

张晨

研究员，期货执业证书编号F3027880

zhangchen@dxqh.net

IRR 快速上行， 期现正套渐具配置价值

观点要点：

- 经济工作会议强调“推动高质量发展”，“今后 3 年要打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战”。周五银监会发布《关于规范银信类业务的通知》。未来将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，金融防风险仍是明年的工作重点，各项监管细则将陆续落地。
- 跨年时点在即，料本周流动性逐渐收紧，叠加近期监管新规加速落地，仍有潜在的风险释放，期债反弹空间有限，本周大概率窄幅震荡，TF1803 关注 96.8 顶部压制，96.3 底部支撑；T1803 关注 93.4 顶部压制，92.7 底部支撑。
- 期现方面，上周期债上涨幅度大于现券，IRR 大幅上涨，目前多数活跃券 IRR 已处于较高水平，能够覆盖资金成本，期现正套正逐渐具备配置价值。TF1803 合约考虑做空期货，做多 130005.IB，T1803 合约考虑做空期货，做多 160017.IB，并持有至到期交割。
- 跨期方面，目前 TF1806 合约的成交量仍较小，冲击成本仍然较大，不建议做跨期套利。T 合约净基差仍在下行，叠加本周跨年时点将近，资金价格上涨将带动净持有收益下行，继续建议做空跨期套利，做空 1 手 TF1803 合约的同时做多 1 手 T1803 合约。
- 跨品种方面，目前曲线依然非常平坦，未来仍有较大的修复空间，建议前期建仓的做陡曲线头寸继续持有，空仓则暂时不建议入场。

一、监管落地风险叠加跨年流动性收紧，期债或窄幅震荡

12月18-22日召开经济工作会议，会议强调“推动高质量发展是当前和今后一个时期确定发展思路、制定经济政策、实施宏观调控的根本要求”，“今后3年要打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战”。周五银监会发布《关于规范银信类业务的通知》。未来将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，金融防风险仍是明年的工作重点，各项监管细则将陆续落地。

上周前4天期债窄幅震荡，周五财政资金投放，资金面转松带动情绪回暖，期债放量上涨，涨幅大于现货，TF1803涨0.21%收于96.64，T1803涨0.34%收于93.22。跨年时点在即，料本周流动性逐渐收紧，叠加近期监管新规加速落地，仍有潜在的风险释放，期债反弹空间有限，本周大概率窄幅震荡，TF1803关注96.8顶部压制，96.3底部支撑；T1803关注93.4顶部压制，92.7底部支撑。

图表 1：国债期货合约一周行情统计

	收盘价			日均成交量（手）			持仓量（手）		
	2017/12/22	2017/12/15	涨跌	2017/12/22	2017/12/15	增减	2017/12/22	2017/12/15	增减
TF1803	96.640	96.435	0.21%	7547	9787	-2240	46121	45320	801
TF1806	96.885	96.805	0.08%	72	51	22	410	262	148
T1803	93.220	92.905	0.34%	33122	41457	-8335	60633	59157	1476
T1806	93.390	93.070	0.34%	224	215	10	1598	1359	239

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 2：TF1803 利差敏感性分析

利差(BP)/中债(%)	3.7	3.75	3.8	3.85	3.9	3.95	4
-10	97.28	97.05	96.82	96.60	96.37	96.14	95.92
-5	97.05	96.82	96.60	96.37	96.14	95.92	95.69
0	96.82	96.60	96.37	96.14	95.92	95.69	95.46
5	96.60	96.37	96.14	95.92	95.69	95.46	95.23
10	96.37	96.14	95.92	95.69	95.46	95.23	95.01
15	96.14	95.92	95.69	95.46	95.23	95.01	94.78
20	95.92	95.69	95.46	95.23	95.01	94.78	94.55

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 3：T1803 利差敏感性分析

利差(BP)/中债(%)	3.8	3.85	3.9	3.95	4	4.05	4.1
-10	94.89	94.52	94.15	93.79	93.42	93.06	92.69
-5	94.52	94.15	93.79	93.42	93.06	92.69	92.33
0	94.15	93.79	93.42	93.06	92.69	92.33	91.96
5	93.79	93.42	93.06	92.69	92.33	91.96	91.60
10	93.42	93.06	92.69	92.33	91.96	91.60	91.23
15	93.06	92.69	92.33	91.96	91.60	91.23	90.87

