

2011

GUODU FUTURES

Investment

Monthly

国都期货
投资

月刊



国都期货有限公司
GUODU FUTURES CO.,LTD

互信·共赢·美好生活

Mutual Trust, "All-Win" And Beautiful Life

【综合平台、多元服务】

国都期货有限公司是国都证券有限责任公司和中诚信托有限责任公司共同出资设立的全国性期货公司，国都期货与股东相配合，共同构建了集信托、证券、基金、期货于一体的较为完整的金融业务格局，合法合规实现信息共享，有效整合金融资源，搭建的多功能金融服务平台，可以满足不同客户的个性化金融服务需求，提供“一站式”金融解决方案。



月度报告

国债期货

2013年10月25日星期五

研发中心

研发中心金融小组

徐疆

010-84183067

xujiang@guodu.cc

陈润宵

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

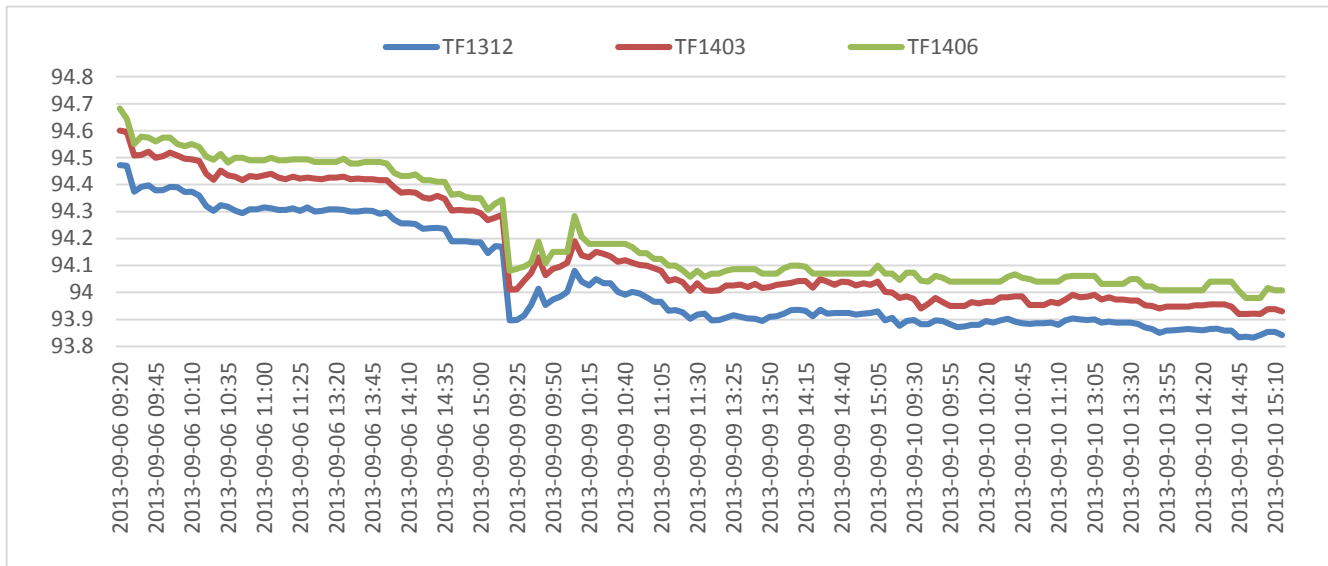
债期继续维持在弱势区间，四季度流动性成关键因素

月报看点

- 1、从上市至10月25号，国债期货整体呈现弱势下跌的走势，我们认为未来一个月，国债期货仍将维持在弱势震荡区间，整体维持一个相对偏空的思维。
- 2、**投资建议：投资者在未来一个月保持空头思维，空单持有者继续持有，未进场者可逢高空单入场，止损点位 94.5。（具体分析见【宏观基本面分析】、【流动性分析】及【量化分析】）。**
- 3、未来一个月流动性仍处于紧平衡状态，但六月份钱荒或不会重演，主要原因在于三季度经济数据较为出色，完成全年经济目标，压力不大，货币政策在四季度不会出现大的改变；同时央行在公开市场的弹性操作会将市场流动性控制在目标区间。**国都期货金融小组认为，四季度，“稳增长”政策会再度让位于“调结构”，经济增长较三季度或略微下行。**
- 4、根据数量模型，未来一个月国债期货价格的最高值在 94.4 附近取得，投资者在 93.688 点位附近卖空操作后，最大损失不超过 6110 元/手的概率为 95%。
- 5、未来一个月记账式国债发债计划表。

