

张晨

研究员，期货执业证书编号 F3027880

zhangchen@dxqh.net

建议做多跨期价差套利

观点要点：

- 上周在经济基本面的利空得到兑现、资金面有所放松、以及监管未有新动作的影响下，期债有修复性的回升。本周经济数据真空期，资金面紧平衡，对期债的影响有限。但考虑到近期全国性降温或引发通胀预期，监管的悲观预期不弱，债市仍然承压。预计本轮回升幅度有限，TF1803 关注 95.72 底部支撑，96.15 顶部压制；T1803 关注 91.72 底部支撑，92.44 顶部压制。
- 期现方面，上周期货表现好于现货，活跃券 IRR 略有回升。考虑到春节将近，资金价格波动较大，当前的 IRR 水平难以覆盖资金成本，当前不建议做期现正套。
- 跨期方面，近期 1803-1806 价差已经逐渐收窄至 0 附近，目前 1806 合约的成交量已经开始放大。根据历史情况，预计主力合约将在未来两周逐渐从 1803 合约移至 1806 合约。后期随着 1803 合约临近交割，其交割期权价值即净基差大概率向 0 收敛，1806 与 1803 的净基差之差大概率上升。而考虑到临时准备金动用安排会在一定程度上抑制春节期间资金价格的上行幅度，净持有收益可能不会有大幅的收窄。因此，3 月份之前 1803-1806 合约的跨期价差可能会继续上行，接下来的两周建议考虑建仓做多跨期价差套利组合，具体操作上，做多 1 手 1803 合约的同时做空 1 手 1806 合约。
- 跨品种方面，上周中债 10 年-5 年利差扩大，期货利差涨幅大于现货，做陡曲线策略小幅获利。当前中债利差高于 1.25 倍的 20 日均值，仍然显示为做陡曲线策略，建议做多 2 手 TF1803 合约的同时做空 1 手 T1803 合约。

一、期债回升幅度有限

1 月份以来，监管政策接连落地、经济数据预期向好、资金面收紧，导致期债连续下跌。而上周在经济基本面的利空得到兑现、资金面有所放松、以及监管未有新动作的影响下，期债有修复性的回升。TF1803 涨 0.34% 收于 95.96，T1803 涨 0.44% 收于 91.905。本周经济数据真空期，资金面紧平衡，对期债的影响有限。但考虑到近期全国性降温或引发通胀预期，监管的悲观预期不弱，债市仍然承压。预计本轮回升幅度有限，建议逐步了结获利的多单，TF1803 关注 95.72 底部支撑，96.15 顶部压制；T1803 关注 91.72 底部支撑，92.44 顶部压制。

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）		
	2018/1/26	2018/1/19	涨跌	2018/1/26	2018/1/19	增减	2018/1/26	2018/1/19	增减
TF1803	95.960	95.635	0.34%	9377	11704	-2327	30001	38071	-8070
TF1806	96.065	95.855	0.22%	968	258	710	4591	1552	3039
T1803	91.905	91.505	0.44%	30046	35689	-5643	46124	56602	-10478
T1806	91.905	91.505	0.44%	4709	2079	2630	14878	6301	8577

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	97.43	97.22	97.01	96.79	96.58	96.37	96.15
-5	97.22	97.01	96.79	96.58	96.37	96.15	95.94
0	97.01	96.79	96.58	96.37	96.15	95.94	95.72
5	96.79	96.58	96.37	96.15	95.94	95.72	95.51
10	96.58	96.37	96.15	95.94	95.72	95.51	95.30
15	96.37	96.15	95.94	95.72	95.51	95.30	95.08
20	96.15	95.94	95.72	95.51	95.30	95.08	94.87

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	97.84	94.60	94.24	93.88	93.52	93.16	92.80
-5	97.48	94.24	93.88	93.52	93.16	92.80	92.44
0	97.12	93.88	93.52	93.16	92.80	92.44	92.08
5	96.76	93.52	93.16	92.80	92.44	92.08	91.72
10	96.40	93.16	92.80	92.44	92.08	91.72	91.36
15	96.04	92.80	92.44	92.08	91.72	91.36	91.00
20	95.68	92.44	92.08	91.72	91.36	91.00	90.64

