



国债期货年报

期货研究报告

2015 年 01 月

国债期货

研发中心

桑榆未晚，为霞满天

——利率中枢继续下移，但空间或收窄

刘莹莹

研究员，期货执业证书编号T189407

liuyy@dxqh.net

观点要点：

- **经济增长：结构调整继续，增速仍在寻底。**15 年经济结构调整继续，体现在各部门资产负债表上可概括为：房地产，去库存；制造业，去产能；地方政府，控债务；中央政府，加杠杆。15 年制造业投资将继续下滑；房地产投资虽受益于销售而回暖但库存压制反弹高度；基建投资是经济托底的重要力量，但受 43 号文影响，财税体制改革抑制地方基建加杠杆空间，总体来看，明年需求萎缩压力不减，GDP 增速或回落至 6.6%-7.2% 左右。
- **通货膨胀：国内低通胀叠加国外输入型通缩，通缩风险加大。**15 年需求增速继续萎缩及产能过剩制约物价上涨空间。与此同时，原油供需结构的转变、美元步入升值周期，将继续压制大宗商品价格，中国面临输入型通缩压力。国内低通胀叠加国际输入型通缩，15 年出现通缩概率加大，预期 CPI 维持在 2% 以下。
- **货币政策：降低社融成本目标不变，货币宽松延续，在经济下行周期下，降低社融成本仍是重要目标，15 年货币政策将延续宽松，“宽货币”及“宽信用”政策并重。**
- **资金面：资金平稳，中枢下移。**根据泰勒规则，若 GDP 增速为 7.0%，CPI 为 2%，对应的 7 天回购利率应在 2.7% 左右，资金利率的下移将打开中长端利率下行空间。
- **债券市场展望：利率中枢下移，但空间或收窄。**在经济增速继续寻底，通缩风险加大背景下，货币宽松延续。与 14 年相比，利率中枢下行的基本面逻辑未变，资金需求内生收敛以及银行风险偏好的继续收缩，将使得以利率债为代表的无风险利率继续下行，但在托底政策下注定是个缓慢的过程。目前利率已经下行至波动区间偏下限，继续下行空间或收窄。预计 15 年利率中枢继续下移，但空间较 14 年收窄，10 年期国债利率波动区间 3.0%-4.0%，对应的 5 年期国债期货价格为 94.000-100.000。
- **期债价格发现功能初显，关注套利机会。**期债上市以来期现联动较好，其价格发现功能初显。由于新老券问题，期现套利机会较多。而交割制度的设计使得移仓换月时存在明显做多价差跨期套利机会。10 年期债上市之后可尝试利率曲线套利策略。

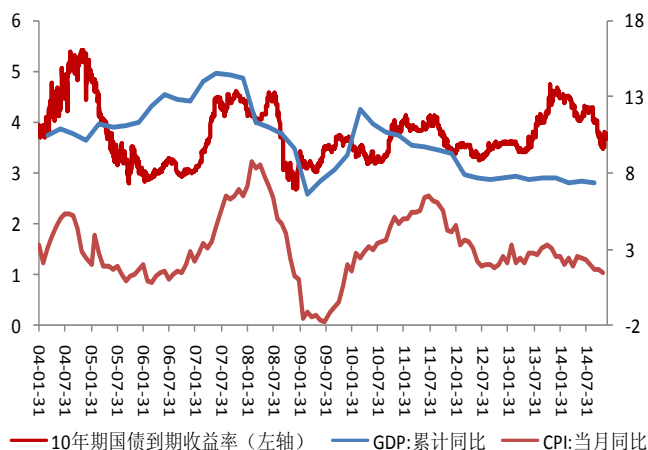
正文目录

一、债券市场回顾	25
1、13年利率走势与基本面背离	25
2、14年利率走势向基本面回归	26
二、债券市场展望	28
1、经济增长: 结构调整继续, 增速仍在寻底	29
2、通货膨胀: 国内低通胀叠加国际输入型通缩, 通缩风险加大	30
3、货币政策: 降低社融成本目标不变, 货币宽松延续	30
4、资金面: 资金平稳, 中枢下移	33
5、总结: 利率中枢继续下移, 但空间或收窄	34
三、国债期货运行特点及套利机会总结	34
1、国债期货运行特点	34
2、国债期货套利机会总结	36
3、10年期国债期货解读	38

一、14 年债券市场回顾：“熊陡”转“牛平”

岁末，回首 14 年史无前例的债券大牛市，从业者一方面欣慰于丰厚的投资业绩，一方面惊呼债市基本面的回归，逻辑分析上的精神胜利更让从业者满足。面对 14 年的牛市，不得不提 13 年那场背离经济基本面的大熊市。

图表 1：13 年下半年利率走势与基本面背离



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2：国债期货主力合约走势



来源：文化财经，东兴期货研发中心

1) 13 年利率走势与基本面背离

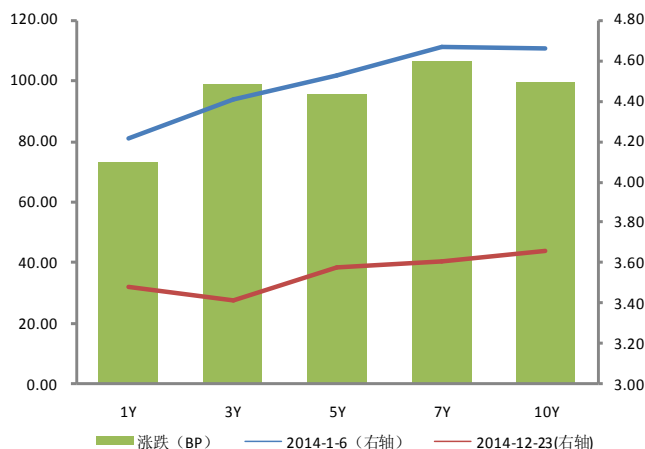
13 年下半年在基准利率稳定、通胀温和、增长窄幅震荡背景下，债券利率却出现了大幅上行。10 年国债利率从 6 月初的 3.44% 上涨到 11 月下旬的 4.72%，国债期货在 9 月 6 号上市之后，一路杀跌，跌幅高达 4 元左右。债券市场华丽的深 V 走势背离了平稳的基本面，其中主要原因有四个：

- 1、利率市场化。**受益于网络金融的发展，部分存款从一般存款转变为同业存款，推高银行负债成本，倒逼银行提高投资回报率，反映到债券市场，则是银行对一级市场收益率要求的提升。
- 2、国企、地方政府融资平台、房地产等部门的刚性融资需求。**地方政府融资平台对融资利率不敏感，资金需求刚性；房地产企业则受宏观调控打压，融资渠道受限。这部分群体的刚性融资需求，和银行寻求资产端的创新突破一拍即合，非标准化的产品应运而生。
- 3、银行资产负债表发生变化。**过去外汇占款持续流入，信贷扩张受限，刚性配置压力驱动银行配置大量利率债。但是在非标业务创新之后，信贷与资金业务以及投资业务的隔离被打通。银行非标规模迅速膨胀，不仅挤压了债券投资，而且资产端的扩张脱离了负债端的同步扩张，紧货币进一步打压债市。
- 4、央行货币政策阶段性收紧。**13 年银行同业业务创新削弱了央行对总量货币控制能力，加上商业银行资产负债表期限错配问题严重，央行选择了中性偏紧的货币政策。货币政策和基本面的脱离，使得以往经济下行，货币放松的逻辑短期不再成立。基本面因素和债市收益率之间缺乏

