

## 时机将近

### 摘要

- **宏观经济展望：**受益于投资的持续扩张，经济回暖势头在年初得以保持。1-2 月的投资数据中房地产与基建是主要拉动力量。随着地产调控趋严，融资条件收紧，未来房地产开发投资增速放缓是大概率事件。基建投资亦可能后继乏力。高涨的房价对居民消费的挤出效应已经开始显现，预计未来消费难有起色。外贸则面临较大的不确定性。随着房地产及基建投资放慢，而消费及出口又难有作为，经济在二季度可能迎来拐点。PPI 由于去年同期较低的基数而延续涨势，但今年以来商品价格基本呈现高位震荡，在总需求不旺的背景下，未来再度趋势性走强的可能性不大，PPI 同比大概率将逐渐回落。由于 PPI 向 CPI 传导不畅，目前 CPI 仍在较低水平，预计二季度上升有限。
- **货币政策前瞻：**就内部因素而言，目前经济尚未出现景气拐点，房地产市场仍旧高烧不退，二季度若以上两点发生变化，则货币政策有转向宽松的可能，否则保持现状的可能性大。从外部因素来看，3 月美联储加息后，央行随即上调公开市场操作及 MLF、SLF 利率作为应对，但同时表态不是加息，加息与否应观察存贷款宽基准利率，对国内经济的呵护之意非常明显。二季度美联储可能再次加息，届时央行可能继续上调公开市场等一系列利率，但如果经济出现拐点，人民币贬值压力不大，也可能不做上调。即便美国再次加息，考虑到国内经济以及债务压力，基准利率上调的可能性也不大。
- **利率展望与策略：**目前库存周期可能已经处在顶部区域，未来降引领 PPI 回落。对于二季度的利率走势不必悲观，即便趋势性行情没有那么快到来，也可以积极寻找阶段性的交易机会。从 10 年国债期货市场来看，持仓量有所降低，但仍处于高位。市场看空氛围减轻，但还没有转向明显看多。二季度若经济依旧平稳，市场维持震荡的可能性大，若基本面、政策面出现有利变化，则空头的大幅退场将带来趋势性机会。10 年期货由于流动性好，可以作为波段甚至趋势交易替代现券的利器。

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

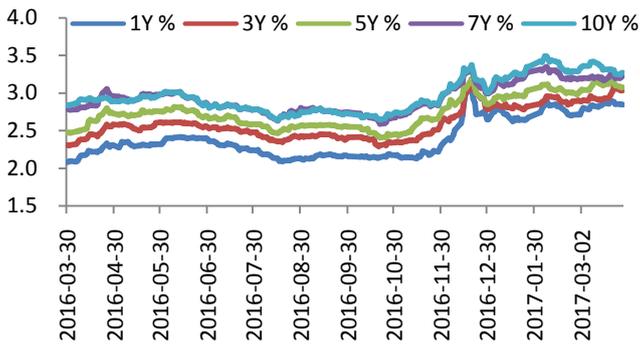
xuchenxi@nawaa.com

0571-87830532

## 一、行情回顾

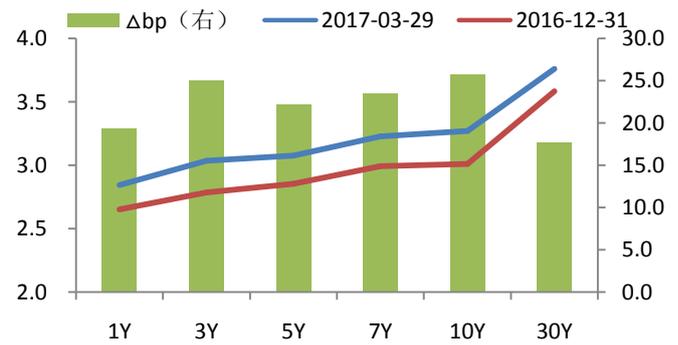
年初央行在释放流动性的同时首次调高公开市场、MLF、SLF 操作利率，加上 MPA 考核趋严（同业存单纳入同业负债），使得刚从熊市中有所修复的市场再度大跌，长端收益率创出本轮熊市新高。春节后市场在情绪的修复下展开反弹，并在 3 月份美联储加息落地后进一步深入，但现券收益率尚未回落至去年末水平。与去年末相比，关键期限收益率曲线基本呈现平行上移，国债上行幅度 20-25bp，国开债上行幅度 35-40bp。