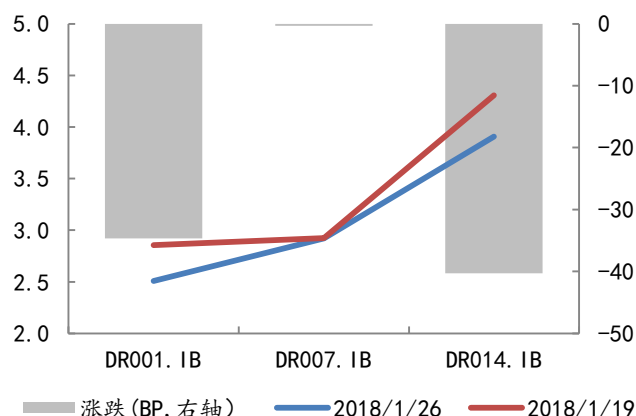
来源：Wind，东兴期货研发中心

二、料跨月资金利率涨幅有限，资金面紧平衡

上周央行公开市场逆回购到期 8200 亿，投放 5000 亿，净回笼 3200 亿。本周有 7600 亿逆回购到期，其中周一至周五分别到期 1400 亿、2400 亿、2100 亿、800 亿、900 亿。

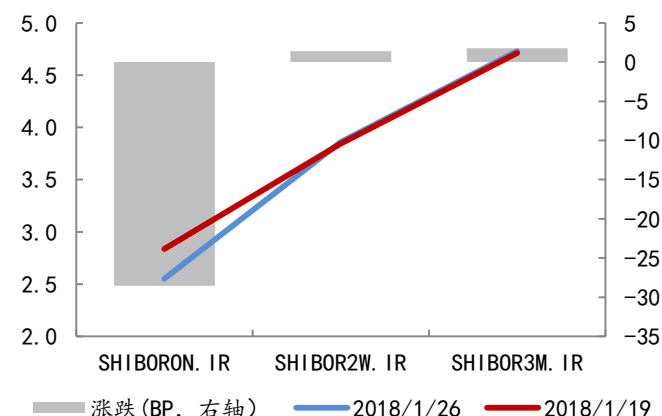
央行于缴税期间在公开市场大量净投放，并于 1 月 25 日开始全面开展定向降准。因此，尽管上周公开市场连续净回笼，资金面依然不紧，短端资金价格大幅下跌。春节将近，金融机构将陆续动用“临时准备金动用安排（CRA）”，叠加月末财政支出，预计跨月资金价格涨幅有限，资金面紧平衡。

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、一级发行情况较好，二级利率多数下行

一级市场方面，上周共发行 400 亿记账式付息国债和 788 亿政金债，发行利率几乎全部低于前一日二级市场到期收益率，认购倍数较高，一级招标情况较好。二级市场方面，上周中债国债关键期限到期收益率多数下行，曲线小幅走平。AAA 企业债关键期限到期收益率短升长降，曲线走平，信用利差扩大。

图表 6：一级市场利率债发行

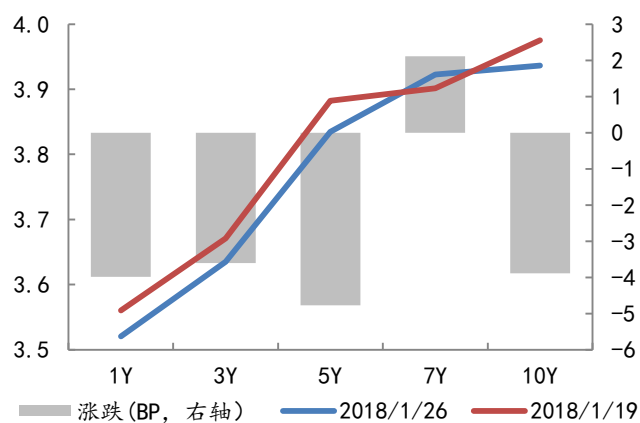
	发行利率	前一日 市场利率	利差 (bp)	全场倍数	发行规模 (亿元)	发行日期	发行期限 (年)
记账式付息国债							
17 付息国债 27(续发)	3.86	3.93	7.17	2.51	200	2018/1/24	7
18 付息国债 02	3.56	3.64	8.48	2.33	200	2018/1/24	3
国开债							
18 国开 01	4.14	4.30	15.79	3.77	96	2018/1/23	1
17 国开 08(增 21)	5.03	5.09	6.38		50	2018/1/25	7
17 国开 12(增 10)	4.92	5.02	9.63		80	2018/1/25	5

