

2013年12月23日星期一

经济增速放缓，货币政策趋紧 期债大概率维持弱势走势

研发中心金融小组

王伟辉

010-84183045

wangweihui@guodu.cc

廖鹏程

Liaopengcheng@guodu.cc

策略剖析

明年国债期货较今年大概率维持一个相对弱势的走势，但期债价格大幅下跌的可能性也较小。受外部需求不振，内部需求乏力，和改革阶段增长方式的转变三方面因素影响，2014年经济下行风险有所增加，经济减速阶段会增加安全资产的配置需求；但是近期资金面趋紧对债市的压力加大，同时随着利率市场化的推进，利率中枢上移会持续打压国债价格的回升空间。在市场整体流动性偏紧、供给压力增大的情况下，国债期货比较难以出现趋势性的行情，明年国债市场整体较今年偏弱概率较大。

主要观点

1. 国债期货明年或前高后低，维持相对弱势走势
2. 外需提升有限，内需启动缓慢，投资有所减速，中国经济明年增速或趋缓
3. 利率市场化或进入加速阶段，资金成本中枢上移
4. 央行明年维持稳健货币政策，市场流动性维持紧平衡

第一部分 2013 国债行情回顾

1.1 国债期货市场

5 年期国债期货合约于 2013 年 9 月 6 日正式在中金所上市交易。国债期货合约为季月合约，最近三个季月合约上市交易，首批上市合约包括 TF1312、TF1403 和 TF1406 三个合约。挂牌基准价分别为 94.168 元、94.188 元和 94.218 元。

上市首日，国债期货呈冲高回落走势，市场交投较为活跃，国债期货三合约上市首日总成交 36635 手，持仓总量为 2959 手。当季合约 TF1312 为主力合约，对应的活跃最便宜可交割券为 130015，根据测算，国债期货挂盘价低于据现货价格计算的理论值，造成较高的期现价差。

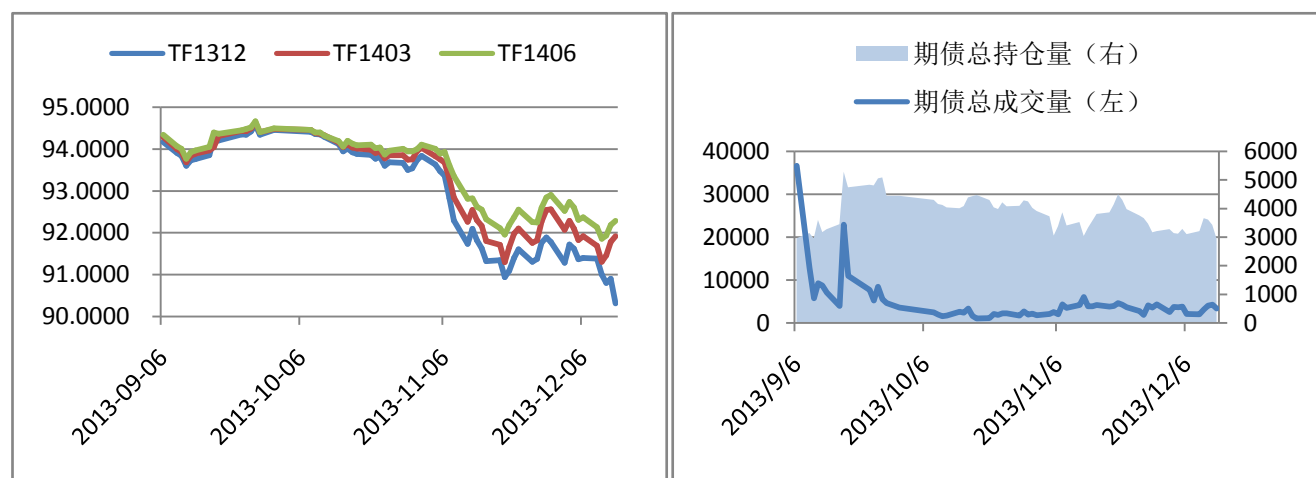
上市以来，国债期货价格整体呈震荡下行走势，进入 11 月后，价格一度大幅下挫，随后维持低位震荡。本轮国债期货价格大幅下跌与经济基本面存在一定程度的脱离。一是经济层面未出现过热的迹象，中国经济增速更多的出现放缓迹象；二是通胀处于一个较为温和的水平；经济和通胀层面并不能促使国债期货价格大幅下行。短期内资金面的紧张和长期机构资产配置风格的转变是国债期货市场走弱的主要原因。

从成交量来看，除上市初期成交较为活跃外，期债大部分时间交投清淡，市场流动性较差。以 TF1312 为例，上市后 64 个交易日中，只有 4 个交易日成交量超过万手，下季合约 TF1403 和隔季合约 TF1406 成交更是大部分时间处于百手左右。2013 年 9 月 4 日，证监会公布券商和公募基金参与国债期货指引，但在保险公司和银行等债券投资主体未进场的情况下，机构投资者市场观望情绪较为严重，国债期货成交量逐日减少，持仓处于相对稳定状态。截止 2013 年 12 月 13 日，国债期货日均成交约 4663 手，日均持仓约 3848 手。

