

慢牛仍在 不悲不喜

摘要

- **银行资产配置视角下的市场逻辑。**上半年债券市场在社会融资成本升高的情况下走出一波牛市，除了货币政策转向宽松的直接原因以外，商业银行收缩信贷等风险资产、增加对无风险或低风险资产的配置行为可能是更深层次的原因。从这个角度出发，如果下半年银行资产配置再度转向风险资产，则不利于利率（国债收益率）继续下降。
- **经济趋稳，通胀无忧。**下半年经济仍将受累于房地产投资的放缓，需要基建不断发力以阻止整体投资下滑。鉴于“三驾马车”中消费和外贸均缺乏显著的动力，下半年经济难以看高。随着各项“微刺激”措施的落实以及后续政策的加码，经济大概率上将呈现环比改善，预计二季度 GDP 同比增速在 7.4%-7.5%，三季度可能因去年的高基数而面临同比下滑的压力，四季度出现回升，全年基本实现 7.5% 的目标。通胀方面，下半年压力不大，四季度有逐月走高的可能，但 CPI 超过 3% 的可能性不大。
- **政策由“宽货币”迈向“宽信贷”。**为确保实现 GDP 增速目标，宽松的货币政策将继续加码。虽然仍旧以定向方式进行的可能性大，但力度和频度都会提高。降准的范围可以通过调整政策口径扩大，对于支农支小再贷款的力度亦会加强。除数量方面的宽松以外，为了降低实体经济融资成本，央行也可能会采取一些创新手段引导利率下降。即便全面降息的可能性不大，部分领域也可能迎来较低的政策利率。下半年政策会加速向实体传导，效果会直接体现为信用扩张提速。
- **信用优于利率。**下半年利率面临的环境处于货币政策放松与信用扩张加速的拉锯中。如果没有降息等强刺激，利率或呈慢牛走势，空间并不大。而由于信用环境改善，信用债的表现相对会更好。策略上，配置角度，可选择中长期加杠杆，推荐 30% 中端金融债+40% 5 年 AA 等级中票+30% 优质城投组合。而交易盘，由于利率品曲线中长端已高度平坦，所以最优的选择仍是中端金融债，以博取其进一步下行空间。对于国债期货来说，震荡上行趋势未变，但空间相对有限，缺乏赚钱效应，空头套保暂不需要。

