

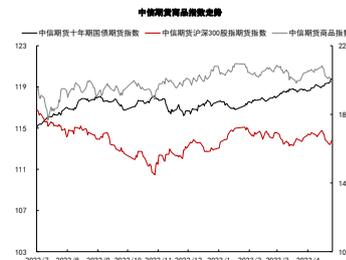
跨期走阔现象或难以延续

——2306 移仓展望

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

本轮移仓换月多空相对格局可能较前几轮出现变化，“多头占优格局不在”，对应来看，自2022年年初以来跨期价差持续走阔的现象在本轮或难以进一步延续，多头可加速移仓，空头移仓可稍作等待。



摘要：

- 首先，大环境来看，本轮移仓换月多空相对格局可能较前几轮出现变化，“多头占优格局不在”，对应来看，自2022年年初以来跨期价差持续走阔的现象在本轮或难以进一步延续。1) 相比于去年的资金面大幅宽松，当前资金利率已经逐步回归政策利率附近，给跨期价差中枢整体下移的动力。2) 去年高基差以及低IRR环境在本轮发生逆转，本轮基差收敛时点较早，移仓阶段基差继续收敛空间已经相对较小。截至4月28日，国债期货T2306、TF2306和TS2306基差分别为0.19元、0.13元和0元，分别处于同期36%分位、52%分位和7%分位。在IRR仍处于偏低环境以及正套机会有限的情况下，空头进入交割以及移仓的动力或变化不大，但是多头移仓意愿或有所增强，这可能使得前几轮导致跨期价差明显走阔的“多头占优格局”不复存在，给予跨期价差向下收敛的动力。
- 其次，从不同品种的多空移仓矛盾来看，本轮三个品种上的多头移仓动力可能均将增强。在长端品种T2306上，基差已回归正常水平，叠加CTD券集中在老券200006上，可能使得多头进入交割意愿下降，移仓动力提升。短端品种方面，TF2306和TS2306尽管CTD券较新，但两者的基差收敛时点相较于T2306更早，特别是TS2306基差早已收敛至正常偏低的水平，这可能也影响多头进入交割的意愿。
- 整体上看，本轮跨期价差或倾向于收窄，不过也可以发现的是，本轮移仓节奏相对偏快，在多头向远月合约转移以及跨期收窄后，空头移仓也有所加速，这可能意味着跨期进一步收窄的空间并不会太大。截至4月28日，T2306、TF2306、TS2306的移仓进度分别为19.8%、18.15%、18.53%，均处于过去几个合约同期的偏快水平，同期T、TF、TS移仓的平均进度分别为17.05%、13.16%、16.66%。

策略推荐：在跨期倾向于收窄的情况下，空头不必着急过早移仓，可以适当放慢步伐，在T、TF和TS跨期价差分别收窄至0.4元左右、0.2元左右、0.1元左右时，空头可加快移仓。

风险因子：1) 政策端超预期；2) 资金面大幅宽松

重要提示：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。

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

程小庆
021-60819969
chengxiaqing@citicsf.com
从业资格号 F3083989
投资咨询号 Z0018635

目 录

摘要:	1
一、大环境看，支撑跨期价差走阔的基本面与资金面已经出现变化	3
二、本轮多头移仓意愿或整体有所增强	6
三、移仓进度跟踪：本轮移仓节奏相对偏快，跨期有所收窄后空头移仓加速，可能制约后续价差收窄空间	10
四、移仓展望：跨期价差持续走阔的现象在本轮或难以进一步延续	11
免责声明	13

