

关注期现套利 把握单边机会

2013 年 10 月 14 日

● 国债期货市场回顾和总结

- 1、 国债期货自上市后交易量日渐萎缩，主要跟目前银行尚未进入市场，参与者结构较为单一有关。另外国债期货上市的这段时间刚好是中期国债收益率位于高位徘徊、波动率减少的时间，这也抑制了国债期货的交易量。
- 2、 从中债估值计算的 IRR 来看，国债期货的价格上市以来就处在较为合理的区间，基本上没有和现券的估值发生太大的偏离。
- 3、 国债期货推出对银行间 7 年期现券交易量的改善尚不明显，但是交易所几只接近 7 年期的国债的交易量却有明显改善。

● 四季度观点和交易策略

- 1、 从过去一个月的交易记录来看，交易所接近 7 年期的几只债券常常在交易所折价卖出，按照卖一价和国债期货的价格计算出来的 IRR 常常高出回购市场利率。由于 IRR 基本上可以看作是无风险的收益，该套利策略可以作为逆回购投资的一种替代方式。
- 2、 从过去一个月时间交易的情况来看，国债期货倾向于对事件过度反应，通过一些简单的反转性指标对过去一个月的高频数据进行回测，取得了较好的收益。
- 3、 这一波国债收益率上行的很大一部分原因来自于商业银行资产配置行为的改变，四季度这个局面有望改善，可以选择在现券对一级市场反应比较充分的条件下做多国债期货，把握短线的机会。

● 风险提示

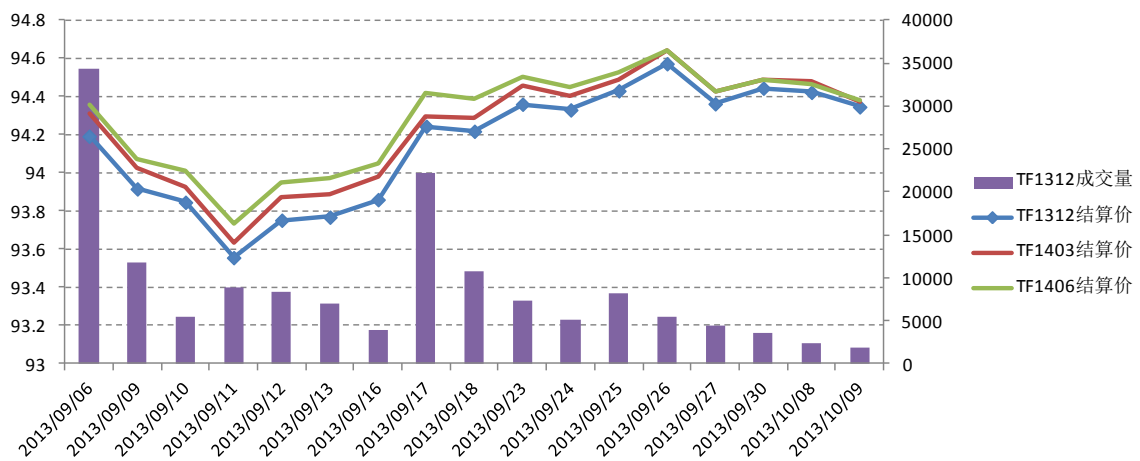
四季度通货膨胀超预期、银行表外监管超预期、美联储新任主席推迟 QE 退出进程、美债技术性违约小概率事件发生。

国债期货市场回顾和总结

1：国债期货交易量较小

国债期货自从9月6号上市交易已经有一个月左右的时间，有点出乎市场的预料的是国债期货的交易量基本上是处于日渐萎缩的局面。目前国债期货的投资者以券商自营和散户为主，投资国债期货的目的基本上是以投机为主，银行目前还没有获批进入市场，所以造成了目前市场上的交易量比较小。

