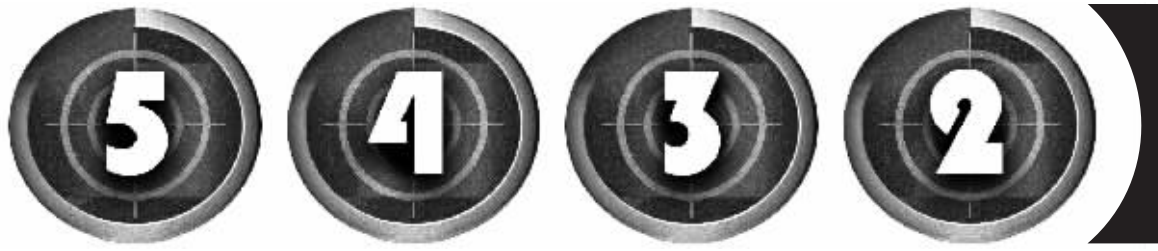


这个夏天，国债期货与天气一样热。“对冲利率波动、提高国债定价效率、完善金融产品体系……”各类评语不断见诸报端，让国债期货赚足了眼球。面对这个有望成为期货市场最大品种的新投资工具，各类机构投资者积极备战，散户也视其为良好风控工具而跃跃欲试——

国债期货



本报记者 谢慧

高杠杆“敛财” 跟随趋势而为

7月8日，中国金融期货交易所就《5年期国债期货合约》及相关细则、《中国金融期货交易所交易规则》及实施细则修订稿向社会公开征求意见，此举标志着国债期货各项制度成型。

《5年期国债期货合约》征求意见稿显示，合约标的为面值100万元人民币、票面利率为3%的中期国债，可交割国债为合约到期月首日剩余期限为4年至7年的记账式附息国债，每日价格最大波动限制为上一交易日结算价的±2%，最低交易保证金为合约价值的2%。同时，《交易规则》对投资者适当性制度进行了规定：自然人申请开户时保证金账户可用资金余额不低于人民币50万元，另外还需要具备相应知识和操作经验等。

国债期货一旦正式上市，大部分投资者可通过成为期货公司客户的方式参与交易，由期货公司代为进行清算、交割等，规模较大的银行则有可能申请成为中金所会员，以特殊“自营会员”的方式参与交易国债期货。而最低交易保证金为合约价值的2%，意味最低保证金2万元一手。相对于动辄以千万成交的现货市场，以保证金方式交易的国债期货无疑降低了资金门槛，为个人投资者创造了在债券收益率变动过程中的获利机会。

不过，这仅是中金所对期货公司收取的保证金，“国债期货的标的物面值100万元人民币，期货公司往往要求4%至5%的保证金，因此个人投资者炒一手国债期货需约5万元人民币的资金。”银河期货分析师王华认为，对于满足门槛的散户而言，国债期货不适合是因人而异的，没有经验的普通投资者应谨慎进入。

而且，国债期货交易的保证金制度在放大盈利的同时也放大损失，一旦资金管理不当或行情出现不利变化时，投资者有可能不仅把保证金亏光，甚至还会倒欠期货公司的钱，这个风险是股票投资所没有的。王华建议，个人投资者在进行交易前应该充分了解合约的规则（可交割券、转换因子、最便宜可交割券等）。另外，由于本质上国债期货是基于利率的期货，散户还需要具备一些宏观分析能力，能对影响利率的宏观变量（GDP增长率、通货膨胀率）等进行分析。

“相对于商品期货和股指期货而言，国债期货在趋势上有一定的惯性，物价、经济发展前景以及短期的资金面是决定国债期货价格的主要因素。”东证期货分析师章国煜表示，投资者应尽量跟随趋势而为，同时保证金杠杆不要放足，需留出一定的空间，合理控制仓位。

对冲风险套保 寻找最便宜交割券

在海外成熟市场，国债期货是机构投资者广泛应用的一种金融衍生品，它为投资者们提供了一种有效快捷并且高效的套期保值工具。事实上，国债是一种利率产

品，国债的价格和利率水平呈反向的关系：利率上涨，国债价格下跌；利率下跌，国债价格上升。投资者可以通过投资于国债期货对国债进行套保从而规避利率风险。比如，某银行手头持有大量债券，经过计算，可在国债期货市场上卖出一定数量的合约，利率若上升，虽然持有的债券的市场价格会亏损一定数额，但其持有的国债期货空头将盈利，若经过合理计算，债券的亏损额等于国债期货空头的盈利额，则相当于对冲了利率风险。

“根据保值品种的不同，我们可以利用国债期货对可交割国债、非可交割国债、国债组合、非国债品种进行套期保值，操作上可双向套保，即买入套期保值和卖出套期保值两种方式。”章国煜说，投资者还可通过买卖国债期货来进行久期的调整，以对冲利率风险。通常情况下，在利率下降预期时投资者可调高投资组合的久期，而在利率升高预期时则调低投资组合的久期。就我国拟重新上市的国债期



