

如何看待近期跨期价差走扩？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

本轮跨期价差走扩背后与 T1903 合约略有不同，背后缺乏资金利率下行及多头主动推迟移仓带来的“逼空”效果的配合，更多是由于曲线做平及对冲套保策略导致远月偏弱的结果。后续伴随着当季多头逐步开始兑现基差收敛收益而进行移仓或平仓，以及可能出现的市场情绪修复，跨期价差有收敛可能。

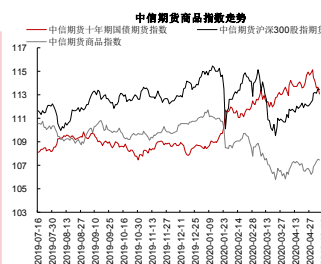
摘要：

近期，国债期货跨期价差显著扩大引发关注，TF2006-TF2009 价差最高扩大至 1.03 元，T2006-T2009 价差最高扩大至 0.815 元。回顾近年来跨期价差变化，除 T1903 合约向 T1906 合约切换过程中跨期价差一路走扩且幅度超过 1 元之外，其余几次波动均较为有限。那么，如何看待本次移仓换月行为？跨期价差能否重演 T1903 的故事？

T1903 的故事：双因共振。除移仓换月期资金利率显著下降推升跨期理论价差水平之外，T1903 跨期价差一路走扩更多是在移仓“时间紧任务重”的现实之下，当季合约深贴水吸引多头积极介入反套策略而主动推迟移仓，空头被迫移仓导致的“逼空”结果。

TF2006 的故事：这次不一样。本轮移仓换月呈现如下特征：1) 移仓换月期资金成本进入低位徘徊，对跨期价差的推升有限。2) TF2006 合约移仓提前至 4 月底，且移仓速度较 T1903 合约更快，类似于 T1903 合约面临的移仓“时间紧任务重”的问题并不显著。3) TF2006 上反套策略的介入时机更多在移仓换月期之前，导致移仓换月期“逼空”效果不及 T1903。4) 跨期价差显著走扩往往伴随着 TF2009 持仓量的显著上升。据此，我们猜测本轮跨期价差走扩背后与 T1903 合约的情况略有不同，背后缺乏资金利率下行及多头主动推迟移仓带来的“逼空”效果的配合，更多可能是由于远月合约受曲线做平及对冲套保策略影响而显著偏弱的结果。

这一市场结构给予我们两点启示：1) 当季合约多头主动推迟移仓的意愿不足，后续仍有移仓或平仓意愿。2) 一旦“逆风”过后市场展开修复，也会带来远月合约的顺势修复。由此，我们认为，当前跨期价差持续走扩的空间可能有限，反而伴随着当季合约多头逐步兑现基差收敛收益后开始移仓或平仓行为，以及后期市场情绪回暖带动远月价格开始修复等信号，投资者可适当博弈当前已经超过 1 元 TF 合约跨期价差收敛的交易机会。



金融衍生品团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号 F3004355
投资咨询号 Z0010982

张菁
021-60812987
从业资格号 F3022617
投资咨询号 Z0013604

联系人：
刘道钰
021-60816784
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482

目 录

摘要：	1
一、跨期价差的驱动力在哪里？	3
二、T1903 的故事：双因共振	4
三、TF2006 的故事：这次不一样	6
四、期债策略：可适当关注 TF 跨期收敛机会	10
免责声明	11

图目录

图表 1：	跨期价差理论定价	3
图表 2：	跨期价差与无风险收益率陡平变化的互动关系	3
图表 3：	T1903-T1906 跨期价差明显走扩	4
图表 4：	资金成本迅速下降带动利差逐渐扩大	4
图表 5：	T1903-T1906 跨期价差明显走扩	5
图表 6：	T1903 合约移仓明显偏慢	5
图表 7：	T1903 深度贴水吸引多头推迟移仓	6
图表 8：	T1903 多头移仓速度慢于空头，后期才加快	6
图表 9：	T1903 移仓换月期，资金成本继续下降	7
图表 10：	TF2006 移仓换月期，资金成本低位徘徊	7
图表 11：	2006 合约移仓换月相较于 T1903 合约明显提前，且移仓速度也明显加快	8
图表 12：	TF2006 基差收敛始于 3 月底 4 月初	8
图表 13：	3-5 年期债券借贷放量也集中在 3 月底 4 月初	8
图表 14：	T1903 基差收敛始于 2 月中旬	8
图表 15：	7-10 年期债券借贷放量集中在 1 月底 2 月初	8
图表 16：	跨期价差与持仓量变化情况	9
图表 17：	跨期价差表现与曲线做平、空头对冲的策略相互呼应	10

