

国债期货交易策略情形阶段小结（七）

策略和行情关联更密切

光大期货研究所

金融工程部

分析师：

季成翔（国债、期权）

执业资格号：F0291112

投资咨询资格号：Z0003206

电话：021-22169060-250

E-mail: jicx@ebfcn.com.cn

- 期现套利：理论CTD券期现套利空间重现
- 跨期套利：历史重复性较好 展期时有交易性机会出现
- 基差交易：基差隐现历史重复性 净基差成为行情判断重要指标之一
- 国债ETF和国债期货：价差整体稳步抬升 隐现对期债走势的引导作用
- 阶段总结：交易性机会不缺乏 行情关联度更为密切

报告日期：2014年9月1日

期市有风险

入市需谨慎

国债期货交易策略情形阶段小结（七）

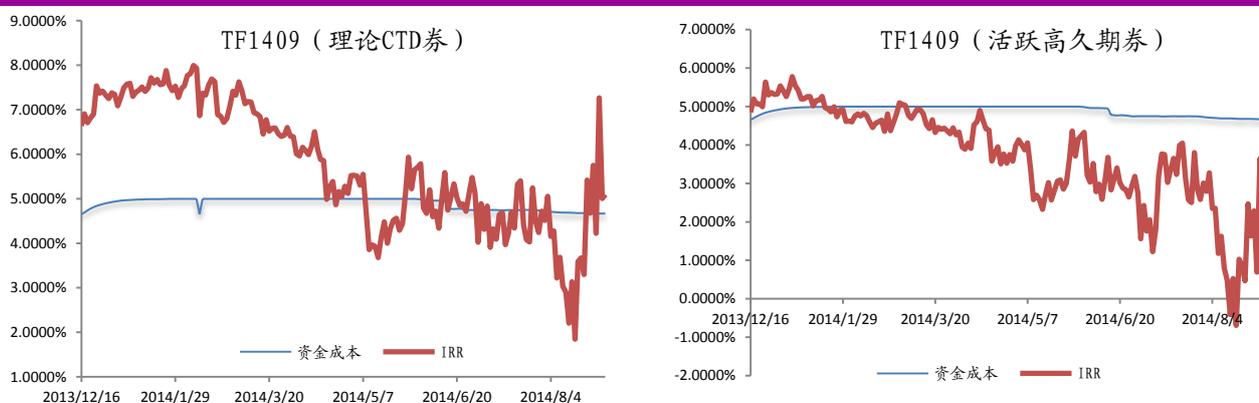
一、期现套利：理论CTD券期现套利空间重现

就目前各个合约的活跃高久期CTD券而言，主要集中在140013.IB上，而对于理论CTD券来说，目前三个合约的理论CTD券分别为：截至2014年8月28日，TF1409的CTD债券为110019.IB（11付息国债19），TF1412的CTD债券为060019.IB（06国债19），TF1503的CTD债券为120004.IB（12付息国债04）。对于这几个月之中理论CTD券绝大部分时间保持了平稳的状态，这说明随着现券市场保持了平稳，类似期限的不同债券之间的到期收益率差异并没有出现反常。这点和上半年情形有所不同。

对于各个合约的期现套利情形来看，我们发现情况和上半年情形又有所不同。对于上半年，基本上三个合约的理论CTD券和资金成本（对应期限的SHIBOR）的差值并不明显，TF1409和TF1412的甚至一度跌破资金成本。而进入到了三季度，我们发现理论CTD券的IRR在不断地提升。尤其是TF1412和TF1503，理论CTD券IRR基本维持在6%之上。这也意味着理论CTD券的期现套利空间已经被打开。而我们看到活跃高久期的CTD券则基本没有任何的期现套利空间，这也意味着目前的市场依旧以活跃高久期CTD券作为定价基础。