图 1.1 国债关键期限收益率



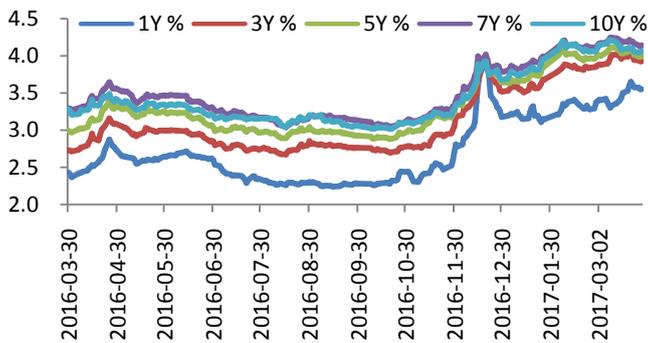
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债利率期限结构



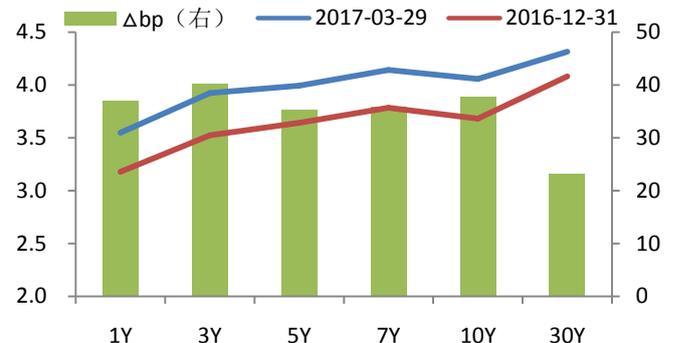
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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

尽管现券长端收益率在年初的调整中创出新高，但国债期货并未创出新低。春节假期后，国债期货开启了两轮反弹行情，在 3 月以后的反弹中，深度贴水的情况得到大幅修复，基差明显走低。

## 二、增长与通胀

### 2.1 经济或在二季度现拐点

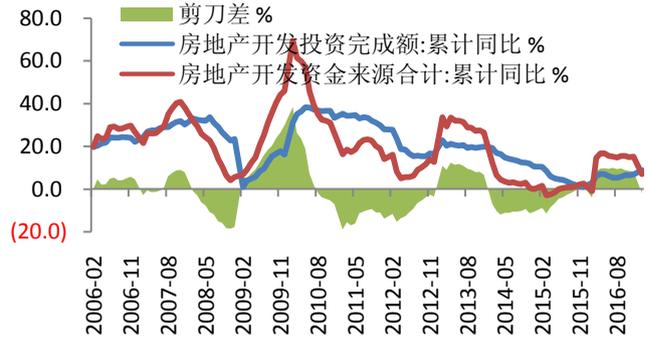
受益于投资的持续扩张，自去年三季度以来的经济回暖势头在今年年初得以保持。1-2月的投资数据超预期，其中房地产与基建投资是主要拉动力量。尽管去年四季度起房地产政策逐渐收紧，但市场仍旧保持着较强的韧性，房屋销售放缓但价格尚未明显下跌，部分城市依旧火爆。3月以后热点城市限购限贷政策升级，预计未来市场将逐渐降温。从开发资金来看，随着融资条件的收紧，资金来源增速已经开始低于投资增速，未来开发投资增速放缓是大概率事件。基建投资虽然在年初加快，但多为前期项目积累的释放，从新开工项目计划投资增速来看，基建投资后继乏力。短期而言整体投资增速或许仍能保持高位，二季度后期可能逐渐显现疲态。

图 2.1.1 房地产施工、新开工与销售



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 房地产开发资金来源与投资完成



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

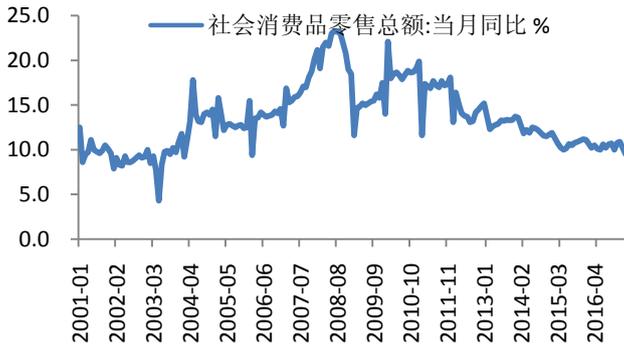
图 2.1.4 项目计划投资增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

