

2015年09月14日

从 1509 交割到 1606 上市, 你需要知道的一切

——申万宏源债券国债期货专题

- ◇ 上周国债期货 TF1509 和 T1509 完成最后交易和交割申报。本次交割月首次采取卖方单边举手模式进行交割, 以降低交割过程中的投机成分。1) 全部交割月中除少量成交 (100 手/天以下) 外, 5 年和 10 年两合约分别交割 2121 手和 837 手, 5 年期合约交割量相对持仓量较往期明显上升; 2) 从滚动交割时点来看, 最后交易日进行交割申报仍为首选; 3) 从交割券种看, 截至上周五以前, 交割券种以活跃 CTD 为主; 4) 从期货会员交割情况来看, 交割单较为集中。
- ◇ 总体来看, 从本次交割数量、交割券种和交割会员结构可以发现, 国债期货交割会员逐渐从出售老券目的为主, 逐渐过渡到套利目的为主。套利盘增加也体现在近期 IRR 和跨期价差走势中。
- ◇ 自本周一开始, 5 年期国债期货合约 TF1606 和 10 年期国债期货合约 T1606 正式挂牌上市。两者挂牌价分别为 98.67 和 96.41。1606 合约上市结算价与 1603 合约相同, 其 IRR 与 1603 合约的 IRR 基本相同, 显示目前市场对于资金利率期限结构的预期较为平坦。但考虑到 1603 与 1512 合约存在正价差, 因此 1606 与 1603 合约价差有望扩大。
- ◇ 目前 TF1606 CTD 券为 140006, 中债估值下的 IRR 约 2.9%; T1606 CTD 券为 150016, 中债估值下的 IRR 约 2.17%, 套利空间较小。
- ◇ 上周市场: 上周市场受到略好转的基本面数据, 以及汇金债等供给因素影响, 国债期货出现一定程度获利了结, 带动价格回落。
- ◇ 总持仓量持续下降, 主要受到 9 月合约到期以及次季合约获利盘平仓影响。其中 5 年与 10 年品种次季合约持仓出现明显分化, TF1512 增仓而 T1512 持续减仓, 或与新增套利盘减少、前期套利盘平仓有关。总成交量在股指期货成交受限后出现明显上升。
- ◇ 各个合约 IRR 不同程度下降; 跨期价差平稳; 10 年品种相对 5 年表现偏弱的格局在上周后两个交易日略有扭转。
- ◇ 周末经济基本面数据低于预期、汇率及流动性也趋于稳定, 本周期货有望重新向上突破。在此影响下, 10 年品种 IRR 有望出现小幅反弹, T 相对 TF 价值或回升; 另外关注新合约 1606 上市后, 与 1603 价差有望扩大。

证券分析师

陈康 A0230511090003
chenkang@swsresearch.com

研究支持

刘琳霖 A0230114050001
liull@swsresearch.com

联系人

何思远
(8621) 23297445
hesy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

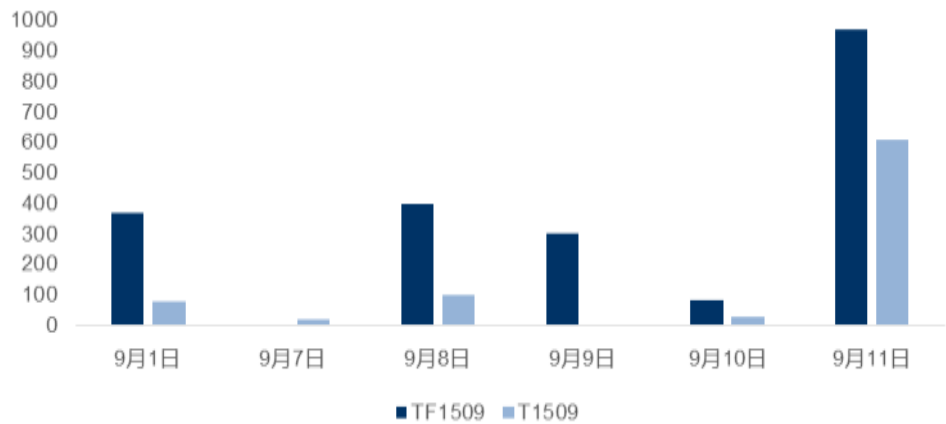
1. 国债期货交割：套利盘占比增加

上周国债期货 TF1509 和 T1509 完成最后交易和交割申报。本次交割月首次采取卖方单边举手模式进行交割，以降低交割过程中的投机成分。

全部交割月中除少量成交(100 手/天以下)外,5 年和 10 年两合约分别交割 2121 手和 837 手,5 年期合约交割量相对持仓量较往期明显上升,主要由于 5 年品种自 12 月合约开始可交割券期限范围缩短。