2013 年 12 月 13 日，TF1312 合约到期交割，共有 381 手国债期货进入最后交割环节。

图 1：国债期货价格走势（截止 12 月 13 日）

图 2：国债期货持仓和成交数据



数据来源：国都期货，wind

数据来源：国都期货，wind

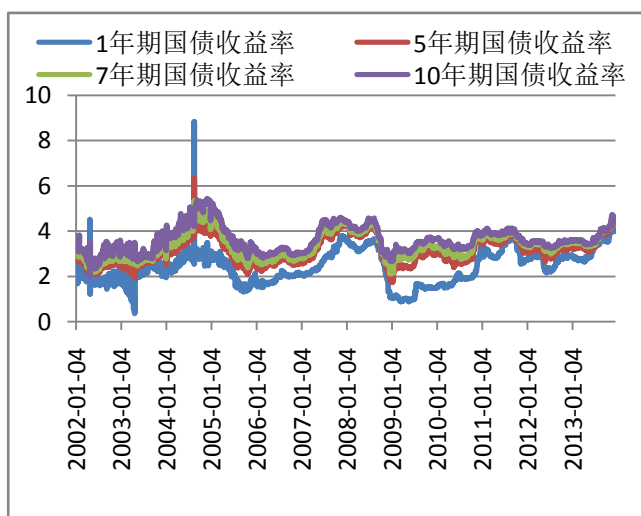
1.2 国债现货市场

1.2.1 国债现货价格走势

根据中债债券分类，截止 2013 年 12 月 18 日，共有 263 只国债存量，总规模 87455.79 亿元，占全部债券票面额的 34.55%。银行间市场托管 90% 以上的债券，是债券的主要交易市场，2013 年银行间国债收益率整体呈现震荡走高走势，2013 年 1-6 月银行间国债收益率维持窄幅震荡，6 月之后，国债收益率逐步走高，截止 2013 年 12 月 17 日，10 年期国债到期收益率为 4.5639%，较年初 3.6062%，大幅上涨近 100 个基点。与近十年数据相比，2013 年全年维持在历史高位运行。

1 年期国债和 10 年期国债收益率利差呈 V 型走势，6 月“钱荒”影响下，短期利率和长期利率利差有所收窄，随着市场流动性趋于缓解，利差逐步回升。但今年整体而言，利差处于历史低位，这也反映出今年市场资金面的紧张情况。

图 3: 国债到期收益率



数据来源: 国都期货, wind

图 4: 1 年期国债和 10 年期国债收益率利差

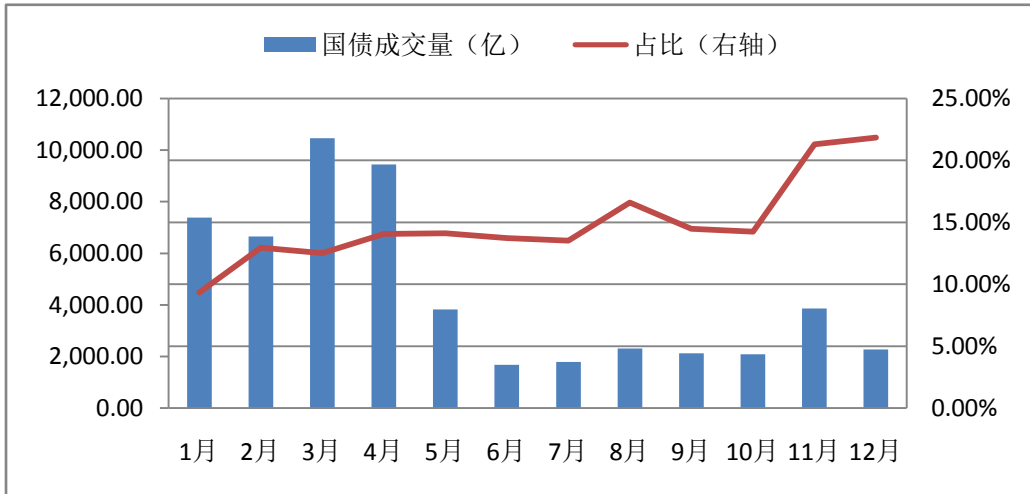


数据来源: 国都期货, wind

1.2.2 国债成交概况

截止 2013 年 12 月 18 日，债券二级市场总成交 405176.64 亿元，国债总成交 53857.65 亿元，占二级市场总成交额的 13.29%。从成交量来看，国债在前四个月成交量较大，整个债券市场成交较为活跃，部分原因在一季度市场信贷投放量较大，整个市场层面的流动性较为宽松。随着 6 月份钱荒的出现，以及机构资产配置由低收益国债向高收益非标资产的转换，国债市场参与度逐渐降低，成交量大幅缩减。

图 5: 国债现货成交量数据 (截止 2013 年 12 月 13 日)



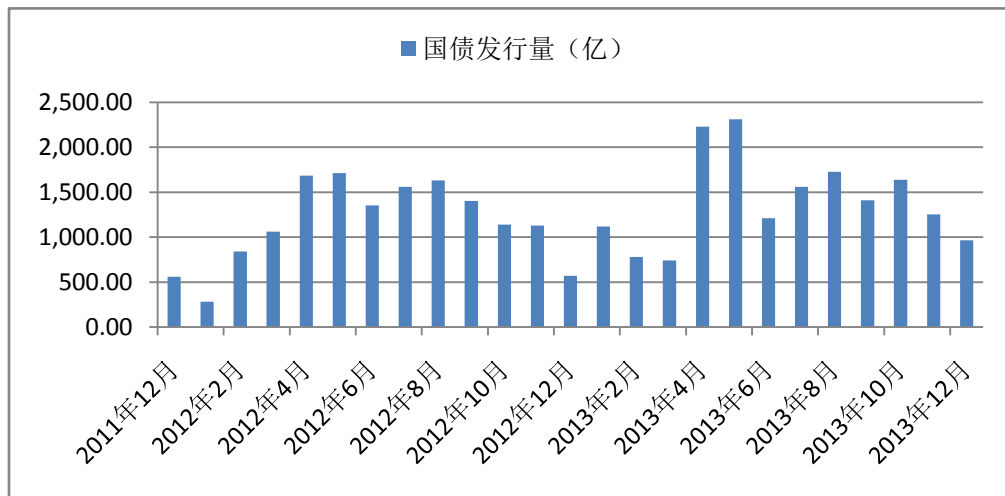
数据来源: 国都期货, wind

1.2.3 国债发行概况

与其他国家相比,我国国债发行规模较小。主要原因在于我国存在多年的贸易顺差,拥有大量外汇储备,分税制改革后中央财政实力增强,多年来存在大量的财政盈余,通过发行国债方式融资的需求较小,但近年来,国债发行规模逐年递增。截止 12 月 18 日,今年共发行 70 只国债,规模总计 16940 亿元。2012 年国债发行 12032.8 亿元,同比增加 40.78%。