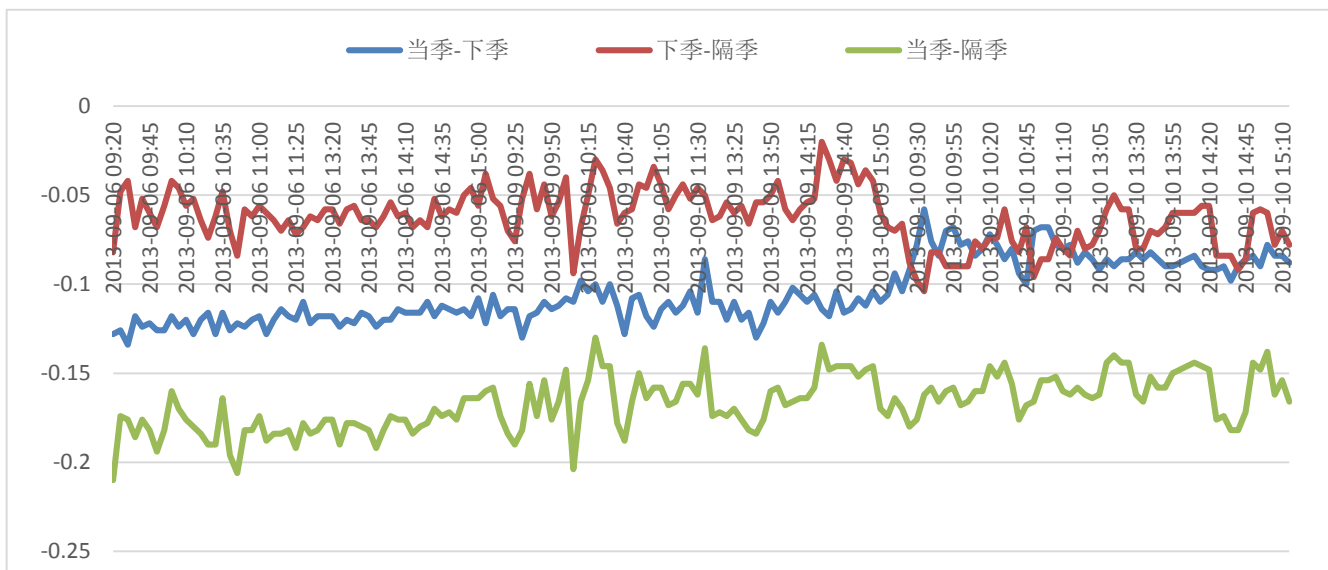
一、行情回顾

图 1、债期三合约走势



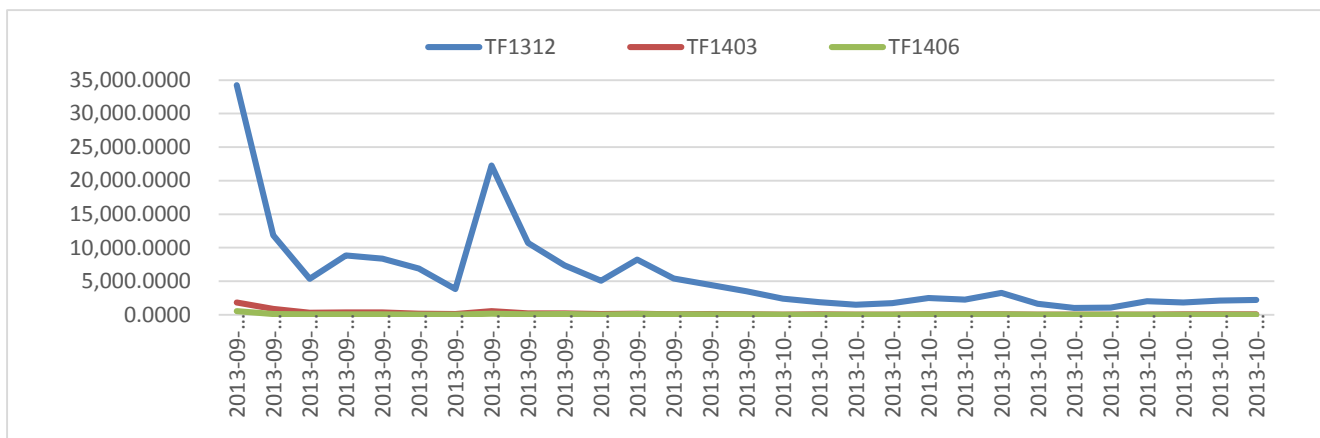
数据来源：国都期货

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

国债期货从上市至 10 月 25 号，整体呈现弱势下跌的走势，这与流动性趋紧密切相关。自六月份银行钱荒以来，国都期货金融小组认为，央行在公开市场的整体操作思维为：保持流动性中性偏紧，视市场流动性情况弹性维持公开市场操作。流动性太紧张进行公开市场操作，流动性大体平衡甚至出现宽松苗头则暂停公开市场操作。我们认为央行完成 M2 增速既定目标压力较大，未来流动性趋于紧平衡是个必然趋势，但六月份的钱荒必然不会重演，主要在于为了完成年内经济目标，央行应保持流动性的下限不至于影响年内经济目标的完成。

从历史成交量来看，国债期货成交量从首日的 3.5 万手急速下滑至每日 2000 手左右。成交量如此之低，与债市的主要参与者银行未能入市有关，从另一个侧面也说明，银行对于参与国债期货持谨慎态度。国都期货金融小组认为，国债期货如此低的成交量并没有很好的体现国内利率市场的情况，国债期货的价格与债市流动性存在一定的偏差。换句话说，现如今的国债期货市场还是一个弱式有效市场，信息严重不对称，对于债券市场不了解的个人投资者或者单凭技术分析进行操作的投机者请谨慎选择入市。

