

张晨

研究员，期货执业证书编号F3027880

zhangchen@dxqh.net

建议抓住做空基差套利机会

观点要点：

- 本周四将公布经济数据，预计整体小幅回落，但考虑近期监管趋严、金融数据大幅回落以及本周缴税高峰期资金收紧，料期债易下难上。TF1803 关注 95.6 底部支撑，96.4 顶部压制；T1803 关注 91.2 底部支撑，92.4 顶部压制。
- 上周六到期的 1825 亿 MLF 顺延至本周一，为缓解税期资金紧张局面，央行周一开展 3980 亿 1 年期 MLF 操作，超额对冲本月到期的 2895 亿 MLF。本周将进入缴税缴准高峰期，过去五年 1 月份平均税收收入近 1.4 万亿，叠加 4700 亿逆回购到期，料资金面继续收紧，债市承压。
- 期现方面，上周期货跌幅大于现货，活跃券 IRR 多数下行。当前 IRR 水平较低，叠加春节期间资金易紧难松，当前不建议期现套利。当前 170020.IB 与 T1803 合约的基差以达到 2.8 左右的水平，为历史高位。T1803 主力合约移仓后，该基差大概率逐渐向 0 收敛，因此建议抓住时机做空基差，具体操作上，做空 170020.IB 的同时做多 T1803 合约。
- 跨品种方面，上周跨品种价差收窄 0.06，对应到期收益率利差收窄 0.76BP，中债国债 10 年-5 年利差走阔 0.11BP。本周将公布经济数据，税期资金面延续收紧，对 TF 和 T 合约均有所压制，短期内利差难有明显变化。长期看随着资金紧势改善，曲线或继续走陡，建议做陡曲线，做多 2 手 TF1803 合约的同时做空 1 手 T1803 合约。

建议抓住做空基差套利机会

一、金融数据大幅回落，期债易下难上

经历了前一周的大跌后，国债期货于上周一小幅回升，但悲观情绪不减。近期美债收益率节节攀升，原油价格持续上涨、国内 CPI 小幅回升等带动通胀预期升温，叠加资金面延续收敛，上周三和周四期债跌幅有所放大。周五公布的外贸数据整体回落，期债止跌回升。当周 TF1803 跌 0.12% 收于 96.145，T1803 跌 0.19% 收于 92.275。本周四将公布经济数据，预计整体小幅回落，但考虑近期监管趋严、金融数据大幅回落以及本周缴税高峰期资金收紧，料期债易下难上。TF1803 关注 95.6 底部支撑，96.4 顶部压制；T1803 关注 91.2 底部支撑，92.4 顶部压制。

12 月出口同比小幅回落至 10.9%，进口同比大幅回落至 4.5%。四季度美国、欧元区以及日本景气指数回升，海外需求稳定，通胀预期升温，我国出口平稳增长。而受国内需求趋缓和商品价格抬升的影响，12 月铁矿石、原油和铜的进口量下滑，导致进口数据大幅下滑。考虑到四季度 PMI 新出口订单指数企稳回升，叠加低基数效应，预计 1 月份出口继续稳定增长。而考虑到 1 月份以来进口铁矿石、原油价格持续上涨，生产回落，内需放缓等，料 1 月进口同比低位运行。预计未来外贸数据将延续整体回落的态势。

12 月新增社融 1.14 万亿，同比少增 4860 亿，环比少增 4582 亿，社融累计同比由 11 月的 12.5% 下滑至 12%。受年底 MPA 考核影响，人民币贷款规模同比减少 4205 亿，环比减少 5690 亿，是拉动社融同比下滑的主要原因。利率高位运行导致新增企业债券融资规模持续环比下滑，而新增委托贷款、信托贷款以及票据等非标融资规模则环比增长。2017 年以来，在金融去杠杆、同业链条去化的过程中，资金在金融体系内空转的现象有了明显的改善，有价证券投资规模增速下滑，融资方式转向信贷，M2 在同比下滑的过程中有明显的内部结构调整。而 12 月新增人民币贷款规模的大幅下滑不仅打破了内部的均衡，更减弱了货币创造的能力，导致 M2 同比增速大幅下滑 0.9% 至 8.2%。岁末年初，监管细则加速落地，全面规范债券交易、信托贷款、委托贷款等，融资受限下，未来社融增速仍有回落空间。而在基础货币供给收缩、融资规模下滑的情况下，预计 M2 同比将持续低位运行。