今年 1 季度国债发行量较去年有所增加,四月和五月债券发行量猛增,发行量分别为 2231.1 亿元和 2309.84 亿元。而三月发行量仅为 740 亿元。

图 6: 国债发行数据 (截止 2013 年 12 月 13 日)



数据来源: 国都期货, wind

第二部分 宏观环境分析

对于债券市场长期变动而言，最为关键的宏观经济基本指标包括两大类：第一类为通货膨胀类的价格型指标；第二类为涉及经济增长类的指标。在经济增长向好的时期，债券的收益率低于股票及商品类资产，从而导致需求减少，价格降低；同时经济增长的过程会伴随一定程度的通胀，这又会一定程度打压债券价格。我们将在本部分分析基本面因素对国债期货价格的影响。

2.1 中国经济增速放缓

2013年中国经济基本平稳，但国内经济增速放缓，未来改革阶段，中国经济不太可能继续维持两位数的高速增长。截止三季度，国内生产总值累计 386761.70 万亿元，前三季度 GDP 增速同比增速分别为 7.7%，7.6% 和 7.7%。2013 年一、二季度，经济呈缓慢回落走势，进入三季度，由于政府出台一系列稳增长措施，使得三季度 GDP 增速回升至 7.7%，但进入四季度后，工业增加值等数据显示经济再次走弱。

作为经济的先行指标，PMI 数据在上半年维持低位徘徊，但基本维持在 50 荣枯线之上，进入六月后持续回升；11 月中国制造业采购经理指数为 51.4%，为 2012 年 5 月以来的高点，连续 14 个月位于临界点以上，表明我国制造业继续稳中向好。从分项指数来看，进入 10 月份，生产指数虽然大幅回升，但是新订单指数小幅下降，同时原材料库存指数由 10 月份的 48.6 下降至 11 月的 47.8，本轮企业补库存动力有所下降。12 月汇丰中国制造业 PMI 初值为 50.5，降至 3 个月来最低点，但仍然保持在第三季度总体平均水平之上，中国制造业部门始于今年 7 月的复苏趋势得以持续，但复苏步伐或趋于放缓。

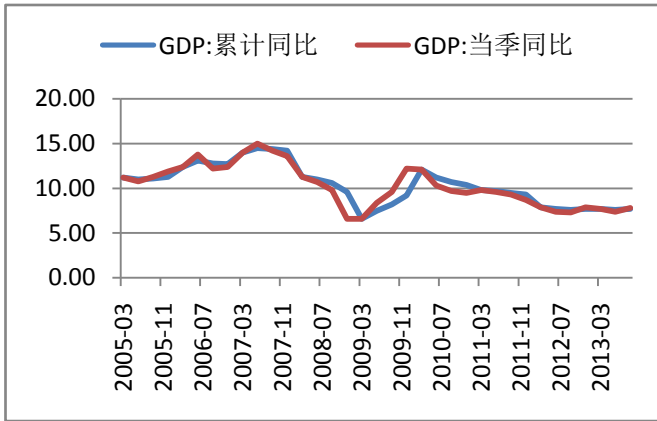
最新的工业生产与固定资产投资数据与汇丰 PMI 数据走势相一致，同比增速有所放缓。工业增加值上半年处于低位运行，进入三季度同比增速有所回升，但依旧处于相对低位。投资方面，固定资产投资增速基本维持稳定，房地产投资增速较去年有所回升，但 11 月数据低于市场预期，固定资产投资同比增速放缓至 19.9%。未来调控过剩产能和产业结构的升级可能使得投资增速放缓，但未来城镇化、保障房及棚户区改造的实现需要大量基础设施建设的支撑，或对经济提供一定的动力。

今年以来消费有所提振，但处于一个相对低位，内需启动依旧缓慢，2013 年 11 月份，社会消费品零售总额 21012 亿元，同比名义增长 13.7%。外围市场方面，欧美经济有所好转，但复苏步伐缓慢，外需的疲软也致使今年出口表现疲软，在此情况下扩大内需是促进经济增长的必然选择。但消费的启动需要包括收入分配、社会保障等领域进行一系列的改革，短期内对经济的提升空间相对有限。

通胀基本处于温和可控状态，全年处于调控目标 3.5% 之内，但进入四季度以来，通胀压力有所抬头，明年通胀或较今年有所提升。但目前经济处于温和复苏时期，同时存在下行风险，物价不具备大幅上涨的基础。