我们认为，未来一个月内，市场流动性仍维持紧平衡状态，国债期货仍将在弱势区间内震荡下跌，建议投资者逢高空单进场，止损 94.5（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

GDP 与 PMI 解读

图 4: GDP 当季同比

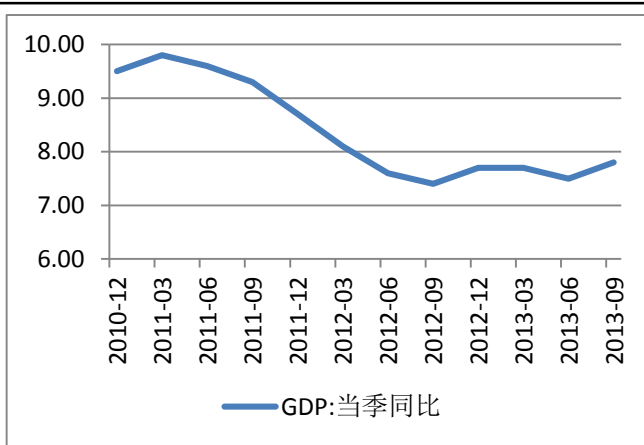
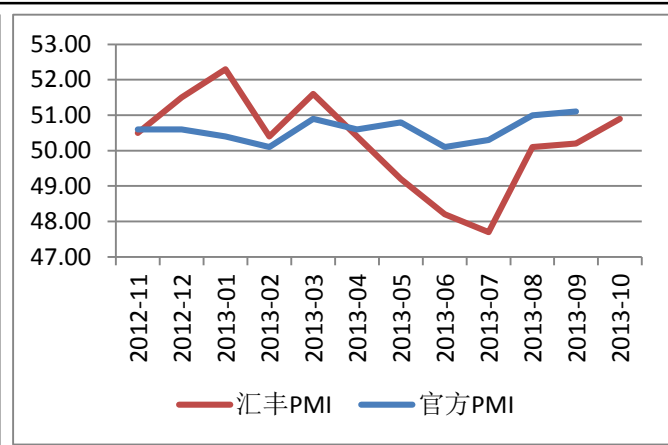


图 5: 汇丰 PMI 和官方 PMI



数据来源: 国都期货

数据来源: 国都期货

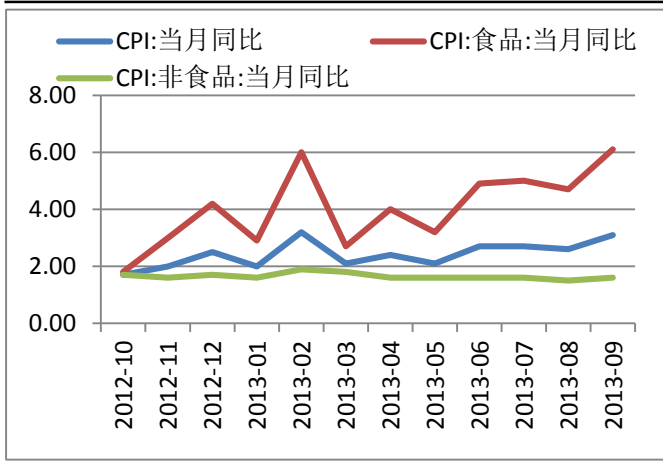
中国第三季度 GDP 增速 7.8%，前三季度 GDP 增速为 7.7%；9 月份官方 PMI 为 51.1 为六个月来新高，汇丰 PMI10 月份为 50.9 为 7 个月来新高。**GDP 与 PMI 的回升说明我国经济总体平稳，稳中向好。国都期货金融小组认为，就目前的增速来看，完成全年 GDP7.5%的增长目标十拿九稳，未来四季度经济政策不会出现较大的改变，流动性将成为影响经济市场的关键因素。**

从汇丰 10 月份 PMI 分项来看，新订单指数与产出指数均呈加速扩张,新订单指数连续两月环比改善超过产出指数,新出口订单维持在 50 以上,显示内外需求均有好转。就业指数虽仍处收缩区间,但环比改善明显,已接近 50 的荣枯线。采购数量指数加速扩张、采购库存指数、产成品库存指数均转为扩张,表明随着需求的好转,企业对未来预期转好,开始主动加库存。

表面上来看 10 月份中国制造业回暖仍在持续，但鉴于三季度宏观数据利好，未来国家完成年内目标压力不大，我们认为，四季度“稳增长”政策可能再度让位于“调结构”，因此四季度的经济增长动力较三季度会有所减弱。国都期货金融小组判断，国内生产总值（GDP）环比增速已在今年第三季度的 2.2%见顶，今年第四季度的 GDP 环比增速预计将放缓至 1.8-2.0%这个更加可持续的区域。GDP 同比增速也会从第三季度的 7.8%略微放缓至第四季度的 7.7%。

