

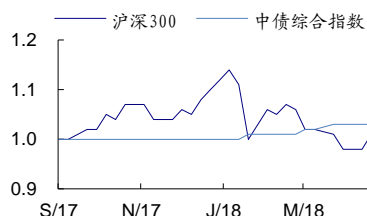
证券研究报告—深度报告

固定收益

固定收益专题报告

2018年09月21日

一年沪深300与中债指数走势比较



市场数据

中债综合指数	116
中债长/中短期指数	114/117
银行间国债收益(10Y)	3.73
企业/公司/转债规模(千亿)	29.67/69.57/1.64

相关研究报告:

《固定收益专题报告: 嘉实元和投资价值分析: 攻守兼备》——2018-09-20
 《专题报告: 哪些城投债被提前兑付?》——2018-09-18
 《转债专题报告: 2017年-2018年转债打分析策略回顾》——2018-09-12
 《顾家转债申购价值分析: 软体家具龙头, 大股东高配售提供博弈机会》——2018-09-12
 《固定收益专题报告: 温故知新: 国债期货1809合约回顾与总结》——2018-09-14

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001
 联系人: 徐亮
 电话: 021-60933155
 E-MAIL: xuliang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明

专题报告

1809 合约交割行为分析: 五年是永安, 十年是国金

● 1809 合约交割数据总览

在本次交割中, TF1809 的交割量为 1966 手, 对应交割率为 9.17%, 交割金额约 19.6 亿元; T1809 的交割量为 824 手, 对应交割率为 1.22%, 交割金额约 8.15 亿元。相比 1806 合约来说, 1809 合约的交割量和交割率均有所上升, 其中, TF1809 合约的交割量相较 TF1806 上升 1606 手, 上升幅度较大, 这也体现了交割新规的影响; 而 T1809 合约的交割量相较 T1806 上升 624 手。

为何 1809 合约的交割量再度放大, 我们认为原因在于交割新规的影响:

在 2018 年 2 月 12 日, 中金所修订国债期货交易细则, 缩小 5、10 年期合约的可交割国债范围, 即在原基础上要求 5 年期可交割国债的发行期限不高于 7 年; 10 年期可交割国债的发行期限不高于 10 年, 且交割新规于 1812 合约开始实施。这样一来, 原先处于可交割范围的国债旧券在 1812 合约之后就不能用于期货交割。

而投资者利用旧券交割可能会基于两点考虑: (1) 部分旧券的 IRR 水平较高, 可能利用期货的 IRR 策略来增强组合收益; (2) 旧券, 特别是 5 年期可交割旧券的流动性较差, 投资者卖出旧券需要承受较大的摩擦成本, 而国债期货的交割则很好地规避了这一成本。在交割新规实施后, 这一便捷路径将被堵上。

因为 1809 合约是新规实施之前的最后一个合约, 所以手中持有旧券但又想变现的投资者, 很有可能抓住最后一次交割机会来卖掉所持有的旧券, 这样将导致 1812 合约的交割量再度放大。这一点在五年期期货合约上特别明显, 在 TF1809 合约交割中, 不能用于 1812 合约交割的老券的交割量为 1056 手, 占全部交割量的比重到达了 56%。

● 交割行为分析: IRR 高低仍是择券的主要因素; 交割买方依然较为统一: 五年是永安, 十年是国金

从 1809 合约的交割情况来看, 择券思路依然是在 IRR 与流动性之间进行权衡, 且以 IRR 水平高低为主。即使是老券交割占比高的 TF1809 合约, 投资者也是更多地选择 IRR 较大的老券进行交割。

从期货公司结算会员来看, TF1809 合约的交割券多数被永安期货接走, 其交割量为 1866 手, 达到了总交割量的 95%; 而 T1809 合约的交割券多数被国金期货接走, 其交割量为 720 手, 达到了总交割量的 87%。(当然, 通过两期货公司进入交割的具体机构不得而知)。

展望后期, 随着交割新规正式在 1812 合约上实施, 利用国债期货抛出流动性较差旧券的现象将会越来越少, 期现套利策略将是影响期货交割的最主要因素, 且合约交割量也将较目前进一步下降。



