下降,表明民间投资意愿低迷,更加凸显目前经济完全依赖于政策主导的房地产与基建,而随着这两部分的衰落,年内经济高点可能已经过去。

图 2.1.1 固定资产投资增速



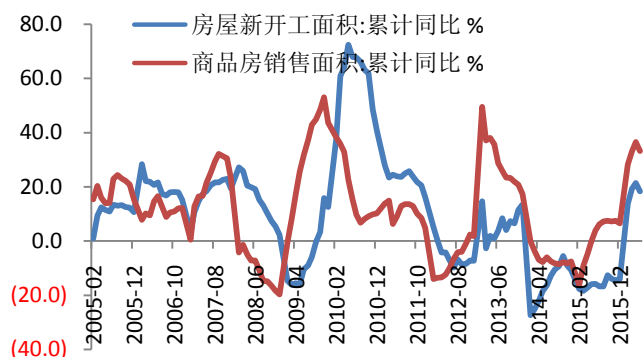
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 行业固定资产投资增速



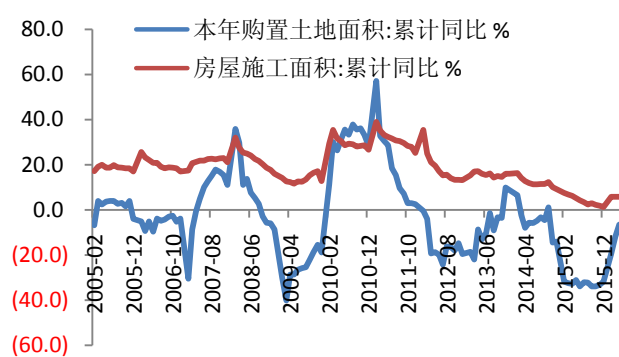
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3 房屋销售与新开工



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.4 房地产购地与施工

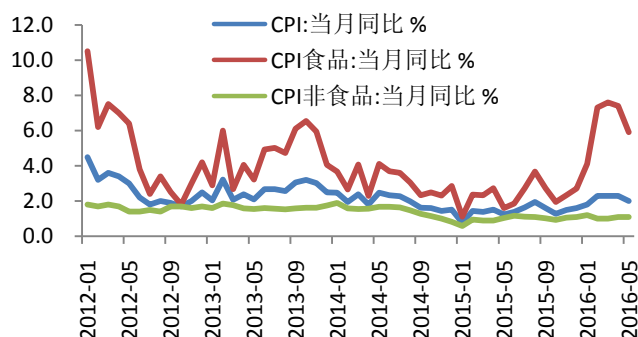


资料来源: Wind 资讯 南华研究

2.2 滞涨担忧消除

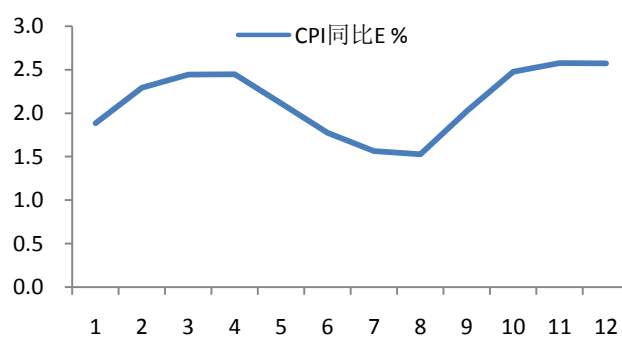
二季度以来,受菜价回落影响,食品价格的上涨趋势减弱。目前食品项中,下半年较为明确的涨价因素仅剩猪肉。涨价因素减少加上食品项整体权重降低,预计 CPI 整体涨幅有限。以历史趋势模拟来看, CPI 将在三季度逐步走低至 2%以下, 9 月开始回升, 三季度为全年低点。