货币政策的引导作用，联动性弱化。

以上四点造成了 13 年的大熊市，同时正是这四点在 14 年发生了转变，使得债券市场再次回归经济基本面，走出了史无前例的大牛市。

图表 3：关键期现国债利率年度涨跌幅



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 4：关键期现国债利率年度涨跌幅

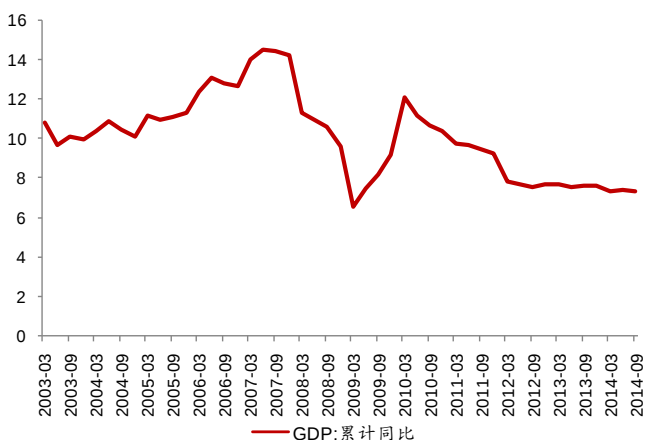
期限	2014-1-6	2014-12-23	跌幅 (BP)
1Y	4.2132	3.4801	73.31
3Y	4.4051	3.4129	99.22
5Y	4.5293	3.5750	95.43
7Y	4.6698	3.6069	106.29
10Y	4.6569	3.6604	99.65

来源：Wind，东兴期货研发中心

2) 14 年利率走势向基本面回归

14 年“稳增长”再度回归调控首位，债券市场重回基本面“经济增长”+“通胀”驱动模式。债市各个品种出现普涨行情，国债利率曲线由年初的“熊陡”走到了年尾的“牛平”，10 年国债下行约 100BP，国债期货亦出现了 7 元左右的涨幅。总结原因，主要是以下四点：

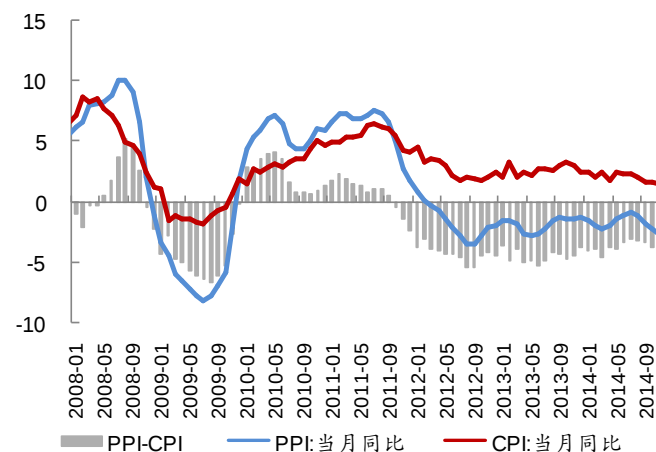
图表 5：经济增速继续下行



来源：Wind，东兴期货研发中心

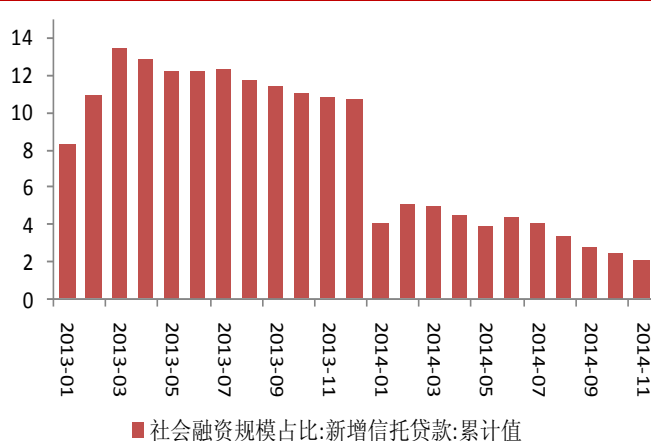
图表 7：信托表外信贷规模占比回落

图表 6：通胀低迷，通缩加剧

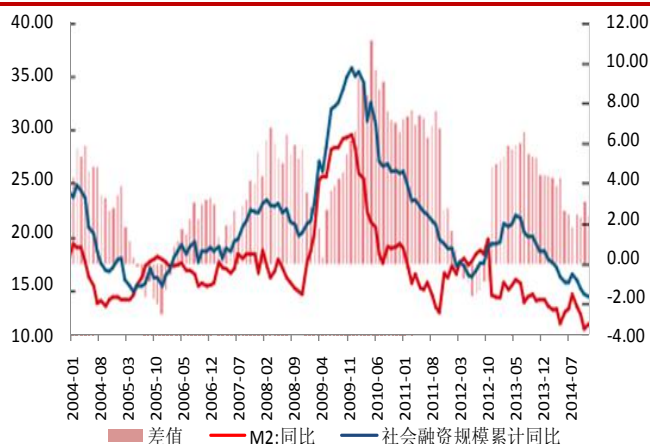


来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 8：社融增速与货币增速差值收窄



来源: Wind, 东兴期货研发中心



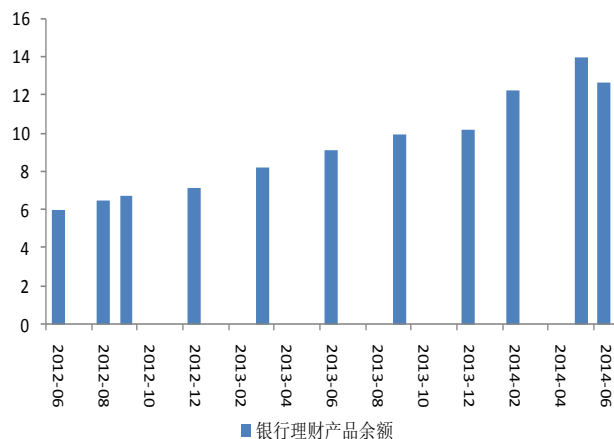
来源: Wind, 东兴期货研发中心

1、经济基本面: 经济走弱, 通胀低迷, 支撑债市走牛。14 年地产销售不振, 投资增速严重下滑, 制造业产能过剩, 拖累经济下行。在实体疲弱需求不足、国际油价下跌背景下, 通胀走低, 工业品价格持续通缩。低增长、低通胀为 14 年的债券市场创造了良好基本面, 支撑债市走出长牛格局。

2、货币政策: 政策转松, 宽松不断。13 年货币政策偏紧, 以去杠杆、调结构为政策目标, 而在经济下行压力加大背景下, 14 年目标则转为稳增长、调结构。央行多次采用 PSL、SLF、SLO、MLF、定向降准、放松贷存比等措施。在货币政策宽松加码预期下, 利率不断走低。

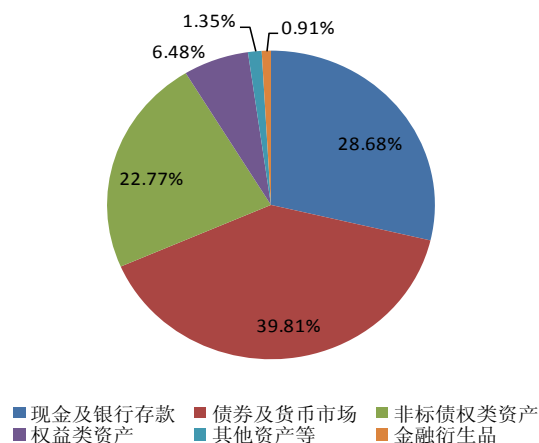
3、资金面: 衰退式宽松, 资金利率中枢下移。127 号文对同业非标业务进行了规范和约束, 给了同业投资的名分, 但也大大提升了非标投资成本。“非标转标”落实, 表外信贷萎缩, 社会融资回落。基础货币的增加并没有形成贷款投放, 流动性堆积在银行间市场, 形成衰退式宽松。可以看出今年社融总量增速与货币增速的差值处于收窄之中, 形成了宽货币紧社融的组合。资金利率中枢维持低位, 机构不断提升杠杆获取息差套利, 使得利率不断走低。