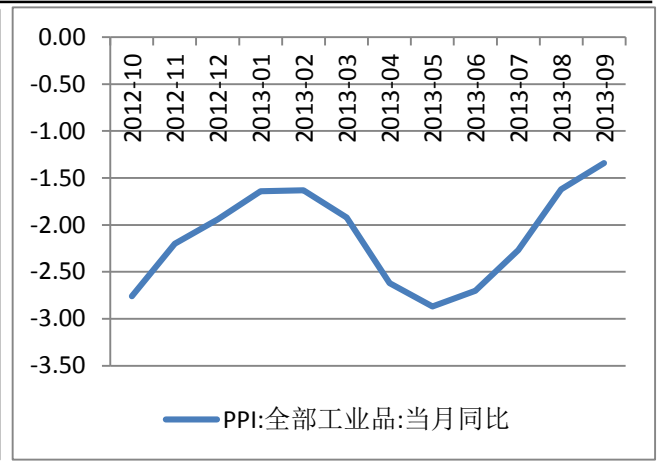
CPI 与 PPI 解读

图 6: CPI 走势



数据来源: 国都期货

图 7: PPI 走势



数据来源: 国都期货

2013年9月份,全国居民消费价格总水平同比上涨3.1%。其中,食品价格同比上涨6.1%,影响居民消费价格总水平同比上涨约1.98个百分点;烟酒及用品价格同比下降0.2%;衣着价格同比上涨2.3%;家庭设备用品及维修服务价格同比上涨1.4%;医疗保健和个人用品价格同比上涨1.1%;交通和通信价格同比下降0.2%;娱乐教育文化用品及服务价格同比上涨1.9%;居住价格同比上涨2.6%。据测算,在9月份3.1%的居民消费价格总水平同比涨幅中,去年价格上涨的翘尾因素约为0.8个百分点,新涨价因素约为2.3个百分点。

2013年9月份,全国工业生产者出厂价格同比下降1.3%,环比上涨0.2%。工业生产者购进价格同比下降1.6%,环比上涨0.2%。1-9月平均,工业生产者出厂价格同比下降2.1%,工业生产者购进价格同比下降2.2%。

9月居民消费价格指数(CPI)在食品价格的带动下创下七个月高点且略超预期,不过我们认为,今年通胀仍可可控于目标范围内,尚不构成太大威胁。主要原因在于食品价格主导的物价上涨主要还是结构性的价格上涨,很难转化为典型的通货膨胀,食品价格环比上涨较多,既有中秋、国庆节日因素,也有季节性影响因素,还与部分地区旱涝灾害有关。随着四季度经济增速的放缓,我们预计未来通胀不会出现持续性的大幅增长。

9月PPI环比继续上涨,同比降幅进一步收窄,显示市场需求趋于活跃,宏观经济继续稳中有升。从环比数据看,9月份工业生产者出厂价格和购进价格在8月份环比上涨0.1%的基础上继续上涨,环比涨幅均为0.2%。这表明国内稳增长措施逐渐发力,显现效力。**国都期货金融小组认为,未来四季度PPI仍可能处于通缩状态。一方面,PPI翘尾因素维持低位。2013年前11个月,PPI同比的翘尾因素均为负,其中上半年大幅**

为负，下半年开始逐步收窄至零附近。另一方面，新涨价因素有限。过去三年企业投资形成较大产能，导致目前产能过剩问题比较严重，为了摊薄折旧成本和财务费用，企业需要维持一定的生产规模。目前部分产业仍有比较严重的产能过剩问题，产品价格反弹后，产量提升会再次导致供大于求，产品价格再次回落，这与制造业 PMI 显示生产指数持续强于新订单指数相一致。

汇率解读

图 8：美元兑人民币中间价

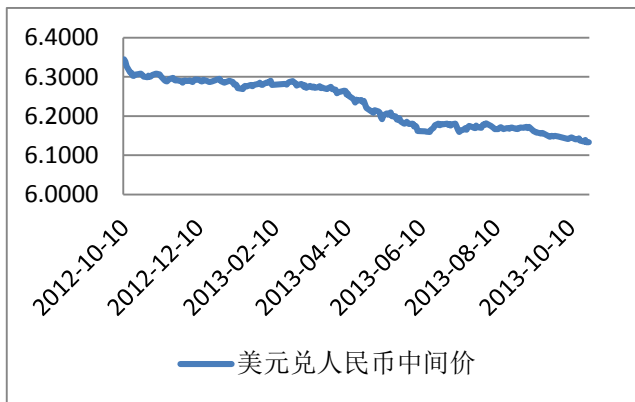
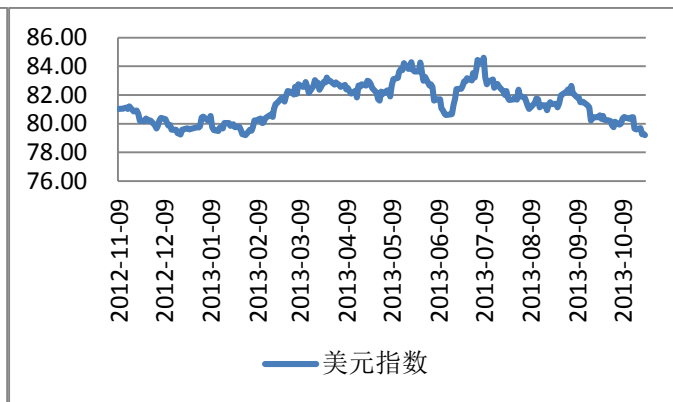


