

黎明之前

摘要

宏观经济展望：明年经济增长将小幅放缓。投资中，房地产销售回款放慢加上融资难度增大，大概率将继续拖累新开工甚至施工，使得房地产投资放慢。随着财政收入的下滑以及政府债务约束的加强，基建投资可能也难以维持目前的水平。制造业投资可能带来亮点，但对整体投资的贡献有限。消费增速基本维持稳定预计维持现有增速，出口可能不及今年。通胀方面，明年食品项很可能给CPI带来上涨压力，非食品项受房价以及PPI回落影响涨价压力不大，因基数较低，预计明年CPI整体高于今年。房地产投资下滑拖累需求，大宗商品高位回落，加上今年的高基数，PPI同比大概率继续回落。

政策前瞻：十九大明确要求健全货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架，明年货币政策与宏观审慎政策将继续相互配合。在经济小幅下滑的情况下，预期货币政策仍将保持定力，大概率维持中性基调。只要CPI不大幅上升，上调基准利率的可能性不大，为应对美联储加息，可能继续小幅上调公开市场利率。宏观审慎政策还将更加深入，尤其是对金融机构资产管理业务的整顿将进入实质性阶段。鉴于国内资产管理行业规模已过百万亿，为避免市场剧烈波动，具体政策落实可能趋于缓和，但监管方向不会改变。今年，从资金市场到债券市场，利率水平均大幅上升，但贷款利率的上行非常有限，这种传导虽然滞后，但会在明年更进一步，将在一定程度上抑制企业贷款需求。而随着房地产市场的降温，居民信贷需求将回落。预期明年广义信贷增速会受到遏制，去杠杆将向实体推进。

利率展望：在双支柱调控框架下，为促进金融去杠杆继续深化，资金面仍会保持偏紧态势。在监管趋严、融资回表的背景下，“资金荒”短期内难以化解，这意味着配置力量仍旧疲弱，不排除资管新规的实行导致流动性事件冲击的可能，届时收益率水平会继续上冲，货币政策应会适时软化，交易盘可做博弈。机构普遍比较认可十年期国债收益率在4.0%—4.2%的配置价值，这一区域可能是本轮收益率上行的顶部。如果明年实体经济融资需求受高利率以及去杠杆政策的影响而出现萎缩，届时可能伴随着经济的超预期下行，货币政策将出现松动的契机，那么市场矛盾将由“负债荒”转向“资产荒”，市场将迎来牛熊转换。如果这一情景不出现，那么全年收益率可能在顶部区域徘徊。总体而言，收益率上行的空间不大，但下行需要等待机会。

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

0571-89727506

翟帅男 助理分析师

zaisuainan@nawaa.com

0571-87839252

宋晓东 助理分析师

songxiaodong@nawaa.com

0571-89727506

目录

第 1 章	行情回顾	4
第 2 章	基本面	6
2.1.	经济温和回落	6
2.2.	通胀压力不大	8
第 3 章	货币政策与宏观审慎政策	10
第 4 章	海外政策冲击	15
4.1.	美联储加息对中国资本流动的冲击减弱	15
4.2.	美国税改对中国资本流动的影响有限	16
第 5 章	市场展望	18
	南华期货分支机构	19
	免责声明	21

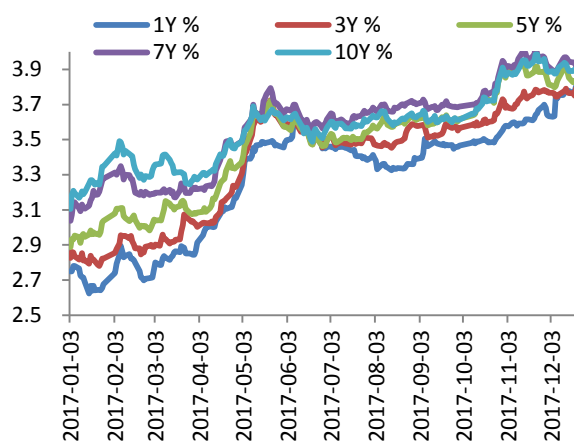
图表目录

图 1.1 国债关键期限收益率·····	4
图 1.2 国债利率期限结构·····	4
图 1.3 国开债关键期限收益率·····	4
图 1.4 国开债利率期限结构·····	4
图 1.5 10 年期国债成交与持仓·····	5
图 1.6 T1803 活跃券基差走势·····	5
图 1.7 跨期价差·····	5
图 2.1.1 固定资产投资增速·····	5
图 2.1.2 房地产销售、施工与新开工·····	6
图 2.1.3 行业固定资产投资增速·····	7
图 2.1.4 70 大中城市房价环比·····	7
图 2.1.5 消费同比增速·····	7
图 2.1.6 进出口同比增速·····	8
图 2.1.7 投资、消费、出口对 GDP 累计同比的拉动·····	8
图 2.2.1 CPI 同比增速·····	9
图 2.2.2 CPI 预期走势·····	9
图 2.2.3 PPI 同比与环比增速·····	9
图 2.2.4 PPI 分项环比·····	9
图 3.1 银行间回购利率·····	10
图 3.2 公开市场操作货币净投放·····	10
表 3.1 2017 年货币政策操作·····	10
表 3.2 2017 年宏观审慎政策·····	11
图 3.3 信贷、表外融资与直接融资·····	12
图 3.4 社会融资余额同比增速·····	12
图 3.5 居民与企业信贷增速趋势·····	13
图 3.6 居民与企业累计新增贷款·····	13
图 3.7 商业银行总资产增速·····	13
图 3.8 商业银行股权及其他投资规模·····	13
图 3.9 贷款利率与债券收益率·····	14
图 4.1.1 国非储备性质金融账户差额·····	15
图 4.1.2 美元指数和人民币汇率·····	16
图 4.1.3 中美 10 年期国债利差·····	16
图 4.2.1 美国对华 FDI 占比·····	17

第1章 行情回顾

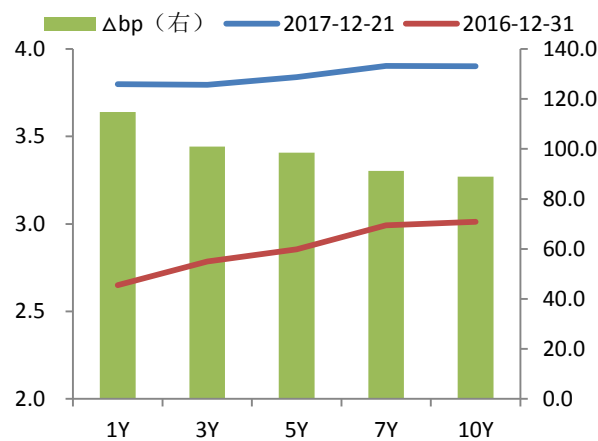
在监管趋严的背景下，2017 年债市延续熊市。市场在经历了 2016 年的债灾后，一度在一季度获得喘息，但 3 月末陆续出台的一系列针对银行的监管措施使得反弹行情在二季度夭折。此后随着监管态度的缓和，市场才再度反弹。三季度，由于经济基本面分歧加大，数据边际走弱，市场开始对货币政策放松寄予希望，逐渐震荡走强。四季度，经济走弱预期迟迟没有兑现，宽松预期落空，叠加金融监管维持高压态势，三季度大量累积的交易盘心态崩溃，争相止损离场，导致债市崩跌，收益率不断创出新高，10 年期国债收益率一度触及 4.0% 大关，10 年期国开债收益率最高至 5.0%。市场情绪在国开行采取停发、置换 10 年债的措施后才得以缓和。年末，10 年国债在 3.9 左右，10 国开在 4.8 左右。国债各关键期限收益率上升幅度在 80-110bp，国开各关键期限收益率上升幅度在 110-140bp，短端上行幅度更大，曲线极度平坦化。