图表 9: 银行理财规模趋势上行



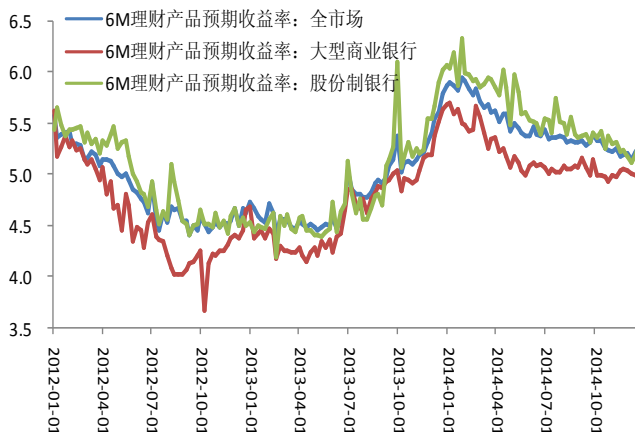
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: 理财资金投资债券及货币市场规模最大



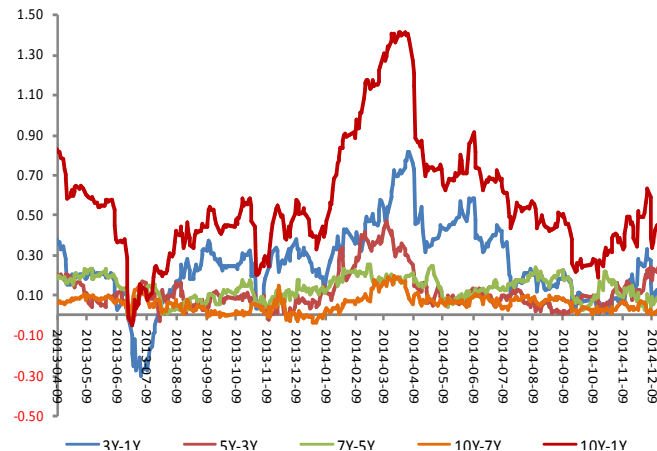
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 11: 理财产品预期收益率下降幅度较小



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 12: 关键期限国债利差处于历史低位



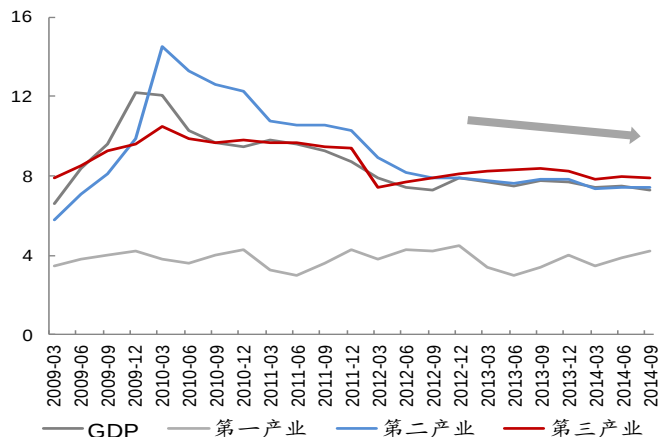
来源: Wind, 东兴期货研发中心

4、需求端：理财增量资金入市，带动需求走强。14 年 6 月末，银行理财产品余额达到 12.65 万亿，去年同期仅有 9.08 万亿，其中投向债券及货币市场的资金占比为 39.81%，资金量达到 5.036 万亿。数据显示，广义基金在今年三季度的债券增持量已超过了商业银行，成为最大的债券增量投资者。由于理财对规模考核重于利润考核，且客户对收益率敏感性较高，理财报价具有较高粘性。理财资金主动选择拉长久期、提升杠杆等策略追求更高的票息套利，使得期限利差不断压缩，维持在历史低位。

二、15 年债市展望：利率中枢下移，但空间或收窄

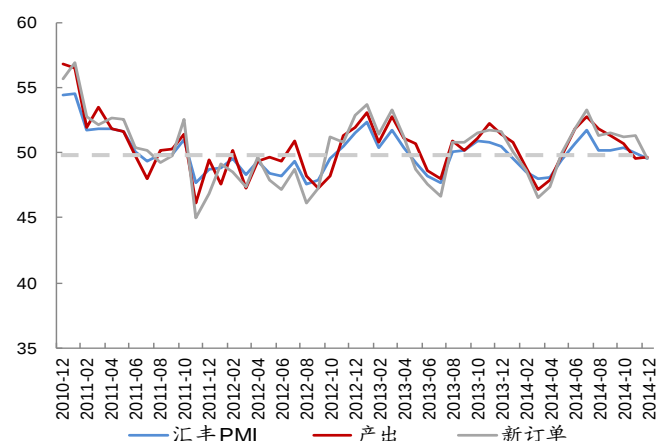
1) 经济基本面：经济继续寻底，通缩风险上升

图表 13: 中国 GDP 增速低位寻底



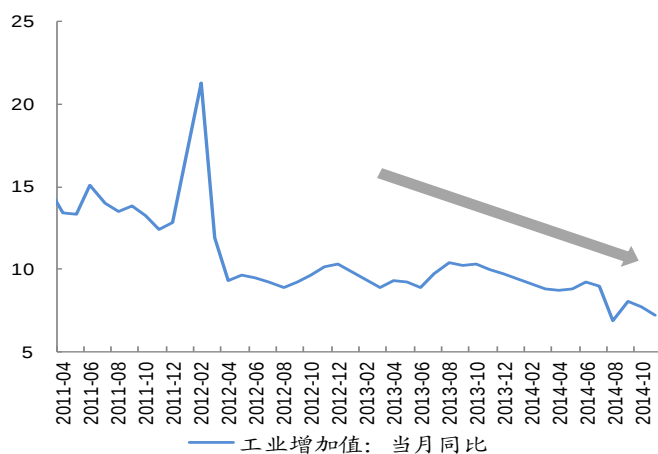
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 14: 中国汇丰 PMI 围绕荣枯线波动



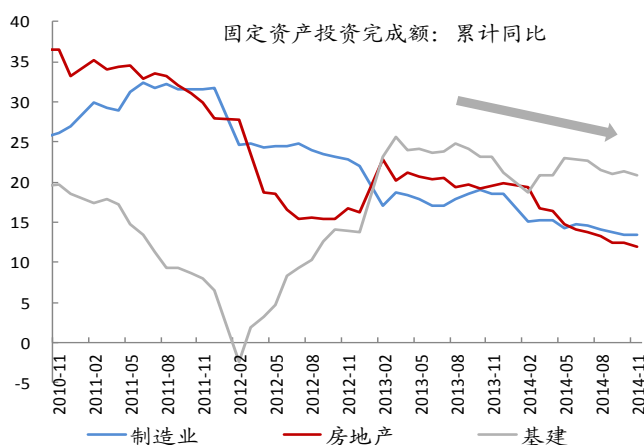
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 中国工业增加值下滑



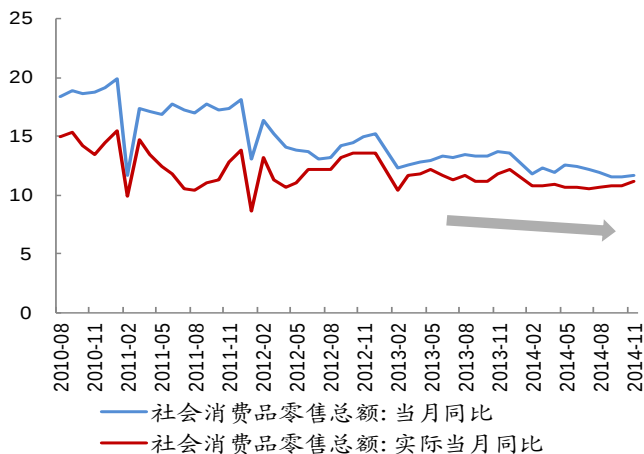
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 17: 中国固定资产投资增速进一步下滑



