

# 2月份国债期货投资策略

申银万国期货研究所 唐广华

2021年2月2日

# 主要内容

● 一、1月份国债期货市场回顾

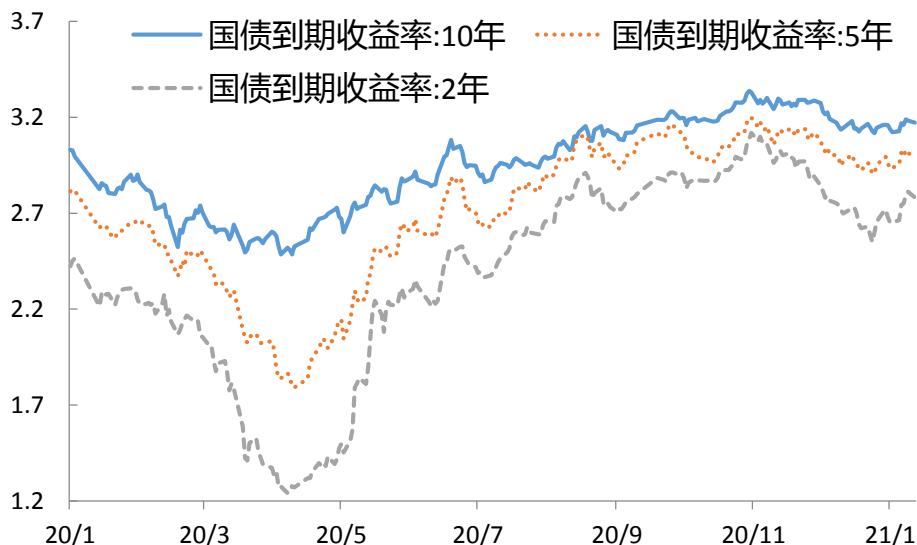
● 二、当前宏观经济政策分析

● 三、2月份国债期货投资策略

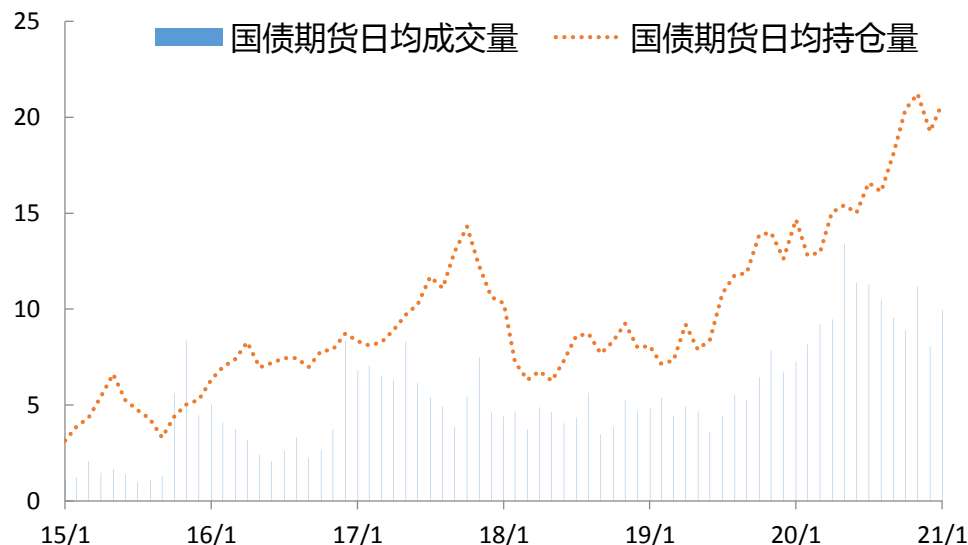
# 各期限国债收益率上行，成交持仓处于高位

- 四季度经济增速恢复至常态水平，央行货币政策委员认为当前杠杆率上升过快，引发市场对货币政策转向的担忧，且临近春节，央行跨节流动性安排迟迟未落地，市场资金面有所收敛，带动各期限国债收益率上行，2、5、10年期国债收益率分别上行4.55、6.04、9.49bp。
- 1月份，国债期货日均成交量为9.56万手，环比增加18.34%，日均持仓量20.7万手，环比增加7.52%，处于历史较高水平。随着银行保险等机构入市，后续国债期货成交持仓量有望进一步增加。

2/5/10国债收益率走势（%）



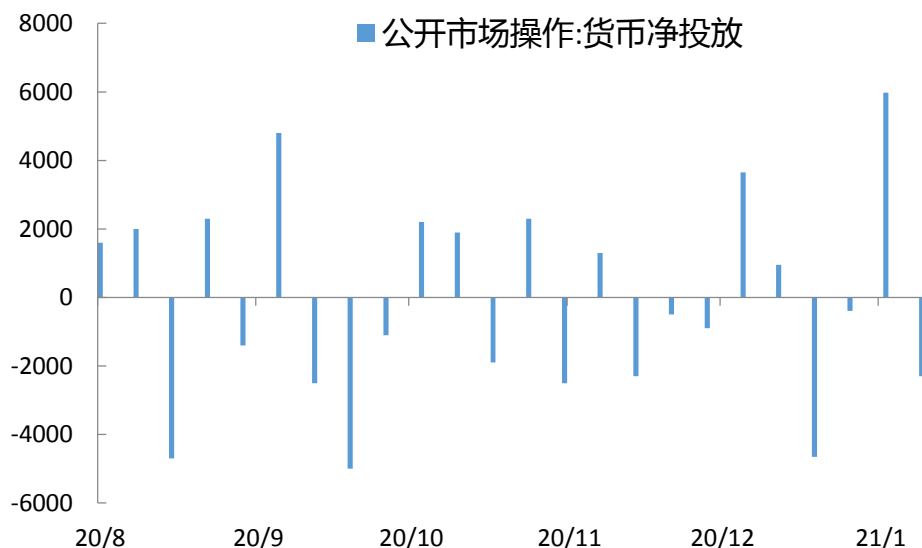
国债期货日均成交持仓量（万手）



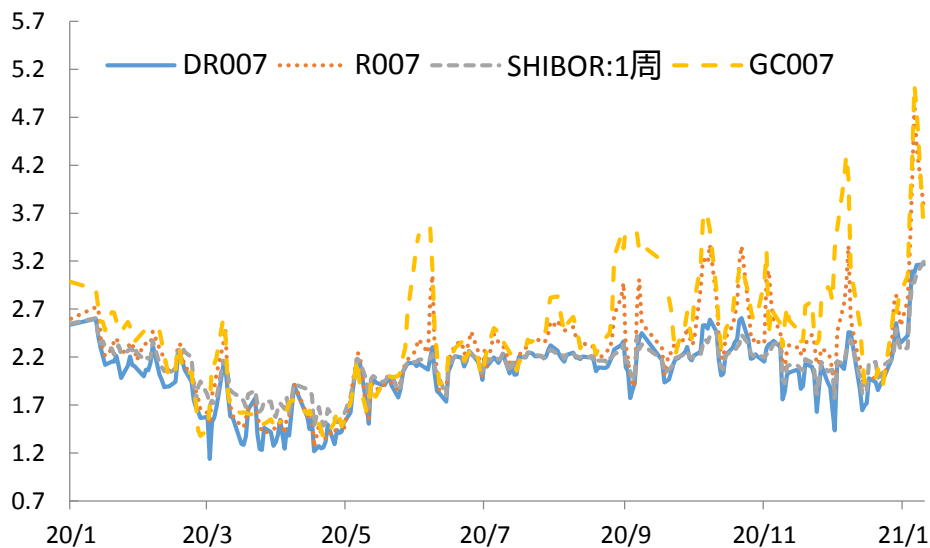
# 市场担忧货币政策转向，春节前资金面收敛

- 1月初，央行连续开展逆回购操作，呵护市场资金面，市场资金面偏松。
- 近日，央行货币政策委员认为当前杠杆率上升非常快，引发市场对货币政策转向的担忧，加上临近春节，央行跨节流动性安排迟迟未落地，市场资金面开始收敛，各品种7天利率普遍上行，突破一年来高点。