图 1.1 国债关键期限收益率



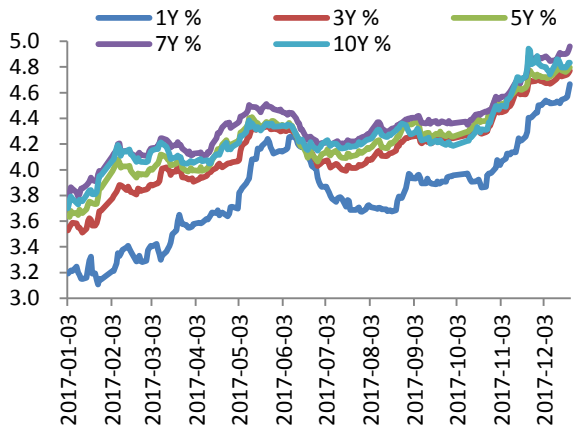
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债利率期限结构



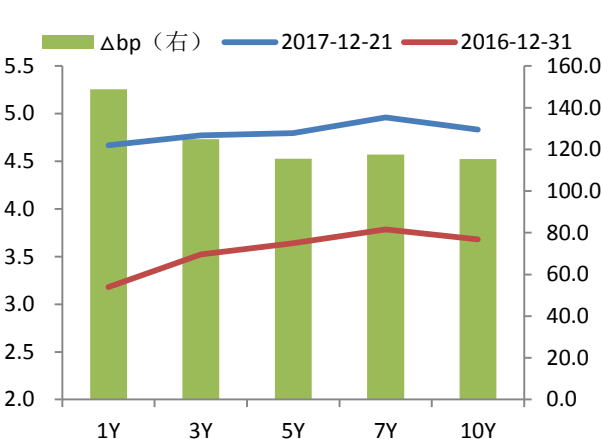
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 1.3 国开债关键期限收益率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

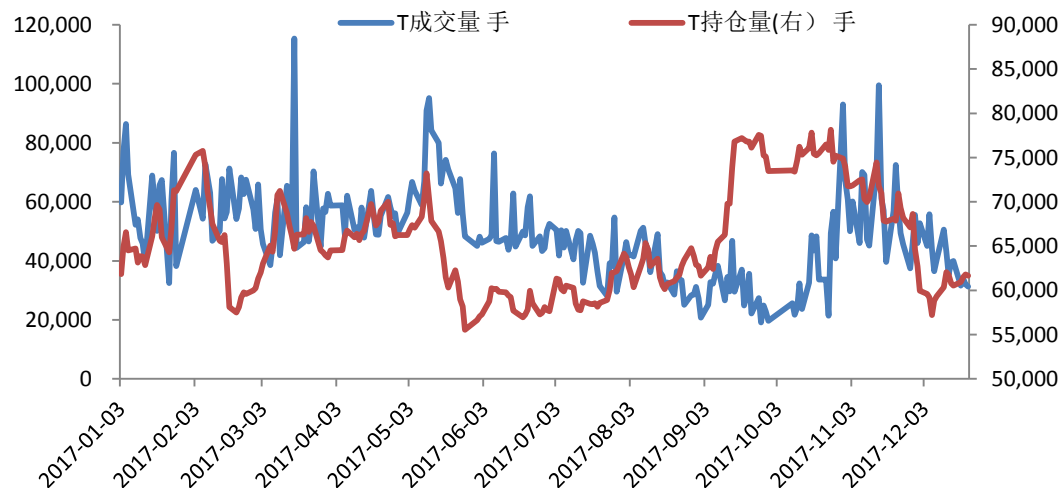
图 1.4 国开债利率期限结构



资料来源: Wind 资讯 南华研究

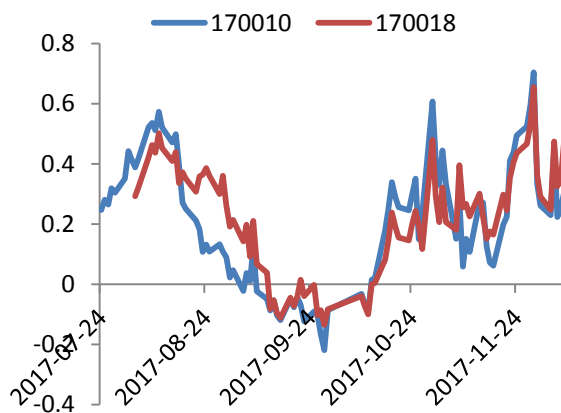
国债期货全年呈现下跌走势，大幅下跌出现在第四季度。成交在四季度下跌期间明显放大，持仓在三季度末、四季度初达到历史高点，此后随着行情下跌而减少。三季度末，因期货价格的过度上涨使得基差落入负值区间，随后在期价的大跌中，基差大幅走高，成为了全年最大的基差交易机会。跨期价差（当季-下季）在6月、9月、12月合约换月时均出现下行趋势，以12月合约最为明显。

图 1.5 10 年期国债成交与持仓



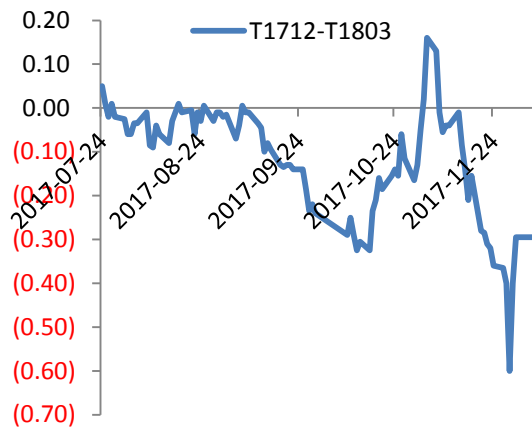
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.6 T1803 活跃券基差走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.7 跨期价差