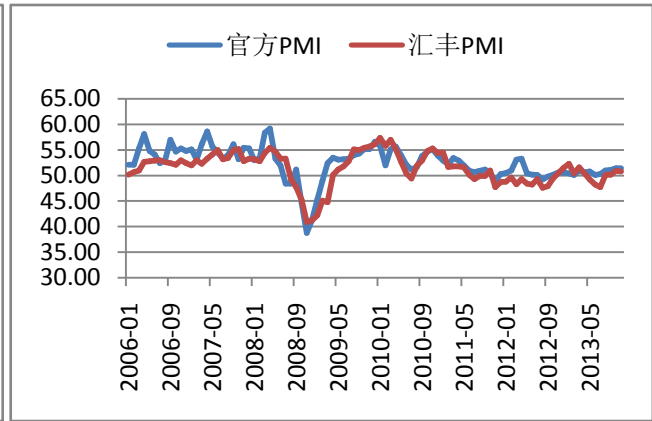
PPI 持续处于负值区域运行，一方面今年以来市场预期联储退出 QE，持续打压大宗商品价格，大宗商品市场表现疲弱，同时人民币升值，导致原材料等价格走低；另一方面，国内产能过剩严重，去产能、去库存效率有限，实体经济供需矛盾依旧尖锐。

图 7: GDP 增速



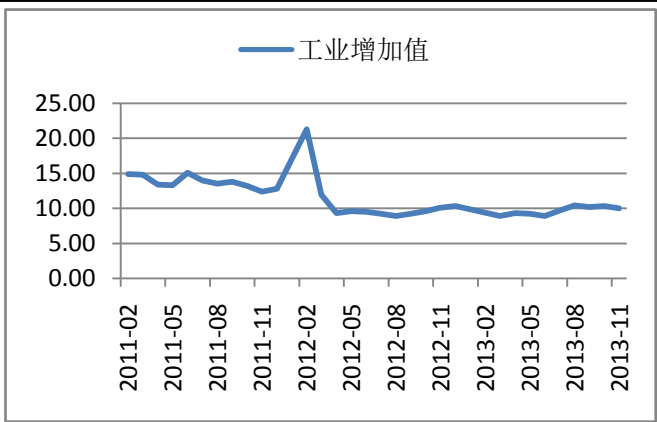
数据来源: 国都期货, wind

图 8: PMI 数据



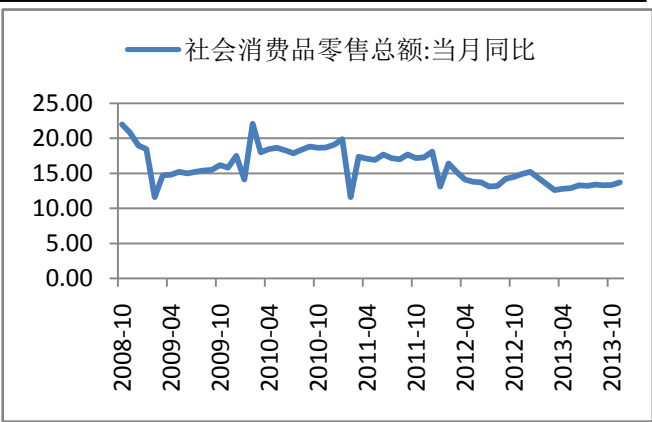
数据来源: 国都期货, wind

图 9: 工业增加值同比



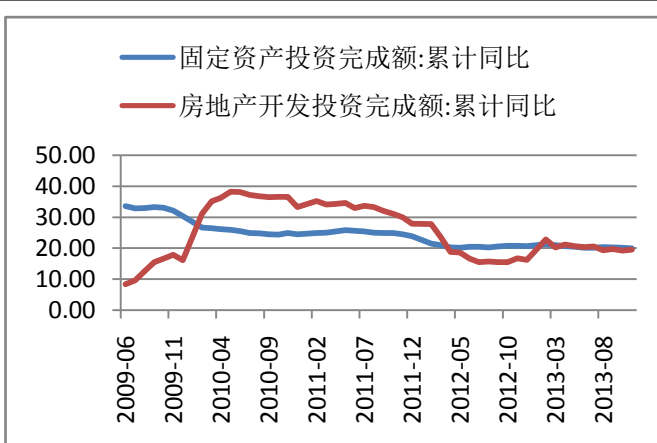
数据来源: 国都期货, wind

图 10: 社会零售消费品总额同比



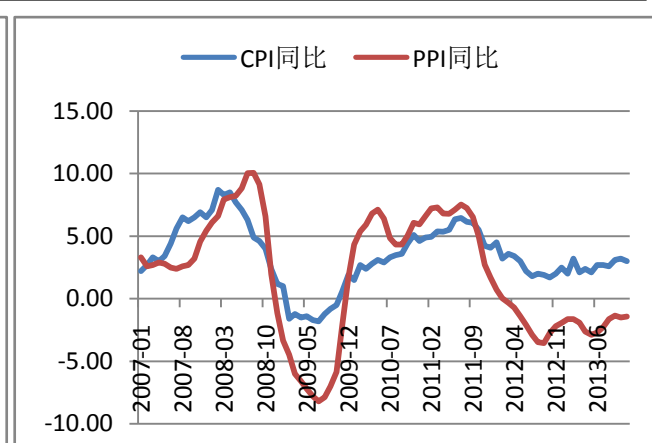
数据来源: 国都期货, wind

图 11: 固定资产投资



数据来源: 国都期货, wind

图 12: CPI 和 PPI



数据来源: 国都期货, wind

2.2 美国经济总体向好，但基础尚不牢固

进入 2013 年以来，美国经济复苏态势增强。得益于房地产市场持续复苏和消费市场继续向好，美国 GDP 增速高于市场预期，工业产出和零售额增速有所回升；进入三季度后，美国经济复苏动能增强，私人消费支出、投资及出口拉动经济增长，工业增长状况出现改善，9 月美国失业率降至 7.2%，为 2008 年 12 月以来最低水平。