货而言，最特殊的地方在于其对应的现货标的物，即以虚拟的、剩余期限固定的“名义标准债券”作为交易标的，并采取国际通用的实物交割制度。

“为使各交割券以其合理价值进行交割，中金所在设计规则时，采用了转换因子，将可交割券的价格通过转换因子变成一种类似可交割的虚拟债券的价格。”安信期货分析师王昭君解释说，各只可交割国债“转换因子”由中金所在合约上市时公布，其数值在合约存续期间不变。

而由于国债期货合约采用滚动交割的方式，且在每个季度第二个星期五进行交割，国债期货的空头决定着交割国债的种类以及在交割月的具体交割时间。因此，国债期货空头会选择最符合其利益的国债和交割日期，即最便宜可交割券（CTD券）。

“大多数情况下，寻找最便宜可交割券的一种可靠方法是找出隐含回购率最高的国债，此外还可以用其他指标来判断。”王昭君表示，收益率水平的变化将

导致CTD券的变化。当收益率下降时，低久期国债将成为最便宜可交割券，反之，当收益率上升时，高久期国债将成为最便宜可交割券。

国债ETF先行把握“双向”套利机会

国债期货开闸在即，国泰国债ETF也广受市场关注。今年3月25日，国内首只债券ETF产品“国泰上证5年期国债ETF”上市交易，首日成交量就达4.62万手，成交金额4.59亿元。随后，这只国债ETF产品成交金额屡创新高，6月份更是突破了16亿元。

由于国泰国债ETF跟踪上证5年期国债指数，其成分券对应的是国债期货的可交割券，不仅促进银行间、交易所两个市场的互联互通，也为个人投资者投资国债期货提供了新的渠道。因此，国债期货一旦重启，投资者或可借道国债ETF进行期现套利和套期保值。

然而，投资者目前参与国泰国债ETF只能做到日间套利，还没有达到期货套利，加上转托管过程的限制，跨市场套利需在T+1日完成，因此投资者仍需面对一定的价格波动风险。而且市场人士担心，某些投资者借助国债ETF做套利拿到现券后却在交易所难以卖出，继而影响国债期货上市后的流动性。

“国债期货上市后的流动性应该是一个循序渐进的过程。”王华表示，由于参与机构（券商、基金、银行、保险等）是分批入市的，市场参与者角色的完善将进一步促进国债期货市场的流动性。参考股指期货的上市可以发现，2012年后随着各机构参与股指期货，市场的流动性较上市之初显著增强，目前股指期货市场的成交量已是现货的10倍左右。

国债ETF的推出活跃了现货市场，国债期货或将创造更大的成交量。市场人士预计，国债期货上市初期每日成交量可能在3万至4万张合约之间，对应的成交金额是300亿元至400亿元。“从目前仿真交易的效果来看，券商、私募和个人投资者的参与积极性较强。就投资者结构看，个人与机构投资者占比接近。”章国煜说。

对个人投资者而言，国债ETF主要提供一、二级市场的套利机会。海通证券认为，相比直接买卖成分券与国债期货进行期现套利，国债ETF既可以从一级市场申购，也可以在二级市场交易，在套利操作期间存在折溢价波动，在二者存在长期均衡关系的前提下，使用国债ETF进行期现套利实质上为投资者提供了一个交易选择权。

以期现价差上偏均值为例，投资者需要持有现货多头，在买入时点如果发生ETF折价，则应在二级市场买入ETF，反之则应通过买入成分券在一级市场换购ETF，以此来降低购入成本；相应的，如果在卖出时点出现ETF折价，则应在一级市场赎回ETF并卖出成分券，反之则应在二级市场卖出成分券，以此来增加卖出价格。不过，从现有融券机制上看，融入的ETF份额不可进行赎回。



在那遥远的地方，有处好住房

齐平

河北交通厅透露，到2015年，全长940公里的北京七环路就要通车了。网友们纷纷吐槽自己是几环人。这下全国人民都成了北京人，因为按最远点承德距离北京市中心175公里、七环路与六环路间隔145公里计算，全国都跳不出北京34环。

有这种“天涯若比邻”的豪气打底，中国人的房地产版图也海阔天空。说什么“一屋不扫，何以扫天下”，事实上富起来的中国人已经在“扫天下之屋”了。

中国购房者在美国房市已连续两年成为仅次于加拿大的外国买家；加拿大温哥华的购房者中，中国买家占40%；英国伦敦著名金融区金丝雀码头1/3的新售房屋成了中国人的物业；内地房企在韩国济州岛的项目首期开放就几乎预订一空；各大城市的房展会上，海外物业设展成了寻常景观，相当比例的参观者也表示出对海外置业的兴趣。

