

## 伺机而动

### 摘要

- **宏观经济展望：**三季度固定资产投资在房地产与基建的艰难维持下仍旧难掩颓势。虽然地王频出加上对限购政策的担忧导致居民恐慌性买房疯狂入市，但销售增速已经开始缓慢下降，新开工增速亦同步下降。在施工维持的情况下，四季度房地产投资可能保护在目前水平上下。基建投资乐观预期下或维持在目前水平，但难以更高。因此，整体投资仍然难改弱势，经济下行压力未减。价格方面，除猪肉有涨价的可能以外，没有明显的涨价因素，CPI在三季度达到低点后将在四季度回升至2%附近。四季度PPI有可能转正，但由于去产能进展缓慢，商品价格可能出现反复，PPI缺乏持续回升的基础。总体上，即便四季度CPI小幅回升，PPI同比转正，通胀也并不令人担忧。
- **货币政策前瞻：**目前充裕的流动性未对实体经济产生太大提振作用，信用扩张动力不足。政策的实际效果是造成了实体通缩而资产通胀的局面。四季度面临的外部货币环境偏紧，央行若要维护汇率则不能释放过于明显的宽松信号。结合内部因素来看，无论是抑制金融机构杠杆，还是抑制疯狂的房地产价格都不支持放松政策。货币政策维持现状的可能性大，仍旧以MLF、公开市场操作补充基础货币，估计难以在利率方面释放信号。
- **利率展望与策略：**利率的绝对水平已低，基本面的支撑边际上趋弱，现阶段更需关注配置力量的变化。四季度，全球流动性是否开始收缩以及国内信用是否加速收缩是需要重视的潜在利空，目前市场对于这些风险的反映不够。相对而言，货币政策的利空作用反而有限，资金端利率不下调确实对行情有一定约束，但不构成绝对约束。因内忧外患稍多，四季度不期待利率新低，但策略上维持积极波段操作的思路，逢调整买入，国债期货进行灵活套保。

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

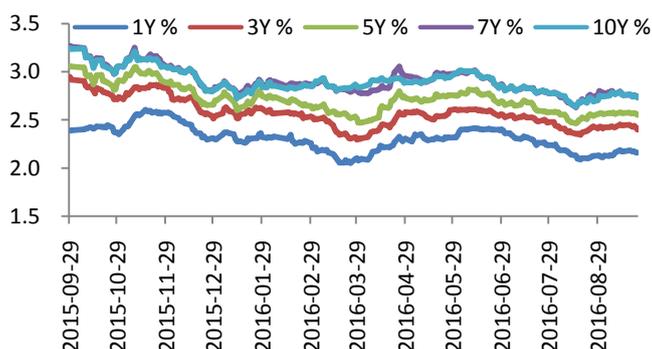
xuchenxi@nawaa.com

0571-87830532

## 一、行情回顾

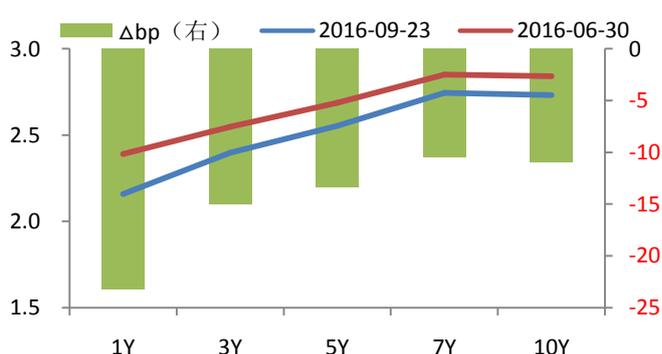
三季度债券市场大幅波动，7、8月份收益率在疲弱经济数据以及大量配置需求的推动下创出年内新低，而后又因央行重启14天逆回购释放降杠杆信号快速调整，9月以后市场渐趋平稳，收益率小幅下行。与二季度的市场调整相比，10年国开债本轮调整幅度仅有20bp，小于二季度的40bp。另外值得注意的是，虽然资金利率并未降低，且央行拉长了资金久期，但短端收益率在三季度下降后，并未大幅反弹，可能意味着资金利率对于短端的约束力下降。