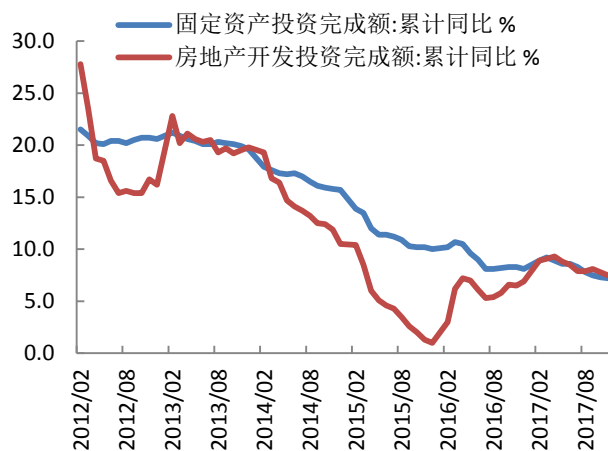
资料来源：Wind 资讯 南华研究

第2章 基本面

2.1. 经济温和回落

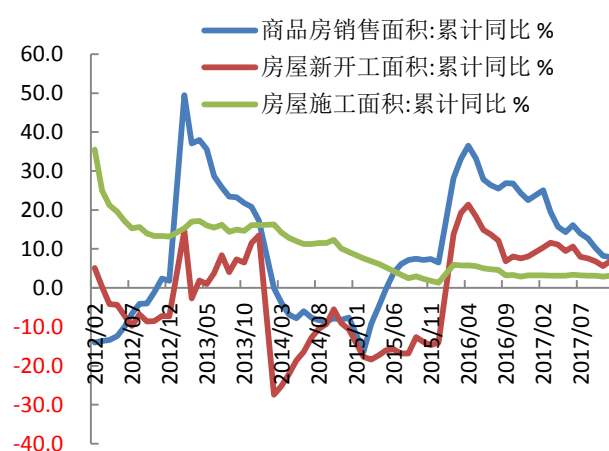
今年以来，固定资产投资增速延续下滑态势，截至 2017 年 11 月，累计增速同比已下滑至 7.2%，较去年同期回落 1.1 个百分点。受房地产限购限贷政策打压，商品房销售增速已下滑至 7.9%，远低于去年底的 22.5%，导致房地产新开工大幅放缓。由于需求过度释放加上房产税政策可能对预期产生负面影响，预计销售在明年会继续放缓。目前商品房库存水平较低，开发商补库存使得施工尚保持平稳，但明年销售回款继续放慢加上融资难度增大，大概率将继续拖累新开工甚至施工，使得房地产投资放慢。今年基建投资增速仍旧维持在 15% 左右高位，是支撑整体投资的重要力量，而随着财政收入的下滑以及政府债务约束的加强，未来将越来越难以维持目前的水平。明年的制造业投资可能带来亮点，目前高端制造业投资增速继续提升，制造业技改投资也明显增加，表明传统产业正在进行转型升级，制造业投资或有一定潜力。综合房地产、基建、制造业的情况来看，向下的因素居多，预计整体投资增速仍将缓慢下滑。

图 2.1.1 固定资产投资增速



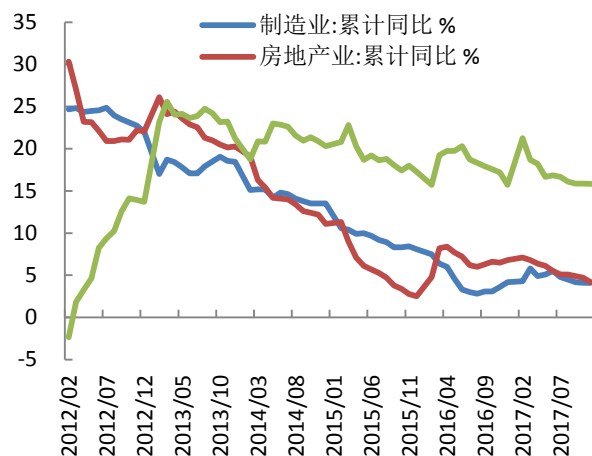
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 房地产销售、施工与新开工



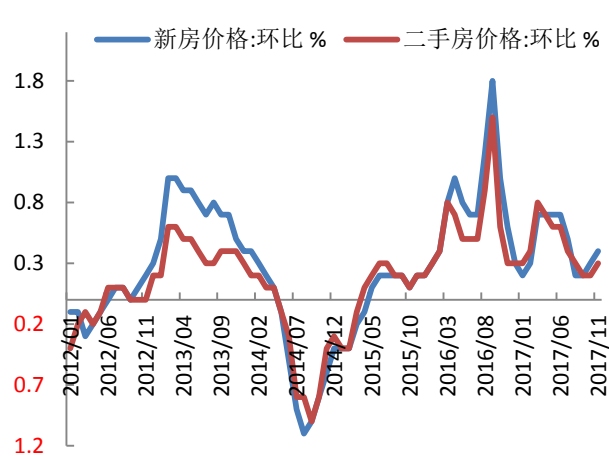
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3 行业固定资产投资增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

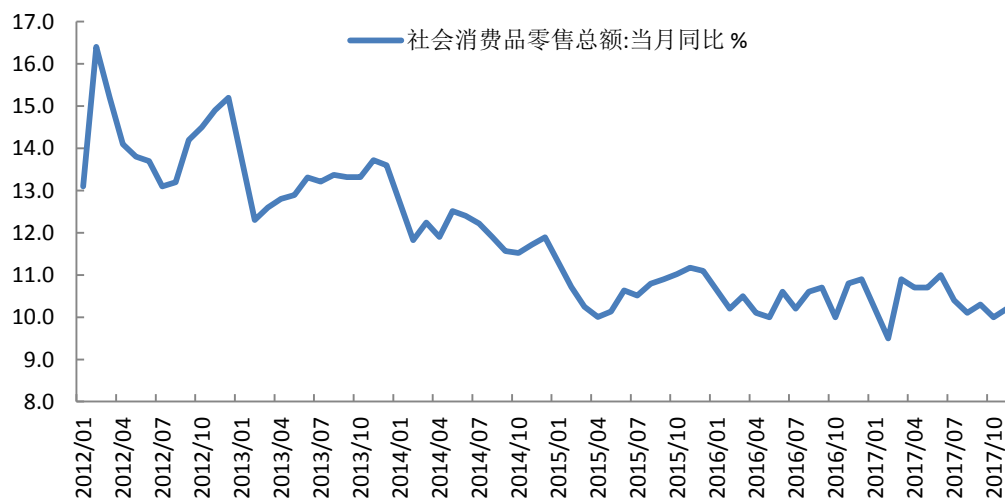
图 2.1.4 70 大中城市房价环比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

近三年消费支出对经济增长的贡献均在 60% 以上。今年消费增速基本维持稳定，网上零售保持快速增长，与消费升级相关的商品增速加快，消费者信心持续回升，但缺乏促使消费大幅提升的因素，预计明年维持现有增速。