20

92.69

92.33

91.96

91.60

91.23

90.87

90.50

来源：Wind，东兴期货研发中心

二、跨年时点在即，料本周跨年资金持续上行

公开市场操作方面，上周前半周缴税影响尚未消退，央行加大公开市场投放力度；后半周财政支出力度加大，央行净回笼。上周逆回购到期 3500 亿，投放 5500 亿，净投放 2000 亿，无 MLF 到期。本周将有 2900 亿逆回购到期，周一到周五分别到期 1200 亿、500 亿、400 亿、300 亿、500 亿，无 MLF 到期。

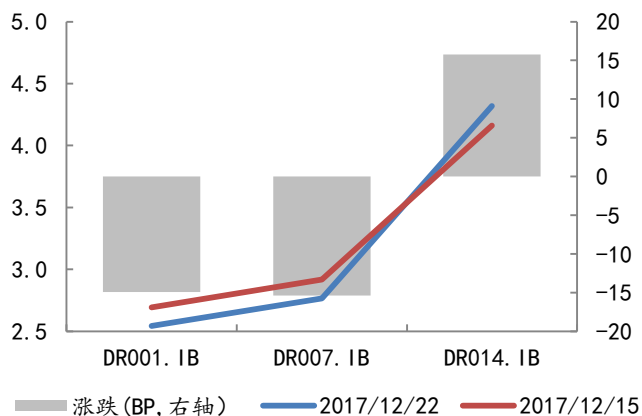
图表 4：公开市场操作

上周操作	7 天逆回购	14 天逆回购	28 天逆回购	63 天逆回购	6 个月 MLF	1 年 MLF
2017/12/18	1200	1100	700	0		
2017/12/19	500	300	200	0		
2017/12/20	400	300	100	0		
2017/12/21	300	300	100	0		
2017/12/22	0	0	0	0		
	逆回购到期量	逆回购投放量	净投放/回笼	MLF 到期量	MLF 投放量	净投放/回笼
上周统计	3500	5500	2000	0	0	0
本周逆回购到期量：	2900		本周 MLF 到期量：	0		

来源：Wind，东兴期货研发中心

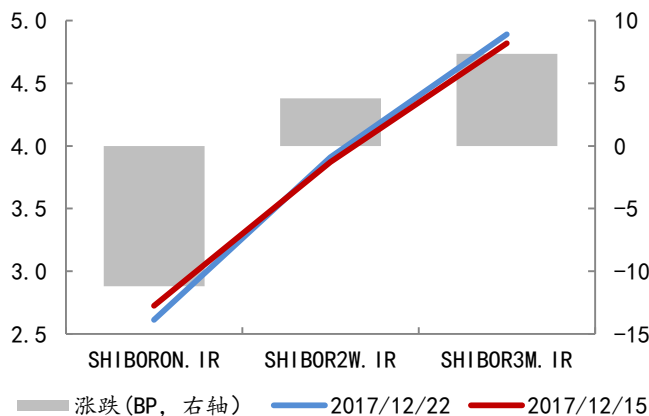
资金方面，上周随着缴税高峰期的结束，1 天和 7 天短端资金价格回落，而跨年、跨春节资金依然紧张，价格持续攀升。尽管下旬财政将陆续投放超过万亿的中长期资金，但当前超储率维持在低位，银行缺少中长期资金，融出意愿可能不高，非银机构融入资金存在压力。料本周包括 7 天资金在内的跨年、跨春节资金价格将继续上涨。

图表 5：银行间质押式回购利率一周涨跌



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 6：Shibor 一周涨跌



来源：Wind，东兴期货研发中心

三、利率短升长降，曲线走平

一级市场方面，上周一级市场共发行 522.2 亿附息国债，100 亿进出口债，210 亿国开债和 800 亿 20 年期国开置换债，农发债停发。供给增量，需求较好。