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

王淦

wanggan@nawaa.com

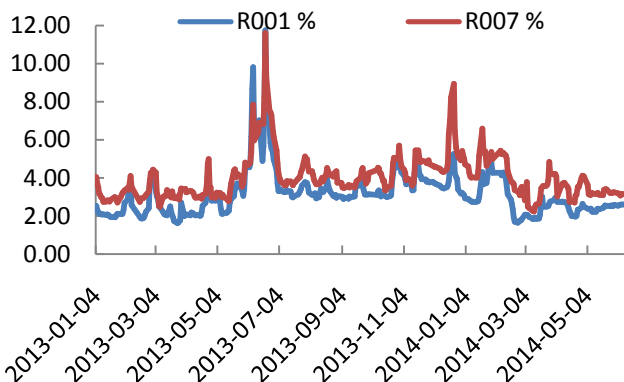
021-68401154

一、上半年的市场逻辑

1.1. 从牛陡到牛平

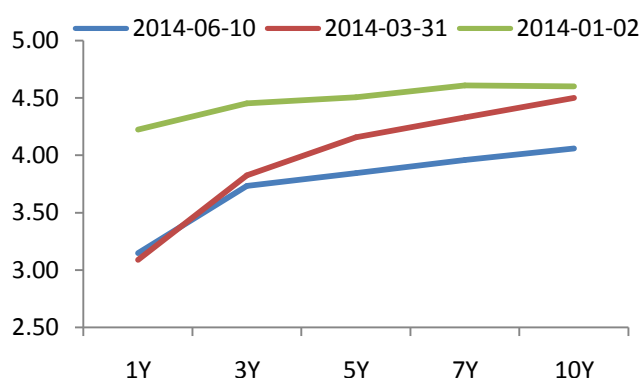
2014 上半年，债券市场在犹豫中走出了一波牛市。跨年后资金利率逐步下降，一季度在资金面超预期宽松的情况下，短端利率率先回落。虽然经济较去年四季度已显露出明显的疲态，但长端利率并没有大幅下行，市场对于资金面的宽松能否持续仍旧存在疑虑。可以说这一时期的市场还未摆脱去年四季度的熊市阴影，对于资金面的关注超过经济基本面。进入二季度，尤其是在一季度疲弱的经济数据公布后，伴随着货币政策定向宽松，市场的焦点转移到基本面上来。此后在愈发强烈的宽松预期下，长端收益率迅速下行，收益率曲线完成了从牛陡到牛平的过程。

图 1.1.1 银行间质押式回购利率



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 1.1.2 银行间固息国债利率期限结构



资料来源：Wind 资讯、南华研究

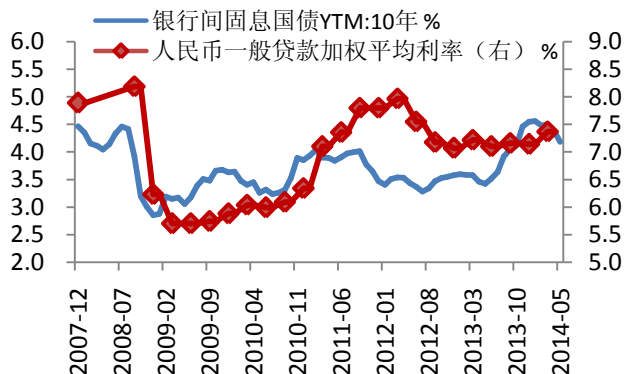
1.2. 两个利率，谁牵引谁？

实体经济的借贷利率通常被认为可以反映融资需求进而反映经济冷暖，而债券市场的利率也被认为是宏观经济的指示器，二者天然具有某种关联。那么是实体在先，还是市场在先？如果认为经济是债市最重要的基本面，那么是否意味着在经济走弱背景下，融资需求下降使得借贷利率下降进而促使债券收益率下降这一传导路径成立？从上半年的市场运行来看，逻辑并非如此。

观察一般贷款利率与信托产品收益，可以发现上半年实体经济融资成本并未下降，反而出现了一定程度的升高，与债券收益率的下降形成鲜明对比。结合信用扩张的增速来看，剔除股票融资的社会融资余额同比在 1-5 月份延续了 2013 年下半年以来的下降态势，显示经济处在降杠杆的过程中。实体经济融资利率升高，而信用扩张放缓，意味对实体经济的资金供给减少，在供给减少的同时融资需求不变或者减少的程度不大，这正是上半年的真实情况。供给方面，出于对信贷资产质量的担忧，银行开始惜贷，使得表内信贷扩张乏力（另有部分原因是受贷存比约束）。另外，由于对影子银行的监管日趋严格，银行表外业务大幅收缩。两方面叠加使得供给减少。需求方面，虽然全部贷款

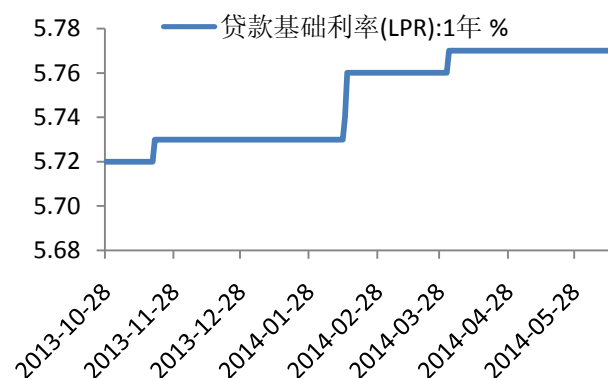
余额增速低位徘徊的，但中长期贷款余额增速仍略微扩大，新增中长期贷款比重亦维持高位，这些都表明融资需求并不弱。

