


牛途未尽

摘要

- **宏观经济展望：**2016 年投资增速大概率上将继续下滑，房地产投资增速可能陷入负增长。在内外需疲弱的背景下，消费与出口均缺乏增长动力。从三驾马车来看，未来经济增速难有明显起色。在宏观经济偏冷的背景下，CPI 新涨价因素可能较小，同比增速预计维持在 2% 以下。PPI 将持续受大宗商品价格低迷的影响，即便商品价格出现一定的反弹，也仍旧难以摆脱通缩。
- **货币政策前瞻：**明年货币政策将继续保持宽松，以降低融资成本，但货币政策一定程度上可能会顾及人民币汇率。由于经济持续疲软加上积累了过多短期外债，今年以来人民币一直承受着较大的贬值压力，这种压力在 8 月份中间价改革后开始释放。如果货币宽松使得贬值预期不断加强，势必造成更大的资金流出。因此央行在时机的选择上可能会进行权衡。在政策的总体方向上，我们认为央行会保持国内的低利率环境而一定程度上牺牲汇率。
- **资产配置角度看债市：**在信贷、债券、股票、房地产、实物商品以及海外资产中，金融机构信贷投放动力不足；股票市场在股灾后再度迎来资金大规模趋势性流入有一定难度；房地产投资需求越来越少；大宗商品难以进入再库存周期；海外资产对国内资金有吸引力，但资金流出在一定程度上受限。因此社会资金对债市的配置需求仍然旺盛，但需警惕阶段性供给压力。
- **利率展望与策略：**在经济疲弱、货币宽松的背景下，2016 年债券牛市虽然难言结束，但空间已然有限，市场波动性或加大。利率债资本利得的空间将受制于短端政策利率，预期 10 年国债收益率运行区间在 2.7%-3.2%。预计明年至少有一次降息，可以顺势将资金利率（R007）引导至 2% 以下，如果资金利率可以更低，那么将进一步打开利率下行空间。信用债需警惕信用事件，套息交易杠杆倍数不宜过高。国债期货以多头波段操作为主，不宜追高。



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

徐晨曦

xuchenxi@nawaa.com

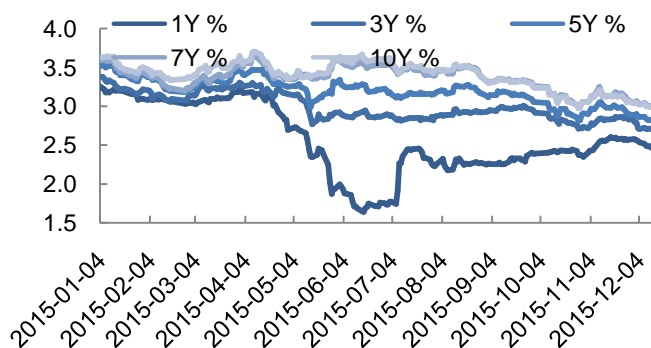
0571-87830532

一、行情回顾

2015 年债券市场延续牛市格局，但收益率下行并非一帆风顺。年初受资金利率高企以及地方债置换消息的影响，收益率一度反弹。全年共有两轮较为明显的下行趋势，第一轮出现在 4 月份，由资金利率下降带动，短端受益更为明显。第二轮出现在 7 月份，由股灾后资金由股市迁徙到债市引发，长端受益更为明显。

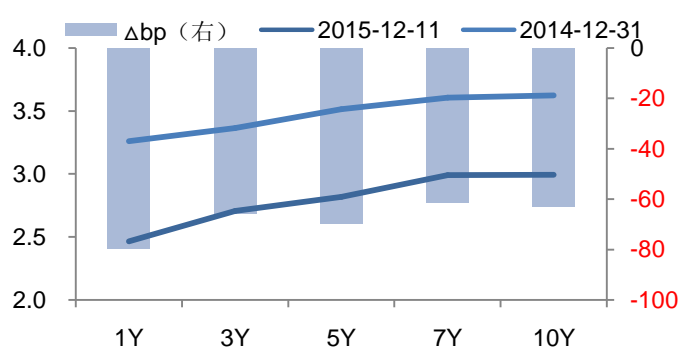
全年来看，国债各关键期限收益率降幅在 60-80bp，1 年期降幅略大，曲线形态变化不显著。国开债中短端降幅明显大于长端，1 年期降幅超过 120bp，长端降幅约 70bp，曲线增陡。

