

2014年6月30日星期一

研发中心金融小组

债期三季度维持震荡走势，上涨空间有限

徐疆

010-84183067

xujiang@guodu.cc

陈润霄

010-84183022

chenrunxiao@guodu.cc

张见

010-84180311

zhangjian@guodu.cc

王伟辉

010-84183045

wangweihui@guodu.cc

廖鹏程

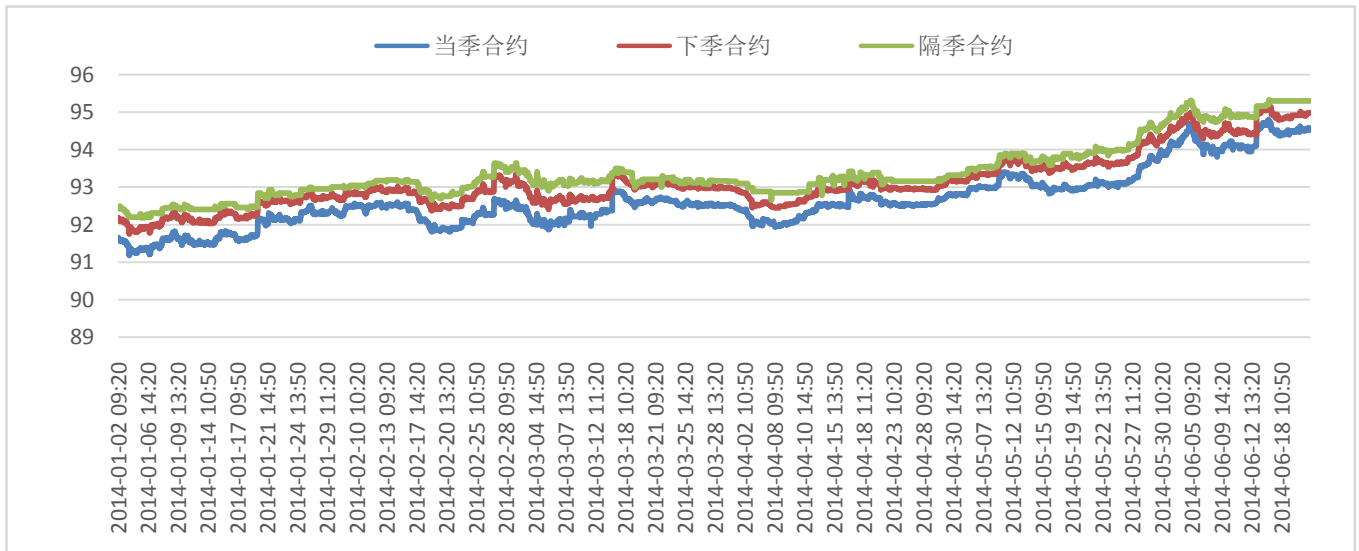
Liaopengcheng@guodu.cc

策略剖析

- 1、国债期货主力合约(近半年)整体呈现缓慢上升的走势，受定向宽松政策的影响，国债期货在5月份呈现较为强势的单边行情。国债期货在本月(6月份)整体呈现震荡盘整的状态，国都期货金融小组认为，**国债期货能否继续5月份的行情与央行是否进一步定向降准甚至全面降准有关，从经济数据来看，未来全面降准可能性不大，因此我们预计国债期货未来一个月将继续盘整，前期多单可以继续持有，未入场者不建议继续跟入【具体点位详见『量化分析』】。**
- 2、从过去半年的基差走势来看，国债期货当季与下季的基差大概率维持在0.4附近，从我们的模型分析来看，碰触到套利上限，但考虑国债期货的流动性较弱，我们认为不具备跨期套利的条件(跨期套利模型分析见下文)。
- 3、经济增速虽有所放缓，但国家经济已经开始出现企稳回升，扣除季节性因素，具体的实际效果有待进一步考察，但整体向好会令央行继续执行现有货币政策，因此整体来看未来一个月内，利率政策出现大幅改变的可能性不大，国债期货仍将维持盘整态势
- 4、我们预计，未来市场流动性不会出现急剧的转变，加之两次“定向降准”后，全面降准的可能性已经极低，未来利率市场仍会处于央行容忍区间，对国债期货走势不会产生巨大的影响。