图 9：美元指数



数据来源：国都期货

数据来源：国都期货

近期，人民币汇率连创新高，10月23日美元兑人民币的中间价报6.133，创下2005年汇改以来的新高，即期汇率在25日突破6.08大关，触及6.0799，再创历史新高。由于美联储推迟退出QE，以及政府财务上限问题的推迟，美元在短期仍然将保持弱势，近期美元指数的持续下跌也能在一定程度上解释人民币的持续走强。

一般来说，美元指数与中国10年期国债利率之间具有较为显著的负向关系。主要体现为美元指数对国际大宗商品的影响。美元的下跌一般将导致以石油为代表的国际大宗商品价格上涨，从而增加了国际性的通货膨胀压力。但是从近期大宗商品走势来看，随着美元走软，国际大宗商品虽然有所上涨，但涨幅有限，油价近期还出现了一定程度的下跌，说明全球经济增长依旧迟缓，同时人民币升值一定程度抵消了价格的上涨，国内上游厂商的通胀压力不大，这可以从原材料购进价格和工业品出厂价格持续走低看出。

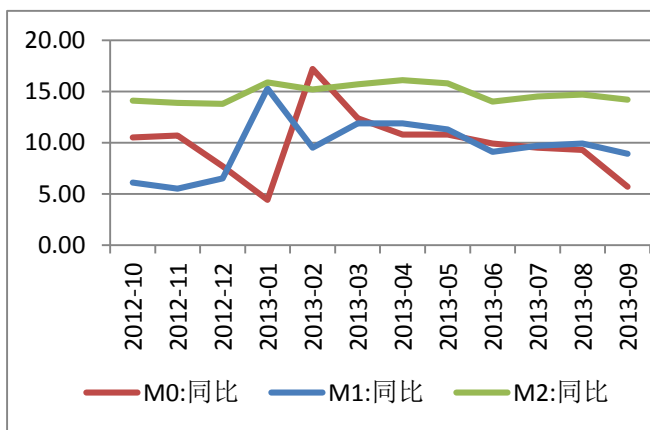
短期来看，人民币升值预期可能引起热钱的流入，9月外汇占款的大幅上升也能一定程度反映出这种预期，这部分热钱可能更多的投向流动性较好的金融资产，对股市和债市形成一定的支撑，但升值预期中止后，也会引起资产价格的大幅下跌，对经济整体的稳定性造成不利影响。

结论

在国内经济企稳向好，美国推迟 QE 退出及财务上限延迟的背景下，人民币升值预期增加，热钱再次流向中国，为国内提供了部分流动性，但在国内在完成全年经济目标十拿九稳的前提下，“稳增长”的政策将很大程度上让位于“调结构”，因此未来四季度经济增长动力可能减弱，央行将有更大的空间完成全年 M2 增速目标，未来市场流动性仍然保持紧平衡的状态。