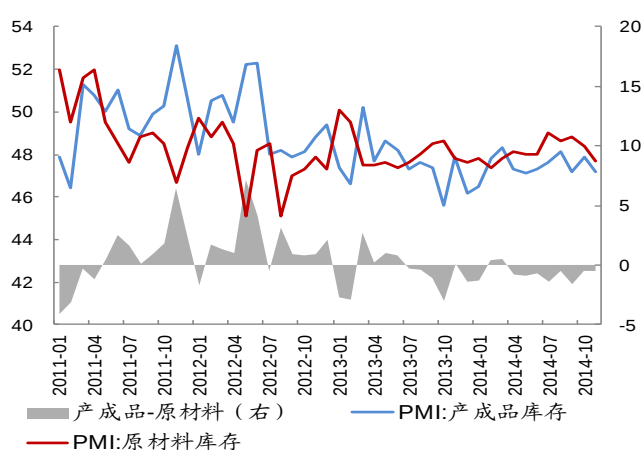
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 194: 中国零售总额低位企稳



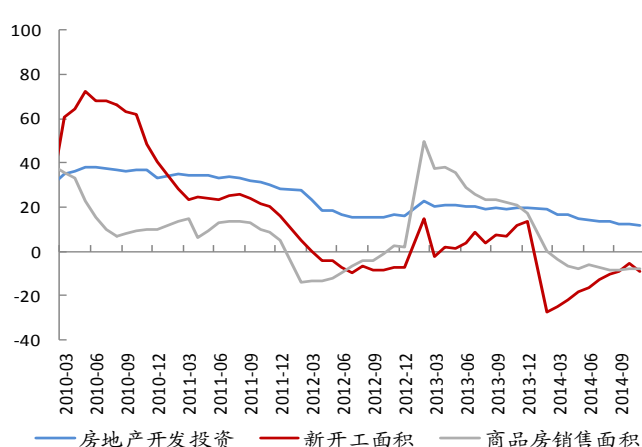
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16: 中国两头去库存的局面尚未结束



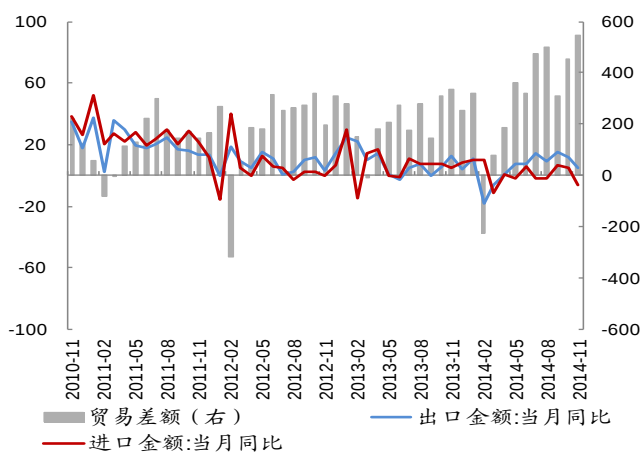
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: 中国房地产行业超预期下滑



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 20: 中国贸易帐持续改善

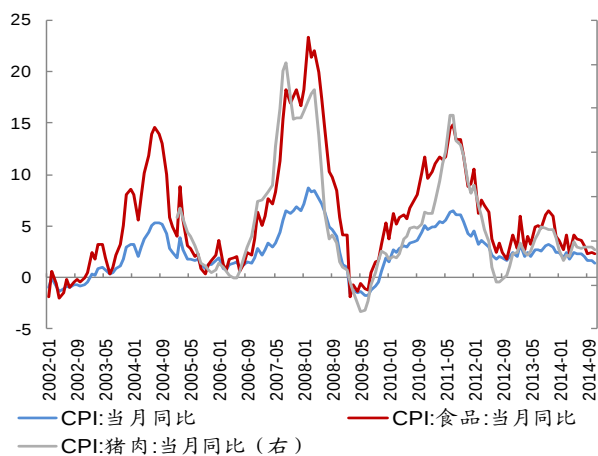


来源: Wind, 东兴期货研发中心

1、经济增长：结构调整继续，增速仍在寻底

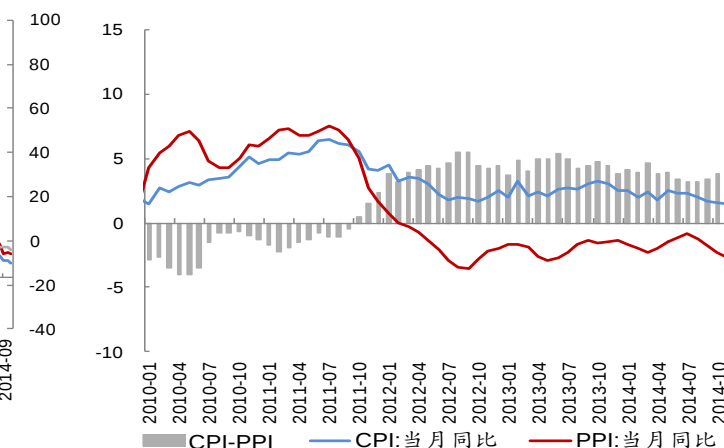
15 年经济结构调整继续，体现在各部门资产负债表上可概括为：房地产，去库存；制造业，去产能；地方政府，控债务；中央政府，加杠杆。15 年制造业投资将继续下滑；房地产投资虽受益于销售回暖但库存压制反弹高度，地产投资低迷将继续传导至上、下游行业，进一步收缩国内总需求；而基建投资是经济托底的重要力量。虽然政府批了很多基建项目，但资金来源仍是未知变量。受 43 号文的影响，明年财税体制改革抑制地方基建加杠杆空间，总体来看，明年需求萎缩压力不减，GDP 增速或回落至 6.6%-7.2% 左右。（详细分析请参考宏观年报）

图表 5：中国 CPI 上涨通道被打破



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 22：中国 PPI 依然在底部运行



来源：Wind，东兴期货研发中心

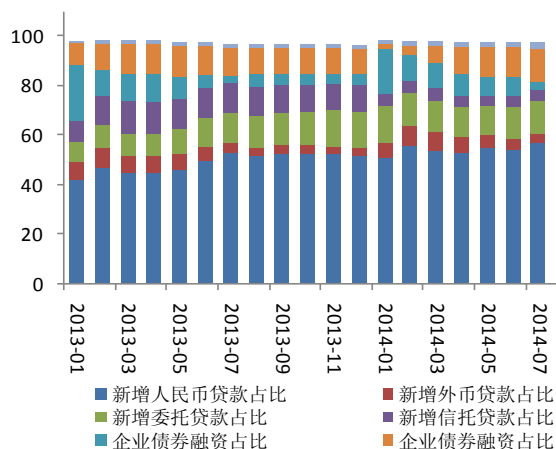
2、通货膨胀：输入通缩和国内低通胀叠加，通缩风险加大

2015 年需求增速继续萎缩及产能过剩制约涨价因素上涨空间。其中，能繁母猪存栏不断走低支撑明年猪价反转逻辑，但需求疲软制约上涨高度；非食品方面，原油供需结构的转变、美元步入升值周期，将继续压制大宗商品价格，同时叠加国内过剩产能和需求低迷等因素，使明年工业品价格继续承压。国内过剩产能引致的通货紧缩与国际市场输入型通缩相互叠加，15 年出现通货紧缩概率加大。预测 15 年 CPI 维持在 2% 以下。（详细分析请参考宏观年报）