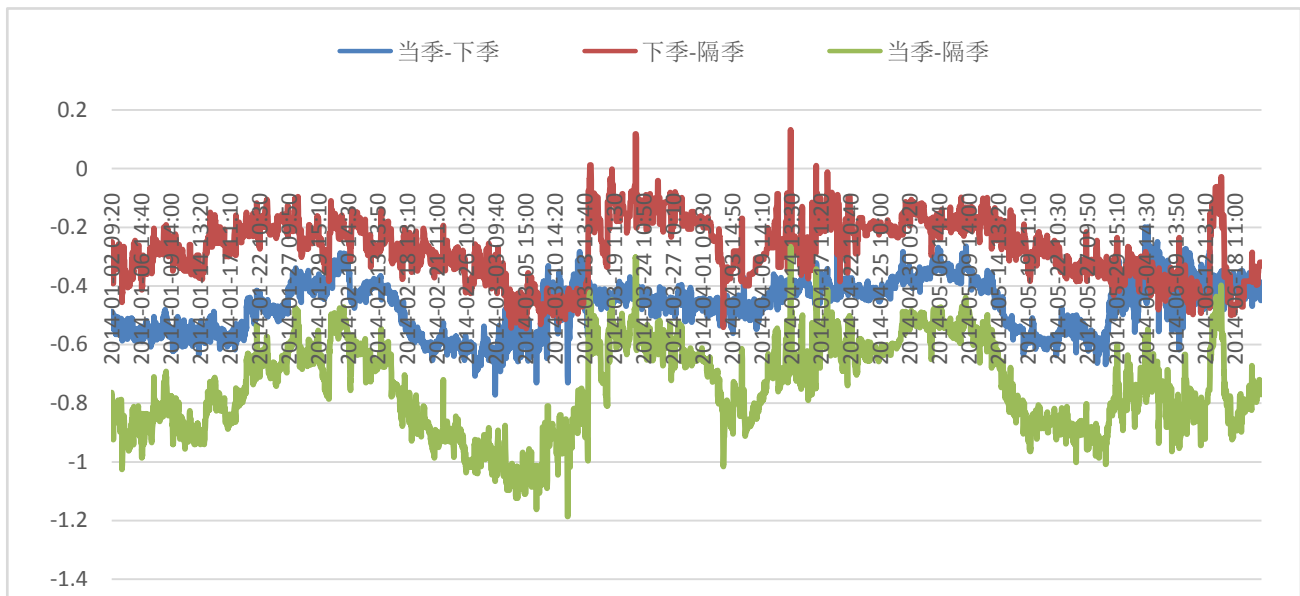
一、行情回顾

图 1、债期三合约走势



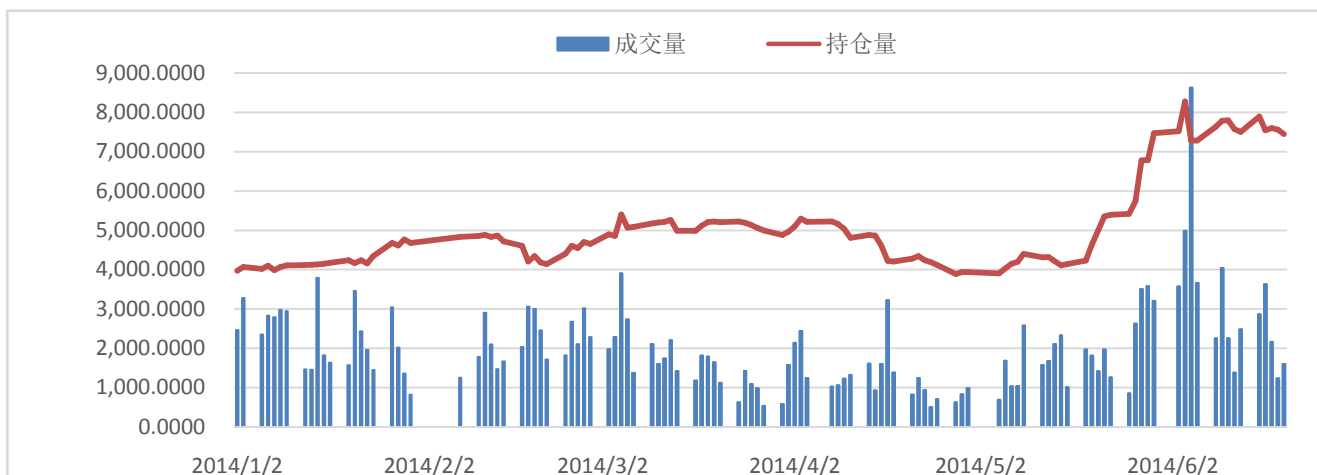
数据来源：国都期货

图 2、债期三合约基差走势



数据来源：国都期货

图 3、债期成交量情况



数据来源：国都期货

国债期货主力合约(近半年)整体呈现缓慢上升的走势，受定向宽松政策的影响，国债期货在 5 月份呈现较为强势的单边行情。国债期货在本月（6 月份）整体呈现震荡盘整的状态，**国都期货金融小组认为，国债期货能否继续 5 月份的行情与央行是否进一步定向降准甚至全面降准有关，从经济数据来看，未来全面降准可能性不大，因此我们预计国债期货未来一个月将继续盘整。**2014 年以来国债期货走势主要跟随整个资本市场风险偏好以及央行利率市场政策的预期而转变，从近期股票市场低迷以及央行频繁公开市场操作定向宽松避免去年 6 月份钱荒可以得到验证。受惠于央行持续进行公开市场正回购，年初宽裕的流动性很平滑的延续至今，市场利率持续处于低位，市场对资金面预期较为宽松，而央行的两次“定向降准”也强化了市场的预期，对国债期货价格提供了一定支撑；另外微刺激政策在二季度开始显示作用，宏观数据显示出企稳现象将对国债期货起到一定的压制作用，原因在于：在经济企稳的时刻，市场政策尤其是流动性方面并不会再次出现大的转变。加之，市场对流动性宽松的预期过早的反映在国债期货的走势上，未来国债期货价格对宽松预期反应可能偏于弱化，国债期货未来继续走强难有较为有利的支撑。

从过去半年的基差走势来看，国债期货当季与下季的基差大概率维持在 0.4 附近，从我们的模型分析来看，**碰触到套利上限，但考虑国债期货的流动性较弱，我们认为不具备跨期套利的条件（跨期套利模型分析见下文）。**