图 1.2.1 人民币一般贷款加权平均利率



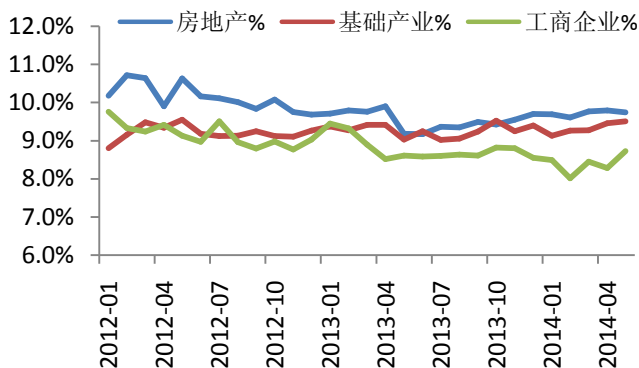
资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 1.2.2 贷款基础利率



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 1.2.3 集合信托产品平均收益（分投资领域）



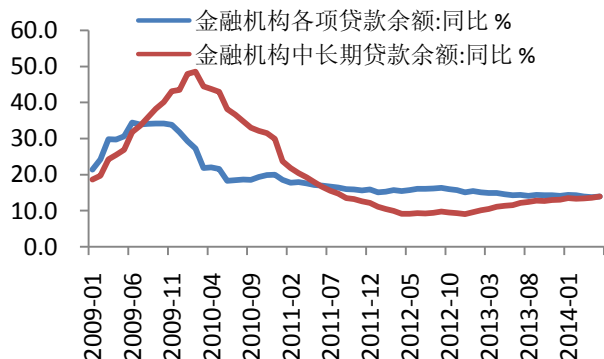
资料来源：用益信托网、南华研究

图 1.2.4 广义信用增速



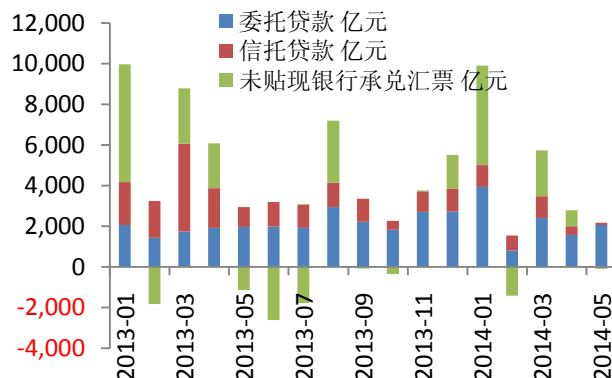
资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 1.2.5 金融机构贷款余额增速



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 1.2.6 银行表外业务

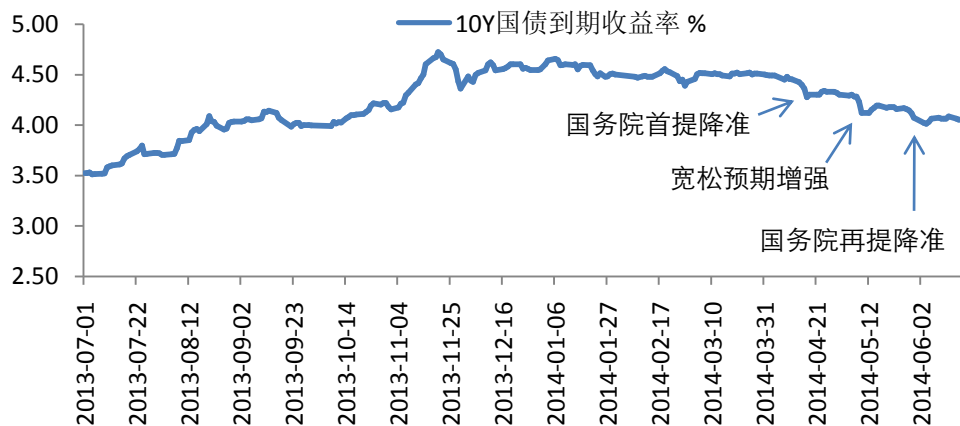


资料来源：Wind 资讯、南华研究

由此看来，在预算软约束的融资主体广泛存在以及不予许发生无序违约的环境下，经济疲弱并不必然带来融资需求的降低，反而会先引发资金供给的减缓，从而使企业面临的融资利率上升。因此实体经济融资利率带动债券收益率下行的逻辑根本无从谈起。

