

国债期货策略报告

银河期货研究所

2019年7月18日 星期四

✚ 跨期策略:

T1909-T1912 当季-次季跨期价差 0.355

T1909-T1912 跨期价差预测值下限为 0.363426

T1909-T1912 跨期价差预测值上限为 0.461967

由于近期市场资金成本低迷,另外目前5年期和10年期国债收益率接近3%导致国债期货的交割期权价值上升,综合导致国债期货IRR较低,因此T1909-T1912的预测值上下限上移,不过我们预计市场目前给出的IRR依然偏低,因此T1909-T1912的预测值上移幅度过度,实际上据我们认为调整的下限和上限分别为0.15和0.35。目前T1909-T1912的价差已经接近上限,之前进行空T1909多T1912操作的投资者可以在日内找机会平仓,预计日内价格已经可以达到0.35。

✚ 跨品种策略:

前期由于支持“债转股”和小微企业融资的定向降准资金暂时淤积在金融体系内部,市场对于短期资金宽松的预期爆棚,国债收益率曲线陡峭化,市场平静后5年期国债收益率和10年期国债收益率重新趋平,目前已经不再具备明显的跨品种交易机会。目前5年期和7年期国债(10年期国债期货最便宜可交割券接近7年期)利差位于17.16BP,5年期和7年期国期限利差在16BP-28BP均属于均衡位置,同时由于短期资金成本特别低,5年期和7年期国债期货利差接近甚至最终略低于下限16BP也可以理解,现货端已经恢复正常价差水平,期货端隐含的期限利差目前在18.77BP左右,已经回归到正常区间之内,暂时不具备重新参与交易的机会。

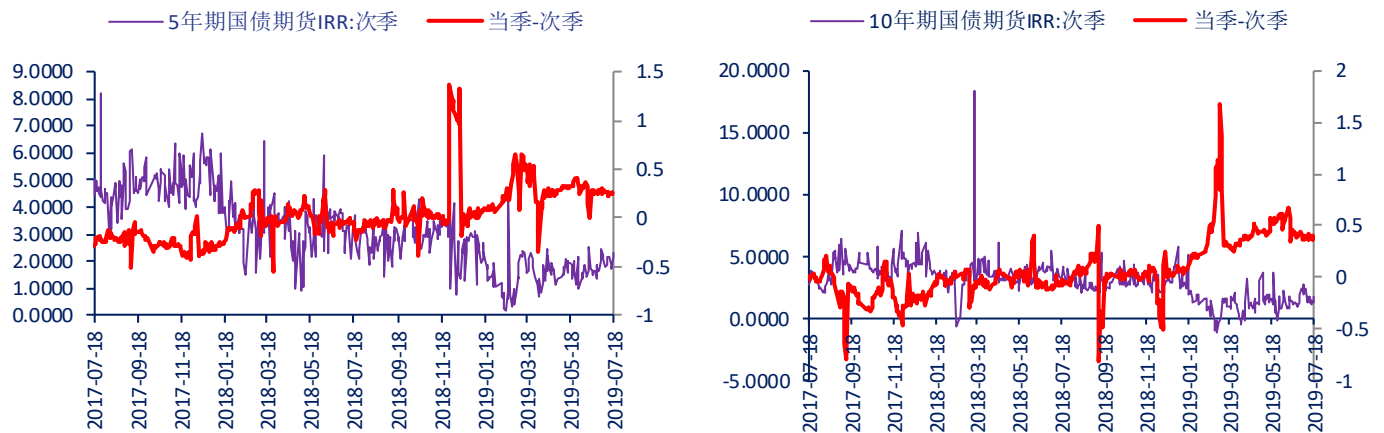
一、跨期策略监测

1.1 基本原理:

国债期货当季和次季价差与IRR总体呈现负相关关系,从跨期策略监测上看这种负相关关系在10年期国债期货中表现的更为明显。国债期货当季和次季价差与IRR的负相关关系并不仅仅存在历史统计中,它们的负相关关系是存在量化逻辑的,即当各期限合约IRR同时上升时,由于近月合约离到期日相对较近,计算IRR的乘数(365/距离到期日时间)较高,因此近月合约应该相对弱于远月合约,当季和次季价差收窄;当各期限合约IRR同时下降时,同理,近月合约应该相对强于远月合约,当季和次季价差扩大。

图1:5年期国债期货IRR与跨月价差间的负相关关系

图2: 10年期国债期货IRR与跨月价差间的负相关关系

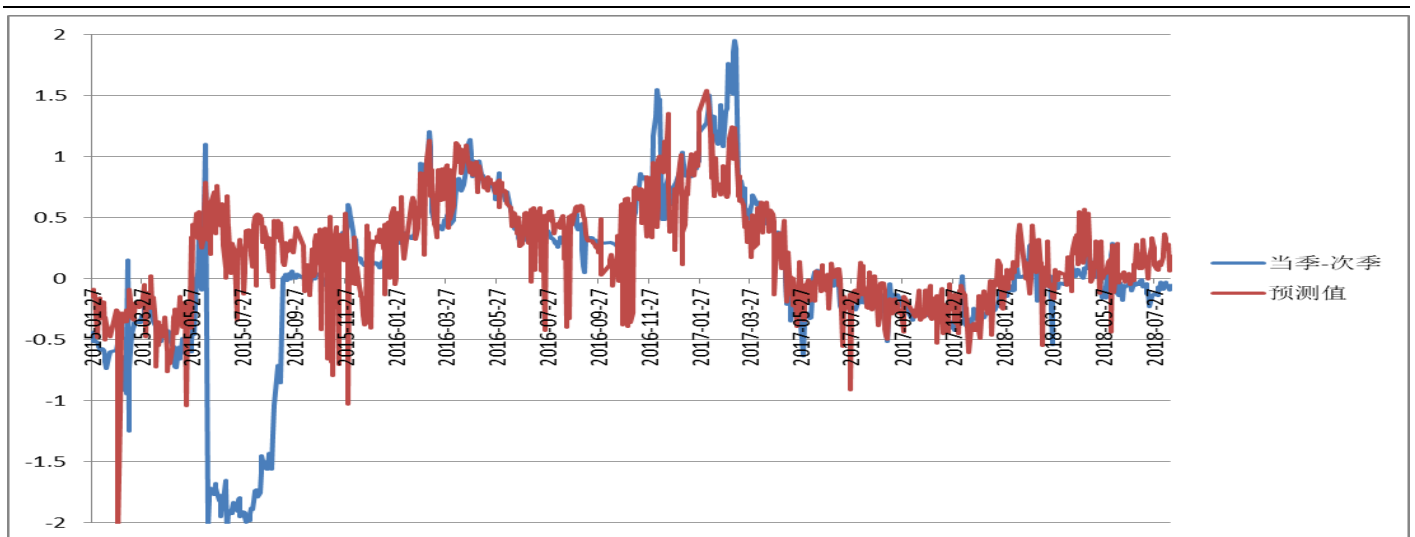


资料来源:WIND 资讯 银河期货研究所

1.2 具体策略:

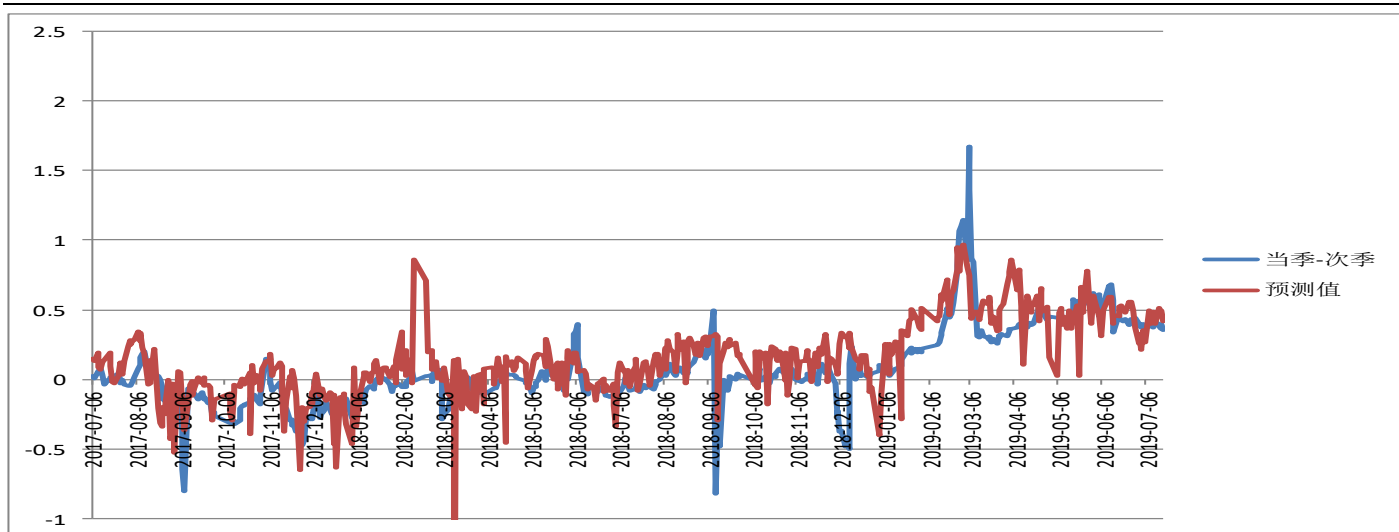
由于国债期货当季和次季价差与 IRR 存在显著的相关性, 可以用 IRR 预测合理的跨月价差, 并将预测值和实际跨月合约价格进行拟合, 从图 3 和图 4 可以明显发现拟合效果不错, 特别是 10 年期国债期货的拟合效果更佳, 5 年期国债期货有一段拟合效果特别差是因为 5 年期国债期货曾经换过一次合约要素, 那段时间跨月价差实际应该可以算跨品种价差。当为预测值设置无套利区间的上限和下限后, 一旦实际跨月合约价格突破区间走廊, 就可以进行跨期策略交易了。