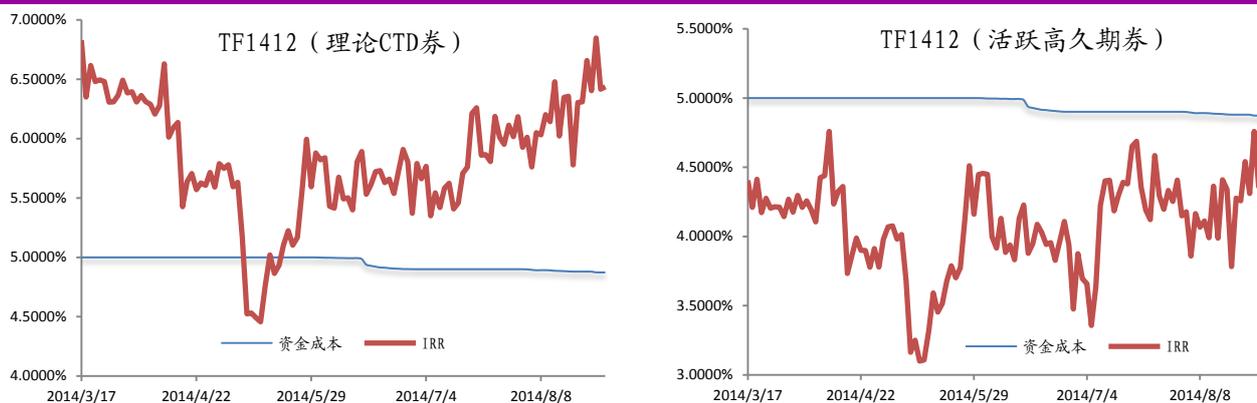
整体上来说，目前理论CTD出现了一定的期现套利空间，空间有向过去靠拢的趋势。但是目前活跃高久期CTD券的期现套利空间则依然没有，这说明了目前的期货价格有可能相对偏高，但不是十分明显。有一点我们可能需要关注，理论CTD券的期现套利空间的出现，是在三季度期货价格中对未来收益率曲线下行预期消失（即活跃高久期CTD券净基差走弱）的情形下出现的。这点其实也较容易解释，一般来说，活跃高久期CTD券净基差走弱通常会带来期货价格从偏低转变为正常，在这一过程之中，期货价格相对于理论CTD券则可能偏高，而相对于活跃高久期CTD券则为正常、或者偏低（视净基差数值而定），这也就形成了当前的情形。

图表 1：国债期货TF1409之理论CTD、活跃高久期CTD券 IRR和回购利率走势



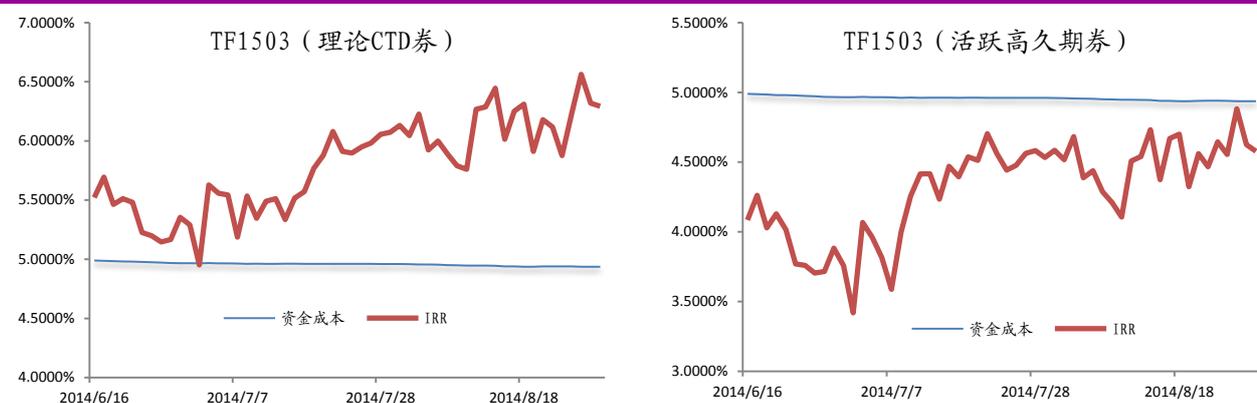
资料来源：Wind、文华财经、SHIBOR、光大期货研究所（资料时间：截至2014年8月28日）