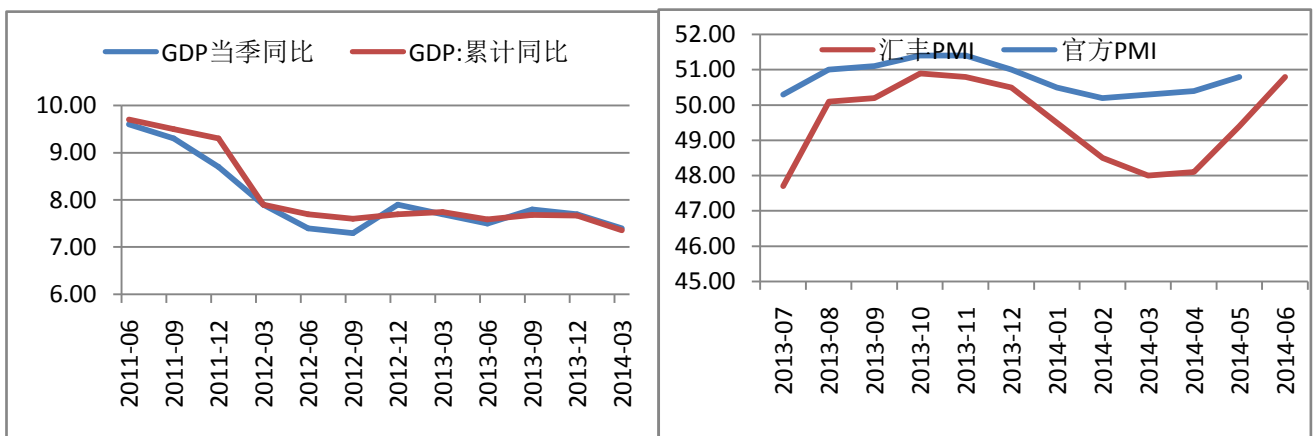
从过去半年的成交量来看，国债期货成交量仍维持在一个较低的水平，市场整体交投清淡，市场流动性萎缩，而成交量低迷带来的不利方面在于价格可能存在失真，导致其价格发现作用失灵。但值得注意的是，近两个月（5 月、6 月）国债期货持仓量增速明显，未来市场有进一步活跃的可能。**国都期货金融小组认为，在银行资金不入场的前提下，国债期货维持地量成交量将成为常态，国债期货的价格只能作为债市的一个参考，而不能完全反映债市的真实利率水平。**

我们认为，未来一段时间国债期货维持震荡盘整的概率较大，由于市场对于市场流动性宽裕基本达成共识，价格更多的决定于利率市场政策的变动，更多的可以关注央行的利率市场方面的操作情况，建议未出场的多单继续持有，未入场者不建议跟进。（具体分析见【宏观基本面分析】、【流动性分析】及【量化分析】）。

二、宏观基本面分析

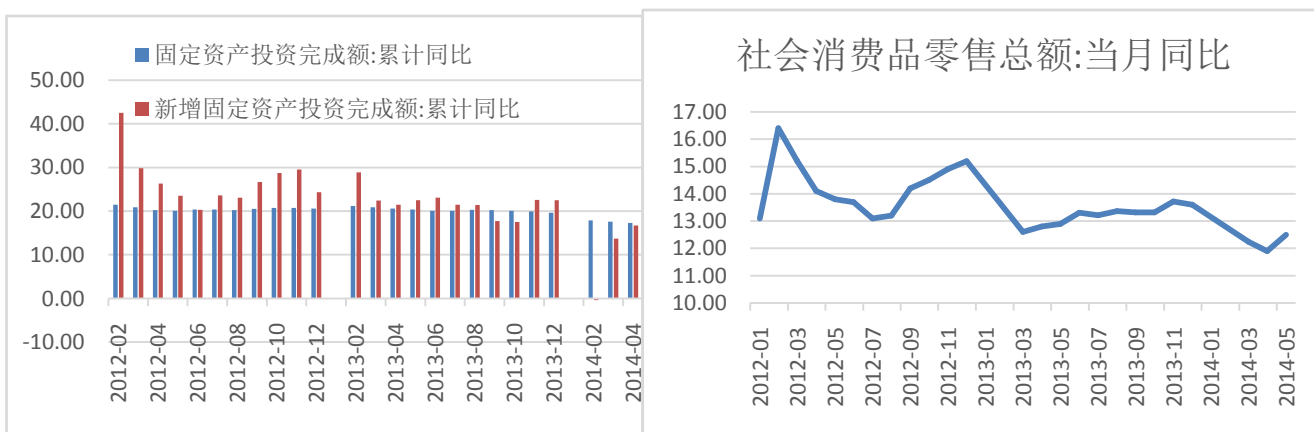
宏观经济

图 4：GDP 增速图 5：PMI



数据来源：国都期货 数据来源：国都期货

图 6：固定资产投资图 7：社会消费品零售总额



数据来源：国都期货 数据来源：国都期货

根据统计局公布的核算数据初值，2014年1季度GDP同比增长7.4%，好于市场预期的7.3%。经济形势基本保持平稳，工业生产和投资出现一定程度回落，但消费保持稳定，进出口同比有所下降。

