

债券市场专题报告

为何申报量与实际量背离？

2018 年 09 月 20 日

1809 合约“交割异象”分析（2018-09-20）

摘要：

1809 合约自 2017 年 12 月 11 日上市，运行直至最后交易日 2018 年 9 月 14 日。其中，2018 年 5 月至 8 月为流动性最大的时期。

此次交割中，1809 合约交割量均较 1806 合约有所反弹，且 TF 合约反弹幅度更大，可以猜想这与其可交割券中老券剔除的更多，空头交割意愿更强有关。具体来看，TF1809 的交割量为 903 手，交割金额约为 8.89 亿元；T1809 的交割量为 508 手，交割金额约为 5.05 亿元。

从申报的交割券方面来看，TF1809 申报交割的老券更多，T1809 申报交割的券流动性更高。

从最终实际的交割券来看，TF1809 有一个反常的现象，一般申报交割量越高则实际交割量越高，而多头对老券（130011.IB）的接受度并不高。总申报交割量达到 204 手的 130011.IB，最终实际交割仅有 4 手。从 130011.IB 的详细数据来看，由于其中介报价并不频繁，作为活跃 CTD 券仅出现 2 次（2018.08.13 和 2018.09.14）；如果以中债估值的理论 CTD 来看，其作为理论 CTD 券仅出现 1 次（2018.6.19）。

可见 130011.IB 的意向交割量高而实际交割量低的原因主要如下：一是其不是 TF1809 运行期间的主要 CTD 券；二是在 TF1812 合约中，其不属于可交割券的范畴；三是即使空头给予了很多补偿（IRR 在后期超过 20%），多头对其的认可度仍十分度。

从实际交割券的 IRR 来看，1809 合约的交割主要以 IRR 较高的活跃券，以及 IRR 高、但不那么活跃的老券为主要交割思路。其中，由于 TF1812 可交割券的老券剔除的更多，TF1809 的交割思路以后者为主，主要是由于此次 TF1809 交割配置型投资者最后的老券交割机会；而 T1809 的交割思路以前者为主。

风险提示：政策超预期

李豫泽

86-21-68407902

liyuze@cmschina.com.cn

S1090518080001

季威

86-21-68407902

liyuze@cmschina.com.cn

S1090518070008

王菡婷（研究助理）

86-21-68407902

wangwanting1@cmschina.com.cn

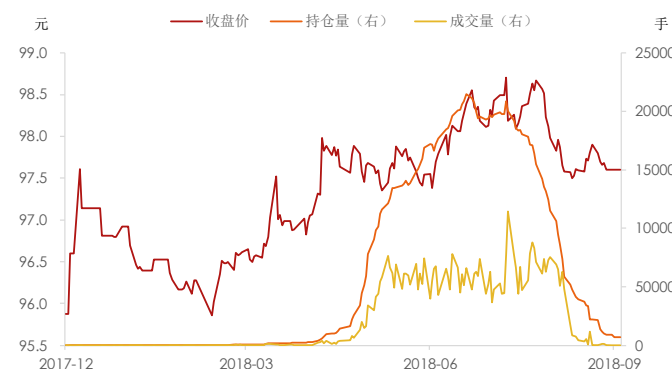
正文

一、1809 合约回顾

1809 合约自 2017 年 12 月 11 日上市，运行直至最后交易日 2018 年 9 月 14 日。其中，2018 年 5 月至 8 月为流动性最大的时期。在此期间，对于 T1809 和 TF1809 来说，他们的收盘价、持仓量、成交量都呈现出相似的先涨后跌的趋势。

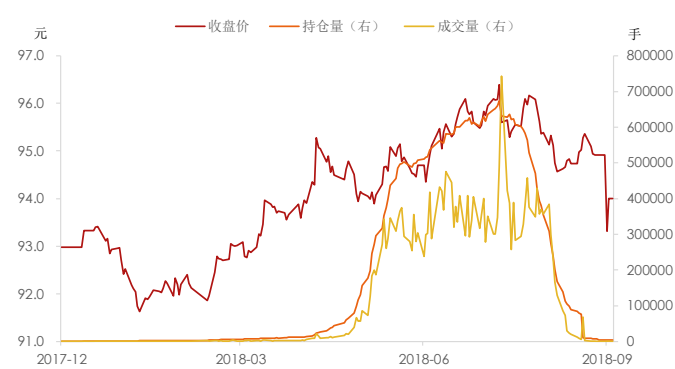
对于 T1809 来说，最高收盘价为 96.390（2018.7.19），最低收盘价为 91.625（2018.1.19），最初收盘价为 92.975，最终收盘价为 94.000。对于 TF1809 来说，最高收盘价为 98.705（2018.7.19），最低收盘价为 95.860（2018.2.22），最初收盘价为 95.875，最终收盘价为 97.600。整体来看，T1809 和 TF1809 的收盘价在整个存续期内的趋势也大致相同。