美联储公开市场委员会（FOMC）年初宣布维持 0-0.25% 的基准利率不变，并继续将利率调整与通胀率和失业率等经济指标挂钩。但美联储主席伯南克在 6 月 FOMC 例会后表示，若美国经济继续朝预期方向改善，美联储可能在 2013 年晚些时候缩减债券购买规模，在 2014 年中期完全停止债券购买。12 月美联储宣布缩减每月购债规模至 750 亿美元，这标志着联储正式开始缩减 QE，但并未提及进一步缩减 QE 的时点和规模，缩减 QE 可能导致未来一段时间资本从新兴市场流出。

美国债务问题一度迫使政府关门，但预算削减以及债务上限问题仍得以顺利解决，一定程度上降低了这一不确定性因素对经济的拖累，而正式缩减 QE 也标志另一大不确定性因素的明确。失业率持续得以改善，也促使消费强劲复苏，为经济回升提供动力，最新数据显示美国三季度实际 GDP 终值年化季率 4.1%，远超市场预期，为 2011 年四季度以来的最好水平。

2.3 欧元区经济出现好转迹象，但面临通缩风险

整个 2013 年，欧元区经济都在衰退与增长之间徘徊，进入三季度，欧元区经济出现一定程度的好转迹象，但是整体复苏乏力。主要风险因素在于欧元区内部经济增长分化较为严重，国家之间经济发展状况不平衡。三季度，英国经济出现强劲复苏，GDP 环比增长 0.8%，创下三年多来的最高涨幅，同比增速也达到 1.5%。而法德经济进一步分化，德国经济表现较为良好，法国经济增长复苏乏力。

同时欧元区失业率处于较高水平，这也导致了需求的低迷，加大了经济由低通胀转向通缩的风险。根据欧元区统计局数据，11 月欧元区 CPI 同比增长 0.9%，远远低于 2% 的通胀目标，而三季度劳动力成本增速为三年来最低，劳动力成本增速放缓，意味着短期通胀仍然处于低位。

为刺激经济增长，防范通缩风险，欧洲央行于 3 月 7 日宣布继续将主要再融资利率、贷款便利利率和存款便利利率维持在 0.75%、1.5% 和 0% 的历史最低水平，并表示将按需要继续维持宽松货币政策。5 月 2 日，欧央行将主要再融资利率降低 25 个基点至 0.5%，将边际贷款便利利率从 1.5% 降至 1%。欧洲央行于 11 月意外宣布下调主要利率至创纪录的 0.25%。

2.4 日本经济反弹势头能否持续仍待观察

日本经济出现积极迹象，经济有所改善，但前景仍有待观察。今年以来，日本消费者信心指数回升，内需有所改善。得益于日元贬值，日本出口大幅增加，但同时也导致进口成本上涨，一定程度导致输入型通胀。6 月核心 CPI 同比上涨 0.4%，实现安倍政府上台后的首次正增长，同时创 2008 年底以来最大涨幅。

为在两年内实现 2% 的通胀目标，日本央行在一季度宣布采取更激进的“量化和质化宽松货币政策”。6 月 14 日，继宽松的货币政策、灵活的财政政策之后，安倍政府正式提出经济增长战略。10 月 1 日，安倍晋三

政府正式宣布自 2014 年 4 月起上调消费税，并同时出台 5 万亿日元经济刺激计划以减轻消费税提高带来的负面影响，但预计仍会对日本内需产生一定的影响。另外，日元贬值空间收窄、部分新兴市场经济体增速放缓等因素可能会影响日本出口增长，财政、货币和经济增长三方面政策能否实现安倍政府摆脱通缩、重振经济的预期效果尚待观察。

第三部分 宏观政策解析

短期来看，债券市场更多的受到货币政策和资金面因素扰动，市场流动性相对宽松时期债券价格一般会有相对较好的市场表现，当流动性收紧时，债券价格短期会出现一定程度的下跌。

3.1 货币政策

12 月 13 日落幕的中央经济工作会议提出，做好明年经济工作，最核心的是要坚持稳中求进、改革创新，必须继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

会议中提到防控地方债务风险和大力调整产业结构，同时特别提到了社会融资规模的合理增长。结合今年央行的公开市场操作来看，明年货币政策仍然会倾向于中性偏紧。为了防控地方债务，首先得从增量上进行控制，这意味着明年社会融资规模会控制在一定的范围之内。而 IPO 重启，各种金融创新产品的推出，将增加直接融资的规模，这意味着明年银行贷款规模或许会有所控制，但直接融资额将增长，这在一定程度会促进债券市场的发展。

明年央行或延续今年以来的政策微调手段，加大对短期数量工具的运用，根据外汇流入、货币信贷扩张等具体情况，在特定的时点前瞻性地进行预调微调。通过在特定时点利用大额的逆回购操作，常备借贷便利等工具，主动管理市场流动性，减缓市场资金波动。

直接融资规模的增加，或增加市场的债券供给，同时稳健的货币政策将降低债券的终端需求，两方面均不利于国债市场的回暖。

3.2 财政政策

中央经济工作会议提出明年经济六大任务：一、切实保障国家粮食安全。二、大力调整产业结构。三、着力防控债务风险。四、积极促进区域协调发展。五、着力做好保障和改善民生工作。六、不断提高对外开放水平。会议同时提到，中国将保持货币信贷和社会融资规模合理增长，推进利率市场化和人民币汇率形成机制改革，并着力防范债务风险，将化解地方债务风险作为重要工作，同时应对工业产能过剩问题，加大保障房供应。

从国债供给来看，在积极财政政策下，明年国债供给有望继续扩容。供给方面的压力依然较大，对国债收益率下行带来压力。

第四部分 货币市场分析

4.1 公开市场操作

公开市场操作是中央银行吞吐基础货币、调节市场流动性的主要货币政策工具，通过中央银行和指定交易商进行有价证券和外汇交易，实现货币政策调控目标。从交易品种来看，中国人民银行公开市场业务债券交易主要包括回购交易、现券交易和发行中央银行票据。