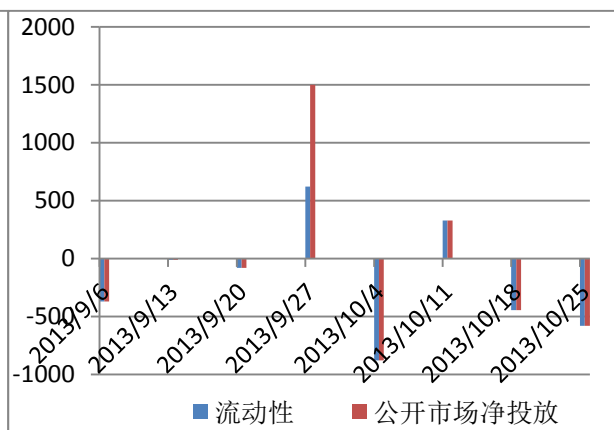
三、资金流动性分析

图 10: CPI 货币增速



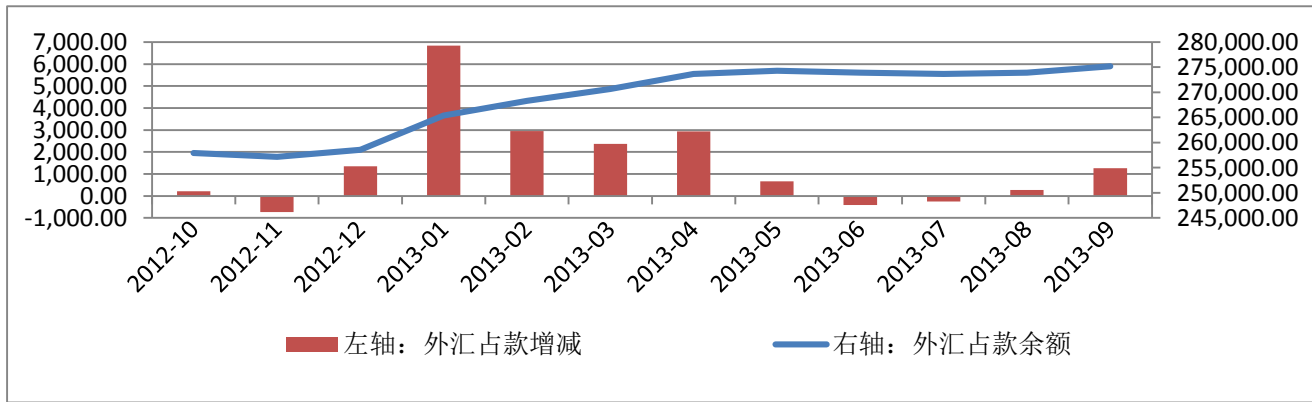
数据来源: 国都期货

图 11: 每周流动性测算



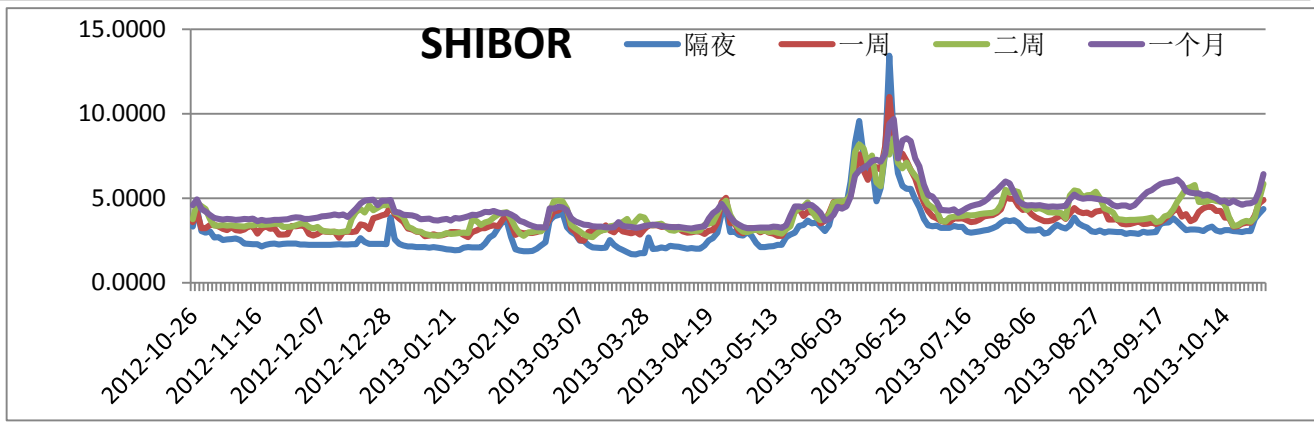
数据来源: 国都期货

图 12: 外汇占款余额情况



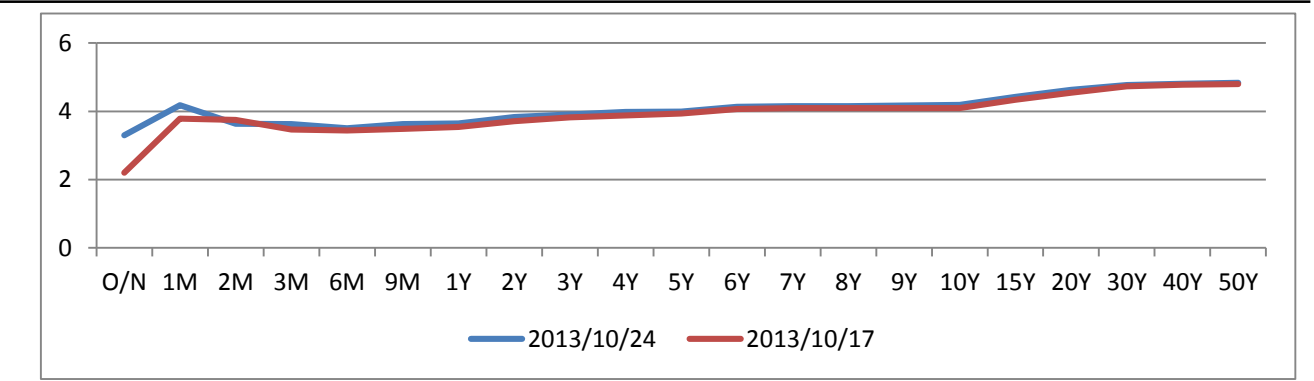
数据来源: 国都期货

图 13、SHIBOR 逐日曲线



数据来源：国都期货

图 14、银行间固定利率国债到期收益率曲线



数据来源：国都期货

迫于 M2 增速调控目标的压力，进入六月份以来，中国货币市场整个货币供应量增速较上半年有实质性的减少，9 月份 M0 同比增速 5.7%，M1 同比增速 8.9%，M2 同比增速 14.2%