图 1：TF1809 价格走势



数据来源：Wind，招商证券

图 2：T1809 价格走势



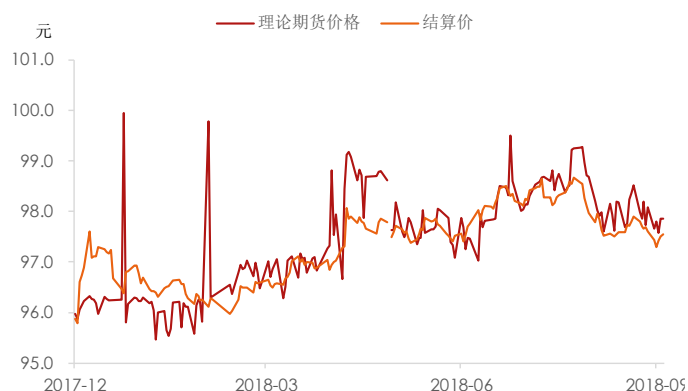
数据来源：Wind，招商证券

在使用当日 CTD 券货币中介报价计算出理论期货价格并同当日国债期货结算价进行对比时，TF1809 和 T1809 结算价与理论价波动趋势大致相同，均呈向上趋势。

其中，TF1809 理论价波动较强烈，整体波动范围大致在[95, 100]之间，结算价在[96, 99]之间。然而在 2018-1-3 和 2018-2-12 两天，结算价远远超过理论价，具体分别达到 99.95 和 99.78。在 2018 年 2 月之前，大部分结算价明显高于理论价格。

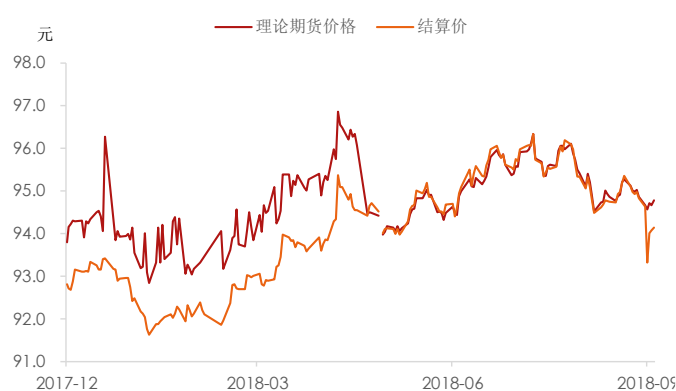
2018 年 5 月之前，T1809 理论价明显高于结算价且波动较强烈，两者的波动范围分别为 [93, 97] 和 [91, 95]。在这之后，理论价和结算价具体走势贴合较为紧密，波动范围大致为 [94, 96.5]。其中，9 月 11 日结算价格较为异常，从 94.63 下降到 93.32。

