

# 聚焦空头动向，但移仓矛盾并不突出 ——2112 移仓展望

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

## 报告要点

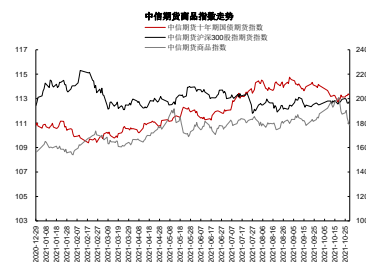
不同于 2106 和 2109 合约，2112 合约移仓焦点重新转向空头，但移仓矛盾可能并不突出。如果行情表现平稳，大概率本轮跨期价差以窄幅波动的格局出现，平稳移仓可能是相对较优的策略选择。

## 摘要：

**2021 年几个合约移仓节奏逐步加快的背后：**回顾今年 2103、2106 以及 2109 三次国债期货移仓情况可以发现，近年来整体上国债期货移仓节奏呈现出一定的加快趋势。背后主要与多空矛盾是否剧烈有关。结合我们此前几次移仓展望报告可知：2106 合约之后，由于 IRR 机会的逐步消失，导致期现策略主导下空头进入交割的意愿明显下降。同时，在牛熊行情切换之下，移仓关注的重点也跟从空头转向多头。而 2106 和 2109 合约移仓节奏上的差异一定程度暗示出行情持续性对于移仓矛盾的影响，如果行情延续性变差，也会导致移仓效率的进一步提升。

**不同于 2106 和 2109 合约，2112 合约移仓焦点重新转向空头，但移仓矛盾可能并不突出。**多头层面，降准证伪叠加基差提前收敛之后，多头缺乏在近月顺势等待的基础。空头层面，IRR 收益不高决定了空头进入交割并不划算，但因 8 月 IRR 一度高于存单收益，叠加基差偏低的环境，不排除存在基于此博弈基差扩大的策略存在。考虑这一策略目前获利空间不足，且入场时 IRR 绝对水平偏低，这一策略进入交割并不划算。因此，不排除策略择机平仓或移仓至 2203 合约的可能性。与此同时，10 月以来市场调整带动套保头寸入场，但由于 10 月市场下跌之前套保的投资者已经锁定的部分收益，目前面临是否放松部分套保敞口的选择。10 月市场下跌之后的套保投资者，大概率直接选择在 2203 合约上建立仓位，导致本轮移仓受其影响并不明显。因此，这一大的持仓环境决定了本轮移仓动向需聚焦于空头，但移仓矛盾可能并不突出。

如果行情表现平稳，大概率本轮跨期价差以窄幅波动的格局出现，平稳移仓可能是相对较优的策略选择。不过，在移仓矛盾不显著的情况下，反而需要聚焦行情波动对于市场近远月合约相对强弱的影响。从我们目前的分析来看，我们认为，担忧集中于两个方面：一是，资金面的不安全感上升，叠加地方债集中于 11 月发行下央行对冲操作的精准性，导致的资金波动是短期关注的重点；二是，中美贸易关系明显缓和带来的风险偏好问题。



## 固定收益团队

研究员：  
张菁  
021-80401729  
zhangjing@citicsf.com  
从业资格号 F3022617  
投资咨询号 Z0013604

**风险因子：**1) 货币政策意外宽松；2) 美联储意外宽松

## 目 录

摘要: .....	1
一、2021 年几个合约移仓节奏逐步加快的背后.....	4
二、2112 合约移仓焦点重新转向空头，但移仓矛盾可能并不突出.....	6
三、平稳行情下跨期价差窄幅波动，但暗流涌动需加以提防.....	9
免责声明 .....	11

## 图目录

图表 1: T 合约移仓节奏 .....	4
图表 2: TF 合约移仓节奏 .....	4
图表 3: TS 合约移仓节奏 .....	5
图表 4: 各品种今年整体移仓节奏.....	5
图表 5: 2112 合约 CTD 券 IRR 与存单收益率（AAA） .....	7
图表 6: 主力合约前 5 大席位净持仓.....	7
图表 7: 2109 合约向 2112 合约切换过程中增仓 1 万多手.....	8
图表 8: 前期持仓偏空的席位已经部分平仓.....	8
图表 9: 10 月之后，T 持仓增仓主要在 2203 合约.....	8
图表 10: 03 合约在 10 月以后迅速加仓.....	8
图表 11: 10 月之后 T2203 基差先扩后收敛.....	9
图表 12: 基差贴水修复策略的席位持仓已经向远月转移.....	9

