

风险暗藏

摘要

- **宏观经济展望：**增长方面，高库存压力使得房地产投资难有起色，基建投资即便能加速也难以带动整体投资增速回升。四季度经济仍旧难改下行之势，乐观的估计则是走平。通胀方面，受食品价格上涨影响，CPI 仍将走高，年末或至 2.8%，但近期猪肉价格涨势趋弱，有助于减小 CPI 上行压力。而由于全球需求不振，产能过剩的局面短期内又无法改变，PPI 通缩仍将持续。
- **货币政策前瞻：**CPI 上行引发全面的通胀预期导致食品、居住全面涨价的可能性小，货币政策不会因负利率的出现而转向。PPI 深陷通缩显示经济面临较大下行压力，因此货币政策仍将保持宽松氛围。此外，人民币贬值以及外储减少并不必然导致货币环境收紧。目前存款准备金率仍有大幅下调的空间，各种资产端工具如逆回购、SLO、SLF、MLF、PSL 等都用来对冲基础货币的减少，央行有能力保持国内货币环境的平稳。
- **利率展望与策略：**基本面及政策面仍对债市构成支撑，但由于收益率已经处于绝对低位，市场做多动力不足。在此情形下，市场对于各种潜在利空将格外敏感。若股市出现好转带来风险偏好回升，那么债市可能面临资金流出。另外，目前机构普遍杠杆倍数较高，若出现更多信用事件而引发群体去杠杆，那么利率债由于具备较好的流动性将首先遭到抛售。因此，对于四季度的债券市场需保持谨慎，信用债可适度降低杠杆，利率债交易盘不宜追高，国债期货可逢低短多，不宜恋战。



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

徐晨曦

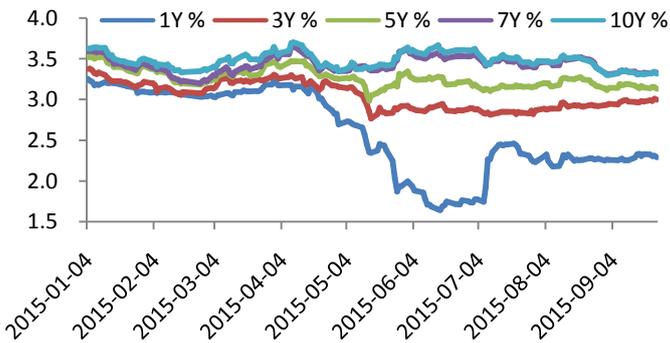
xuchenxi@nawaa.com

0571-87830532

一、行情回顾

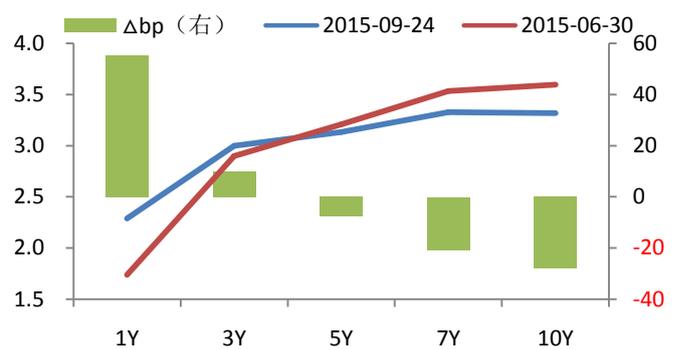
三季度债券市场因祸得福，股灾使得全社会风险偏好大幅降低，资金大量涌入债券市场，推动收益率大幅下行。与二季度末相比，国债长端有 20bp 降幅，国开债降幅更大；而短端在二季度已达较低水平，因此受益不多，国债短端甚至大幅上行。二季度过于陡峭的收益率曲线得到修正，整体趋于平坦。