外汇占款方面，由于美元的走弱以及中国经济企稳带来的人民币升值预期导致外汇占款余额再次进入增速状态，9 月份外汇占款余额 275179 亿元，较上月 1263.6 亿元。

SHIBOR 利率从 10 月 16 号以来再次进入上升区间，隔日、一周和两周拆借利率分别从 3.055，3.855，4.65 上升至 4.367，4.891，5.862，长端利率基本未发生变化。

整体来看，国都期货金融小组预测未来四季度货币供应量仍保持缓慢的增长趋势，但考虑到供应量的调控目标，四季度央行会更加频繁的应用公开市场操作工具，整体的降准降息将成为小概率事件。从我们检测的每周流动性动态来看，从九月份至今，市场净投放量为-1415 亿元，换句话说，央行从市场回收 1415 亿元，冲抵 8、9 月份增加的外汇占款余额，表面来看市场整体流动性再次趋于紧张，但我们认为现阶段不会在爆发

钱荒的类似事件。经历六月份钱荒后，SHIBOR 利率在 7 月初恢复正常区间，如果我们将其视为钱荒问题解决，将 7 月初的流动性视为“中性”，设置为零的话，我们来看一下 7 月至今流动性的增减情况：假设货币供应量以及外汇占款余额能够满足三季度 GDP 增长所需，那么，三个月外汇占款总计增加 1292.08，央行公开市场操作总计净投放 2587 亿元，其中包括正逆回购以及央票操作的 1977 亿元，综合来看，现阶段的流动性较之 7 月初宽松 3880 亿元左右，未来 SHIBOR 利率不会在创 6 月份以来的新高。

我们预计，央行仍会继续暂停公开市场操作，或维持地量规模的操作，未来流动性将在紧平衡的状态下维持适度的空间确保四季度经济目标的完成。

四、量化分析

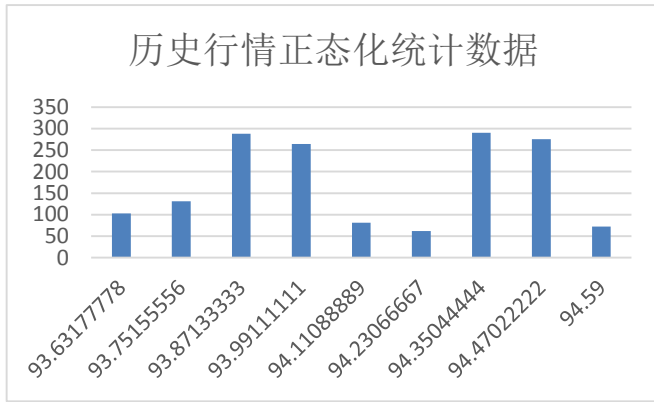
本部分，国都期货金融小组利用 matlab、Eviews 和 excel 软件对国债期货行情数据（9 月 6 号至 10 月 25 号 5 分钟数据）进行纯数学统计思维的分析，计算投资者在依据本报告作出卖空策略所面临的风险。前人的研究成果表明国内的股票、期货市场在正态分布的基础上存在尖峰后尾现象，针对这种情况，在本模型中，我们根据斯特奇斯公式将国债期货行情数据进行正态分布化，继而根据行情数据的历史波动率，利用蒙特卡罗方法进行上万次的模拟拟合未来一个月的走势，将可能的走势路径提供给投资者参考并依据模拟结果进行概率统计与 VAR 分析。

从图 15 来看，我们可以将历史行情近似成两个正态分布的拟合，期望分别为 93.93 与 94.41，利用正态化公式后符合我们的预期，我们在接下来的计算中可以利用正态分布进行未来趋势的拟合。

图 16 展示了利用蒙特卡罗方法进行 1 万次模拟后未来一个月的走势（我们以 10 月 25 号的收盘价 93.688 为起始价格，机会成本利率取 3.25%，历史波动率经过计算为 0.28，步长设为 5 分钟），我们发现未来一个月国债期货价格最高值在 94.4 附近取得。

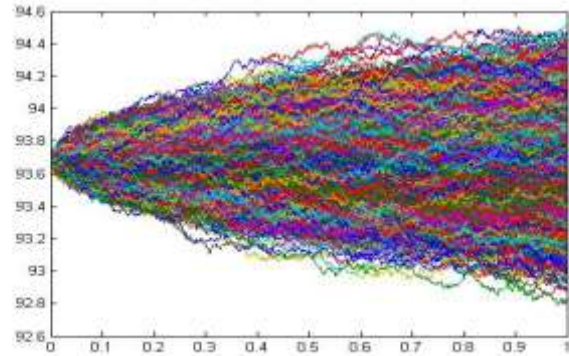
图 17 与图 18 展示了计算结果的概率统计结果与 VAR 值。通过图 17 我们可以知道未来一个月国债期货价格在 94.4 以下的概率为 99.5%，换句话说，在未来一个月流动性预期不发生改变的情况下，国债期货价格大于 94.4 为小概率事件。投资者逢高沽空，以点位 93.68 附近为例，在未来一个月承受的最大损失不超过 $(94.299-93.688) \times 10000=6110$ 元/手的概率为 95%。