进入 11 月，国债期货 2112 合约面临移仓换月的问题。考虑近期市场环境更趋复杂，在降准预期降温，通胀担忧升温以及经济下行压力或仍较大的背景下交易行为与之前相比更加分散化。如何看待本轮移仓换月的主要逻辑？

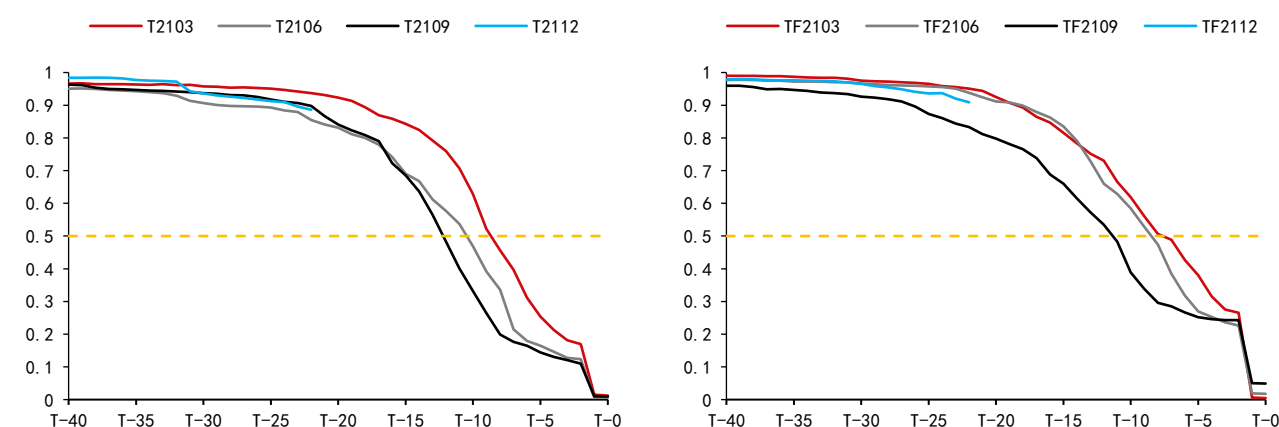
## 一、2021 年几个合约移仓节奏逐步加快的背后

### （一）今年各品种的移仓节奏整体有加快的趋势

通过回顾今年 03、06 以及 09 三次国债期货移仓情况可以发现，今年来整体上国债期货移仓节奏呈现出一定的加快趋势。我们通过国债期货当季合约持仓量与国债期货当季合约以及次季合约总持仓量的比值来衡量移仓的进度和节奏，一般来说，主力合约持仓量最大，而且国债期货持仓量也基本上都集中在当季和次季合约上，因此可以使用这一比值作为移仓进度以及主力合约切换的一个参考。如下图所示，横坐标为距离交割月还剩下的交易天数，纵坐标为移仓进度情况，当曲线低于 0.5 时，即说明次季合约持仓量超过当季合约，也即主力合约由当季切换至次季。从今年 T、TF 和 TS 三个品种的移仓节奏上看，基于主力合约切换的角度，移仓整体上呈现出一定的加快趋势。根据统计可以发现，今年 T2103、T2106、T2109 合约移仓过程中的主力合约切换分别发生在距离交割月还剩 8 个交易日、10 个交易日、12 个交易日；TF 合约在从 03-09 合约的移仓过程中，主力合约切换时点分别发生在还剩 7 个、8 个、11 个交易日；TS 相对来说波动较大，主力合约切换时点分别发生在还剩 2 个、10 个、9 个交易日。整体上看，移仓过程中主力合约的切换时间呈现一定的加快趋势。

