



## 本次移仓换季有什么特殊

### ——国债期货移仓换季观察系列

#### 摘要:

由于期货的合约属性，大部分参与期货市场的投资者为实现套期保值操作或者套利操作，会在临近交割时期移仓至下一主力合约持续套期保值策略，或者在移仓换季阶段进行跨期投资从而实现套利的目的，而仅有少量投资者会在期货合约到期后参与现货交割。

一般而言，国债期货合约从最初的上市日到最终交割日一共约 180 个交易日。两年期国债期货移仓换季平均在第 145 个交易日开始进行；五年期国债期货移仓换季平均在第 135 到 145 个交易日开始进行；十年期国债期货移仓换季平均在第 148 至 153 个交易日开始进行。而本次 TS2012 合约移仓换季从第 160 个交易日开始，TF2012 合约移仓换季从第 158 个交易日开始，T2012 移仓换季从第 151 个交易日开始，均晚于历史均值，出现移仓滞后的现象。同时，本次合约持仓量均出现新高，大幅高于前期最高值。

究其原因，首先主要由于自 2018 年推出两年期国债期货后，国债期货市场发展日趋成熟，三个品种最大持仓量逐年递增。因此投资者在当前移仓时减少对过晚移仓引发逼仓而导致价格波动较大造成亏损的担忧，移仓时间逐步后移。同时，由于本次移仓前当季合约基差转负，IRR 维持高位，出现较大套利机会。

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号: F3064604

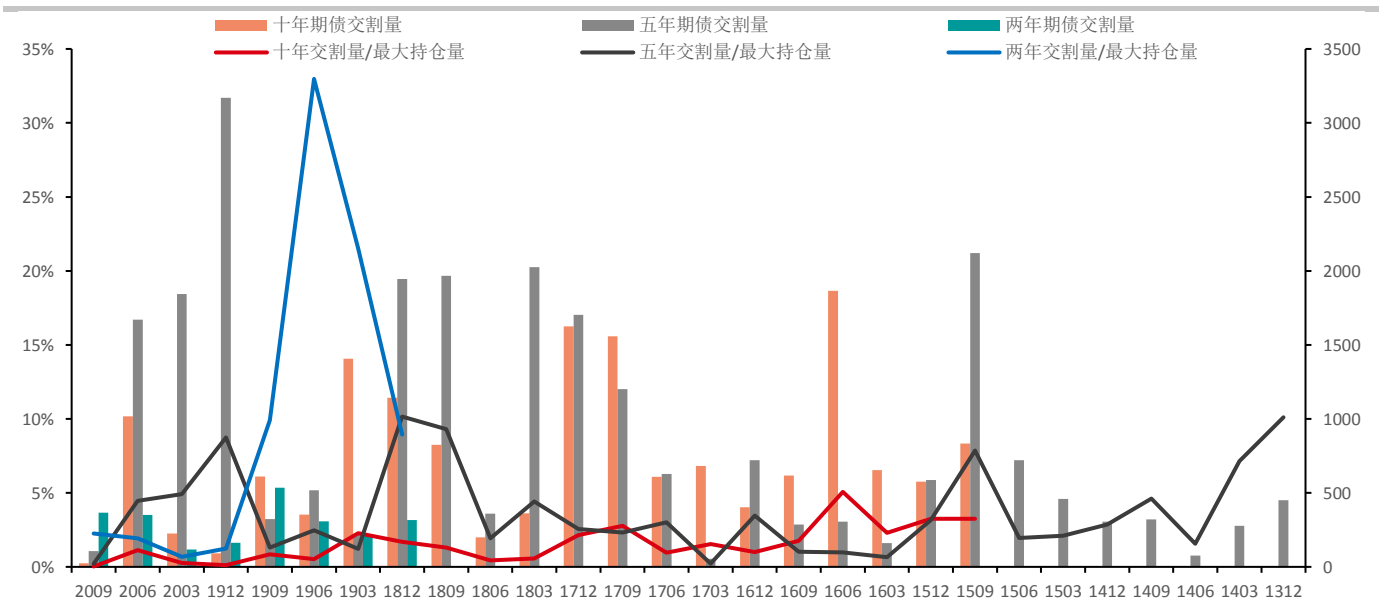
相关研究:

## 为什么要移仓换季

由于期货合约具有期限性，且通常期限较短，对于有长期利率风险对冲或者套期保值需求的投资者而言，一个合约的长度往往无法覆盖。国债期货两年期、五年期与十年期单个合约的长度一般不超过九个月；因此，对于中长期持有的投资者来说需要进行移仓换季操作。

移仓换季主要是指对于不想进入交割环节、且想保持合约仓位的市场参与者，在临近交割时，将当季仓位转移至次季的操作。由于期货的合约属性，大部分参与期货市场的投资者为实现套期保值操作或者套利操作，会在临近交割时期移仓至下一主力合约持续套期保值策略，或者在移仓换季阶段进行跨期投资从而实现套利的目的，而仅有少量投资者会在期货合约到期后参与现货交割。我们统计了自 2013 年我国国债期货市场开始发展以来各个合约最终参与交割的数量，以及各个合约交割量与最大持仓量比，粗略估算出三个品种各个合约的投资者交割比率。首先，由于两年国债期货上市最晚，在 2018 年上市后交割比率波动较大，比率最高可达到 35%，而近一年随着二债期货发展逐步稳健，交割比率也下降至 2% 左右。其次，通过观察上市年限较长的五年期债与十年期债可以发现，五年期债的交割比率在 2% 到 10% 之间波动，暂无明显趋势；而十年期债的交割比率逐年递减，从 5% 逐渐下跌，T2009 合约交割比率不足 1%。因此，移仓是大部分国债期货投资者必须面对的环节。

图 1：三个品种各合约最终参与交割量与交割量和最大持仓比（手，百分比）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 当前移仓换季进程

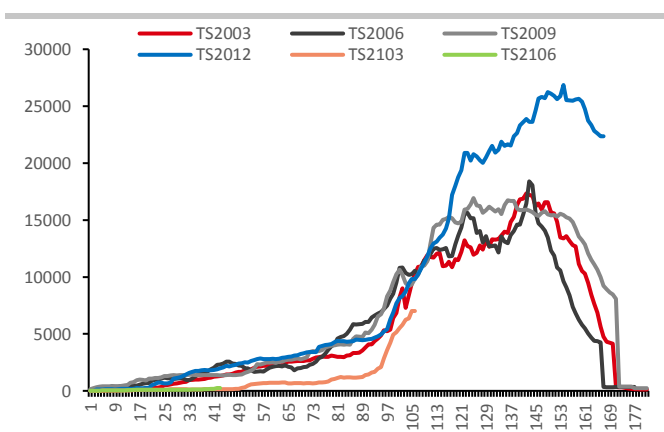
11月30日起，国债期货2012合约将开始客户限仓，本次移仓换季基本进入尾声；12月11日为2012合约最后交易日，移仓换季正式结束。

截至11月24日，五年期债与十年期债合约均已从2012合约更换主力至2103合约，两年期债主力合约尚未更换完成，移仓换季持续进行中。

一般而言，国债期货合约从最初的上市日到最终交割日共计9个月的时间，除去其中假期及周末的影响，一共约180个交易日。比较今年前三个季度合约与当前合约移仓换季进程可以发现，前三个季度两年期国债期货移仓换季通常在第145个交易日开始进行；五年期国债期货移仓换季通常在第135到145个交易日开始进行；而十年期国债期货移仓换季通常在第148至153个交易日开始进行。而本次TS2012合约移仓换季从第160个交易日开始，TF2012合约移仓换季从第158个交易日开始，T2012移仓换季从第151个交易日开始，均晚于前三个合约，出现移仓滞后的现象。

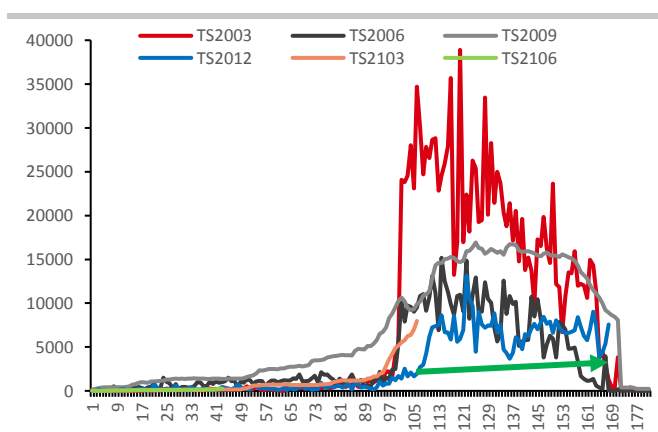
与此同时，对比2012合约和前三季度的2003、2006与2009合约持仓量可以发现，无论是两年期、五年期或十年期国债期货，本次合约持仓量均出现新高，大幅高于前期最高值。从成交量角度分析，在接近移仓时刻，三品种成交量仍呈现上升趋势，投资者并未逐步平仓转向2103合约，与过去移仓时成交量逐步下跌的历史经验不符。从而令本次移仓换季呈现移仓滞后，持仓量高的特性。