图 1.1 国债关键期限收益率



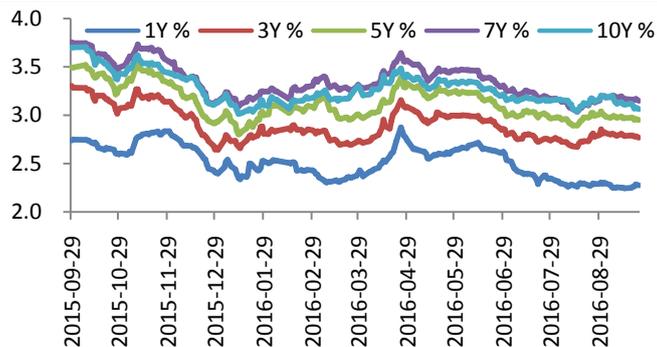
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债利率期限结构



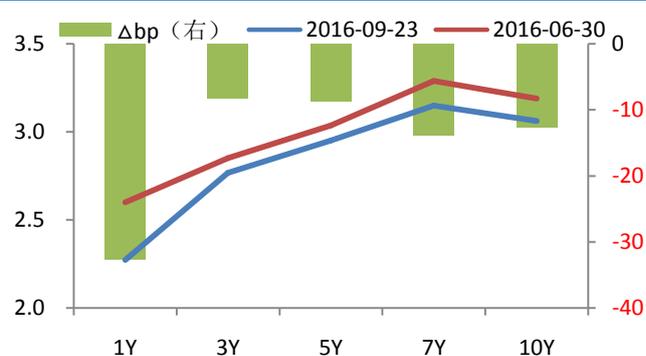
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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、增长与通胀

### 2.1 经济下行压力未减

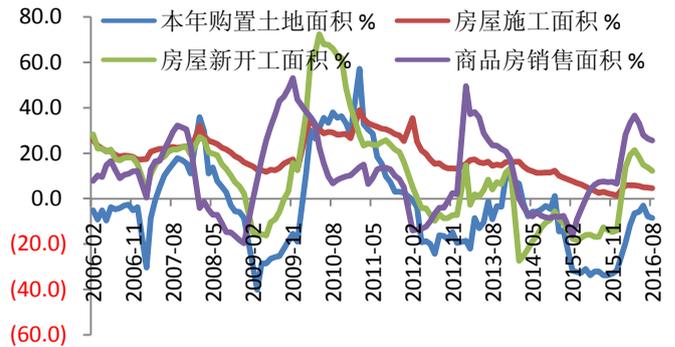
三季度固定资产投资在房地产与基建的艰难维持下仍旧难掩颓势。房地产市场上，热点继续向二线城市扩散，使得更多城市出台限购、限贷措施。虽然地王频出加上对限购政策的担忧导致居民恐慌性买房疯狂入市，但销售增速已经开始缓慢下降，新开工增速亦同步下降。由于全国范围内的施工以及待售面积仍在高位，因此即便销售火爆，地产商新开工积极性也不高。在施工维持的情况下，四季度房地产投资可能保护在目前水平上下。基建投资乐观预期下或维持在目前水平，但难以更高。因此，整体投资仍然难改弱势，经济下行压力未减。

图 2.1.1 行业固定资产投资增速



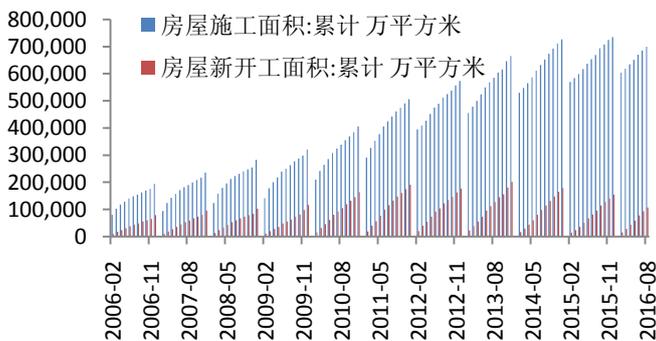
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 房屋新开工、施工、销售增速