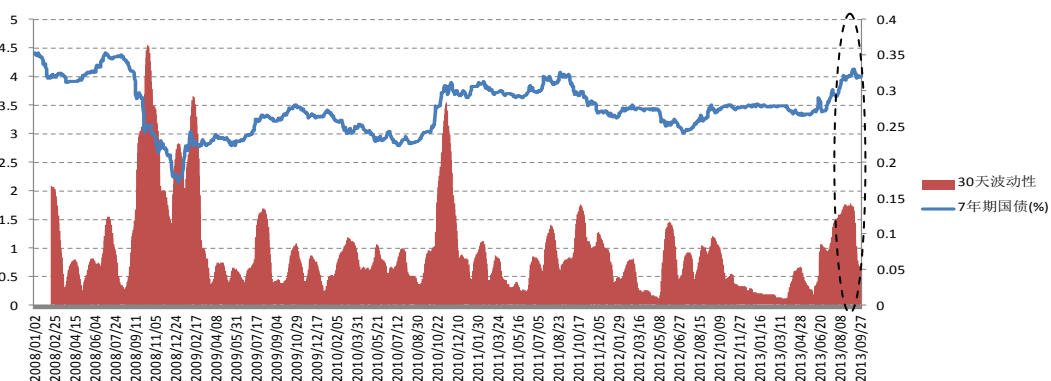
图1： 国债期货上市以来的交易量逐日递减



资料来源：wind

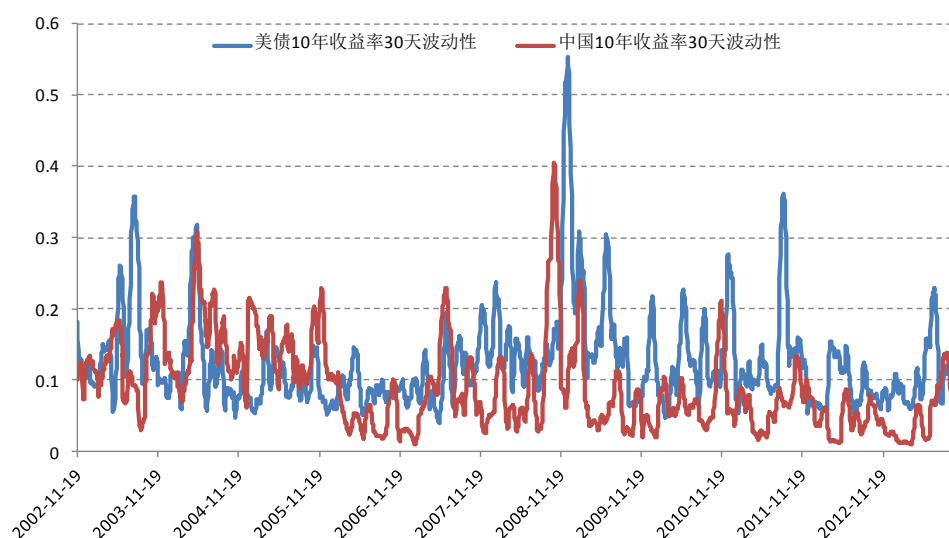
从利率的波动率的角度看，国债期货的上市时间基本上对应的是现货市场收益率位于高位徘徊、收益率减少的时间，这也从另外一个方面抑制了国债期货交易的活跃度。

图2： 国债期货上市的这段时间，刚好处于现券收益率波动性减少的时间



对比中国和美国的国债现货的收益率可以发现，美国国债收益率的波动性要比中国的要来得大，这也是国债期货合约在美国市场比较活跃的主要原因之一。因此对于国债期货这种品种，随着利率市场化的推进，国债现货的收益率波动新有望增加，银行会有更多的套期保值的需求，由此推动国债期货的交易量上升。