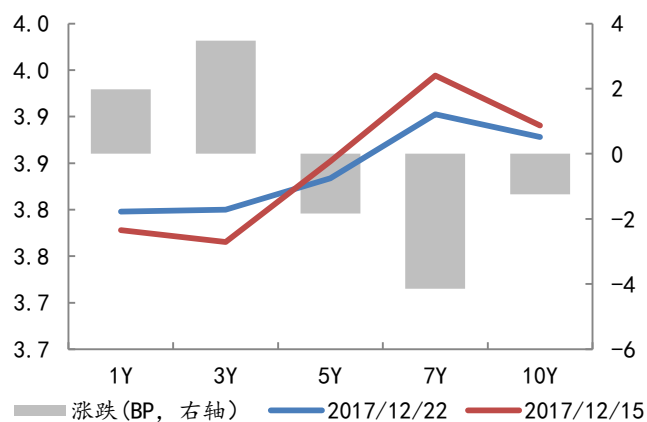
图表 7：一级市场利率债发行

	发行利率	前一日 市场利率	利差 (bp)	全场倍数	发行规模 (亿元)	发行日期	发行期限 (年)
记账式附息国债							
17 附息国债 23(续 2)	3.73	3.75	1.59	1.62	260	2017/12/20	3
17 附息国债 27	3.90	3.94	3.92	2.40	262.2	2017/12/20	7
国开债							
17 国开 12(增 6)	4.74	4.79	4.96	3.93	40	2017/12/21	5
17 国开 09(增 12)	4.69	4.75	5.89	3.68	40	2017/12/21	3
17 国开 11(增 7)	4.55	4.62	6.90	3.60	40	2017/12/21	1
17 国开 03(增 7)	2.93	/	/	1.97	50	2017/12/21	1
17 国开 08(增 17)	4.93	4.93	0.17	3.30	40	2017/12/21	7
进出口债							
17 进出 10(增 17)	4.71	4.78	6.13	2.42	30	2017/12/21	3
17 进出 06(增 8)	4.26	4.66	39.68	3.59	40	2017/12/21	1
17 进出 09(增 21)	4.80	4.82	1.72	1.97	30	2017/12/21	5

来源：Wind，东兴期货研发中心

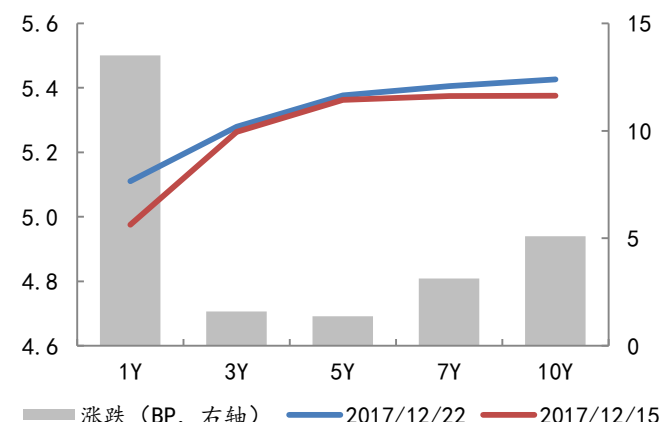
二级市场方面，在流动性趋紧、货币政策收紧预期升温的影响下，近期短端利率有抬升的趋势，而经济基本面缓慢回落则带动中长端利率小幅下行，上周国债关键期限到期收益率短升长降，小幅走平。此外，经济下行预期带动信用利差多数走阔，AAA 企业债关键期限到期收益率曲线呈熊平。