2）政策面：降低社融成本目标不变，货币宽松延续

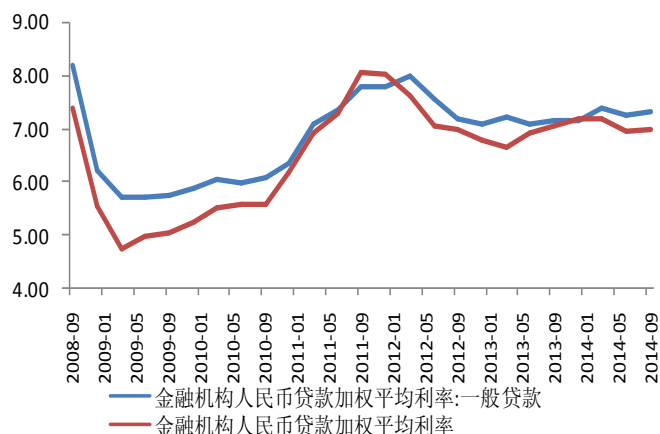
“降低社会融资成本”从 14 年年中开始成为金融市场中的热点词汇，亦成为我国政府的重要工作目标。14 年央行通过各种宽松政策引导利率下行，虽然债券市场利率应声而下，但实体经济融资成本仍处历史高位。目前经济仍处下行趋势中，债务系统性违约风险高企，降低社融成本仍是政府的主要任务。本文就从“降低社会融资成本”角度来分析央行 15 年的货币政策选择，及不同货币政策工具对债券市场影响如何。

图表 23: 各项新增贷款、融资占比



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 24: 金融机构人民币贷款加权平均利率



来源: Wind, 东兴期货研发中心

1、融资成本与无风险利率及风险溢价之间的关系

从逻辑关系上来看, 社会融资成本应该对应于总量概念包括信贷、信托贷款、委托贷款、债券等各类融资工具的利率加权。但由于各类融资工具的属性不同, 这种加权利率代表的更多是一种当前增量融资成本, 例如债券融资, 由于其多为固定债券品种, 对于存量债券而言, 无论后期成本如何变化, 其对于存量债券成本已不再形成影响; 相比之下, 信贷融资则不同, 由于信贷融资更倾向于浮动定价, 后期的成本变化会导致存量信贷成本也出现变化。今年以来, 由于各类监管政策导致了表外融资表内化, 目前信贷融资占据了社融总量 70%左右, 而我们可以近似的认为:

$$\text{社会融资成本} \approx \text{金融机构贷款加权利率}$$

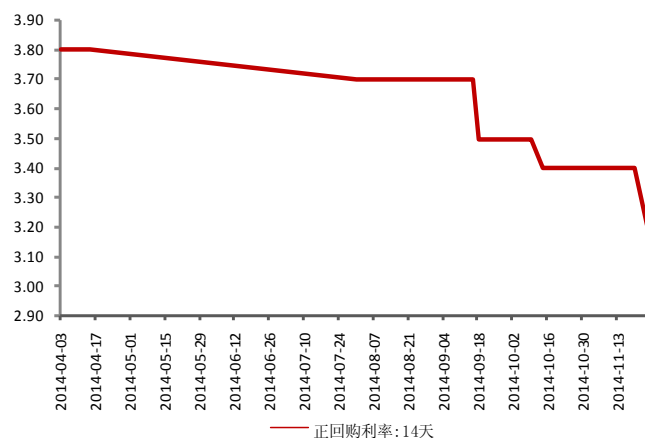
金融机构贷款加权利率的核定主要是采用风险加成法, 即金融机构在无风险利率的基础上根据投放项目的风险程度增加一个风险溢价 (期限风险溢价+流动性风险溢价+信用风险溢价), 进而确定总的贷款利率, 即:

$$\text{金融机构贷款加权利率} = \text{无风险利率} + \text{风险溢价}$$

所以, 可以得出:

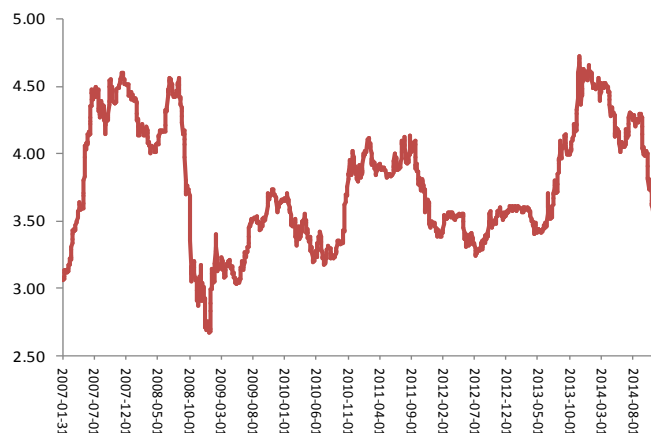
$$\text{社会融资成本} \approx \text{无风险利率} + \text{风险溢价}$$

图表 25：央行多次下调正回购利率至 3.2%



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 26：14 年 10 年期国债利率大幅下行



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 27：不同货币政策对债券市场的影响

	货币政策工具	对债市影响
“宽货币”政策	降准	利多
	降息	利多
	公开市场利率下调	利多
	SL0、SLF	利多
“宽信用”政策	MLF（附带信贷考核条件）	中性
	定向 PSL	中性
	存贷比调整	利空
	支农支小再贷款	利空
	信贷额度调整	利空

来源：东兴期货研发中心

2、降低社会融资成本的路径

通过以上分析不难看出，降低社融成本有两条路径可以选择。第一条路径：通过压低无风险利率进而导致社会融资成本的降低，即“宽货币”。由于债券市场长期利率与无风险利率之间具有同向性，因此这种路径会导致债券市场利率降低；第二条路径：通过降低风险溢价引导社融成本降低，即“宽信用”。在基础货币总量不变的情况下，债券市场长期利率与风险溢价之间具有经典反向性，因此在这种路径中会导致债券市场长期利率的回升。

14 年以来，央行努力修正 13 年下半年的无风险利率异动，通过定向降准、SL0、公开市场回购利率引导等“宽货币”政策，着力于降低无风险利率。同时，货币当局也针对风险溢价过高的问题出台过一些政策，如

定向 PSL 支持棚户区改造、调整存贷比增加信贷资金等“宽信用”政策，但力度远不及“宽货币”政策。虽然无风险利率出现明显回落，但风险溢价则始终居于高位，导致金融机构贷款利率降低的效果并不明显，社会融资成本依居于高位。

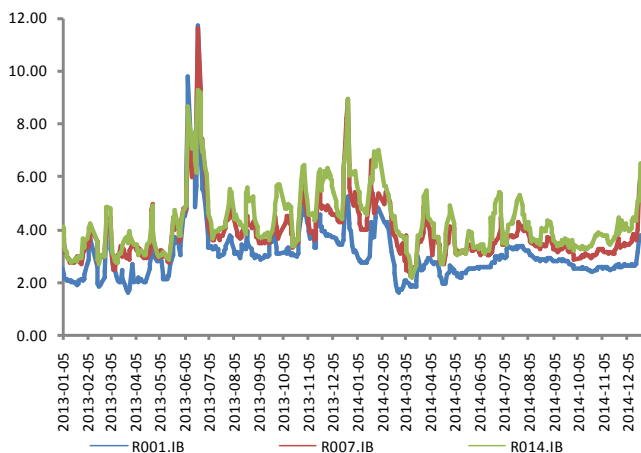
3、15 年货币政策路径：“宽货币”与“宽信用”并重

我们认为，在经济下行周期下，15 年货币政策将延续宽松，其主要路径将是：在继续“宽货币”使得无风险利率下行的同时，着力于“宽信用”降低风险溢价，从而真正降低社会融资成本，稳定经济增长。降低无风险利率的“宽货币”政策工具更具有全局化特征，主要有：降息、非对冲属性的降准、公开市场回购利率下调、SL0、SLF 等，这些政策的实施将对债市产生利多效应；降低风险溢价的“宽信用”政策工具更具有结构化特征，主要有：MLF（附带信贷增长考核条件）、定向 PSL、存贷比调整、支农支小再贷款、信贷额度调整等，这些政策的实施多数对债市产生利空效应。