PMI 方面，5 月中国官方 PMI 为 50.8%，环比回升 0.4%，是有记录以来第一次 5 月份出现环比回升，呈现逆季节性特征，更说明了微刺激的稳增长政策效果有所显现，经济企稳明显。官方 PMI 连续三个月回升表明国内大型国企生产活力开始企稳恢复。6 月汇丰 PMI 指数升至 50.8，创年内新高，汇丰 PMI 指数已经连续 6 个月走高，这表明民间制造业也开始恢复活力，进一步印证国内经济开始企稳回升。国都期货金融小组认为，PMI 作为先行指标持续走强表明三季度国内经济仍将呈现企稳回升的走势，国内经济活力的恢复会导致国家层面货币政策不会出现大的变化。

固定资产投资增速处于低位。2014 年 1-4 月份，全国固定资产投资同比名义增长 17.3%，增速自去年 9 月以来一直处于小幅下降之中，今年年初以来增速下降尤其明显，这与房地产投资出现大幅调整有关系，2014 年社会对房地产投资极为谨慎，这在很大程度上影响了整体增速；从另一个侧面可以看出，国家在调整结构方面对于房地产行业极为小心，不再依靠之前单纯的房地产投资来拉动经济，长期来看有助于国家经济的结构调整。

社会消费品零售总额方面，5 月同比增长 12.5%，相较 4 月份的 11.9% 开始回升，表明刺激内需的一些政策开始发挥作用。

总体而言，经济增速虽有所放缓，但国家经济已经开始出现企稳回升，扣除季节性因素，具体的实际效果有待进一步考察，但整体向好会令央行继续执行现有货币政策，因此整体来看未来一个月内，利率政策出现大幅改变的可能性不大，国债期货仍将维持盘整态势。

通货膨胀

图 8: CPI 同比

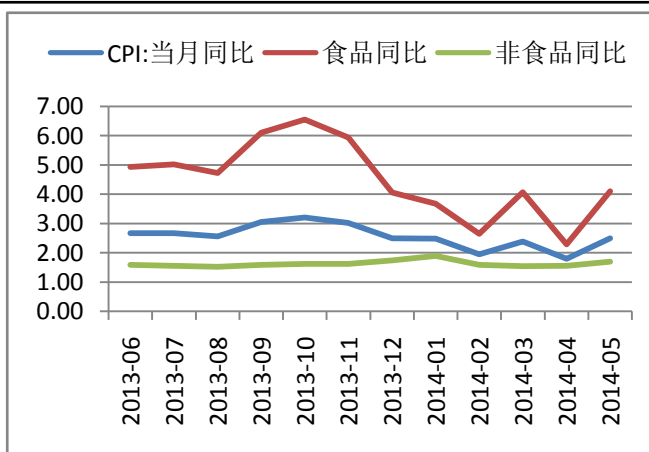
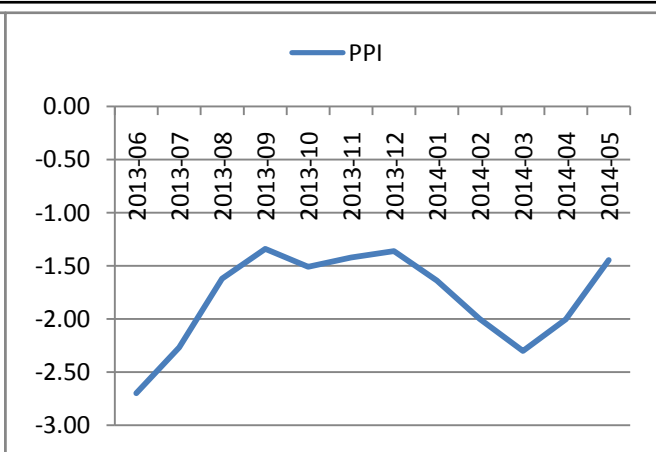


图 9: PPI 同比



数据来源：国都期货

数据来源：国都期货

5 月份 CPI 同比增长 2.5%，其中，食品同比增长 4.1%，非食品同比增长 1.7%。CPI 同比涨幅扩大 0.7%，平今年来的最高点，与今年 1 月持平。食品价格的上涨是带动 CPI 回升的主要原因，蔬菜、水果和奶类价格同比涨幅 20%，此外 5 月份国家启动了中央储备冻猪肉收储，使得猪肉价格在持续四个月下降后环比出现上涨但考虑到天气转热，猪肉进入消费淡季，未来猪肉价格上涨空间有限，对未来 CPI 的影响不大。整体来看，