图表 2: 国债期货TF1412之理论CTD、活跃高久期CTD券 IRR和回购利率走势



资料来源: Wind、文华财经、SHIBOR、光大期货研究所 (资料时间: 截至2014年8月28日)

图表 3: 国债期货TF1503之理论CTD、活跃高久期CTD券 IRR和回购利率走势



资料来源: Wind、文华财经、光大期货研究所 (资料时间: 截至2014年8月28日)

二、跨期套利: 历史重复性较好 展期时有交易性机会出现

跨期价差目前仍受流动性影响, 大规模的操作依旧受限。不过, 随着国债期货整体持仓已经突破了 9000 手的情况来看, 在展期的时候 (比如这次的 TF1409 展期至 TF1412) 有可能出现一定的交易性机会。整体上目前对于价差而言, 合理的区间范围在 0.4 元至 0.5 元之间, 而当价差跌至 0.3 元至 0.4 元之间, 则会出现一定做多价差的机会, 而如果价差突破 0.5 至 0.6 元区间, 则会出现一定的做空价差的交易机会, 通知, 价差过高也可以适当地介入需要实物交割的价差交易, 其实质是掉期交易。

此次 TF1412 和 TF1409 的价差也出现一定的新情况, 这次价差突破 0.6 元出现的时机相较于其他历史数据来的早, 并且在突破 0.6 元之后, 一度跌破 0.4 元一线。从这个角度来看, 其实价差如此波动的原因仍然是展期。只不过目前 TF1412 和 TF1409 的价差过于低, 也即意味着 TF1409 的价格相对于 TF1412 的价格要来的高。也即近强远弱的格局出现。

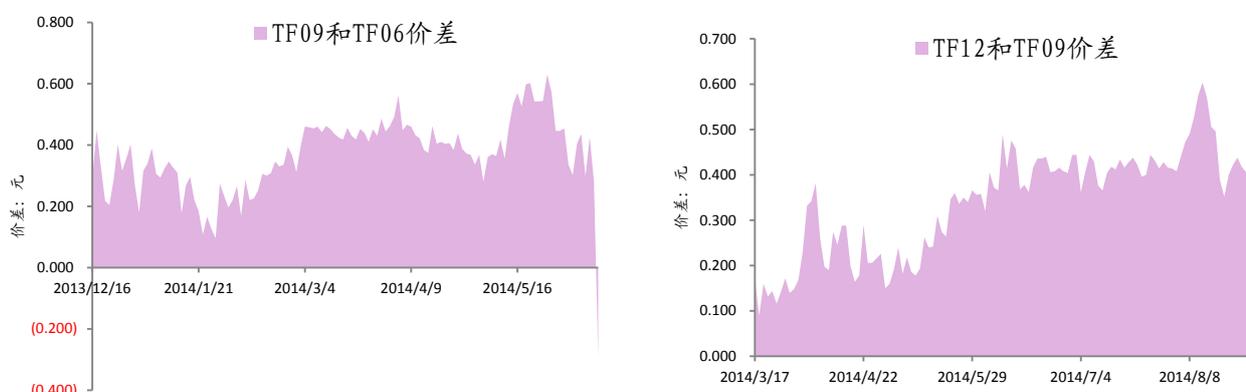
以下为截至 2014 年 8 月 29 日的相关价差数据，仅供参考：

TF1412 和 TF1409 的价差日均值在 0.338 元，1 个标准差波动范围在 0.222 元至 0.453 元。近期整体价差波动范围为 0.310 元至 0.410 元之间。

TF1503 和 TF1412 的价差日均值（包含历史数据 TF1403 和 TF1312 的价差）在 0.308 元，1 个标准差波动范围在 0.085 元至 0.530 元。近期整体价差波动范围为 0.350 元至 0.450 元之间。