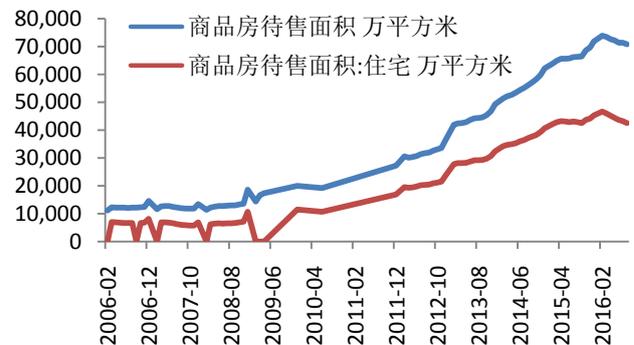
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3 房屋新开工、施工面积



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.4 商品房库存

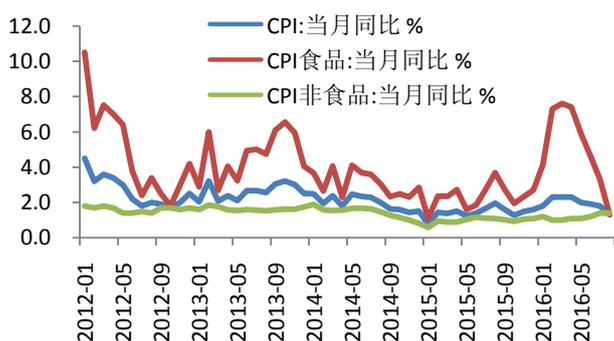


资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 2.2 通胀无忧

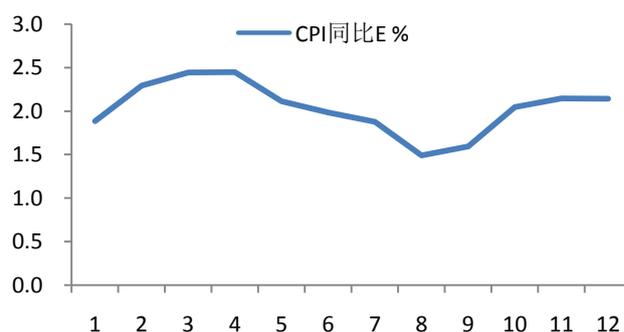
二季度以来，随着涨价因素的消退，CPI 同比增速逐渐走低。展望四季度，除猪肉有涨价的可能以外，没有明显的涨价因素。以历史趋势模拟来看，CPI 在三季度达到低点后将在四季度回升至 2%附近。今年以来，受益于大宗商品价格反弹，PPI 环比跌幅收窄直至转正，带动同比增速逐渐改善，四季度有可能转正。但由于去产能进展缓慢，四季度商品价格可能出现反复，PPI 同比缺乏持续回升的基础。总体上看，即便四季度 CPI 小幅回升，PPI 同比转正，通胀也并不令人担忧。

图 2.2.1 CPI 同比增速



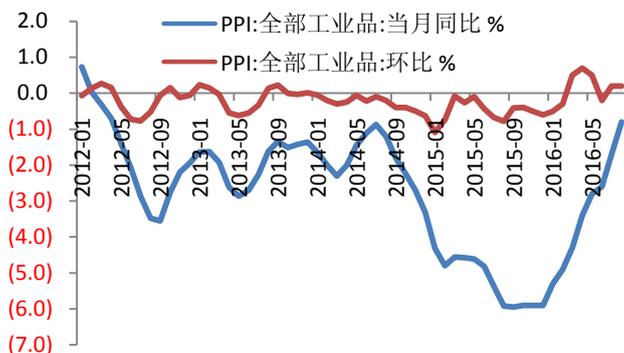
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2.2 CPI 预期走势