从滚动交割时点来看,最后交易日进行交割申报仍为首选。在过去两周的滚动交割期中,交割月首日和第二周前几个交易日存在少量滚动交割,但考虑到择时期权,最后交易日交割数量占比过半。

图 1: 交割时点仍以最后交易日为主



资料来源：中金所，申万宏源研究

从交割券种看,截至上周五以前,交割券种以活跃 CTD 为主。5 年品种交割券主要集中在 150014,为近期活跃 CTD 券种,另有少量 IRR 较高的老券交割,如 120009 和 120015,这两个券种均不在未来 TF 的可交割券篮子中。10 年品种交割券主要集中在 140029 和 150005,分别为前期和近期的活跃 CTD 券,由于 10 年品种可交割券中鲜有老券,因此主要为活跃券交割。

图 2: TF1509 交割券种

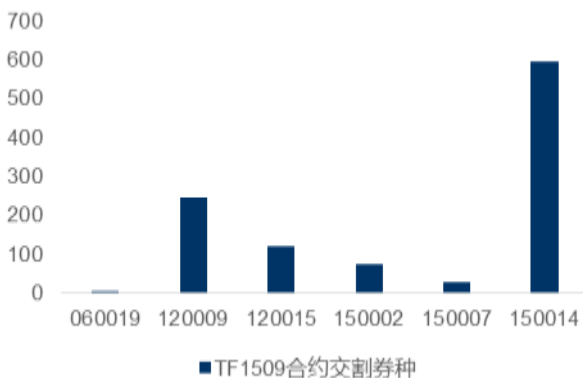
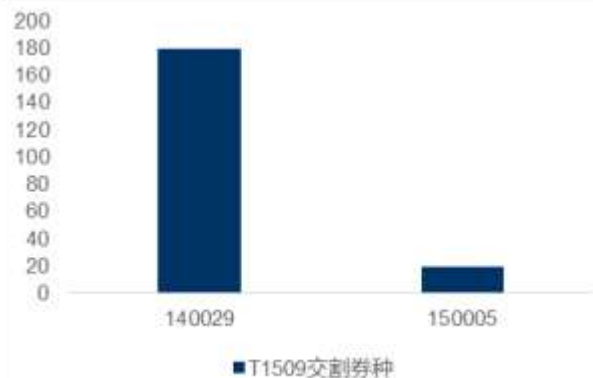


图 3: T1509 交割券种



资料来源：中金所，申万宏源研究

资料来源：中金所，申万宏源研究

从期货会员交割情况来看，交割单较为集中。5年主要表现为东证期货、中信期货和南华期货（卖单）对国君期货（买单）；10年主要表现为东证期货（卖单）对海通期货（买单）。东证期货在两个品种上均是最大空头，而国君期货和海通期货则分别是5年和10年品种最大多头。

表 1：主要期货会员交割情况

	买单		卖单	
	5年总交割量 2121	国君	1978	东证
	东海	119	中信	529
			南华	522
	买单		卖单	
	10年总交割量 837	海通	837	东证

资料来源：中金所，申万宏源研究

总体来看，从本次交割数量、交割券种和交割会员结构可以发现，国债期货交割会员逐渐从出售老券目的为主，逐渐过渡到套利目的为主。套利盘增加也体现在近期 IRR 和跨期价差的走势中。

2. 新合约上市：跨期价差或扩大

自本周一开始，5年期国债期货合约 TF1606 和 10年期国债期货合约 T1606 正式挂牌上市。两者挂牌价分别为 98.67 和 96.41。可交割券篮子分别对应剩余到期日期限 4-5.25 年和 6.5-10.25 年品种，分别共计 13 只券和 10 只券。可交割券总数较少、期限范围短等因素导致可交割券篮子中活跃券数量较少，5年品种仅 150011 相对活跃，10年品种 150005 和 150016 相对活跃。

从上市价格来看，1606 合约上市结算价与 1603 合约相同，其 IRR 与 1603 合约的 IRR 基本相同，显示目前市场对于资金利率期限结构的预期较为平坦。但考虑到 1603 与 1512 合约存在正价差，因此 1606 与 1603 合约价差有望扩大。

目前 TF1606 CTD 券为 140006，中债估值下的 IRR 约 2.9%；T1606 CTD 券为 150016，中债估值下的 IRR 约 2.17%，套利空间较小。