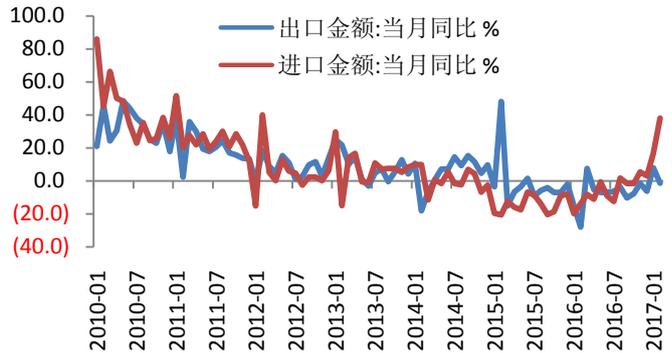
高涨的房价对居民消费的挤出效应已经显现，1-2 月消费增速降至 10% 以下，为近十年来的低点，预计未来也难有起色。外贸方面，在发达经济体外需复苏的背景下，2 月出口却低于预期并产生贸易逆差，这可能预示着出口面临较大的不确定性。整体上，当前经济在投资的支撑下仍在景气高点，随着房地产及基建投资放慢，而消费及出口又难有作为，经济在二季度可能迎来拐点。

图 2.1.5 消费增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.6

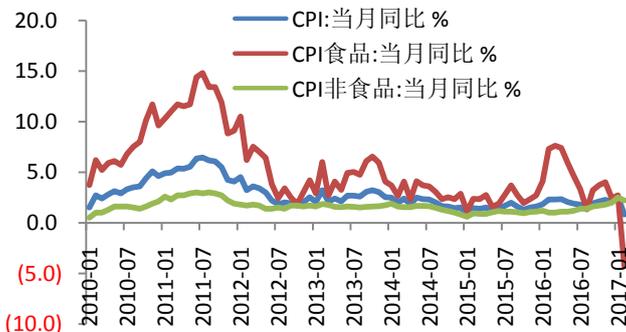


资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 2.2 通胀无忧

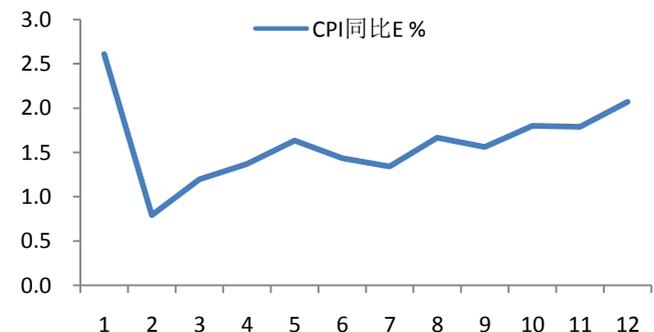
去年大宗商品价格大幅上涨带动 PPI 环比、同比大幅上涨。由于去年同期较低的基数，这种涨势一直延续至今年，导致 2 月 PPI 创出 7.8% 的本轮新高。今年以来商品价格基本呈现高位震荡，在总需求不旺的背景下，未来再度趋势性走强的可能性不大。环比数据已经开始走弱，未来 PPI 同比大概率逐渐回落。由于 PPI 向 CPI 传导不畅，目前 CPI 仍在较低水平。以环比变动的历史趋势模拟来看，CPI 同比在二季度仍然较低。

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



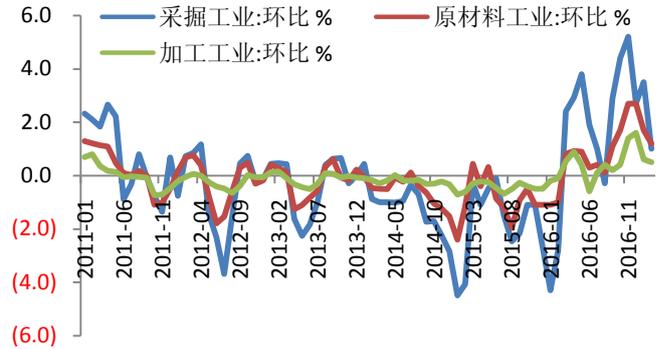
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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