公开市场操作货币净投放（亿元）



国债期货日均成交持仓量（万手）



# 主要内容

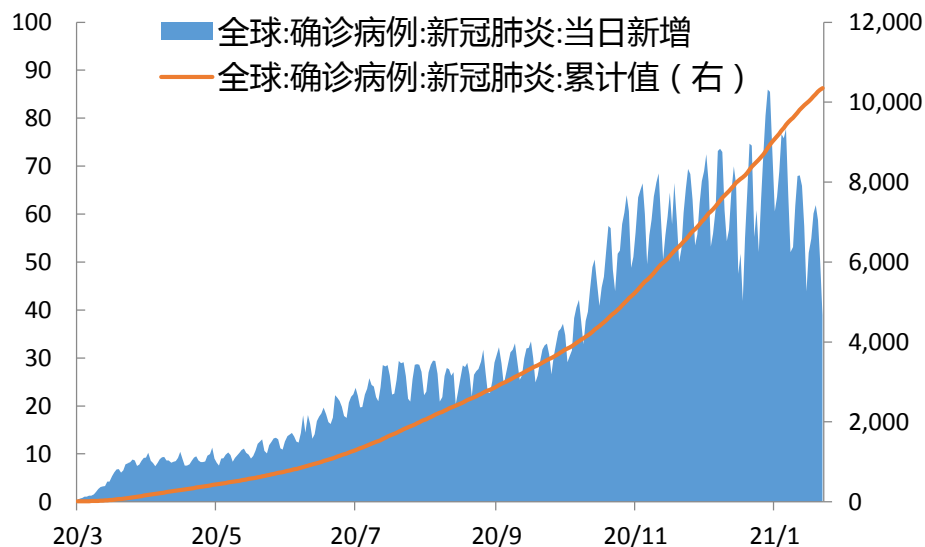
一、1月份国债期货市场回顾

二、当前宏观经济政策分析

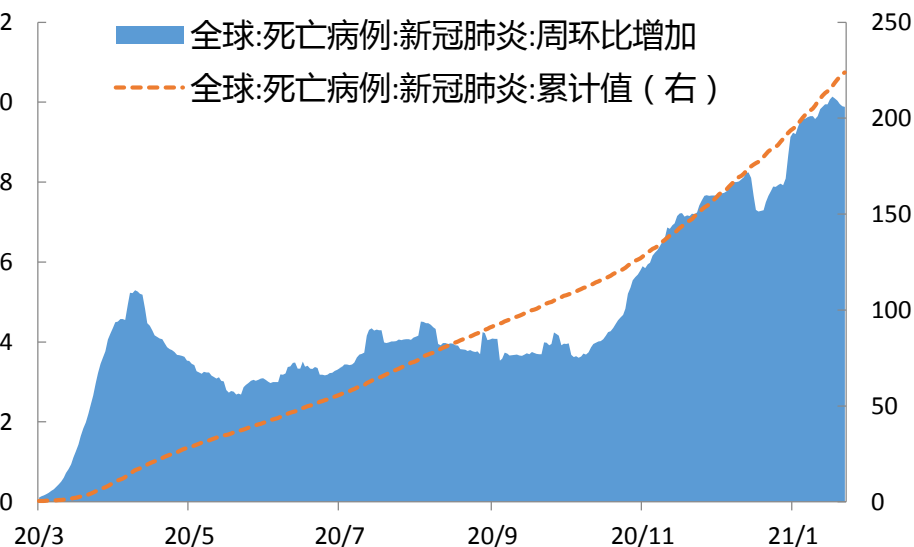
三、2月份国债期货投资策略

# 新冠疫情：多次爆发，全球创出新高后有所回落

## 全球新冠肺炎当日新增确诊病例（万人）



## 全球新冠肺炎死亡病例（万人）



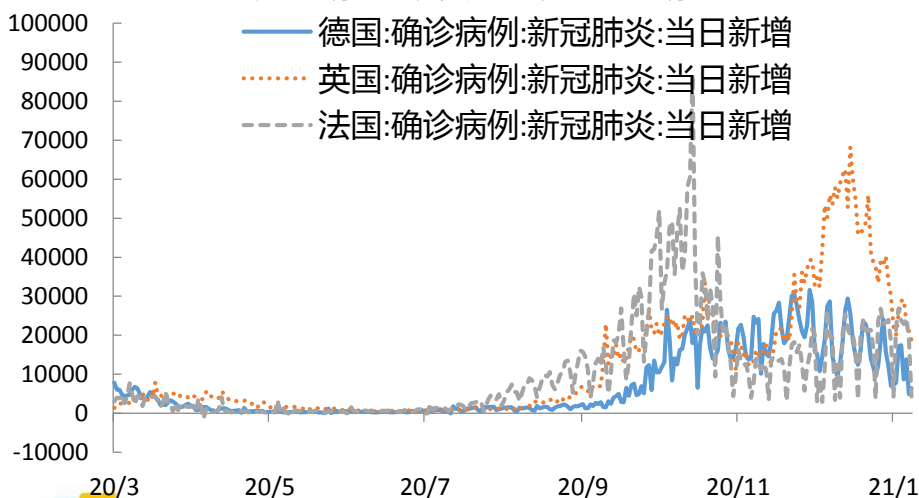
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 截至1月31日，全球累计确诊病例超过1亿例，累计死亡病例超过220万人。
- 2020年四季度以来，海外疫情发生多次爆发，当日新增确诊和死亡病例均创出了历史新高。当前单日新增确诊病例维持在60万例左右，继续维持在高位，疫情仍在全球继续扩散，未见好转。

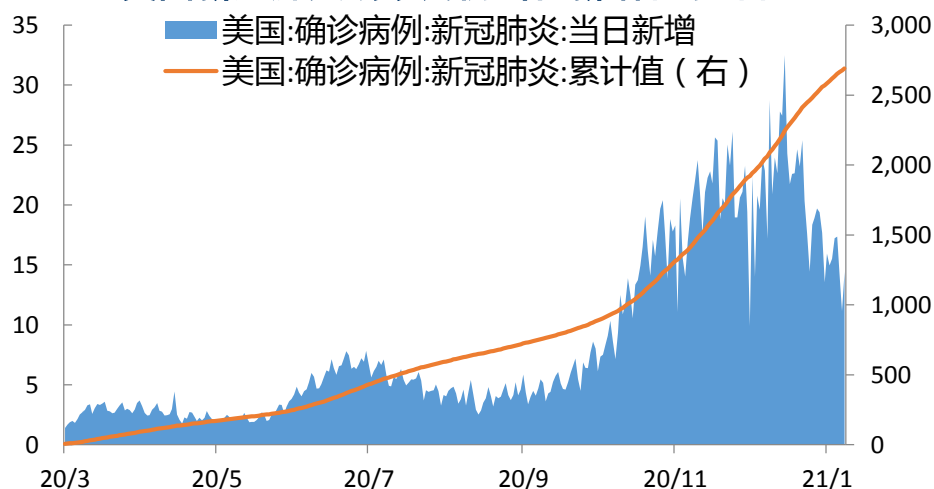
# 新冠疫情：主要国家确诊病例回落

- 从具体国家上看，美国确诊病例超过2600万例，单日新增人数从高峰时30万降至15万人。
- 11月份法国新增确诊病例大幅增加后有所回落。英国出现病毒变种导致新增确诊病例大幅增加，目前英法德等国基本回落至每天1万例左右的水平。
- 金砖四国中巴西新增确诊病例不断增加，俄罗斯、印度、南非等发展中国家有所回落，但仍处于高位。

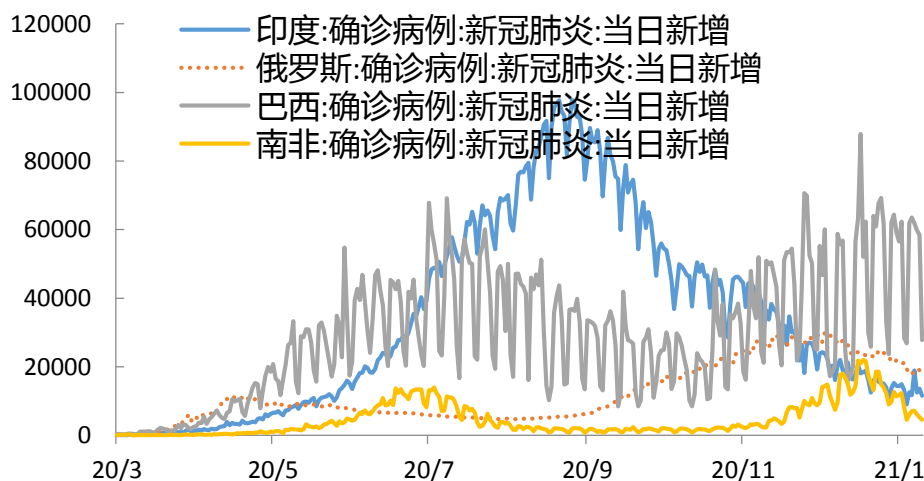
## 欧洲新增确诊病例多次创新高



## 美国新冠肺炎确诊病例当日新增和累计值



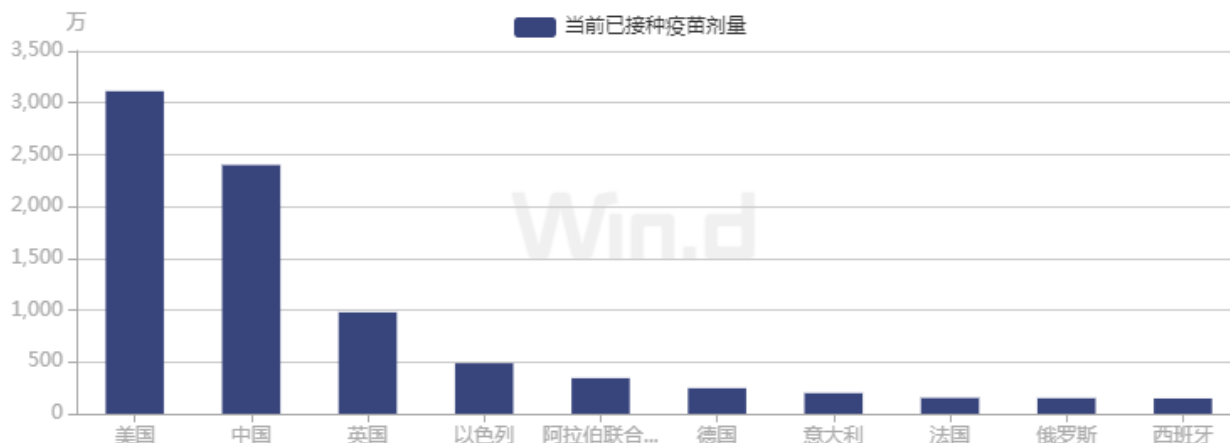
## 主要发展中国家新增确诊病例不断增加



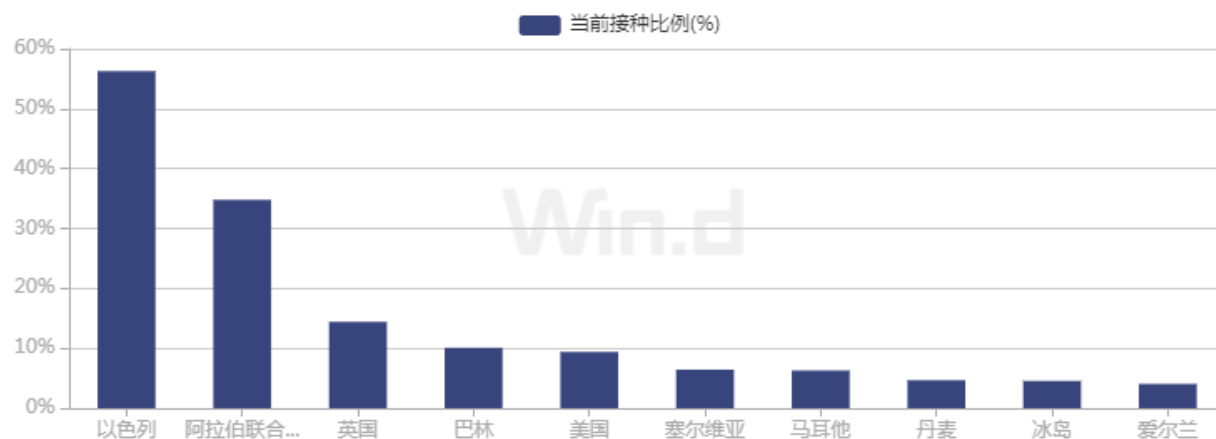
# 新冠疫情：主要国家开始接种疫苗

- 从接种节奏看，当前主要发达国家疫苗接种基本按计划有序进行。美国接种剂量超过3000万，接种比例达到9.4%；中国接种剂量2400万；英国接种剂量接近1000万，接种比例达到14.42%；以色列接种剂量487万，接种比例达到56%。