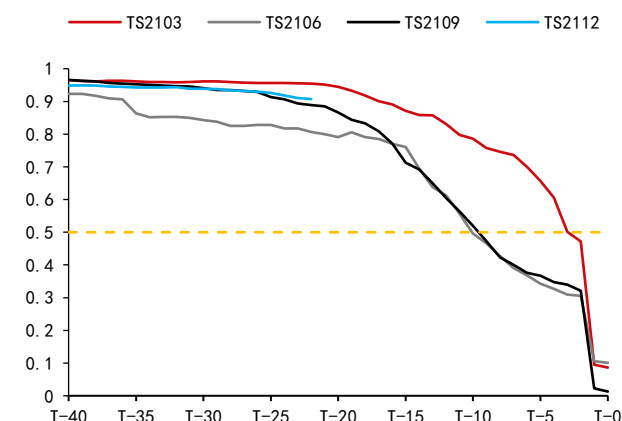
图表1：T 合约移仓节奏

图表2：TF 合约移仓节奏

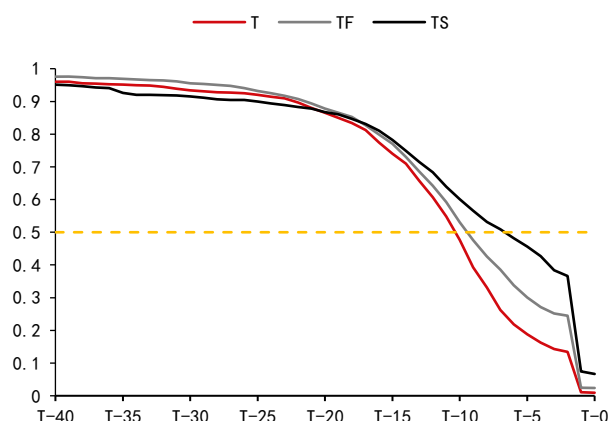


资料来源：Wind 中信期货研究部

图表3：TS 合约移仓节奏



图表4：各品种今年整体移仓节奏



资料来源：Wind 中信期货研究部

## （二）移仓加快的背后主要与多空矛盾是否剧烈有关

进一步探讨今年移仓节奏逐步加快的背后的主要驱动，我们认为背后主要与多空矛盾是否剧烈有关。结合我们此前几次移仓展望报告可知：

2103 合约移仓相较于 2012 合约加快的背后主要在于期现策略的相对减少。但由于 T 和 TS 上可能仍然存在 IRR 策略的投资者，因此，总体来说，IRR 策略的存在仍会拖累移仓进度。这一点从 T2103 和 TS2103 移仓效率与年内其他合约差异明显偏高，且显著大于 TF2103 可以有所反映。具体移仓逻辑可参考此前报告《2103 移仓展望：提前展开，平稳移仓》。

2106 合约移仓思路明显切换，期现策略主导移仓的逻辑因期现交易机会的减弱而告一段落，多头博弈情绪如何演绎成为移仓关键。由于期现策略下降导致的交割需求明显下滑，因此移仓效率会随之显著提升。不过，相较于 2109 合约，由于 2106 合约集中了大量基于“市场对于二季度资金面趋紧预期下，资金却持续宽松的预期差”所产生的多头博弈头寸，在市场偏多氛围延续至 5 月的行情中，近月合约选择“让利润继续奔跑”，一方面继续获取近月合约上涨带来的做多收益，另一方面，空头主动移仓行为也将进一步带动近月合约偏强表现。这一逻辑之下，国债期货移仓速度虽然相较于期现策略主导下的 2103 合约有所提升，但受制于博弈因素相较于 09 合约仍然偏慢。具体移仓逻辑可参考此前报告《2106 移仓展望：思路转换，聚焦多头博弈头寸》。

2109 合约移仓思路延续 2106 合约以多头动向主导的逻辑，但由于多头逻辑并未像 2106 合约一样持续延续至交割月前月，即未延续至移仓主力时间段，叠加空头面临更紧迫的移仓压力一定程度也加速了移仓决策。整体 2109 合约的移仓效率进一步提升。具体移仓逻辑可参考此前报告《2109 移仓展望：空头移仓压力略高于多头》。

### （三）小结

由此不难发现，在近年来国债期货持仓量逐步累积的背景下，移仓效率并没有被明显拖累，移仓分析的重点仍然在多空博弈的分析之上。2106 合约之后，由于 IRR 机会的逐步消失，导致期现策略主导下空头进入交割的意愿明显下降。同时，在牛熊行情切换之下，移仓关注的重点也跟随从空头转向多头。而 2106 和 2109 合约移仓节奏上的差异一定程度暗示出行情持续性对于移仓矛盾的影响，如果行情延续性变差，也会导致移仓效率的进一步提升。