图 3: TF1809 结算价与理论价



数据来源: Wind, 招商证券

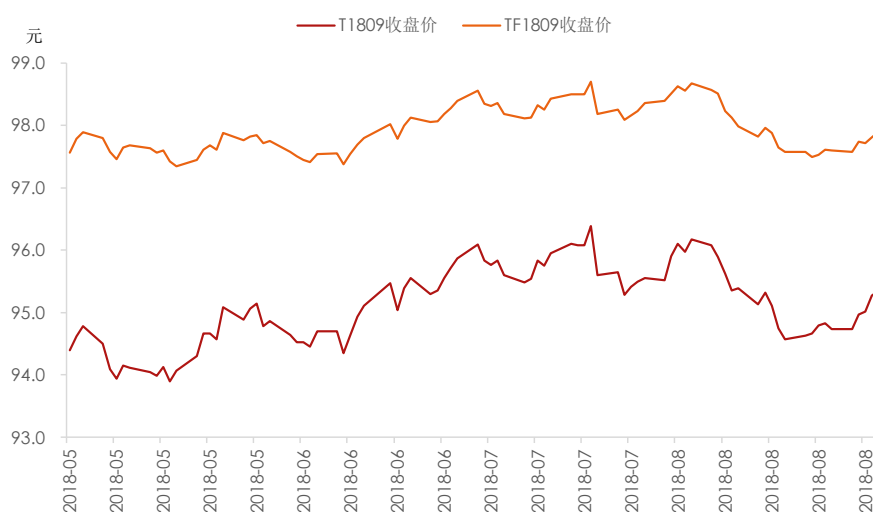
图 4: T1809 结算价与理论价



数据来源: Wind, 招商证券

在流动性最强的时期 (2018.5.2-2018.8.31), 国债期货的价格变化我们可以将其分为下面几个阶段:

图 5: 1809 合约价格 (2018.5.2-2018.8.31)



资料来源: Wind, 招商证券

(1) 5月2日-5月18日: 国债期货回调

五月初, 资管新规落地对债市略有提升; 五月第二周, 信用风险加剧, 国内信用债违约事件频现加之美债利率新高以及油价上涨导致债市呈现振荡走势。

(2) 5月21日-5月30日: 国债期货振荡上扬

在此时间段内资金面持续宽松、信用风险持续加剧、中美贸易战升温, T1809 和 TF1809 分别上涨 0.90% 和 0.42%。

(3) 5月31日-6月7日: 国债期货小幅下跌

该时期, 在资管新规出台后市场流动性收紧和债市违约频发的背景下, 央行适当扩大

MLF 担保品范围。这一方面有利于化解金融风险，另一方面也能够精准定位到小微企业。

(4) 6 月 8 日-7 月 2 日：国债期货迎来大幅上涨

该时期内货币流动性持续宽松、工业增加值不及预期、中美贸易战摩擦不断。同时，二季度美元指数上涨 5%，同期 CNY 与 CNH 分别贬值了 5.2%与 5.9%。T1809 和 TF1809 分别上涨 1.46%和 1.04%。

(5) 7 月 3 日-7 月 9 日：国债期货小幅下跌

在此期间人民币止住跌势、中美对 340 亿美元商品互征关税。

(6) 7 月 10 日-7 月 19 日：国债期货上涨

该时期内美国公布对 2000 亿美元中国输美产品征收 10%关税的建议产品清单，债市做多情绪高涨。T1809、TF1809 均在 7 月 19 达到各自最高收盘价，涨幅分别为 0.89%和 0.59%。

