



重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

T 合约活跃券基差走扩是在反映银保入市的消息吗？

专题摘要

近日，T2006合约活跃券的190015和190006基差出现走扩现象。但从大环境上看，债市整体偏多的环境似乎并不支持基差走扩。因此，部分投资者担心，市场是否是在反映银保入市后可能的卖出套保力量增强对基差的影响。我们认为，这一观点较为片面。

- **此次基差走扩的现象并非普遍存在**，基差走扩仅集中在190015和190006这两只较为活跃的10年期新券之上。其他可交割券及TS2006、TF2006基差更多体现了偏多环境下基差收敛的情况。
- **CTD切换或是主因**：1) 本次基差走扩的190015和190006均为10年期新券，久期最长，而7年期新券190016的基差则明显压缩。这一现象体现了10年期国债期货CTD从长久期券向短久期券切换的特征。2) 从CTD切换的经验法则来看，在海外疫情蔓延的助攻下，10年期国债收益率二次探底，突破2.8%并继续向下远离3%，也进一步带动CTD发生切换。3) 近期由于10Y收益率下行较快，10-7Y国债利差已经倒挂，一定程度上提高了CTD发生切换时需要的绝对收益率水平，更快速地推动了CTD发生切换。
- **银保入市与基差深贴水难划等号**：由此来看，近期市场表现更多于CTD切换有关，并不能作为印证银保入市将导致基差深贴水的理由。相反，我们认为，投资者反而需关注后期随着银保入市带来期现联动更加紧密以及正反套交易机会几乎被抹平的可能。若从此思路出发，未来期现套利交易需更多转向基差波动的交易思路。特别是对资金成本相对较高的投资者而言，适当缩短策略周期可能是未来的策略方向。
- **策略推荐**：后期关注市场调整时，短久期券的基差走扩机会。尽管近期市场情绪仍然有利于基差压缩，但考虑交割逻辑对基差的影响即将褪去，当前0.6元左右的基差水平无法提供较高的安全边际，继续做空短久期基差需要交易情绪的持续发酵。反而，投资者可以关注在基差压缩之后，市场调整预期显露时做多短久期基差的机会，届时除了偏空思路下基差存在走扩动力之外，收益率再度向3%附近靠拢将推动交割期权再度显露。
- **风险因素**：1) 海外疫情持续蔓延



投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

金融期货组

研究员：

张革

021-60812988

zhangge@citicsf.com

从业资格号 F3004355

投资咨询资格号 Z0010982

张菁

021-60812987

zhangjing@citicsf.com

从业资格号 F3022617

投资咨询资格号 Z0013604

联系人：

刘道钰

021-60816784

liudaoyu@citicsf.com

从业资格号：F3061482

目 录

专题摘要.....	1
一、此次基差走扩现象并非普遍存在.....	3
二、CTD 切换或是主因.....	4
三、基差策略展望.....	6
免责声明.....	7

图目录

图 1: T2006 合约基差走扩现象集中在 190015 和 190006 之上.....	3
图 2: TF2006 合约基差维持稳定.....	3
图 3: TS2006 合约基差维持稳定.....	4
图 4: 短久期基差收敛与长久期基差走扩，符合 CTD 切换规律.....	4
图 5: 节后国债收益率同样下穿 2.8%，但 CTD 未完全切换。.....	5
图 6: 10-7Y 收益率出现倒挂，提高了 CTD 发生切换时需要的绝对收益率水平.....	5

近日，T2006 合约活跃券的 190015 和 190006 基差出现走扩现象。但从大环境上看，新冠肺炎疫情在海外开始蔓延，全球避险情绪升温，美债收益率创下纪录新低，国内债券收益率受到提振也二次探底。偏多环境似乎并不支持基差走扩的现象。因此，部分投资者担心，市场是否是在反映银保入市后可能的卖出套保力量增强对基差的影响。我们认为，这一观点较为片面。