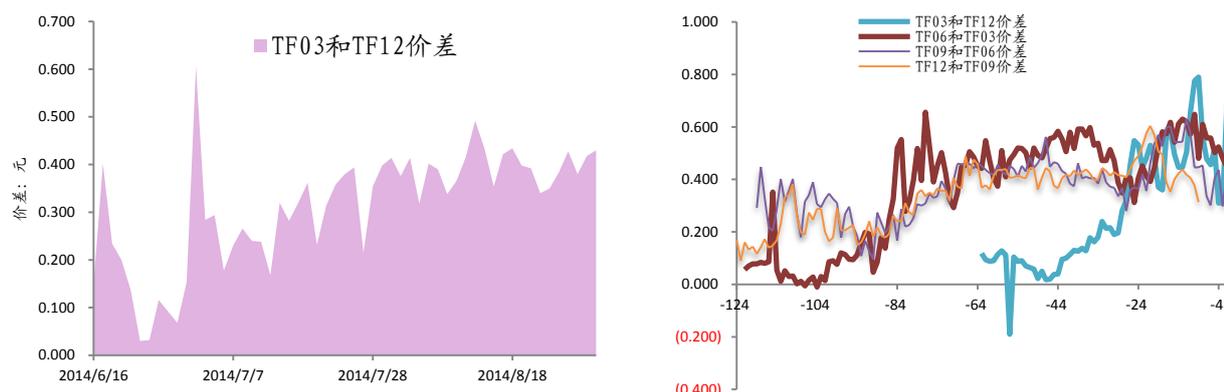
上述数据仅供统计交易参考，实际上在交易之时仍然需要考虑流动性的问题。非展期时间，由于流动性不够，因此难以做大规模的价差交易，但是随着国债期货整体持仓提高，未来在展期时机介入价差交易的可能性则越来越大。

图表 4： 国债期货价差走势图（收盘价、日线级别）



资料来源：Wind（资料时间：截至2014年8月29日）（价差=远月合约价格-近月合约价格）

图表 5： 国债期货价差走势图（收盘价、日线级别）



资料来源：Wind（资料时间：截至2014年8月29日）（价差=远月合约价格-近月合约价格）

三、基差交易¹：基差隐现历史重复性 净基差成为行情判断重要指标之一

如果从目前已有的数据来看，除了 TF1409，国债期货的理论 CTD 券以及活跃高久期券的基差均走出了明显的下行态势。相较于上半年活跃高久期 CTD 券的净基差处于高位（参考 TF1406，尤为明显，图 9），目前 TF1412 和 TF1503 的活跃高久期 CTD 券的净基差均有所下行，数值范围基本在 0.1 元至 0.2 元之间，波动并不大。这似乎也意味着和上半年情况不同的是，第三季度的国债期货市场对未来收益率曲线出现明显下行的预期并不大，甚至比较小。这一点上，从基差的角度更能明显地体现出。TF1412 和 TF1503 的活跃高久期 CTD 券的基差均跌至负值区间。而 TF1409 则由于临近交割月，因此其活跃高久期 CTD 券的基差基本维持在 0 值附近。

