

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

—— 专题报告 ——

TS 上市交易策略展望

一德期货期权部

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930

金融衍生品分析师 曹柏杨

投资咨询号：Z0012931

两年期国债期货（TS）将于 2018 年 8 月 17 日上市。本文对比已上市的五年期国债期货（TF）和十年期国债期货（T），预判 TS 上市初期运行情况，并给出投机操作策略建议。

一、两年期国债期货上市运行情况预判

从合约细则上看，两年期国债期货在保证金比例、合约面值、可交割券范围、涨跌停板幅度方面不同于五年期国债期货（TF）和十年期国债期货（T）。

1、上市初最低保证金接近 TF，远低于 T。200 万合约面值*1%最低保证金比例，意味着按照交易所标准 1 手 TS 最低保证金约 1 万元左右。（1 手 TF 合约最低保证金 100 万合约面值*1.2%最低保证金比例，1 手 T 合约 100 万合约面值*2%最低保证金比例）。

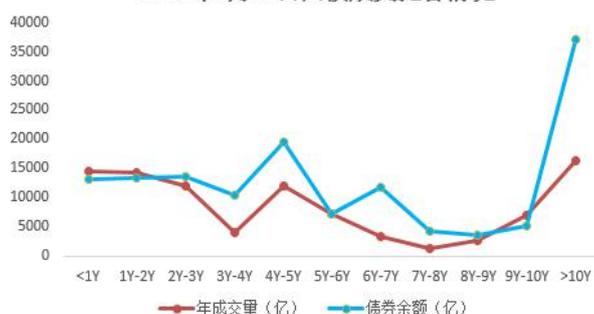
国债期货合约

	2年期国债期货合约（TS）	5年期国债期货合约（TF）	10年期国债期货合约（T）
合约标的	面值为200万元人民币、票面利率为3%的名义中短期国债	面值为100万元人民币、票面利率为3%的名义中期国债	面值为100万元人民币、票面利率为3%的名义长期国债
可交割国债	发行期限不高于5年、合约到期月份首日剩余期限为1.5-2.25年的记账式附息国债	发行期限不高于7年、合约到期月份首日剩余期限为4-5.25年的记账式附息国债	发行期限不高于10年、合约到期月份首日剩余期限不低于6.5年的记账式附息国债
报价方式	百元净价报价	百元净价报价	百元净价报价
最小变动价格	0.005元	0.005元	0.005元
合约月份	最近的三个季月（3月、6月、9月、12月中最近的三个月循环）	最近的三个季月（3月、6月、9月、12月中最近的三个月循环）	最近的三个季月（3月、6月、9月、12月中最近的三个月循环）
交易时间	9:15-11:30, 13:00-15:15	9:15-11:30, 13:00-15:15	9:15-11:30, 13:00-15:15
最后交易日交易时间	9:15-11:30	9:15-11:30	9:15-11:30
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的+/-0.5%	上一交易日结算价的+/-1.2%	上一交易日结算价的+/-2%
最低交易保证金	合约价值的0.5%	合约价值的1%	合约价值的2%
最后交易日交易时间	合约到期月份的第二个星期五	合约到期月份的第二个星期五	合约到期月份的第二个星期五
最后交割日	最后交易日后的第三个交易日	最后交易日后的第三个交易日	最后交易日后的第三个交易日
交割方式	实物交割	实物交割	实物交割

资料来源：一德研究院

2、对比现券存量，TS 上市后活跃度有保障。截止到 8 月 10 日，银行间 1-3 年存续期记账式附息国债共有 42 只，年初以来成交量 2.6 万亿，债券余额近 2.7 万亿；4-6 年期存续期记账式附息国债共有 26 只，年初以来成交量 1.9 万亿，债券余额近 2.6 万亿；6-10 年存续期记账式附息国债共有 25 只，年初以来成交量 1.4 万亿，债券余额近 2.5 万亿。2、5、10 年期国债期货覆盖现券的规模几乎三分天下，因此 TS 上市后将为短久期债券提供风险管理的工具，TS 的活跃度有保障。