(7) 7 月 20 日-7 月 24 日：国债期货大跌

20 日，央行、银保监会和证监会公布了资管新规、理财管理办法等文件；7 月 23 日，央行开展 5020 亿元的 MLF 操作。

(8) 7 月 25 日-8 月 3 日：国债期货小幅上涨

资金面持续宽松、中美贸易战再度升级。T1809 和 TF1809 分别上涨 0.79%和 0.52%。

(9) 8 月 6 日-8 月 19 日：国债期货振荡下行

在此期间，国内商品价格上涨，7 月 CPI 超预期；地方债发行提速，供给压力大；汇率持续下跌；对于流动性边际收紧的担忧加深。

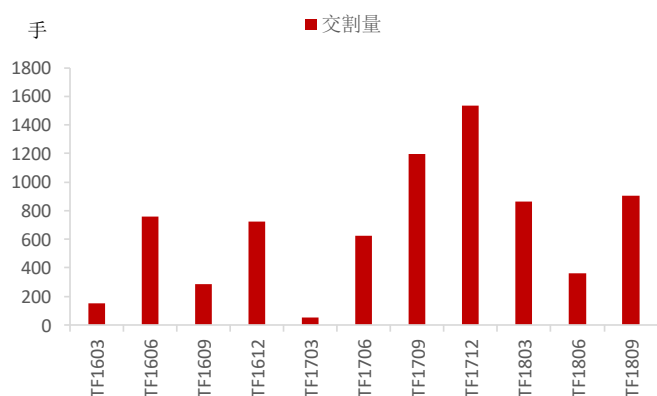
(10) 8 月 20 日-8 月 23 日：国债期货趋于平缓

该时期基金面持续宽松。

二、1809 合约的交割情况

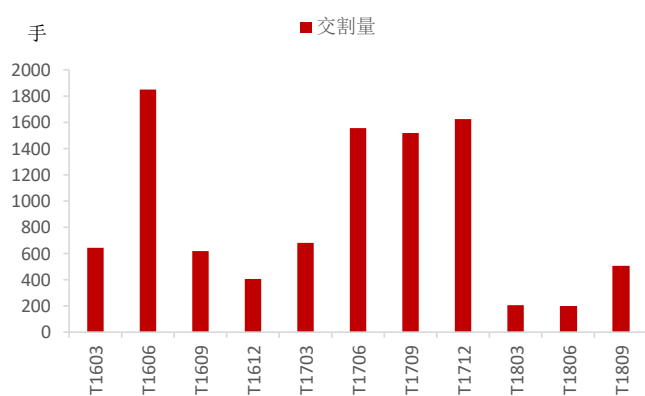
此次交割中，1809 合约交割量均较 1806 合约有所反弹，且 TF 合约反弹幅度更大，可以猜想这与其可交割券中老券剔除的更多，空头交割意愿更强有关。具体来看，TF1809 的交割量为 903 手，交割金额约为 8.89 亿元；T1809 的交割量为 508 手，交割金额约为 5.05 亿元。相比于历史最低的 1806 合约交割量，TF1809 合约的交割量情况回复到了历史均值水平附近，而 T1809 合约的交割量反弹程度要稍低一些。

图 6: TF 合约交割量



数据来源: Wind, 招商证券

图 7: T 合约交割量

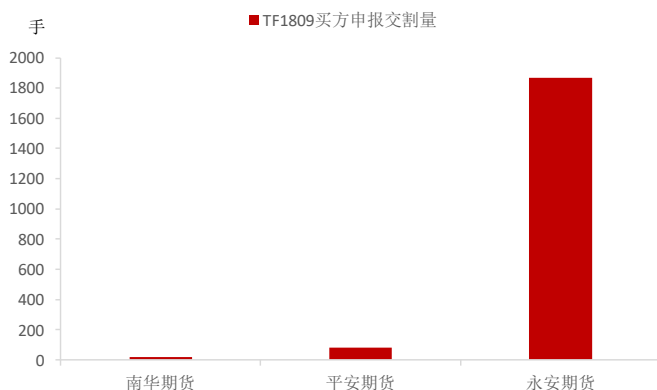


数据来源: Wind, 招商证券

从期货公司的角度来看,对于 TF1809,买方申报交割量最高的期货公司为永安期货,共交割 1866 手,占比 95%;卖方申报交割量较高的期货公司分别为中信期货、宏源期货,交割量分别为 730、570,占比分别为 37%、30%。整体来说,卖方申报申报公司比较分散,除了上述两个公司,还有上海东证、平安期货、浙商期货、格林大华、中信建投、国海良时、东海期货和华安期货参与申报。然而,除了永安期货,买方参与申报的只有平安期货和南华期货。

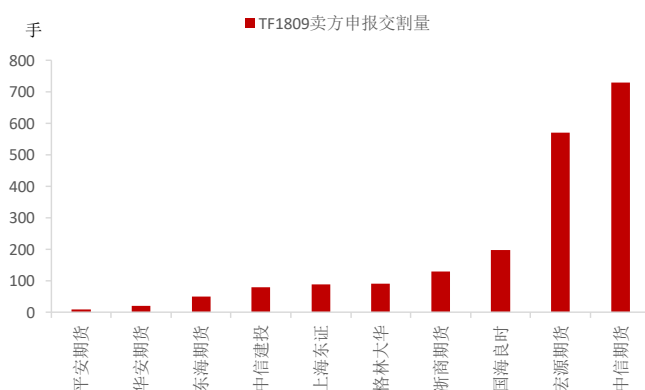
对于 T1809,买方申报交割量最高的期货公司为国金期货,共交割 720 手,占比 87%;卖方申报交割量较高的期货公司分别为中信期货、中信建投、平安期货,交割量分别为 168、340、240,占比分别为 20%、41%、29%。卖方申报公司比较分散,除了上述三个公司,还有国金证券、国泰君安、鲁证期货、永安期货和瑞银期货参与申报。然而,买方除了永安期货,参与申报的公司只剩下国泰君安和南华期货。