图 15: 历史行情正态化统计数据



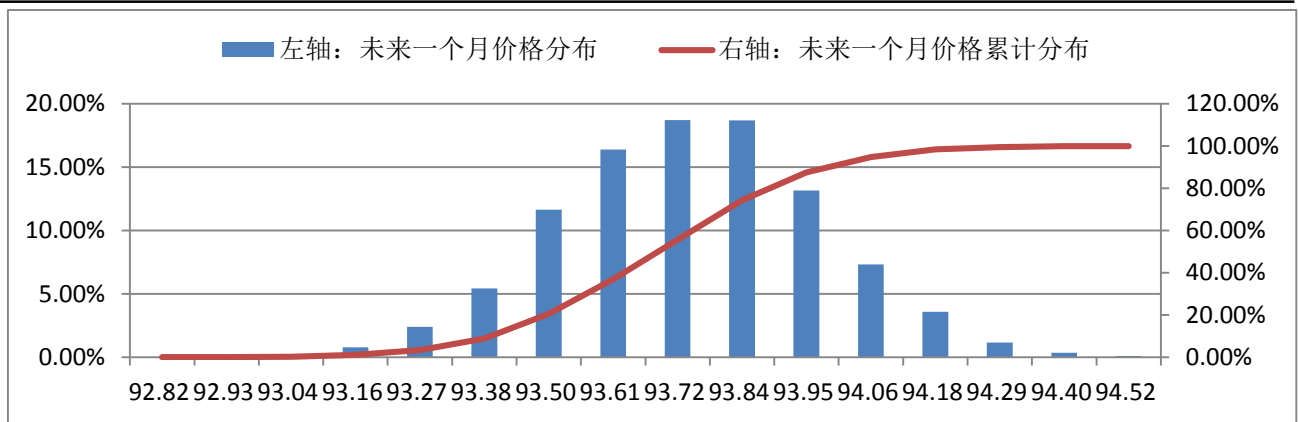
数据来源: 国都期货

图 16: 蒙特卡罗模拟路径



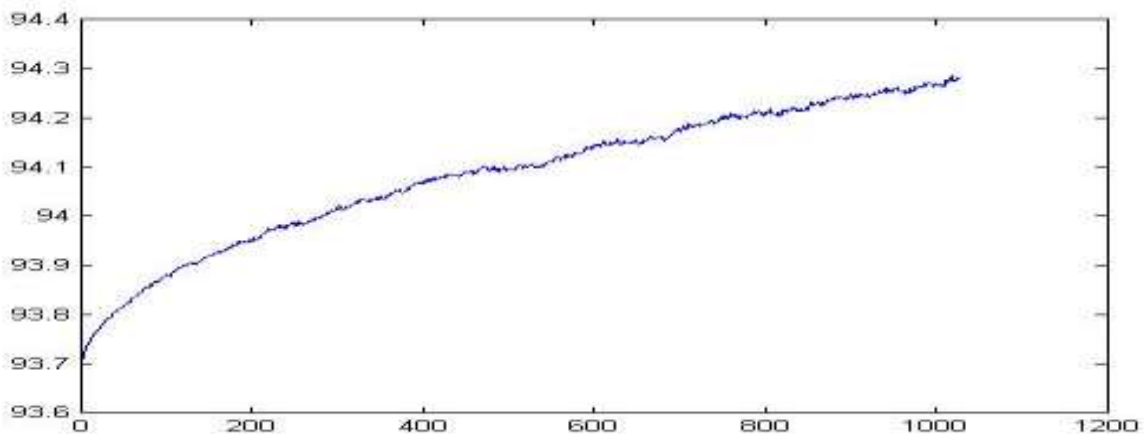
数据来源: 国都期货

图 17: 蒙特卡罗模拟未来一个月价格分布图



数据来源: 国都期货

图 18: 蒙特卡罗模拟未来一个月 VAR 计算



数据来源: 国都期货

五、未来一个月记账式国债发债计划

| 年度 | 发行日期 | 债券类型 | 期限(年) | 发行量(亿元) | 利率类型 | 付息方式 | 说明 |
|------|------------|-------|-------|----------|------|----------|-----|
| 2013 | 2013-10-30 | 记账式国债 | 1.00 | 280.0000 | 固定利率 | 到期一次还本付息 | 跨市场 |
| 2013 | 2013-11-6 | 记账式国债 | 5.00 | | | 按年付息 | |
| 2013 | 2013-11-13 | 记账式国债 | 7.00 | | | 按年付息 | |
| 2013 | 2013-11-15 | 记账式国债 | 50.00 | | | 按半年付息 | |
| 2013 | 2013-11-20 | 记账式国债 | 10.00 | | | 按半年付息 | |

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。报告的撰写并未顾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