事实上，无论是去年下半年的债券熊市，还是今年上半年的债券牛市都并没有对当期实体经济借贷利率产生明显的同向影响。如果将观察期拉长，从 2007 年四季度至今，在趋势上似乎总是债市利率领先于信贷利率（图 1.2.1），这与债券市场对于货币政策（预期）更为敏感有关。理论上货币政策是先作用到商业银行层面，影响银行的资产配置行为，进而影响到实体经济利率。从这个意义上说，应该是市场在前而实体在后。从上半年的市场运行来看，长端利率的下行更明显是由货币政策以及对政策的预期带动（图 1.2.7）。如果一定要探究背后更为深层次的原因，商业银行风险偏好降低使得其资产选择行为发生改变似乎能够提供一种更为合理的解释，即银行收缩了信贷以及表外业务，而增加了对无风险或低风险资产的配置。从这个角度来讲，如果下半年银行的资产配置行为逆转，即在货币政策的引导下再度转向风险资产，那么利率债的需求将受到挤压，即便不构成大的利空，也会使得利率下降的空间变得非常有限。

图 1.2.7 10 年国债收益率变化



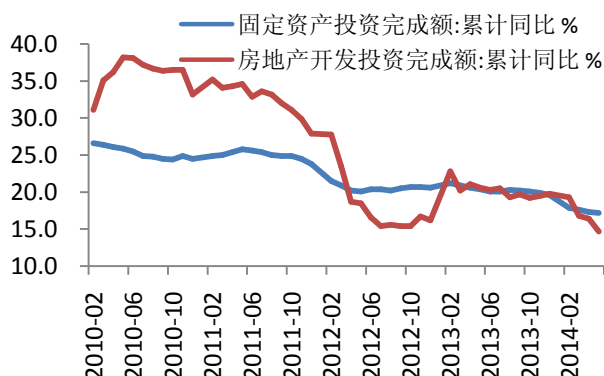
资料来源：Wind 资讯、南华研究

二、下半年的市场焦点

2.1 房地产继续拖累经济

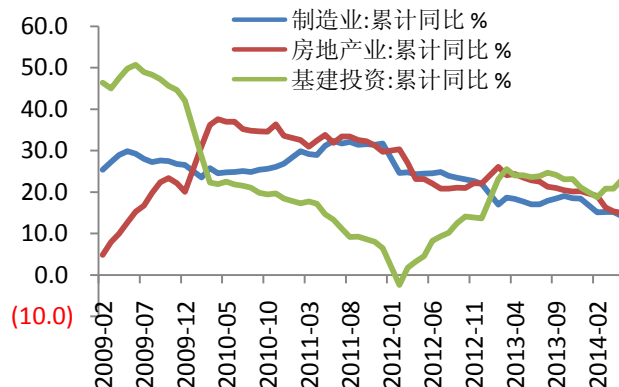
上半年经济疲弱的主要原因在于投资增速大幅下滑，这其中由于房地产市场景气度急转直下导致相关投资放缓又是症结所在，这使得今年稳增长的压力明显大于去年。受销售不佳的影响，房地产新开工减速拖累投资放慢。目前三四线城市及部分二线城市库存过高、人口流入不足等问题凸显，楼市调整压力不容小觑，降价潮有蔓延的趋势。数据显示，5月70大中城市住宅价格同比增速仍在放缓，环比甚至出现下跌，如果政策方面不做重大调整，比如全面放开限购并给予房贷方面的支持，市场对房价的预期短期内难以改变。因此，房地产行业下行周期在年内难言结束，下半年政策可能会进一步加大保障安居工程的投入，以减缓房地产投资下滑的速度。