内容目录

1809 合约交割数据总览..... 4

交割行为分析：IRR 高低仍是择券的主要因素；交割买方依然较为统一：五年是永安，十年是国金..... 7

 择券交割思路：IRR 与流动性之间的平衡..... 7

 本次接券方依然较为统一，五年是永安、十年是国金..... 8

 1812 合约如何看..... 10

国信证券投资评级..... 12

分析师承诺..... 12

风险提示..... 12

证券投资咨询业务的说明..... 12



图表目录

图 1: TF 合约的交割量和交割率 4

图 2: T 合约的交割量和交割率 4

图 3: TF1809 合约的交割券及其流动性排序 5

图 4: T1809 合约的交割券及其流动性排序 5

图 5: TF1809 交割券申报情况 5

图 6: T1809 交割券申报情况 5

图 7: TF 的意向申报日距离集中交割的交易日数 6

图 8: T 的意向申报日距离集中交割的交易日数（交割量加权） 6

图 9: TF1809 合约部分交割券 IRR 走势图 8

图 10: T1809 合约部分交割券 IRR 走势图 8

图 11: TF1809 交割券申报情况 9

图 12: T1809 交割券申报情况 9

图 13: TF1809 合约每日交割意向申报信息 9

图 14: T1809 合约每日交割意向申报信息 10

图 15: TS1812 合约部分交割券 IRR 走势图 10

图 16: TF1812 合约部分交割券 IRR 走势图 10

图 17: T1812 合约部分交割券 IRR 走势图 11

表 1: 1809 合约交割券的最廉性（债券价格用中债数据） 8

1809 合约交割数据总览

2018 年 9 月 19 日，1809 合约完成交割，在本次交割中，TF1809 的交割量为 1966 手，对应交割率为 9.17%，交割金额约 19.6 亿元；T1809 的交割量为 824 手，对应交割率为 1.22%，交割金额约 8.15 亿元。相比 1806 合约来说，1809 合约的交割量和交割率均有所上升，其中，TF1809 合约的交割量相较 TF1806 上升 1606 手，上升幅度较大，这也体现了交割新规的影响；而 T1809 合约的交割量相较 T1806 上升 624 手。

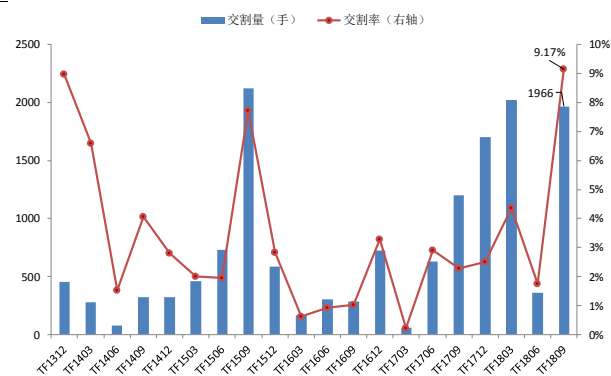
为何 1809 合约的交割量再度放大，我们认为主要原因在于交割新规的影响：

在 2018 年 2 月 12 日，中金所修订国债期货交易细则，缩小 5、10 年期合约的可交割国债范围，即在原基础上要求 5 年期可交割国债的发行期限不高于 7 年；10 年期可交割国债的发行期限不高于 10 年，且交割新规于 1812 合约开始实施。这样一来，原先处于可交割范围的国债旧券在 1812 合约之后就不能用于期货交割。

而投资者利用旧券交割可能会基于两点考虑：（1）部分旧券的 IRR 水平较高，可能利用期货的 IRR 策略来增强组合收益；（2）旧券，特别是 5 年期可交割旧券的流动性较差，投资者卖出旧券需要承受较大的摩擦成本，而国债期货的交割则很好地规避了这一成本。在交割新规实施后，这一便捷路径将被堵上。