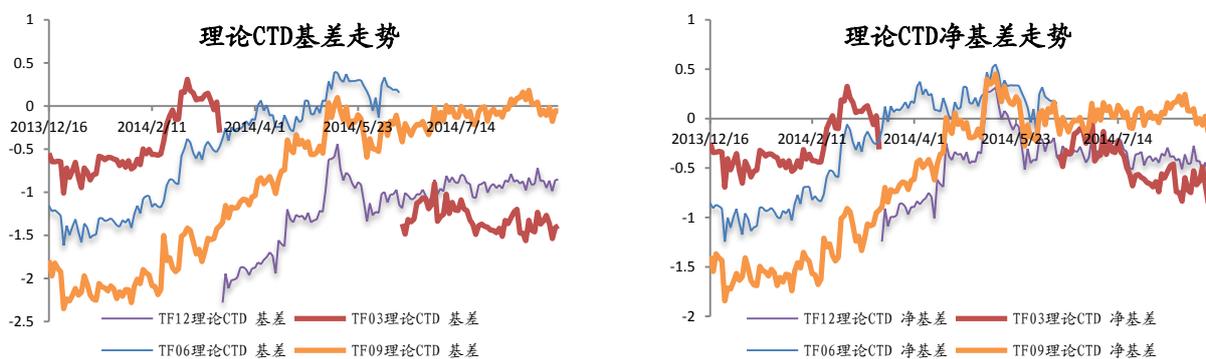
从上述简单的描述之中也可以得到如下的两个结论：

1. 国债期货市场目前对于未来 5-7 年国债到期收益率曲线的下行的预期已经基本消失，这个和目前的行情配合也较为恰当，上半年出现明显的大涨行情前，国债期货市场已经形成较强的收益率曲线下行的预期。而目前三季度来看，期债整体震荡偏弱，市场预期消失后未来行情走势或将不太明确。

2. 以基差角度来看，交割月的数据具有一定的历史重复性。即随着合约临近交割月，该合约的基差逐步向 0 轴附近靠拢。由此可见，该角度或许将成为未来基差交易的一个重要参考依据。

和现券市场、期货市场关联度最密切的，就当属活跃高久期 CTD 券的净基差了。从目前的经验来看，该指标具有比较强烈的参考意义。未来我们将随时保持对该指标数据的跟踪观测，由于该指标具有稳定性和预期性，作为投资者不可不察，亦算作是对基本面、技术面研究的一个重要补充。