图表 8：银行间关键期限国债到期收益率



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 9：AAA 企业债关键期限到期收益率

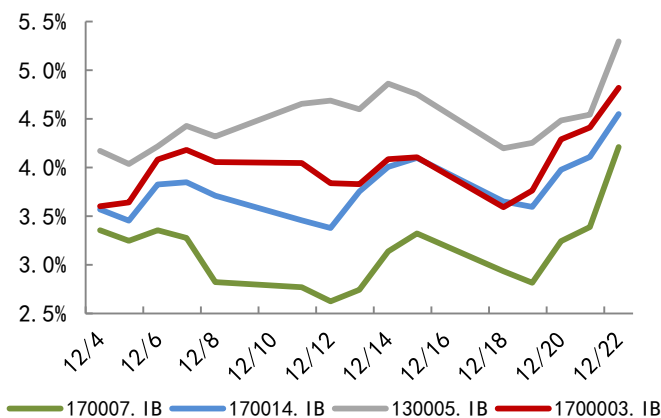


来源：Wind，东兴期货研发中心

四、IRR 大幅上涨，期现正套具备配置价值

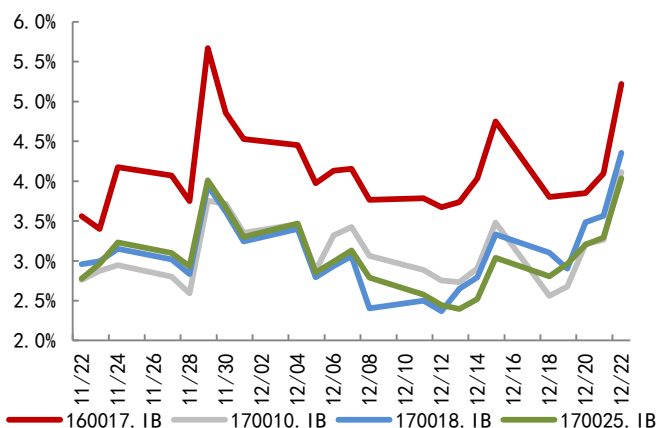
期现方面，上周期债上涨幅度大于现券，IRR 大幅上涨，目前多数活跃券 IRR 已处于较高水平，能够覆盖资金成本，期现正套正逐渐具备配置价值。TF1803 合约考虑做空期货，做多 130005. IB，T1803 合约考虑做空期货，做多 160017. IB，并持有至到期交割。

图表 10: TF1803 合约活跃券 IRR



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 11: T1803 合约活跃券 IRR



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 12: 活跃券 IRR

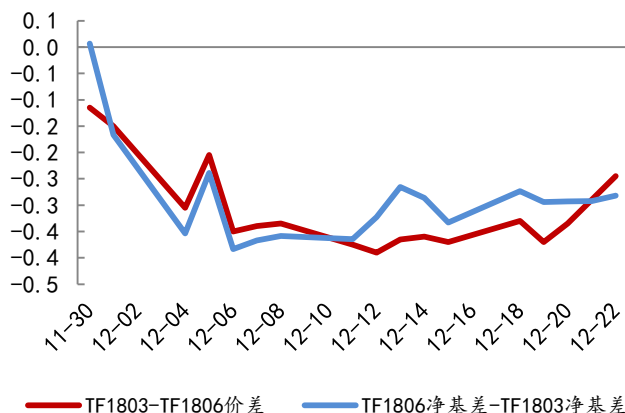
	2017/12/15	12/18	12/19	12/20	12/21	12/22
TF1803						
170007. IB	3.32%	2.93%	2.82%	3.24%	3.39%	4.21%
170014. IB	4.10%	3.65%	3.60%	3.98%	4.11%	4.55%
130005. IB	4.75%	4.20%	4.25%	4.48%	4.54%	5.29%
1700003. IB	4.10%	3.59%	3.76%	4.29%	4.41%	4.82%
T1803						
160017. IB	4.75%	3.80%	3.82%	3.85%	4.09%	5.22%
170010. IB	3.48%	2.56%	2.67%	3.21%	3.26%	4.12%
170018. IB	3.33%	3.10%	2.90%	3.48%	3.56%	4.35%
170025. IB	3.04%	2.81%	2.96%	3.20%	3.29%	4.03%

来源: Wind, 东兴期货研发中心

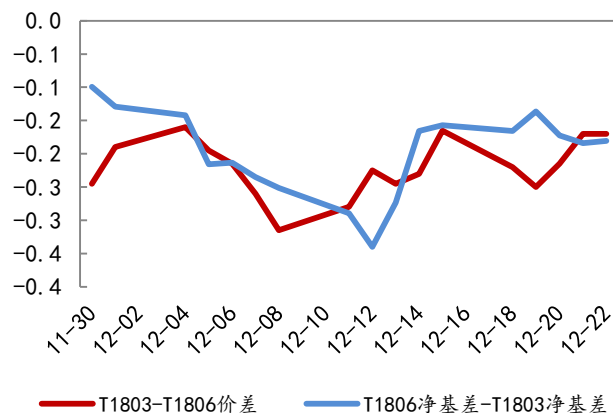
跨期方面，上周 TF 跨期价差小幅上行 0.125 至 -0.245，T 跨期价差小幅下行 0.005 至 -0.17。目前 TF1806 合约的成交量仍较小，冲击成本仍然较大，不建议做跨期套利。T 合约净基差仍在下行，叠加本周跨年时点将近，资金价格上涨将带动净持有收益下行，继续建议做空跨期套利，做空 1 手 TF1803 合约的同时做多 1 手 T1803 合约。

