

浴火重生

摘要

- **宏观经济展望：**2017 年经济可能会继续探底。随着商品房销售、开工、施工持续放缓，房地产投资将受到拖累；基建投资能否维持高增速存在疑问；消费难有大的起色；外贸受贸易保护主义的兴起亦难担当支撑经济的大任。整体经济仍旧缺乏亮点。通胀方面，翘尾因素可能令 CPI 整体水平高于今年，另外还需留意农业供给侧改革对食品价格的影响。在不过分看高明年的工业品价格的情况下，PPI 同比增速可能呈现前高后低的走势。
- **货币政策前瞻：**就内部因素而言，需等到信用出现收缩迹象，经济下行压力再现时，才有转向宽松的可能。就外部因素而言，美元加息以及川普促进美元回流的政策影响仍然存在。短期内，汇率确实是掣肘货币政策的重要因素，为了稳定汇率预期，货币政策不能过于宽松，央行会继续以 MLF 等工具对冲基础货币的减少。但长期中货币政策一定会立足国内经济状况，不会因为美国进入升息周期而跟随紧缩，从而焦点又转回到内部因素。
- **利率展望与策略：**目前市场所面临的利空均有可能化解。首先，随着房地产行业景气度的下降，经济在上半年很可能再度出现疲态。今年上游工业品价格大涨后，库存已经大量回补，政策也开始转向重新释放部分产能，明年只要商品价格不再大涨，再通胀预期也可以打消。当经济再度开始收缩，货币政策将迎来转向宽松的机会。即便届时人民币汇率仍然承压令货币政策放松的空间受限，信用需求的收缩也会令利率自然下降。在交易层面上，当前最大的问题是拥挤的交易需要平仓，杠杆需要下降，最恐慌的时刻可能已经过去，但仍需要一段时间化解，随着杠杆率的下降，资金面也会宽松下来。从收益率的水平来看，各期限已经具备配置价值，当市场恢复平静之后可视基本面情况逐步建仓。本次大跌使得明年的行情空间大幅扩展，现券应以多头思路迎接更大的交易机会。期货市场当前套保盘非常沉重，如果明年 1-2 月市场预期仍然谨慎，套保盘移仓将带来跨期合约的套利机会，时间上最早可能在 1 月中下旬开始。如果明年 1-2 月市场情绪好转，那么套保盘平仓将带来多头行情。

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

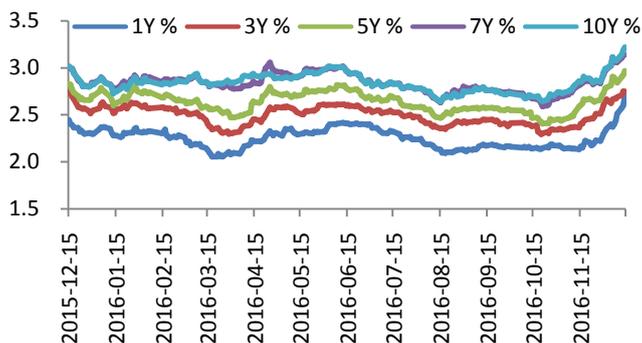
xuchenxi@nawaa.com

0571-87830532

一、行情回顾

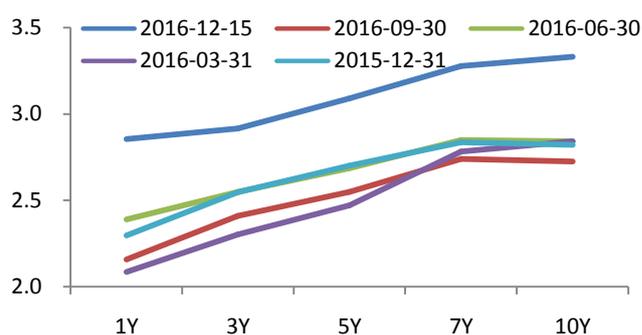
2016 年债券市场大起大落。三季度受疲弱经济数据的推动，配置资金大量涌入，“资产荒”一说盛行，收益率创出新低。四季度由于资金面紧张、金融机构去杠杆、人民币贬值、美联储加息、美元强势等多重利空叠加造成收益率短期内飞升，吞噬全年收益。与三季末相比，国债收益率曲线整体上移逾 50bp，国开收益率曲线上移逾 70bp，短端上行幅度更大。