图 8: TF1809 买方申报交割量



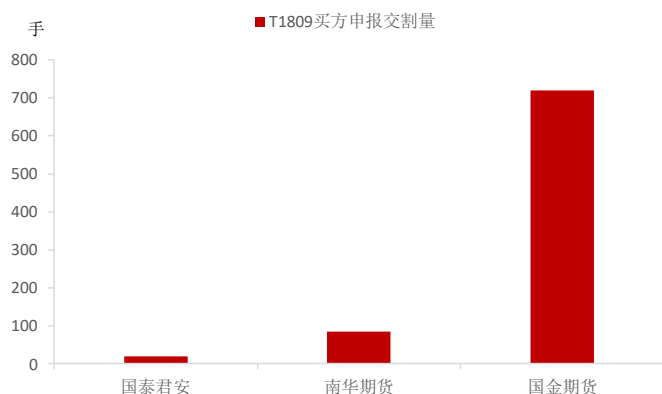
数据来源: Wind, 招商证券

图 9: TF1809 卖方申报交割量



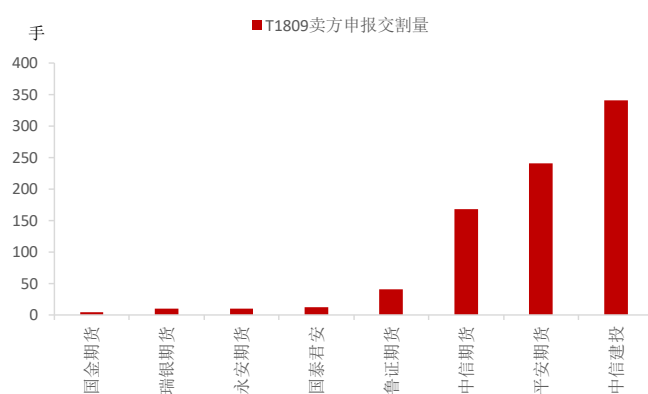
数据来源: Wind, 招商证券

图 10: T1809 买方申报交割量



数据来源: Wind, 招商证券

图 11: T1809 卖方申报交割量

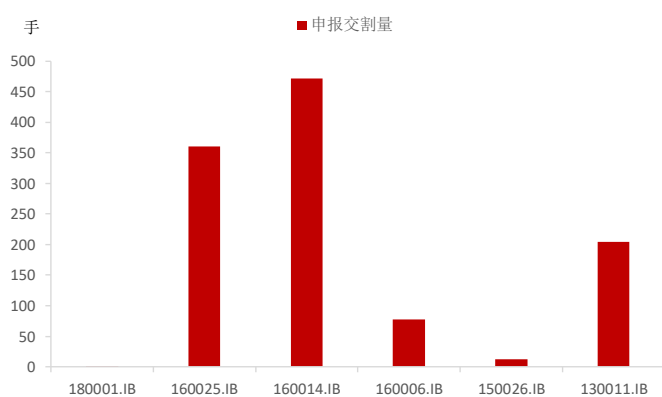


数据来源: Wind, 招商证券

从申报的交割券方面来看, TF1809 申报交割的老券更多, T1809 申报交割的券流动性更高。对于 TF1809 的申报交割券 130011.IB 和 150026.IB, 这两只券由于在未来无法完成 TF1812 的交割, 在 TF1806 合约尚未有机会完成交割的一部分, 则在本次 TF1809 合约中进行申报交割, 试图避免在移仓至 TF1812 后, 其不属于可交割券范围内的风险。