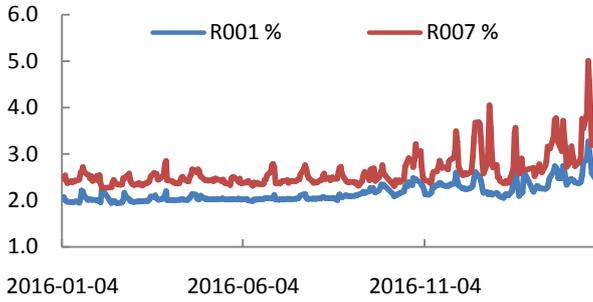
一季度货币政策延续去年下半年以来的偏紧态势。央行在春节前首次启用 TLF 提供流动性，此后两次上调公开市场操作及 MLF、SLF 利率，对流动性的呵护中不乏严厉。此外，对于商业银行而言，一季度是表外理财纳入广义信贷后的首次 MPA 考核，商业银行资产负债调整也给资金面带来了一些影响，表现为融出减少，非银机构融资难度上升，成本上升，与银行融资成本相比劣势扩大；银行大量发行同业存单，长端资金利率不断走升。

表 3.1 2017 年货币政策操作

日期	政策操作
2017. 1. 13	央行进行 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 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 MLF 操作，6M 利率上调至 2.95%，1Y 利率上调至 3.1%
2017. 3. 7	央行进行 MLF 操作，6M 利率上调至 2.95%，1Y 利率上调至 3.1%
2017. 3. 16	逆回购利率上调 10bp，7D 至 2.45%，14D 至 2.6%，28D 至 2.75% 央行进行 MLF 操作，6M 利率上调至 3.05%，1Y 利率上调至 3.2% SLF 利率上调，隔夜上调 20bp 至 3.3%，7D、1M 上调 10bp 至 3.45%，3.8%

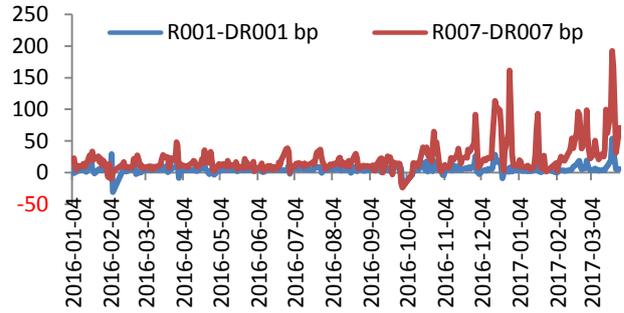
数据来源: 根据新闻整理

图 3.1 银行间质押式回购利率



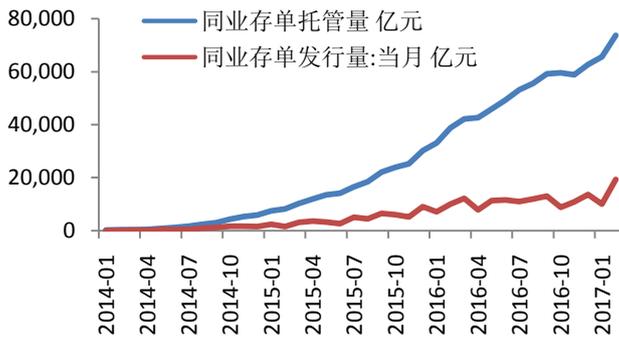
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.2 存款类机构与全市场融资成本比较



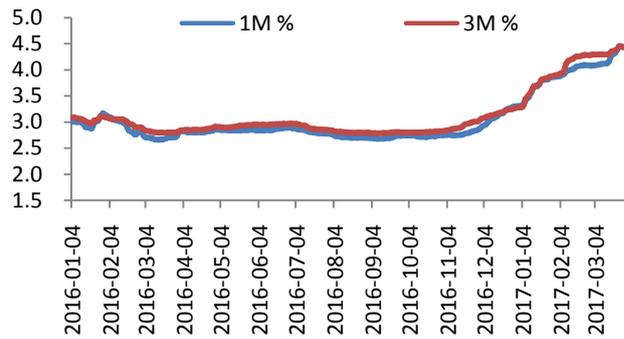
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.3 同业存单发行与托管