一、此次基差走扩现象并非普遍存在

首先，此次基差走扩的现象并非普遍存在，反而多数情况下，更多体现了偏多环境下基差收敛的情况。

一方面，基差走扩仅集中在 T2006 合约部分可交割券上，特别是以 190015 和 190006 这两只较为活跃的 10 年期新券之上，其对应的基差相对于 21 日银保入市消息公布时的基差水平分别走扩 0.2184 元和 0.1593 元。其他可交割债券除 170018 之外，基差水平均保持稳定或明显压缩，特别是 7 年期活跃券 190016 基差水平反而压缩了 0.1466 元。

另一方面，TS2006 和 TF2006 合约基差整体维持稳定，并未出现同步走扩现象。TS2006 所有可交割券基差集体微幅压缩，压缩程度在 0.04~0.09 元，TF2006 可交割券基差虽然有扩有缩，但平均来看，除 170020 压缩 0.13 元，其余变化不大。

这意味着此次基差走扩现象或很难从大环境上给予准确解释，更可能是各个可交割债券内部的差异引发了部分债券的基差出现明显走扩的情况。

图 1：T2006 合约基差走扩现象集中在 190015 和 190006 之上

	170004.IB	170010.IB	170018.IB	170025.IB	180004.IB	180011.IB	180019.IB	180027.IB	190006.IB	190015.IB	190016.IB
2020-02-20	1.0420	1.4177	0.7715	1.5838	1.5539	1.1733	1.1426	0.8186	0.8061	1.1441	1.1257
2020-02-21	0.7529	1.1888	0.5735	1.2889	1.3999	0.8772	0.8181	0.6761	0.8602	1.1160	0.8374
2020-02-24	0.5857	0.8836	0.7968	1.0657	1.2971	0.7994	0.7211	0.6645	0.8235	1.1537	0.6571
2020-02-25	0.7632	0.8691	0.8085	1.0878	1.2985	0.7402	0.7377	0.6271	0.8234	1.1058	0.6765
2020-02-26	0.7789	0.8918	0.8442	1.1413	1.3743	0.8300	0.6364	0.7035	1.0195	1.3344	0.6908

数据来源：Wind 中信期货研究部

图 2：TF2006 合约基差维持稳定

	170020.IB	170027.IB	180005.IB	190013.IB
2020-02-20	1.0803	1.4588	1.2110	0.7108
2020-02-21	0.9617	1.3600	1.0582	0.6175
2020-02-24	0.8206	1.3527	1.0370	0.6086
2020-02-25	0.7957	1.3152	1.0297	0.5818
2020-02-26	0.8289	1.3553	1.1190	0.6187

数据来源：Wind 中信期货研究部

图 3： TS2006 合约基差维持稳定

	170001.IB	200002.IB	190003.IB	170007.IB	170014.IB	190011.IB
2020-02-20	0.4365	0.2474	0.4132	0.5591	0.8393	0.5549
2020-02-21	0.5688	0.2990	0.4127	0.5951	0.8317	0.5332
2020-02-24	0.5041	0.2618	0.2192	0.4803	0.7049	0.4638
2020-02-25	0.4553	0.2239	0.2945	0.4896	0.7143	0.4623
2020-02-26	0.4810	0.2589	0.3277	0.5046	0.7660	0.4839

数据来源：Wind 中信期货研究部

二、CTD 切换或是主因

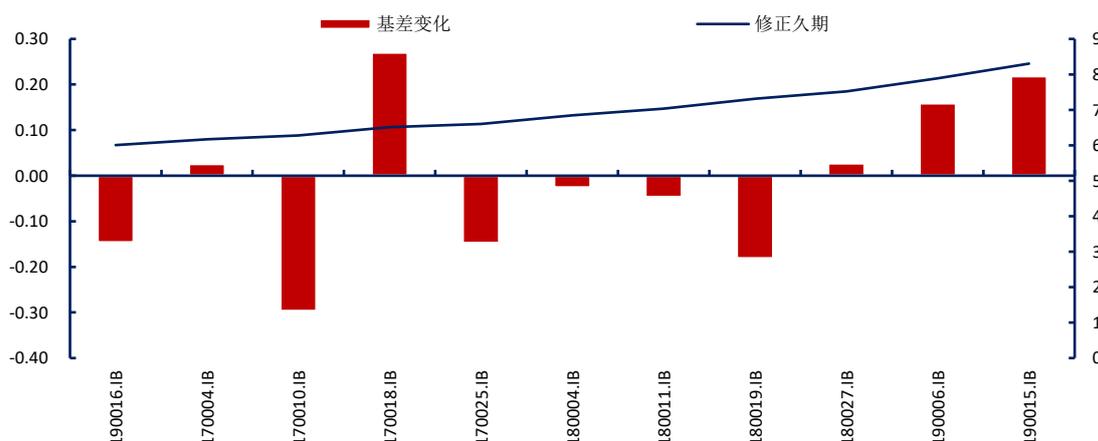
结合本次基差走扩的特征，我们认为，CTD 切换引发的交割期权价值提升或是 190015 和 190006 基差走扩背后的主因。