自 14 年 11 月降息以来，货币脱实向虚，人民币贬值压力增大，短期内央行政策或由“宽货币”转向“宽信用”，通过窗口指导、调整存贷比等刺激银行信贷投放，确保资金进入实体经济。但长期来看，经济通胀低迷，债务系统性违约风险未消，“宽货币”的必要性仍在，上半年降息降准的概率较大。

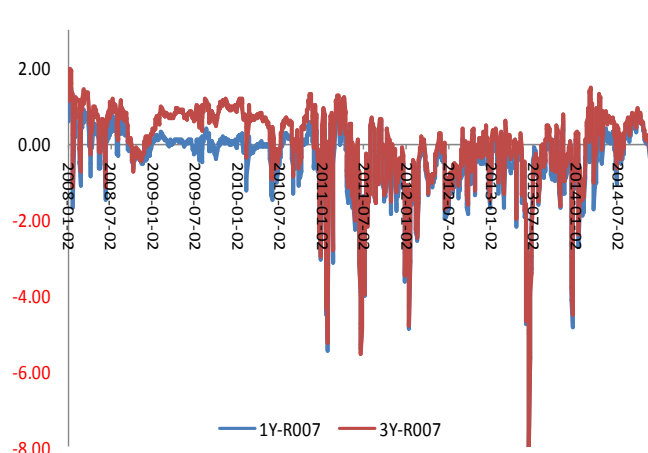
3) 资金面：资金面平稳，利率中枢下移

图表 28：短期资金利率中枢下移



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 29：短端国债利率与 R007 利差处于较低位置



来源：Wind，东兴期货研发中心

14 年央行通过 SL0、SLF、MLF 等工具，创设了中国的“短期利率走廊+中期政策利率锚”，加强了对中短期流动性调控，银行间资金面波动大幅降低，资金利率中枢整体下移，基本恢复到 13 年钱荒前水平。在货币宽松延续背景下，15 年资金利率将继续稳中下行。根据泰勒规则，若 GDP 增速为 7.0%，CPI 为 2%，对应的 7 天回购利率应在 2.7% 左右，资金利率下行空间仍大。目前短端国债和 R007 利差处于历史低位，原因在于 IPO、年末效应等因素导致近期利率上行幅度较大，随着这些因素的消除，资

金利率的下移将打开中长端利率下行空间，从而带动利率曲线整体陡峭化下移。

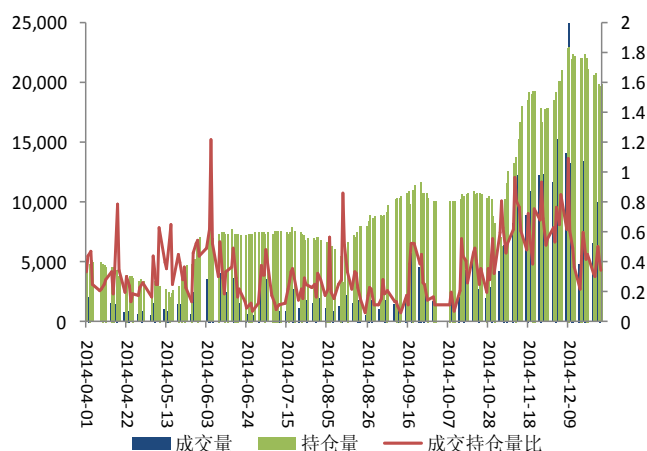
4) 总结：15 年利率中枢继续下移，但空间或收窄

在经济增速继续寻底，通缩风险加大背景下，货币宽松延续。与 14 年相比，利率中枢下行趋势的基本面逻辑未变，资金需求内生收敛以及银行风险偏好的继续收缩，将使得以利率债为代表的无风险利率继续下行，但在托底政策下利率的下行注定是个缓慢的过程。而且，目前 10 年期国债利率已经下行至波动区间偏下限，继续下行空间或收窄。总体来看，预计 15 年利率中枢继续下移，但空间较 14 年收窄，10 年期国债利率波动区间 3.0%-4.0%，对应的 5 年期国债价格为 94.000-100.000。

三、国债期货运行特点及套利机会分析

1) 国债期货运行特点

图表 30：国债期货主力合约成交量、持仓量走势



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 31：保证金下调前后活跃度对比

	日均 成交量	日均 持仓量	日均 成交持仓比
保证金下调之前	1980	6239	0.35
保证金下调之后	10541	18178	0.59

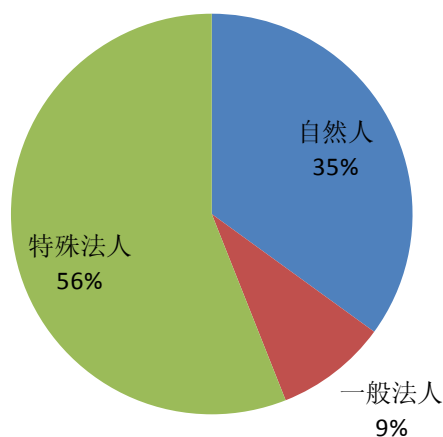
	日均波幅	最大波幅	最小波幅
保证金下调之前	0.273	1.082	0.070
保证金下调之后	0.539	1.250	0.224

来源：Wind，东兴期货研发中心

1、保证金下调，活跃度提升，波动性加大。

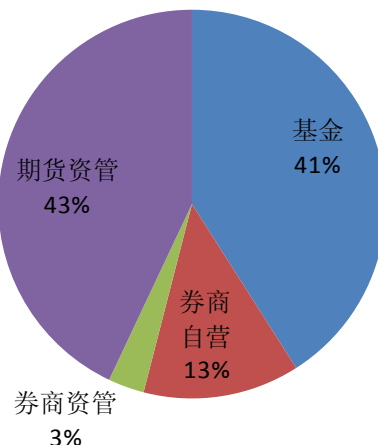
自 2014 年 11 月 3 日结算时起，中金所将 5 年期国债期货各合约的交易保证金标准由“2%-3%-5%”调整为“1.5%-2%-3%”，并正式引入了“单向大边保证金制度”。制度调整后，成交持仓量明显提升，截止 14 年 12 月 26 日，国债期货主力合约日均成交超万手，日均持仓量 1.8 万手，日均成交持仓比也升至 0.6 附近，同时波动幅度加大，单日最大波幅曾高达 1.25 元。