近期，国债期货主力切换逐步展开，跨期价差显著扩大引发关注，TF2006-TF2009 价差最高扩大至 1.03 元，T2006-T2009 价差最高扩大至 0.815 元。而回顾近年来跨期价差变化，除 T1903 合约向 T1906 合约切换过程中跨期价差一路走扩且扩大幅度超过 1 元之外，其余几次波动均较为有限。那么，如何看待本次移仓换月行为？跨期价差能否重演 T1903 的故事？本篇报告将重点针对上述问题展开分析。

一、跨期价差的驱动力在哪里？

在分析本次移仓换月与 T1903 移仓换月行为的差异之前，我们需要先梳理一下跨期价差背后的驱动力所在。

1. 长周期维度：跨期价差主要由持有收益驱动

理论上，如果忽略国债期货的交割期权价值，以及当季和次季合约 CTD 可能切换的问题，当季合约和次季合约跨期价差可近似看作次季合约比当季合约多持有 3 个月 CTD 券的持有收益。因此，无风险收益率的陡平，特别是资金成本的变动，对于跨期价差的理论价格将产生明显影响。这一点从长周期维度可以得到一定印证，10 年期国债期货跨期价差的中枢与 10 年期收益率-3 个月 Shibor 利差存在正向互动关系。

图表 1：跨期价差理论定价

跨期价差=近月期货价格-远月期货价格

$$= \frac{\text{近月现货价格} - \text{近月持有收益} - \text{近月期权价值}}{\text{近月转换因子}} - \frac{\text{远月现货价格} - \text{远月持有收益} - \text{远月期权价值}}{\text{远月转换因子}}$$

$$\approx \text{远月持有收益} - \text{近月持有收益}$$

忽略 CF 和期权价值；
假设近月与远月合约 CTD 一致

资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 2：跨期价差与无风险收益率陡平变化的互动关系



资料来源：Wind 中信期货研究部

2. 短期视角：跨期价差主要由移仓期多空矛盾所主导

尽管长周期维度，理论的跨期价差主要由持有收益水平所决定。但受国债期货合约流动性分布的约束（流动性集中在当季合约之上，次季合约流动性仅在移仓换月期才会明显好转），跨期策略一般在移仓换月期才会有明显操作空间。在此期间，由于多空移仓的迫切程度可能有所不同，将带来当季和次季合约上多空力量的强弱有所差异，进而对跨期价差波动产生影响。

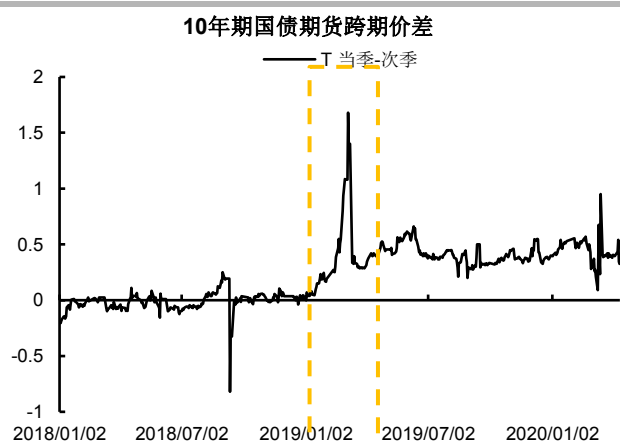
二、T1903 的故事：双因共振

回顾近一年来国债期货主力合约切换时期跨期价差的变动，除 T1903 合约向 T1906 合约切换过程中跨期价差一路走扩且幅度超过 1 元之外，其余几次波动均较为有限。因此，对 T1903 合约的移仓换月进行复盘将给予我们一些指引。可以发现，T1903 合约移仓换月期跨期价差显著扩大主要动力来自于两个方面：