图 1.1 国债关键期限收益率



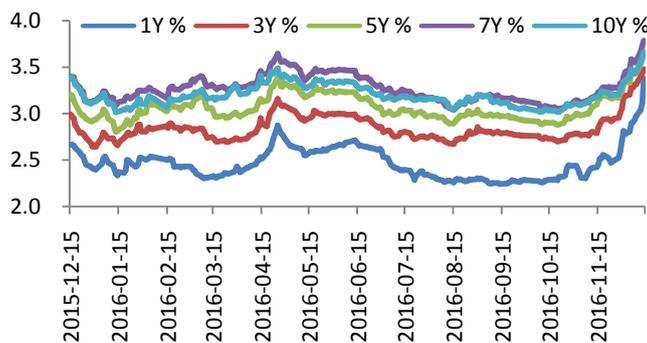
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 1.2 国债利率期限结构



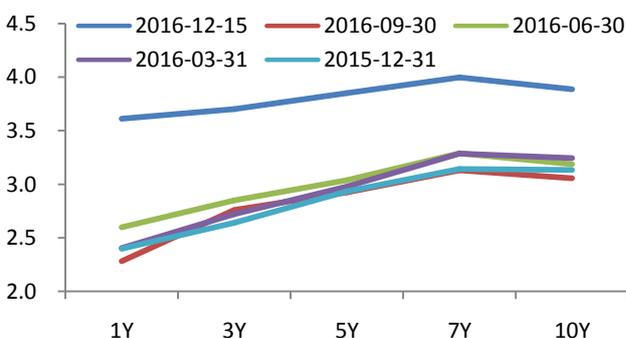
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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

在现券的踩踏行情中，国债期货被用作对冲工具而遭到疯狂做空，成交与持仓不断放大，首次出现了跌停行情，价格则持续深度贴水。

二、增长与通胀

2.1 经济继续探底

2016 年的经济主要靠房地产及基建投资支撑，消费及进出口仅在四季度略有起色。由于四季度开始实施更为严厉的房地产调控政策，商品房销售、开工、施工均持续放缓，预计这一趋势将在明年延续，从而拖累房地产投资。基建投资在今年保持了较高增速，但在基数越来越大而资金来源有限的情况下，能否维持目前增速存在疑问。消费方面，鉴于居民收入增长并不乐观，预计消费难有大的起色。外贸方面，虽然有人民币贬值以及美欧需求回暖等有利因素，但贸易保护主义的兴起可能令其难以担起支撑经济的大任。整体来看，明年经济随着房地产行业动能渐失将再度面临下行压力。

图 2.1.1 行业固定资产投资增速



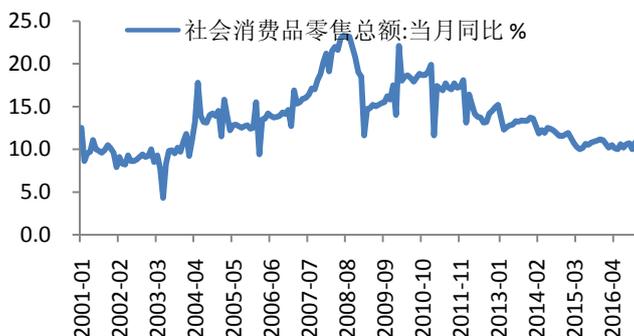
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.2 房屋新开工、施工、销售增速