图3:以5年期国债期货IRR预测的跨月价差和实际跨月合约价差之间的拟合关系



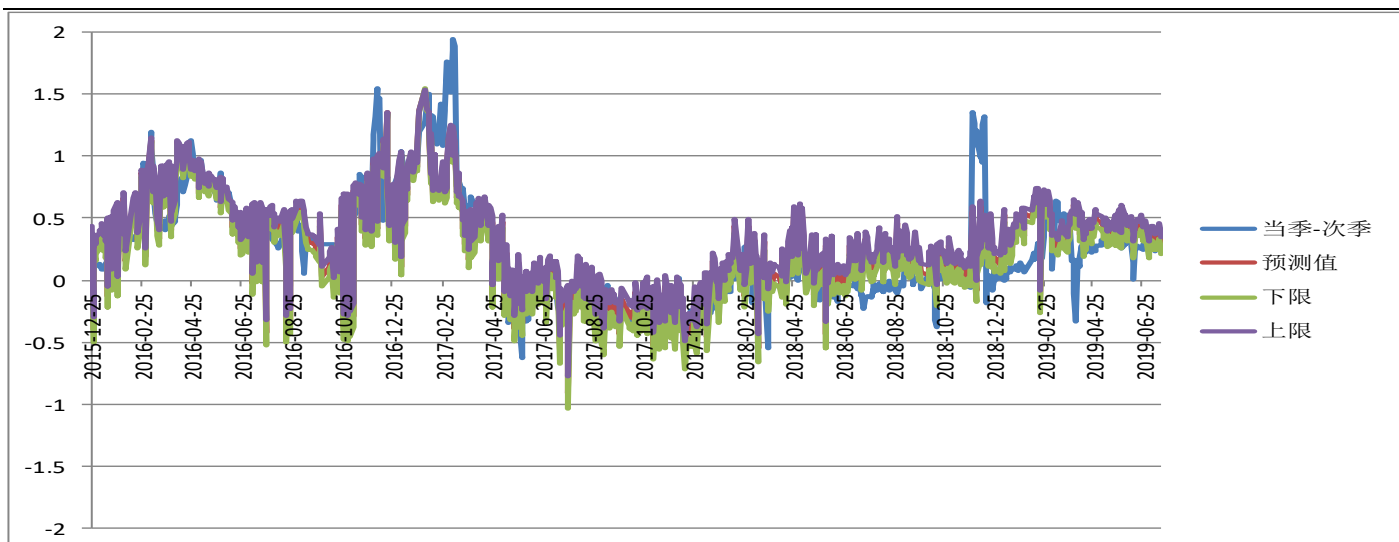
资料来源:WIND 资讯 银河期货研究所

图4: 以10年期国债期货IRR预测的跨月价差和实际跨月合约价差之间的拟合关系



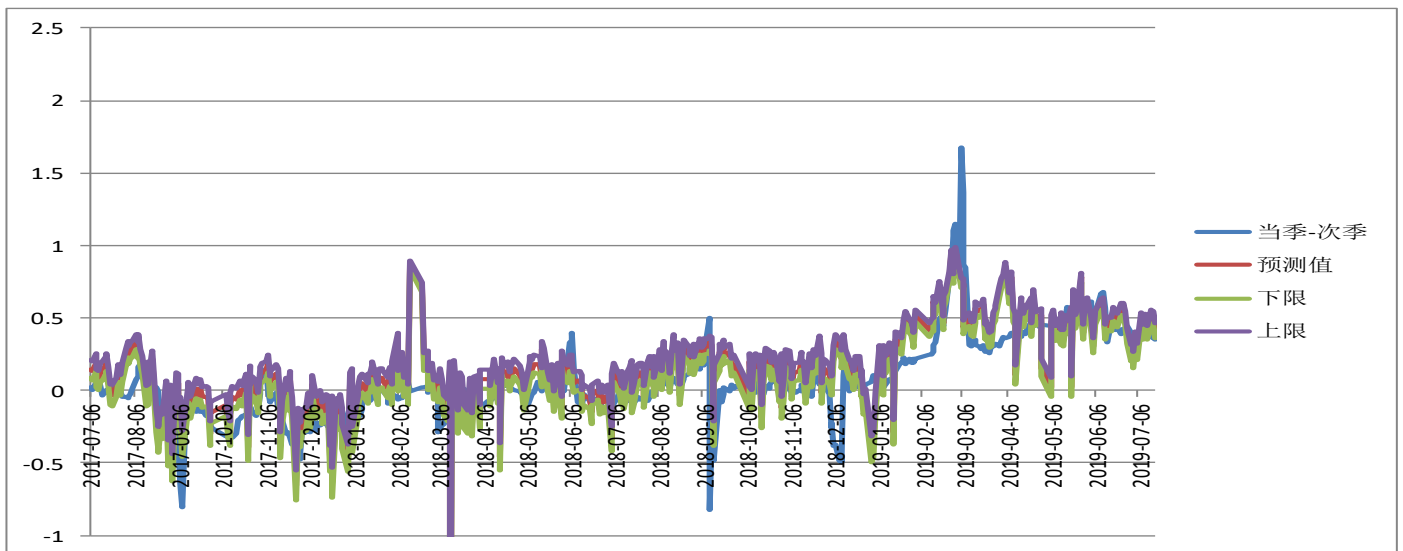
资料来源:WIND 资讯 银河期货研究所

图5: 5年期国债期货跨月价差无套利区间



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究所

图6: 10年期国债期货跨月价差无套利区间



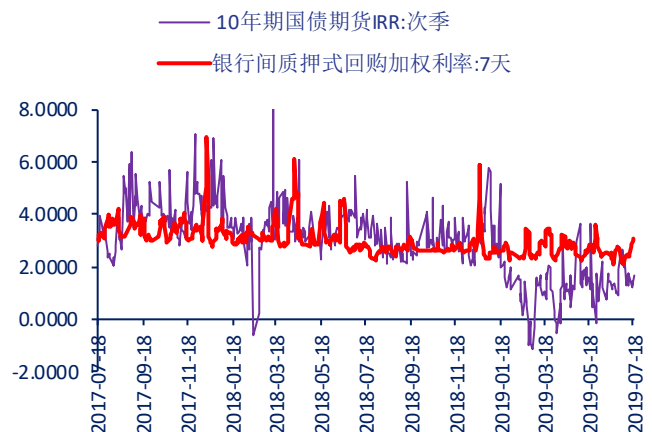
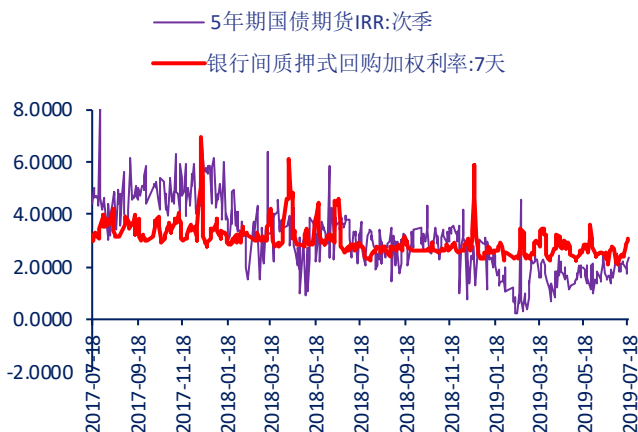
资料来源:WIND 资讯 银河期货研究所

1.3 注意事项:

注意在执行跨期策略过程中, 优先选择流动性更好的 10 年期国债期货作为标的, 另外临近交割月, 由于存在交割风险, 跨期策略存在浮亏平仓风险, 交割月前一个月开始就需要谨慎入场, 交割月前一个月中旬开始就需要平仓离场, 跨期策略由于次次主力合约流动性实在太差, 很难进行移仓换月操作。最后, 利用 IRR 预测合理的跨月价差来进行操作其实存在隐含假设, 即 IRR 需要基本维持稳定, 但在实际操作过程中 IRR 短期内相对可以维持稳定, 但中期会跟随短期资金成本出现趋势性变化, 例如 2018 年开始银行间 7 天质押式回购加权利率下行, IRR 也开始出现下行趋势, 此时需要注意当季-次季价差开始趋势性上行, 可以直接进场进行中长线买近抛远操作, 也可以配合短线价差机会进行买近抛远操作, 此时禁止再进行短线买远抛近操作, 直到短期资金成本和 IRR 重新开始稳定。