图 1.1 国债关键期限收益率



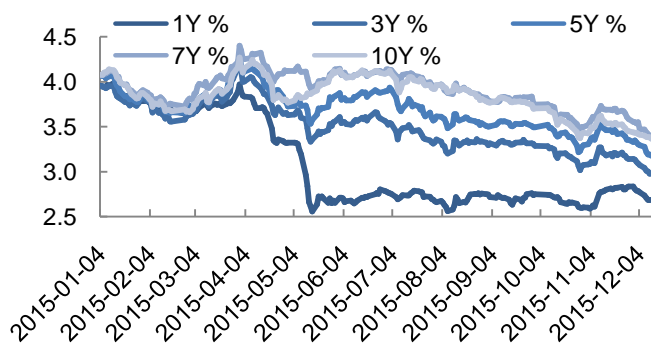
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债利率期限结构



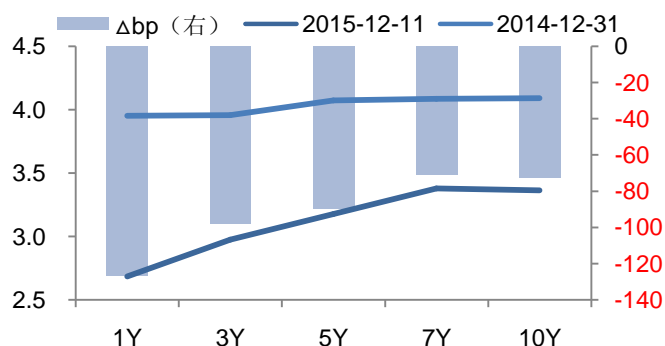
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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



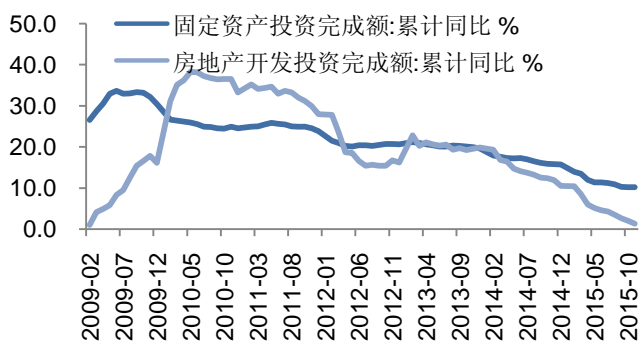
资料来源：Wind 资讯 南华研究

二、宏观经济与货币环境展望

2.1 经济难脱疲态

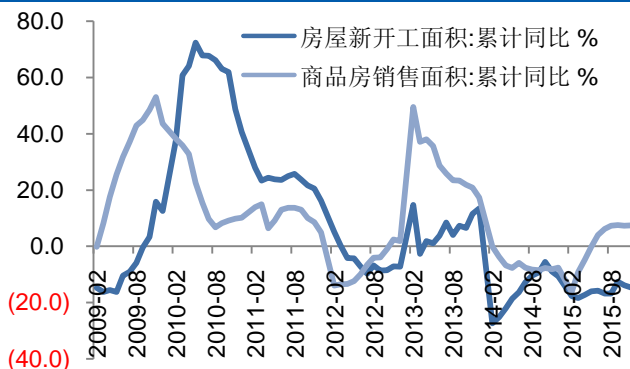
2016 年投资增速大概率上将继续下滑，房地产投资增速可能陷入负增长。近期房地产去库存政策暖风频吹，包括促进农民工进城买房以及在二三线城市收购存量商品房作为政策性住房，这样的政策难以提振房屋开工。房地产市场回暖近一年以来，需求逐渐释放，如果明年政策不能激发更多需求，那么在去年高基数的影响下，销售增速将呈现下滑态势，更加难以促进新开工及投资。在内外需疲弱的背景下，消费与出口均缺乏增长动力。从三驾马车来看，未来经济增速难有明显起色。