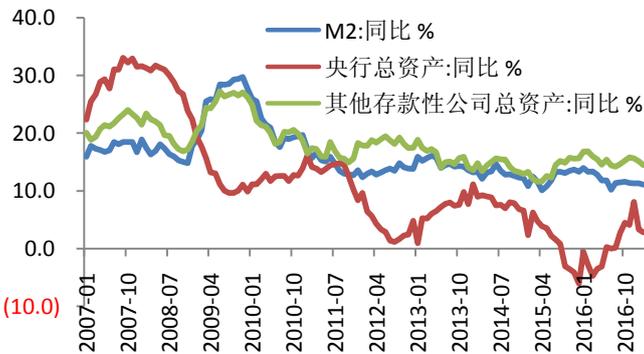
资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.4 Shibor 1M、3M



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.5 央行、商业银行资产增速与 M2 增速比较



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.6 社会融资余额(含地方债)增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

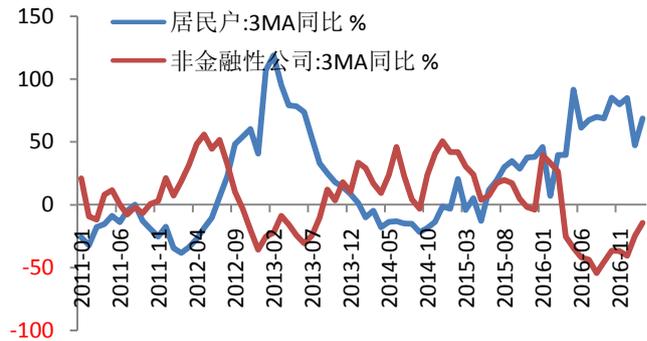
去年下半年开始收紧的货币政策尚未对信用扩张产生明显的抑制。无论是观察商业银行资产扩张速度，还是观察 M2 增速或是社融增速，都显示信用扩张仍旧稳定。虽然受去年四季度市场动荡影响债券融资尚未恢复，但信贷市场持续繁荣，尤其是中长期信贷余额回升明显。一方面，去年四季度开始收紧的房地产政策尚未使居民新增信贷大幅下滑；另一方面，企业新增信贷开始回暖。正是稳定扩张的信贷支撑了投资，使经济看起来仍具韧性。随着房地产政策日趋严厉，未来居民信贷将趋于萎缩，而企业融资能否持续回升存在很大不确定性，二季度信用扩张是否放缓将提供一个观察经济拐点的视角。

图 3.7 金融机构贷款余额增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.8 居民与企业人民币新增贷款增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

展望二季度货币政策，就内部因素而言，目前经济尚未出现景气拐点，房地产市场仍旧高烧不退，未来若以上两点发生变化，则货币政策有转向宽松的可能，否则保持现状的可能性大。从外部因素来看，3月美联储加息后，央行随即上调公开市场操作及 MLF、SLF 利率作为应对，但同时表态不是加息，加息与否应观察存贷款宽基准利率，对国内经济的呵护之意非常明显。二季度美联储可能再次加息，届时央行可能继续上调公开市场等一系列利率，但如果经济出现拐点，人民币贬值压力不大，也可能不做上调。即便美国再次加息，考虑到国内经济以及债务压力，基准利率上调的可能性也不大。

## 四、行情研判

回顾历史走势，利率与通胀周期密切相关，2002 年以来的历次熊市均对应着通胀走高，牛市均伴随着通胀回落。本轮熊市中只有 PPI 大幅走高，CPI 一直在较低水平，因此 PPI 见顶回落可作为牛熊转折的信号。观察工业库存周期，可以发现 PPI 走势与后置 3 个月的库存周期相关性较高，目前库存周期可能已经处在顶部区域，未来降引领 PPI 回落。库存视角可以在研判宏观经济时与前面分析的投资、信贷相互印证。如此看来，对于二季度的利率走势不必悲观，即便趋势性行情没有那么快到来，也可以积极寻找阶段性的交易机会。