2018年8月10日国债成交托管情况



国债期货活跃度预估

期货活跃度	T	TF	TS
期货日均成交量	2.28万手	0.88万手	-
期货日均持仓量	5.38万手	3.63万手	-
期货成交持仓比	0.67:1	0.24:1	-
可交割国债存量	12400亿	6500亿	4000亿
交割率	2%	3%	-

资料来源：wind，一德期货

3、上市初期两年期国债期货最廉券在长端。统计过去十年 2 年国债现券中枢在 2.6%-2.8%附近，2018 年 8

月 15 日中债 2 年国债收益率收报 2.96%，据测算 2 年国债收益率高于 2.8% 时，长久期债更容易成为 CTD 券。根据 8 月 13 日中金所公布的 TS 可交割券情况看，目前 TS1812、TS1903 和 TS1906 的最廉交割券最优可能是 180002.IB、180007.IB、160015.IB，每张合约对应可交割券规模约 4000-5000 亿。

两年期国债期货可交割国债								
国债全称	银行间代码	票面利率 (%)	债券期限 (年)	债券余额 (亿元)	到期日期	TS1812 转换因子	TS1903 转换因子	TS1906 转换因子
2015年记账式付息(十九期)国债	150019	3.14	5	861	20200908	1.0023	1.0019	-
2016年记账式付息(二期)国债	160002	2.53	5	600	20210114	0.9906	0.9917	0.9927
2017年记账式付息(十六期)国债	170016	3.46	3	1082.8	20200727	1.0069	-	-
2017年记账式付息(二十三期)国债	170023	3.6	3	941.2	20201026	1.0105	1.009	-
2018年记账式付息(二期)国债	180002	3.56	3	600	20210125	1.0111	1.0098	1.0084
2018年记账式付息(十五期)国债	180015	3.14	2	580.6	20200712	1.002	-	-
2016年记账式付息(七期)国债	160007	2.58	5	1106	20210414	-	0.9916	0.9926
2018年记账式付息(七期)国债	180007	3.42	3	1313.1	20210412	-	1.0083	1.0073
2016年记账式付息(十五期)国债	160015	2.65	5	1160.8	20210714	-	-	0.993
2018年记账式付息(十四期)国债	180014	3.24	3	782	20210705	-	-	1.0047

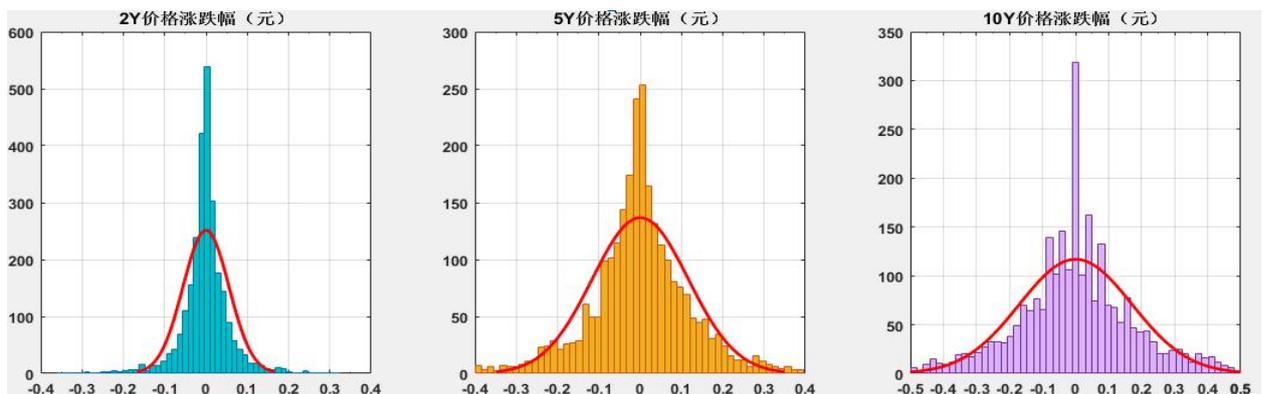
资料来源：wind，一德研究院

4、两年期国债期货主力合约日内波动在 0.02% 范围内。根据中债指数，我们模拟出两年现券价格，并统计近十年现券日内的波动情况，得出 2Y 现券盘面日内波动在【-0.02, 0.02】，5Y 现券盘面日内波动在【-0.06, 0.06】，10Y 现券盘面日内波动在【-0.10, 0.10】。