图 2.1.1 固定资产投资增速



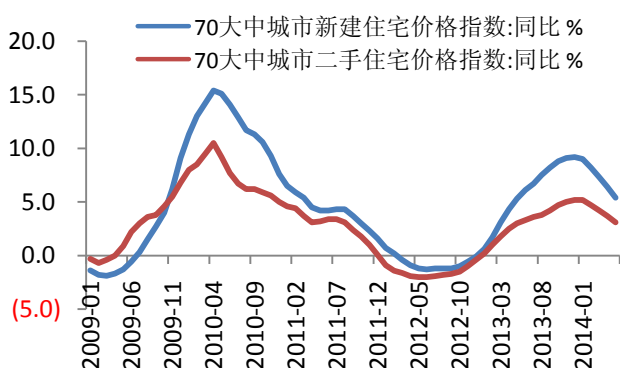
资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 2.1.2 制造业、房地产、基建投资增速



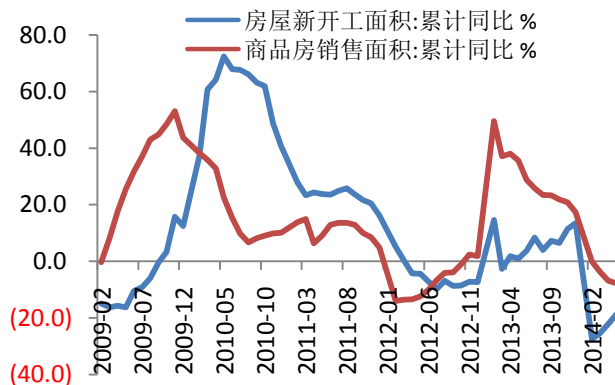
资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 2.1.3 70 大中城市房价指数同比增速



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 2.1.4 房地产销售与新开工



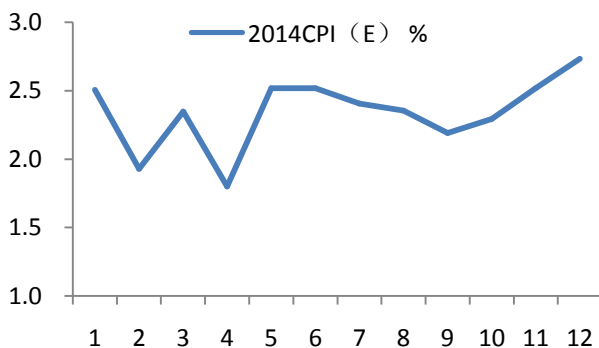
资料来源：Wind 资讯、南华研究

为对冲房地产投资的下滑，政策加快了基建投资的步伐，这种效果在 5 月份有明显的体现，基建投资增速的回升部分抵消了房地产投资对于整体固定资产投资拖累。鉴于产能过剩背景下制造业投资不具备大幅增长的动力，未来需要基建不断发力才能稳住投资。但基建作为投资“稳定器”的作用不宜过分夸大，其或许可以阻止整体投资增速的进一步下滑，但难以将投资增速推向很高的水平。

鉴于“三驾马车”中消费和外贸均缺乏显著的动力，我们认为下半年经济难以看高。随着各项“微刺激”措施的落实以及后续政策的加码，经济大概率上将呈现环比改善，预计二季度 GDP 同比增速在 7.4%-7.5%，三季度可能因去年的高基数而面临同比下滑的压力，四季度出现回升，全年基本实现 7.5%的目标。