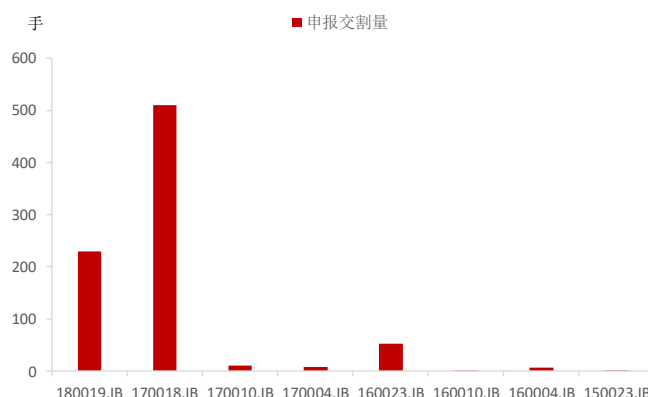
更详细的来看, TF1809 的申报交割券有 6 只, 所有可交割券共有 14 只。其申报交割量主要集中在 160025.IB、160014.IB 和 130011.IB, 交割量占比分别达到 32%、42%和 18%。T1809 的申报交割券有 8 只, 而所有可交割券共有 20 只, 交割券分布较为分散。另外, 其申报交割量主要集中在 170018.IB 和 180019.IB, 交割量占比分别达到 62%、28%。

图 12: TF1809 申报交割券



数据来源: Wind, 招商证券

图 13: T1809 申报交割券



数据来源: Wind, 招商证券

三、1809 合约交割行为

表 1: TF1809 实际交割券

代码	交割量 (手)	交割金额 (万)
130011. IB	4	401.10
150026. IB	12	1,206.82
160006. IB	54	5,287.60
160014. IB	472	46,236.32
160025. IB	360	35,626.55
180001. IB	1	103.27
总计	903	88,861.66

数据来源: Wind, 招商证券

表 2: T1809 实际交割券

代码	交割量 (手)	交割金额 (万)
160023. IB	5	469.19
170004. IB	8	784.20
170010. IB	5	499.51
170018. IB	490	48,793.38
总计	508	50,546.28

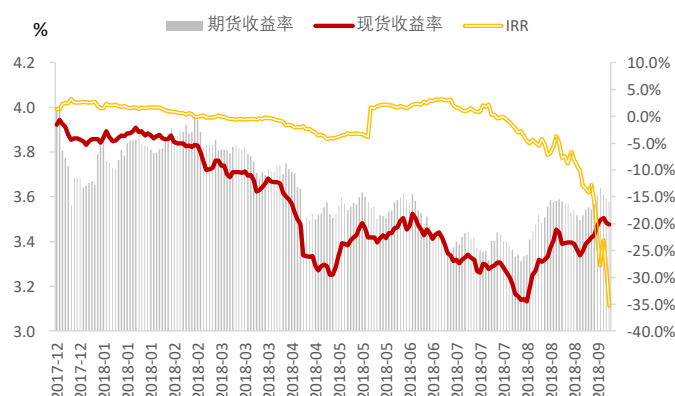
数据来源: Wind, 招商证券

从最终实际的交割券来看, TF1809 有一个反常的现象, 一般申报交割量越高则实际交割量越高, 而多头对老券 (130011.IB) 的接受度并不高。总申报交割量达到 204 手的 130011.IB, 最终实际交割仅有 4 手。从 130011.IB 的详细数据来看, 由于其中介报价并不频繁, 作为活跃 CTD 券仅出现 2 次 (2018.08.13 和 2018.09.14); 如果以中债估值的理论 CTD 来看, 其作为理论 CTD 券仅出现 1 次 (2018.6.19)。

可见 130011.IB 的意向交割量高而实际交割量低的原因主要如下: 一是其不是 TF1809 运行期间的主要 CTD 券; 二是在 TF1812 合约中, 其不属于可交割券的范畴; 三是即使空头给予了很多补偿 (IRR 在后期超过 -20%), 多头对其的认可度仍十分度。

另外, 150026.IB 的申报交割全部完成, 均为 12 手, 但由于其体量很低, 参考意义较小。

图 14: TF1809 IRR 走势图 (基于 130011.IB 中债估值)



数据来源: Wind, 招商证券

图 15: TF1809 理论期货价格 (基于 130011.IB 中债估值)