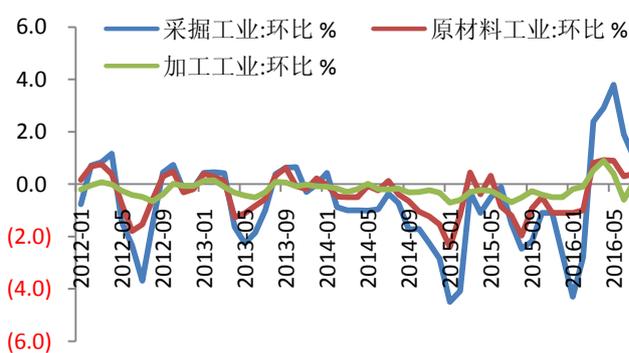
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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

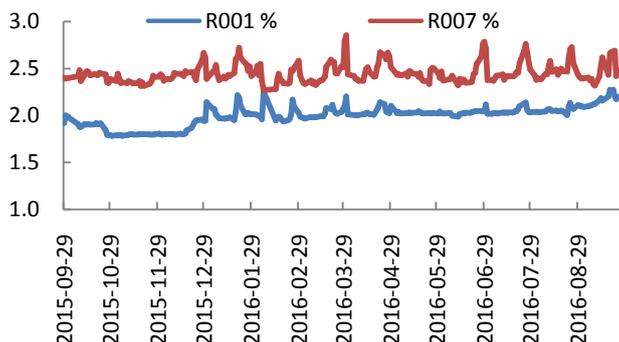
三季度货币政策操作以 MLF、公开市场操作为主，央行有意拉长了资金久期。自 8 月中旬起央行在流动性投放上开始放长锁短，不仅暂停 3 个月期 MLF 的操作，并且重启 14 天、28 天逆回购以取代单一的 7 天逆回购。一方面保持了流动性的基本稳定，另一方面加大了短期融资的难度，抬高了资金价格，意在促使机构降低交易杠杆。季末银行间 7 天回购利率与半年末水平相当，但 1 天回购利率明显升高。

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%
2016. 7. 13	央行开展 2590 亿 MLF 操作，3M 利率 2.75%，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%
2016. 7. 18	央行开展 2270 亿 MLF 操作，3M 利率 2.75%，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%
2016. 8. 15	央行开展 2890 亿 MLF 操作，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%
2016. 8. 24	央行重启 14D 逆回购，利率 2.4%，与此前持平
2016. 9. 7	央行开展 2750 亿 MLF 操作，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%
2016. 9. 13	央行时隔 7 个月重启 28 天逆回购操作，利率 2.55%，较此前下降 5bp