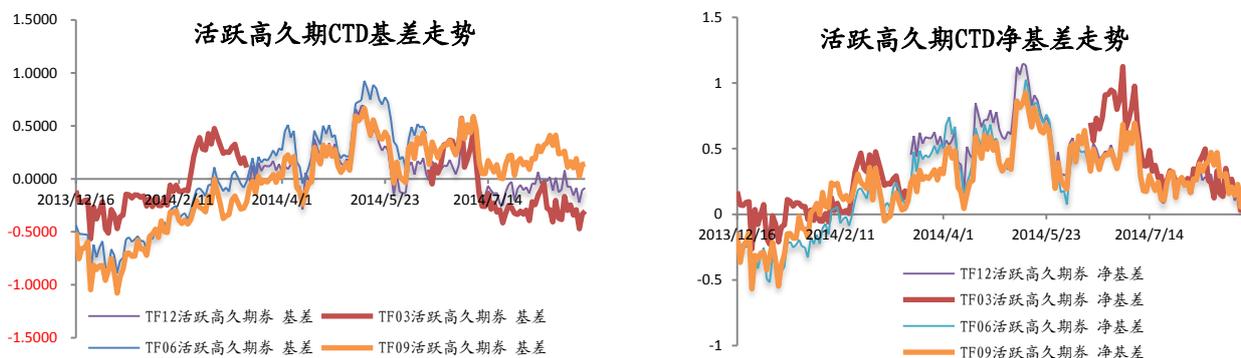
图表 6： 国债期货CTD券基差、净基差走势图（理论CTD券）



资料来源：Wind、文华财经、光大期货研究所（资料时间：截至2014年8月28日）

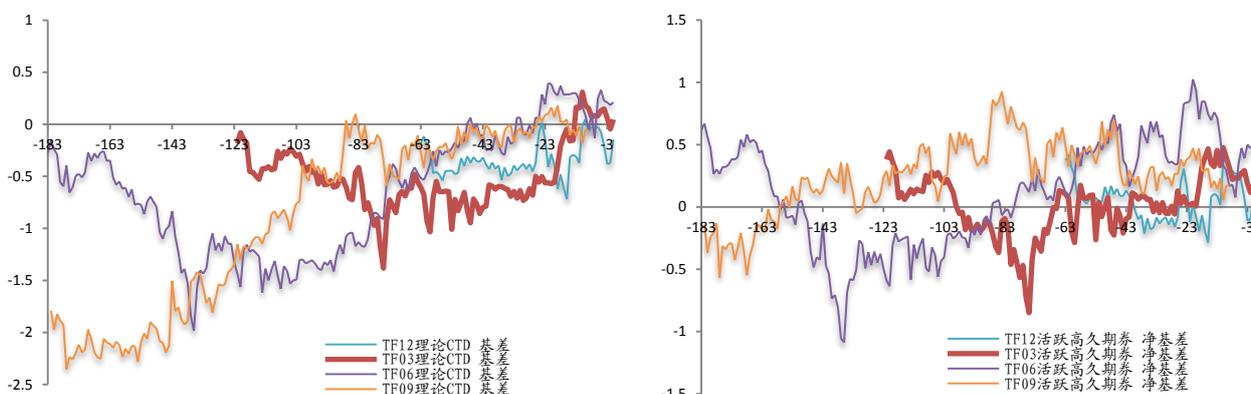
¹ 此处的基差指代国债期货的活跃高久期 CTD 券的基差

图表 7: 国债期货CTD券基差、净基差走势图 (活跃高久期CTD券)



资料来源: Wind、文华财经、光大期货研究所 (资料时间: 截至2014年8月28日)

图表 8: 国债期货理论CTD券基差、活跃高久期CTD券净基差走势图 (按合约剩余时间)



资料来源: Wind、文华财经、光大期货研究所 (资料时间: 截至2014年8月28日)

四、国债ETF²和国债期货: 价差整体稳步抬升 隐现对期债走势的引导作用

从近期的走势来看, 国债ETF和国债期货的价差在下半年整体进入了一个快速上行的过程, 尽管在8月份之后价差大幅回落, 但是整体依旧处于抬升的过程之中。从这个角度讲, 我们从去年就提出的国债ETF和国债期货的价差受应计利息部分影响 (尤其是13年下半年和14年上半年国债的票息率相对较高), 未来只要不分红, 上行则为一个必然的结果, 尤其是在提升了13年下半年和14年上半年的国债比重之后。

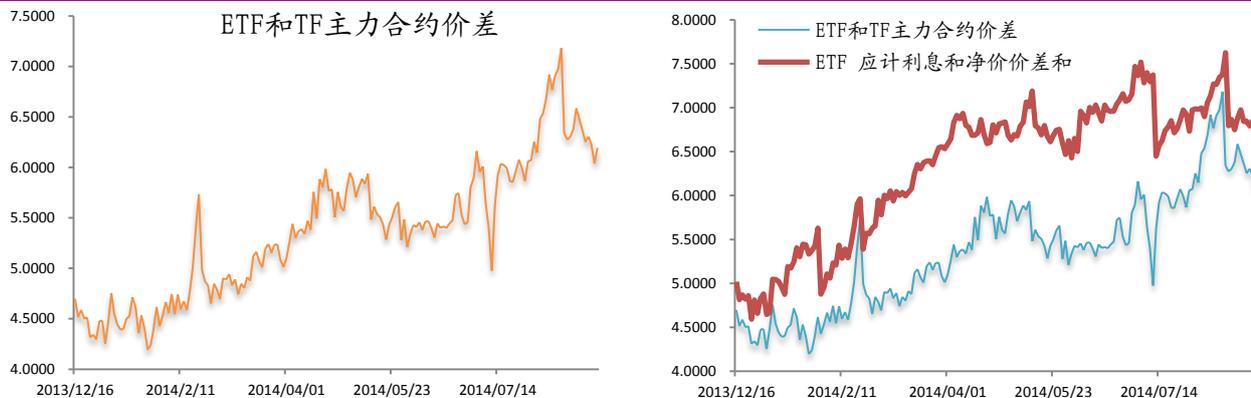
目前来看, 5年期和7年期国债的利差在今年三季度出现了一定震荡上行和回落的过程, 总体上保持震荡的态势, 因此我们可以发现, 随着近阶段利差保持一定幅度内的震荡, 国债ETF的走势和期债的走势似乎有了一定的关联度。往往期债出现了一定的突破行情, 但是国债ETF保持平稳没有大幅波动的迹象, 期债在收盘前后往往会出现回调过程。这也意味着, 在当前的利差环境下, 国债ETF走势开始逐步对期债走势有了一定的引导作用, 未来我们将继续保持跟踪观察这