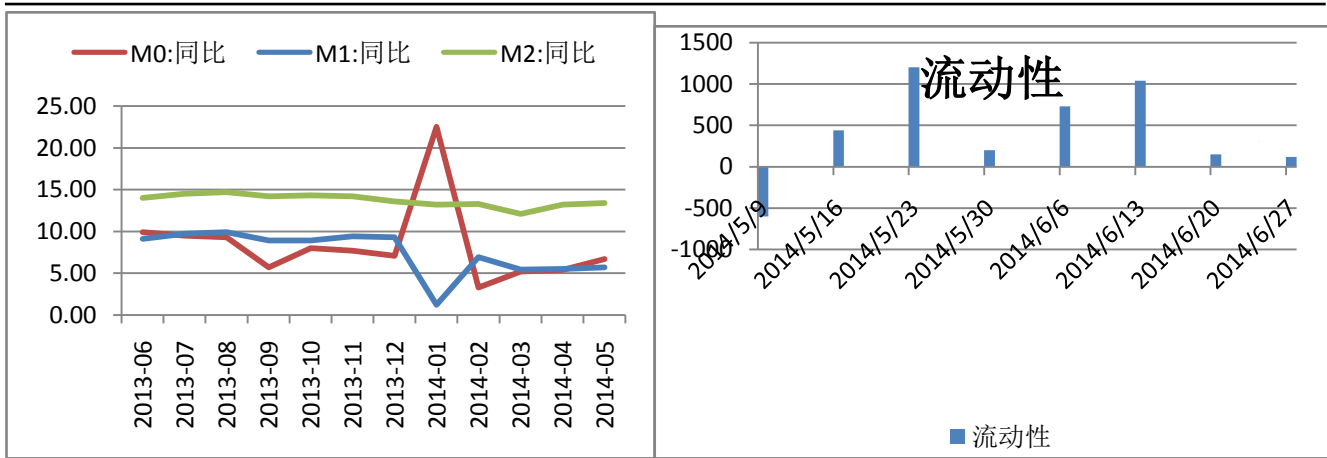
国内需求因素仍将是决定 CPI 涨幅的主要因素，这从国内消费总额出现同比大幅回升也能得到印证。另外，5 月当月放映经济增长内生动能的核心 CPI 同比增速仅在 1.7%，还处于较低水平，这表明当前通胀压力并不大，短期内物价大幅飙升的可能性很小，为央行的货币政策以及利率政策留有很大空间，未来仍以稳增长为主要目标，在不出现经济大幅度下滑的情况下，央行仍以稳健为主，不会轻易大幅改变现行政策。

5 月 PPI 同比下跌 1.4%，环比下降 0.1%，已经连续 27 个月负增长，但需要关注的是，环比和同比降幅均继续收窄，这表明 5 月份 PPI 虽然仍处于负区间，但降幅收窄，某种程度上表明当前工业品需求有所改善，与 PMI 处于扩张相互印证，也从而验证当前经济出现企稳态势。