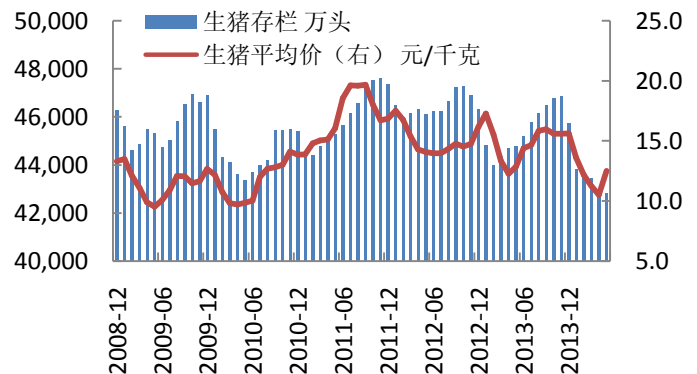
通胀方面，下半年压力不大，四季度有逐月走高的可能，但 CPI 超过 3%的可能性不大。需要留意的是“猪周期”可能给 CPI 带来一些负面的影响。目前生猪存栏处于历史低位，猪肉价格开始进入上涨阶段。但过去猪肉价格大幅上涨除了供应紧张之外，往往对应着经济过热，而当前经济偏冷，因此本轮猪肉价格上涨的幅度可能不会太大，对 CPI 影响有限。

图 2.1.5 下半年通胀预估



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 2.1.6 生猪存栏与均价



资料来源：Wind 资讯、南华研究

2.2 “宽货币”迈向“宽信用”

与 2013 年下半年相比，2014 上半年的货币政策明显温和了许多，并且是朝着愈发宽松的方向行进。资金面上，央行综合运用各种工具精心维护市场稳定，春节前及时启动 SLF 并在公开市场逆回购，节后正回购回收流动性，并不断向后滚动。对于 5、6 月份相继到期的三年央票，央行放弃续作，避免向市场传递收紧信号。在数量调控方面，为配合稳增长政策，央行两次定向降准，并且对部分银行提供再贷款以扶助三农、小微等经济薄弱部门，也为棚改等民生项目提供支持。

表 2.2.1 2014 上半年货币政策动向

日期	政策动向
2014.1.20	央行开展分支行常备借贷便利操作试点为中小金融机构提供流动性支持，当隔夜、七天和 14 天期回购利率分别高于 5%、7%和 8%时可向央行申请 SLF 操作，勾勒货币市场利率上限。
2014.1.21	央行重启逆回购，确保节前流动性
2014.2.18	停止逆回购，开启正回购，对冲过剩流动性
2014.4.16	国务院常务会议：适当降低县域农商行存准率
2014.4.25	央行：分别下调县域农村商业银行、县域农村合作银行人民币存款准备金率 2%、0.5%
2014.5.13	三年央票到期，央行未续作
2014.5.21	央行向国开行发放再贷款
2014.5.30	国务院常务会议：加大定向降准和再贷款力度
2014.6.16	央行：对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率 0.5%

数据来源：根据新闻整理

展望下半年，为确保实现 GDP 增速 7.5%的目标，宽松政策将继续加码。虽然仍旧以定向方式进行的可能性大，但力度和频度都会提高。降准的范围可以通过调整政策口径扩大，对于支农支小再贷款的力度亦会加强，央行甚至可能推出抵押补充贷款（PSL）这一新的基础货币投放工具。此类政策名为定向，但资金一旦进入存款派生的过程就难以控制流向，实际上也会起到一定全面宽松的效果。另外，如果由于美联储升息步伐加快导致资金大规模流出，不排除全面降准的可能。

除了数量方面的宽松以外，为了降低实体经济融资成本，央行也可能会采取一些创新手段引导利率下降，比如央行正在研究创设的 PSL 就兼具数量与价格调控的双重功能。这一工具允许商业银行以某些资产作为抵押向央行申请再贷款，而再贷款的利率可以成为中长期基准利率。央行可以通过降低 PSL 利率直接向商业银行提供低成本资金以支持某些领域，从而降低社会融资成本。2013 年底以来，央行在短期利率水平上已经通过 SLF 构建了利率走廊机制，如果未来推出 PSL，则意味着央行在价格调控上将形成“利率走廊+中期政策利率”的调控框架。今年以来，央行已多次表示需降低社会融资成本，因此我们认为即便全面降息的可能性不大，部分领域也可能迎来较低的政策利率。