² 该国债ETF指代成交较为活跃的国债ETF: 国泰国债ETF, 本文所述国债ETF均指代国泰国债ETF。

一现象。

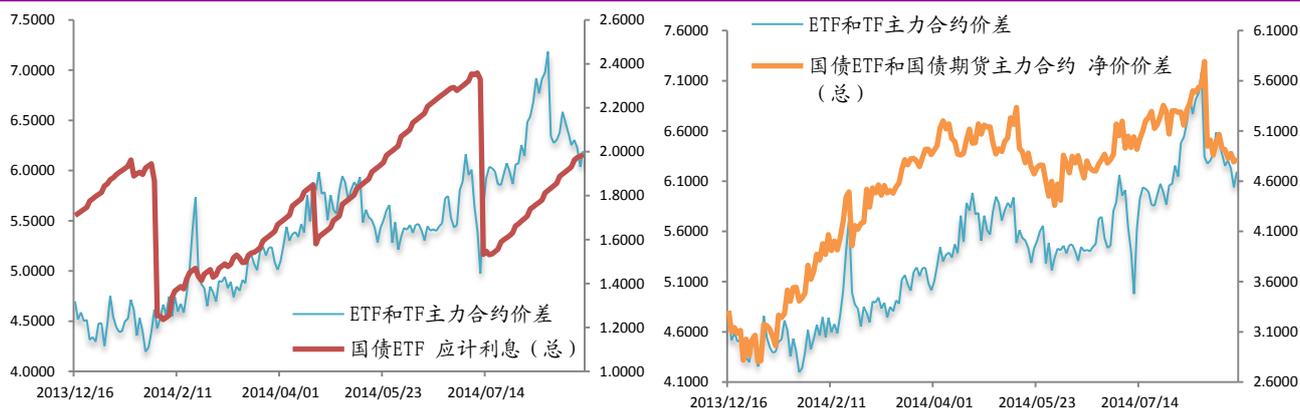
总体上，只要国债ETF不分红，未来价差将继续呈现上行的态势，投资者可适当保持关注。

图表 9: 国债ETF和国债期货主力合约相关数据图表（一）



资料来源: Wind、文华财经、光大期货研究所 (资料时间: 截至2014年8月28日) 注: 以上均是收盘价

图表 10: 国债ETF和国债期货主力合约相关数据图表（二）



资料来源: Wind、文华财经、光大期货研究所 (资料时间: 截至2014年8月28日)

注: 以上均是收盘价、数据左轴是ETF和TF主力合约价差

图表 11: 7年期国债和5年期国债到期收益率利差走势图



资料来源: Wind、光大期货研究所 (资料时间: 2012年12月16日至2014年8月28日)

五、阶段总结：交易性机会不缺乏 行情关联度更为密切

从上述的具体分析来看，三季度以来，相关策略的交易性机会并不缺乏，这点和上半年有所不同，并且随着持仓上来之后，价差交易也能在展期时候操作了。但与此同时，现券市场的变化以及市场的预期则明显地体现在了个别期债指标身上，比如期现套利机会以及活跃高久期 CTD 券的净基差。因而，随着期债市场逐步发展成熟，未来交易性机会和行情的关联度或将变得更为密切。

作者介绍:

季成翔(国债、期权),现任光大期货有限公司研究所金融期货分析师,目前为研究所金融工程部负责人,主要研究品种为国债。克拉克大学金融学硕士,本科毕业于复旦大学生物技术专业。专注于金融衍生品,对国债、期权、外汇等有一定研究,熟知国债、期权相关的策略。2012年获得中国期货业协会举办的期权培训考试第一名,并在同年10月赴德国法兰克福参加欧洲交易所和中期协联合举办的期权实务培训。中期协主编金融衍生品系列丛书之《外汇期货》编写组组长、成员。擅长进行数据分析,挖掘有价值的信息。

相关文章:

2014年1月27日 《光大期货:国债期货交易策略情形阶段小结(四) 整体波动不大》季成翔

2014年4月1日 《光大期货:国债期货交易策略情形阶段小结(五) 期债定价更合理》季成翔

2014年6月25日 《光大期货:国债期货交易策略情形阶段小结(六) 期债步入成熟轨道》季成翔

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

联系我们

公司总部

地址：上海市新闻路 1508 号静安国际广场 2 楼
邮编：200040
电话：021-22169060 传真：021-22169061

机构渠道部

地址：上海市浦东新区福山路 458 号同盛大厦 3 楼
邮编：200122
电话：021-20231712 传真：021-20231732

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心
A 座大连期货大厦 2002、2003、2410 号房间
邮编：116023
电话：0411-84806837 传真：0411-84806843

福州营业部

地址：福州市鼓楼区东大路 92 号华源大厦 15 层 1503 室
邮编：350003
电话：0591-87875103 传真：0591-87875119

宁波营业部

地址：浙江省宁波市海曙区华楼巷 19 号 3-11 室
邮编：315010
电话：0574-87269819 传真：0574-87367237

北京营业部

地址：北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 5 层
邮编：100045
电话：010-68084002 传真：010-68084131

郑州营业部

地址：河南省郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 1208 室
邮编：450008
电话：0371-65612257 传真：0371-65612515

上海肇嘉浜路营业部

地址：上海徐汇区肇嘉浜路 680 号金钟大厦 811 室
邮编：200031
电话：021-64155171, 64155173 传真：021-64736784

青岛营业部

地址：山东省青岛市市南区香港西路 67 号 12 层 JKLM 室
邮编：266071
电话：0532-86129091 传真：0532-86129089

天津营业部

地址：天津市河西区解放南路 376 号富裕大厦 2 号楼 17 层 A 室
邮编：300202
电话：022-58780708 传真：022-58780708

长沙营业部

地址：长沙市开福区芙蓉中路三段 142 号光大大厦 1210、1211、1213
邮编：410011
电话：0731-82906096 传真：0731-82906097

长春营业部

地址：吉林省长春市解放大路 2677 号光大大厦 15 层
邮编：130061
电话：0431-88405567 传真：0431-88405587

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路 689 号 1808、1809、1810、1411 房
邮编：510635
电话：020-38731485 传真：020-38731323

重庆营业部

地址：重庆市渝中区解放碑民族路 168 号光大银行大厦 3F
邮编：400010
电话：023-86618100 传真：023-86618133

南京营业部

地址：南京市玄武区中央路 288 号 5 楼 501 室
邮编：210008
电话：025-83122055 传真：025-83122059

深圳营业部

地址：深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 2701、2702
邮编：518026
电话：0755-82767979 传真：0755-82767970

上海新闻路营业部

地址：上海市新闻路 1508 号静安国际广场 2 楼
邮编：200040
电话：021-22169060 传真：021-22169061

南宁营业部

地址：广西壮族自治区南宁市民生路 131 号绿都商厦 31 层
邮编：530012
电话：0771-2862803 传真：0771-2862803

海口营业部

地址：海南省海口市国贸大道北京大厦 20F、G、H
邮编：570000
电话：0898-68538658 传真：0898-68507358

武汉营业部

地址：湖北省武汉市张之洞路 224 号紫阳大厦 10 层
邮编：430060
电话：027-88312095 传真：027-88312078

杭州营业部

地址：杭州市江干区富春路 308 号华成国际发展大厦 11 层
邮编：310020
电话：0571-89910727 传真：0571-89910733

世纪大道营业部

地址：上海市浦东新区世纪大道 1501 号 1301、1309 室
邮编：200122
电话：021-50192126 传真：021-50192155

成都营业部

地址：成都市武侯区领事馆路 7 号保利中心南塔 905 室
邮编：610000
电话：028-86032288 传真：028-86032668

西安营业部

地址：西安市高新区唐延南路都市之门 C 座 1 单元 10 层
11010-11015 号
邮编：710065
电话：029-88606880 传真：029-88600929

济南营业部

地址：济南市历下区黑虎泉西路 183 号泉景商务大厦 5A 层
邮编：250011
电话：0531-55752678 传真：0531-55752660