图2： 两年国债期货持仓量走势（交易日维度）



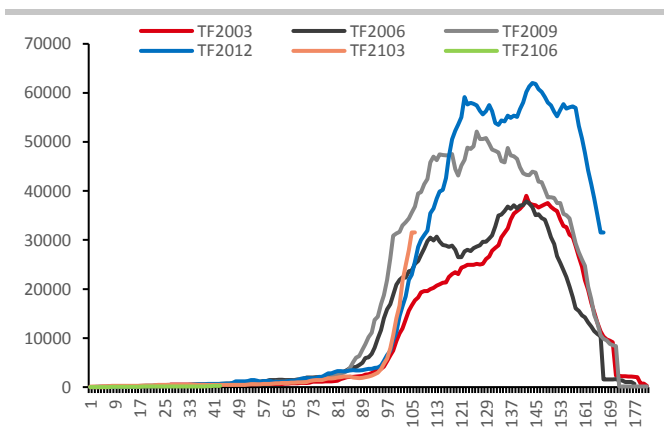
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图3： 两年国债期货成交量走势（交易日维度）



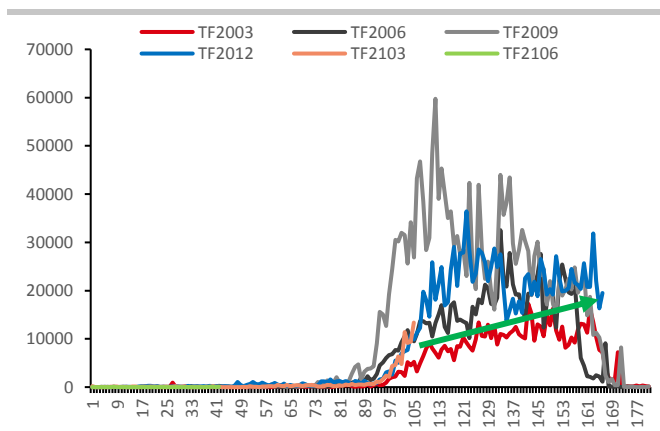
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4: 五年国债期货持仓量走势 (交易日维度)



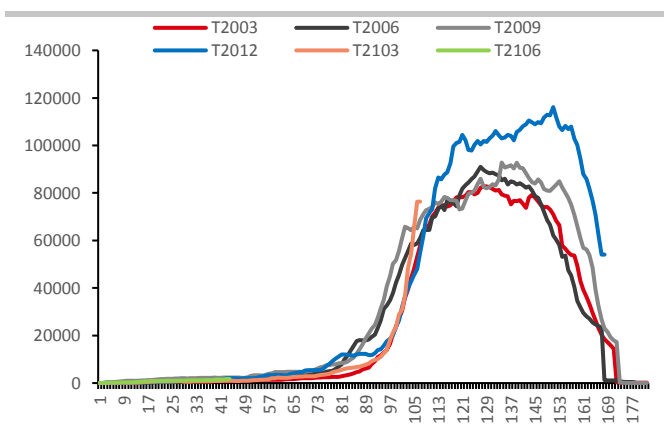
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 五年国债期货成交量走势 (交易日维度)



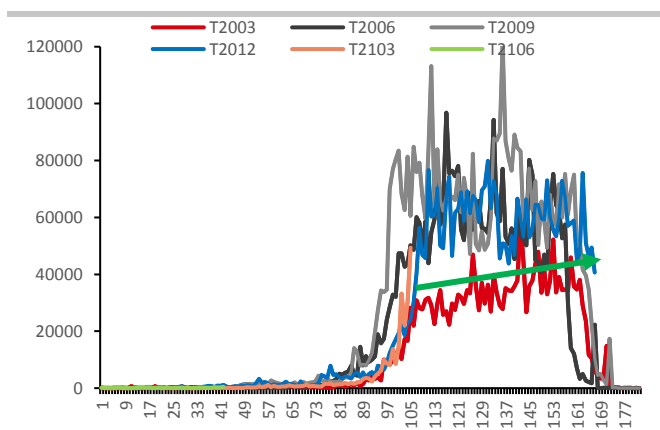
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 十年国债期货持仓量走势 (交易日维度)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 十年国债期货成交量走势 (交易日维度)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