图表 13: TF 跨期价差

图表 14: T 跨期价差



来源：Wind，东兴期货研发中心



来源：Wind，东兴期货研发中心

图 15：TF 合约跨期策略

	跨期价差	净基差		双因素	
	TF1803-TF1806	TF1803 130005. IB	TF1806 130005. IB	1806-1803 净基差之差	净持有收益 次季-当季
2017/12/15	-0.370	-0.344	-0.677	-0.333	0.1500
2017/12/18	-0.330	-0.186	-0.459	-0.273	0.1507
2017/12/19	-0.370	-0.178	-0.472	-0.294	0.1540
2017/12/20	-0.335	-0.260	-0.553	-0.293	0.1540
2017/12/21	-0.290	-0.312	-0.605	-0.292	0.1742
2017/12/22	-0.245	-0.509	-0.792	-0.282	0.1883

来源：Wind，东兴期货研发中心

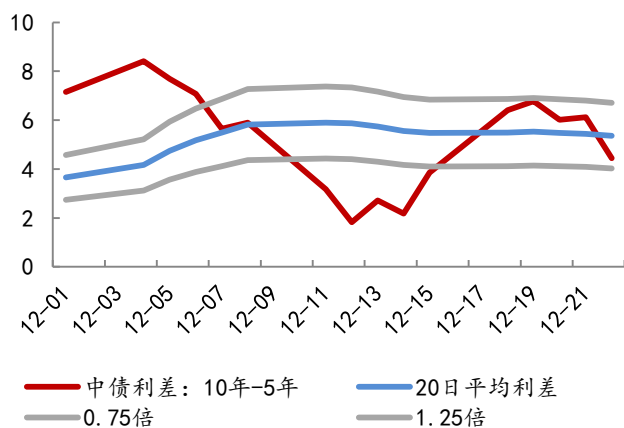
图 16：T 合约跨期策略

	跨期价差	净基差		双因素	
	T1803-T1806	T1803 160017. IB	T1806 160017. IB	1806-1803 净基差之差	净持有收益 次季-当季
2017/12/15	-0.165	-0.030	-0.187	-0.157	-0.0445
2017/12/18	-0.220	-0.121	-0.287	-0.166	-0.0438
2017/12/19	-0.250	-0.314	-0.450	-0.137	-0.0405
2017/12/20	-0.215	-0.084	-0.256	-0.173	-0.0405
2017/12/21	-0.170	-0.071	-0.255	-0.184	-0.0203
2017/12/22	-0.170	-0.105	-0.285	-0.181	-0.0062

来源：Wind，东兴期货研发中心

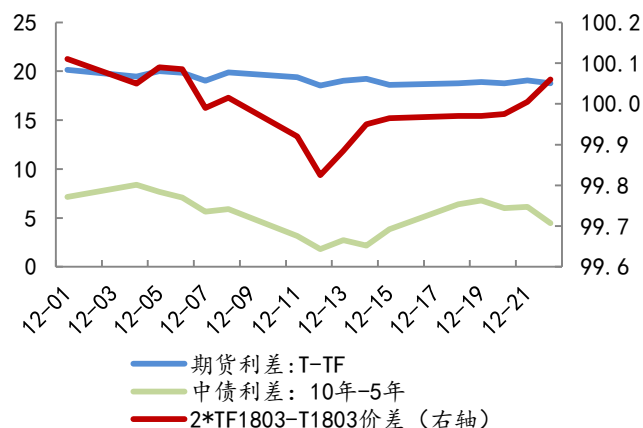
跨品种方面，上周中债 10 年-5 年利差先走阔后收窄，当周走阔 0.6BP，变动不大；期货对应到期收益率利差小幅走阔 0.1BP，跨品种价差走阔 0.09，做陡曲线策略小幅盈利。目前曲线依然非常平坦，未来仍有较大的修复空间，建议前期建仓的做陡曲线头寸继续持有，空仓则暂时不建议入场。

图表 17：跨品种价差



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 18：中债利差



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 19：跨品种策略

	跨品种价差	期货合约对应到期收益率			中债国债到期收益率		
	2*TF1803-T1803	TF1803	T1803	期货利差 (BP)	5 年	10 年	中债利差 (BP)
2017/12/15	99.97	3.78	3.97	18.62	3.85	3.89	3.86
2017/12/18	99.97	3.79	3.98	18.76	3.83	3.89	6.41
2017/12/19	99.97	3.79	3.98	18.89	3.83	3.90	6.78
2017/12/20	99.98	3.79	3.97	18.78	3.84	3.90	6.02
2017/12/21	100.01	3.78	3.97	19.06	3.84	3.90	6.12
2017/12/22	100.06	3.74	3.93	18.76	3.83	3.88	4.45
一周变动	0.09	-4.3	-4.1	0.1	-1.8	-1.2	0.6

来源：Wind，东兴期货研发中心

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。