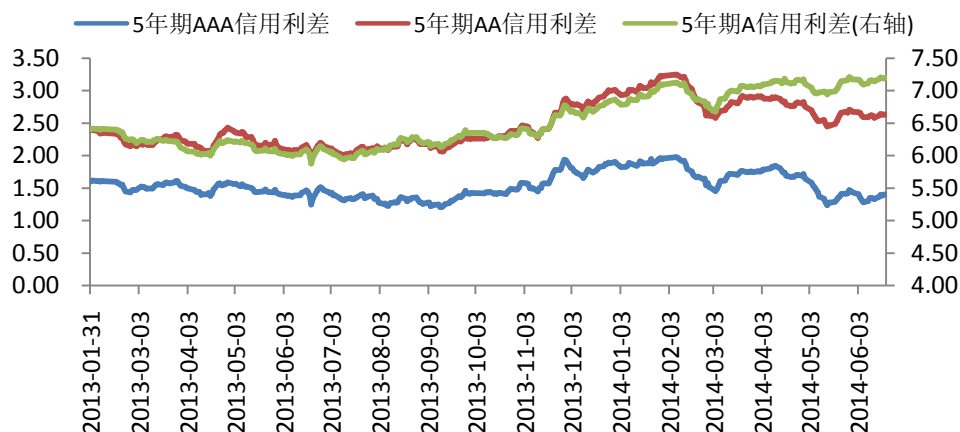
上半年货币端的宽松以及此后的定向宽松没有明显的导入实体经济，表现为信用扩张不显著，新增信贷仅在 1 月和 5 月有所放量，社会融资余额同比增速仍然是下降的。这有多方面的原因，如银行惜贷、贷存比约束、影子银行监管加强等，这些问题在下半年都会或多或少得到解决。在稳增长的政策氛围下，银行风险偏好可能适度上升，惜贷情绪将有所缓解。贷存比约束很可能通过调整分子、分母计入项目的方式进行实质性的突破。影子银行的需求将通过表内信贷以及发债释放。尤其是债券直融将在基准利率曲线压低后迅速扩容，以降低实体经济的融资成本。总之，下半年的政策效果会直接体现为信用扩张提速，即由“宽货币”迈向“宽信用”。

三、行情研判与投资策略

下半年市场焦点在于货币政策和信用扩张，货币政策将加速向实体经济传导，利率面临的环境处于货币政策放松(利好)与信用扩张加速(利空)的拉锯中。三季度经济仍然面临较大压力使得货币政策有继续放松的需要，但政策利好的边际效用在减弱，如果没有降息等强刺激，利率或呈慢牛走势，10 年国债利率中枢年底目标约为 3.8%，所以空间并不大。通常随着信用扩张的加速(体现为信贷以及信用债供给增加)，利率走向温吞，而由于信用环境改善信用债的表现相对会更好。如果经济趋稳，信用会比利率有更好表现。而如果货币政策进一步显性宽松带动利率下行，信用也会跟着下行而不会错失行情。

利差方面，目前高等级信用利差已经很窄，流动性和信用扩张共同主导的行情会蔓延到 AA 这类等级稍低但有具备一定利差空间的品种上。更低等级信用利差在这半年牛市中并未收窄，显示市场仍旧忌惮违约风险，下半年仍宜规避。