总的来说，在经济企稳的时间窗口，央行现行政策不会出现大的改观，未来国债期货走势仍以盘整为主。

三、资金流动性分析

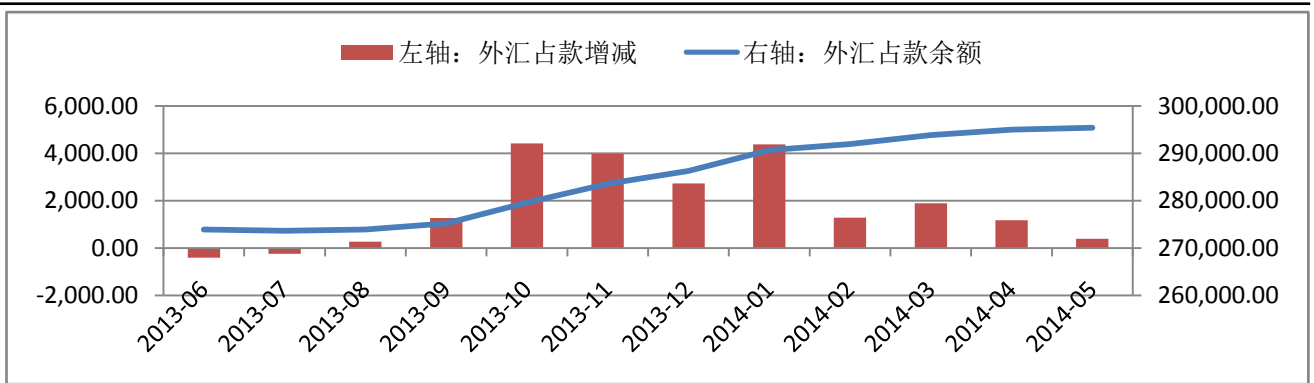
图 10：货币增速图 11：每周流动性测算



数据来源：国都期货

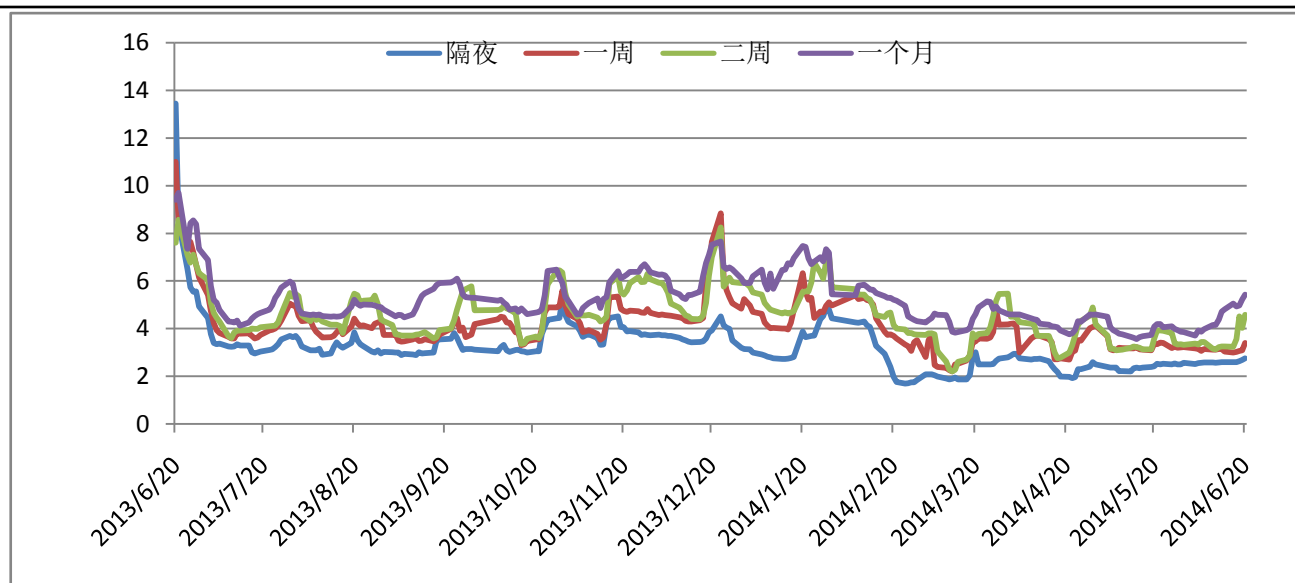
数据来源：国都期货

图 12、外汇占款余额情况



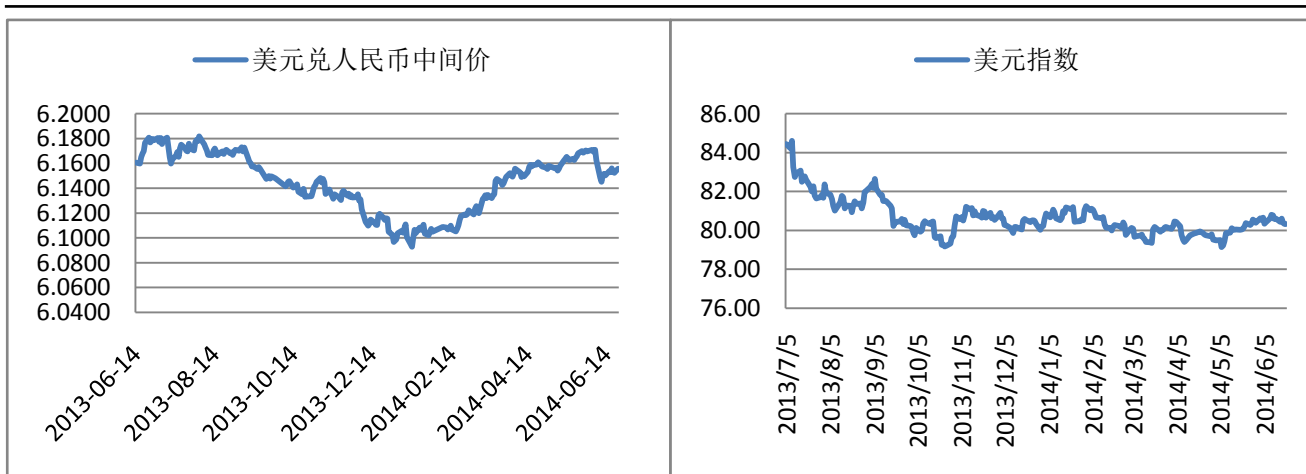
数据来源：国都期货

图 13、SHIBOR 逐日曲线



数据来源：国都期货

图 14：美元兑人民币中间价图 15：美元指数



数据来源：国都期货数据来源：国都期货

信贷增速基本保持了平稳增长，5月广义货币余额M2同比增长13.4%，相对前两个月保持了平稳的走势。这进一步表明，现阶段的微刺激政策不再是刺激投资而是改为滴灌式的精准扶持，大规模的货币释放已经被弃用。从央行公开操作来看，近期绝大多数时候是向公开市场释放流动性，这与央行不想重蹈去年6月钱荒有很大的关系，尽管外汇占款在二季度增加有所减少但央行近半年的正回购操作保证了市场流动性的平稳，同时“定向降准”主要惠及了去年钱荒的真正缺钱者——中小型城商行，这样全面市场与个别个体分别照顾的政策保证了流动性不会出现大幅的转变，虽然6月末shibor利率有所抬头但仍处于历史平稳区间，处于央

行容忍的利率之下。我们预计，未来市场流动性不会出现急剧的转变，加之两次“定向降准”后，全面降准的可能性已经极低，未来利率市场仍会处于央行容忍区间，对国债期货走势不会产生巨大的影响。

人民币扩大波动范围之后，贬值一度有所增大，但五月经济数据向好，尤其贸易顺差的改善有助于促使外汇占款继续增长，这将压缩人民币继续贬值的空间，也为未来流动性提供了一定的支撑。