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

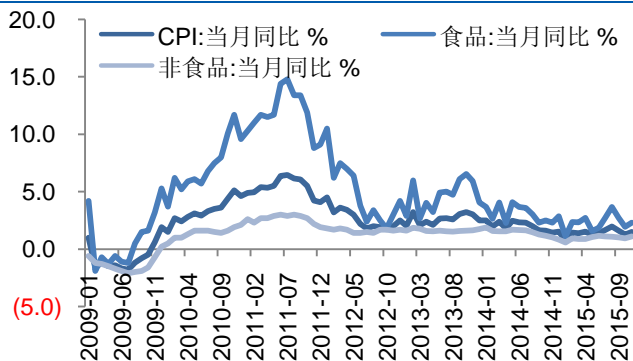
图 2.1.2 房屋销售与新开工



资料来源: Wind 资讯 南华研究

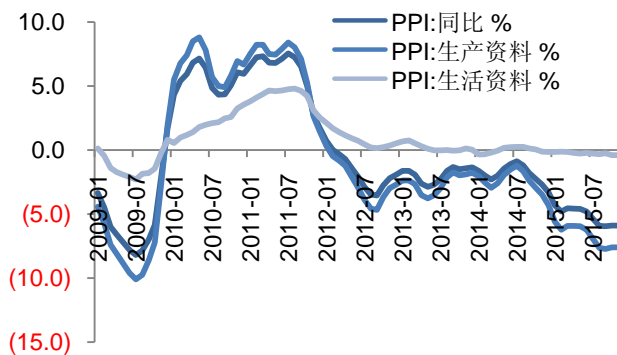
在宏观经济偏冷的背景下，CPI 新涨价因素可能较小，使得明年的月度环比数据低于历史平均水平，CPI 同比增速预计维持在 2% 以下。PPI 将持续受大宗商品价格低迷的影响，即便商品价格出现一定的反弹，也仍旧难以摆脱通缩。

图 2.1.3 CPI 同比增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 2.1.4 PPI 同比增速

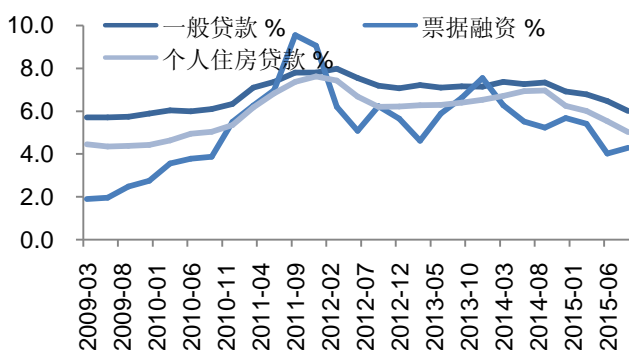


资料来源: Wind 资讯 南华研究

2.2 政策保持宽松

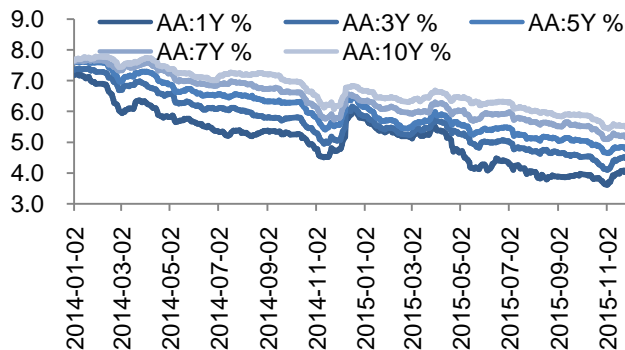
今年以来，央行多次降息降准，并搭配使用 PSL、MLF、SLO、公开市场操作等多种工具投放流动性并引导利率下行。从货币政策的效果来看，无论是贷款利率还是债券融资利率都明显下降。更为重要的是，宽松的货币环境保障了年内近 4 万亿地方债的成功发行，一方面缓解了信用风险，另一方面也促进了信用扩张。在经济疲弱时期，由于企业盈利恶化，缺乏优质项目，银行惜贷，常常导致信用紧缩，2015 年大量地方债的置换避免了这一现象的发生，使得 M2 增速不降反增。