图 1.1 国债关键期限收益率



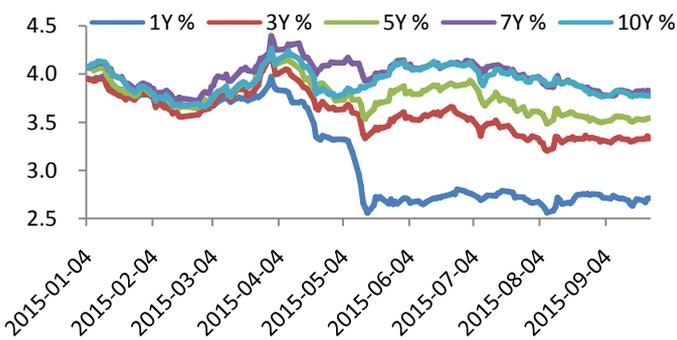
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债利率期限结构



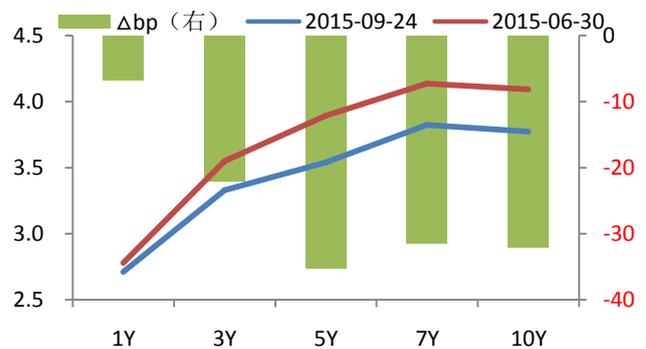
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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



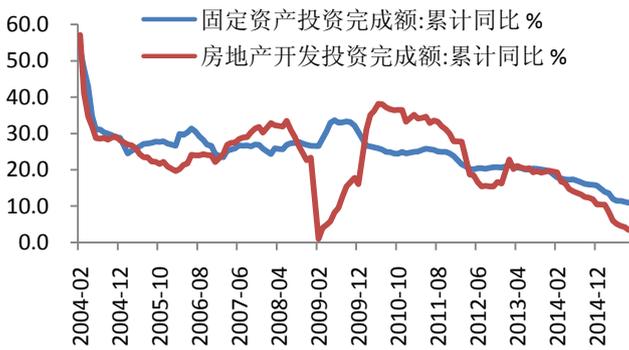
资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、四季度经济展望

2.1 投资乏力致经济难脱疲态

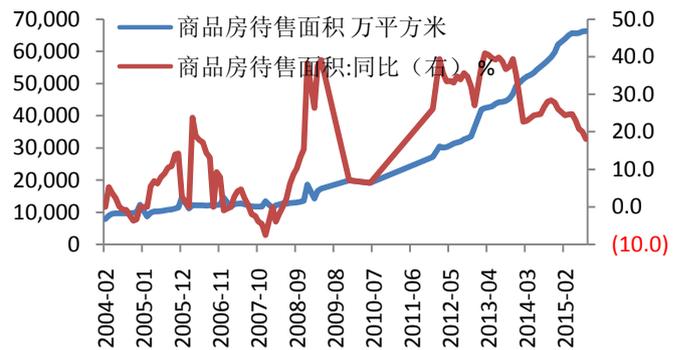
三季度经济下滑态势不减。固定资产投资增速仍未企稳，其中房地产开发投资增速降至3.5%。虽然商品房销售仍在复苏的轨道上，但高库存压力使得开发商拿地积极性不高，新开工以及施工也没有明显起色，从而难以带动投资上行。年内难以寄望房地产和制造业投资出现起色，基建投资即便能加速也难以带动整体投资增速回升。因此经济仍旧难改下行之势，乐观的估计则是走平。

图 2.1.1 固定资产与房地产开发投资增速



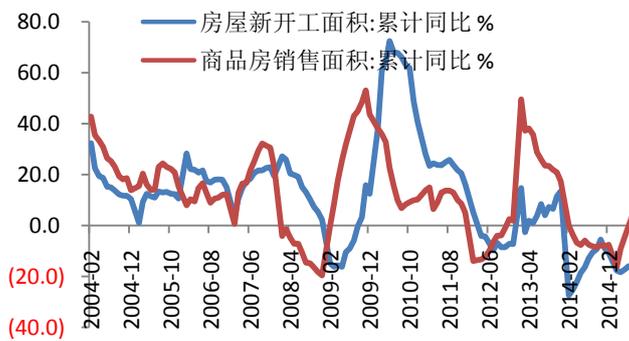
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 商品房库存