根据中债指数模拟现券价格日内涨跌幅

分位点	2Y 价格涨跌幅	5Y 价格涨跌幅	10Y 价格涨跌幅	2Y 现券价格	5Y 现券价格	10Y 现券价格
最小值	-0.494	-1.115	-1.615	97.34	93.29	86.52
0.25分位	-0.021	-0.058	-0.094	99.02	96.98	92.74
0.50分位	-0.001	-0.001	-0.001	99.96	98.81	95.36
0.75分位	0.022	0.063	0.098	101.21	100.48	97.31
最大值	0.632	1.369	1.680	103.80	106.01	103.13

资料来源：一德期货



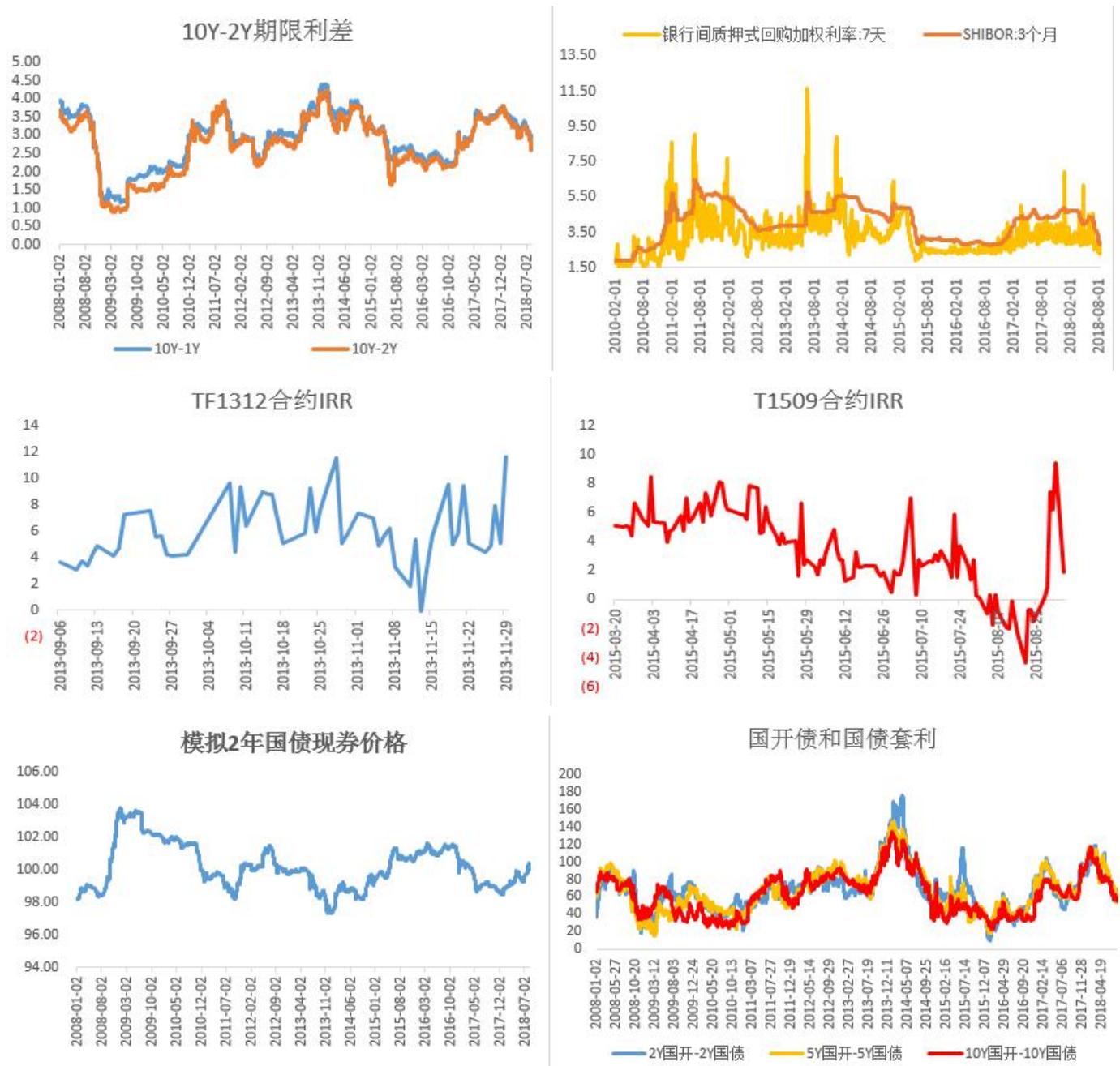
二、单边和期现策略

根据近十年中债国债收益率计算得到 2Y 国债与 1Y 相关度、10Y-2Y 国债期限利差与 10Y-1Y 国债期限利差相关度高达 0.98，说明 10Y-2Y 能够较好的反映 10Y-1Y 代表的流动性溢价。从近期货币市场表现看，10Y-12Y，3M

拆借和 7 天回购加权均达到历史低位，流动性溢价跌至低位，中长期看短端资金利率大概率回升将带动 2Y 国债价格下跌。

但考虑五年和十年期国债期货上市时挂牌价均低于开盘价，并且上市初期均升水现货，TS 合约挂牌价对现券或许设置偏低位。投资者可以根据可交割券报价计算国债期货理论定价，若挂牌价低于理论价可以单边做多。

此外，考虑国债和国开债的相关性，2Y 国债与 1Y 国债、3Y 国债、1Y 国开、2Y 国开、3Y 国开的相关度分别 0.98、0.98、0.97、0.96、0.95，在现券做空困难时，也可考虑 TS 替代 2Y 现券做套利策略。比如预期 2Y 国开-国债利差继续压缩，即可多国开空 TS。

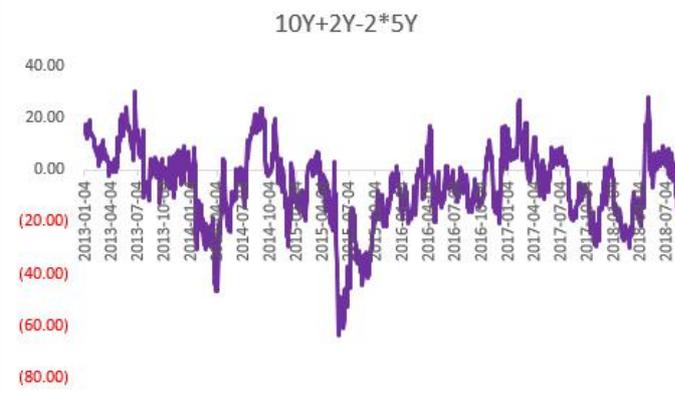


三、曲线套利策略

TS 上市交易策略展望
2018. 8. 16

截止 8 月 15 日收盘，中债 10Y-2Y 国债和 5Y-2Y 国债利差分别为 60BP 和 35BP。如果预期曲线变陡，则应空长多短；如果预期曲线变平，则应空短多长。按照 TS1812、TF1812 和 T1812 合约 CTD 券的久期 1.97、4.85、8.22，根据久期中性原则，TS 和 T 手数配比约 2:1，TS 和 TF 手数配比约 1.2:1。

考虑 2 年、5 年、10 年国债三个关键期限品种间套利，可以利用 TS、TF 和 T 进行凸性套利。如果预期两端收益率上行幅度小于中间收益率上行幅度（或两端收益率下行幅度大于中间收益率上行幅度），则做多两端做空中间；如果预期两端收益率上行幅度大于中间收益率上行幅度（或两端收益率下行幅度小于中间收益率上行幅度），则做空两端做多中间。按照 TS1812、TF1812 和 T1812 合约 CTD 券的久期 1.97、4.85、8.22，根据久期中性和面值中性原则，仓位配比上 TS: TF: T 手数配比约 1: 2.3: 1。



免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088
一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180
一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206
一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932
一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期
货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701
一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709
一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915
一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511
一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-2163353/2169678