图 2.2.1 贷款利率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

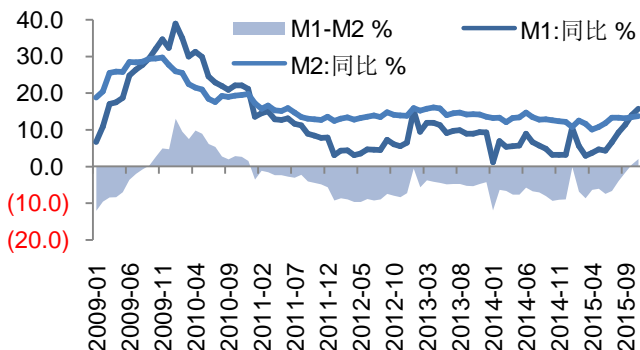
图 2.2.2 企业债到期收益率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

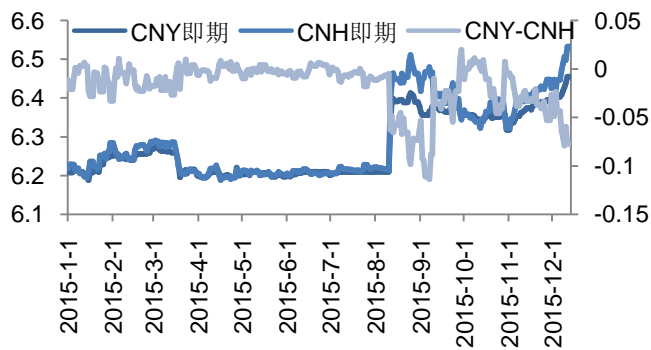
在经济疲弱的环境下，明年货币政策无疑将继续保持宽松，以降低融资成本，目前融资成本的降低幅度相对于企业的盈利情况而言仍然不够。政策利率无论是短端还是存贷款基准利率仍具备下调空间，数量方面亦可以继续下调存款准备金率释放流动性或通过 PSL、MLF 等方式投放基础货币。

图 2.2.3 M2 增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.2.4 在岸与离岸人民币走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

但我们认为货币政策一定程度上可能会顾及到人民币汇率。由于经济持续疲软加上积累了过多短期外债，今年以来人民币一直承受着较大的贬值压力，这种压力在 8 月份

中间价改革后开始释放。11 月以来，央行明显减少了对人民币贬值的干预，可能意味着政策层面默许一定幅度的贬值以获得货币政策的自由。根据国际清算银行的统计，中国目前约有 1 万亿的美元债，其中 70% 为 1 年内的短期债务。如果不违约或展期，这部分美元在 2016 年是一定要流出的，因此货币政策在数量上进行对冲是必须的，但如果货币宽松使得贬值预期不断加强，那么势必造成更大的资金流出。因此央行在时机的选择上可能会进行权衡。在政策的总体方向上，我们认为央行会保持国内的低利率环境而一定程度上牺牲汇率。

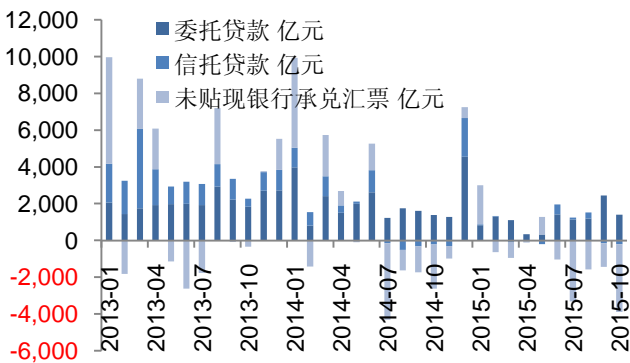
三、资产配置角度下的债市观

回顾近几年债券市场走势，除了宏观经济层面的因素，不难发现资金在不同资产中的轮转实为重要的影响因素。比如，2013 年非标资产对债券投资额度的挤占导致债市大熊；2015 年上半年股市对债市形成挤压，下半年又因股灾后资金大量涌向债市而使牛市更进一步。就国内而言，资金无非在信贷类资产、债券、股票、房地产或实物商品中轮转。在条件具备的情况下，资金也可以流到境外进行资产配置。以下将从资产配置的角度对债券市场进行审视。