表 2：新合约上市价格与 1603 合约相同

	TF1512	TF1603	TF1606
	各合约 9 月 11 日	98.65	98.67
结算价	T1512	T1603	T1606
	96.29	96.41	96.41

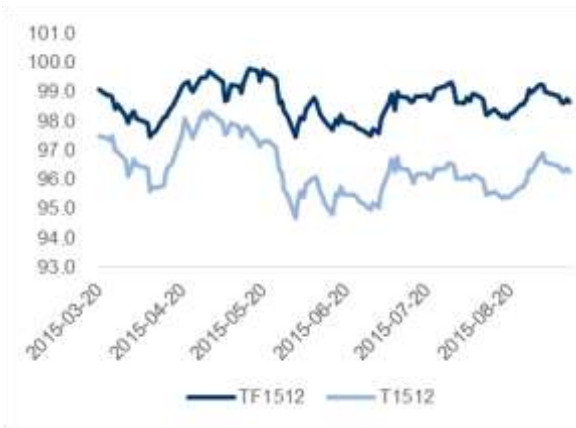
资料来源：中金所，申万宏源研究

3. 市场回顾与展望：基本面重新支持向上突破

上周市场受到略好转的基本面数据，以及汇金债等供给因素影响，国债期货出现一定程度获利了结，带动价格回落。

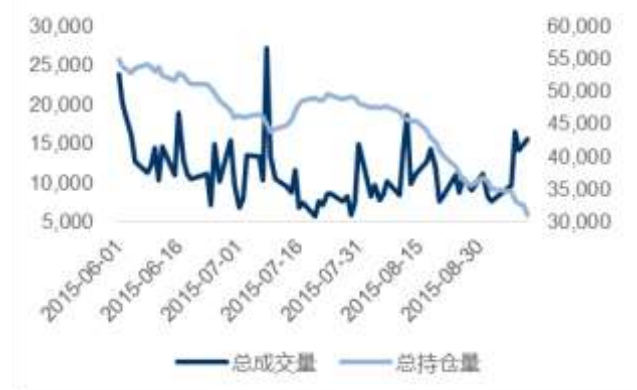
上周成交持仓情况来看，总持仓量持续下降，主要受到9月合约到期以及次季合约获利盘平仓影响。其中5年与10年品种次季合约持仓出现明显分化，TF1512增仓而T1512持续减仓，或与新增套利盘减少、前期套利盘平仓有关。总成交量在股指期货成交受限后出现明显上升。

图 4：上周债市基本面暂时回调



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 5：总持仓量继续下降，成交量明显上升



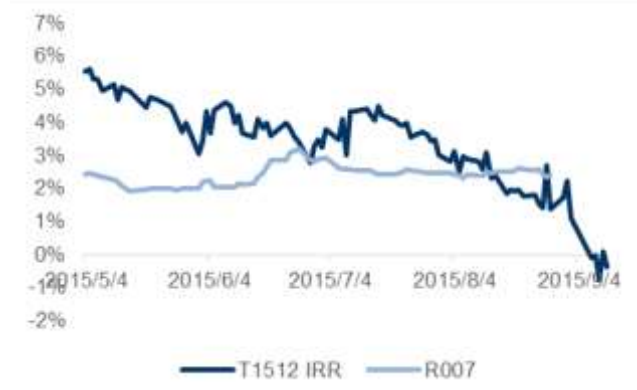
资料来源：WIND，申万宏源研究

各个合约 IRR 不同程度下降。上周远季合约以及 10 年主力合约 IRR 均出现明显下降，5 年 TF1603 IRR 尚且高于资金成本，而 10 年品种由于大量套利盘堆积、以及市场情绪回落，导致量合约 IRR 均大幅低于资金成本，引发套利盘平仓。本周如果基本面向好带动期货价格反弹，则 IRR 有望修复。