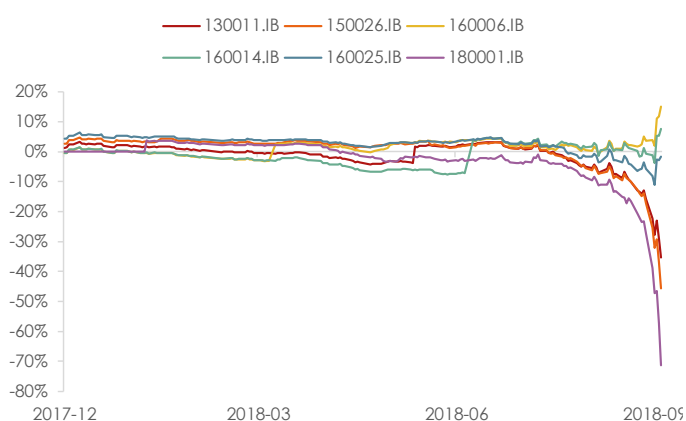
数据来源: Wind, 招商证券

从实际交割券的 IRR 来看, 1809 合约的交割主要以 IRR 较高的活跃券, 以及 IRR 高、但不那么活跃的老券为主要交割思路。其中, 由于 TF1812 可交割券的老券剔除的更多, TF1809 的交割思路以后者为主, 主要是由于此次 TF1809 交割配置型投资者最后的老券交割机会; 而 T1809 的交割思路以前者为主。

对于 TF1809, 在 2018 年 7 月中旬之前, 6 只可交割券的 IRR 都在零线附近波动。其中, 160014.IB、130011.IB 和 180001.IB 的 IRR 明显低于零。在此之后, 各个可交割券都经历了不同程度的下跌, 130011.IB、150026.IB 和 180001.IB 跌幅相对较大; 160006.IB、160014.IB 和 160025.IB 跌幅较小。在 2018 年 9 月 11 号之后, 上述三个跌幅较小的券的 IRR 转而上涨, 剩余三只继续下跌。具体来看, TF1809 交割量最大的可交割券为 160014.IB, 其最大 IRR 水平达到 7.58%。

T1809 的所有可交割券在 2018 年 4 月 27 前都在零左右波动, 走势联系较为紧密。在此之后, 160023.IB 和 170010.IB 小幅上涨大约 4% 并长期维持在上漲后达到水平; 170004.IB 和 170018.IB 缓慢下降并于同年 7 月达到其各自相对最低点, 分别为 -14.78% 和 -11.40%。2018 年 8 月 28 日之后, 四只可交割券都开始下跌且下跌速度基本相同。具体来看, T1809 交割量最大的可交割券为 170018.IB, 其最大 IRR 水平达到 5.04%。

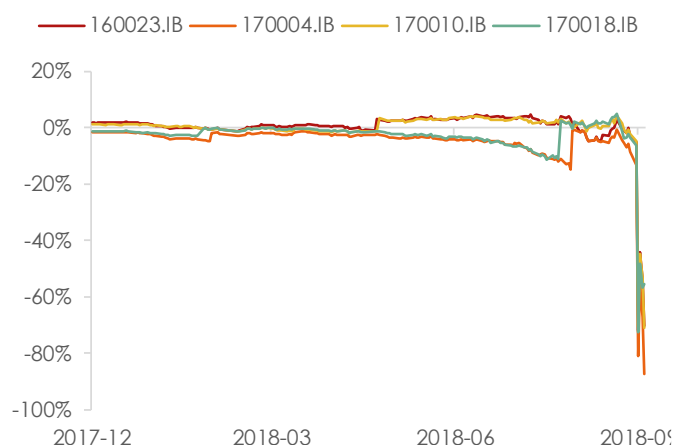
图 16: TF1809 实际交割券 IRR 走势图



数据来源: Wind, 招商证券

注: 基于中债估值估算可交割券的收益率

图 17: T1809 实际交割券 IRR 走势图



数据来源: Wind, 招商证券

注: 基于中债估值估算可交割券的收益率

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李豫泽：同济大学产业经济学硕士，2017 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师。曾为新财富、水晶球、金牛奖固收团队成员。

季 威：南京大学经济学学士、伦敦政治经济学院理学硕士学位。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师，曾任职某公募基金债券研究员。

王菡婷：上海财经大学管理学博士，2017 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师。

招商证券债券信用评级符号和定义

等级符号	定义
投资 级	A3 偿债主体还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低
	A2 偿债主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低
	A1 偿债主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低
投机 级	B3 偿债主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般
	B2 偿债主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险
	B1 偿债主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高
	C3 偿债主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高
	C2 偿债主体在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C1 偿债主体不能偿还债务

注：债项符号含义与主体符号含义一致

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。