1. 短久期基差收敛与长久期基差走扩，符合 CTD 切换规律

一方面，本次基差走扩的 190015 和 190006 均为 10 年期新券，久期最长，而 7 年期新券 190016 的基差则明显压缩。这一现象体现了 10 年期国债期货 CTD 从长久期券向短久期券切换的规律。

另一方面，从 CTD 切换的经验法则来看，在海外疫情蔓延的助攻下，10 年期国债收益率二次探底，突破 2.8% 并继续向下远离 3%，也进一步带动 CTD 发生切换。

图 4： 短久期基差收敛与长久期基差走扩，符合 CTD 切换规律



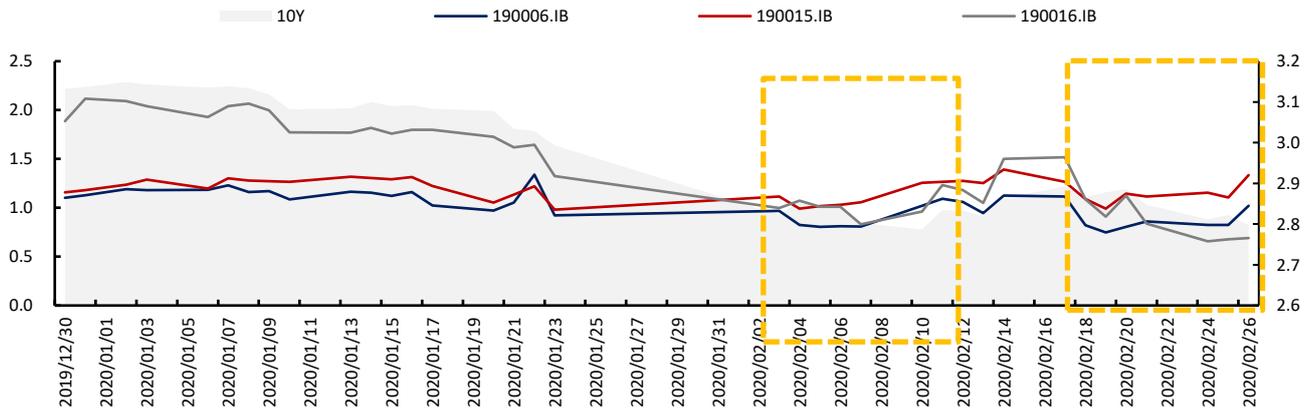
数据来源：Wind 中信期货研究部

2. 节后 10 年期收益率同样处于 2.8% 附近，为何 CTD 未发生明显切换？

中信期货研究|专题报告（国债）

到此为止，似乎一切都顺理成章了，不过，仍有一个问题需要稍作分析。因为，若从以上逻辑出发，在节后 2 月 10 日左右，10 年期国债收益率同样刺穿了 2.8%，为何在当时 CTD 并未发生明显切换呢？