图 2.2.1 CPI 同比增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

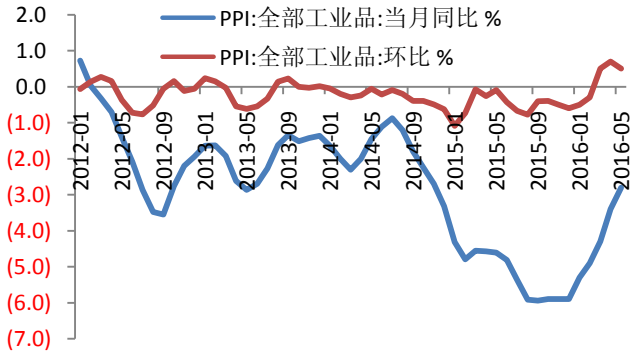
图 2.2.2 CPI 预期走势



资料来源: Wind 资讯 南华研究

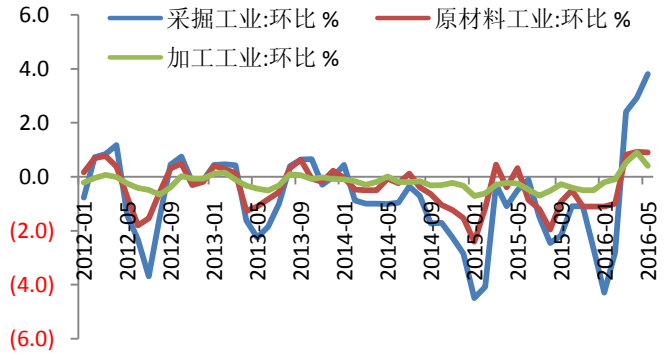
受益于大宗商品价格反弹,上半年 PPI 环比转正,同比降幅逐渐收窄。但由于去产能进展缓慢,商品价格反弹难以持续。预计后期 PPI 环比改善有限,同比转正仍需要一段时间。

图 2.2.3 PPI 同比与环比增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.2.4 PPI 环比增速 (分工业类型)



资料来源: Wind 资讯 南华研究

三、货币与信用

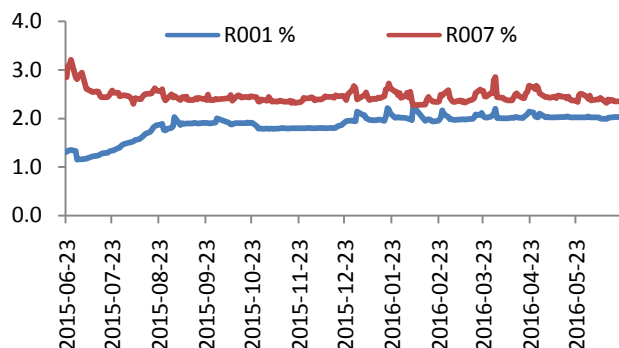
回顾二季度央行的政策操作,以 MLF、PSL、公开市场操作为主,流动性投放主要为对冲 MLF 以及公开市场到期量,MLF 及逆回购利率均未下调,货币政策保持稳健。银行间流动性平稳,R001 与 R007 分别保持在 2.0%、2.5%左右的水平,波动不大。

表 3.1 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%
2016.4.13	央行开展 2855 亿 MLF 操作,3M 利率 2.75%,6M 利率 2.85%
2016.4.18	央行开展 1625 亿 MLF 操作,3M 利率 2.75%,6M 利率 2.85%
2016.4.25	央行开展 2670 亿 MLF 操作,3M 利率 2.75%,6M 利率 2.85%
2016.5.3	自 5 月起,每月月初对三家政策性银行发放 PSL
2016.5.16	央行开展 2900 亿 MLF 操作,3M 利率 2.75%,6M 利率 2.85%
2016.6.7	央行开展 2080 亿 MLF 操作,3M 利率 2.75%,6M 利率 2.85%,1Y 利率 3.0%