图 3： 中国国债收益率波动性小于美国国债



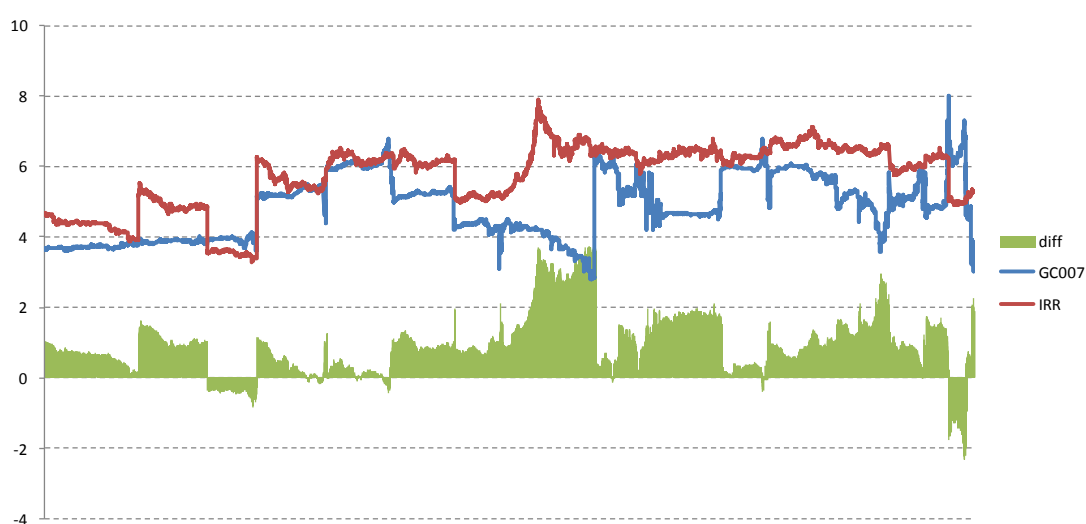
资料来源：Wind

从管理层最近公开表示的一些讲话中可以看到，国债期货在金融改革的过程中被视为较为比较重要的一个品种，主要是因为国债期货市场的完善会促进基础利率体系的构建，而基础利率体系的完善又是资本账户开放的基础。另外从最近上交所推出国债预发行市场以及一些相关的动作可以看出监管层还是做了一些动作想提高国债期货的交易量。随着年底银行的参与，预计国债期货的交易活跃度将会有比较实质性的改善。

2：国债期货价格基本上运行在合理区间

银行间市场交易最为活跃的可交割券是 130015. IB，从活跃交易的国债期货合约上来看，交易量主要集中在当季合约 TF1312，另外两个合约的交易量基本上可以忽略，利用当天债券的中债估值和国债期货的日内的报价计算从上市以来的 IRR 情况如下所示：

图 4：中债估值计算的 IRR 和 7 天回购的对比

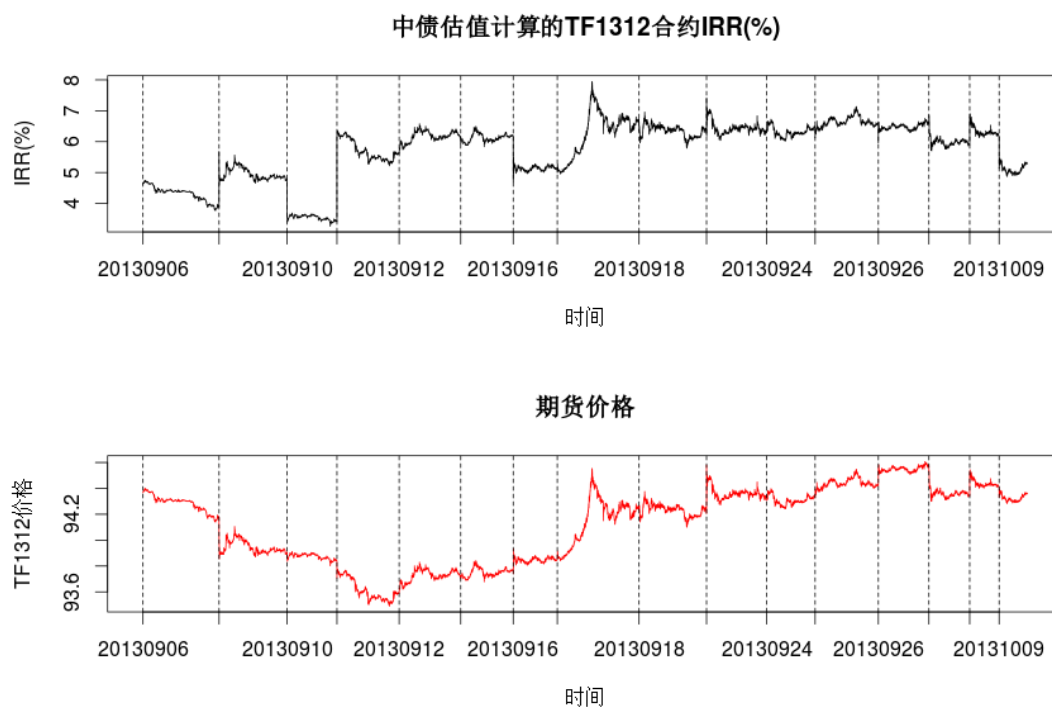


最小值	25%分位数	中值	均值	75%分位数	最大值
-2.33%	0.36%	0.83%	0.90%	1.31%	3.75%

资料来源：Wind（注：GC007 根据国庆假期进行了调整）

从上面 IRR 的数据可以看出，其大小基本上和回购市场的利率相匹配，说明国债期货上市以来期货和现货的联动性比较好，没有发生国债期货炒新导致的价格过高的现象。另外，从 IRR 和国债期货的走势来看的话，可以看到，基本上国债期货价格的变动和 IRR 的走势呈现较为一致的现象，这也说明了国债期货相对于现货对利率的变动反应更加的敏感。