3.1 信贷类资产

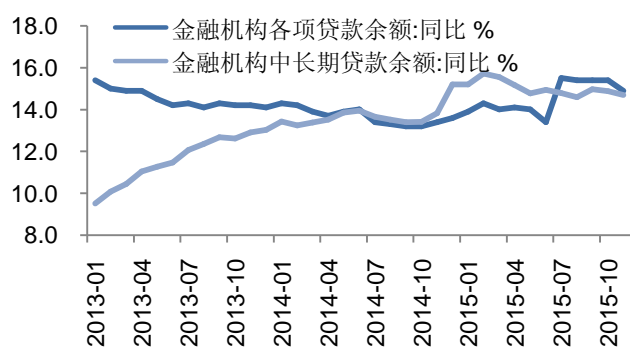
无论是贷款、票据贴现，还是非标资产对应的表外融资，本质上都是信贷类资产。自 2013 年开始，整体信贷类资产的扩张速度一直处于下滑状态。随着 2013 年下半年监管逐渐对非标资产收紧，以委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票为主要形式的表外融资一直呈现萎缩态势。而由于实业不振，金融机构贷款余额的增长也一直较为低迷，7 月出现跳升是因放款给证金公司进行救市而产生了数据扭曲。如果以更能够反映实体经济需求的中长期贷款来看，今年以来余额增速一直呈下降态势，表明实体经济本身信用扩张的动力不足。向前看，实体经济在去产能背景下，信贷需求难以大幅好转，而受坏账率上升的困扰，银行体系也缺乏动力进行更多的信贷投放。

图 3.1.1 表外融资月度增量



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.1.2 金融机构贷款余额增速

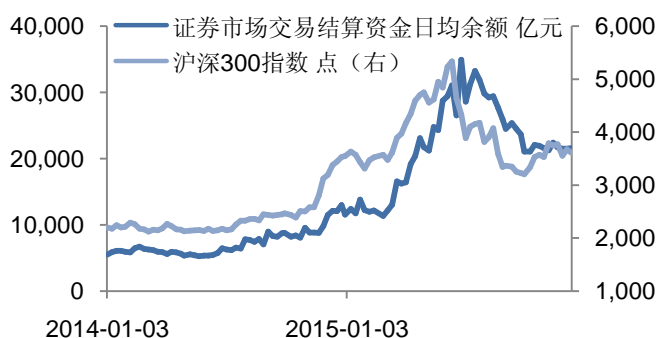


资料来源：Wind 资讯 南华研究

3.2 权益类资产

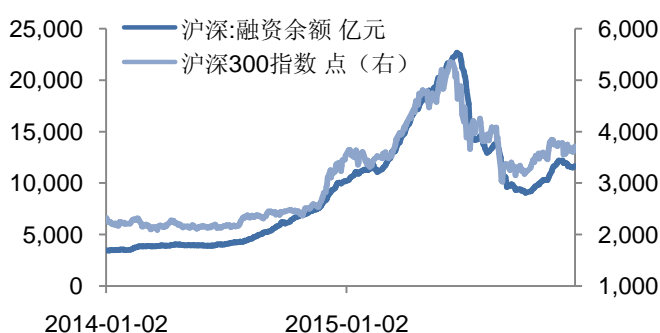
2015 年的权益类资产经历了一轮疯牛之后的急速坠落，主要原因在于在上涨阶段涌入了大量杠杆资金，当行情逆转时，杠杆盘的平仓加剧了市场的负反馈。展望 2016 年，市场需要新故事以及增量资金的配合才能走出泥潭。“改革牛”、万众创业、利率下行带来资产价格重估这些论调已经不再新鲜，也没能阻止市场崩跌，未来能够讲什么故事，似乎并不明朗。资金方面，在经历了今年的挫败后，多数民间资金转为谨慎。风险偏好高的资金希望再度通过杠杆操作挽回损失，却遭到监管的拦截。从监管层一系列清理杠杆的措施来看，摒弃杠杆资金是毫无疑问的。未来养老金和产业资本可能是新增资金的来源，但一段时间内存量博弈的格局难以打破。整体来看，社会资金再度大规模趋势性流入权益类市场的条件似乎不太具备。

图 3.2.1 交易结算资金与大盘走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.2.2 融资余额与大盘走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