全球已接种疫苗剂量（万）



全球已接种疫苗比例（%）

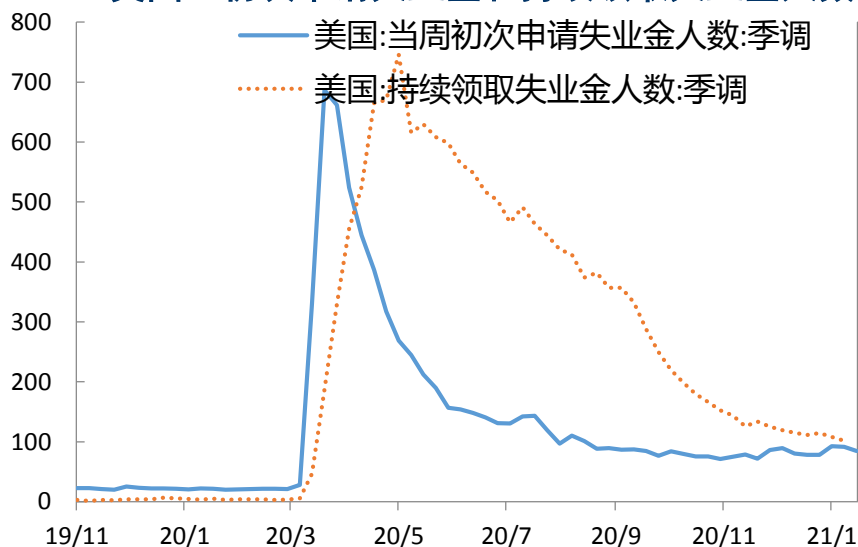


。

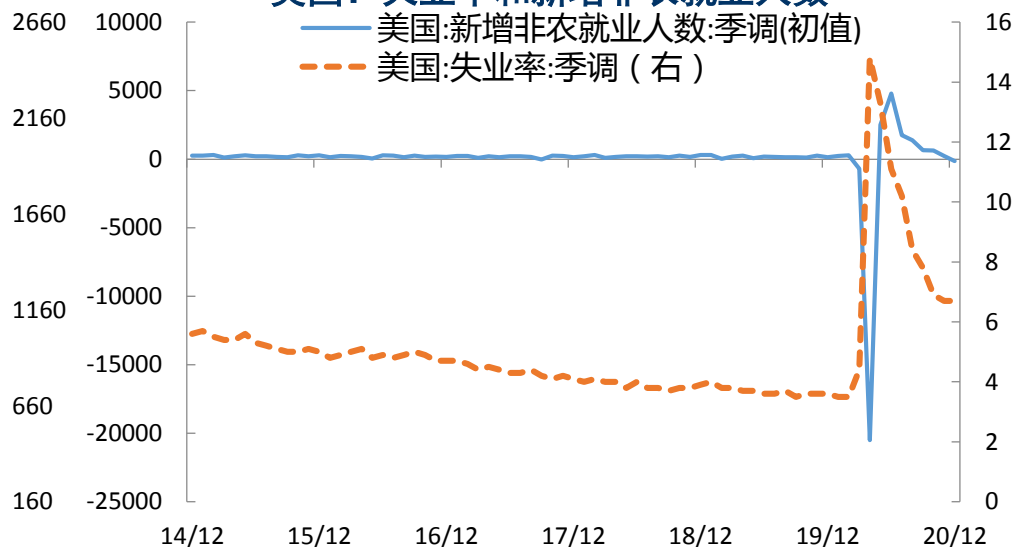


# 海外经济：生产继续恢复，服务业受影响更大

美国：初次申请失业金和持续领取失业金人数



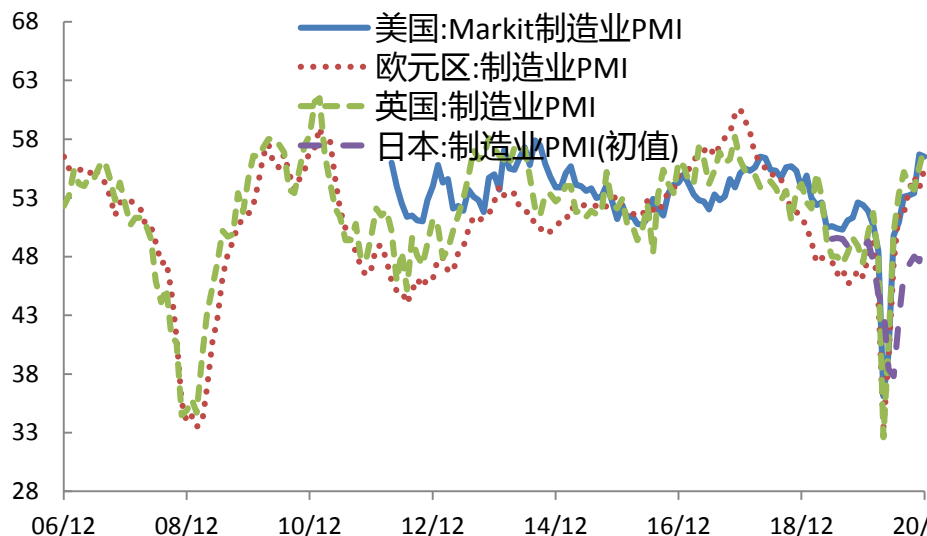
美国：失业率和新增非农就业人数



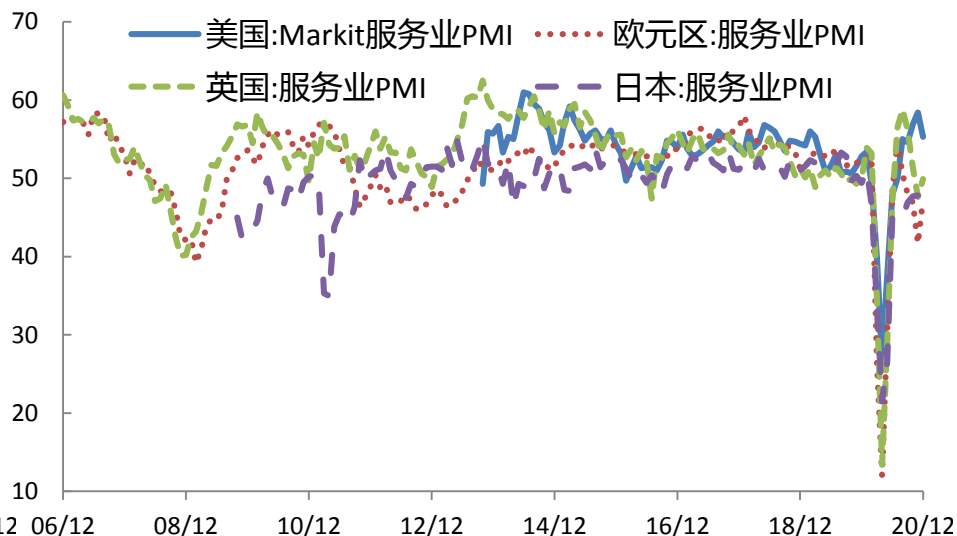
- 在疫情仍未得到有效控制的情况下，美国短期经济复苏有一定压力。
- 3季度消费品需求迅速恢复，但是随着救助计划暂停的影响9月后消费数据环比重新回落。11月份个人消费支出环比下降0.4%，为4月份以来首次下降。预计到2021年一季度会进一步看到2020年底病例激增对于高频数据的负面影响。而新冠疫苗将在2021年第一季度末和第二季度才开始产生效果。未来一个季度美国经济仍将承压。

# 海外经济：生产继续恢复，服务业受影响更大

美欧英日等主要国家制造业PMI (%)



美欧英日等主要国家服务业PMI (%)



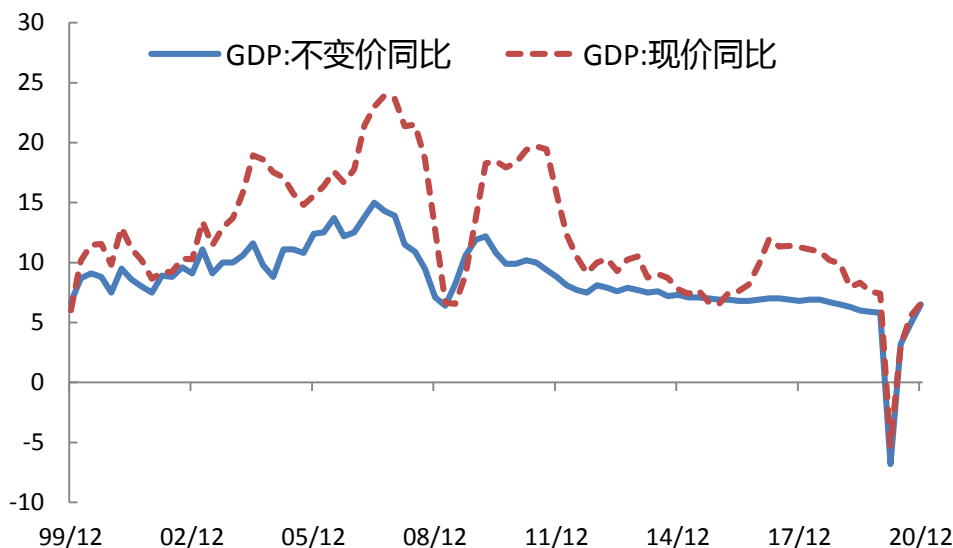
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 海外每日新增确诊病例维持高位，不过各国生产仍逐步恢复，12月份美国制造业PMI初值环比小幅回落，但仍高达56.3%，欧、英等国制造业PMI继续回升，维持在临界点上方。日本制造业PMI也继续回升，接近临界点。
- 相对于对工业生产，新冠疫情对居民的生活服务影响更大，受疫情扩散影响，12月份美国服务业PMI由上月的58.4%将至55.3%，欧英日等国服务业PMI持续位于临界点下方。
- 总体上，预计各国在疫苗接种后疫情有望逐步得到控制，全球处于复苏的过程中。2021年，全球经济复苏是大概率事件。对大宗商品价格形成一定的利好。

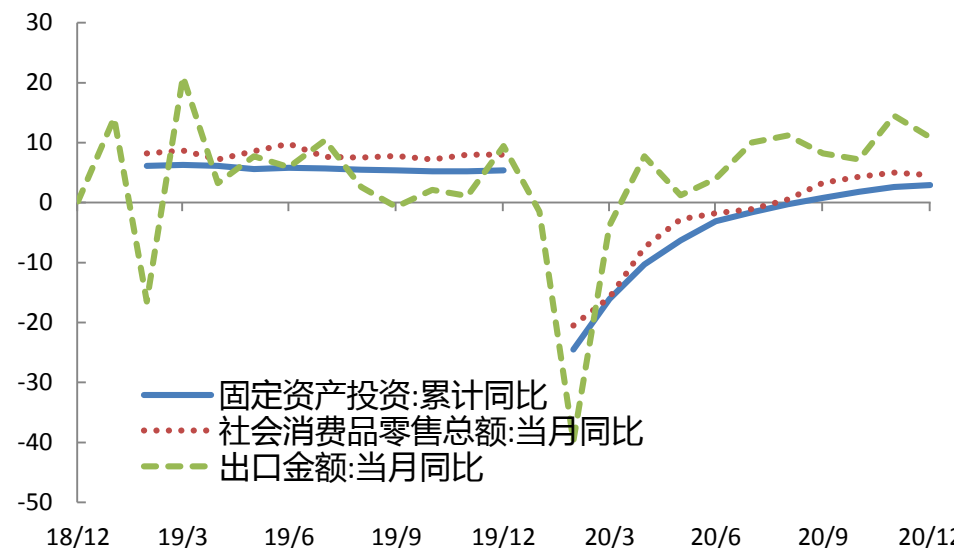
# 国内：四季度经济增速恢复至常态水平

- 全年国内生产总值1015986亿元，首次突破100万亿元，按可比价格计算，比上年增长2.3%。其中四季度同比增长6.5%，比2019年同期高0.7个百分点，季度经济增长指标已经恢复至常态水平。
- 从构成GDP的三大需求来看，固定资产投资稳步回升，比上年增长2.9%。社会消费品零售总额同比降幅继续收窄，12月当月同比增长4.6%，增速比上月回落0.4个百分点。全年货物进出口总额321557亿元，比上年增长1.9%，其中12月份货物进出口总额32005亿元，同比增长5.9%，继续保持较快增长势头，贸易结构持续优化。