## 二、2112 合约移仓焦点重新转向空头，但移仓矛盾可能并不突出

### （一）IRR 偏低决定了空头交割并不划算，但不排除少量博弈基差扩大的头寸存在

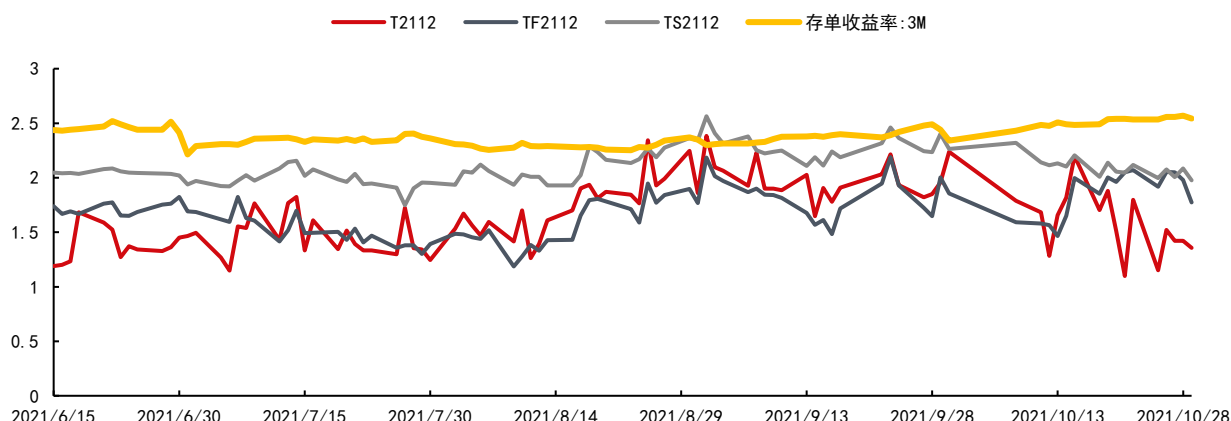
此前我们曾强调，2012 合约和 2103 合约移仓效率偏低的背后重要的驱动在于抗疫债偏高的 IRR 带来的空头交割获取 IRR 收益的策略大行其道。但自从收益率继续向下突破，多头氛围提升带动做多热情压缩基差，同时，国债期货 CTD 切换之后由于抗疫债定价出现偏差导致的 IRR 机会也逐步消失。国债期货上期现策略空间明显不足。这一逻辑也基本延续在 2112 合约之上，8 月以来绝大多数情况下，IRR 收益相较于存单的性价比并不高，决定了 IRR 正套策略空间在 2112 合约上并不充足。

当然，值得关注的是 8 月下旬至 9 月上旬阶段，由于期货超涨带来 IRR 一度是超越存单收益。结合当时距离合约交割仍有一定时间，偏低的基差叠加 IRR 的安全垫，不排除部分头寸基于此来博弈基差扩大收益。从 2112 合约前 5 大持仓当时空头加仓动向来看，也不排除部分资金参与这一策略的可能性。

不过，考虑 10 月之后，由于降准预期证伪，市场出现明显的调整，国债期货一定程度上修复了前期过于强势的表现，基差出现小幅扩大，IRR 顺势出现下行。但由于即将 2112 合约即将进入交割，因此，基差扩大空间非常有限。这一策略获利空间不足。而单纯从 IRR 绝对水平来看，这一策略进入交割并不划算。因此，不排除策略择机平仓或移仓至 2203 合约的可能性。背后逻辑支撑在于：市场情绪转弱后带动基差修复+收益率上行推动 CTD 切换。与此同时，我们此前在《03 合约基差季节性走扩是巧合么？》中指出，历史上 03 合约基差出现季节性走扩主要是源于季节性资金由紧转松，以及配置力量使得现券表现较期货更为坚挺，基于这一特征，基差走阔策略仍然可以关注。