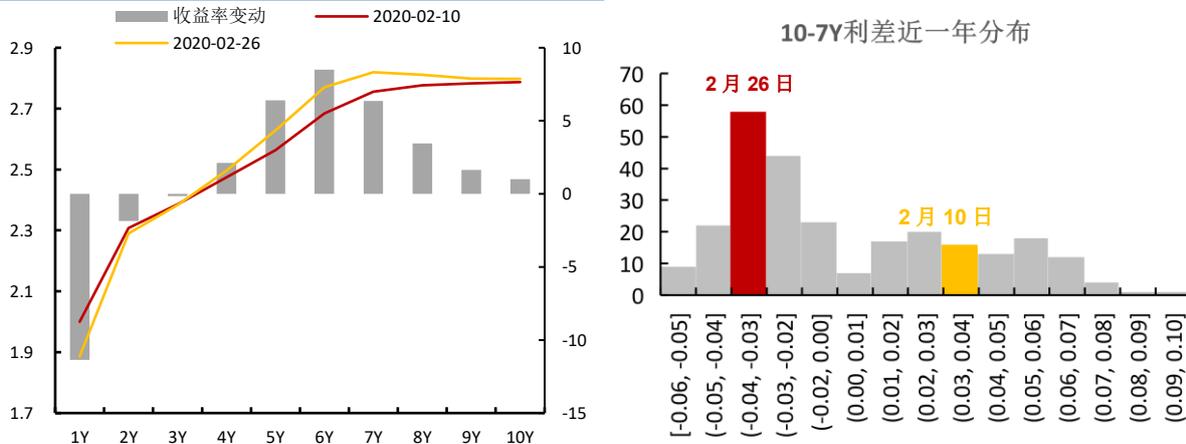
图 5：节后国债收益率同样下穿 2.8%，但 CTD 未完全切换。



数据来源：Wind 中信期货研究部

我们认为，这一问题的背后，主要与中长端收益率曲线当时的斜率有关。一般而言，我国 10-7Y 国债利差与 10 年期收益率水平成正相关关系。由于此前 10-7Y 国债利差约 3.5bp，属于一年来相对偏高的位置，10Y 国债更有可能成为 CTD，在此情况下，需要收益率进一步下降才能促使 CTD 完成切换。而最近由于 10Y 收益率下行较快，10-7Y 国债利差已经倒挂，此时，7Y 国债成为 CTD 的可能性更高，CTD 发生切换时需要的绝对收益率水平便较此前有所上升。

图 6：10-7Y 收益率出现倒挂，提高了 CTD 发生切换时需要的绝对收益率水平



数据来源：Wind 中信期货研究部

三、基差策略展望

1. 银保入市与基差深贴水难划等号

从大的方向上看，尽管市场存在部分对于银保入市可能会使得期货出现深贴水的担忧，但近期市场的表现并不能作为这一担忧的支撑理由。

在此前的报告中我们已经指出，银保入市有望进一步增强期现联动，平抑基差的大幅波动。主要理由在于：1) 配置型力量进入将改变以往国债期货交易型投资者偏好使用国债期货进行空头对冲的问题；2) 负债端更为稳定的机构入市将进一步压缩无风险套利的理论边界，也会抑制期货贴水的空间；3) 期、现市场参与者结构进一步匹配也将改善此前部分参与者无法通过期货市场表达对市场看法的问题，增强期现之间的联动性。富和充裕，定价精准度的进一步提升，也将鼓舞更多对冲型投资者进入这一市场。

若从此思路出发，后期随着银保入市可能带来的正反套交易机会几乎被抹平，未来期现套利交易需更多转向基差波动的交易思路。特别是对于资金成本相对较高的投资者而言，**适当缩短策略周期可能是未来的策略方向。**

2. 后期关注市场调整时，短久期券的基差走扩机会

近期，交割逻辑对基差的影响即将褪去，继续做空短久期基差需要交易情绪的持续发酵，目前看，可能的推动力包括海外疫情持续蔓延、疫情对国内经济冲击超预期。不过，考虑当前 0.6 元左右的基差水平无法提供较高的安全边际。而如果基于 T2006 合约基差交割收敛来做空基差的话，策略持仓周期又相对较长。因此，从这个角度看，尽管市场情绪仍然有利于基差压缩，但继续做空基差并非一个理想选择。

反而，投资者可以关注在基差压缩之后，市场调整预期显露时做多短久期券基差的机会，届时除了偏空思路下基差存在走扩动力之外，收益率再度向 3% 附近靠拢将推动交割期权再度显露。

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>