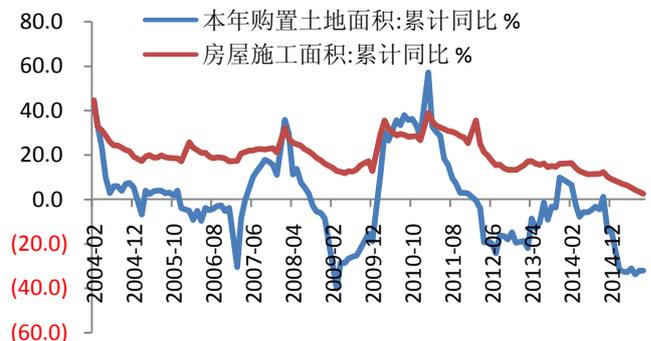
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3 房屋新开工与销售



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.4 土地购置与房屋施工

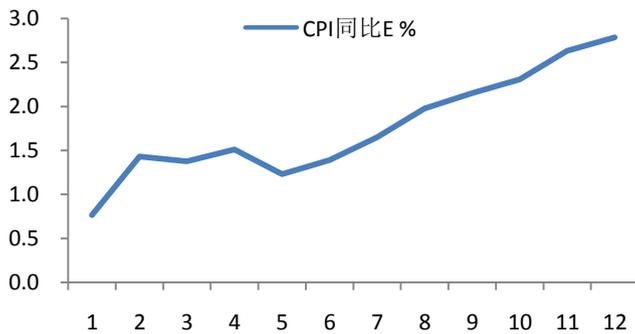


资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.2 CPI 继续走高，PPI 通缩难解

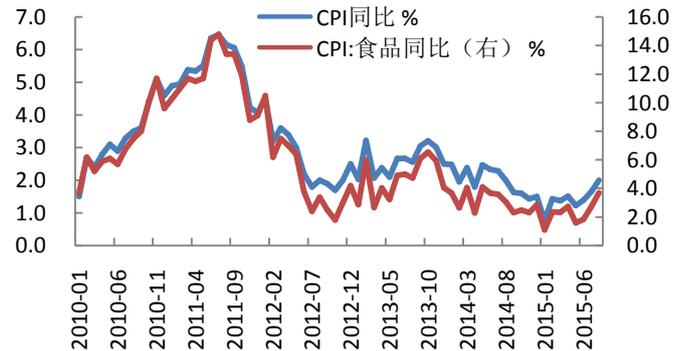
8月CPI同比增速告别“1”时代，升至2%。5月以来食品价格尤其是猪肉价格大幅上涨带动CPI环比超过历史平均水平，增大了今年的新涨价因素。若以历史均值模拟CPI未来走势，预计年末CPI将逐渐走高至2.8%左右，比年中展望时高出不少。但近期猪肉价格涨势趋弱，或将减小CPI上行压力。