公开市场操作一方面可以调节市场流动性，对债券价格产生影响；另一方面，通过中标利率的调节，也在一定程度上体现央行的货币政策态度。两者都会对直接或间接影响国债的收益率。从使用效果来看，逆回购是较为有效的流动性管理工具。6月份“钱荒”之后，央行通过连续多次逆回购，缓解市场短期流动性，稳定市场情绪，shibor、质押回购利率也呈现出随逆回购操作涨跌的走势。另一方面，通过续作大额央票，锁定长期市场流动性，敦促金融机构去杠杆。

通过在特定时点进行大额逆回购操作，同时创设常备借贷便利，在6月后较为平稳的度过中秋和国庆双节，同时叠加季末因素，改善了资金面偏紧局面。

表 1：央行公开市场操作（截止 2013 年 12 月 13 日）

日期	货币净回笼	央票发行 (亿元)	央票兑付 (亿元)	正回购操作 (亿元)	正回购到期 (亿元)	逆回购操作 (亿元)	逆回购到期 (亿元)
2013年1月	3000	0	0	0	0	4840	7840
2013年2月	2530	0	0	550	0	8600	10580
2013年3月	1530	0	0	1980	450	0	0
2013年4月	-1008.78	0	1050	2350	2280	0	0
2013年5月	-1386.26	920	2300	2530	2450	0	0
2013年6月	-3138.38	220	1280	240	2230	0	0
2013年7月	-1314.77	1838	2670	0	240	170	0
2013年8月	-2201.01	1270	2580	0	0	2370	1530
2013年9月	-189.41	900	1270	0	0	2160	2370
2013年10月	382.19	114	220	0	0	1520	2030
2013年11月	-563.3	100	110	0	0	1360	810

数据来源：国都期货，wind

表 2：常备借贷便利余额

时间	2013年6月	2013年7月	2013年8月	2013年9月	2013年12月
常备借贷便利余额 (单位：亿)	4160	3960	4100	3860	3000

数据来源：国都期货，央行网站

从表 1 中我们可以看出，今年公开市场货币呈现出净回笼的趋势，全年大部分月份为资金净回笼，其中 6 月单月净回笼资金 3138.38 亿元，表现在市场上为全年偏紧的资金面状况。但通过表 2 我们可以看出，央行在特定时间通过常备借贷便利余额进行微调，一定程度缓解了特定时点的资金紧张状况。

央行本年度操作上偏向于锁长放短，即通过对大额长期央票续作，和短期逆回购相结合来调控资金面，这导致了长期资金面的紧张。一般来说，只能通过降低存款准备金率的方式来注入长期稳定资金面。但是由于中国目前处于改革特殊时期，降准会给市场带来宽松信号，无法敦促整体经济去杠杆化，中央经济工作会议的一个重点就是防控债务风险，为了控制信贷规模，央行依然会限制银行的放贷能力，减少信贷供给。另一方面，逆回购能够通过滚动操作，来达到宽松市场资金面的效果，但是短期资金很难进入实体经济，而且会带来期限错配的问题，在银行信贷萎缩的情况下，可以一定程度刺激市场发债动力，推进以债券换贷款的速度，提高直接融资比例。

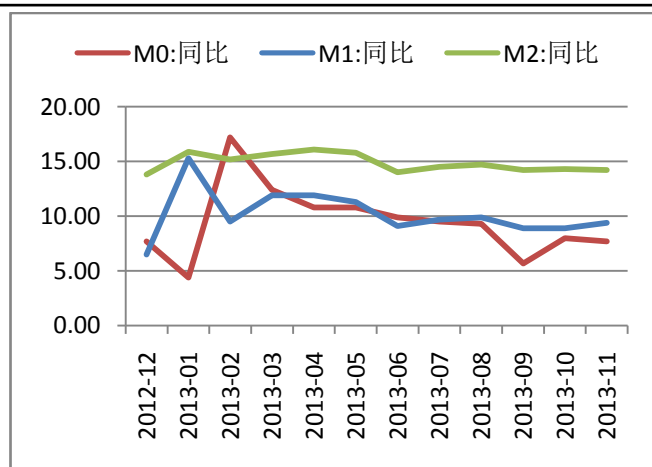
4.2 货币供应量、外汇占款及新增人民币存贷款

2013 年货币供应量依旧维持较快的增速，M2 同比增速持续处于高位，基本运行在年初 13% 的目标之上。今年 1-11 月，M2 增速已经达到 14.2%，基本不可能达成年初制定的 M2 全年增速 13% 的目标。

由于 10 月份以来，欧美经济出现一定程度复苏，全球需求有所提升，出口状况有所改善，11 月数据显示出口同比大增，外汇占款的大量增加为市场注入大量流动性。

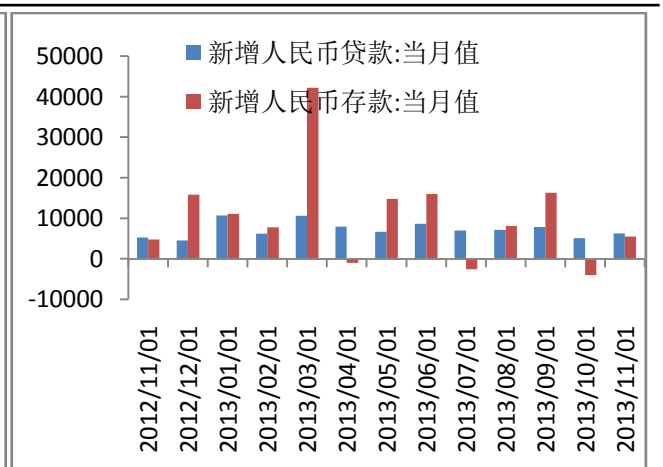
近期信贷规模有所回升，11 月金融机构新增人民币贷款 6246 亿元，较 10 月的 5061 亿元环比增长两成，截至 11 月末，人民币贷款增加 8.41 万亿元。与去年同期相比，新增人民币贷款仍然处于历史低位，显示出经济整体贷款需求仍然不足。新增人民币存款的波动较大，一定程度说明存款类机构存贷款之间配置的失衡。