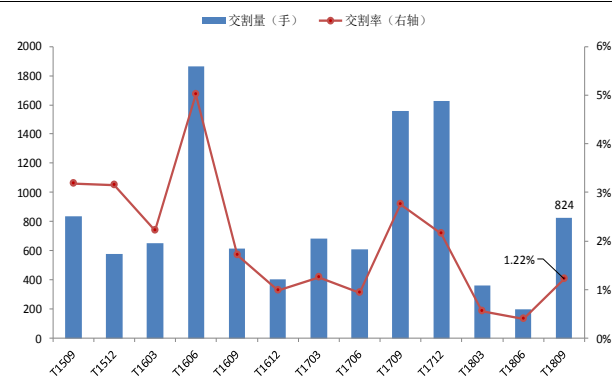
因为 1809 合约是新规实施之前的最后一个合约，所以手中持有旧券但又想变现的投资者，很有可能抓住最后一次交割机会来卖掉所持有的旧券，这样将导致 1812 合约的交割量再度放大。这一点在五年期期货合约上特别明显，在 TF1809 合约交割中，不能用于 1812 合约交割的老券的交割量为 1056 手，占全部交割量的比重到达了 56%。

图 1：TF 合约的交割量和交割率



数据来源：中金所、WIND、国信证券经济研究所整理

图 2：T 合约的交割量和交割率



数据来源：中金所、WIND、国信证券经济研究所整理

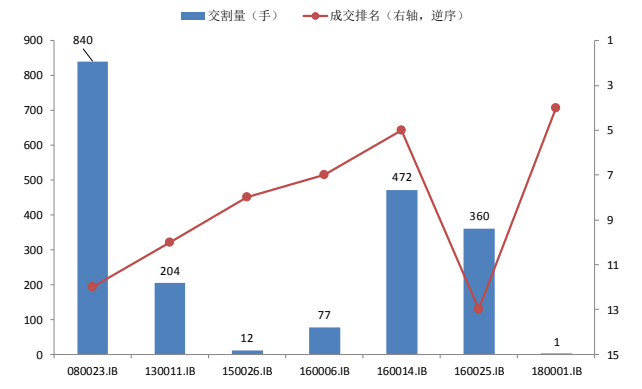
在交割券方面，TF1809 的申报交割券有 7 只，而所有可交割券一共有 14 只，交割券分布有所集中。其交割量主要集中于 080023.IB、130011.IB、160014.IB 和 160025.IB，交割量占比达到了 95.4%，但除了 160014.IB 的流动性尚可外，其余三只券的流动性均较差。不过这四只券有一个共同的特点，即它们的 IRR 水平均较高，将它们用于交割不仅可以解决流动性的问题还可以增强收益。

另外，T1809 的申报交割券有 9 只，而所有可交割券一共有 20 只。交割量主要集中在 170018.IB 和 180019.IB，占比达到了 89.8%。这两只券均为 10 年期合约的活跃 CTD 券，这也表明交割新规对于流动性较好的 10 年期国债来说，影响并不大。也有可能是因为，相对 5 年期国债来说，大量的 10 年期旧券集中



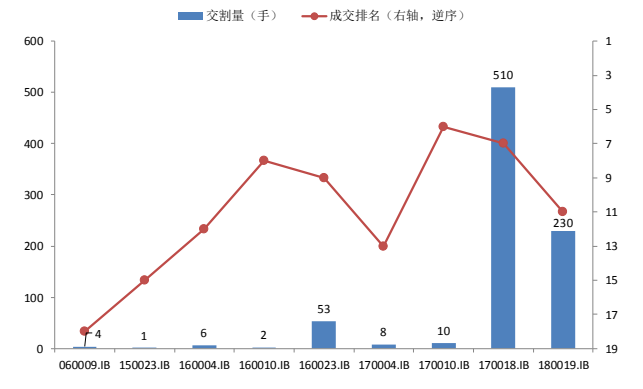
于银行保险等配置型机构，它们并没有意愿减持长债，而且在银行保险不能参与国债期货的背景下，其也不能通过期货的交割来卖出长债。

图 3: TF1809 合约的交割券及其流动性排序



数据来源：中金所、WIND、国信证券经济研究所整理

图 4: T1809 合约的交割券及其流动性排序



数据来源：中金所、WIND、国信证券经济研究所整理

在投资者择券交割时点方面，TF1809 合约交割时间大幅提前，平均较集中交割提前约 4.4 个交易日；而 T1806 合约的交割时点选择变化不大，平均较集中交割提前约 3.7 个交易日。

值得注意的是，一般来说国债期货合约大多遵循“正持有收益时晚交割”的规律；如果可交割券的持有收益为负，其交割时间则并不确定，必须权衡期权价值和持有收益。但从 1809 合约的交割情况来看，TF1809 的可交割券 080023.IB 和 T1809 的可交割券 170018.IB 均在滚动交割期间就被大量用于交割，而它们的票面利率均较高，这说明投资者急于变现。而 TF1809 合约平均交割时间更为靠前的原因则主要来自于交割新规的影响。