受采暖季环保限产的影响，12 月高炉开工率降至年内最低水平，但于后半月企稳回升。6 大发电集团日均耗煤量同比增长 9.71%，虽然高于 11 月的 1.85%，但仍为全年较低水平。重点企业粗钢日均产量同比回升 4%，好于 11 月的 3%。PMI 生产指数 54，环比回落 0.3，但仍处于较高水平。整体来看，12 月工业生产喜忧参半，整体企稳，料工业增加值小幅回落。而当前钢价持续下滑，水泥价格高位盘整，PPI 同比回落 0.9% 至 4.9%，供给收缩下价格回落，表明当前终端需求继续走弱。

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）		
	2018/1/12	2018/1/5	涨跌	2018/1/12	2018/1/5	增减	2018/1/12	2018/1/5	增减
TF1803	96.145	96.260	-0.12%	8960	8941	19	40470	45119	-4649
TF1806	96.420	96.545	-0.13%	137	95	42	826	568	258
T1803	92.275	92.450	-0.19%	30106	29631	474	59456	60887	-1431
T1806	92.350	92.655	-0.33%	611	420	192	2889	1990	899

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	97.59	97.39	97.19	96.99	96.79	96.59	96.39
-5	97.39	97.19	96.99	96.79	96.59	96.39	96.19
0	97.19	96.99	96.79	96.59	96.39	96.19	95.99
5	96.99	96.79	96.59	96.39	96.19	95.99	95.78
10	96.79	96.59	96.39	96.19	95.99	95.78	95.58
15	96.59	96.39	96.19	95.99	95.78	95.58	95.38
20	96.39	96.19	95.99	95.78	95.58	95.38	95.18

来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 3：T1803 利差敏感性分析

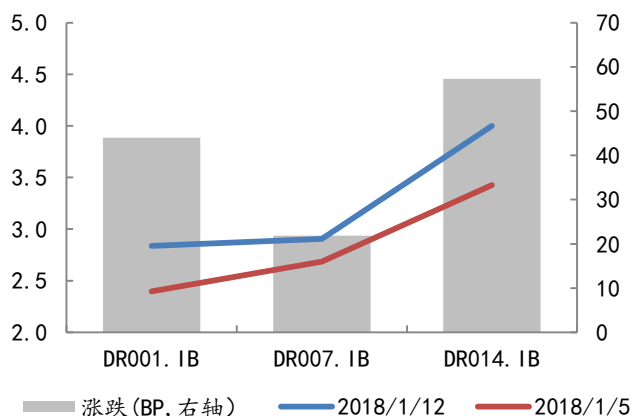
利差(BP)/中债(%)	3.4	3.85	3.9	3.95	4	4.05	4.1
-10	97.71	94.28	93.89	93.51	93.13	92.75	92.37
-5	97.33	93.89	93.51	93.13	92.75	92.37	91.99
0	96.95	93.51	93.13	92.75	92.37	91.99	91.61
5	96.57	93.13	92.75	92.37	91.99	91.61	91.22
10	96.18	92.75	92.37	91.99	91.61	91.22	90.84
15	95.80	92.37	91.99	91.61	91.22	90.84	90.46
20	95.42	91.99	91.61	91.22	90.84	90.46	90.08