在和与中国客户打交道的过程中，有位澳大利亚小伙儿学会了“刚需”这个词儿。他兴致勃勃地表示，作为房地产经理，“以后和客户打交道要经常使用这样的时髦词汇。”

地不分远近，都有刚需。1980年，美国商人丹尼斯·霍普向美国、前苏联和联合国等各方递交声明，宣布自己为月球、太阳系除地球外的8大行星及其卫星的土地拥有者。他没有被送到精神病院，而是发了大财，因为联合国外层空间条约没有说私人不可以拥有外太空星体。在他创办的月球大使馆公司中，人们只要花为数不多的钱加上“月球土地税”，就能从月球或火星购买一块地，拿到正儿八经的月球护照、地产证明书。

可以肯定，他开发的物业里，极少像嫦娥、吴刚这样的刚需业主，“黑灯率”奇高无比。但据说生意火爆，已经拥有230多万名客户了，足以证明人类刚需的丰富多彩。

海外置业有相当部分是出于从业、择居、教育等现实的刚性需求。而底特律、塞浦路斯等地活跃的“捡漏”身影背后的刚需，则是认定房价都会刚性上涨的资产保值需求。

有人认为中国人对房地产有种近乎信仰的浓厚情结，是源于传统农耕文化的根深蒂固。但更直接的影响应该来自现实。新中国成立至今，中国房地产市场尚没有经历过一次完整的盛衰周期，而近年来的房价单边上涨，更是给全民上了一堂“晚买房，悔断肠”的“不投资者教育”。

即使有日本“买下全世界”的狂欢后失去10年、20年的前车之鉴，我们也要深刻理解并认同美联储前主席格林斯潘的名言：只有当泡沫破灭，你才能确定那是个泡沫。

但是，不得不说，在这个地球上，甚至就在“北京34环”内，有的是房价不涨还跌的例子。日前国家发改委有关负责人说，“鬼城”现象不止在鄂尔多斯有，国内很多地方甚至京津之间都出现了空城。

有种类型的惊悚片往往是这样开头的：一家人欢天喜地看中一处便宜好屋，接着一系列想不到的事接踵而至。在中国人的海外买房记中，也不乏这些故事：始料未及的持有成本、难获回报的尴尬，甚至欲诉无门的纠纷。

即使超出视野之外，也至少把刚需安放在自己的认知半径里吧。否则，那些天际线外的物业，和海市蜃楼又有什么区别呢？

“有一所房子，面朝大海，春暖花开”，是美好的；更美好的是，每次花开，你在现场。别让那房子成了远方的一个亲戚。

量化投资的“斧锯刨铤”

大摩量化配置股票基金 张靖

动量和反转因子也是量化模型中经常使用的，大量的研究表明，A股市场存在着较强的反转效应，这可能与A股较为分散的投资者结构有关系，然而今年以来，市场呈现出极强的动量效应。

以历史数据为准绳的量化投资，大多采用经过验证的因子构建多因子模型。对于单个量化模型来说，大多数情况下确实能够获得超额收益，但也不可避免地遭遇回撤。提高超额收益、减少回撤幅度是量化投资追求的目标。如何实现这一目标，第一个想到的是优化单一模型。首当其冲的是寻找长效因子，即超额收益高且回撤极小的因子。真的存在这种因子吗？回答是肯定的，但这种因子极为罕见。经过对

A股历史数据的测试，发现流动性因子较为接近这一标准。流动性差的股票具有流动性折价，在流动性转好后将折价转换为超额收益。但问题是流动性差导致价格的可获得性变差，交易成本变高，因此能够容纳的资金量很小。还有一种普遍采用的方法是使用数学规划对选出的股票进行权重优化，使得投资组合收益（或相对基准收益）更具稳定性，优化效果是值得肯定的，但优化的边界受到选股模型制约。

对于单个模型的优化很难兼顾提高超额收益和降低回撤这两个目标，原因在于具有可操作性的长效因子极为匮乏，单个模型选择的股票是综合属性较好的，导致股票特性不强，牺牲了收益性，再是因为组合的股

票头寸层次性不强，单个模型捕捉的是市场中某一类投资机会，策略较为单一。

针对单一模型的问题，我们应该尝试多模型同时运作的模式。需要注意的是，每个模型分别捕捉市场中不同的投资机会，且均要有较高的超额收益，模型之间的相关性较低。多模型运用如同木匠师傅的工具箱，榔头、钢锯、刨子一应俱全，各有各的优势又互相协作。

值班基金经理 信札



本刊执行主编 刘溟
编辑 常艳军 姚进
联系邮箱 jjrblm@live.cn