期货交割时间前移的另一个可能因素是 9 月集中交割前，交易日天数达到最高的 10 天。根据交易规则，期货的最后交易日为合约到期月份的第二个星期五，而 9 月 1 日恰逢周六，因此 1809 合约的滚动交割天数达到了 10 天。

图 5: TF1809 交割券申报情况

日期	意向交割量(合计)	申报交割量	意向交割国债
20180903	6	6	150026.IB
20180904		370	080023.IB
20180904	735	4	130011.IB
20180904		360	160025.IB
20180904		1	180001.IB
20180905	122	4	160006.IB
20180905		118	160014.IB
20180906	90	90	160014.IB
20180907		20	080023.IB
20180907		6	150026.IB
20180907	110	50	160006.IB
20180907		34	160014.IB
20180911	230	230	160014.IB
20180914		450	080023.IB
20180914	673	200	130011.IB
20180914		23	160006.IB

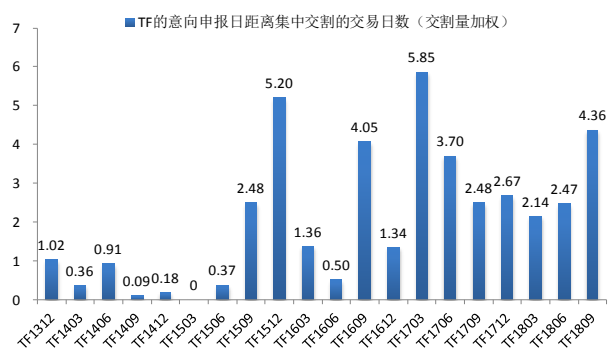
数据来源：中金所、WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: T1809 交割券申报情况

日期	意向交割量	申报交割量	意向交割国债
20180904		5	160023.IB
20180904		8	170004.IB
20180904	168	5	170010.IB
20180904		150	170018.IB
20180907	340	340	170018.IB
20180914		4	060009.IB
20180914		1	150023.IB
20180914		6	160004.IB
20180914		2	160010.IB
20180914	316	48	160023.IB
20180914		5	170010.IB
20180914		20	170018.IB
20180914		230	180019.IB

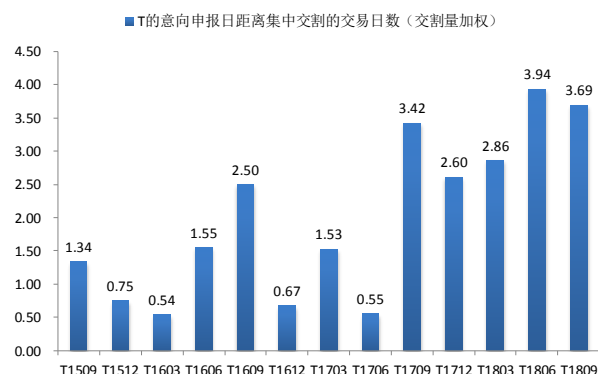
数据来源：中金所、WIND、国信证券经济研究所整理

图 7: TF 的意向申报日距离集中交割的交易日数



数据来源: 中金所、WIND、国信证券经济研究所整理

图 8: T 的意向申报日距离集中交割的交易日数(交割量加权)



数据来源: 中金所、WIND、国信证券经济研究所整理

交割行为分析：IRR 高低仍是择券的主要因素；交割 买方依然较为统一：五年是永安，十年是国金

从 1809 合约的交割情况来看，择券思路依然是在 IRR 与流动性之间进行权衡，且以 IRR 水平高低为主。即使是老券交割占比高的 TF1809 合约，投资者也是更多地选择 IRR 较大的老券进行交割。

从期货公司结算会员来看，TF1809 合约的交割券多数被永安期货接走，其交割量为 1866 手，达到了总交割量的 95%；而 T1809 合约的交割券多数被国金期货接走，其交割量为 720 手，达到了总交割量的 87%。（当然，通过两家期货公司进入交割的具体机构不得而知）。

展望后期，随着交割新规正式在 1812 合约上实施，利用国债期货抛出流动性较差旧券的现象将会越来越少，期现套利策略将是影响期货交割的最主要因素，且合约交割量也将较目前进一步下降。