来源：Wind，东兴期货研发中心

二、本周适逢缴税缴准高峰期，资金面或延续收紧

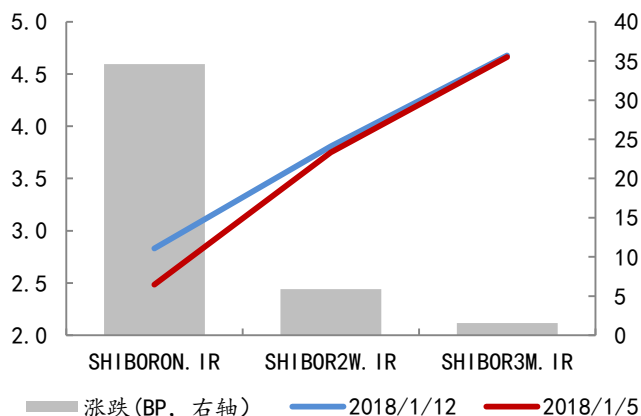
年末投放的财政资金陆续回笼，上周资金面延续收紧，短期资金利率均明显抬升。上周央行停止公开市场净回笼，当周净投放 400 亿。此外，上周六到期的 1825 亿 MLF 顺延至本周一，为缓解税期资金紧张局面，央行周一开展 3980 亿 1 年期 MLF 操作，超额对冲本月到期的 2895 亿 MLF。本周将进入缴税缴准高峰期，过去五年 1 月份平均税收收入近 1.4 万亿，叠加 4700 亿逆回购到期，料资金面继续收紧，债市承压。

图表 4: 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 5: Shibor 一周涨跌



来源: Wind, 东兴期货研发中心

三、现券小幅收跌，幅度小于期货

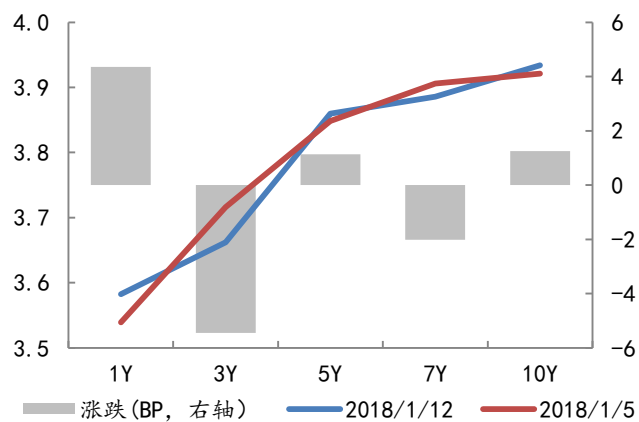
一级市场方面，上周共发行 400 亿记账式国债和 658 亿政金债，发行利率多低于前一日二级市场到期收益率，认购倍数尚可。二级市场方面，上周中债国债关键期限到期收益率涨跌不一，整体变动不大，5 年和 10 年现券跌幅明显小于对应国债期货跌幅。AAA 企业债关键期限到期收益率全线上行，信用利差多数走阔。

图表 6: 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 24(续 2)	3.50	3.54	4.10	2.67	200	2018/1/10	1
17 附息国债 25(续 2)	3.85	3.89	4.10	2.82	200	2018/1/10	10
国开债							
17 国开 11(增 9)	4.00	4.17	17.33	/	93	2018/1/9	1
17 国开 09(增 14)	4.63	4.74	10.83	/	78	2018/1/9	3
17 国开 08(增 19)	5.00	5.03	2.69	/	50	2018/1/11	7
17 国开 12(增 8)	4.91	4.93	2.79	/	80	2018/1/11	5
进出口债							
14 进出 03(增 3)	4.50	4.92	/	/	50	2018/1/11	5
17 进出 09(增 23)	4.89	4.92	3.34	/	30	2018/1/11	5
17 进出 10(增 19)	4.84	4.82	-2.19	/	40	2018/1/11	3
农发债							
17 农发 11(增 15)	4.68	4.78	9.86	3.23	57	2018/1/8	3
17 农发 12(增 15)	4.83	4.87	3.50	2.85	51	2018/1/8	5
17 农发 13(增 4)	4.21	4.21	0.39	2.95	60	2018/1/10	1
17 农发 15(增 11)	5.05	4.93	-11.40	3.71	30	2018/1/10	10
18 农发 01	4.98	5.00	1.81	4.66	40	2018/1/10	7