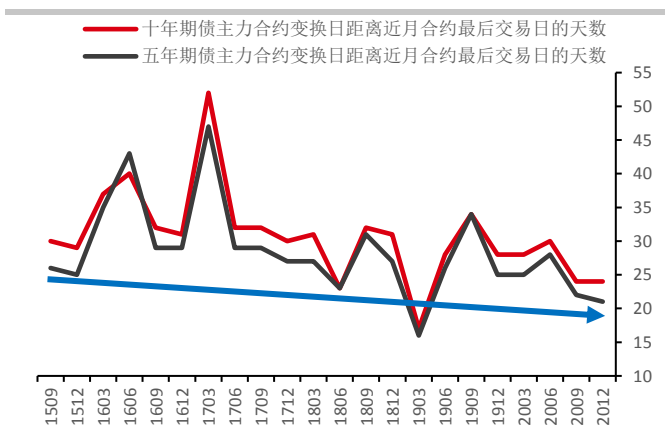
## 本次移仓换季的特点

为了详细分析本次移仓换季时间滞后、持仓量新高的原因，首先对本次 2012 合约的各项国债期货指标进行分析。

自 2018 年推出两年期国债期货后，国债期货市场发展日趋成熟。观察历史各合约最大持仓量变化，自 2018 年以后，三个品种最大持仓量逐年递增，以十年期债为例，从 T1806 的 4.5 万手增长至 T2006 的接近 9 万手，实现翻倍。由于参与国债期货的投资者增多，持仓量增大，投资者在当前移仓时减少对过晚移仓引发逼仓而导致价格波动较大造成亏损的担忧，因此移仓时间逐步后移。结合历史数据可以发现，历史主力合约更换时间正在逐渐推后，从近月合约最后交易日前的 25-30 个交易日逐步推后至 20 至 25 个交易日，所以本次移仓换季时间滞后可以说是顺应市场规律。

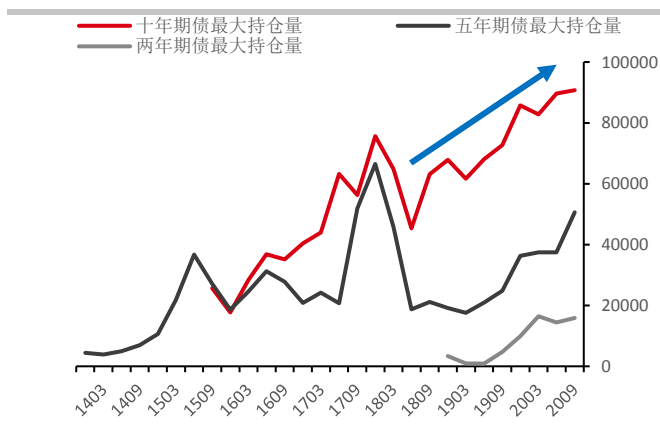
**本次移仓前当季合约基差转负，IRR 维持高位，出现较大套利机会。**由于基差=前券净价-期货价格，而最大隐含回购利率 IRR 为期限套利的理论收益率。一般而言，在移仓换季前，当季合约期货价格更加收敛于现货价格，其他市场情绪等因素对当季合约价格的影响也相对较小。相比之下，次季合约由于到期日要比当期合约多出 3 个月，合约定价中的期权价值也比当季合约大，且更容易受到市场因素影响，因此次季合约将出现更大交易机会。根据数据统计可以发现，前三个季度合约移仓前，三个品种的基差均出现期现回归的收敛状态，向零靠近，而在移仓完成后，基差又迅速走高回升。同样，三个品种的 IRR 出现收敛状态，在移仓后迅速回升。但本次 2012 合约与往常不同，在移仓前一个月基差已经降至负值，在零左右徘徊；同时 IRR 持续高位，使得套利机会大增。投资者可以采用做多基差套利策略获取收益，而不用着急移仓。三品种跨合约价差走势也可以进一步佐证我们的观点，通常在移仓时段跨合约价差都会在正值区间小幅收敛，但本次由于市场上多做基差套利者众多，空近月多次月导致跨合约价差一度由正转负。观察移仓前八个交易日（11 月 10 日至 11 月 19 日）三个品种 2012 合约成交量增减具体情况可以发现，空头占领主导地位。