图 2.2.1 CPI 预期走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

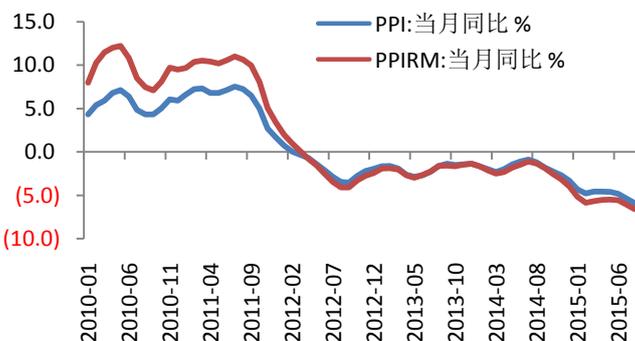
图 2.2.2 食品价格与 CPI



资料来源：Wind 资讯 南华研究

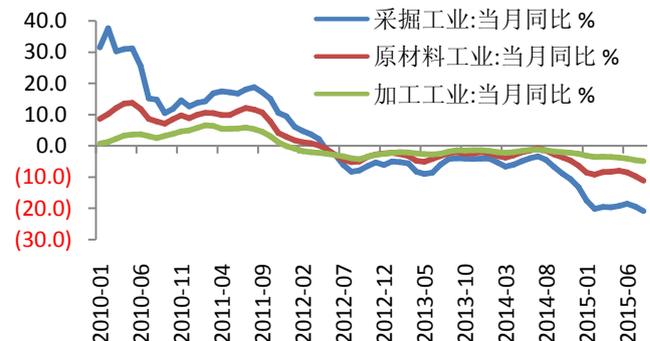
三季度受大宗商品价格下跌影响，PPI 通缩程度加深，反映购进价格的 PPIRM 则跌幅更深。分工业类型来看，越贴近前端原料的产业通缩越严重，采掘工业 PPI 降幅最大，原材料次之，加工工业最轻。向前看，由于全球需求不振，而产能过剩的局面短期内又无法改变，PPI 通缩仍将持续。

图 2.2.3 PPI 与 PPIRM



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2.4 PPI (分工业类型)



资料来源：Wind 资讯 南华研究

三、货币政策前瞻

3.1 政策措施回顾

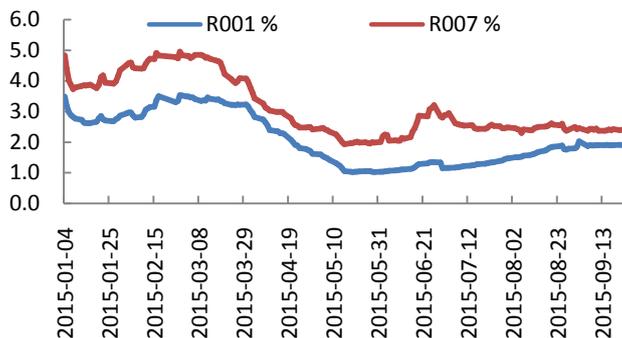
二季度货币政策一度出现了扭转操作（降准投放长期流动性，正回购回收短期流动性）的迹象，但三季度人民币贬值使得国内流动性局面骤然生变，货币政策不得不转向更多投放，除逆回购、SLO 等短期救急手段外，亦通过降准释放长期流动性应对基础货币减少带来的冲击。在政策呵护下，资金面基本稳定，并未出现太大波澜。

表 3.1.1 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. 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. 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	央行增量续作 5000 亿 MLF（3M 3.5%）
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. 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，以市场利率定价）
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. 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
2015. 8. 19	对 14 家金融机构开展 MLF 共 1100 亿元，期限 6 个月，利率 3.35%
2015. 8. 20	当周公开市场逆回购 2400 亿
2015. 8. 25	下调金融机构人民币存款准备金率 0.5% 下调金融机构人民币贷款和存款基准利率 0.25%，放开一年期以上（不含一年期）定期存款的利率浮动上限
2015. 8. 26	央行通过 6 天期 SLO 释放 1400 亿流动性，利率 2.3%
2015. 8. 31	央行通过 6 天期 SLO 释放 1400 亿流动性，利率 2.35%