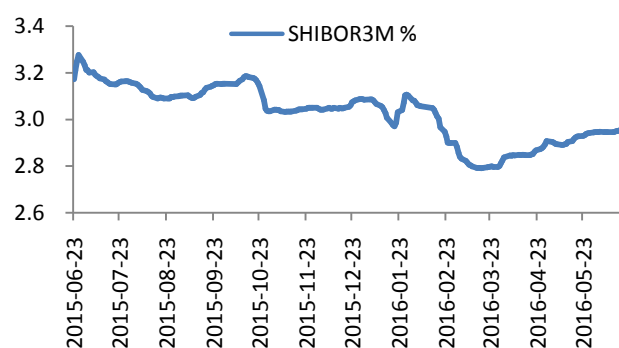
数据来源:根据新闻整理

图 3.1 银行间回购利率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

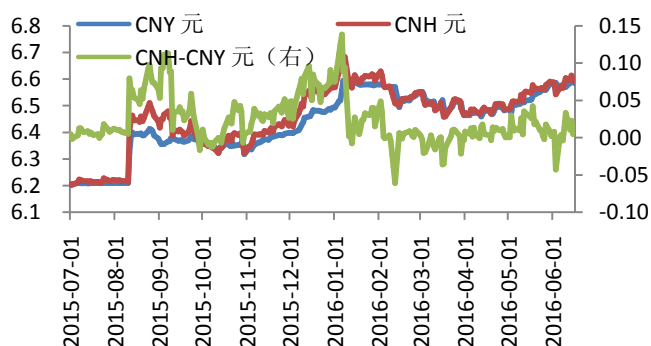
图 3.2 Shibor 3M



资料来源：Wind 资讯 南华研究

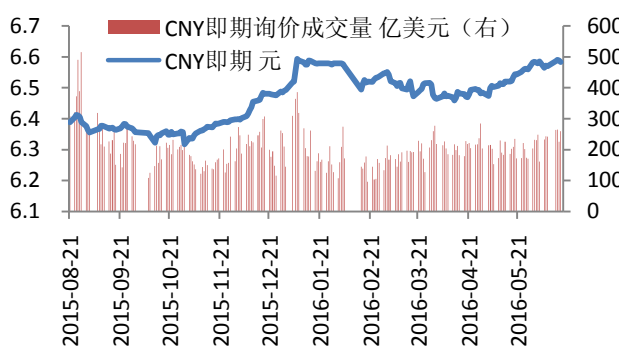
5 月起伴随着美元逐渐走强，人民币再度开启贬值模式。与去年 8 月以及今年初不同的是，本次贬值相对平稳，无论是成交量还是离岸与在岸市场的价差均没有过分放大，也没有引起境内外资产市场的剧烈反应。与此相应的是，央行外汇资产下降的绝对量较去年缩小，由此给基础货币带来的冲击变小。人民币贬值带给市场的最大困扰就是可能造成国内货币环境急剧收紧，而央行如果大幅放松政策注入流动性又会进一步加重贬值预期，从而陷入恶性循环。如果未来贬值可以有序进行而不引起资金的急剧外流，那么对于货币环境的冲击将大大减小。当然，不可否认的是外汇资产的不断减少已经使得央行的资产负债表趋于收缩，而与此同时商业银行整体的资产负债表仍在高速扩张，二者间的裂口不断扩大，这种情形不可能长期持续。