1. 移仓换月期资金成本明显降低，跨期价差理论水平上升

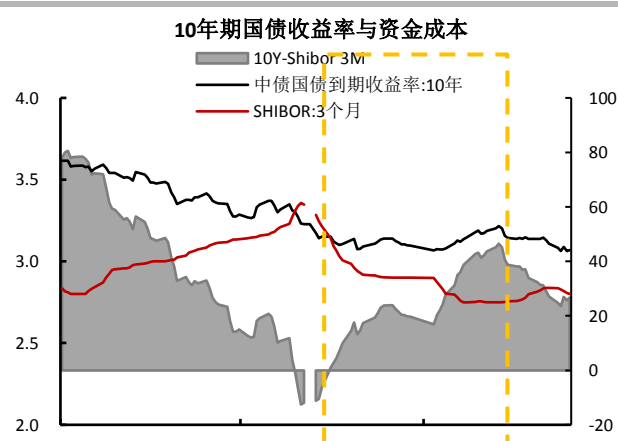
多次降准之后，资金成本迅速降低，3 个月 SHIBOR 利率从 2018 年底 3.35% 水平迅速下降 45bp 至 2019 年 2 月底的 2.75%。而经过 2018 年 11 月底利率债成交利率的急速下降之后，2019 年初利率债呈现回调后的震荡市。因此，资金成本和 CTD 之间的利差逐渐扩大，带动 T1903-T1906 跨期理论价差拉大。

图表 3： T1903-T1906 跨期价差明显走扩



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 4： 资金成本迅速下降带动利差逐渐扩大



资料来源：Wind 中信期货研究部

2. 多头主动推迟移仓、空头被迫移仓，多空矛盾显露推升跨期价差

尽管从持有收益的角度，2019 年年初宽松预期下的资金水平显著下降会推升跨期理论价差。但短期内超过 1 元的走扩幅度仍然暗示着移仓过程中多空矛盾的升级可能更为重要。而多空矛盾的明显显露又依赖于当时较为特殊的市场环境。具体体现在

以下两点：

一是春节因素影响下移仓时间被明显压缩。一般来说，国债期货移仓换月期集中在交割前月中上旬至中下旬。对于3月合约而言，理论上移仓换月期将集中在2月中上旬至中下旬。但由于2019年春节假期占用了2月第一周的移仓时间，因此，T1903合约面临的第一个困扰在于交割前月可以交易时间被明显压缩。当然，移仓换月时间明显压缩本身并不一定会带来多空矛盾的明显升级，这充其量只是为多空矛盾的显露提供了发酵的空间。

更为重要的是，T1903合约异常缓慢的持仓下降速度体现出多空在移仓过程中明显的矛盾。数据上看，在倒数第30个交易日至第20个交易日的移仓高峰期，T1903合约持仓仅下降7263手，相较于T1803、T1806、T1809和T1812四个合约同期平均3万手的减仓幅度明显偏弱，这也直接导致在合约倒数第20个交易日时，T1903仍有5万手持仓，是2018年4个合约同期平均1.5万手的持仓水平的3.3倍。而引发这一矛盾的关键在于接下来将要分析的另一个特殊的市场环境。

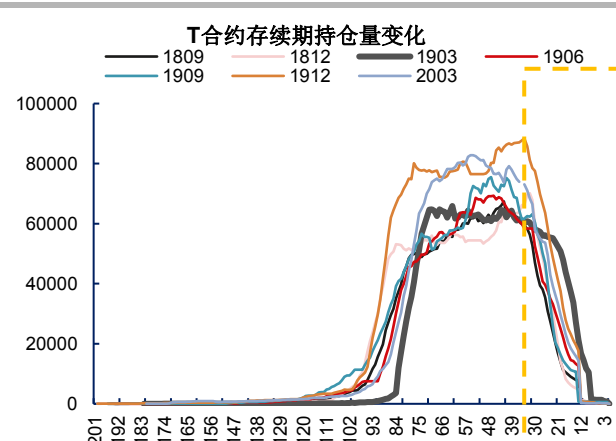
二是当季合约深贴水吸引反套介入，多头主动推迟移仓，空头被动移仓。在春节假期归来后，即2月11日之后，T1903合约依然高达1元以上基差水平是吸引多头积极介入反套策略并推迟移仓等待基差收敛的源动力。在此情况下，多头主动推迟移仓，而空头被动移仓的多空矛盾显露，跨期价差跟随显著上涨。数据上看，直至2月19日T1903合约基差迅速收敛之后，多头移仓速度才明显加快。