图7: 5年期国债期货IRR与短期资金成本的关系

图8: 10年期国债期货IRR与短期资金成本的关系



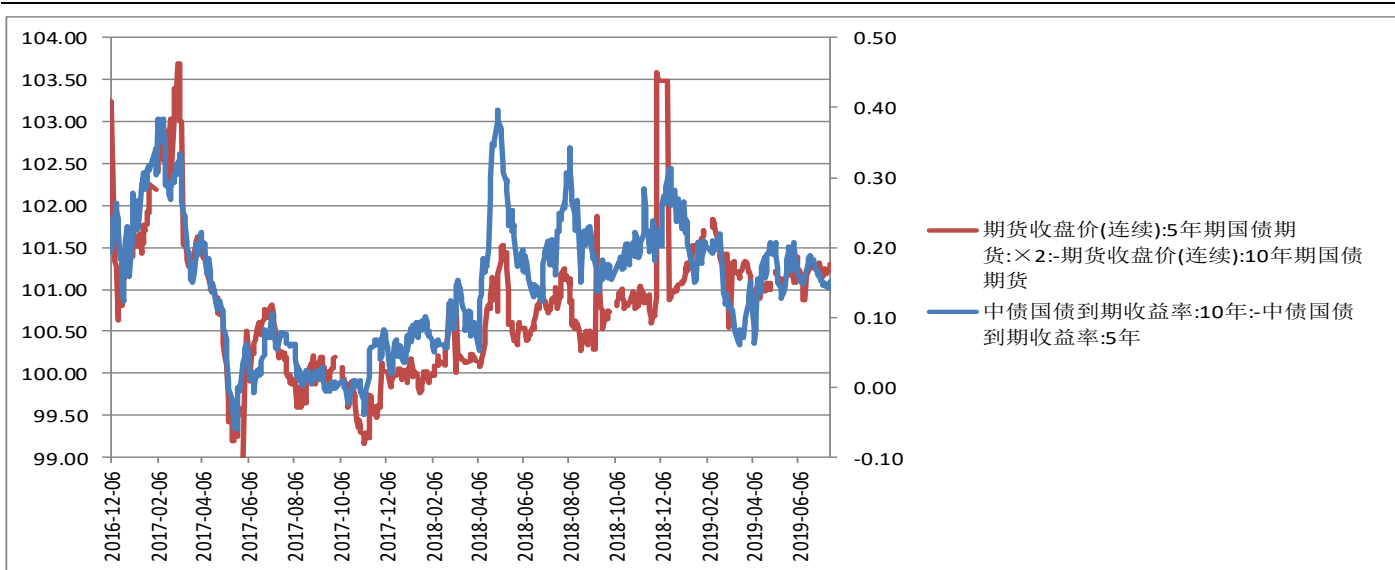
资料来源:WIND 资讯 银河期货研究所

二、跨品种策略监测

2.1 基本原理:

国债期货跨品种策略从本质上说是对国债收益率曲线形态进行交易，涉及对于国债收益率曲线陡峭性的交易和形态扭曲程度的交易，主要以交易国债收益率曲线陡峭性为主，原理在于短期国债期货和长期国债期货价格的影响因素虽然基本一致，但不同影响因素对于短期国债期货和长期国债期货影响力的权重区别较大，即主要影响因素存在差别，短期国债期货更多地受到短期资金成本的影响，而长期国债期货更多地受到宏观基本面影响。

图9: 现货期限利差和期货跨品种价差



资料来源:WIND 资讯 银河期货研究所

2.2 具体策略:

当预期国债收益率曲线平坦化，可以做多1单位10年期国债期货，做空2单位5年期国债期货（2年期国债期货活跃后可以用5单位2年期国债期货替换2单位5年期国债期货，效果更佳）；当预期国债收益率曲线陡峭化，可以反向操作。

参考中债国债收益率曲线操作是可以的，但并不精确，更精确的做法是参考国债期货国债隐含到期收益率曲线。国债期货本身存在国债隐含到期收益率，比较精确的国债隐含到期收益率是国债期货对应最便宜可交割券的中债或中证估值。

2.3 注意事项:

注意在执行跨品种策略过程中，同样存在选择流动性好的主力合约的问题，主力合约一般会在交割月前一个月15日左右进行置换。跨期策略由于次主力合约流动性实在太差，很难进行移仓换月操作，跨品种策略理论上是可以进行移仓换月操作的，但是移仓换月存在价差，据我们统计的情况，大部分情况下移仓换月都是对策略存在不利影响的，并不建议进行

移仓换月操作。

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询！

联系人：李宙雷

投资咨询从业证书号：Z0013562

E-mail: lizhoulei_qh@chinastock.com.cn