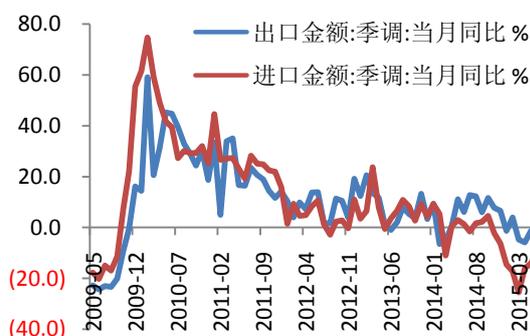
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.3 消费增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 2.1.4 进出口增速

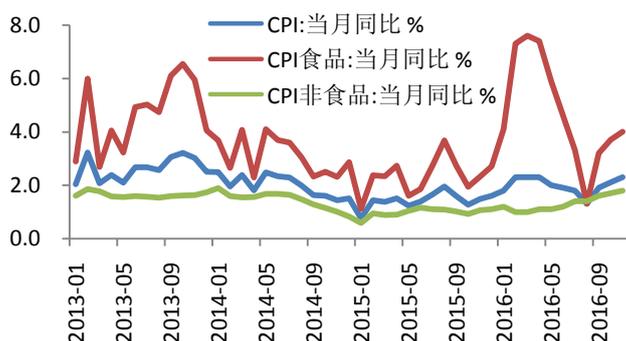


资料来源：Wind 资讯 南华研究

2.2 通胀水平略高

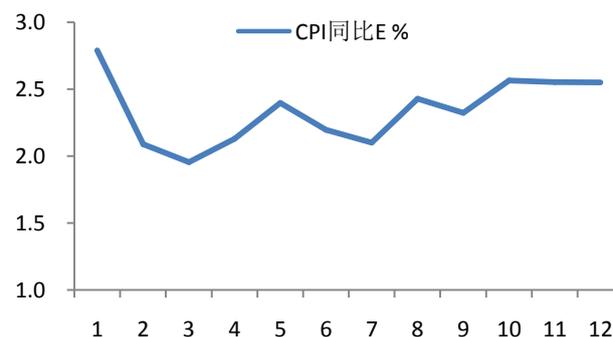
2016 年 CPI 整体水平不高，虽然年初由于寒冷天气一度出现食品通胀，但二季度后逐渐消退。展望明年，食品仍然有阶段性涨价的可能，同时要关注农业供给侧改革是否会导致农产品价格上涨。另外，由于明年多数月份的翘尾因素高于今年，预计 CPI 整体水平会高于今年。以环比变动的历史趋势模拟来看，CPI 同比增速的高点出现在 1 月，此后回落，二季度后缓慢抬升。

图 2.2.1 CPI 同比增速



资料来源：Wind 资讯 南华研究

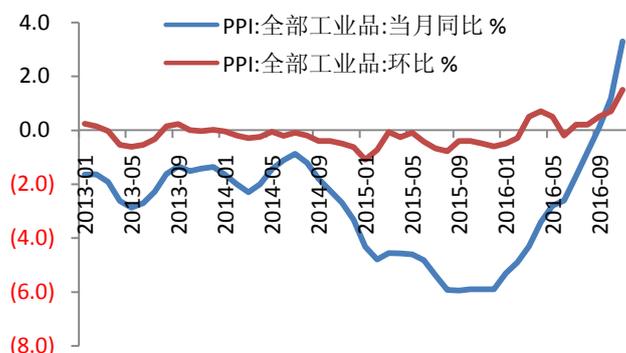
图 2.2.2 CPI 预期走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