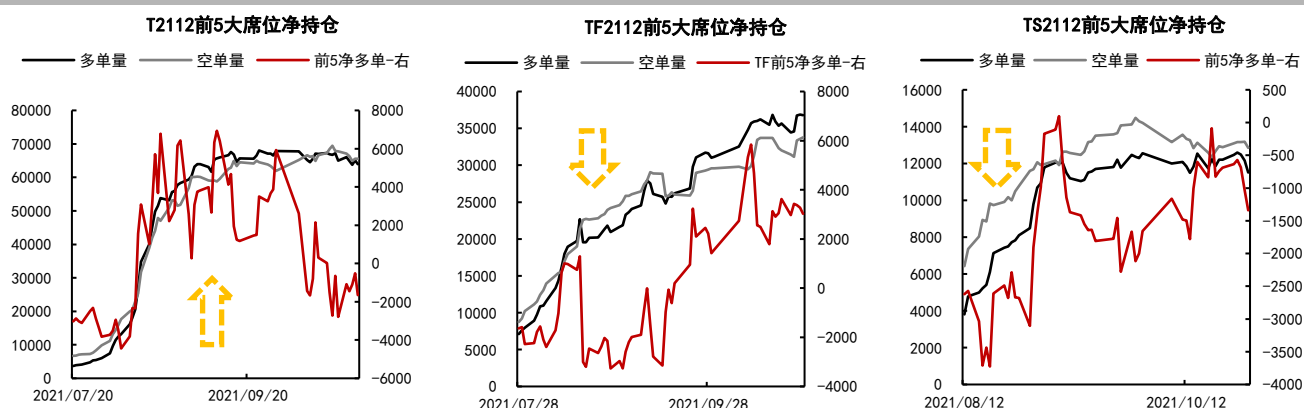


图表5：2112 合约 CTD 券 IRR 与存单收益率（AAA）



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表6：主力合约前 5 大席位净持仓



资料来源：Wind 中信期货研究部

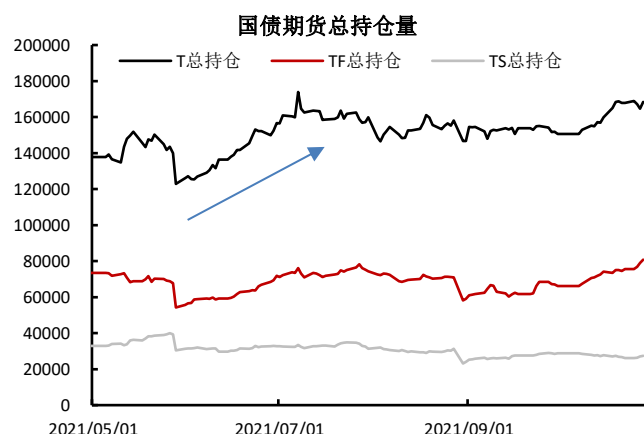
## （二）套保时间节点和不同的合约选择导致空头的动向也尤为关键

除了期现策略之外，由于市场出现调整，我们也不能忽略空头套保头寸的存在。但根据我们的观察与分析，套保时间节点的不同导致的不同的合约选择，也可能导致空头集中移仓的压力并不突出。

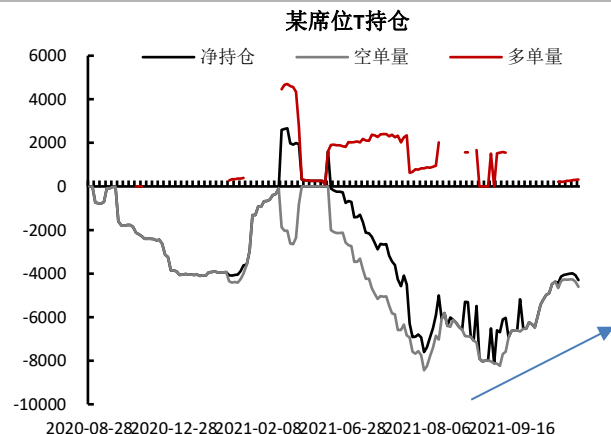
我们的结论是：10 月市场下跌之前套保的投资者已经锁定的部分收益，目前面临是否放松部分套保敞口的选择。10 月市场下跌之后的套保投资者，大概率直接选择在 2203 合约上建立仓位，导致本轮移仓受其影响并不明显。具体理由如下：