图 8: 历史主力合约更换时间 (天)



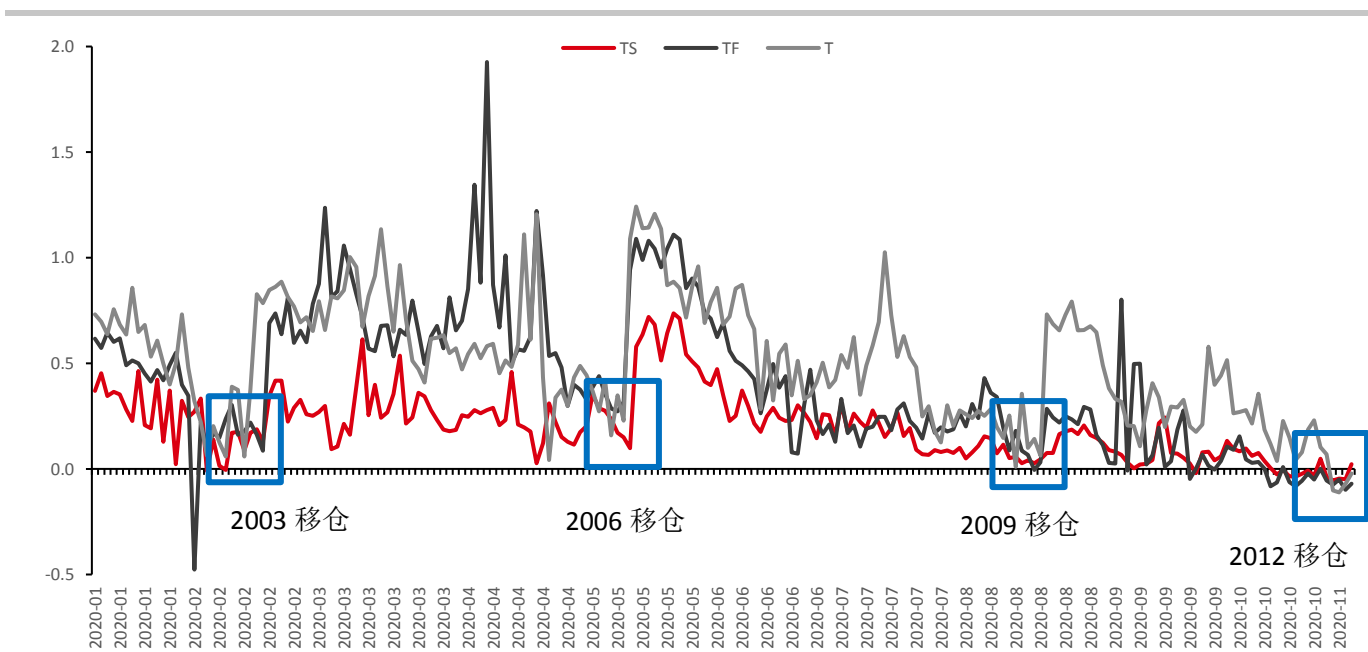
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 三品种各合约最大持仓量逐年递增