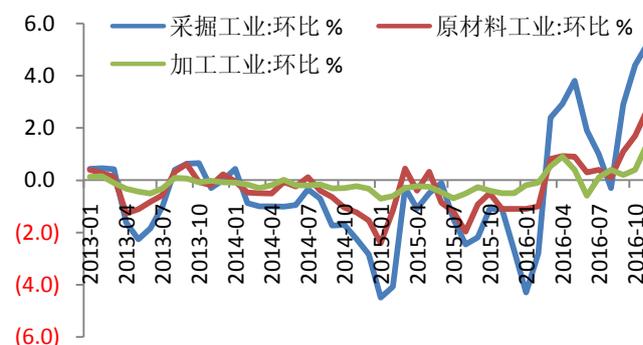
今年以来，大宗商品价格大幅反弹，螺纹钢、焦煤、焦炭、铁矿石、原油等此起彼伏，带动 PPI 环比跌幅收窄直至转正，并使得 PPI 同比增速在四季度快速走高。与此同时，市场上有关再通胀、滞胀的讨论越来越多。今年以黑色系为代表的商品价格大涨主因在供给侧，随着发改委对于上游产能以及运力的干预，后续价格或许不会大跌，但滞涨的可能性大。原油近期因产油国达成减产协议而大幅上涨，但价格上涨到一定程度页岩油以及替代能源将增大供给，从而制约油价上行幅度。因此，我们认为不必过分看高明年的工业品价格，由于上半年较低的基数，PPI 同比增速可能呈现前高后低的走势。

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

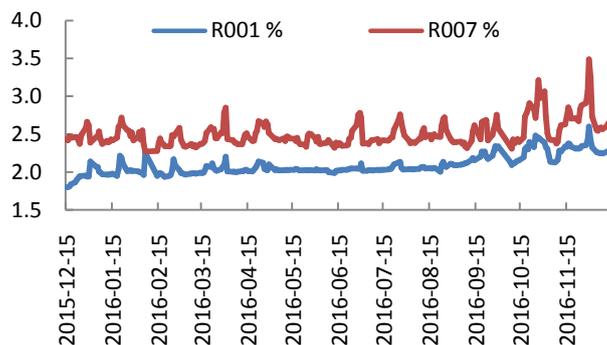
2016 年货币政策呈现前松后紧的特征。年初由于经济下行压力较大，央行一季度降低存款准备金并数次下调 MLF 操作利率，释放了明显的宽松信号。随着房地产市场的泡沫堆积加上大宗商品价格大幅上涨，央行在三季度后期开始收紧政策，在流动性的投放上锁短放长，拉长资金久期，抬高资金价格。受此影响，银行间资金面波动从三季度末开始加剧，价格中枢升高，而伴随人民币贬值，资本不断外流，这一态势在四季度进一步加剧。不仅短端资金利率上升，融资难度加剧，长端资金利率也呈现明显的上升态势。

表 3.1 2016 年货币政策操作

日期	政策操作
2016. 1. 16	央行进行 1000 亿 MLF 操作，6M 利率 3.25%
2016. 1. 18	央行进行 550 亿 SLO，期限 3 天，利率 2.1%
2016. 1. 19	央行进行 4100 亿 MLF 操作，3M 利率下调至 2.75%，1Y 利率下调至 3.25%
2016. 1. 20	央行进行 6 天 1500 亿 SLO 操作，利率 2.25%
2016. 1. 21	央行分支行对地方法人金融机构开展 SLF 操作；央行进行 3525 亿 MLF 操作
2016. 2. 18	央行就 MLF 操作向部分银行询量，6M 利率降至 2.85%，1Y 降至 3.00%
2016. 2. 19	央行：少数银行不再满足定向降准标准，不能继续享受优惠准备金率 央行进行 1630 亿 MLF 操作，3M 利率 2.75%，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.00%
2016. 3. 1	普遍下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2016. 3. 16	央行就 MLF 询量，3M、6M、1Y 利率分别降为 2.5%，2.6%，2.75%
2016. 4. 13	央行开展 2855 亿 MLF 操作，3M 利率 2.75%，6M 利率 2.85%
2016. 4. 18	央行开展 1625 亿 MLF 操作，3M 利率 2.75%，6M 利率 2.85%
2016. 4. 25	央行开展 2670 亿 MLF 操作，3M 利率 2.75%，6M 利率 2.85%
2016. 5. 3	自 5 月起，每月月初对三家政策性银行发放 PSL
2016. 5. 16	央行开展 2900 亿 MLF 操作，3M 利率 2.75%，6M 利率 2.85%
2016. 6. 7	央行开展 2080 亿 MLF 操作，3M 利率 2.75%，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%
2016. 7	央行共计开展 4860 亿 MLF 操作，3M 利率 2.75%，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%
2016. 8. 15	央行开展 2890 亿 MLF 操作，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%
2016. 8. 24	央行重启 14D 逆回购，利率 2.4%，与此前持平
2016. 9. 7	央行开展 2750 亿 MLF 操作，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%
2016. 9. 13	央行时隔 7 个月重启 28 天逆回购操作，利率 2.55%，较此前下降 5bp
2016. 10	央行共计开展 7630 亿 MLF 操作，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%
2016. 11	央行共计开展 7390 亿 MLF 操作，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%
2016. 12. 6	央行开展 3390 亿 MLF 操作，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%
2016. 12. 16	央行开展 3940 亿 MLF 操作，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%