GDP不变价和现价同比 (%)



投资、消费和出口同比走势 (%)



# 复苏前景（1）：工业生产恢复保持强势

## 生产稳健恢复，高质量特征明显（%）

指标名称	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08
工业增加值:当月同比	7.3	7.0	6.9	6.9	5.6
工业增加值:累计同比	2.8	2.3	1.8	1.2	0.4
采矿业:当月同比	4.9	2.0	3.5	2.2	1.6
制造业:当月同比	7.7	7.7	7.5	7.6	6.0
电力、燃气及水的生产和供应业:当月同比	6.1	5.4	4.0	4.5	5.8
高技术产业:当月同比	13.1	10.8	6.3	7.8	7.6

■ 12月份，全国规模以上工业增加值同比增长7.3%，增速比11月份加快0.3个百分点。高技术产业12月份同比增速进一步加快，达到13.1%。

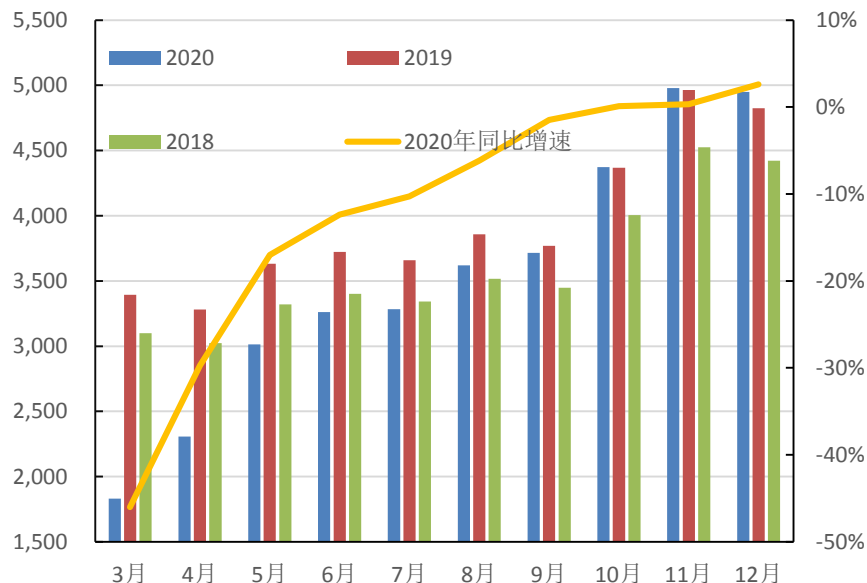
■ 工业生产呈现逐月加快的形势，结合国外生产恢复，国内煤炭、电力等消费情况，以及国内未来消费的复苏，我们认为下阶段制造业生产仍有望保持强劲。

## PPI触底反弹



## 复苏前景（2）：消费恢复较慢，但后期或加速

12月餐饮消费收入同比增速加快



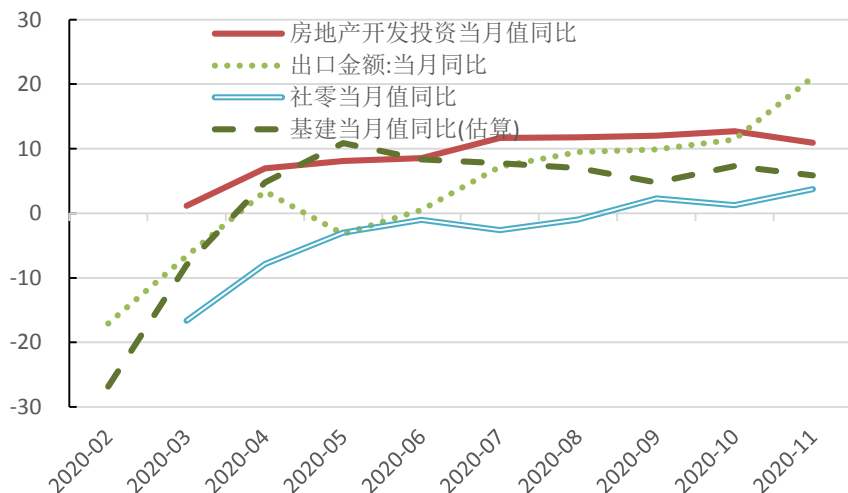
■12月份，社会消费品零售总额40566亿元，同比增长4.6%，增速比上月回落0.4个百分点。在疫情影响仍然持续，部分地区出现零星反复的情况下，人流、物流仍未回到正常水平，消费短期仍将面临一定压力。但是，也应该看到消费方面的一些积极数据，例如餐饮消费持续回暖，餐饮收入4950亿元，增长0.4%，11月份为下降0.6%。

- 下阶段，扩大内需、需求侧管理、国内外双循环的政策方向，均需要国内消费支撑。随着国内零星疫情进一步得到控制，疫苗接种范围扩大，消费信心将不断修复，我们继续看好下阶段消费复苏的形势。

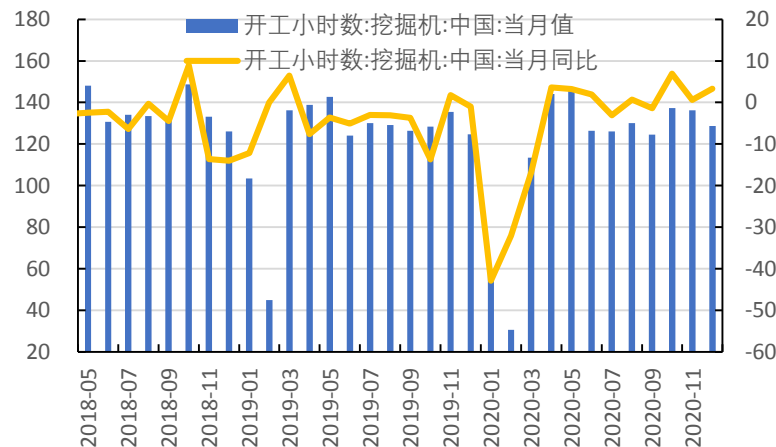
# 复苏前景（3）：地产和基建上半年延续

- ❖ 从环比速度看，12月份固定资产投资（不含农户）增长2.32%。但是，这并不意味着投资拉动持续。2020年是十三五规划收官年，年底赶工需求或强于以往年份，另一方面根据季节性规律，11月和12月的固定资产投资总量相对较小，同比或环比数据的波动相对较大。
- ❖ 房地产开发投资仍保持较快增速。全国房地产开发投资比上年增长7.0%，增速比1—11月份提高0.2个百分点。预计2021年上半年，在基数效应和此前投资延续的惯性下，房地产投资仍将保持一定力度。但是，在“房住不炒”、房地产融资“三条红线”等政策影响下，2021年下半年该投资增速或面临一定压力。
- ❖ 随着经济的复苏，短期出口强劲需求，以及需求侧改革下企业投资转向满足内部需求，均要求制造业加大相关固定资产投资的力度。
- ❖ 不过，总体上，我们认为2021年投资的拉动可能难以持续。2021年上半年，在此前稳经济的刺激政策的影响延续下，投资总量和增速将保持较高水平，但下半年在政策退出，财政可能乏力，投资对经济拉动的贡献或将降低。

## 固定资产投资支撑2020年复苏（%）



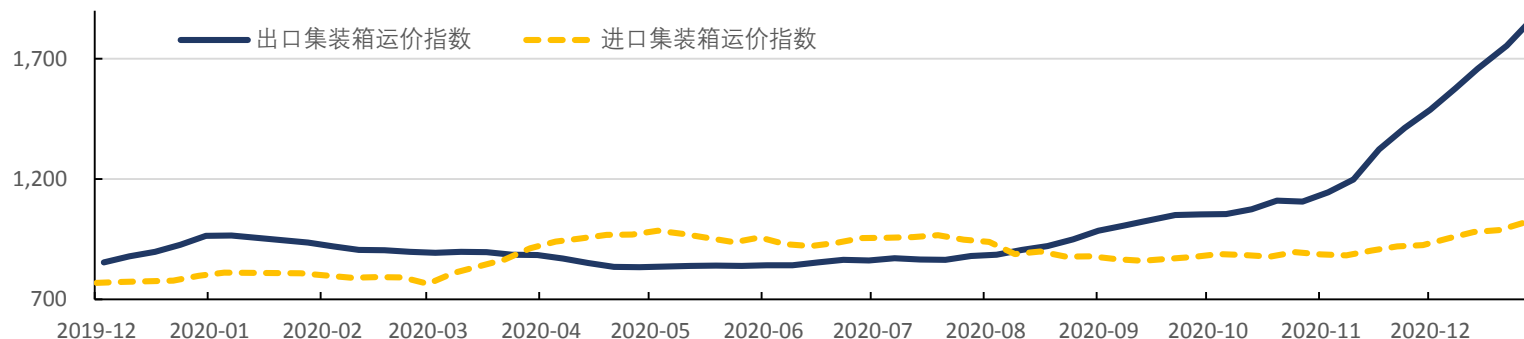
## 12月份挖掘机开工时长同比数据上升





# 复苏前景（4）：进出口规模有望保持增长

## 疫情影响下，出口需求动力强劲

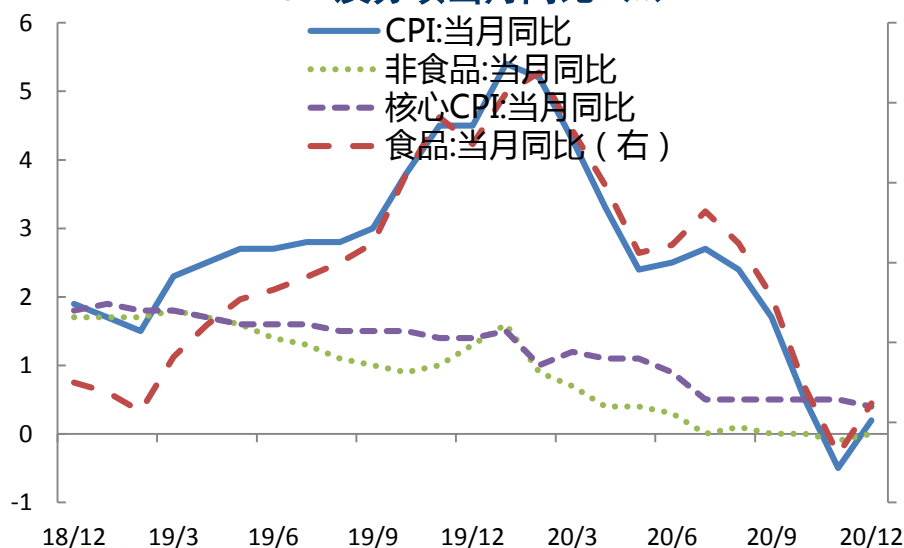


- 1月14日，海关总署公布数据显示，中国去年12月（以美元计）出口同比增18.1%，前值增21.1%；进口增6.5%，前值增4.5%；贸易顺差781.7亿美元，前值754亿美元。
- （1）**机电、高新技术产品需求旺盛。**海外疫情未得到根本改善的情况下，宅经济、云办公的兴起仍对该类产品形成较大的支撑。1-12月累计出口金额（以美元计）中，机电产品同比增速为5.7%，高新技术产品为5.7%，家用电器为23.5%，分别比1-11月份累计金额同比增速加快1.4、1.6和2.9个百分点。
- （2）**部分大宗商品进口量大幅增加。**12月煤及褐煤单位进口量达3907万吨，是历年来的最高水平。此前进口量较多的月份为2014年1月份的3546万吨，2012年12月的3511万吨。煤炭进口快速增加一方面源于今年冷冬天气的影响，另一方面也反映了当前中国经济正处于稳健复苏的状态，出口需求拉动下制造业生产回归常态，甚至超过潜在生产水平，对电力的需求因而较为旺盛。
- （3）**未来出口有望为复苏提供动力。**虽然近期国内疫情零星爆发，但我们已拥有丰富的疫情治理经验，疫情对经济复苏的负面影响可能较小。海关总署统计分析司司长李魁文指出，2021年世界经济有望复苏，带动贸易增长，国内经济恢复平稳增长，也给外贸发展提供了有力支撑，我国外贸进出口规模有望保持增长。