图 13: 货币供应量



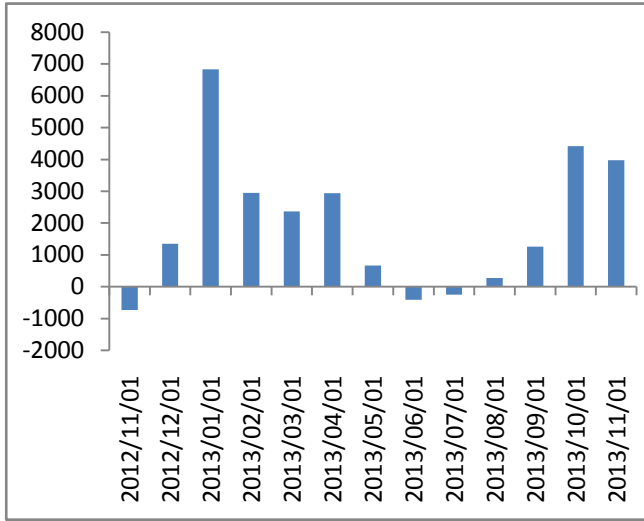
数据来源: 国都期货, wind

图 14: 新增人民币存贷款



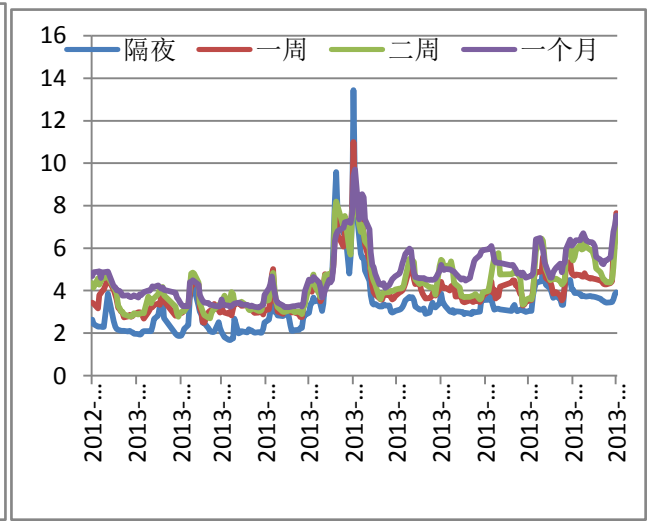
数据来源: 国都期货, wind

图 15: 外汇占款变化



数据来源: 国都期货, wind

图 16: shibor 利率变化



数据来源: 国都期货, wind

4.3 上海银行间同业拆放利率

Shibor 利率整体处于相对平稳运行状态, 利率中枢有所抬升, 在特定时点出现大幅波动。利率整体出现抬升, 反映出市场资金面偏紧, 在中短期期限利率上反映较为明显。跨节等特定时点利率会出现大幅上行。6 月“钱荒”后, 市场利率会随央行逆回购操作的进行也呈现周期性变动。偏紧的资金面为债券市场带来一定的下行压力。

4.4 利率市场化

利率市场化在 2013 年有所加速, 7 月 19 日, 中国人民银行公告, 经国务院批准, 自 2013 年 7 月 20 日起全面放开金融机构贷款利率管制。虽然并没有对利率市场化关键环节: 存款利率进行放开, 但这标志着利率市场化进入加速阶段。具体如下, 一是取消金融机构贷款利率 0.7 倍的下限, 由金融机构根据商业原则自主确定贷款利率水平; 二是取消票据贴现利率管制, 改变贴现利率在再贴现利率基础上加点确定的方式, 由金融机构自主确定; 三是对农村信用社贷款利率不再设立上限。

12 月 8 日, 中国人民银行发布《同业存单管理暂行办法》。截止 2013 年 12 月 17 日, 同业存单的发行银行总计达到 10 家, 发行总规模将超过 300 亿元。同业存单的推出是大额可转让存单的先行步骤, 以往商业银行主要是依靠同业存款及同业拆借进行资金的补充和流动, 但同业存单通过市场定价, 价格由市场决定, 为未来大额可转让存单的推出奠定了基础。这些措施将是后续存款利率彻底市场化的前提。随着银行同业存单进入实质阶段, 在存款保险制度面世后, 中国利率市场化或在未来几年内全面完成。

第五部分 汇率市场

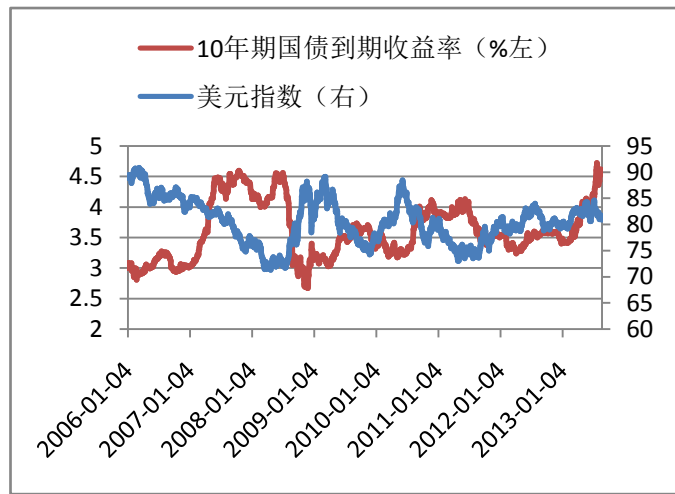
5.1 美元指数

通过历史数据，我们可以看出：大多数时候，美元指数与我国银行间 10 年期国债到期收益率之间呈现一定的负相关关系，并且美元指数变化领先于 10 年期国债到期收益率的变化。今年上半年，美元指数与 10 年期国债收益率呈现一定正向变动关系，6 月之后，两者恢复反向变动关系。