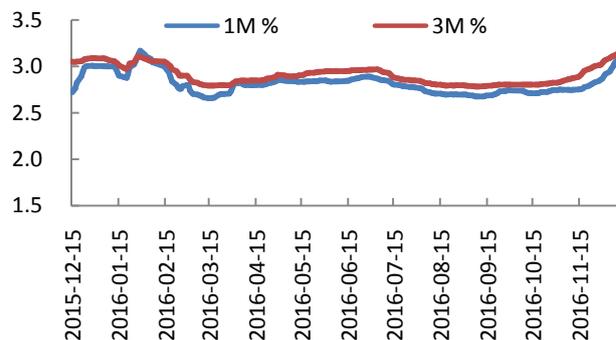
数据来源：根据新闻整理

图 3.1 银行间回购利率



资料来源：Wind 资讯 南华研究

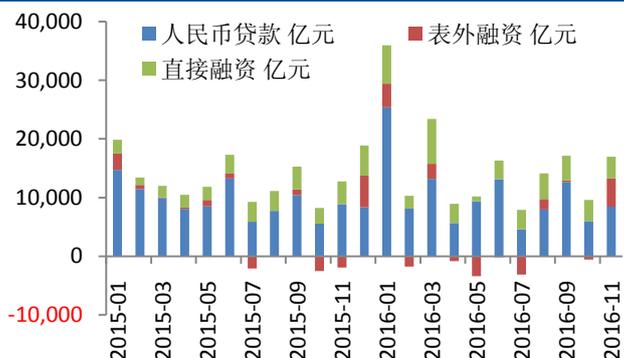
图 3.2 Shibor 1M、3M



资料来源：Wind 资讯 南华研究

三季度后期开始的紧缩政策尚未对信用扩张产生明显的抑制效果。11 月社会融资规模同比大幅上升，其中表外融资项目全面开花，比去年同期多增逾 6000 亿。人民币信贷与去年同期水平接近，结构上居民信贷同比大增，企业信贷同比减少。居民中长期贷款仍居高位，是贷款增量的主要贡献方；非金融企业中长期贷款高于去年同期。从趋势上看，今年居民疯狂买房成为信用扩张主力，10 月后房地产调控加码的影响还没有显现出来，信贷上的表现可能存在滞后，预计随着成交量的下降，居民信贷增速将放缓。企业信贷今年一直非常疲弱，虽然 11 月中长贷和表外融资均好转，但在多数企业缺乏扩张动力的情况下很可能是昙花一现。明年若没有新的刺激政策，实体经济内生的信用扩张将持续放缓。