图 5：国债期货对利率的变动相对于现货更加敏感

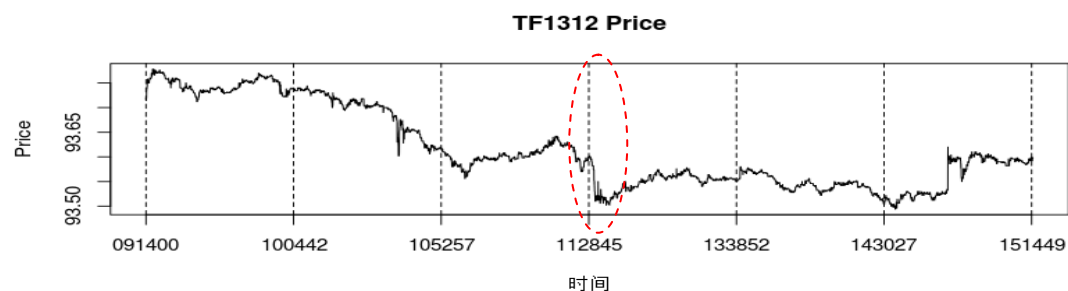


资料来源：Wind

3：国债期货较好地反应了一级市场的招标结果

国债期货运行一个月以来，只发生过一次可交割券的新券招标。9月11号，财政部对“2013年记账式国债”（即130015.IB）进行了二次续发，招标的结果是加权中标利率4.1219%，跟前一天的中债估值相比高出大概5bps，从当天国债期货的反应来看，TF1312跌26bps，TF1403跌25bps，TF1406跌26bps。而且从盘中的走势来看，较为迅速地反映了一级市场的投标信息。