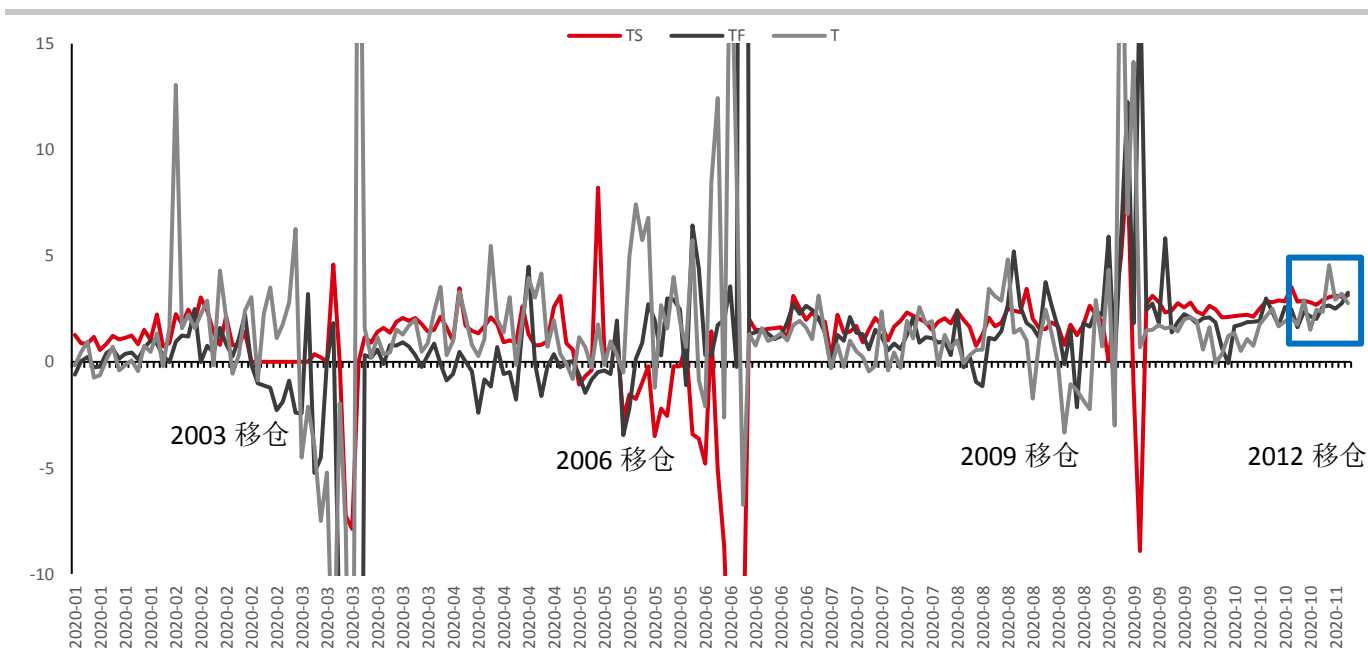
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 三个品种活跃合约基差变化情况



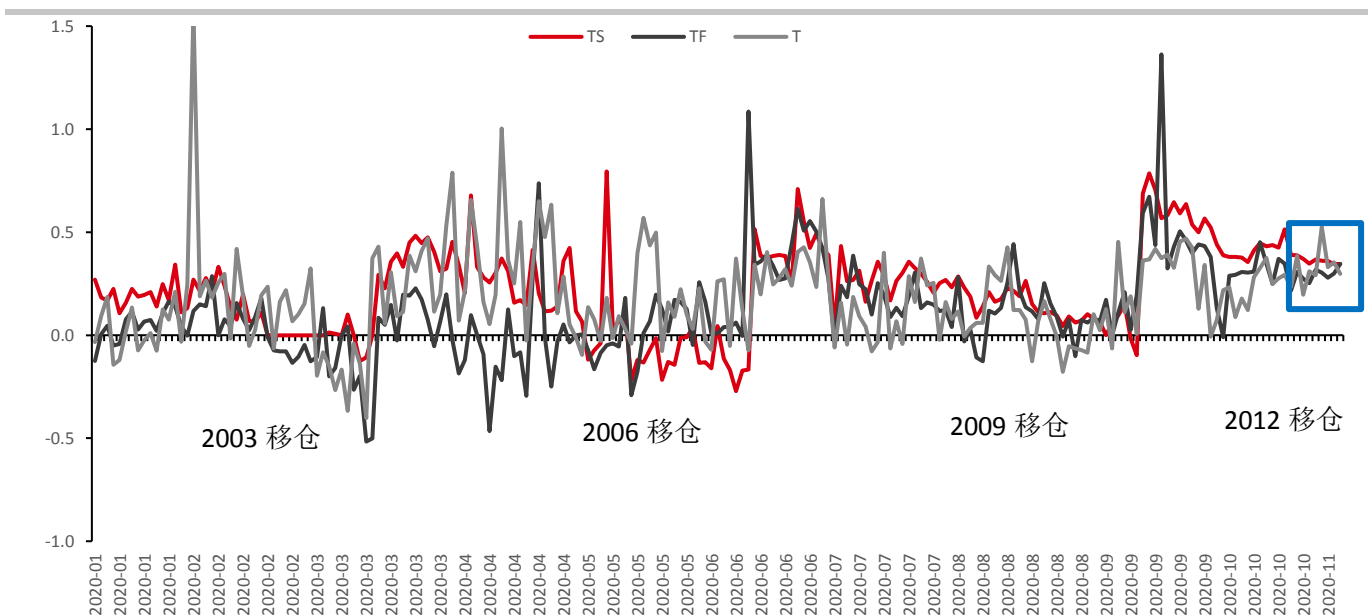
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 三个品种活跃合约 IRR 变化情况