进出口债

18 进出 01(增 2)	4.23	4.34	10.20	3.61	40	2018/1/25	1
18 进出 02(增发)	4.80	4.91	10.73	3.42	30	2018/1/25	3
18 进出 03	4.97	5.05	8.29	3.63	30	2018/1/25	5
农发债							
18 农发 02	4.82	4.95	12.59	3.09	64	2018/1/22	3
18 农发 03	4.99	5.06	6.61	3.08	63	2018/1/22	5
18 农发 01(增 2)	5.06	5.11	4.70	4.28	35	2018/1/24	7
17 农发 15(增 13)	5.12	5.08	-3.88	4.93	30	2018/1/24	10
17 农发 13(增 5)	4.19	4.29	9.46	3.57	70	2018/1/24	1

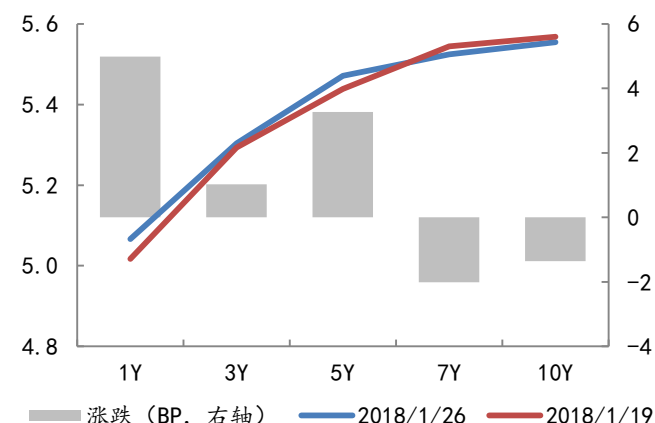
来源: Wind, 东兴期货研发中心

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

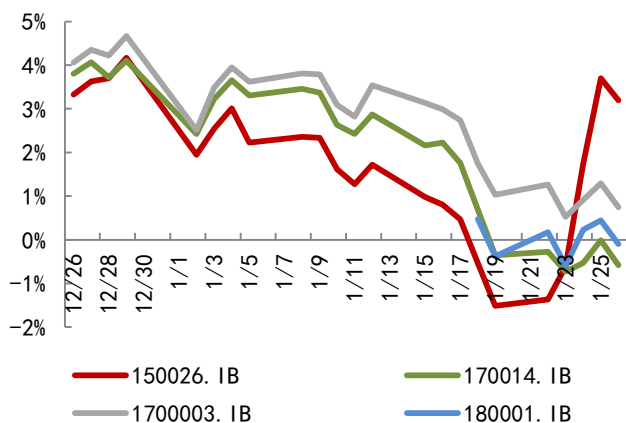


来源: Wind, 东兴期货研发中心

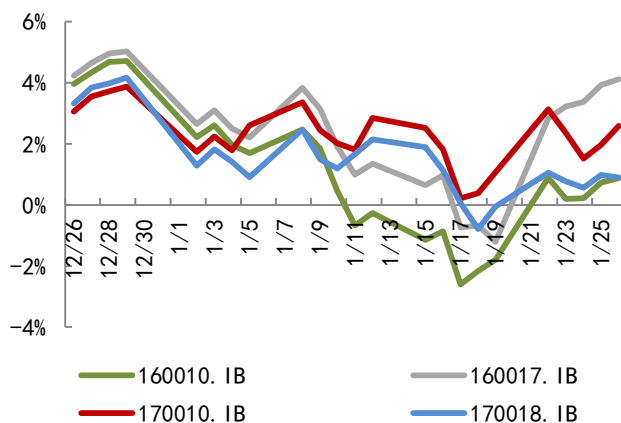
四、未来两周逐步建仓做多跨期价差套利组合

期现方面, 上周期货表现好于现货, 活跃券 IRR 略有回升。考虑到春节将近, 资金价格波动较大, 当前的 IRR 水平难以覆盖资金成本, 当前不建议做期现正套。