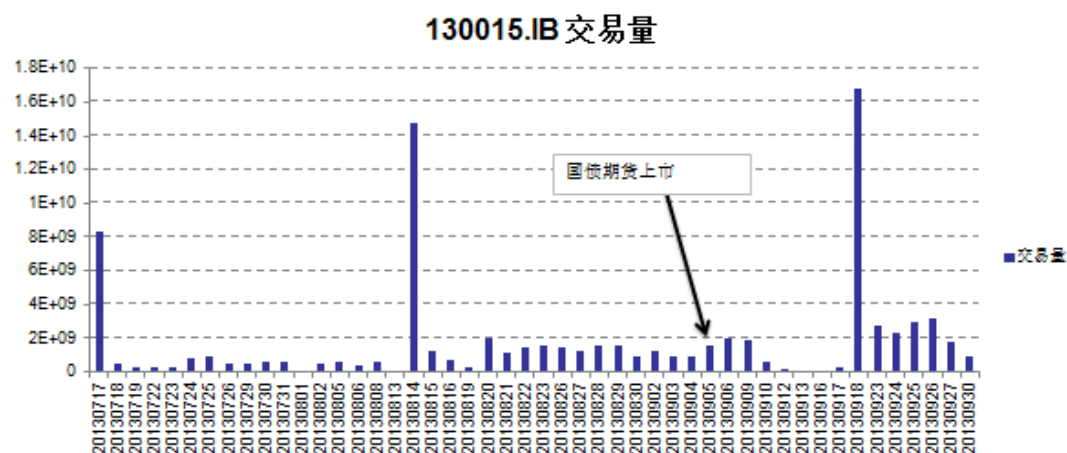
图 6：130015.IB 续发对国债期货的影响



4：国债期货对现券流动性影响

银行间活跃的可交割券交易主要集中在 130015.IB 这个券上面，从国债期货上市以后该券交易量的变化来看的话，国债期货上市对该券的交易量的影响并不明显。

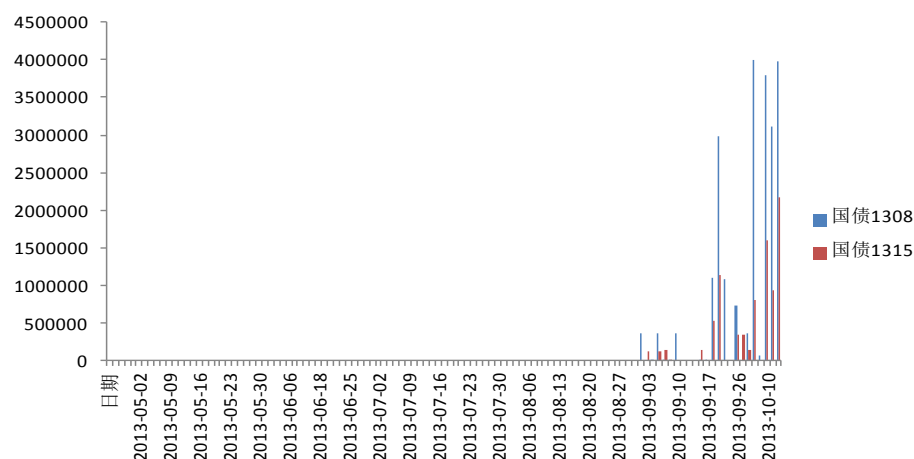
图 7： 国债期货对银行间可交割券的流动性改善并不明显



资料来源：Wind

从交易所交易的可交割券来看的话，几只接近 7 年期的国债自从国债期货上市以后有了比较明显的改善，最为活跃的两只债券是 101308.SZ 和 101315.SZ，这两只债券在国债期货上市之前基本上没有交易量，现在每天有大概几百万的成交。

图 8： 国债期货上市改善了交易所可交割券的流动性

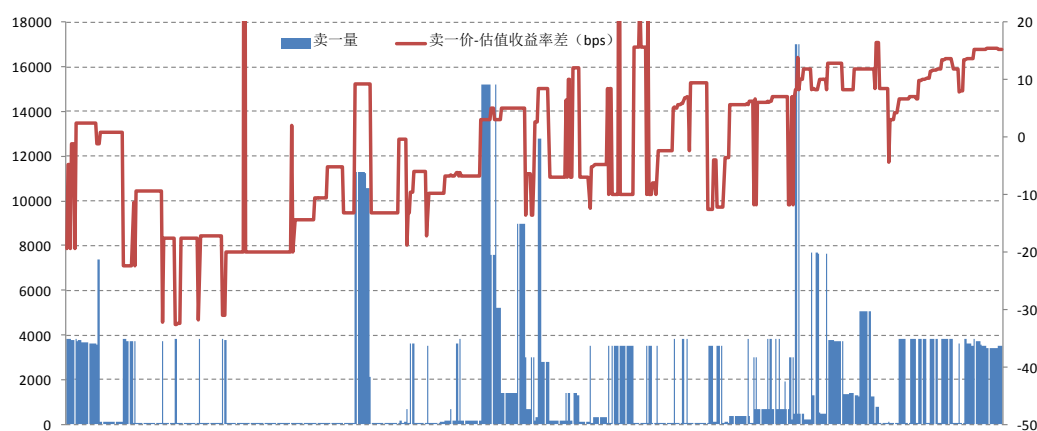


四季度观点和交易策略

1: 交易所可交割券套利交易

从上面的讨论我们已经看到，上市以来国债期货的价格相对于现券的估值基本上处在一个比较合理的价格位。但是从上市以来交易所国债现货的日间报价观察来看，常常发生的现象就是交易所的国债会以高于估值 10-20bps 的价格挂单卖出，特别是 101308.SZ 和 101315.SZ 这两只可交割券，这个报价里面当然包含了一个流动性的溢价在里头。实践的跟踪中常常可以发现这些交易所债券的卖一价和当时国债期货的报价计算的 IRR 会比较高，在很多时候超过了回购市场利率，由于 IRR 近似是无风险的收益率，因此可行的一种投资方案是在交易所买下这些债券同时在国债期货市场做空，将这些券持有至交割，从而获得这部分流动性溢价。