图表 5： T1903-T1906 跨期价差明显走扩



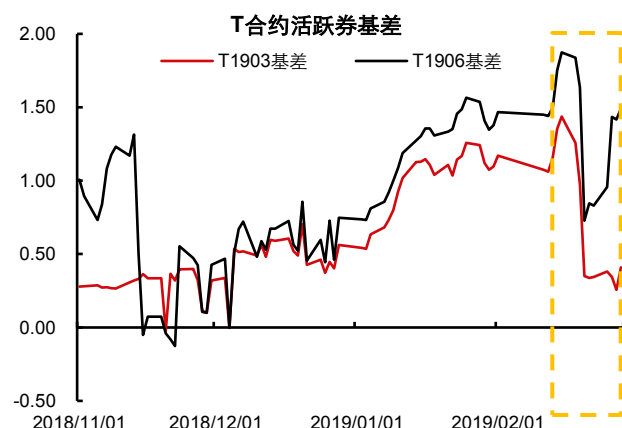
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 6： T1903 合约移仓明显偏慢



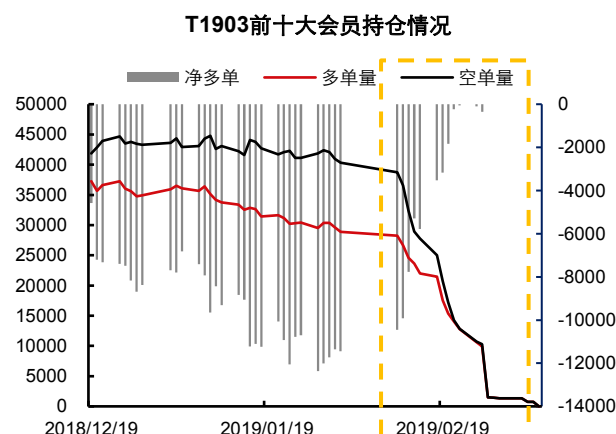
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 7： T1903 深度贴水吸引多头推迟移仓



资料来源：森浦资讯 中信期货研究部

图表 8： T1903 多头移仓速度慢于空头，后期才加快



资料来源：Wind 中信期货研究部

三、TF2006 的故事：这次不一样

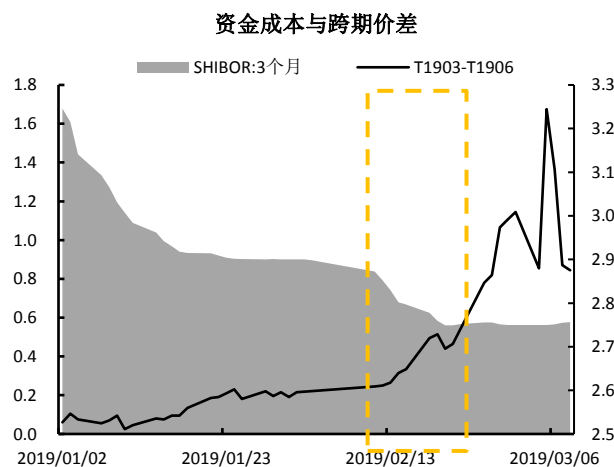
复盘可知，T1903 移仓换月期跨期价差短期内一路走扩超过 1 元的背后：一方面在于资金利率下降后，跨期理论价差水平提升；但更为重要的是春节因素引起的移仓“时间紧任务重”的现实之下，当季合约深贴水吸引多头主动推迟移仓，空头被迫移仓导致的多空矛盾显现。

而对照本次移仓换月来看，我们发现，尽管跨期价差也出现显著上升，但其背后的逻辑却有些不同。我们以走扩程度更为明显的 TF 合约为例。

1. 移仓换月期资金成本进入低位徘徊，对跨期价差的推升可能有限

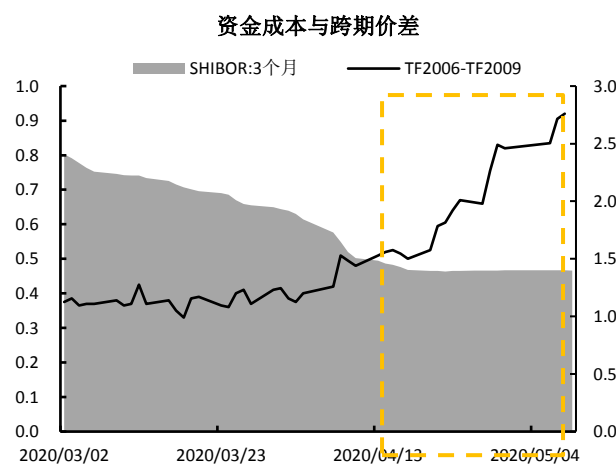
与 T1903 移仓换月期间资金成本仍在持续下行不同，TF2006 移仓换月期资金成本进入低位徘徊期，3 个月 Shibor 利率在 4 月 17 日之后便维持在 1.4% 附近未能进一步向下突破。这也就意味着，资金利率下行带来持有收益上升对于跨期价差的推动，更多体现在 TF2006 合约移仓换月期之前那段时间，对应来看，大概是 TF2006-TF2009 跨期价差从此前 0.35~0.37 元左右的水平扩大至 4 月底合约移仓换月前 0.525 元的时期。4 月 22 日之后 TF2006 合约真正开始移仓换月时，跨期价差的从 0.525 元走扩至最高 0.94 元可能更多与多空矛盾的体现有关。