图表 9: TF1803 合约活跃券 IRR



图表 10: T1803 合约活跃券 IRR



来源：Wind，东兴期货研发中心

来源：Wind，东兴期货研发中心

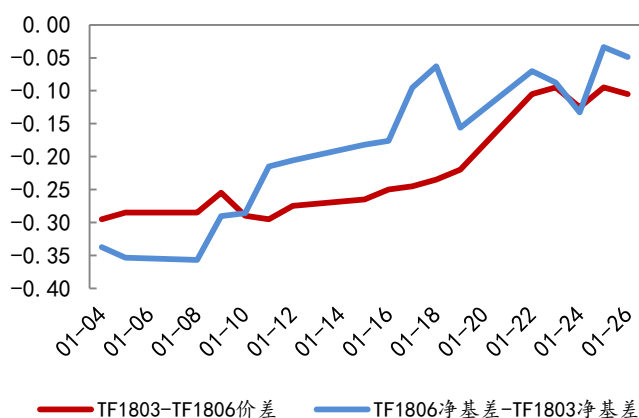
图表 11：活跃券 IRR

	1/19	1/22	1/23	1/24	1/25	1/26
TF1803						
150026. IB		-1.36%	-0.61%	1.74%	3.70%	3.19%
170014. IB	-0.36%	-0.28%	-0.73%	-0.53%	-0.01%	-0.58%
1700003. IB	1.03%	1.26%	0.52%	0.92%	1.29%	0.74%
180001. IB		0.18%	-0.60%	0.23%	0.45%	-0.10%
T1803						
160010. IB	-1.80%	0.89%	0.19%	0.22%	0.72%	
160017. IB		2.83%	3.22%	3.37%	3.92%	4.12%
170010. IB	1.07%	3.13%	2.36%	1.52%		2.59%
170018. IB	-0.05%	1.05%	0.77%	0.57%	0.98%	0.89%

来源：Wind，东兴期货研发中心

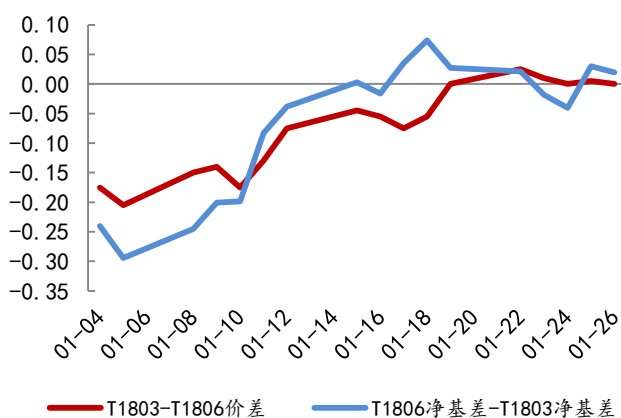
跨期方面，近期 1803-1806 价差已经逐渐收窄至 0 附近，目前 1806 合约的成交量已经开始放大。根据历史情况，预计主力合约将在未来两周逐渐从 1803 合约移至 1806 合约。后期随着 1803 合约临近交割，其交割期权价值即净基差大概率向 0 收敛，1806 与 1803 的净基差之差大概率上升。而考虑到临时准备金动用安排会在一定程度上抑制春节期间资金价格的上行幅度，净持有收益可能不会有大幅的收窄。因此，3 月份之前 1803-1806 合约的跨期价差可能会继续上行，接下来的两周考虑建仓做多跨期价差套利组合，具体操作上，做多 1 手 1803 合约的同时做空 1 手 1806 合约。