图 3.3 信贷、表外融资与直接融资



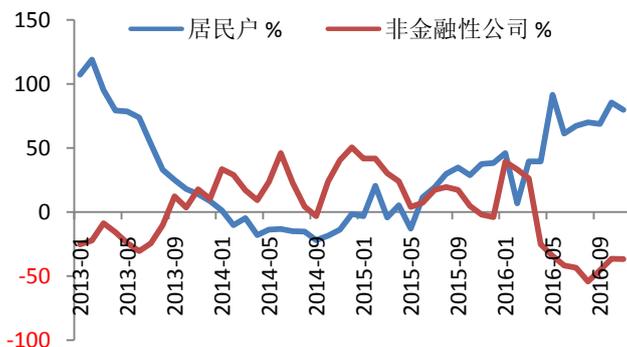
资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 3.4 新增人民币信贷



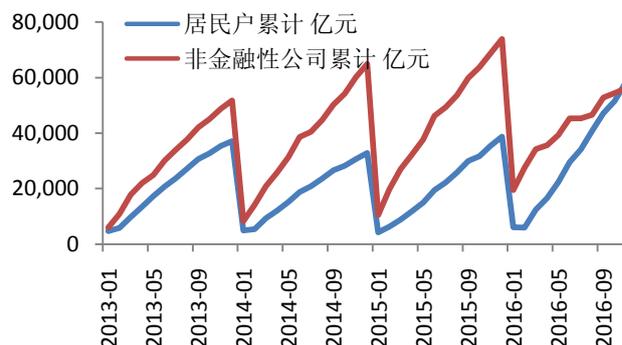
资料来源：Wind 资讯 南华研究

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

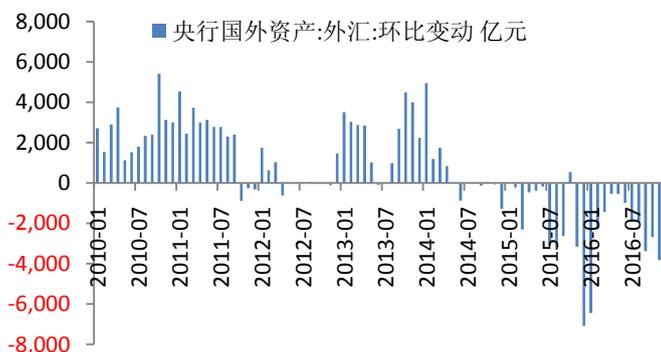


资料来源: Wind 资讯 南华研究

展望明年的货币政策,就内部因素而言,一段时间之内抑制房地产市场泡沫,降低实体经济及金融机构杠杆仍旧是首要任务,因此政策维持目前偏紧的态势仍有必要,需等到信用有明显收缩迹象,经济下行压力再现时,才有转向宽松的可能。

从外部因素来看,美元加息以及川普促进美元回流的政策可能令全球流动性收紧,缺乏强劲基本面的新兴市场更容易遭受冲击,国内货币环境已经在四季度明显的感受到了这种紧缩影响。虽然外管局已经采取多种措施限制资本外流,但始终难以杜绝,预计外汇占款减少导致基础货币紧缩的影响将持续存在。目前央行主要以 MLF 操作对冲外汇占款的减少,随着每月都有一定数量到期,MLF 操作趋于常态化。相比于降准释放流动性,MLF 操作由于期限短、成本高,释放的宽松信号较少,一定程度上可以减轻对汇率的不利影响。短期内,汇率确实是掣肘货币政策的重要因素,为了稳定汇率预期,货币政策不能过于宽松,但长期中货币政策一定会立足国内经济状况,不会因为美国进入升息周期而跟随紧缩。