四、量化分析

蒙特卡罗模拟与 VAR 风险分析

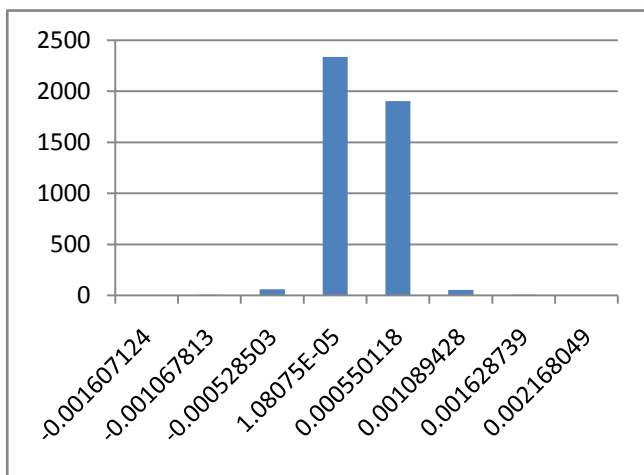
本部分，国都期货金融小组利用 matlab、Eviews 和 excel 软件对国债期货行情数据（3 月 24 号至 6 月 27 号 5 分钟数据）进行纯数学统计思维的分析，计算投资者在依据本报告作出买多策略所面临的风险。前人的研究成果表明国内的股票、期货市场在正态分布的基础上存在尖峰厚尾现象，针对这种情况，在本模型中，我们根据斯特奇斯公式将国债期货行情数据进行正态分布化，继而根据行情数据的历史波动率，利用蒙特卡罗方法进行上万次的模拟拟合未来一个月的走势，将可能的走势路径提供给投资者参考并依据模拟结果进行概率统计与 VAR 分析。

从图 16 来看，我们可以将历史行情的对数收益率看作一个近似尖峰尾部相对对称的正态分布，尖峰期望为 0.0001 与 0.0005 之间，我们针对这种情况，在模拟过程中将对标准正态分布进行权重再分配，使得随机生成数据大部分集中在正态分布的尖峰部分。我们在接下来的计算中可以利用改写的正态分布进行未来趋势的拟合。

图 17 展示了利用蒙特卡罗方法进行 1 万次模拟后 TF1412 至 7 月 25 日的走势【我们以 6 月 27 号的收盘价 94.506 为起始价格，机会成本利率取 5.09%（从历史统计中获得的年化收益率），历史波动率经过计算为 0.0259，步长设为 5 分钟】，我们发现未来至 7 月 25 日国债期货价格最低值在 91.712 附近取得。

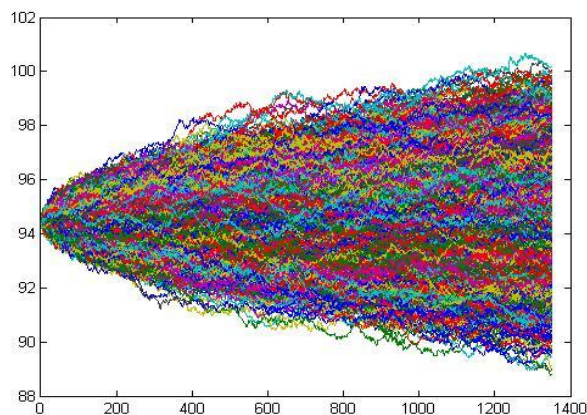
图 18 与图 19 展示了计算结果的概率统计结果与 VAR 值。通过图 18 我们可以知道未来 1 个月(至 2014 年 7 月 25 日)国债期货价格超过 96.12 的概率不超过 18.6%，换句话说，短期市场环境发生剧烈变动的概率较大，未入场者暂时不要进场。