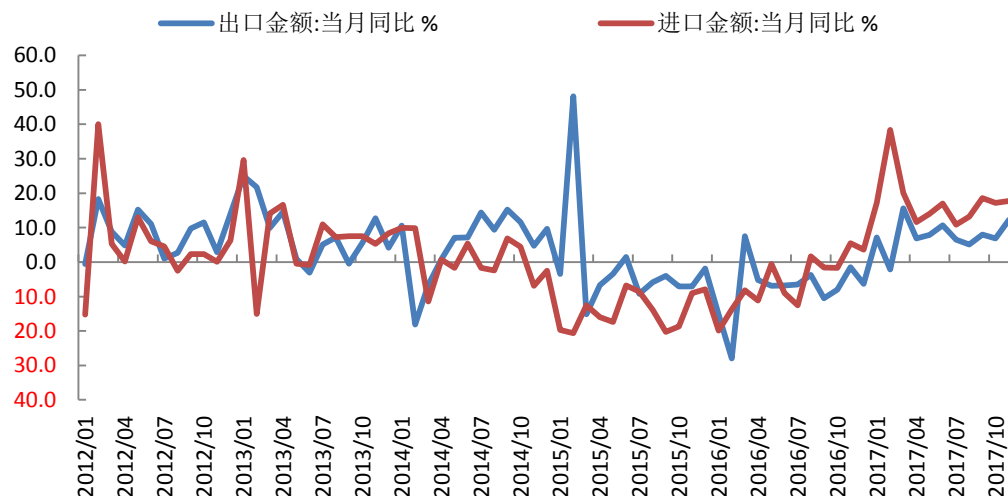
图 2.1.5 消费同比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

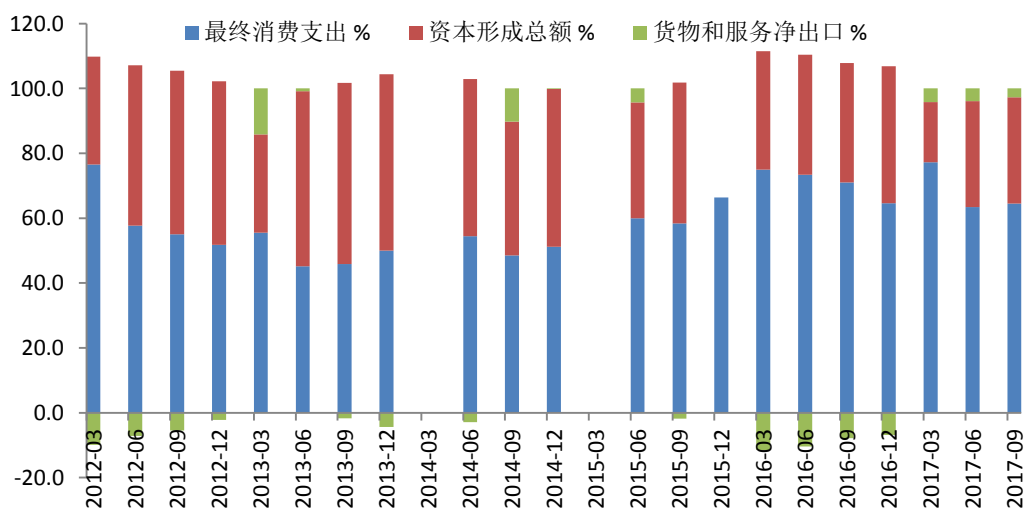
受益于全球经济回暖，今年出口增速超出预期，成为支撑经济的重要因素。截至三季度货物与服务净出口对 GDP 累计同比的贡献率达到 2.7%，而去年同期的贡献率为-7.8%。从海外经济来看，发达国家的复苏势头还将延续，预计明年外需将继续带动出口增长，但受贸易保护主义以及今年较高基数的影响，对经济的正贡献可能不及今年。

图 2.1.6 进出口同比增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.7 投资、消费、出口对 GDP 累计同比的拉动



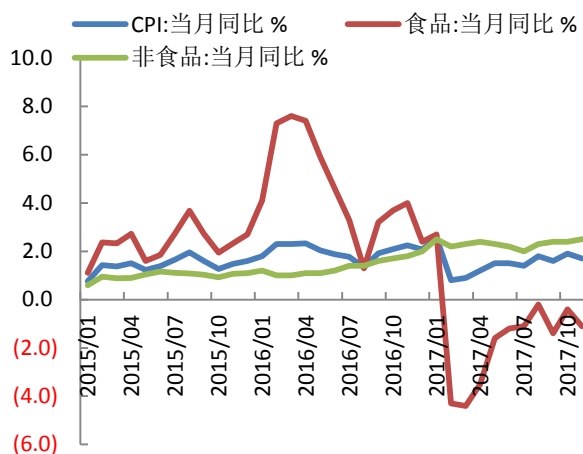
资料来源: Wind 资讯 南华研究

从宏观三驾马车来看，消费稳定，出口仍有动力，但由于投资存在下滑压力，2018 年经济增长可能小幅放缓。

2.2. 通胀压力不大

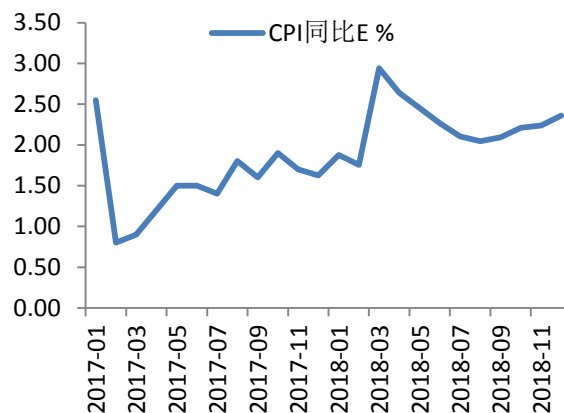
今年 CPI 受食品价格下跌影响较大，非食品价格增速则明显高于去年，表现在核心 CPI 上则是消费价格增速低，而服务价格增速高。明年食品项很可能给 CPI 带来上涨压力，非食品项受房价以及 PPI 回落影响涨价压力不大。因基数较低，预计明年 CPI 整体高于今年。以历史趋势模拟来看，CPI 将在 3 月份达到几年来的高点，随后略有回落，全年在 2%-3% 之间。

图 2.2.1 CPI 同比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

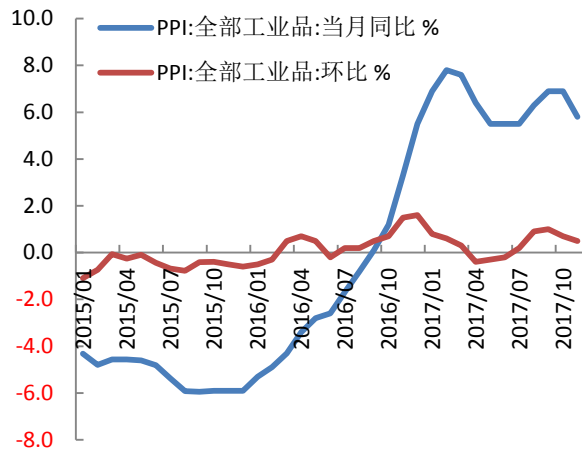
图 2.2.2 CPI 预期走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