图表 9： T1903 移仓换月期，资金成本继续下降



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 10： TF2006 移仓换月期，资金成本低位徘徊



资料来源：Wind 中信期货研究部

2. 并非是 T1903 “多逼空” 故事的翻版

观察本轮移仓换月期持仓及价差变动情况，可以发现与 T1903 移仓时也存在明显差异：

一是类似于 T1903 合约移仓“时间紧任务重”的问题在 2006 合约上并不显著。

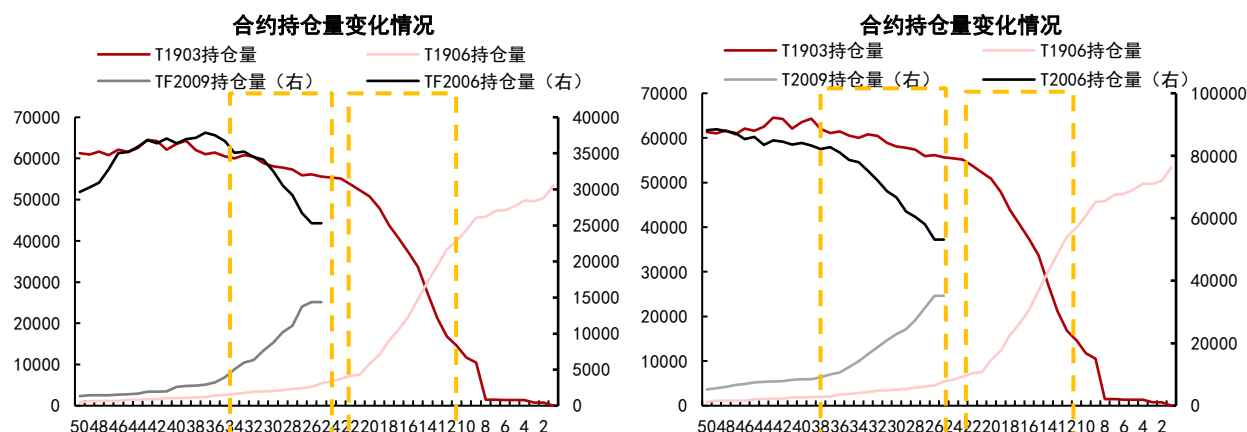
1) 从时间上来看，尽管依然存在 5.1 节假日挤压交割前月移仓时间的问题，但由于移仓时间提前至 4 月下旬，整体移仓换月时间仍较为充裕。

2) 从移仓速度来看，本轮移仓速度也较 T1903 明显更快。考虑移仓提前至 4 月下旬，我们考察合约倒数 35 个交易日至合约倒数 26 个交易日持仓下降情况，相较于 T1903 合约移仓高峰期持仓仅下降 7263 手而言，TF2006 合约持仓下降 11406 手，T2006 合约持仓下降 25524 手，相较于 4 月中下旬持仓水平，移仓均已完成 30% 左右。

二是多头介入反套策略的时间节点存在差异，TF2006 反套投资者介入时机更多在移仓换月期之前，导致移仓换月期“逼空”效果不及 T1903。这一点可以从 3 月底至 4 月初 TF2006 合约开始修复深度贴水，同时对应期限债券借贷明显放量得到印证。而随着 4 月底 5 月初 TF2006 合约基差逐步收敛，反套策略已经逐步进入到收益兑现期。这一点与 T1903 合约在 1 月底移仓换月开始时，市场才积极介入反套策略有明显的差异。也正是由于这一差异存在，使得市场出现了 TF2006 移仓速度要明显快于 T1903 合约，因为，前者是收益兑现期，而后者仍然在策略介入期，收益兑现期要等待至 2 月中下旬。