图表 12：TF 跨期价差



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 13：T 跨期价差



来源：Wind，东兴期货研发中心

图 14: TF 合约跨期策略

	跨期价差	净基差		双因素	
	TF1803-TF1806	TF1803 150026. IB	TF1806 150026. IB	1806-1803 净基差之差	净持有收益 次季-当季
2018/1/19	-0.220	0.701	0.545	-0.156	0.0318
2018/1/22	-0.105	0.626	0.555	-0.070	0.0334
2018/1/23	-0.095	0.498	0.411	-0.087	0.0530
2018/1/24	-0.125	0.173	0.040	-0.133	0.0634
2018/1/25	-0.095	-0.043	-0.076	-0.033	0.0358
2018/1/26	-0.105	0.018	-0.031	-0.049	0.0326

来源: Wind, 东兴期货研发中心

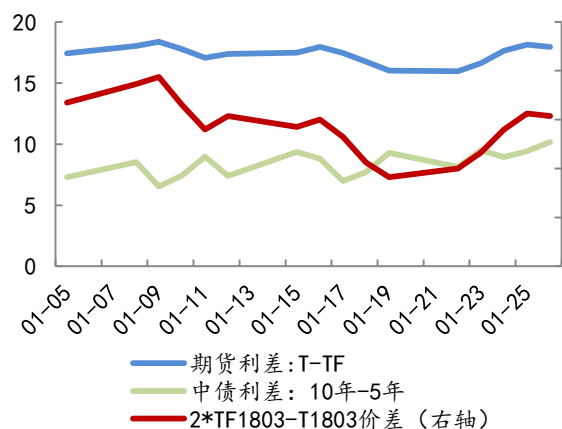
图 15: T 合约跨期策略

	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
2018/1/19	0.000	0.611	0.638	0.027	-0.0455
2018/1/22	0.025	0.050	0.072	0.021	-0.0439
2018/1/23	0.010	-0.013	-0.031	-0.018	-0.0243
2018/1/24	0.000	-0.036	-0.077	-0.041	-0.0139
2018/1/25	0.005	-0.067	-0.037	0.030	-0.0415
2018/1/26	0.000	-0.091	-0.071	0.020	-0.0447

来源: Wind, 东兴期货研发中心

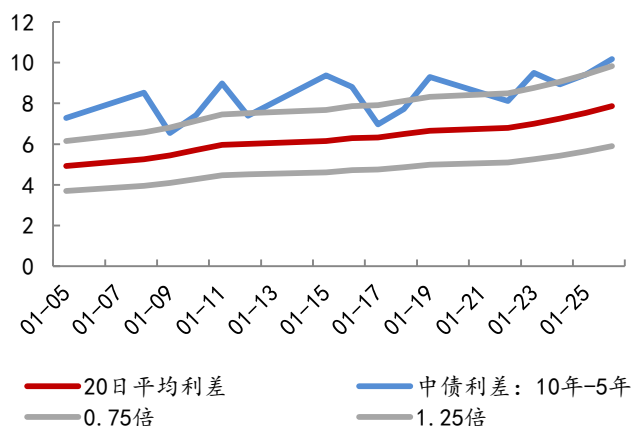
跨品种方面, 上周中债 10 年-5 年利差扩大, 期货利差涨幅大于现货, 做陡曲线策略小幅获利。当前中债利差高于 1.25 倍的 20 日均值, 仍然显示为做陡曲线策略, 建议做多 2 手 TF1803 合约的同时做空 1 手 T1803 合约。

图表 16: 跨品种价差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 17: 中债利差



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 18：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)
2018/1/19	99.77	4.02	4.18	16.00	3.88	3.98	9.29
2018/1/22	99.80	3.98	4.14	15.95	3.87	3.95	8.12
2018/1/23	99.87	3.98	4.14	16.61	3.85	3.94	9.50
2018/1/24	99.96	3.97	4.14	17.63	3.86	3.95	8.93
2018/1/25	100.03	3.95	4.13	18.12	3.85	3.94	9.42
2018/1/26	100.02	3.94	4.12	17.94	3.83	3.94	10.17
一周变动	0.25	-7.2	-5.3	1.94	-4.77	-3.89	0.88

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。