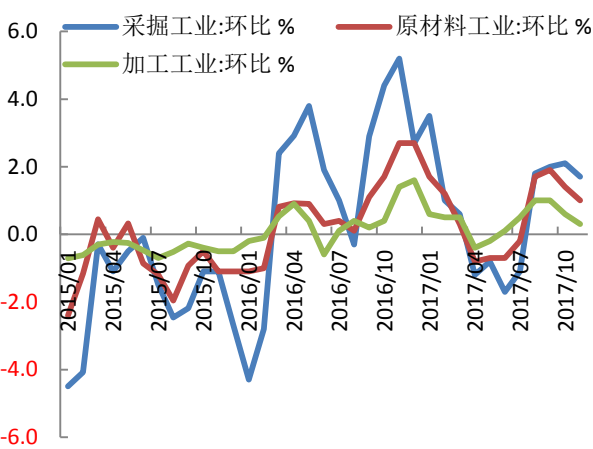
由于供给侧改革的深入，上游商品价格连续第二年上涨，使得今年 PPI 同比冲高后始终在高位徘徊，回落不多。展望明年，虽然供给侧改革会持续推进，但房地产、基建投资放缓将拖累需求，上游商品价格面临一定的下行压力。涨价因素可能来自原油，一段时间内油价可能仍会走高，但高油价将刺激页岩油投资和生产进一步扩大，从而平抑油价的上涨，因此上涨的空间可能有限。考虑到 PPI 今年的高基数，预计 PPI 同比将继续回落。

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 分项环比

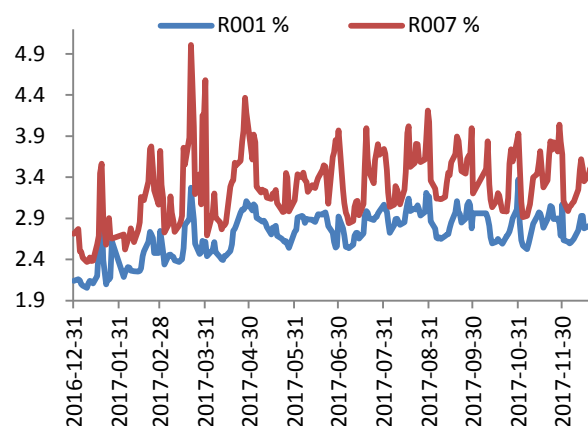


资料来源：Wind 资讯 南华研究

第3章 货币政策与宏观审慎政策

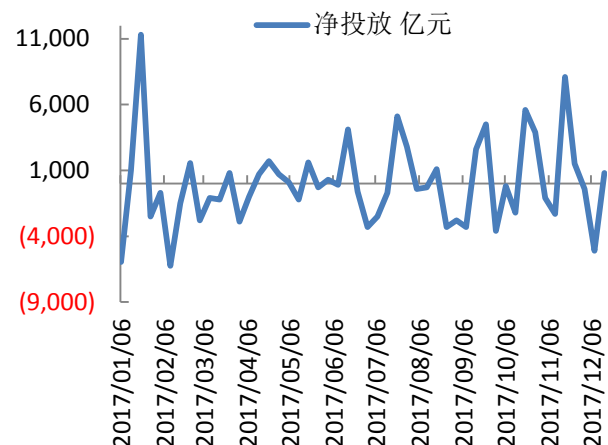
回顾全年央行的货币政策操作，以公开市场操作为主，流动性投放主要为对冲 MLF 以及逆回购到期量，且三次调高 MLF 及逆回购系列利率，累计 25bp，引导利率走廊上行。全年资金面多数时候呈现月初松、月末紧的情形，公开市场操作多为月末净投放、月初净回笼，货币政策整体维持削峰填谷的稳健中性操作。全年资金利率中枢高于去年，且下半年高于上半年。

图 3.1 银行间回购利率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.2 公开市场操作货币净投放



资料来源：Wind 资讯 南华研究

表 3.1 2017 年货币政策操作

日期	政策操作
2017.1.13	央行进行 3055 亿 MLF 操作，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%
2017.1.20	央行启用临时流动性便利（TLF）应对春节流动性紧张，期限 28 天
2017.1.24	央行进行 2455 亿 MLF 操作，6M 利率上调至 2.95%，1Y 利率上调至 3.1%
2017.2.3	逆回购利率上调 10bp，7D 至 2.35%，14D 至 2.5%，28D 至 2.65% SLF 利率上调，隔夜上调 35bp 至 3.1%，7D、1M 上调 10bp 至 3.35%、3.7% 1 月对三家政策性银行净增加 PSL 543 亿元
2017.2.15	央行进行 3935 亿 MLF 操作，6M 利率 2.95%，1Y 利率 3.1%
2017.2.20	央行根据 2016 年度金融机构信贷支农支小情况实行了定向降准例行考核，满足条件的银行继续享受优惠准备金率
2017.3.7	央行进行 1940 亿 MLF 操作，6M 利率 2.95%，1Y 利率 3.1%
2017.3.16	央行进行 3030 亿 MLF 操作，6M 利率上调至 3.05%，1Y 利率上调至 3.2% 逆回购利率上调 10bp，7D 至 2.45%，14D 至 2.6%，28D 至 2.75% 央行进行 600 亿 3 个月期国库定存，利率为 4.2%
2017.4.13	央行发放 839 亿 PSL
2017.4.17	央行进行 4955 亿 MLF 操作，6M 利率 3.05%，1Y 利率 3.2%
2017.5.12	央行进行 4590 亿 MLF 操作，6M 利率 3.05%，1Y 利率 3.2%

2017.5.19	央行进行 800 亿 3 个月期国库定存，利率上调至 4.5%
2017.6.6	央行进行 4980 亿 MLF 操作，1Y 利率 3.2%
2017.7.13	央行进行 3600 亿 MLF 操作，1Y 利率 3.2%
2017.8.15	央行进行 3995 亿 MLF 操作，1Y 利率 3.2%
2017.8.18	央行进行 800 亿 3 个月期国库定存，利率下调至 4.46%
2017.8.24	央行进行 800 亿 3 个月期国库定存，利率上调至 4.51%
2017.9.7	央行进行 2980 亿 MLF 操作，1Y 利率 3.2%
2017.9.30	对普惠金融实施定向降准，2018 年起实施
2017.10.13	央行进行 4980 亿 MLF 操作，1Y 利率 3.2%
2017.10.16	央行进行 800 亿 3 个月期国库定存，利率下调至 4.42%
2017.10.27	央行首次进行 63 天期逆回购操作，中标利率 2.9%
2017.11.3	央行进行 4040 亿 MLF 操作，1Y 利率 3.2%
2017.11.17	央行进行 1200 亿 3 个月期国库定存，利率上调至 4.6%
2017.12.6	央行进行 1880 亿 MLF 操作，1Y 利率 3.2%
2017.12.14	逆回购利率上调 5bp，7D 至 2.5%，28D 至 2.8%
	央行进行 2880 亿 MLF 操作，1Y 利率上调至 3.25%

数据来源：根据新闻整理

十九大明确要求健全货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架，央行在货币政策执行报告中详细介绍了这一调控框架。传统央行政策框架以货币政策为核心，主要关注经济周期，目标是平抑经济波动，维护物价稳定，而对金融周期的应对不足。因此，需要引入宏观审慎政策以应对日益重要的金融周期问题。