择券交割思路：IRR 与流动性之间的平衡

我们认为国债期货的择券交割思路大致可以划分为三种：

（1）选择 IRR 较高的活跃券。这一类可交割券易获得，故较容易被用作 IRR 策略的现券标的，当这一类可交割券的 IRR 水平足够高时，其出现在交割中的比重也越高；

（2）选择 IRR 很高的非活跃券。这一类可交割券更多是由配置户持有，实际交易中不易获得，利用其进行 IRR 策略的机会稍纵即逝，故这一类券的交割量一般较少。对于从二级市场上获得该类券的交易户来说，利用其交割可以获得更高的绝对收益；对于原本持有该类券的投资者来说，利用其交割不仅可以做到收益增强还可以有效避免流动性冲击成本。

（3）选择 IRR 水平适中的非活跃券。这一类券的交割情况较为不确定，其交割情况完全取决于持有机构是否有动力将其抛售。另外，如果非活跃券的 IRR 水平较低，那么投资者则会在两种方法之间抉择：利用期货交割进行抛售和直接在二级市场上抛售。

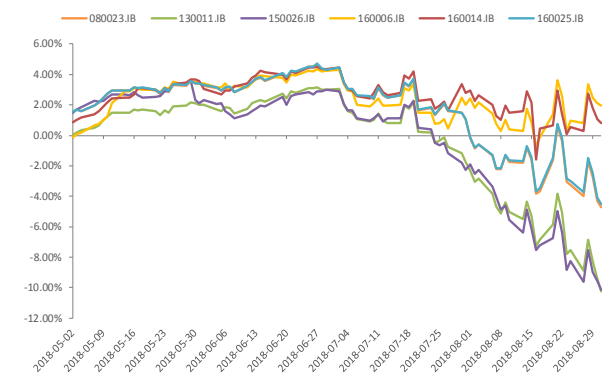
以上三种择券交割思路互有重叠，但归根结底还是在 IRR 水平与流动性好坏之间进行抉择。在 1812 合约之后，很多国债旧券不能参与交割，上述择券交割思路可能会以 IRR 水平的考量为主。

从 1809 合约的交割情况来看，TF1809 合约的交割思路主要在后面两种。具体来看，TF1809 合约的四个交割量最大的可交割券中，080023.IB、160014.IB 和 160025.IB 的最大 IRR 均达到了 4.5% 以上（在 2018.05-2018.08 期间）；而 IRR 水平略低的 130011.IB 被用于交割更多地是考虑流动性的影响。

而 T1809 合约的交割思路主要是第一种。具体来看，交割量较大的 170018.IB 和 180019.IB 的 IRR 水平较高且流动性均较好，特别是 170018.IB 最高的 IRR 水平曾接近 5%，而且很多投资者在参与 IRR 策略时，也会选择 170018.IB 作为现券标的。

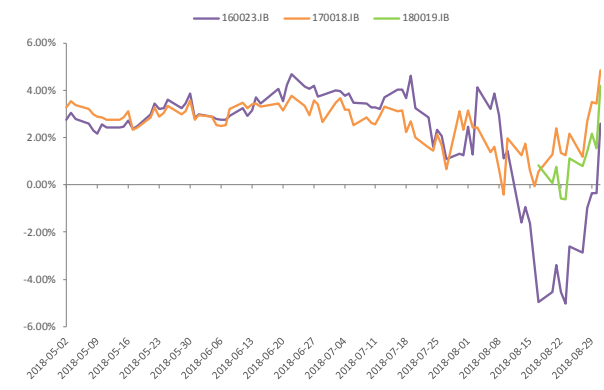


图 9: TF1809 合约部分交割券 IRR 走势图



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 10: T1809 合约部分交割券 IRR 走势图



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 1: 1809 合约交割券的最廉性 (债券价格用中债数据)