图表 32: 12 月 1 日国债期货持仓结构



来源: 中金所, 东兴期货研发中心

图表 33: 12 月 1 日国债期货机构投资者结构

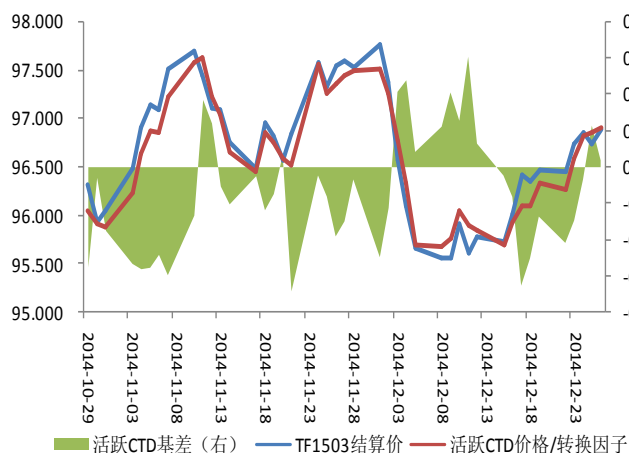


来源: 中金所, 东兴期货研发中心

2、投资者以机构为主，券商保证金规模最大

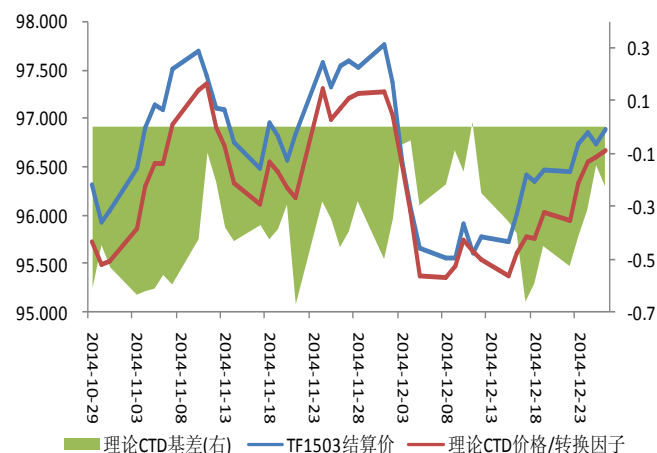
由于银行、保险还未允许参与国债期货，目前机构参与者主要为券商、基金、期货、私募等。截止 14 年 12 月 1 日，国债期货市场机构投资者特殊法人共 308 个，其中券商自营 41 个，券商资管 10 个，期货资管 134 个，基金 125 个；机构投资者多以产品开户数量为主，308 个特殊法人账户中，主要以资产管理计划及基金产品为主，其中券商资管 10 个，期货资管 134 个，基金 125 个；从市场份额来看，券商保证金规模最大，占比 40%，在券商保证金规模中，又以券商自营规模占比最多；交易策略方面，期货资管账户以投机、套利交易为主，券商自营、资管以及基金专户则以套利、套保为主。

图表 34: 国债期货与活跃 CTD 走势对比



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 35: 国债期货与理论 CTD 走势对比



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 36: 各合约交割情况

合约代码	交割量	交割金额（万元）
TF1312	451	43067.18
TF1403	277	26737.78
TF1406	77	7625.17
TF1409	320	31543.44
TF1412	305	30302.77

来源: Wind, 东兴期货研发中心

3、期现价格联动良好，期货价格发现功能初显

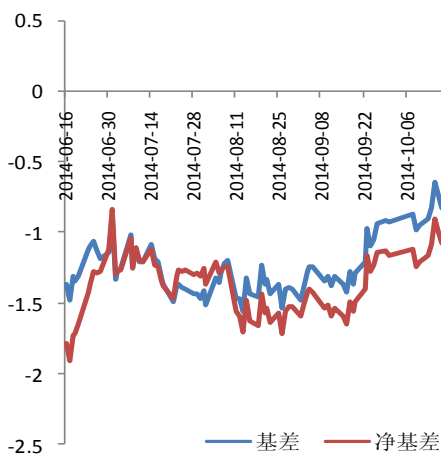
尽管银行、保险等主要国债投资机构尚未参与国债期货，但国债期货与现货仍然具有良好相关性，从图 26、27 中可以看出，国债期货与活跃 CTD 的联动效果更好。同时国债期货的价格发现作用初显，14 年以来，博弈经济下行和货币政策放松的灵敏交易者往往首先进入期货市场建仓，使得国债期货具备一定的价格领先作用，而这种领先性影响更多体现在日内。在央行降息后首个交易日，虽然现券市场早于期货市场开盘，但由于缺少国债期货的指引，现券市场几乎无报价询价直至期货开盘，可见期货的价格发现和引领作用初显。

4、交割业务平稳，客户全部履约

上市至今，共顺利完成 5 个合约交割业务，交割数量 1430 手。参与交割的客户均为机构投资者，交割行为理性，买卖双方全部履约。交割时点以最后交易日为主，选择参与交割的券种大部分为活跃 CTD 和理论 CTD，国债期货对活跃国债现券交易的作用初显。

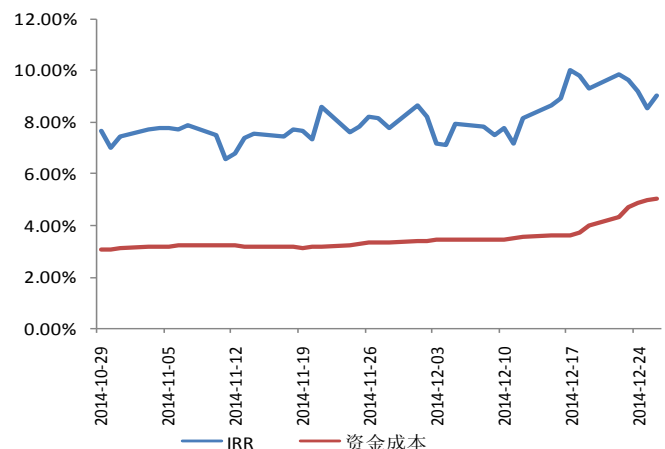
2) 国债期货套利机会总结

图表 37: TF1503 理论 CTD 基差及净基差走势



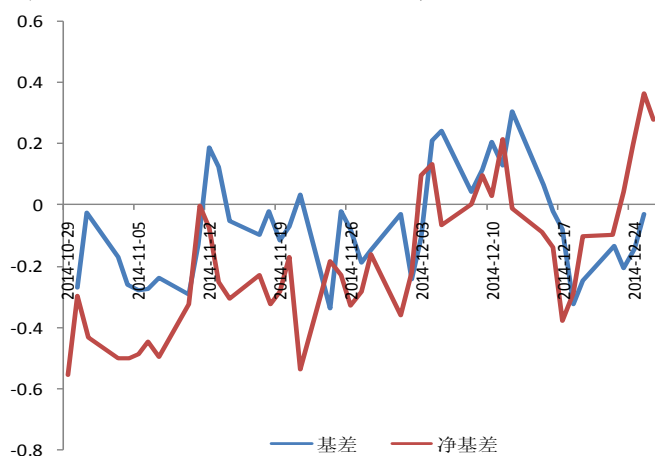
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 38: TF1503 理论 CTD IRR 及资金成本走势



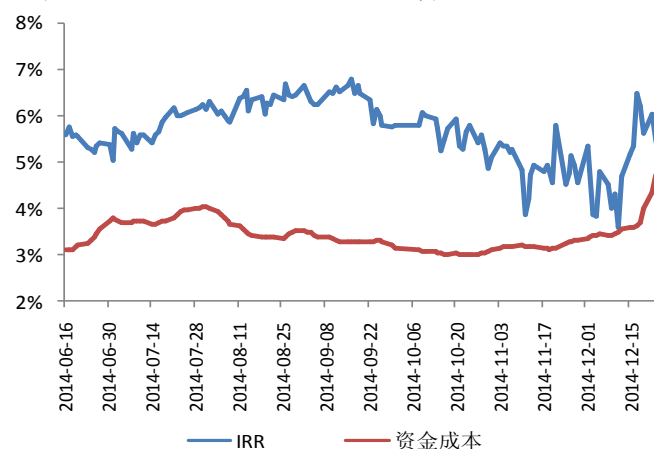
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 39: TF1503 活跃 CTD 基差及净基差走势



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 40: TF1503 活跃 CTD IRR 及资金成本走势



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 41: TF1409 交割情况

国债全称	到期日	票面利率	交割量	交割金额
2005 年记账式 (十二期) 国债	20201115	3.65	10	975.56
2010 年记账式付息 (十二期) 国债	20200513	3.25	3	285.79
2010 年记账式付息 (十九期) 国债	20200624	3.41	20	1914.66
2011 年记账式付息 (十九期) 国债	20210818	3.93	201	19823.63
2011 年记账式付息 (十五期) 国债	20210616	3.99	60	5972.48
2013 年记账式付息 (二十期) 国债	20201017	4.07	1	102.13
2013 年记账式付息 (十五期) 国债	20200711	3.46	10	958.37
2014 年记账式付息 (三期) 国债	20210116	4.44	5	517.56
2014 年记账式付息 (十三期) 国债	20210703	4.02	10	993.26