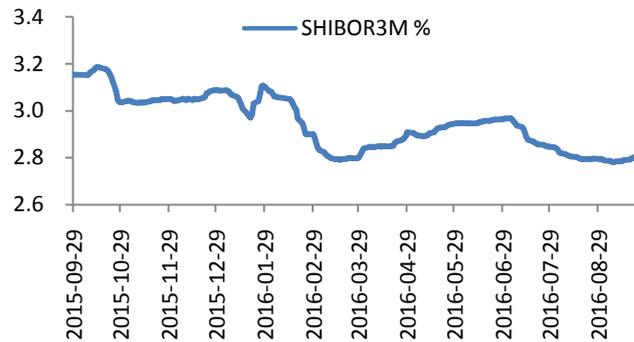
数据来源：根据新闻整理

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

在流动性充裕的环境下, 社会整体的信用扩张并不积极, 表现为资金活化程度高, 而 M2 增速低迷。今年 1-8 月, 社会融资总量 11.8 万亿, 同比增加 1.16 万亿。结构上看, 新增贷款占比 74%, 直接融资占比 27%, 而外币贷款和表外融资出现净减少。新增贷款中, 居民信贷因疯狂抢购房产而大幅增长, 而企业信贷则由于经济低迷而萎靡不振, 个别月份甚至出现中长期贷款净减少。整体来看, 不含地方债的社会融资余额增速低位徘徊, 而包含地方债的社会融资余额增速也未能延续去年的上升势头, 显示经济内生的信用扩张动力非常弱, 即便算上政府融资以及债务置换, 信用扩张也不强。政策的实际效果是造成了实体通缩而资产通胀的局面。

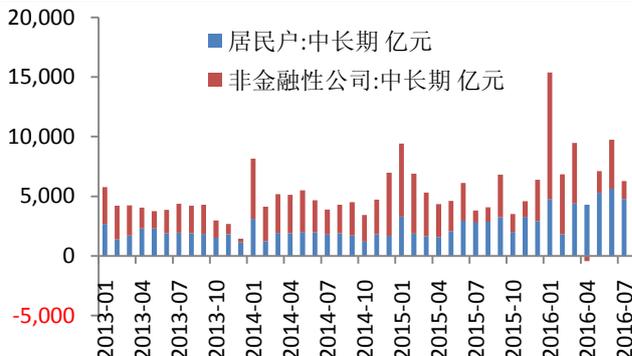
向前看, 在去产能的背景下企业部门信用扩张意愿或能力不足, 而靠居民部门加杠杆不具备可持续性, 一方面积累了金融风险, 另一方面也透支了居民部门未来的消费能力, 更增加实体经济的通缩风险。在这样的情形下, 即便加大货币政策的宽松力度也难以提振实体经济。

图 3.3 信贷、表外融资与直接融资



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.4 新增人民币信贷



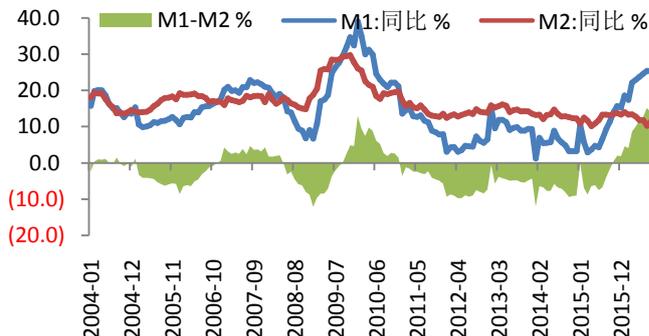
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.5 社会融资余额增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

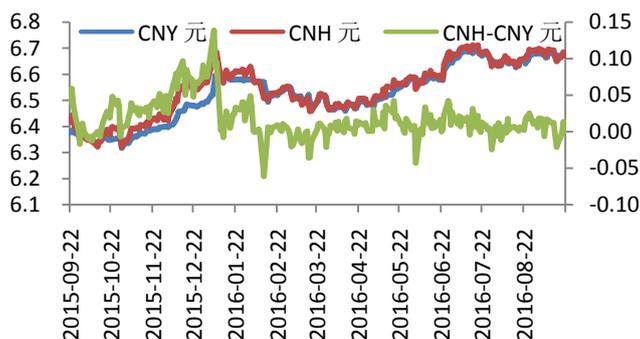
图 3.6 M1、M2 增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