	申报券	交割量	交割金额 (万元)	平均 IRR	最大 IRR	最小 IRR
TF1809	080023.IB	840	85303.87	1.65%	4.69%	-4.72%
	130011.IB	204	20446.81	-0.47%	3.16%	-10.26%
	150026.IB	12	1206.82	-0.31%	3.56%	-10.13%
	160006.IB	77	7539.63	2.35%	4.33%	-0.72%
	160014.IB	472	46236.32	2.63%	4.53%	-1.60%
	160025.IB	360	35626.55	1.71%	4.71%	-4.52%
	180001.IB	1	103.27	-4.84%	-0.97%	-17.44%
T1809	060009.IB	4	398.05	-3.42%	0.73%	-17.77%
	150023.IB	1	95.35	-2.31%	2.21%	-16.35%
	160004.IB	6	561.69	-4.12%	0.54%	-20.33%
	160010.IB	2	189.13	0.43%	3.61%	-8.35%
	160023.IB	53	4938.67	2.15%	4.70%	-5.03%
	170004.IB	8	784.2	0.99%	3.96%	-5.42%
	170010.IB	10	995.28	2.40%	4.21%	-1.35%
	170018.IB	510	50771.29	2.62%	4.85%	-0.43%
	180019.IB	230	22720.01	1.07%	4.20%	-0.60%

资料来源: 中金所、WIND、国信证券经济研究所整理

本次接券方依然较为统一，五年是永安、十年是国金

从期货公司结算会员来看，TF1809 合约的交割券多数被永安期货接走，其交割量为 1866 手，达到了总交割量的 95%；而 T1809 合约的交割券多数被国金期货接走，其交割量为 720 手，达到了总交割量的 87%。（当然，通过两家期货公司进入交割的具体机构不得而知）。

对于永安期货来说，其接手的可交割旧券部分只能等待到期或者在二级市场上卖出，根据目前的情况来看，9 月以来，080023.IB 的成交量仅有 2.3 亿元；130011.IB 的成交量为 1.2 亿元；160025.IB 目前暂无成交；而 160014.IB 的成交量尚可。因为 160025.IB 可以通过 TF1812 合约的交割抛出，所以接手 080023.IB 和 130011.IB 的机构可能会后续在二级市场上逐渐卖出这两只国债。

图 11: TF1809 交割券申报情况

日期	意向交割量(合计)	申报交割量	意向交割国债
20180903	6	6	150026. IB
20180904		370	080023. IB
20180904	735	4	130011. IB
20180904		360	160025. IB
20180904		1	180001. IB
20180905	122	4	160006. IB
20180905		118	160014. IB
20180906	90	90	160014. IB
20180907		20	080023. IB
20180907	110	6	150026. IB
20180907		50	160006. IB
20180907		34	160014. IB
20180911	230	230	160014. IB
20180914		450	080023. IB
20180914	673	200	130011. IB
20180914		23	160006. IB

数据来源: 中金所、WIND、国信证券经济研究所整理

图 12: T1809 交割券申报情况

日期	意向交割量	申报交割量	意向交割国债
20180904		5	160023. IB
20180904	168	8	170004. IB
20180904		5	170010. IB
20180904		150	170018. IB
20180907	340	340	170018. IB
20180914		4	060009. IB
20180914		1	150023. IB
20180914		6	160004. IB
20180914	316	2	160010. IB
20180914		48	160023. IB
20180914		5	170010. IB
20180914		20	170018. IB
20180914		230	180019. IB

数据来源: 中金所、WIND、国信证券经济研究所整理

图 13: TF1809 合约每日交割意向申报信息

意向申报日期	期货公司结算会员名称	申报卖方交割量	买方交割量
20180903	平安期货	0	6
20180903	上海东证	6	0
20180904	永安期货	0	735
20180904	中信期货	730	0
20180904	上海东证	5	0
20180905	永安期货	0	48
20180905	浙商期货	110	0
20180905	平安期货	0	74
20180905	上海东证	12	0
20180906	永安期货	0	90
20180906	格林大华	90	0
20180907	南华期货	0	20
20180907	永安期货	0	90
20180907	浙商期货	20	0
20180907	平安期货	10	0
20180907	中信建投	80	0
20180911	永安期货	0	230
20180911	上海东证	33	0
20180911	国海良时	197	0
20180914	永安期货	0	673
20180914	东海期货	50	0
20180914	宏源期货	570	0
20180914	华安期货	20	0
20180914	上海东证	33	0