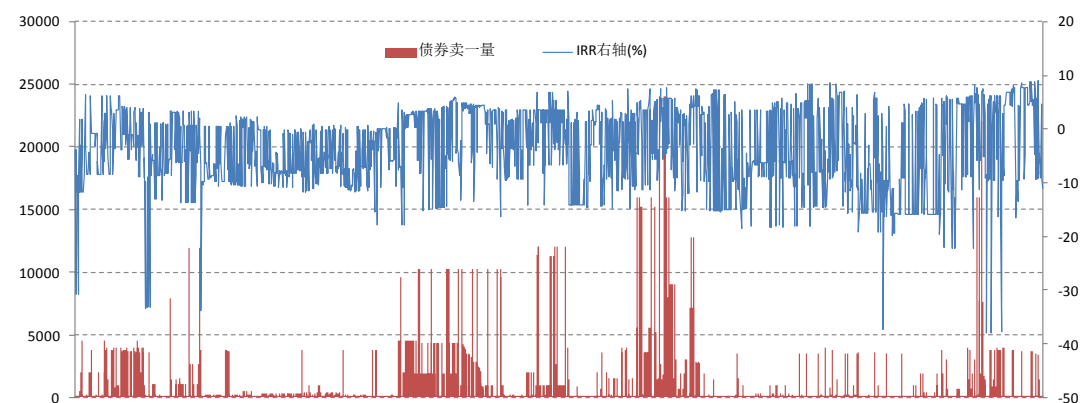
图 9：交易所债券 101308.SZ 经常有高于估值 10-20bps 的卖单



资料来源：国泰安

对于交易所的所有可交割券的卖一价和当时的国债期货的实时报价进行计算，得到的情况如图 10 所示，可以看到由于交易所的某些债券的流动性溢价确实使得有些时间的 IRR 处于比较高的水平，有些时候甚至接近于年化 10% 的水平。但是问题在于量都比较小，最多也只有 200 万左右的量。对于小组合来说，可以考虑用该方法作为逆回购的一种替代工具。

图 10：交易所债券期现套利空间



资料来源：国泰安

2：单边交易策略

从过去一个月时间交易的情况来看，国债期货倾向于对事件过度反应，通过一些简单的反转性指标对过去一个月的高频数据进行回测，取得了较好的收益。

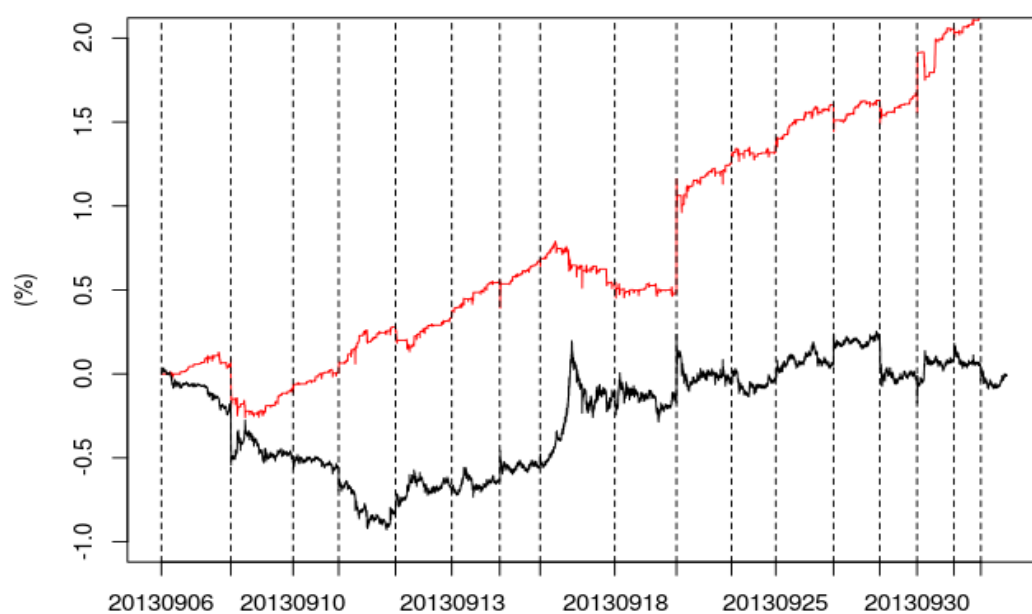
图 11：TF1312 合约十分钟均线和期货价格走势



资料来源：国泰安

我们基于 10 分钟均线构建一个判断是否超跌或者超买的买卖信号，从上市 9 月 6 号开始对该策略进行回测，组合的累积收益情况如下所示，可以看到这个简单的策略在过去的一个月里取得了不错的收益，组合的累积收益率接近 2%，如果考虑国债期货的杠杆水平又比较高的话，那么收益将相当可观。

图 12： 基于 10 分钟均线反转单边策略的累计收益



资料来源：国泰安