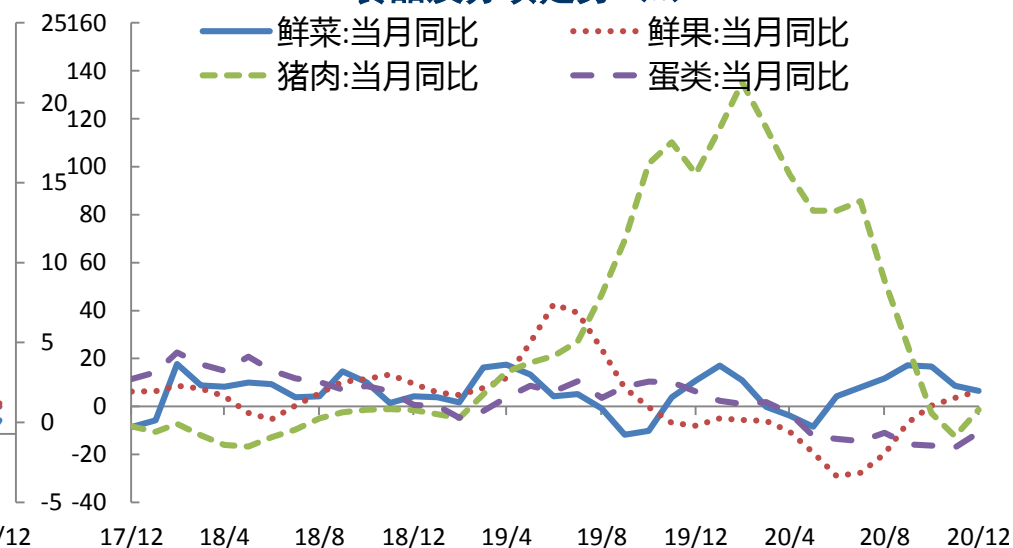
# 物价维持低位：CPI全年逐月走低

- 2020年12月份CPI同比上涨0.2%，全年CPI同比上涨2.5%，全年基本是逐步走低的态势，当前处于低位。影响CPI走势的最主要是食品价格，食品当月同比从年初最高的21.9%降至-1.2%。而食品中影响最大的是畜肉类中的猪肉价格，同比涨幅从年初的最高135.2%回落至-1.3%，是下降的最主要因素。
- 受疫情影响，非食品价格也是逐步回落，扣除食品和能源价格的核心CPI下降1个百分点至0.5%，不过已经连续5个月涨幅维持在0.5%，保持相对稳定。

CPI及分项当月同比 (%)



食品及分项走势 (%)





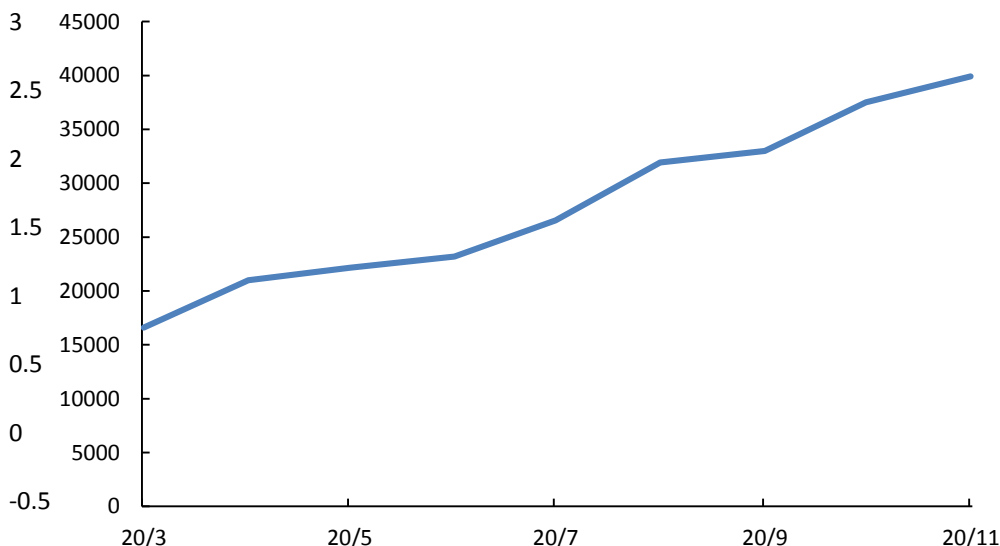
# 物价维持低位：生猪产能继续恢复，价格总体回落

- 虽然非瘟依旧在全国各地发生，但随着养殖集中度进一步提升和养殖户控制疫情能力的加强，生猪产能不断恢复将是2021年生猪市场的大基调。若是2021年非瘟能够得以稳定控制，预计肥猪年出栏量可能同比增加30%左右。
- 从后备母猪的销量情况来看，今年后备母猪销量不断增加，11月份样本企业后备母猪销量39900头，较3月份增加140%，但较非瘟发生前的2018年7月仍减少了47%。
- 在产能不断恢复的大背景下，生猪价格总体上将向非洲猪瘟发生前慢慢靠拢回落，但过程中由于非洲猪瘟的不断反复，价格的巨大波动依旧无法避免。

猪肉批发价及其同比



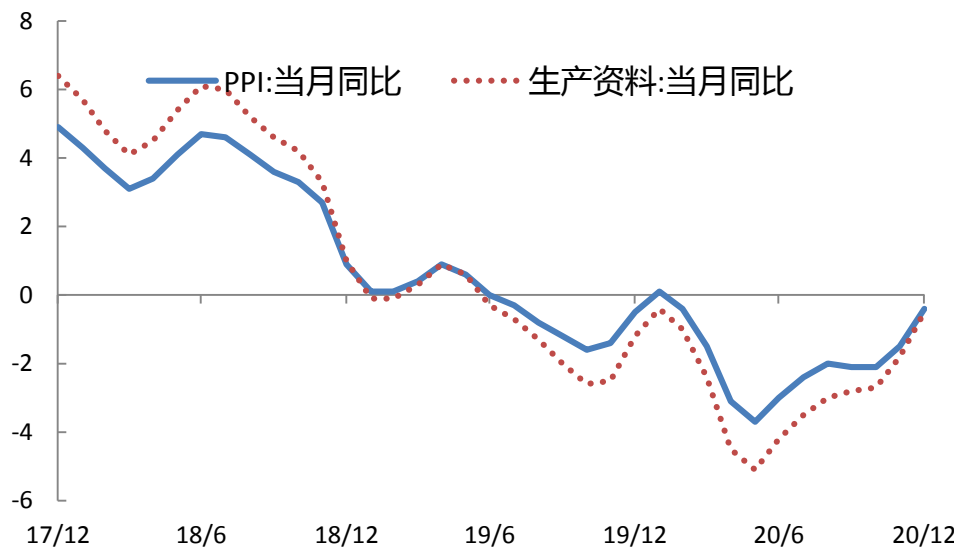
涌益咨询样本点后备母猪销量（头）



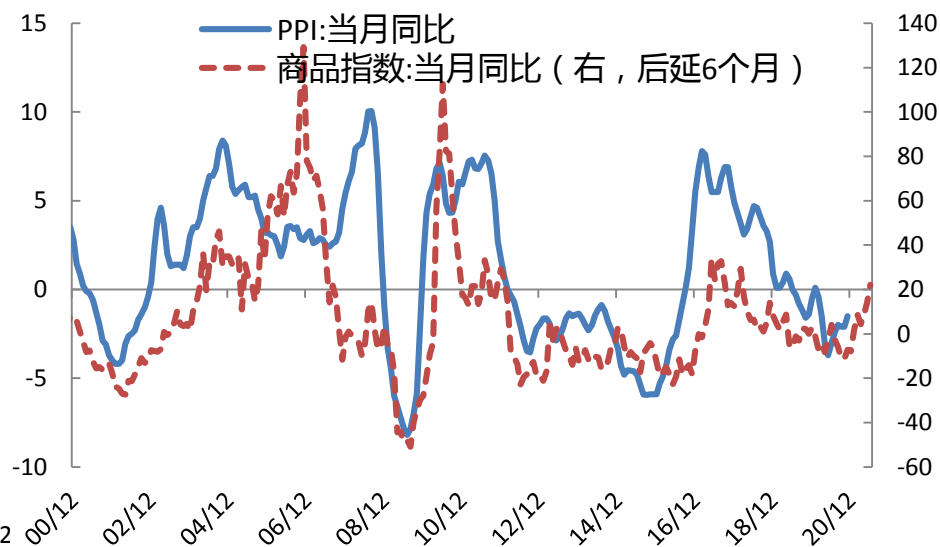
资料来源：Wind，申万期货研究所

# 物价维持低位：PPI将由降转升

PPI及其分项当月同比 (%)



商品指数与PPI当月同比 (%)