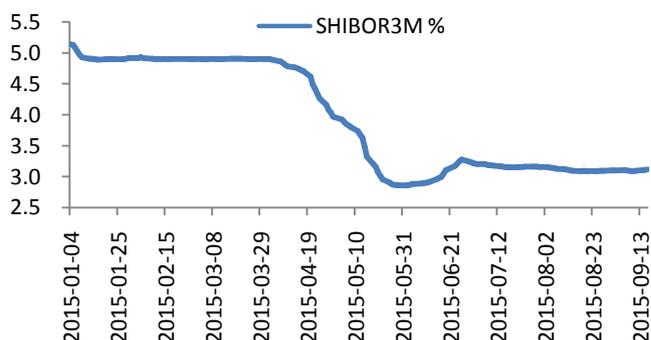
数据来源：根据新闻整理

图 3.1.1 银行间质押式回购利率



资料来源: Wind 资讯 南华研究

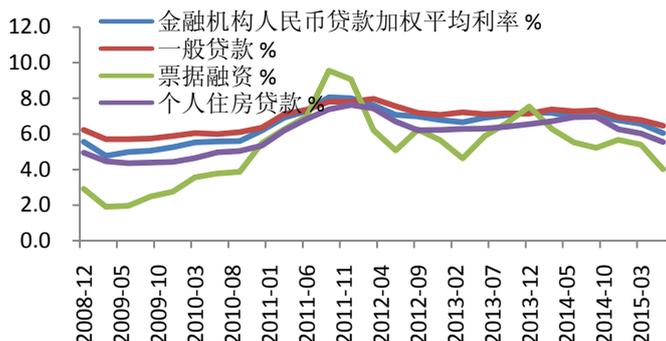
图 3.1.2 Shibor 3M



资料来源: Wind 资讯 南华研究

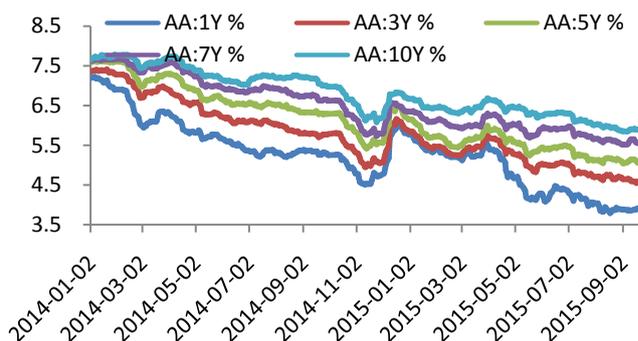
从政策效果来看, 社会融资成本出现了明显的下降。表内信贷中, 以票据融资利率降幅最大, 个人住房贷款利率也显著下降。而更加明显的是债券市场, 当然这并不单纯是货币宽松的结果, 更大的推动因素是股灾后大量资金涌入债市所致。目前债券市场已成为融资成本最低的市场, 以至于利率水平能否覆盖信用风险逐渐成为市场担忧。但无论如何, 央行降低社会融资成本的目的是实现了。

图 3.1.3 表内信贷融资成本



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.1.4 AA 级企业债到期收益率

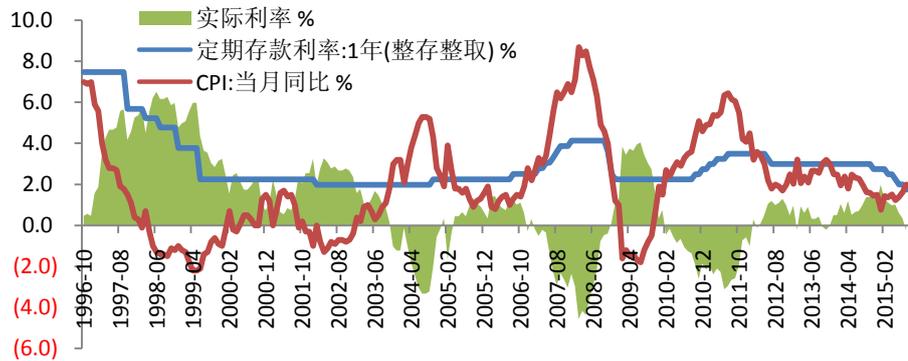


资料来源: Wind 资讯 南华研究

3.2 负利率是否构成困扰?

货币政策一向对于 CPI 较为关注, 市场也通常将 CPI 作为衡量实际利率的参照指标。目前 CPI 同比增速已升至 2%, 而经多次降息后 1 年期存款基准利率降至 1.75%, 虽然银行普遍较基准利率有所上浮, 但未来随着 CPI 继续攀升, 负利率无疑将更加明显, 这是否会成为货币政策继续宽松的阻碍?

图 3.2.1 CPI 与实际利率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

对比此前历次利率周期，有两点不同需要注意。第一，负利率通常出现在加息周期，因经济过热或者滞胀而产生，而本次负利率出现在经济下行的降息周期。第二，此前 CPI 与 PPI 尽管升降幅度不同，但运行趋势基本一致，而近期二者分化加剧，裂口越来越大。正是由于这些问题的存在，使得当前不能简单使用 CPI 来衡量实际利率。PPI 深陷通缩显示经济面临较大下行压力，因此货币政策仍需保持宽松氛围。只要 CPI 上行没有引发全面的通胀预期导致食品、居住全面涨价，货币政策就没有转向的必要。事实上，我们也认为这种可能性非常小。