表 3.2 2017 年宏观审慎政策

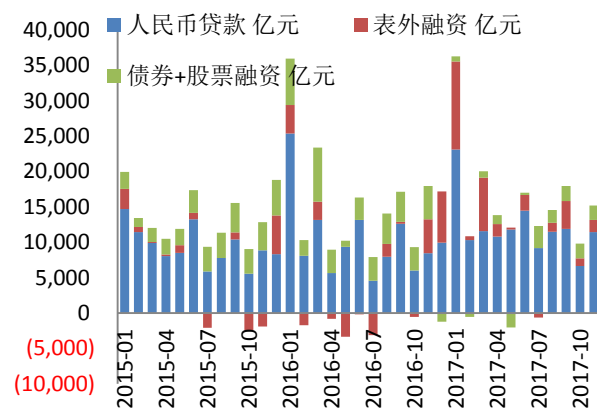
日期	政策
2017.3.21	央行加急下发《做好信贷政策工作的意见》，对于房贷政策，文件明确要求：人民银行各分支机构要加强对商业银行窗口指导，督促其优化信贷结构，合理控制房贷比和增速，做好房贷资源投放的区域分布，支持三四线城市去库存，有效防控信贷风险，积极会同当地银监部分，将差别化住房信贷政策严格落实。
2017.3.29	银监会办公厅发布《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》（45号文），督促银行业金融机构加强合规管理，扎严“制度笼子”。
2017.4.6	银监会向银行下发《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》（53号文）
2017.4.10	银监会发布 6 号文《关于银行业风险防控工作的指导意见》，提出了对十大类风险的具体防控要求，同时又发布 46 号文《关于开展银行业专项治理工作的通知》，要求银行自查“监管套利、空转套利和关联套利”，自查范围涉及多项银行近年来普遍存在的套利和规避监管行为。

2017.4.12	银监会发布《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》(7 号文), 督促银行业金融机构压降风险敞口。
2017.8.12	央行提出自 2018 年起, 将资产规模 5000 亿以上的银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核。
2017.8.31	央行修改《同业存单管理暂行办法》, 9 月 1 日起金融机构不得新发行期限超过 1 年的同业存单。
2017.11.17	央行联合银监会、证监会、保监会、外汇局等部门, 发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》, 在净值型管理、打破刚性兑付、消除多层嵌套和通道、第三方独立托管等方面制定了严格规定。
2017.12.6	银监会发布《商业银行流动性风险管理办法(修订征求意见稿)》, 办法的核心内容是增加了 3 项监管指标: 净稳定资金比例、优质流动性资产充足率、流动性匹配率。

数据来源: 根据新闻整理

今年以来, 经济波动并不明显, 因此货币政策始终保持中性。为了遏制不断膨胀的金融周期, 达到降杠杆的目的, 宏观审慎政策不断加码, 差别化房贷政策以及一系列针对金融机构的监管政策贯穿全年。金融周期的两个核心指标是房地产价格和广义信贷。目前为止, 房地产销售放缓, 价格开始回落, 政策效果逐渐显现。但广义信贷的收缩非常缓慢, 包含地方债的社会融资余额增速仍在 14% 左右, 超出 GDP 名义增速 3 个百分点。观察货币金融数据, 可以说今年宏观审慎政策的主要作用体现在金融去杠杆上, 这从商业银行资产负债表增速放慢, 股权及其他投资高位回落可以看出。而实体经济融资需求旺盛, 表现为居民房贷需求高涨, 居民贷款占据新增信贷半壁江山; 企业信贷需求恢复, 表内、表外融资明显增加, 导致广义信贷维持高位, 实体去杠杆尚未推进。

图 3.3 信贷、表外融资与直接融资



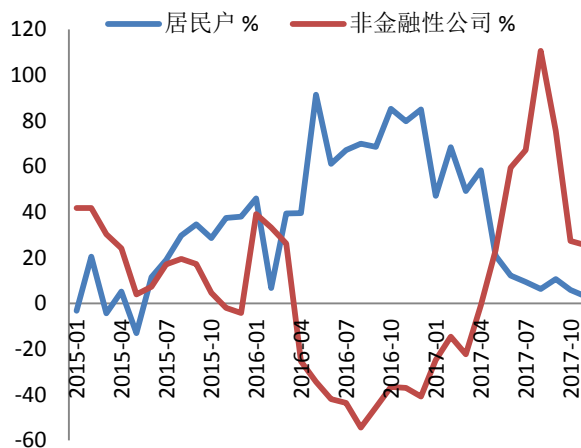
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.4 社会融资余额同比增速



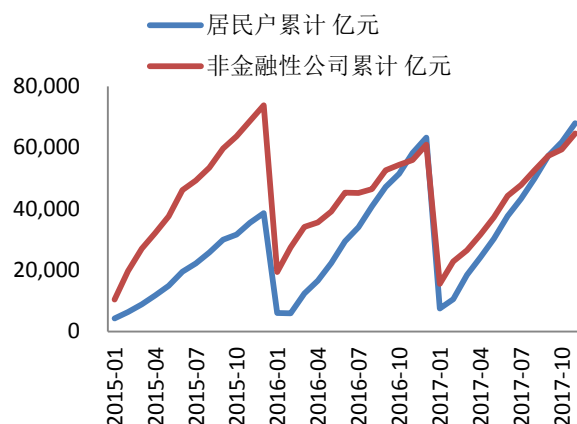
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.5 居民与企业信贷增速趋势



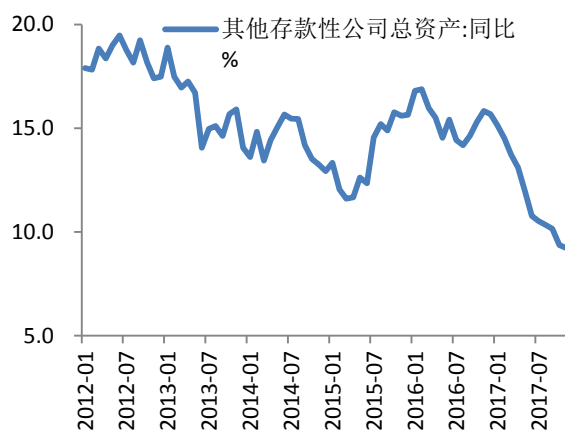
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.6 居民与企业累计新增贷款



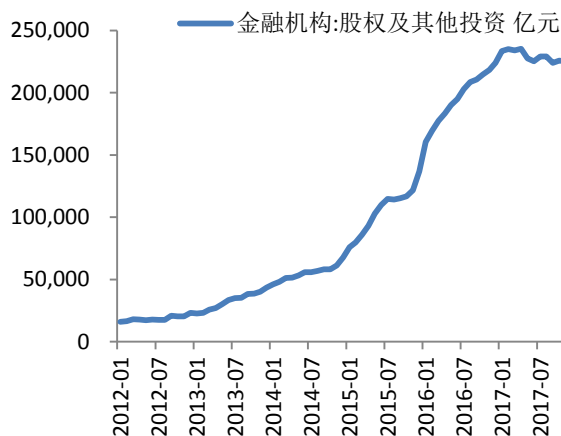
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.7 商业银行总资产增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.8 商业银行股权及其他投资规模