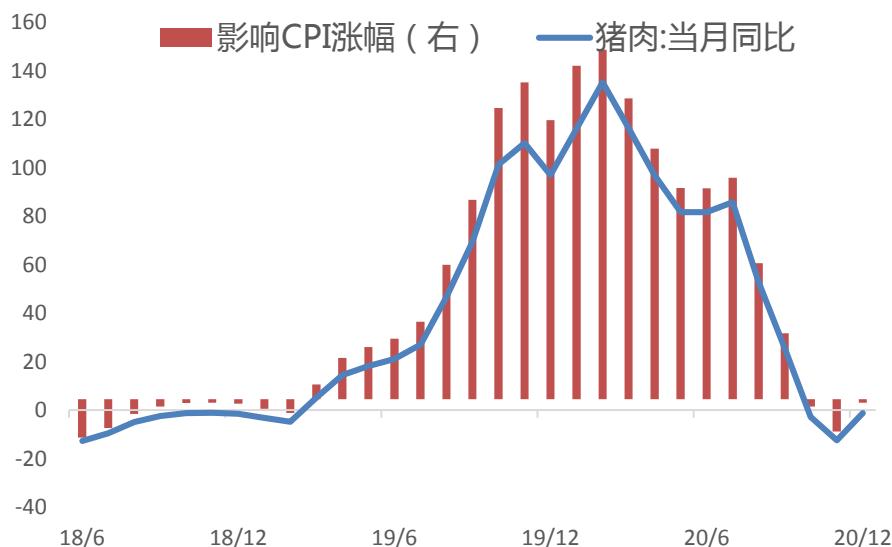
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 最新11月份PPI下降1.5%，降幅比上月收窄0.5个百分点，下半年以来持续收窄。主要是因为工业生产持续向好，市场需求继续恢复，黑色、铁矿石和有色金属等大宗商品价格延续上涨势头，工业品价格继续回升。
- 从历史数据来看，大宗商品指数与PPI当月同比相关性较高，且商品指数当月同比大约领先PPI当月同比6个月左右。最新大宗商品指数同比增速高达22%，随着工业生产持续回升，市场需求逐步回暖，预计将带动PPI快速由降转升。

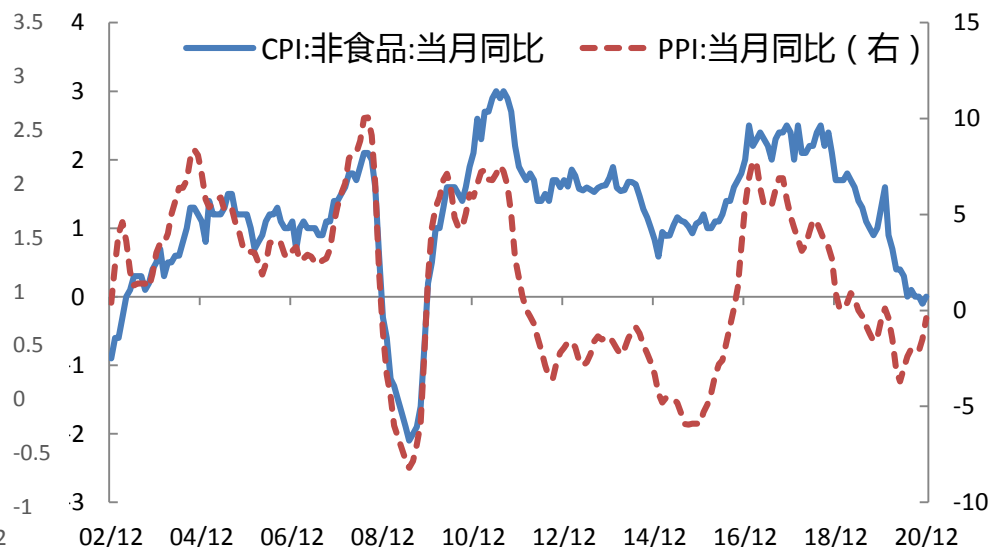
# 物价维持低位：CPI探底后逐步回升，关注工业品

- 即使假设猪肉价格维持现价，那么考虑翘尾因素和替代品的影响，猪肉及其替代品对CPI同比的贡献也将继续为负。
- 综合考虑春节错位等因素，2021年3月份之后CPI将逐步回升，下半年将加速回升。
- 不过整体上CPI涨幅应该在3%以内，通胀暂无压力，更多的需要关注PPI价格的快速回升

猪肉当月同比及影响CPI涨幅（%）



CPI、PPI走势（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

# 小结：中国经济恢复至潜在增长水平

- **生产持续稳定复苏。**疫情风险较小，出口需求持续，投资稳定，均支撑生产稳定恢复。
- **消费或将加速恢复。**内外双循环的实现，需要国内消费支撑；国内疫情得到控制，也使得消费信心不断修复。
- **投资保持温和托底。**复苏进程中投资的作用不可或缺，但随着复苏加快，投资快速增长可能性逐渐降低。
- **出口结构需求仍在。**疫情控制的时间差支撑国内出口需求增长，但随着海外生产恢复，出口或难以保持高速增长。
- **综合来看，**由于2020年GDP增速下滑较多，结合基数效应，我们估计**2021年经济增速在8.2-8.9%的区间。**

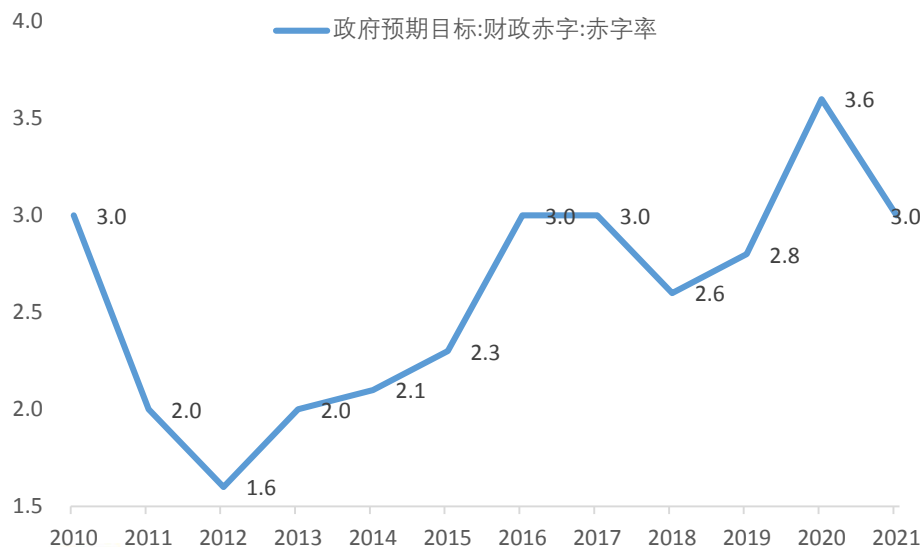
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
GDP：实际（%）	6.9	6.7	6.8	6.6	6.4	2.3	8.9
工业增加值（%）	6.1	6.0	6.5	6.3	6.2	2.8	8.4
固定资产投资增速（%）	10.0	8.1	7.2	5.9	6.0	2.2	6.5
社会消费品零售总额增速（%）	11.0	10.4	10.2	9.1	9.0	-3.9	15.5
居民消费价格指数（%）	1.4	2.0	1.5	2.1	2.3	2.5	1.5
生产资料价格指数（%）	-5.2	-1.4	6.5	3.8	2.0	-1.8	1.7

# 财政政策：2021提质增效可持续

- 中央经济工作会议指出要继续实施积极的财政政策。积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作。
- 预计2021年财政赤字将回落到3%，地方政府专项债规模介于2019年和2020年之间，约3万亿。政府债务合计规模约为6.3万亿，比2020年下降2.2万亿，比2019年增加1.4万亿，继续保持适度的支出强度，为经济提供支持。
- 假设其他分项增速保持不变的情况下，2021年社融存量增速将下降至11.2%。

政府预计目标赤字率

— 政府预期目标:财政赤字:赤字率



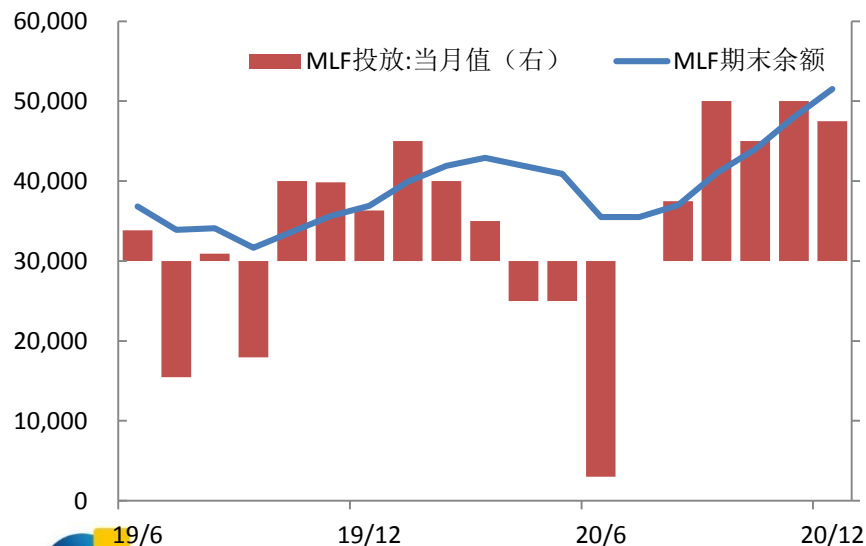
积极财政政策规模（亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
财政赤字率（%）	2.8%	3.6%	3.0%
中央财政赤字规模	18300	18300	20000
地方财政赤字规模	9300	19300	13000
抗疫特别国债	-	10000	-
地方政府专项债务	21500	37500	30000
合计	49100	85100	63000

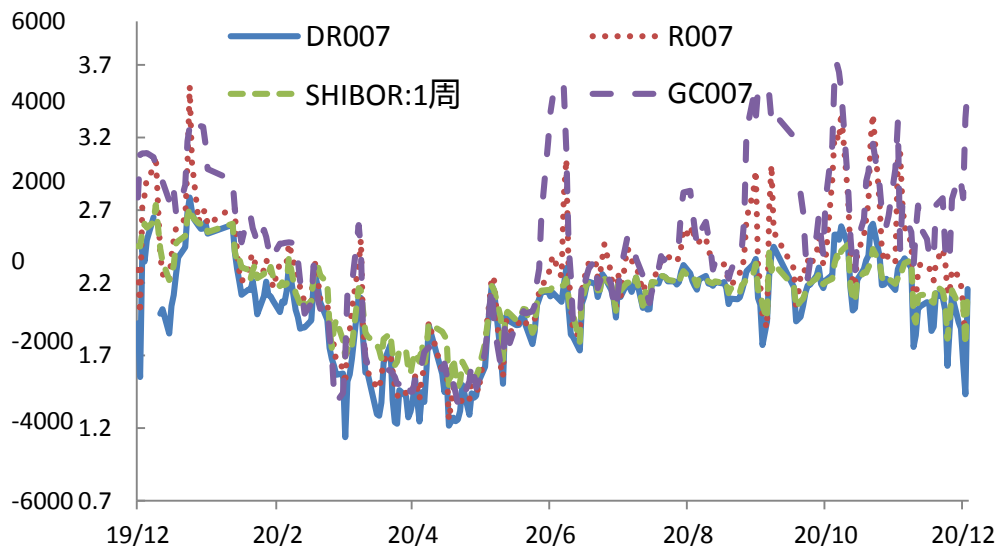
# 货币政策：央行操作稳健，呵护市场资金面

- 5月份以来，央行连续暂停公开市场操作，政策利率下调预期落空，6月份央行MLF操作净回笼5400亿元，7月份仅等额续作到期MLF资金。
- 8月份起央行开始超额续作MLF，当月净投放1500亿元，9月份净投放4000亿元，但随着地方债的大量发行，资金面仍小幅收敛，LPR利率也连续保持不变。11月份意外开展MLF，12月中旬开展9500亿元MLF，创有记录以来新高。
- 央行为维护年末流动性平稳，连续开展14天逆回购操作，呵护市场跨年资金面。除交易所回购利率外，其余货币市场利率均低于公开市场操作利率2.2%的水平，也低于前两个月的均值水平，市场资金面偏松。