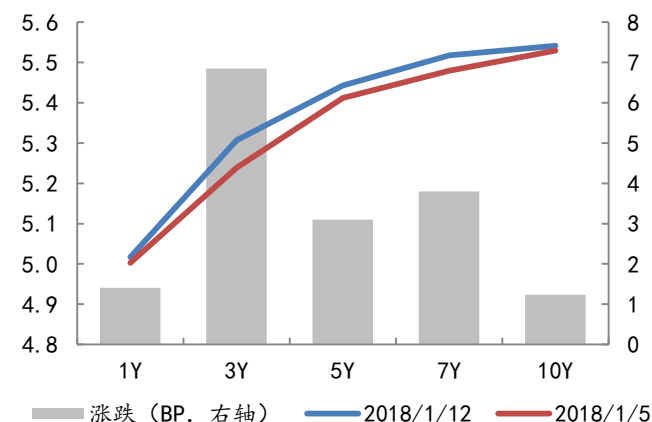
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7：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 8：AAA 企业债关键期限到期收益率

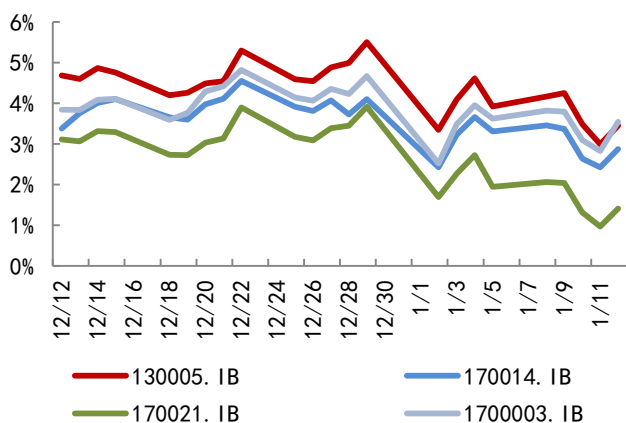


来源：Wind，东兴期货研发中心

四、建议抓住做空基差套利机会

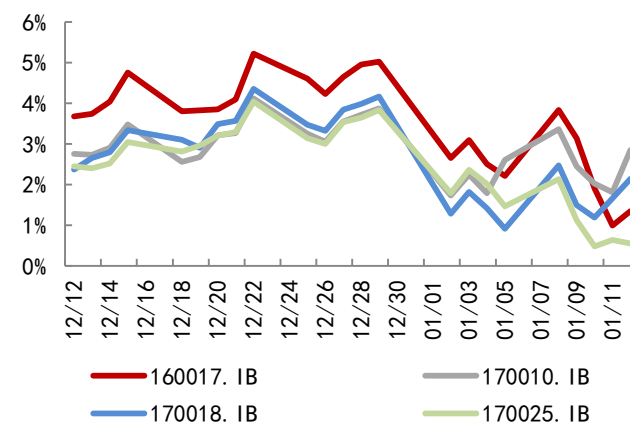
期现方面，上周期货跌幅大于现货，活跃券 IRR 多数下行。当前 IRR 水平较低，叠加春节期间资金易紧难松，当前不建议期现套利。当前 170020.IB 与 T1803 合约的基差以达到 2.8 左右的水平，为历史高位。T1803 主力合约移仓后，该基差大概率逐渐向 0 收敛，因此建议抓住时机做空基差，具体操作上，做空 170020.IB 的同时做多 T1803 合约。