3.3 海外资产

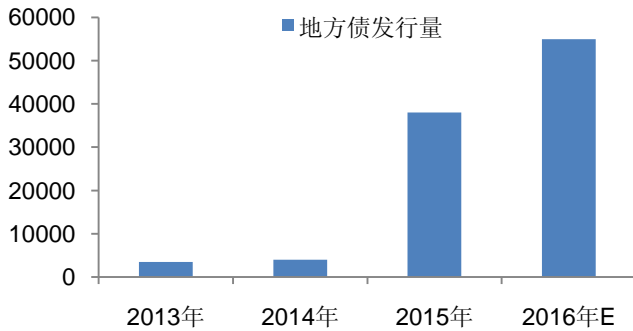
国内资产如房地产及实物商品明显住在下行周期。多数地区的房地产已经很难有升值空间，因此投资需求将越来越少。而大宗商品价格可能有反弹，但要进入再库存的周期却很难。因此这两部分不做过多论述。真正在 2016 年能够吸引资金的可能是海外资产。由于人民币贬值预期的存在，越来越多的企业和高净值个人已经开始在全球配置资产，包括债券、股权、房地产等。当然这种资本外流一旦形成趋势难免会受到监管的阻拦，比如设置更多资本出境的限制，放慢资本项目的开放。但只要人民币贬值预期持续存在加上国内资产回报率降低，这种趋势就很难遏制。

3.4 债券类资产

在经历了持续两年的牛市之后，债券市场收益率已经降到了很低的水平。但就国内而言，在全社会风险偏好没有显著提升之前，其他类别的资产均缺乏吸引力，因此 2016 年债券市场仍旧不缺乏资金。但另一方面，债券市场的供给将大幅增加已经是较为确定的事。今年由于地方债置换，地方债发行量由前几年的不足 5000 亿跃升至近 4 万亿。

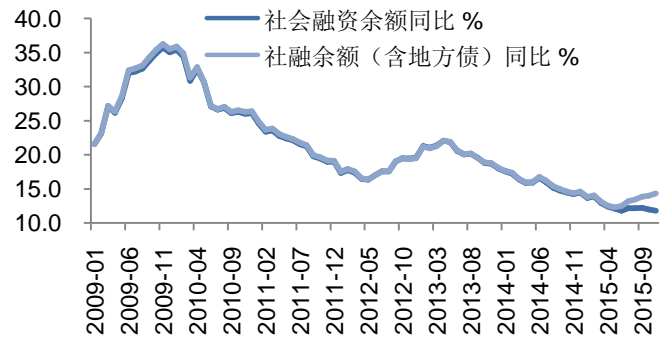
以社会融资余额增速来观察，包含地方债的余额增速从 6 月起就开始逐渐回升，与不含地方债的增速截然不同，显示地方债在全社会信用扩张中发挥了巨大的作用。在经济自身信用扩张动力较弱的情形下，由政策主导的信用扩张通过债券市场融资实现，明年将迎来更多国债、专项金融债、地方债的发行。这本质上是杠杆的转移，即以政府信用替换企业信用，一方面能够缓释信用风险，另一方面也可以降低融资成本。对于债券二级市场而言则需要关注供给是否会阶段性的超出需求而令价格承压。

图 3.4.1 地方债发行量



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.4.2 社会融资余额增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

四、行情研判与投资策略

在经济疲弱、货币宽松的背景下，2016 年债券牛市虽然难言结束，但空间已然有限，市场波动性或将加大，需要降低期望收益。具体而言，利率债资本利得的空间将受制于短端政策利率，预期 10 年国债收益率运行区间在 2.7%-3.2%。预计明年至少有一次降息，可以顺势将资金利率（R007）引导至 2% 以下，如果资金利率可以更低，那么将进一步打开利率下行空间。信用债需警惕信用事件，明年可能有更多债券陷入违约。信用债套息交易杠杆倍数不宜过高。国债期货以多头波段操作为主，不宜追高。

2016 年的潜在风险可能在于人民币贬值导致资本流出失控，或者权益类市场风潮再起从而争夺债市资金。相对而言，我们认为前者发生的可能性较小，但二者均需要予以关注。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 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：0576-88200279

温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
电话：0577-89971820

宁波分公司

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

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

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 133 号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

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

四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 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：0411-39048000

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

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 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

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：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
电话：022-88371079

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：02150431979

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：021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 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

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：020-38809869

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：023-62611626

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 永康市丽州中路 63 号 11 楼
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

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室
电话: 0574-62509011

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: 0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话: 0573-80703002

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

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 (魏瑶电话)

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

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 603、604 室
电话: 0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 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

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: 0574-85201116

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

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