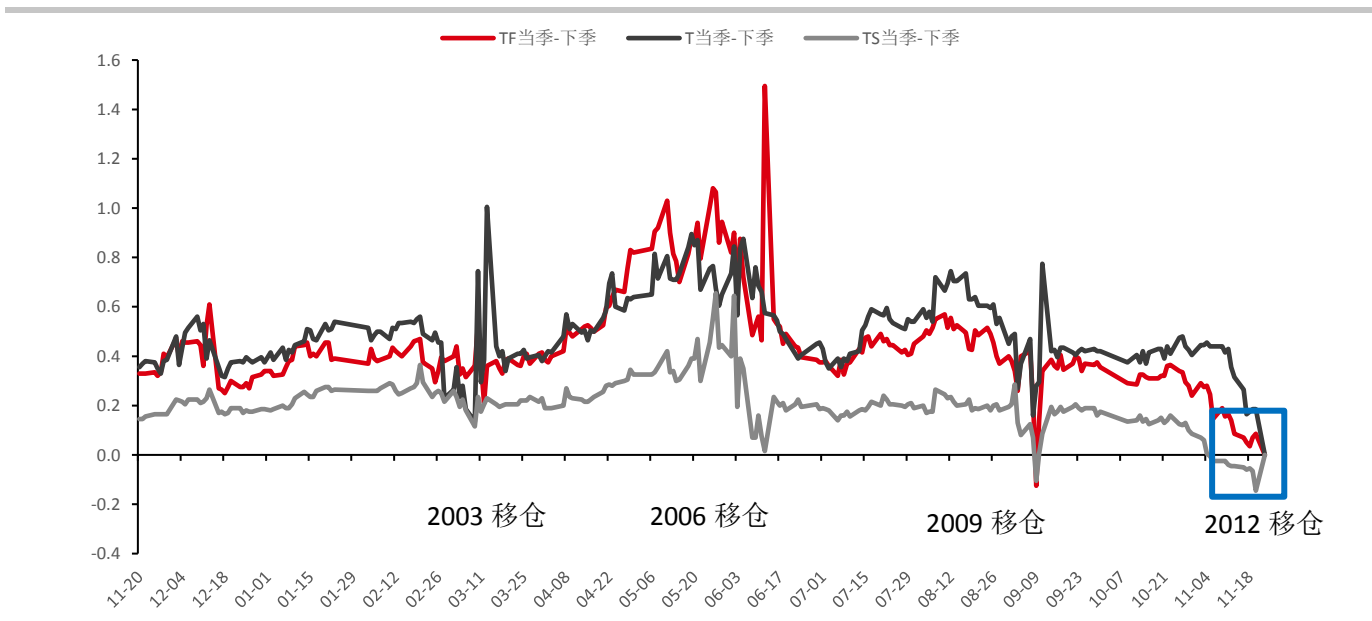
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 三个品种活跃合约期限价差变化情况



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 三个品种跨合约价差变动情况



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 1: 国债期货 2012 合约每日成交情况

日期	多开	空平	空开	多平	多开	空平	空开	多平	多开	空平	空开	多平
	两年期债				五年期债				十年期债			
11月10日	1163	707	880	1398	3790	4576	3347	4841	8946	13451	10444	12127
11月11日	1189	913	733	1087	2538	4132	3405	3215	6846	9282	9041	8338
11月12日	893	1352	702	1432	2516	4788	2592	4628	7868	9154	8161	9936
11月13日	1193	1103	1274	1712	4615	5993	4940	6040	12779	14590	14390	16434
11月16日	1151	1285	1306	1042	2657	4334	3218	4212	6495	11272	9037	10521
11月17日	572	847	646	705	1501	3682	2070	3181	4549	10275	6852	10414
11月18日	462	873	835	722	1880	4141	2980	3704	4771	10862	7938	11432
11月19日	666	1043	610	1119	1254	2877	1292	2943	4267	9070	4723	9915

数据来源: Wind 华泰期货研究院



## ● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## ● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)