图表 9：TF1803 合约活跃券 IRR



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 10：T1803 合约活跃券 IRR



来源：Wind，东兴期货研发中心

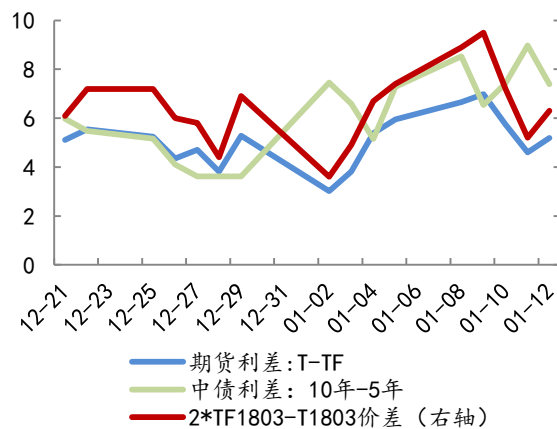
图表 11: 活跃券 IRR

	1/5	1/8	1/9	1/10	1/11	1/12
TF1803						
130005. IB	3.92%	4.17%				
170014. IB	3.30%	3.46%	3.37%	2.63%	2.43%	2.87%
170021. IB	1.94%	2.06%	2.03%	1.31%	0.97%	1.40%
1700003. IB	3.62%	3.81%	3.79%	3.09%	2.82%	3.54%
T1803						
160017. IB		3.83%	3.14%	1.90%	0.99%	1.34%
170010. IB	2.60%	3.36%	2.45%	2.02%	1.81%	2.84%
170018. IB	0.91%	2.47%	1.49%	1.19%	1.66%	2.14%
170025. IB	1.46%	2.13%	1.12%	0.47%	0.63%	0.54%

来源: Wind, 东兴期货研发中心

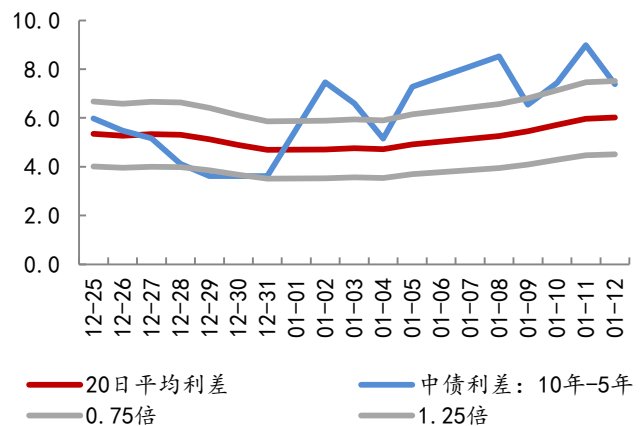
跨品种方面, 上周跨品种价差收窄 0.06, 对应到期收益率利差收窄 0.76BP, 中债国债 10 年-5 年利差走阔 0.11BP。本周将公布经济数据, 税期资金面延续收紧, 对 TF 和 T 合约均有所压制, 短期内利差难有明显变化。长期看随着资金紧势改善, 曲线或继续走陡, 建议做陡曲线, 做多 2 手 TF1803 合约的同时做空 1 手 T1803 合约。

图表 12: 跨品种价差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 13: 中债利差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 14: 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)
2018/1/5	100.07	3.93	3.99	5.95	3.85	3.92	7.28
2018/1/8	100.15	3.89	3.96	6.65	3.83	3.91	8.53
2018/1/9	100.18	3.89	3.96	6.98	3.83	3.89	6.54
2018/1/10	100.06	3.95	4.00	5.74	3.85	3.92	7.43

2018/1/11	99.96	3.98	4.03	4.61	3.86	3.95	8.98
2018/1/12	100.02	3.96	4.01	5.19	3.86	3.93	7.39
一周变动	-0.06	3.3	2.6	-0.76	1.14	1.25	0.11

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。