图 3.7 央行外汇占款变动



资料来源: Wind 资讯 南华研究

图 3.8 央行各项资产增速



资料来源: Wind 资讯 南华研究

四、行情研判

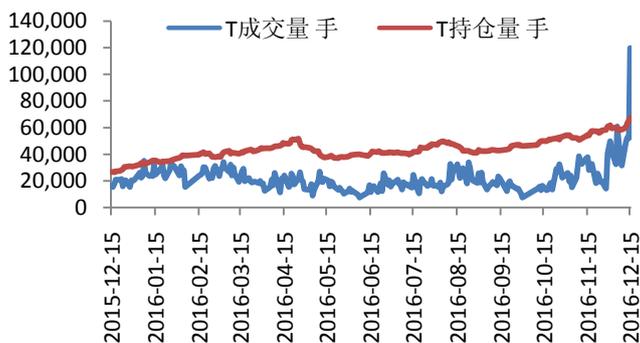
经济企稳，商品价格上涨带来再通胀预期，强势美元令人民币大幅贬值，海外债券市场收益率普遍上升等多种因素共振是造成年末债市大跌的原因。从交易层面来讲，资金面紧张导致加速去杠杆是市场在短期内出现如此巨幅调整的主要原因。

展望明年，目前市场所面临的利空均有可能化解。首先，随着房地产行业景气度的下降，经济在上半年很可能再度出现疲态，令企稳回升的预期证伪。第二，今年上游工业品价格大涨后，库存已经大量回补，政策也开始转向重新释放部分产能，明年只要价格不再大涨，PPI 上涨压力将大大减小。近期原油价格因产油国意欲减产而大涨，我们预期原油价格将在明年涨至 60 美元以上，此后进入震荡，因此后期对通胀的影响将减小。整体来看，明年下半年 PPI 同比增速再度放缓的可能性高，从而打消再通胀预期。

政策方面，虽然年末中央经济工作会议释放了明年策略为偏紧的信号，但当经济再度开始收缩，通胀回落时，货币政策很可能迎来转机。即便届时人民币汇率仍然承压令货币政策放松的空间受限，信用需求的收缩也会令利率自然下降。

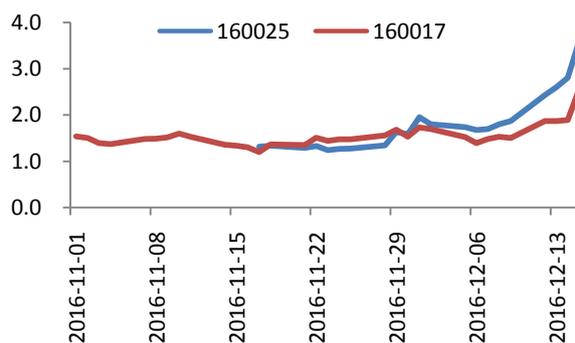
交易层面上，当前最大的问题是拥挤的交易需要平仓，杠杆需要下降，类似 2015 年股市的状况。最恐慌的时刻可能已经过去，但后面仍需要一段时间化解，随着杠杆率的下降，资金面也会宽松下来。以收益率水平来看，各期限均已具备配置价值，但贸然抄底并不可取，应在市场恢复平静之后视基本面情况逐步建仓。本次大跌使得明年的行情空间大幅扩展，现券应以多头思路迎接更大的交易机会。

图 4.1 10 年国债期货成交、持仓



资料来源：Wind 资讯 南华研究

图 4.2 10 年国债活跃券基差走势



资料来源：Wind 资讯 南华研究

从期货市场来看，目前高基差、高持仓的态势表明市场的套保盘非常沉重，期货深度贴水使得套保的成本很高，但这些套保盘可能不会马上解开。如果明年 1-2 月市场预期仍然谨慎，大量套保盘移仓将带来跨期合约的套利机会，时间上最早可能在 1 月中下旬开始。如果明年 1-2 月市场情绪好转，那么这些套保盘平仓将带来多头行情。因此需留意期货市场信号对于行情的指引。

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: 0576-88539900

温州营业部

温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
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

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
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: 0575-85095807

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 B803、B805 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 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 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

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

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