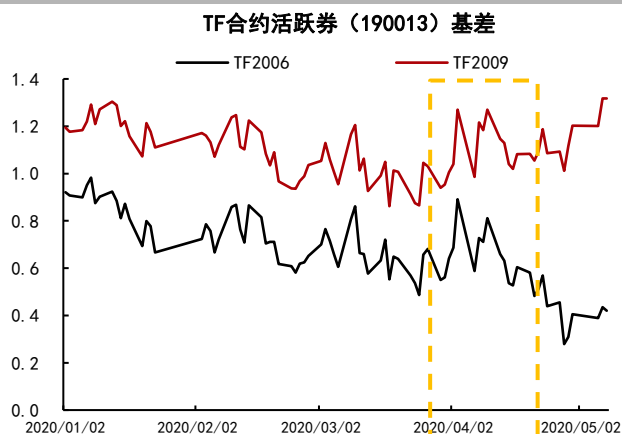
因此，从这个角度看，无论是移仓提前增加逼仓难度，还是多头反套策略已经进入兑现期将会提升移仓意愿来看，本轮移仓换月期跨期价差走扩的背后并非由于多头主动推迟移仓、空头被动移仓造成的“逼空”行情。

图表 11：2006 合约移仓换月相较于 T1903 合约明显提前，且移仓速度也明显加快



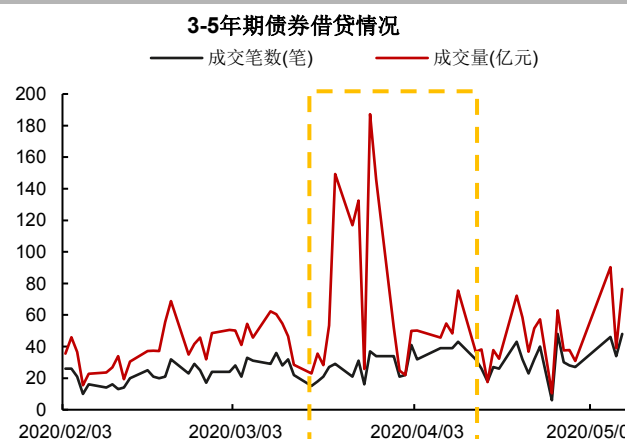
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 12：TF2006 基差收敛始于 3 月底 4 月初



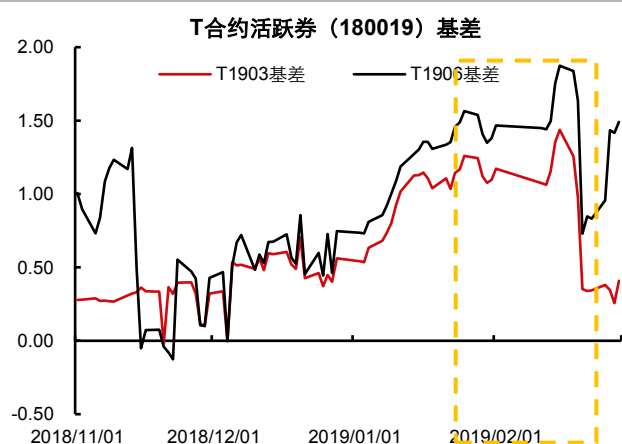
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 13：3-5 年期债券借贷放量也集中在 3 月底 4 月初



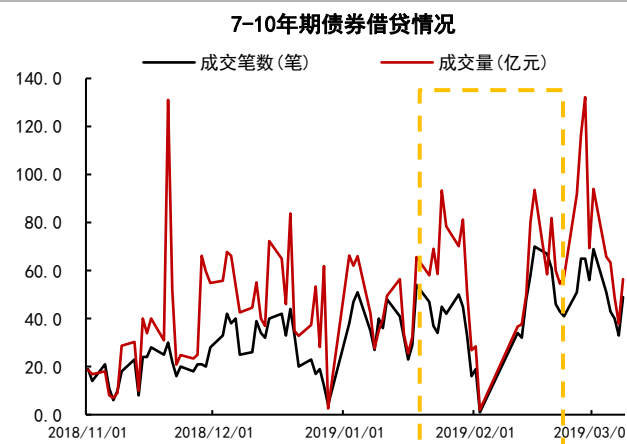
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 14：T1903 基差收敛始于 2 月中旬



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 15：7-10 年期债券借贷放量集中在 1 月底 2 月初