二季度可能面临的利空包括美元再度走强；联储加息后央行再度上调公开市场等系列利率；MPA 考核迫使银行继续进行资产负债调整。其中后两点都不是新出现的，对市场的冲击有限，可能只是使收益率曲线保持平坦。而美元在 1 月高位后已有较大幅度的

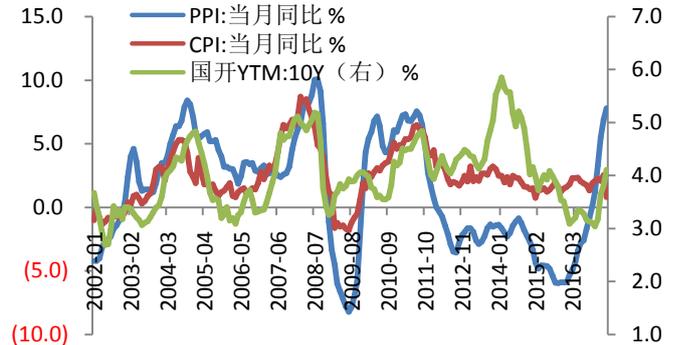
调整，预计再度走强初期的利空影响有限。

图 4.1 库存周期与 PPI



资料来源：Wind 资讯 南华研究

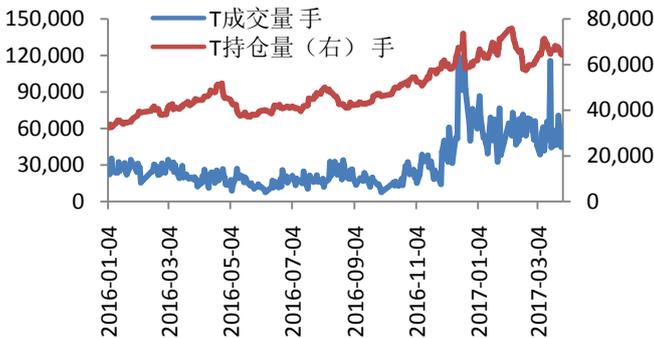
图 4.2 CPI、PPI 与 10 年国债



资料来源：Wind 资讯 南华研究

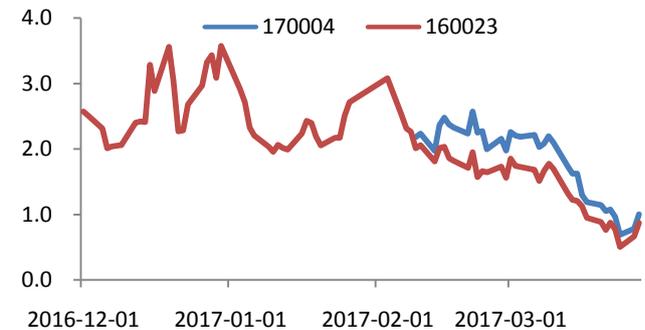
从 10 年国债期货市场来看，一季度交易量较债灾时期明显降低，但高于去年大部分时期，持仓量有所降低，但仍处于高位。3 月以后伴随着反弹行情的展开，基差快速走低，期货贴水大幅收窄，市场看空氛围减轻，但还没有转向明显看多。二季度若经济依旧平稳，市场维持震荡的可能性大，若基本面、政策面出现有利变化，则空头的大幅退场将带来趋势性机会。10 年期债由于流动性好，可以作为波段甚至趋势交易替代现券的利器。

图 4.3 10 年国债期货成交、持仓



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.4 10 年国债活跃券基差走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

## 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: 0576-88206989

### 温州营业部

温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室  
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

嘉兴市文桥路 505 号融通商务中心 3 号楼 1801 室  
电话: 0573-89997820

### 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 B801、B802、  
B608、B609 室  
电话: 010-63161286

### 太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室  
电话: 0351-2118018

### 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、104 室  
电话: 0574-62509011

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、804、810、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

青岛市市南区闽江路 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 15 层 C 室  
电话: 024-22566699

### 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: 022-88371079

### 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

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

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002  
电话: 0553-3880212

### 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 (南通总部大厦) 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**

浙江省海宁海洲街道市钱江西路 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 1903 单元  
电话：0592-2120291

**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

**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

**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

**横华国际金融股份有限公司**

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室  
电话：0571-87830355

## 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)