MLF期末余额和当月投放值 (%)



货币市场资金面 (%)



# 货币政策：春节降准大概率落空

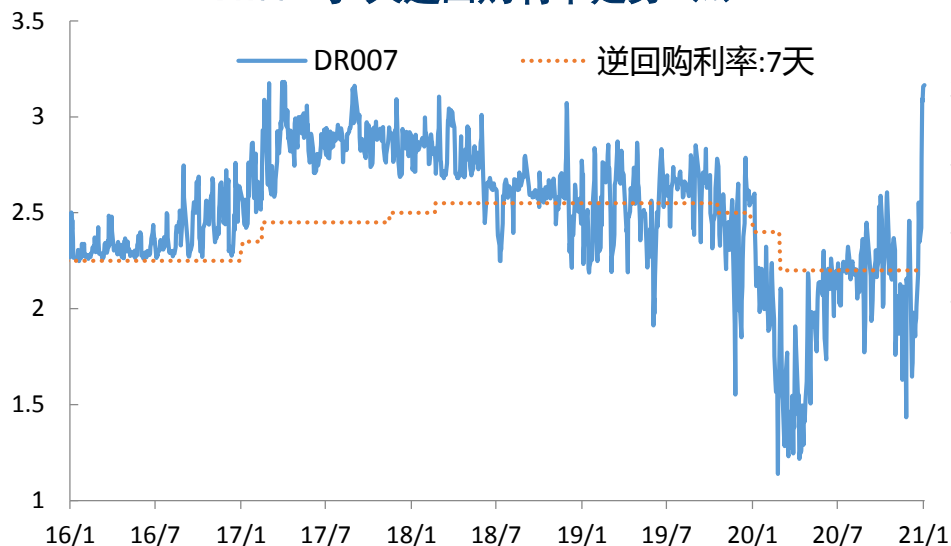
- 结合当前经济恢复情况，央行全面降准的必要性降低，在坚持稳字当头，不急转弯的政策指导下，预计央行大概率通过临时准备金动用安排或者临时投放资金的操作方式保持资金面相对平稳。

	存款准备金率	公开市场操作	合计
2020年	1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金约8000多亿元。	公开市场操作合计净投放8630亿元。	合计净投放资金约1.6万亿。
2019年	1月5日下调金融机构存款准备金率1个百分点，释放资金约1.5万亿元。	公开市场操作合计净回笼4405亿元。	合计净投放资金约1.1万亿。
2018年	通过临时准备金动用安排(CRA)，对于现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在可临时使用不超过2个百分点的法定存款准备金，使用期限为30天，可释放最高约1.5万亿~2万亿流动性。普惠金融定向降准释放长期流动性约3000亿元。	公开市场操作合计净投放940亿元	合计可投放资金约1.8-2.3万亿。
2017年		通过“临时流动性便利”(TLF)为在现金投放中占比高的几家大型商业银行提供了临时流动性支持，操作期限28天。公开市场操作净投放1155亿元，同时上调MLF利率10bp。	实际投放资金为1.83万亿。

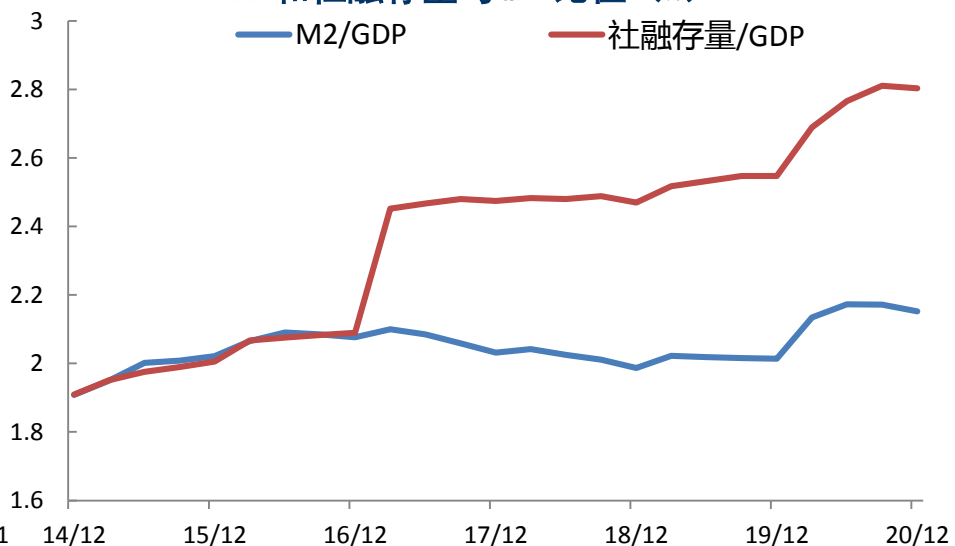


# 展望2021：货币政策不急转弯，杠杆率保持稳定

DR007与7天逆回购利率走势（%）



M2和社融存量与GDP比值（%）



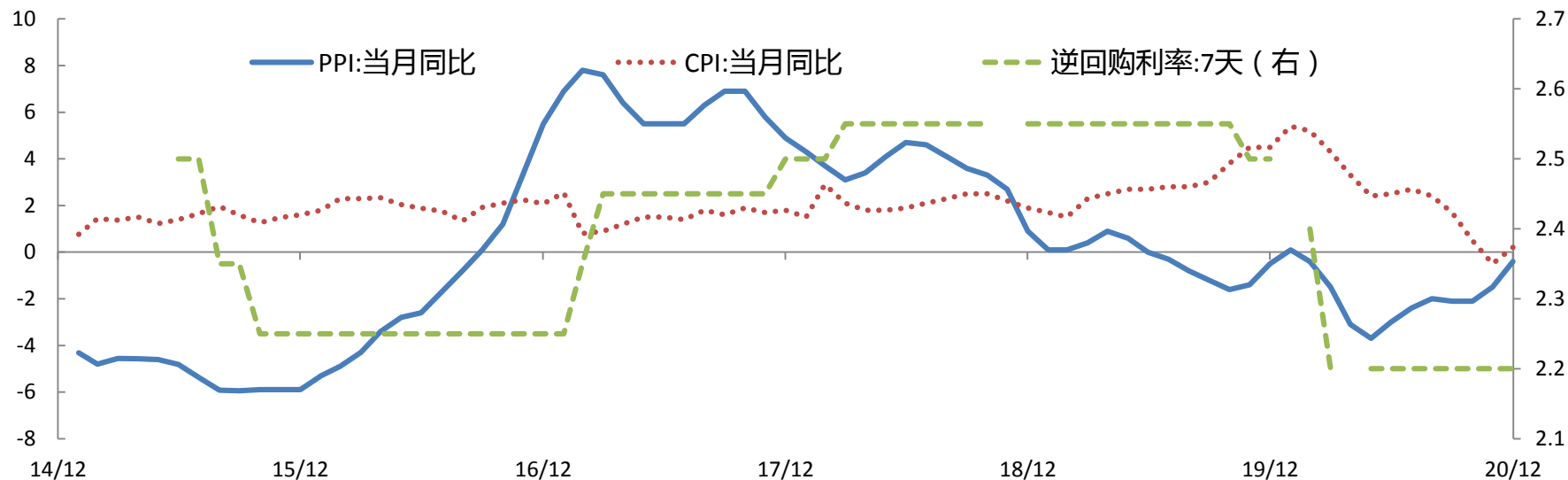
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 中央经济工作会议指出要继续实施稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。
- 在不急转弯的背景下，预计短期货币政策利率上调的概率较低。在保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速的要求下，预计M2和社融增速将有所回落。



# 展望2021：PPI快速回升对货币政策产生压力

CPI、PPI和7天逆回购利率走势（%）



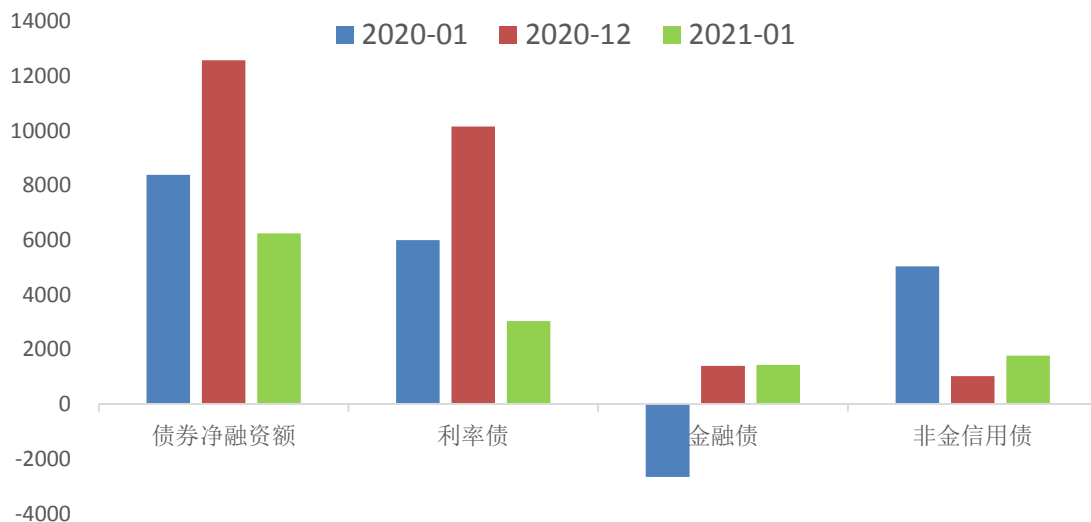
资料来源：Wind，申万期货研究所

- 2017年初，尽管CPI处于2%的低位，但由于PPI连续走高，突破6%，最高探至7.8%，央行于春节前后分别上调逆回购利率10bp，表明收紧市场流动性和去杠杆意图。
- 当前PPI处于低位，但随着PPI快速由负转正，若下半年大幅回升，不排除央行在保持宏观杠杆率稳定的背景下，提高货币政策利率收紧流动性的可能。

# 债券供给：供给显著减少，信用债发行有所恢复

- 截止1月末，我国债券市场存量规模已经超过114万亿元。1月份债券净融资额6234亿元，环比上月减少6331亿元，同比减少2143亿元，其中利率债净融资额3028亿元，主要是地方政府债和政策性银行债；金融债净融资额为1436亿元；非金信用债净融资额1768亿元，环比有所增加，信用债发行逐步恢复，不过同比显著减少。