两者负相关关系主要体现在美元对大宗商品定价的影响。国际主要大宗商品以美元结算，由于全球经济复苏乏力，欧元区需求萎缩，面临通缩风险；而日本政府通过安倍经济学为市场注入大量流动性，这导致了虽然美国经济复苏乏力，但美元指数呈现一定的上升走势。美元指数的上涨，会降低石油等大宗商品价格，以此降低国际的通货膨胀水平，这样为国内长期利率的回落创造条件。而美元指数的回落会一定程度提高大宗商品价格，提升国际间的通货膨胀水平，会在一定程度抬升国内长期利率中枢。

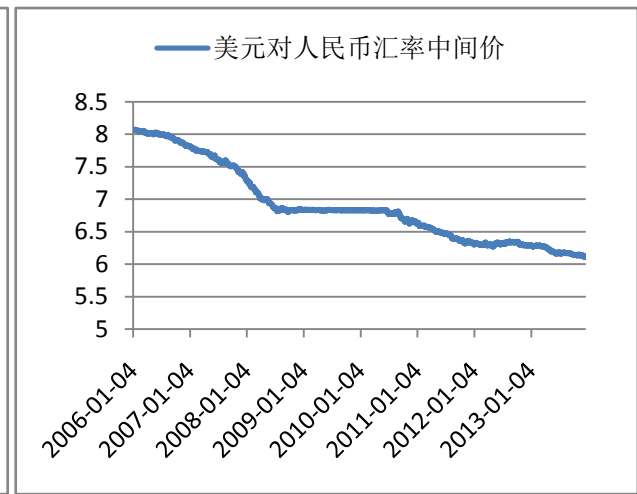
美联储已于 12 月议息会议宣布开始缩减购债规模。相对美国而言，欧洲经济目前仍然相对脆弱，欧元区内部发展差距过大：德国经济相对稳健，法国经济表现不佳，而英国 11 月份数据显示经济有强劲表现，因此，美元指数明年维持振荡回升的概率较大，但受制于全球性的经济增长乏力，美指上行空间相对有限。

图 17：10 年期国债到期收益率和美元指数



数据来源：国都期货，wind

图 18：美元对人民币汇率中间价



数据来源：国都期货，wind

5.2 美元对人民币汇率

理论上来说，人民币升值会提升国债的市场需求。因为人民币升值会提高以人民币计价的资产的回报率，从而提升其作为资产配置吸引力。今年年初以来，美元对人民币汇率呈现出一定的单边下行走势，截止 2013 年 12 月 19 日，美元对人民币汇率中间价由年初的 6.2897 下行至 6.1183，全年运行区间在 6.11-6.2898 之间，2013 年 12 月 11 日创下汇改后新低 6.11。

由于美元指数并不包括对人民币的权重，美元指数和美元对人民币汇率走势存在一定的分化。今年以来我国出口持续处于低位，反映出全球需求仍然没有得到有效的恢复，但由于美联储进行的每月 850 亿资产购买计划，向市场注入大量的流动性，一定程度上导致了美元对人民币的贬值，同时在全球央行争相宽松，国际市场流动性泛滥的情况下，中国央行采取了偏紧的货币政策，这也一定程度的导致了人民币币值的小幅上升。

随着美国经济逐渐出现复苏的迹象，资金向美国本土回流，预期美元对人民币汇率维持窄幅震荡，人民币大幅升值的概率相对较小。

第六部分 年度观点

国债期货明年将大概率维持一个相对弱勢的走势。受外部需求不振，内部需求乏力和改革阶段增长方式的转变这三方面因素影响，2014 年经济的下行风险有所增加，经济减速阶段会增加安全资产的配置需求，对国债期货价格提供一定支撑。但是近期偏紧的资金面对债市的压力加大，同时随着利率市场化的推进，利率中枢上移会持续打压国债价格的回升空间。在市场整体流动性偏紧、供给压力增大的情况下，国债期货比较难以出现趋势性的行情，预计一季度国债期货价格会有所回升，二季度开始回归弱勢走势。

由于一季度是传统的信贷投放期，市场资金面较为宽松；同时这一时段包含传统春节在内，时间较为有限，并不是启动改革的较好的时间窗口。从 CPI 走势可以看出，通胀压力短期内不大，而经济也将继续维持缓慢复苏，这几方面因素会一定程度促使国债期货在一季度小幅回升。

依历史数据来看，进入二季度，国债发行量会逐渐增加，同时明年央行继续实施稳健的货币政策，市场流动性趋紧，这会打压国债期货的回升空间。随着全球经济的逐渐复苏，大宗商品价格回升或提高国际通胀水平，CPI 回升概率有所增大。由于理财产品等变相提升了市场利率，中国目前面临加息周期，央行在明年下半年可能面临加息抉择，这又是会导致债券价格维持相对疲弱的一个不确定因素。

目前，国内宏观经济复苏乏力，并且出现一定程度的经济放缓迹象，基本面并不足以促使国债期货大幅下跌，因此预计 2014 年国债市场较今年偏弱，但国债价格大幅下跌的可能性也很小。

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。