资料来源：Wind 中信期货研究部

3. 本轮跨期价差走扩背后的驱动力在哪里？

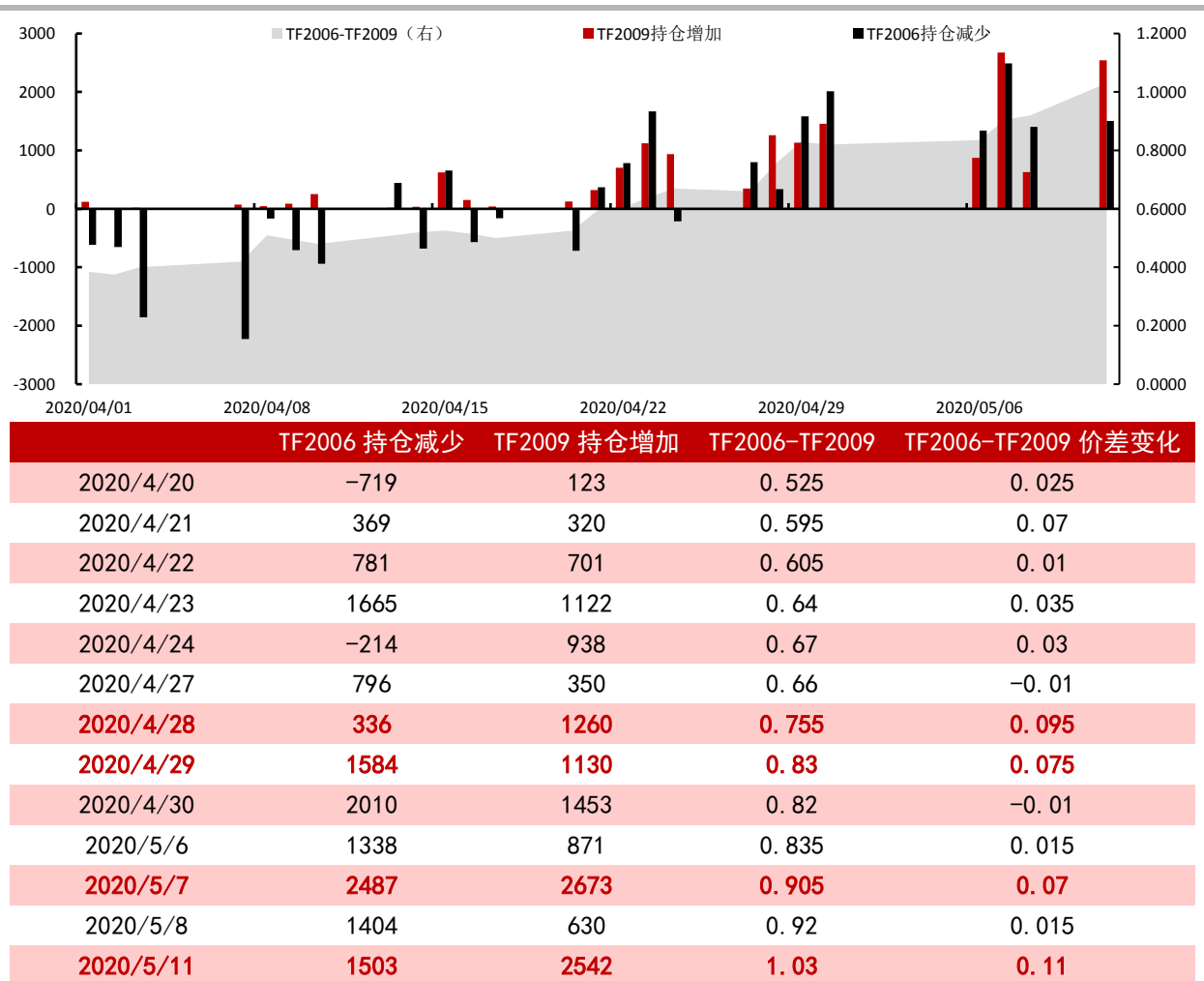
进一步观察 TF2006 合约移仓换月期跨期价差的变化，可以发现：**跨期价差显著走扩的日期往往伴随着 TF2009 持仓量的显著上升。也就是说，本轮跨期价差走扩背后的驱动力更多来自于远月合约的显著走弱。**

而对于远月合约偏弱的原因，我们猜测，可能的原因有两个方面：

1) 4 月底资金利率进入稳定期，期限利差高企带来**曲线做平冲动重燃**。由于当时 09 合约流动性已经逐步好转，投资者更倾向于直接在 09 合约上进行建仓。若以做平 10-5Y 利差策略来看，TF 上建立空单，T 上建立多单的行为也一定程度上与 4 月底 TF 跨期价差明显走扩而 T 跨期价差基本持平可以相互呼应。