图 16: 历史行情正态化统计数据



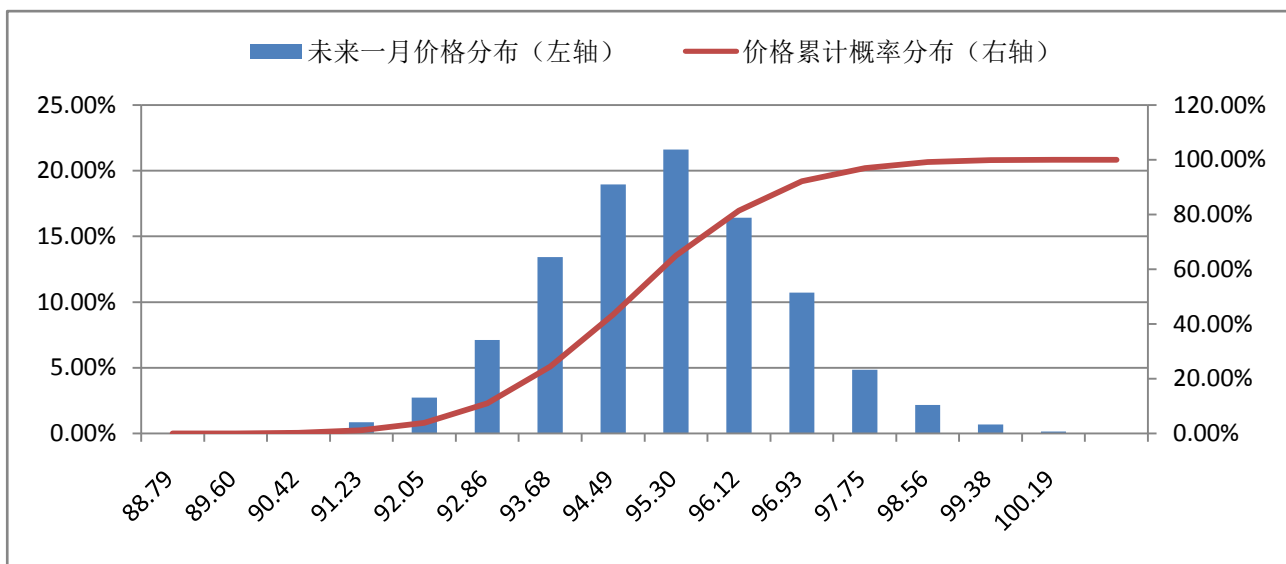
数据来源: 国都期货

图 17: 蒙特卡罗模拟路径



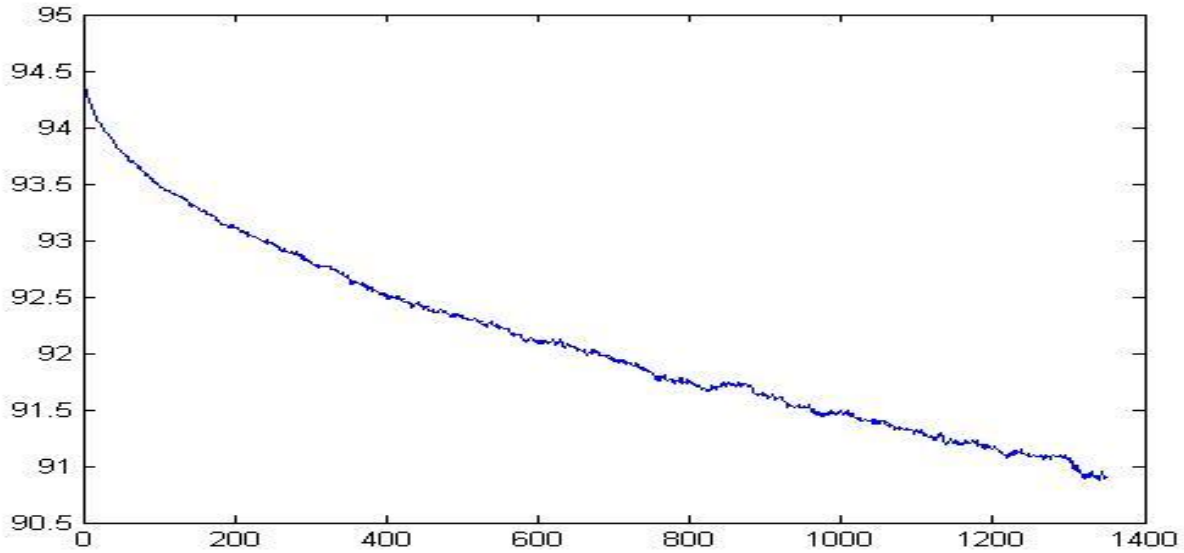
数据来源: 国都期货

图 18: 蒙特卡罗模拟至 TF1406 交割日的价格分布图



数据来源: 国都期货

图 19、蒙特卡罗模拟至 6.13 日 TF1406VAR 计算



数据来源：国都期货

套利模型说明

国都期货金融小组设计的套利模型主要原理为无风险套利模型，即在考虑期货、现货交易费用的前提下，假设投机人现有现金为零，通过向银行借贷进而买卖期现货进行套利。如果再进行一系列操作后，投机人手上现金仍为零，那么我们就找到了进行投机套利的期货价格临界点，将期货价格贴现到现在则找到真正的临界点。图表 20 与图表 21 展示了按照现在的价格计算的临界值（以 6 月 27 号为例进行计算，临界值根据 CTD 的价格变化而变化，需要长期实时跟踪监视）

图 20、期现套利上限

套利区间上限计算				
债券填写信息				
银行间代码	债券报价	转换因子	起息日期	到期日期
130015	96.773	1.0242	2013/7/11	2020/7/11
前一付息日	后一付息日	配对缴款日	票面利率(%)	计息频率
2013/7/11	2014/7/11	2014/9/16	3.46	1
其他变量填写				
		非填写变量		
资金借贷成本	0.06	债券到期收益率折现因子	0.990999815	计算结果
债券到期收益率	0.04074	当期日期	2014/6/27	
期货交易手续费(元/手)	10	(T-t)/365	0.221917808	分子部分
期货冲击成本(双向合计)	0.0002	借贷折现因子	0.986773185	分母部分
期货保证金比例	0.04	配对缴款日现券应计利息	40951.23288	期货套利上限
现货交易费用	0.0000025	应计利息现值	40409.57849	国债期货理论价格
现货柜台费用(元/笔)	150	现货购买日应付利息	33272.87671	95.13291155
				94.62435814

数据来源：国都期货

图 21、跨期套利上下限

跨期套利			
计算区域			
均衡价差	0	近月合约理论价格	94.62435814
冲击成本	757.712	远月合约理论价格	94.88157508
近月保证金	37809.96048		2572.169405
近月成本	488.3547333		
远月保证金	37976.39376		
远月成本	490.5043912		
近月合约距离最后交易日的天数	77		
交易费用	20		
输入区		结果区域	
无风险利率	0.06	上限	0.432874053
近月合约最后交易日	2014/9/12	下限	0.081559828
近月合约价格	94.506		
远月合约价格	94.922		
冲击成本	0.0001		

数据来源：国都期货

免责声明

如果您对《国都期货投资月刊》有任何意见或建议，您可在我们的网站（www.guodu.cc）论坛上留言，或致信于国都信箱（gdqh@guodu.cc），欢迎您及时告诉我们您对本刊的任何想法！

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。国都期货研究团队建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

版权声明：(C)《国都期货投资月刊》版权为国都期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经国都期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其他任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。涉及版权的所有问题请垂询：010-64008822