数据来源: 中金所、WIND、国信证券经济研究所整理



图 14: T1809 合约每日交割意向申报信息

意向申报日期	期货公司结算会员名称	申报卖方交割量	买方交割量
20180904	国泰君安	0	20
20180904	南华期货	0	75
20180904	中信期货	168	0
20180904	国金期货	0	73
20180907	中信建投	340	0
20180907	国金期货	0	340
20180914	国泰君安	12	0
20180914	南华期货	0	9
20180914	永安期货	10	0
20180914	鲁证期货	40	0
20180914	平安期货	240	0
20180914	国金期货	4	307
20180914	瑞银期货	10	0

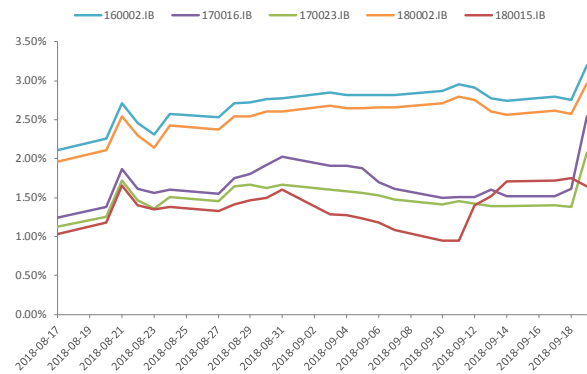
数据来源：中金所、WIND、国信证券经济研究所整理

1812 合约如何看

展望后期，随着交割新规正式在 1812 合约上实施，利用国债期货抛出流动性较差旧券的现象将会越来越少，期现套利策略将是影响期货交割的最主要因素，且合约交割量也将较目前进一步下降。

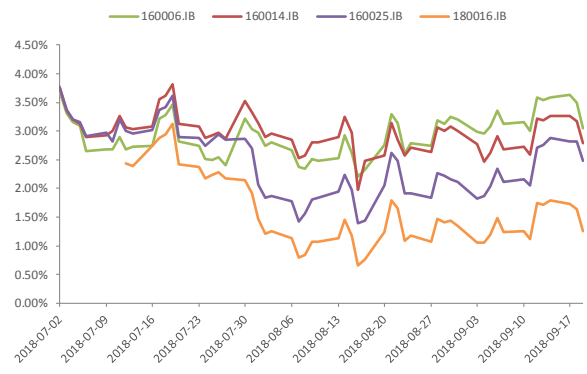
而对于 1812 合约来说，我们依然认为 IRR 较大的可交割券被用于交割的概率较大。根据各交割券在 1812 合约上的 IRR 情况来看，对于 TS1812 合约来说，我们认为 160002.IB 和 180002.IB 的交割量可能会较大；对于 TF1812 合约来说，我们认为 160006.IB、160014.IB 和 160025.IB 的交割量可能会较大；对于 T1812 合约来说，我们认为 160023.IB、170010.IB、170018.IB 和 180019.IB 的交割量可能会较大。但考虑到各可交割券的整体 IRR 水平并不高，因此，1812 合约的交割量可能会出现较为明显的下降。

图 15: TS1812 合约部分交割券 IRR 走势图



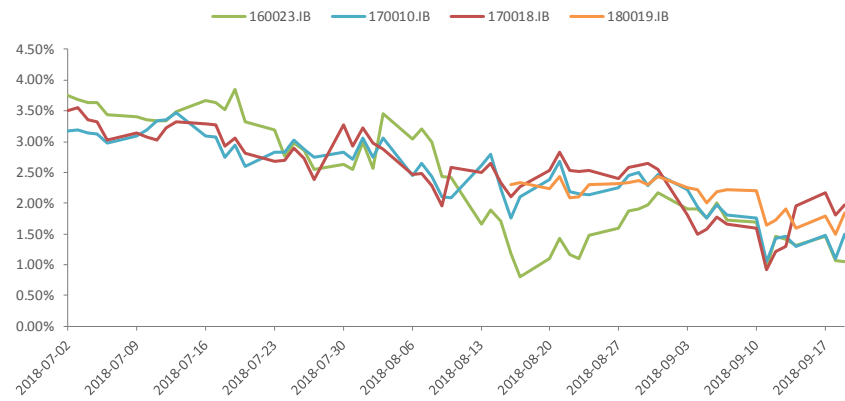
数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 16: TF1812 合约部分交割券 IRR 走势图



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 17: T1812 合约部分交割券 IRR 走势图



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理



国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032