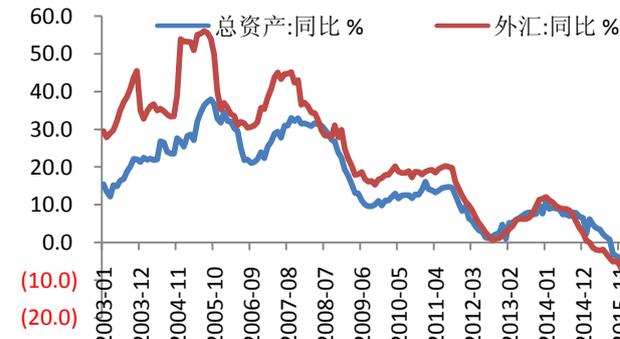
从外部因素来看,四季度国内面临的货币环境偏紧。虽然美联储9月并未加息,令全球金融市场暂时得以喘息,但联储内部鹰派扩至近两年最强,12月加息的可能性升高,市场会逐渐做出反应,因此人民币仍然面临贬值压力。这一方面会使央行外汇资产的减少趋势难以遏制,对基础货币起到紧缩效果;另一方面央行若要维护汇率则不能释放过于明显的宽松信号。结合内部因素来看,无论是抑制金融机构杠杆,还是抑制疯狂的房地产价格都不支持放松政策。因此,四季度货币政策维持现状的可能性大,仍旧以MLF、公开市场操作补充基础货币,估计难以在利率方面释放信号。

图 3.7 CNY 与 CNH 即期汇率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.8 央行总资产与外汇资产增速

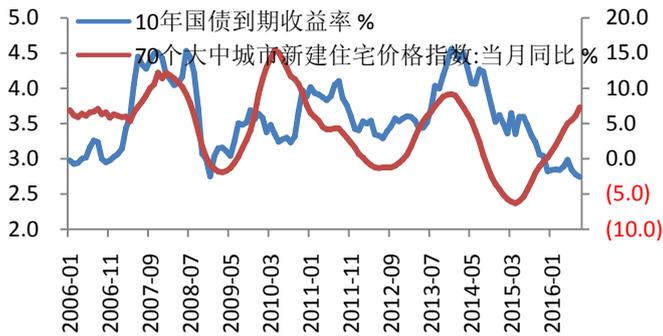


资料来源: Wind 资讯 南华研究

## 四、行情研判

去年以来，资产间的轮动不再遵循以往的规律。比如以往房价上涨通常对应着债券熊市，但本轮房价上涨却对应着债券牛市；以往商品价格上涨（以螺纹钢为例）一般对应着债券熊市，但今年二、三季度却出现了商品与债券齐涨的现象。过去，房地产市场的启动往往能带来一轮投资乃至经济的上行周期，因此导致债券价格下跌，而当前持续一年半的商品房热销并未逆转经济的下行趋势，因此楼市兴旺不再对应债券熊市。对于商品市场而言，今年以来的主导因素是供给收缩，价格上涨并非需求推动，这可能是商品与债券齐涨的原因。本质上，债市与楼市、商品齐涨反映的是债券市场对于以房地产拉动需求从而带动经济这一模式的悲观态度。虽然房地产与商品价格上涨不再对债券市场构成利空，但二者价格走弱仍旧是利好，四季度需关注这方面的变化。

图 4.1 国债收益率与房价指数



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.2 国债收益率与螺纹钢期货价格



资料来源：Wind 资讯 南华研究

对于利率债而言，在较长的时间内经济下行趋势会构成基本面的支撑，但利率的绝对水平已低，使得这种支撑边际上趋弱，尤其是当数据略显好转的时候。现阶段资金堆积在债券市场，配置力量较强是行情发展更为重要的因素。未来需关注两点，一是外部货币环境的变化，全球流动性是否开始收缩；二是国内信用是否加速收缩，比如更多的债务违约会加速信用收缩，导致经济中大量的派生货币消灭，从而减少超储，削弱配置力量。这两点不一定在四季度发生，尤其是第二点，更多取决于政府维持刚性兑付的决心，但却是需要重视的潜在利空，目前市场对于这些风险的反映不够。相对而言，货币政策的利空作用反而有限，资金端利率不下调确实对行情有一定约束，但并不构成绝对的约束，预期可以推动市场走在政策前面。

四季度内忧外患稍多，不期待利率新低，但策略上维持积极波段操作的思路，逢调整买入，国债期货进行灵活套保。

## 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

**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](http://www.nanhua.net)