图 3.3 CNY 与 CNH 即期汇率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

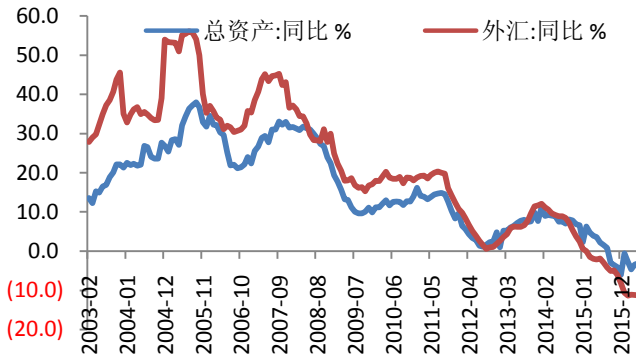
图 3.4 CNY 即期及成交量



资料来源：Wind 资讯 南华研究

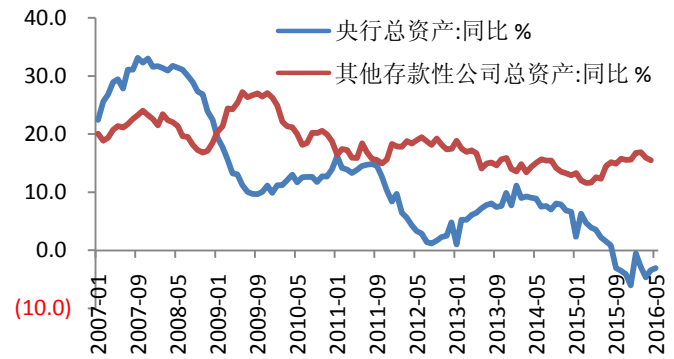
向前看，央行与商业银行资产负债表之间的矛盾需要靠央行适度的扩张与商业银行适度的收缩来调和。在贬值趋势下外汇资产的减少将持续给央行资产负债表带来紧缩的影响，作为流动性的源头，央行可以通过 PS�、MLF 等措施增加对商业银行债权以对冲外汇资产的减少。另一方面，为控制商业银行资产负债表，央行可以通过窗口指导、MPA 考核等方式限制信用过分扩张。另外，由于经济景气度下降，内生性的信用紧缩也可能降低商业银行资产负债表的扩张速度。

图 3.5 央行资产负债表



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.6 央行与商业银行资产负债表增速对比



资料来源: Wind 资讯 南华研究

总体而言,可以预期央行在未来仍将通过 PSL、MLF、公开市场等多种方式进行流动性的投放。另外,也不排除降准的可能。价格方面则需关注公开市场、MLF 等工具的政策利率,央行可能不会轻易降低基准利率,但可以调降利率走廊。短期来看,虽然 5 月的经济数据多数不理想,央行可能仍倾向于观察,但随着经济在三、四季度显现出更多疲弱特征,届时降准或者降低政策利率等更具宽松意味的措施将会成为可能。

四、行情研判

从大类资产的角度来看,房地产以及大宗商品炒作热潮逐渐消退,股市在经历了股灾之后反复震荡,即便下半年有阶段性的行情也难以造成持续大面积的资金迁移。整体来看,大类资产中并没有明显能够分流债市资金的市场。

基于商业银行资产负债表扩张减速即全社会信用扩张放缓的判断,我们认为债务难以滚动将导致信用风险在未来进一步显现,与此同时银行的资产质量也会恶化。这可能使得利率债和信用债在下半年继续分化,资金更多的流向利率债或高等级信用债将导致中低等级信用利差继续扩大。但如果信用风险大面积爆发引致系统性风险或引发市场普遍的恐慌,那么利率债可能由于具备较好的流动性而率先遭到抛售。我们认为这种悲观情景出现的概率较低。从另一个角度来说,如果出现则将提供较好的波段入场机会。

整体来看,大类资产分流的影响有限,经济基本面正朝着有利于债市的方向发展,唯独暂时缺乏货币政策的配合。这种情形下,收益率上行有顶,可期待政策打开下行空间,因此下半年策略上以多头思路为主。目前收益率曲线已非常平坦,如果政策利率不动,长端始终难以打开下行空间,行情将以震荡为主,阶段性的可能受股市好转或者信用事件的影响产生波动,可捕捉波段交易机会。另一种可能的情景是,受疲弱经济数据影响市场对于宽松政策预期强烈,收益率不断下行,长端向政策利率逼近,最后央行释放宽松信号予以确认。无论哪种情形,持券待涨并积极捕捉交易机会是比较好的做法。降低套保仓位,或者不套保,除非出现系统性风险。由于采取保证金交易,国债期货在行情启动时具有更好的进攻性,可逢低做多。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号
东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

台州营业部

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

温州营业部

温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971808

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274792

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

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

成都营业部

成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

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
11 楼 001 号
电话: 0931-8805351

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: 0411-39048000

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63161286

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: 0351-2118001

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话: 0574-62509011

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: 0451-58896600

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: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802
电话: 022-88371079

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: 021-52586179

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2075 室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717、718 室
电话: 020-38809869

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: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 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 603、604 室
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 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

浙江省海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 1 号楼
301、302、312、313 室
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

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室
(第 14 层)
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

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：0592-2120366

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

横华国际金融股份有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼
电话：00852-28052658

浙江南华资本管理有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室
电话：0571-87830355

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话：021-50431979

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82577529

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