图 6：5 年期主力 TF1512 合约 IRR



图 7：10 年期主力合约 T1512 合约 IRR



资料来源：WIND，申万宏源研究

资料来源：WIND，申万宏源研究

图 8：5 年期远季 TF1603 合约 IRR

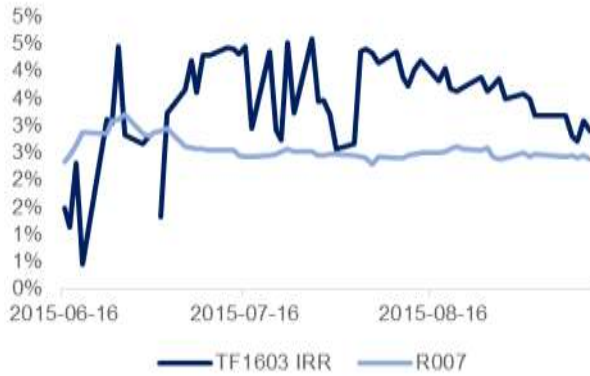


图 9：10 年期远季合约 T1603 合约 IRR



资料来源：WIND，申万宏源研究

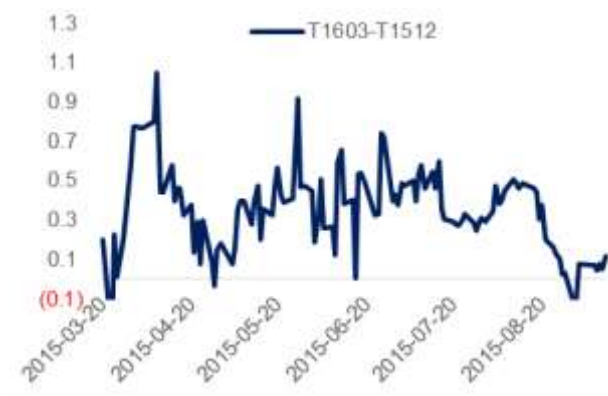
资料来源：WIND，申万宏源研究

跨期价差在 0 位附近震荡，上周小幅回升。由于资金面预期长期保持低位稳定，导致跨期价差前期大幅收窄至 0 位附近。未来如果出现资金面波动加大，价差回升概率较大。

图 10：5 年合约跨期价差走低



图 11：10 年合约跨期价差大幅下降，曾出现倒挂



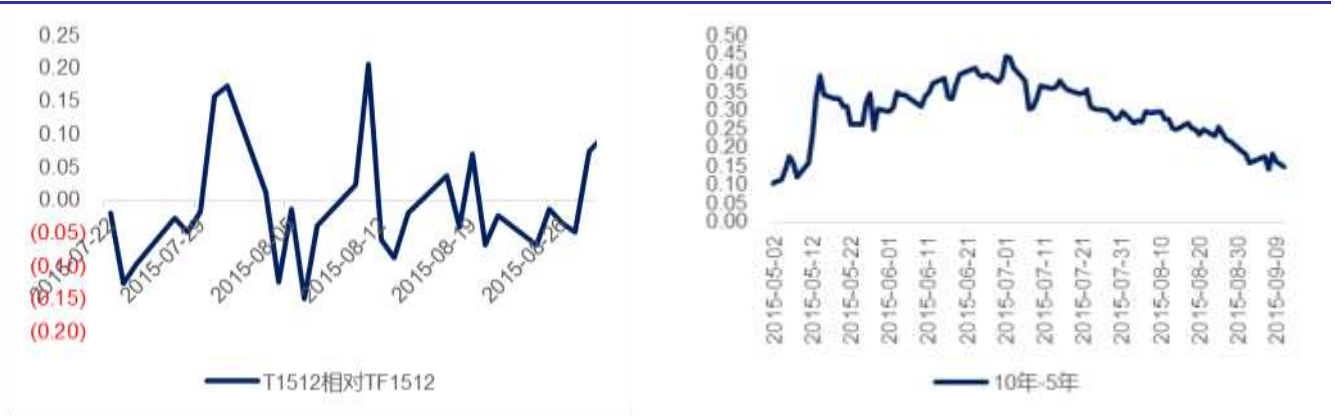
资料来源：WIND，申万宏源研究

资料来源：WIND，申万宏源研究

跨品种表现上，上周后期 10 年期货改变颓势。8 月末以来长端 10 年现券收益率表现明显优于中久期 5 年现券，利差持续收窄，但从久期中性角度看 10 年国债期货自 8 月末以来表现持续偏弱，仅上周后两个交易日稍显反弹。

图 12：T1512 相对 TF1512 总体偏弱，上周略反弹

图 13：10 年与 5 年现券利差持续收窄



资料来源：WIND，申万宏源研究

资料来源：WIND，申万宏源研究

周末经济基本面数据低于预期、汇率及流动性也趋于稳定，本周期货有望重新向上突破。在此影响下，10年品种IRR有望出现小幅反弹，T相对TF价值或回升；另外关注新合约1606上市后，与1603价差有望扩大。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海 陈陶 021-23297221 18930809221 chentao@swsresearch.com

北京 李丹 010-66500610 18930809610 lidan@swsresearch.com

深圳 谢文霓 021-23297211 18930809211 xiewn@swsresearch.com

综合 朱芳 021-23297233 18930809233 zhufang@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。