1月份债券净融资情况对比（亿元）

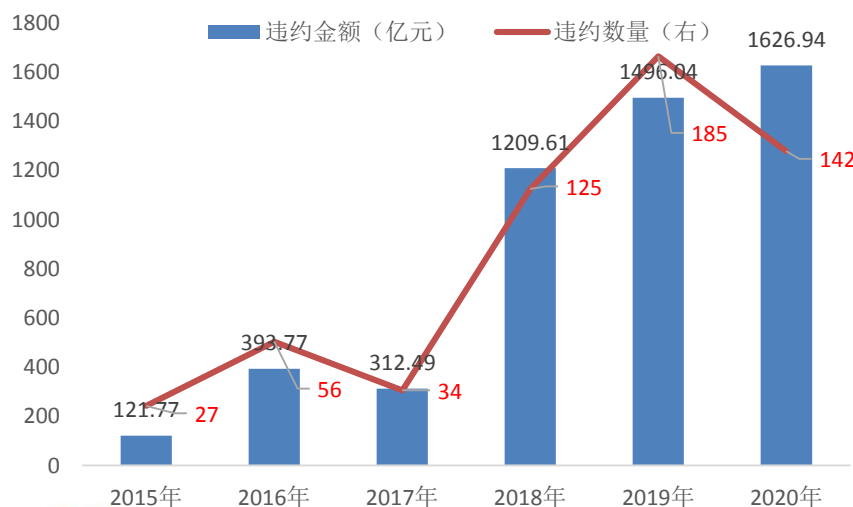


资料来源：Wind，申万期货研究所

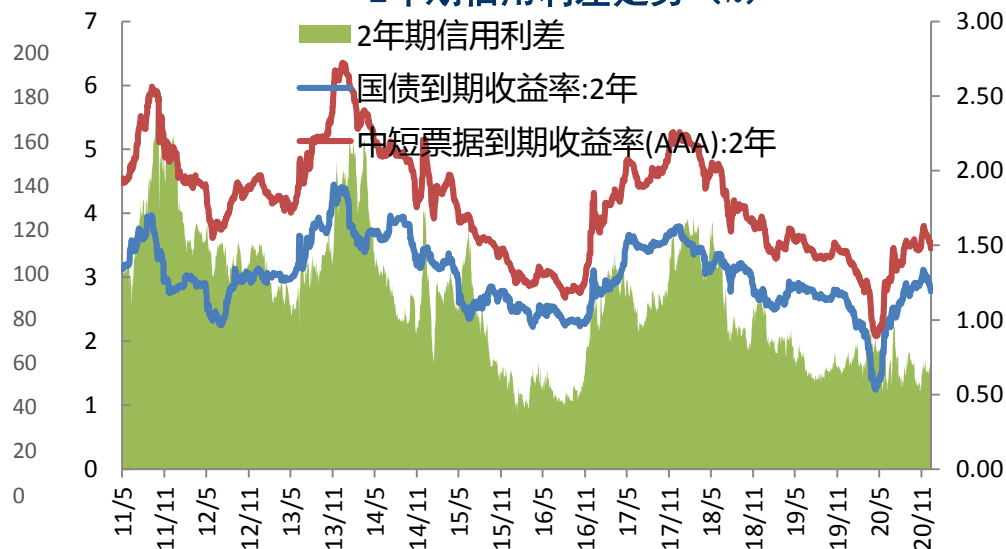
# 债券供给：信用违约继续，低等级利差扩大

- 债券违约继续。截至2020年底，违约债券150只，违约金额1697亿元，超过去年全年违约金额。
- 10月份之后，受债券集中违约影响，低等级AA产业债、城投债和中票收益率均显著回升，信用利差扩大，对市场形成一定的冲击。
- 当前信用利差仍处于低位，一般熊市都会伴随着信用利差的走阔，违约情况将继续处于高位。
- 信用债投资建议短久期，精选个券，重点卡防经营恶化，负债率高、融资受限、交叉违约和低评级等债券。

## 债券违约只数和金额走势



## 2年期信用利差走势 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

# 债券需求：银行基金持仓比例继续增加

- 截止2020年末，两机构合计托管的债券规模超过100万亿。债券的持有者主要为商业银行、广义基金等机构，以上两类机构持有债券占全市场比例为85.61%，其中商业银行持有债券比例为55.74%，比重进一步增加。在当前境内外利差维持高位且人民币保持强势的情况下，预计境外资金将以流入为主。

各持债主体持债规模（亿元）

持债主体	2018年末	2019年末	2020年11月末	2020年12末	月度变化
特殊结算成员	26,287	25,397	29,430	28,590	-840
商业银行	415,542	471,836	553,926	553,022	-904
信用社	9,373	12,181	14,899	13,590	-1309
非银金融机构	5,722	4,364	6,770	6,722	-48
证券公司	9,156	9,223	17,082	16,600	-482
保险机构	21,451	24,093	25,736	26,111	375
基金类	219,686	251,704	293,925	303,742	9816
非金融机构	86	98	263	277	13
个人投资者	7,822	8,546	7,977	8,027	50
交易所	17,726	18,745	23,606	23,986	380
境外机构	17,299	21,876	30,687	32,241	1554
其它	47	257	3,252	3,699	447
合计	750,197	848,319	1,007,554	1,016,606	9053

# 主要内容

- 一、1月份国债期货市场回顾
- 二、当前宏观经济政策分析
- 三、2月份国债期货投资策略

# 债市观点：货币政策稳健，期债继续下行

- 当前海外主要国家开始疫苗接种，生产仍逐步恢复，美国制造业PMI不断改善，进一步刺激计划有望落地，美联储宽松政策将继续保持，美债收益率显著上行。
- 国内工业生产将持续稳定复苏，消费或将加速恢复，投资保持温和托底，出口结构需求仍在，经济复苏加速明显，季度经济增长指标已经恢复至常态水平。
- 受猪肉价格回落影响，通胀暂无压力，更多的需要关注PPI价格的快速回升，若PPI快速由负转正，大幅回升，不排除央行在保持宏观杠杆率稳定的背景下，提高货币政策利率收紧流动性的可能，M2和社融规模增速也将逐步回落。
- 结合当前经济恢复情况和存款准备金率所处的水平，央行全面降准的必要性降低，在坚持稳字当头，不急转弯的政策指导下，预计央行大概率通过临时准备金动用安排或者临时投放资金的操作方式保持资金面相对平稳。
- 供需方面，受长假影响，2月份将是债券市场供给淡季。中美利差仍处于历史相对高位，相比较而言，境内债券存在较高的配置价值。
- 总体上，预计国债期货价格以下行为主，操作上建议做空为主。

# 策略一：做空国债期货合约

- 预计国债期货价格仍以下行为主，10年期国债收益率有可能回升至3.6%附近。建议国债期货各合约以做空为主，总仓位控制在20%左右。

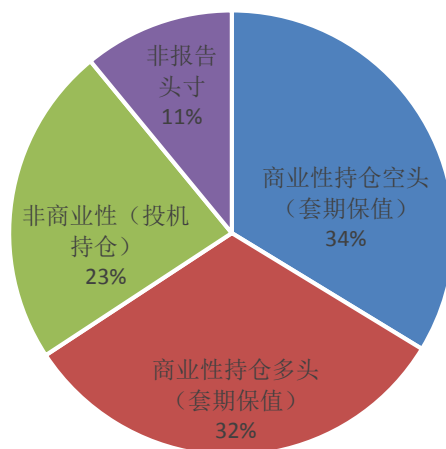


## 策略二：卖出套期保值对冲风险，管理产品净值

- **持有现券或承销、做市对冲风险，锁定利润**：  
通过卖出国债期货获得盈利锁定利润。
- **构建久期中性债券组合**：  
资管产品要求打破刚性兑付，实行净值化管理背景下，近期部分银行理财产品净值转负，可通过债券现货和期货组合设计收益相对稳定的资管产品。
- **控制借款成本**：  
需要在将来借入款项的投资者用来防范利率的上升。



芝加哥商品交易所10年期国债期货持仓结构

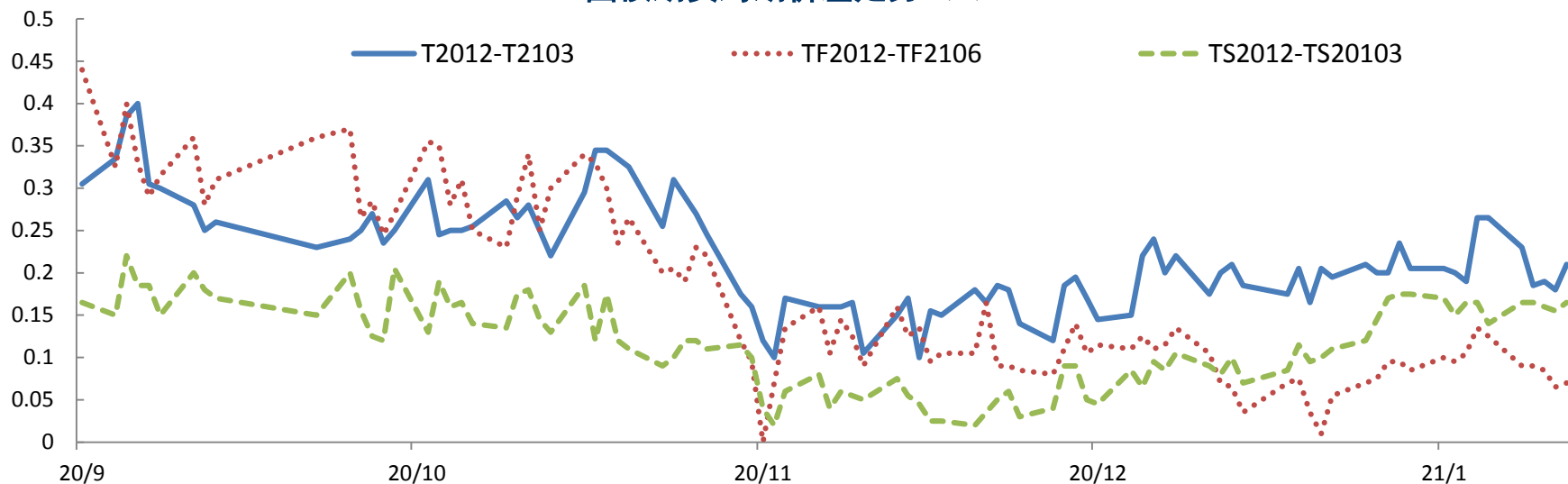


- **锁定未来买入债券的成本**。  
投资预期将来买入债券，预期利率下行，则可以先在国债期货市场买入期货，锁定未来买入现券的成本。



## 策略三：关注跨品种套利机会

国债期货跨期价差走势（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 进入2月份，各国债期货主力2103合约将向2106合约移仓。根据中金所交割规则，进入交割月后，滚动交割阶段空头可以主动提出交割申报，由交易所寻找相匹配的多头完成交割。一旦进入了交割月，多头可能面临随时“被交割”的情况，存在较大的不确定性。因此，在移仓过程中，理论上主力期货合约的多头倾向于平仓或者移仓，跨期价差有缩小的趋势。
- 当前国债期货近月合约最廉IRR处于正常水平，远月合约处于低位，对于近月合约的多头来说，移仓存在一定基差损失。从三个品种的跨期价差走势上看，有一定的缩小的趋势，建议投资者积极关注空2103，多2106合约的跨期套利操作。

# 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。