其一，2112 合约上空头套保投资者介入相对偏早，这一点从 2109 合约向 2112 合约切换过程中已经增仓 1 万多手可以有所反映，因此，从套保收益来看，这类投资者已经部分锁定了 10 月以来的收益率上行风险，目前收益率处于相对分歧阶段，继续套保的意愿有待观察。这一点从前期持仓偏空的席位已经部分平仓也可有所反应。

图表7：2109 合约向 2112 合约切换过程中增仓 1 万多手



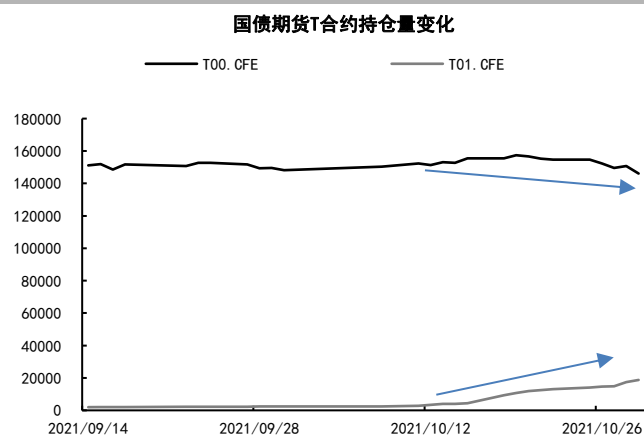
图表8：前期持仓偏空的席位已经部分平仓



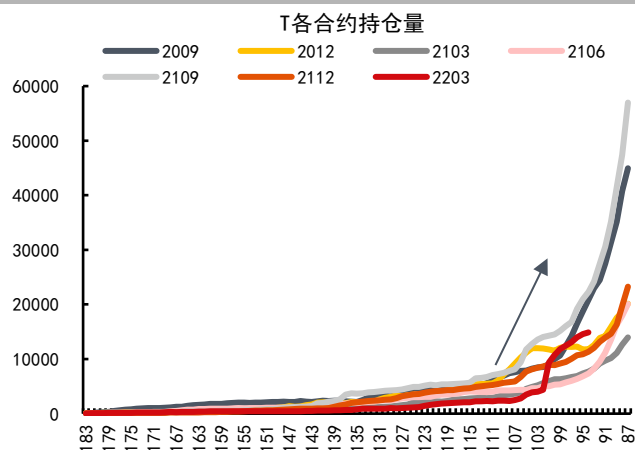
资料来源：Wind 中信期货研究部

其二，从 10 月以后的套保投资者来看，预计大概率在 2203 合约上建仓以规避一次移仓困扰，这一点亦可从 03 合约在 10 月以后迅速加仓可知。由此来看，这一类相对偏晚的套保投资者虽然有套保动力，但暂无移仓困扰。

图表9：10 月之后，T 持仓增仓主要在 2203 合约



图表10：03 合约在 10 月以后迅速加仓



资料来源：Wind 中信期货研究部

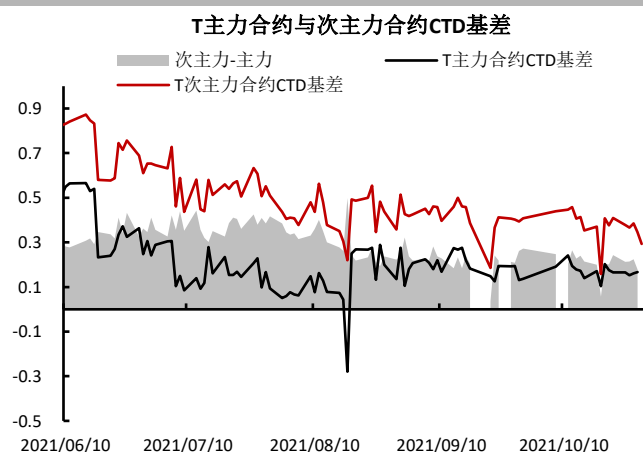
### （三）降准证伪叠加基差提前收敛之后，多头缺乏在近月顺势等待的基础

不同于 2106 和 2109 合约，2112 合约所处的环境对于多头更为不利，多头缺乏在近月顺势等待的基础。一方面，短期降准预期的证伪使得多头博弈的重要逻辑基点被证伪，叠加通胀升温、海外货币政策收紧预期强化以及地方债发行加速，短期暂时看不到收益率重新回到 2.8% 的基础。这一点决定了多头在近月合约顺势等待缺乏行情方面的支持。另一方面，从基差收敛的逻辑来看，正如前文所述，由于本轮 2112 合约基差收敛的时间相对靠前，在 9 月时 CTD 基差已经回归至 0.2 元以内，多头基于基差收敛而继续在近月等待的意义也并不大。与此同时，10 月后因市场套保倾向向 2203 合约转移，导致 2203 基差扩大，部分博弈基差收敛回