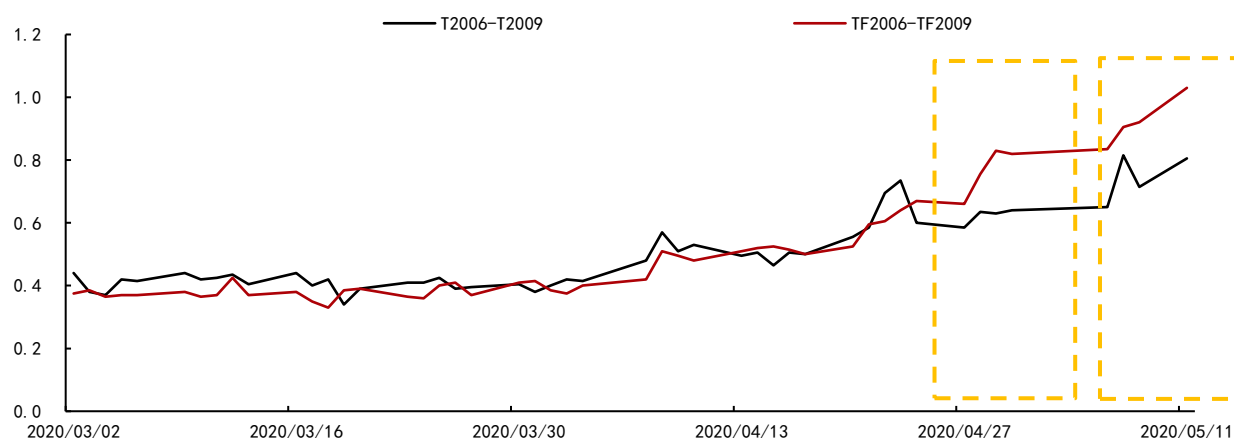
2) 5 月之后债市迅速调整后，**趋势性空头或空头套保力量加深**，投资者也倾向于直接在 09 合约建仓以免除移仓换月的成本和麻烦。这一点与 5 月之后 T 和 TF 跨期价差同步走扩也可以相互呼应。

图表 16：跨期价差与持仓量变化情况



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 17：跨期价差表现与曲线做平、空头对冲的策略相互呼应



资料来源：Wind 中信期货研究部

四、期债策略：可适当关注 TF 跨期收敛机会

总结前文，本轮跨期价差走扩背后与 T1903 合约略有不同，背后缺乏资金利率下行及多头主动推迟移仓带来的“多逼空”效果的配合，更多是由于曲线做平及对冲套保策略导致远月偏弱的结果。

这一市场结构给予我们两点启示：

1) 当季合约多头主动推迟移仓的意愿不足，后续仍有移仓或平仓意愿。可能的信号是当季基差进一步收敛后，反套投资者将逐步兑现基差收敛收益。

2) 一旦“逆风”过后市场展开修复，也会带来远月合约的顺势修复。那么，短期内（因为跨期窗口需要当季和次季合约流动性配合，因此，交易窗口需关注短期）市场是否有修复的机会呢？我们认为还是有可能的。我们从本轮市场调整的触发点入手来逐一分析：其一，超预期的经济数据及海外复工复产引发的风险偏好改善，单月数据好转尚难定论经济 V 型反弹，市场仍需时间验证。其二，利率债供给放量给市场情绪的扰动，情绪扰动是否会转化为实际压力主要取决于货币政策配合，从历史统计上来看，在趋势性牛市中，地方债供给冲击导致国债收益率回升的概率可能低于 50%，同时，我们认为央行通过降准、公开市场操作等方式维护流动性的充裕的意愿依然存在。其三，前期利率快速下行之后配置意愿减弱和交易止盈意愿的提升。当下市场调整幅度已经接近 30bp，当收益率逐步靠近 2.7~2.8% 之后，配置性价比将再度显露。由此来看，第一点短期难以被证实或证伪，市场更可能基于货币政策加码或市场调整后修复行情展开。

由此，我们认为，当前跨期价差持续走扩的空间可能有限，反而伴随着当季多头逐步兑现基差收敛收益以及后期可能出现的市场情绪修复，跨期价差有收敛概率。投资者可适当关注博弈当前已经超过 1 元的 TF 跨期价差后续收敛的交易机会。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信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、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>