图 3.1.1 信用利差走势



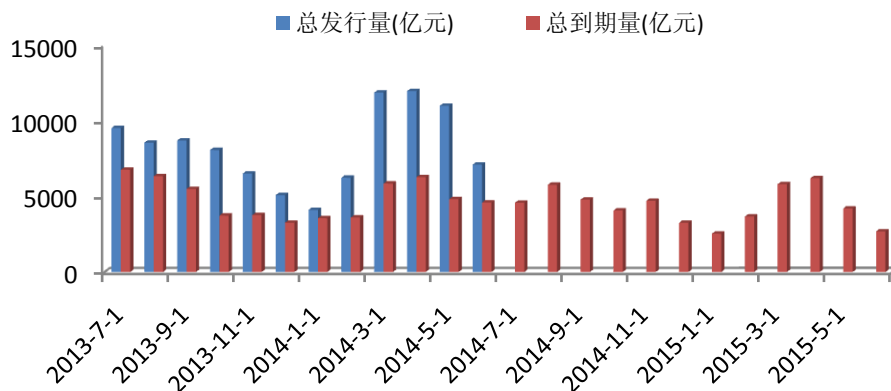
资料来源：Wind 资讯、南华研究

信用品中城投仍然是刚性兑付的最后堡垒，其面临的压力相对较小。年初发改委已明确允许城投借新偿旧，在集中到期时获得债务展期比较有保障。尽管房地产下行压力较大，但在监管层引导刚性兑付有序打破的定调下，违约或仅仅在边缘发生，不会出现大范围的兑付危机，其最大的风险在于估值风险。

供需方面，今年 3 月份起，债券直融显著飙升。三季度利率品到期量与发行量均不小，总体相对较为均衡，而非标转标部分借道债券直融的导向下，预计下半年信用债净融资将继续放量，将对中低等级信用品构成一定供给压力。

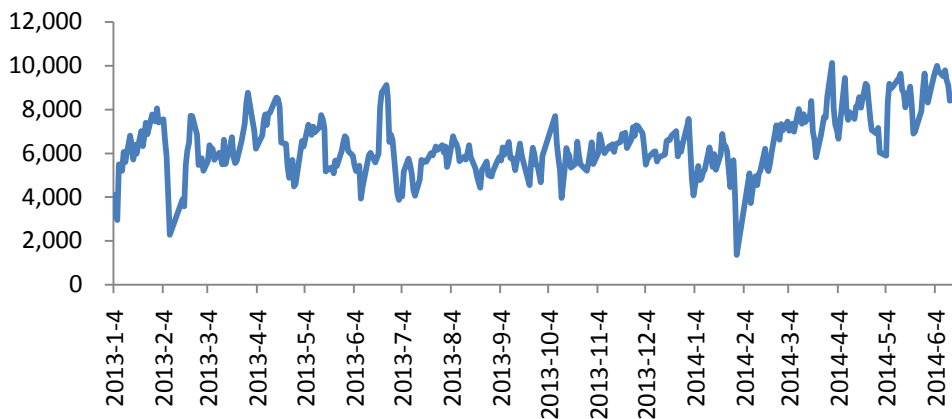
资金方面，近期市场流动性面临 IPO 重启资金分流的扰袭，这种影响在下半年会持续存在。但在货币宽松的基调下，流动性不会给市场造成太多困扰。今年以来，银行间质押式回购融资日成交金额显著放大，而同期受制于监管高压，非标等表外融资活动显著降温，因此回购成交量的增加更多的是反映债市投资的杠杆行为。我们认为整个下半年货币市场资金利率会维持在相对低位，因此回购养券的套息行为仍然有盈利空间。

图 3.1.2 债券到期量与发行量



资料来源：Wind 资讯、南华研究

图 3.1.3 银行间质押式回购融资日成交量走势图



资料来源：Wind 资讯、南华研究

综上所述，从配置盘的角度来看，可选择中长期，加杠杆，推荐 30%中端金融债+40%5 年 AA 等级中票+30%优质城投组合。而交易盘，由于利率品曲线中长端已高度平坦，所以最优的选择仍是中端金融债，以博取其进一步下行空间。对于国债期货来说，震荡上行趋势未变，但空间相对有限，缺乏赚钱效应，空头套保暂时也不需要。经济趋稳中，信用优于利率，以 AA 等级为下限，下半年信用利差仍有一定收窄空间，国有行或股份制大行承销的中票短融安全性较高。更低等级的债券中，唯有城投仍是刚性兑付的最后堡垒，下半年仍然安全，面临的潜在风险仅仅是估值风险。

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

安徽省芜湖市中山北路 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