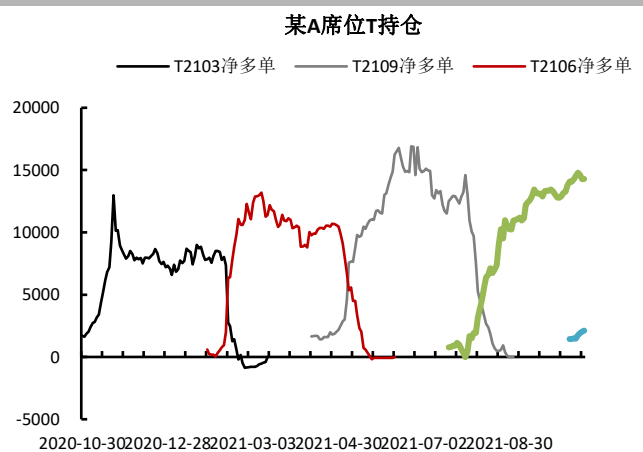


归收益的策略已经转向 2203，这一定程度上也带动了远月国债期货持仓的积累和基差的收敛。我们在部分关注基差贴水修复策略的席位上也看到了类似的移仓开始向远月迁移的现象。

图表11：10月之后 T2203 基差先扩后收敛



图表12：基差贴水修复策略的席位持仓已经向远月转移



资料来源：Wind 中信期货研究部

#### （四）小结

总之，我们认为，不同于 2106 和 2109 合约，本轮移仓的焦点将重新转向空头，但移仓矛盾可能并不突出。多头层面，降准证伪叠加基差提前收敛之后，多头缺乏在近月顺势等待的基础。空头层面，IRR 收益不高决定了空头进入交割并不划算，但因 8 月 IRR 一度高于存单收益，叠加基差偏低的环境，不排除存在基于此博弈基差扩大的策略存在。考虑这一策略目前获利空间不足，且入场时 IRR 绝对水平偏低，这一策略进入交割并不划算。因此，不排除策略择机平仓或移仓至 2203 合约的可能性。与此同时，10 月以来市场调整带动套保头寸入场，但由于 10 月市场下跌之前套保的投资者已经锁定的部分收益，目前面临是否放松部分套保敞口的选择。10 月市场下跌之后的套保投资者，大概率直接选择在 2203 合约上建立仓位，导致本轮移仓受其影响并不明显。因此，这一大的持仓环境决定了本轮移仓动向需聚焦于空头，但移仓矛盾可能并不突出。

### 三、平稳行情下跨期价差窄幅波动，但暗流涌动需加以提防

正如前文所述，本轮移仓过程中的重点可能切换至空头，但由于多空矛盾可能并不十分突出，因此，对于跨期价差的扰动也可能不会显著显露。那么，如果行情表现平稳，大概率本轮跨期价差以窄幅波动的格局出现，平稳移仓可能是相对较优的策略选择。

不过，在移仓矛盾不显著的情况下，反而需要聚焦行情波动对于市场近远月

**合约相对强弱的影响。**正如我们此前在《本次移仓我们看对了什么？看错了什么？》中指出的，意外的突发事件可能导致行情突变，进而影响近月和远月的相对强弱。比如，若在 11 月上旬出现交易机会，那么，市场仍可能基于近月合约偏高的流动性来进行阶段性的单边博弈。若交易机会出现在 11 月中下旬，那么，由于流动性的迁移，博弈的重点也将随之变化。

从我们目前的分析来看，我们认为，担忧集中于两个方面：一是，资金面的不安全感上升，叠加地方债集中于 11 月发行下央行对冲操作的精准性，导致的资金波动是短期关注的重点；二是，中美贸易关系明显缓和带来的风险偏好问题。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本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所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

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会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且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。本报告不应取代个人的独立判断。本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。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 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