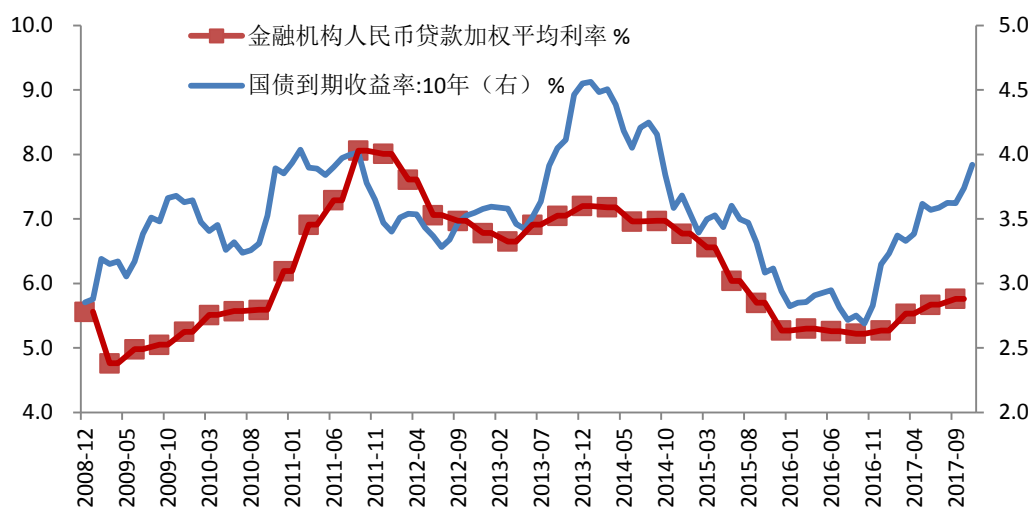


资料来源：Wind 资讯 南华研究

明年在经济小幅下滑的情况下，预期货币政策仍将保持定力，大概率维持中性基调。只要CPI不大幅上升，上调基准利率的可能性不大，为应对美联储加息，可能继续小幅上调公开市场利率。宏观审慎政策还将更加深入，尤其是对金融机构资产管理业务的整顿将进入实质性阶段。鉴于国内资产管理行业规模已过百万亿，为避免市场剧烈波动，具体政策落实可能趋于缓和，但监管方向不会改变。

今年，从资金市场到债券市场，利率水平均大幅上升，但贷款利率的上行非常有限，这种传导虽然滞后，但会在明年更进一步，将在一定程度上抑制企业贷款需求。而随着房地产市场的降温，居民信贷需求将回落。预期明年广义信贷增速会受到遏制，去杠杆将向实体推进。

图 3.9 贷款利率与债券收益率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

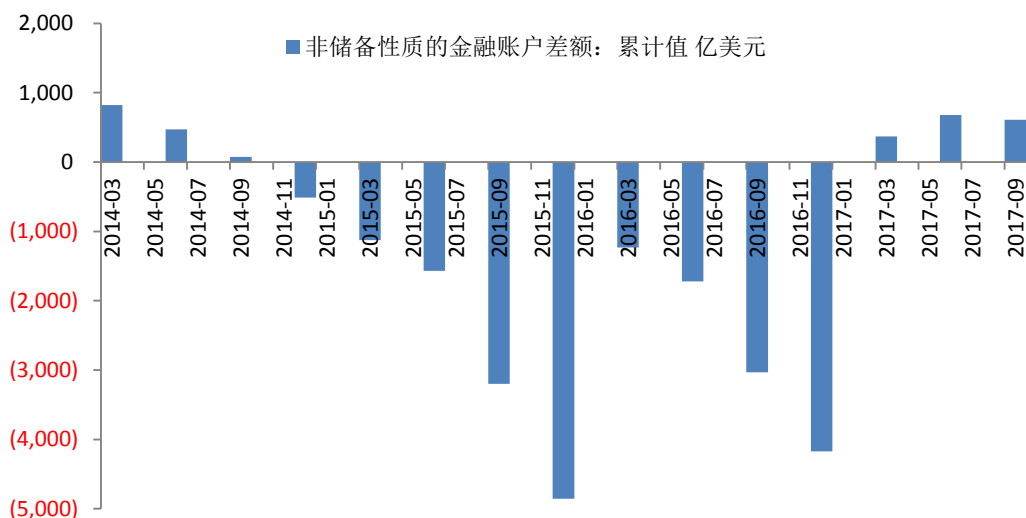
第4章 海外政策冲击

4.1. 美联储加息对中国资本流动的冲击减弱

今年开始，海外主要经济体逐渐退出超宽松的货币政策。9 月加拿大央行施行年内第二次加息，欧洲央行逐步缩减 QE 规模，11 月英国央行时隔多年首次加息，12 月美联储如期实施年内第三次加息，并维持对 2018 年加息三次的利率“散点图”预测不变。发达国家收紧货币政策的核心在于经济复苏逐步显露出共振迹象。海外宏观基本面的关注点已从经济下行转向防御通胀。在这样的背景之下，需要考虑外围货币政策，特别是美联储加息对我国资本流动的影响。

本轮加息周期中，美联储已经五次上调联邦基金利率，但在此期间的历次加息对我国资本外流的冲击逐次降低。数据显示中国的资本外流规模在持续收窄，今年以来，非储蓄性质的金融账户差额方面已经转为资本流入。基于以下几点，我们认为加息对中国资本流动的冲击趋于减弱。

图 4.1.1 国非储备性质金融账户差额



资料来源：Wind 资讯 南华研究

第一，今年 5 月央行在人民币对美元中间价的形成机制中引入“逆周期调节因子”，扭转了人民币贬值预期。自 811 汇改后，人民币汇率弹性明显增强，但一段时间内出现“不对称贬值”的现象，即美元走强，人民币兑美元贬值；美元走弱，人民币也不升值。逆周期调节因子能够削弱上日日间波动对中间价的影响，减少市场过度波动给中间价带来的冲击。推出之后，真正扭转了“美元走弱，人民币不升”的预期，为我国资本流动平稳性打下基础。

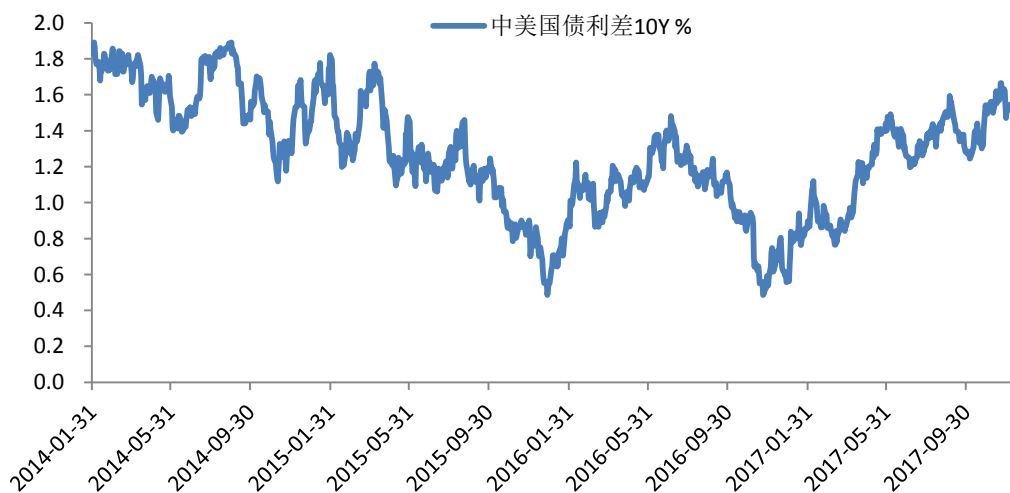
图 4.1.2 美元指数和人民币汇率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