图 3.2.2 CPI 与 PPI



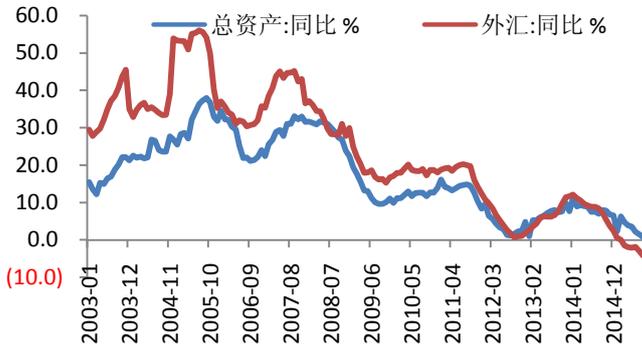
资料来源：Wind 资讯 南华研究

3.3 人民币贬值是否会导致货币环境收紧？

8月11日人民币中间价改革触动了市场的贬值神经，随即而来的就是对于流动性的担忧。由于购汇需求大增加上央行为维护汇率进行干预，外汇储备被大量消耗，理论上这会缩减基础货币并进而造成流动性紧张。但央行果断采取公开市场操作、SLO并降准释放流动性，保持了资金面的平稳。因此外储减少并不必然导致货币环境收紧。目前存款准备金率仍有大幅下调的空间，此外各种资产端工具如逆回购、SLO、SLF、MLF、PSL等都可用来对冲基础货币的减少，可以说央行维护国内货币环境的主动权完全在央行。

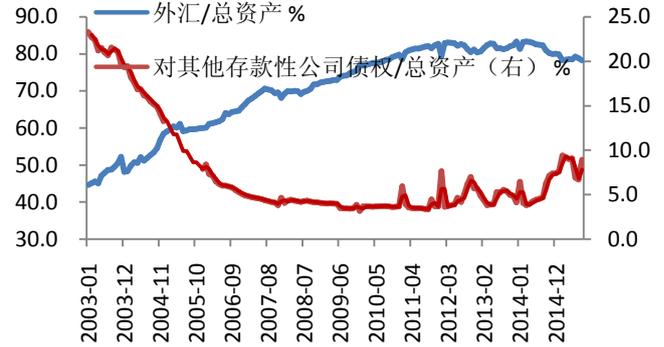
事实上，近年来随着外汇资产增速放缓，外汇在央行总资产中的比重已逐渐下降，未来外汇资产大概率上将减少或维持低增长，如果央行要保持资产负债表规模，就不得不更多的使用上述资产端工具，而目前央行已经这样做了。

图 3.3.1 央行资产负债表：外汇与总资产增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.3.2 外汇与对其他存款性公司债权占央行总资产比例



资料来源: Wind 资讯 南华研究

理论上，在本币贬值的背景下放松货币可能陷入“贬值→资本外流→货币宽松→贬值”的陷阱。目前央行不断在外汇市场干预试图打消人民币贬值预期，以避免落入这一恶性循环，但我们认为这难以阻止资本外流。据国际清算银行统计，至今年1季度，中国存在1.17万亿美元外债，其中约7000亿将在1年内到期，在国内资产收益率下降而美国即将加息的情景下，这些外债没有理由展期，那么仅偿还外债就将令人民币面临巨大压力。虽然中国拥有3.5万亿美元外储，但可动用量是有限的，因此干预行为不具备可持续性。我们认为利率、汇率二者之中必有一个需要调整，而央行对于国内货币环境的维护将使汇率成为突破口。

四、行情研判与投资策略

基本面及政策面仍对债市构成支撑，但由于收益率已经处于绝对低位，市场做多动力不足。在此情形下，市场对于各种潜在利空将格外敏感。若股市出现好转带来风险偏好回升，那么债市可能面临资金流出。另外，目前机构普遍杠杆倍数较高，若出现更多信用事件而引发群体去杠杆，那么利率债由于具备较好的流动性将首先遭到抛售。因此，对于四季度的债券市场需保持谨慎，信用债可适度降低杠杆，利率债交易盘不宜追高，国债期货可逢低短多，不宜恋战。

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