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 42: TF1412 交割情况

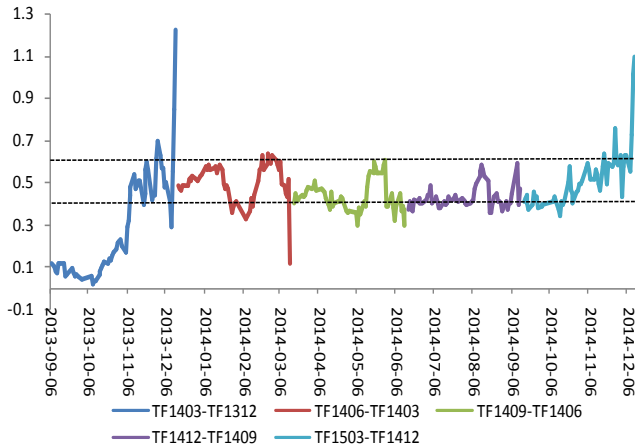
国债全称	到期日	票面利率	交割量	交割金额
2005 年记账式 (十二期) 国债	20201115	3.65	13	1281.16
2006 年记账式 (十九期) 国债	20211115	3.27	89	8592.71
2010 年记账式付息 (十二期) 国债	20200513	3.25	3	288.78
2011 年记账式付息 (八期) 国债	20210317	3.83	46	4603.63
2011 年记账式付息 (二十四期) 国债	20211117	3.57	30	2949.43
2011 年记账式付息 (十九期) 国债	20210818	3.93	112	11340.11
2014 年记账式付息 (三期) 国债	20210116	4.44	5	531.58
2014 年记账式付息 (十三期) 国债	20210703	4.02	7	715.37

来源: Wind, 东兴期货研发中心

1、期现套利：套利机会较多，机构参与积极

从期现日数据来看，理论 CTD 活跃 CTD 均存在基差套利机会，而理论 CTD 较活跃 CTD 套利空间大。从日内高频数据来看，套利机会更多，但由于现券交易不活跃，实际套利空间取决于投资者买卖现券的能力及实际的资金成本。从近期交割数据来看，参与交割的老券比重越来越大，很多为理论 CTD，这些显然是套利交易头寸，可见投资者参与期现套利的积极性正在逐步提升。展期换月阶段，随着交割日的临近，一些老的可交割债券交易逐渐活跃，特别是长久期、低票息（受国债利息收入免税影响低票息债券相对便宜）债券的交割优势凸现，投资者可提前布局老的可交割债券，以获取期现套利收益。

图表 43：远季合约与当季合约价差走势



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 44：移仓换月前后价差对比

	换月前 均值	换月后 均值	最大值	最小值
TF1403-TF1312	0.14	0.55	1.22	0.02
TF1406-TF1403	0.50	0.58	0.64	0.12
TF1409-TF1406	0.42	0.56	0.60	0.30
TF1412-TF1409	0.41	0.54	0.59	0.36
TF1503-TF1412	0.41	0.59	1.10	0.34

来源：Wind，东兴期货研发中心

2、跨期套利：移仓换月时做多价差套利机会明显

由于国债期货交割实行空方举手规则，而空头更倾向于把流动性较差的老券进行套利交割，故多头平仓意愿更强，展期换月阶段价差发散已成为 5 年期国债期货合约的普遍现象。移仓换月之前，当季合约和下季合约价差一般在 0.4 左右，而展期换月阶段价差均放大到 0.6 元左右，平均跨期套利空间为 0.2 元左右。

3) 10 年期国债期货解读

图表 45：10 年期国债期货和 5 年期国债期货合约对比

	5 年期国债期货合约	10 年期国债期货合约
合约标的	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的中期国债	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的长期国债
可交割国债	合约到期月首日剩余期限为 4-5.25 年的记账式付息国债	合约到期月首日剩余期限为 6-10.25 年的记账式付息国债
报价方式	百元净价报价	
最小变动价位	0.002 元	
合约月份	最近的三个季月（三、六、九、十二月月循环）	

交易时间	上午：9:15-11:30，13:00-15:15	
最后交易日交易时间	上午：9:15-11:30	
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的 $\pm 1.5\%$	上一交易日结算价的 $\pm 2\%$
最低交易保证金	合约价值的 1.5%	合约价值的 2%
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五	
最后交割日	最后交易日后的第三个交易日	
交割方式	实物交割	
合约代码	TF	T

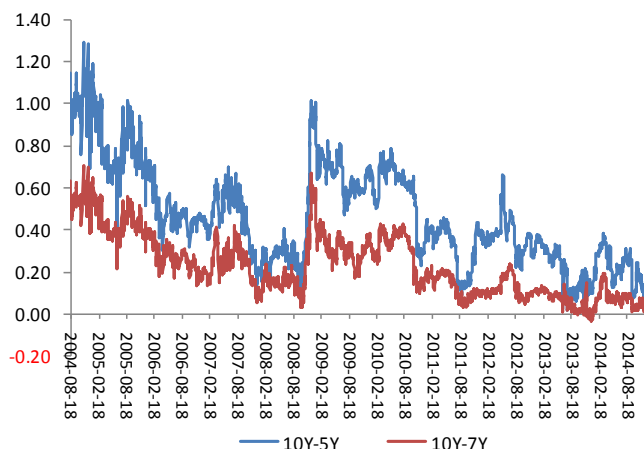
来源：中金所，东兴期货研发中心

1) 10年期国债期货与5年期国债期货对比

1、T 合约与 TF 合约规则内容基本相同，仅在最大涨跌幅、最低保证金比率、可交割券方面存在不同。

2、T 合约 CTD 选取逻辑与 TF 基本一致，即对收益率在 3% 以下的国债而言，久期最小的国债一般是最便宜可交割券，而对收益率在 3% 以上的国债而言，久期最大的国债是最便宜可交割券。不同之处在于：10 年期国债很多是在 3、6、9、12 月份发行，半年付息一次，很有可能不符合次季合约可交割券的条件（可交割券必须可转托管，中债登规定在付息日前 5 个交易日暂停转托管）。所以 3、9 月份发行的 10 年期国债，通常只能用于 6、12 月份合约交割，同样 6、12 月份发行的 10 年期国债，通常只能用于 3、9 月份合约交割。这样以来新发 10 年国债有可能只属于当季合约可交割券却不属于次季合约的可交割券范畴，导致当季、次季合约 CTD 不能同时切换，从而存在次季与当季价差扩大的可能，增加跨期套利空间。

图表 46：10Y-5Y、10Y-7Y 国债利率价差走势



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 47：10Y-5Y、10Y-7Y 价差走势汇总

	均值	最大值	最小值
10Y-5Y	47.64	129.05	1.46
10Y-7Y	23.63	70.79	-3.84

来源：Wind，东兴期货研发中心

2) 关注 T 合约上市之后套利机会

1、跨期套利机会

5 年期国债期货合约交割规则导致展期换月阶段价差发散成为普遍现象，在 10 年期国债期货合约上同样也会出现，且上市初期跨期套利空间较大，投资者可适当参与。

2、收益率曲线套利机会

10 年期国债期货合约上市后，将丰富国债期货的套利策略，收益率曲线套利则是最重要的一种。从历史数据来看，10Y-5Y 年国债利主要分布于 20-100bp 之间，10Y-7Y 利差主要分布于 5-55bp 之间，目前利率曲线比较平坦，甚至出现倒挂，10Y-5Y 年价差水平处于 10-20bp 范围，10Y-7Y 年价差处于 5-10bp 范围，均处于历史价差的低位水平，未来价差有扩大可能，可以尝试买入 TF 合约、卖出 T 合约的增陡式收益率曲线套利策略。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。