第二, 中美长端利差已处于高位。由于国内货币与监管条件的变化, 自去年四季度起, 中国债券市场利率水平大幅上升, 目前 10 年期国债收益率已达到 2014 年以来的最高水平, 国内利率升幅明显高于其他主要经济体, 即使考虑加息带来的美国国债利率上升, 中美利差依然可以维持在 100bp 以上。企业与家庭部门持有美元资产的机会成本上升, 这将在一定程度上减小资本外流的动力。

图 4.1.3 中美 10 年期国债利差



资料来源: Wind 资讯 南华研究

第三, 外汇使用管理措施加强, 不合规的增持海外资产将受到严格管制, 企业在相对紧张的环境下增持海外资产的意愿下降。

4.2. 美国税改对中国资本流动的影响有限

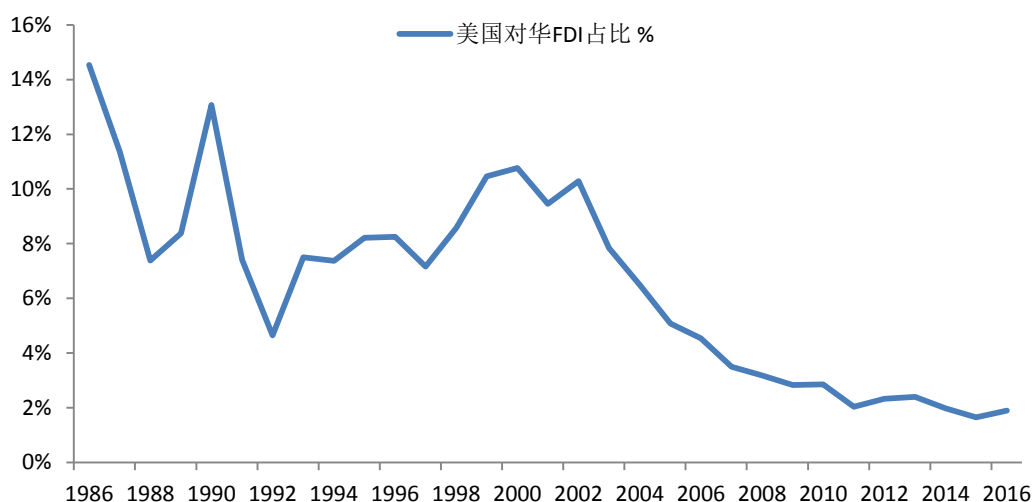
12 月 20 日, 美国终于通过 30 年来最大规模税改法案, 下一步将提交总统特朗普签字生效。特朗

普税改关于企业所得税的调整主要包含三个方面：将企业所得税从 35% 降至 21%；全球征税改为属地征税原则；公司海外利润汇回一次性税率优惠。

这次税改减税力度空前，在国际上具备较强的竞争力，直观上看可能吸引存量和未来增量的直接投资流向美国。如果来自各国的海外利润大规模汇回美国可能显著推高美元，对人民币产生贬值压力，但这只是短期冲击。长期来看，美国税改对中国跨境资本流动的影响聚焦在是否会引发大规模“外资撤出”和“内资外流”两方面，但企业在投资时考虑的因素众多，减税并不是唯一考量。

从“外资撤出”角度分析，首先，行业上美在华投资主要向高科技和高端服务业等有税收优惠的行业转移，并且美企在华投资主要是看好中国经济的增长前景，制造优势以及广阔的消费市场。另外，工厂设备等资本性支出并非具有迅速的变现和迁移能力，关闭海外工厂也面临着所在国在就业、税收等方面的限制。最后，总量上美国对华的 FDI 占比并不高，近几年正逐步减小，2016 年仅占比 1.9%。

图 4.2.1 美国对华 FDI 占比



资料来源：Wind 资讯 南华研究

从“内资外流”角度分析，首先，美国在劳工成本、技术工人储备、环保与法律成本、基建成本等方面有明显的劣势，中国拥有完整的产业配套和便利的基础设施；其次，国务院在今年年中已下发《降低实体经济企业成本工作方案》，中国亦在积极推行“降成本”。从这几个方面来看，美国税改可能会对全球经济复苏提供进一步的动力，但对中国资本外流的影响仍然在可控范围内。

第5章 市场展望

今年传统的基本面分析对市场失效，因经济下滑不显著，政策面着重去杠杆，“经济下行-货币政策放松-债券市场上涨”的传导路径不通。货币政策始终保持中性甚至偏紧，使得资金面多数时候紧绷，机构普遍感到“资金荒”，自身配置力量有限。而监管严厉打击机构杠杆、套利等行为，导致理财规模萎缩，金融端派生的配置力量也大幅削弱，产品清盘甚至造成阶段性的抛售压力。缺少配置盘，市场由交易盘主导，基本面预期差与监管节奏的松紧成为了多空博弈的焦点。

展望明年，在双支柱调控框架下，为促使金融去杠杆继续深化，资金面仍会保持偏紧态势。在监管趋严、融资回表的背景下，“资金荒”短期内难以化解，这意味着配置力量仍旧疲弱，不排除资管新规的实施导致流动性事件冲击的可能，届时收益率水平会继续上冲，货币政策应会适时软化，交易盘可做博弈。机构普遍比较认可十年期国债收益率在 4.0%-4.2% 的配置价值，这一区域可能是本轮收益率上行的顶部。

如果明年实体经济融资需求受高利率以及去杠杆政策的影响而出现萎缩，届时可能伴随着经济的超预期下行，货币政策将出现松动的契机，那么市场矛盾将由“负债荒”转向“资产荒”，市场将迎来牛熊转换。如果这一情景不出现，那么全年收益率可能在顶部区域徘徊。总体而言，收益率上行的空间不大，但下行需要等待机会。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
 客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
 电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
 电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
 电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
 电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
 电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
 电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
 电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
 电话：022-28378072

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

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
 电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
 电话：0351-2118001

宁波分公司

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

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
 电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
 电话：0579-89292777

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

绍兴营业部

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

温州营业部

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

成都营业部

四川省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

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
 电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
 电话：0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
 电话：0574-87274729

台州营业部

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

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
 电话：0532-80798985

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

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

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

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

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

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

大连营业部

辽宁省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

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

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

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

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