图目录

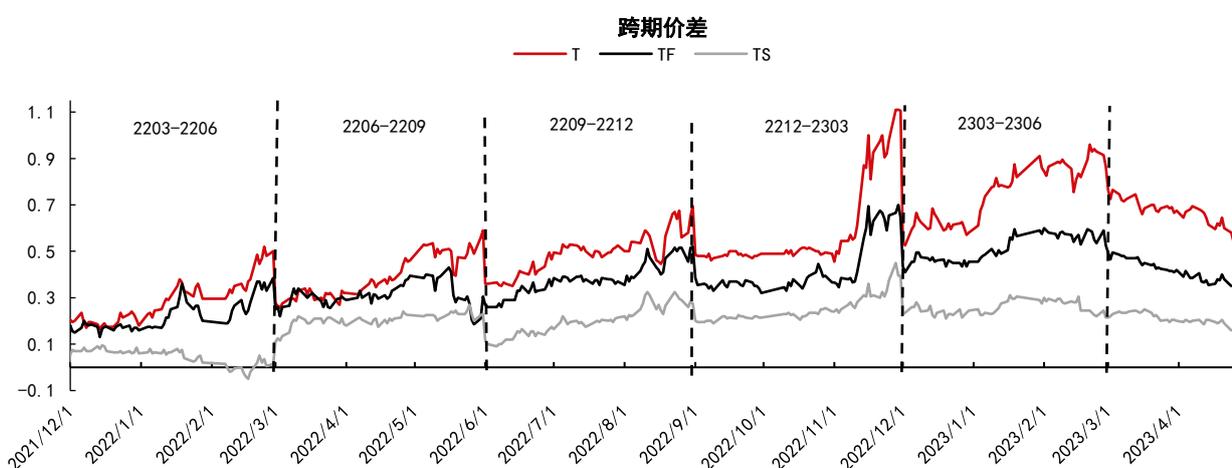
图表 1： 2022 年以来 5 轮移仓换月期，跨期价差整体均有所走阔，本轮或难以延续	3
图表 2： 2022 年稳增长诉求较高，市场对政策发力以及经济企稳反弹的预期始终较强（%）	4
图表 3： 2022 年经济处于弱现实环境（%）	4
图表 4： 2022 年信贷社融表现也整体偏弱（%）	4
图表 5： 4 月地产销售端表现再度转弱，这可能制约经济反弹强度以及市场强预期的延续（万平方米）	5
图表 6： 资金面大幅宽松的状态不再（%）	6
图表 7： 资金面回归“常态”使得跨期价差同样趋于回落	6
图表 8： 本轮基差收敛时点相对较早	7
图表 9： 当前基差整体处于正常水平，甚至偏低	7
图表 10： CTD 券集中在 200006 上	8
图表 11： 某典型席位在 T2306 上多头持仓快速下行（手）	8
图表 12： TF2306 CTD 券集中在 220016 上	9
图表 13： TS2306 CTD 券集中在 220028 上	9
图表 14： 某典型席位在短端持仓变化	9
图表 15： IRR 仍处于偏低的环境（%）	10
图表 16： 2303 合约 CTD IRR（%）	10
图表 17： T2306 移仓进度 19.8%	11
图表 18： TF2306 移仓进度 18.15%	11
图表 19： TS2306 移仓进度 18.53%	11
图表 20： 跨期收窄后空头移仓动力或有所提升	11

国债期货 2306 合约移仓换月逐步开启。截至 4 月 28 日，国债期货当季合约 T2306、TF2306 和 TS2306 持仓量分别为 17.47 万手、9.75 万手和 5.60 万手，次季合约 T2309、TF2309 和 TS2309 持仓量分别为 4.31 万手、2.16 万手和 1.27 万手，跨期价格分别为 0.540 元、0.285 元和 0.180 元。值得注意的是，自 2022 年年初以来的五轮移仓过程中，国债期货跨期价格整体均呈现了走阔的特征，尤其过去两轮。那么本轮跨期是否会延续这一特征？

一、大环境看，支撑跨期价差走阔的基本面与资金面已经出现变化

自 2022 年年初以来，国债期货移仓过程中跨期持续呈现走阔特征，尤其是最近两轮，2212 和 2303 移仓中跨期价格最高达到了 1 元左右的水平。不过，我们认为，本轮移仓中这一现象或将打破。本轮跨期价差或很难再继续上演此前几次的持续走阔特征，相反收敛的可能性更大。从近期 2306-2309 的跨期价差表现来看，整体呈现一定收窄。当前 T2306-T2309 跨期价差来到 0.5 元左右，较 3 月份呈现较明显下降。

图表1：2022 年以来 5 轮移仓换月期，跨期价差整体均有所走阔，本轮或难以延续



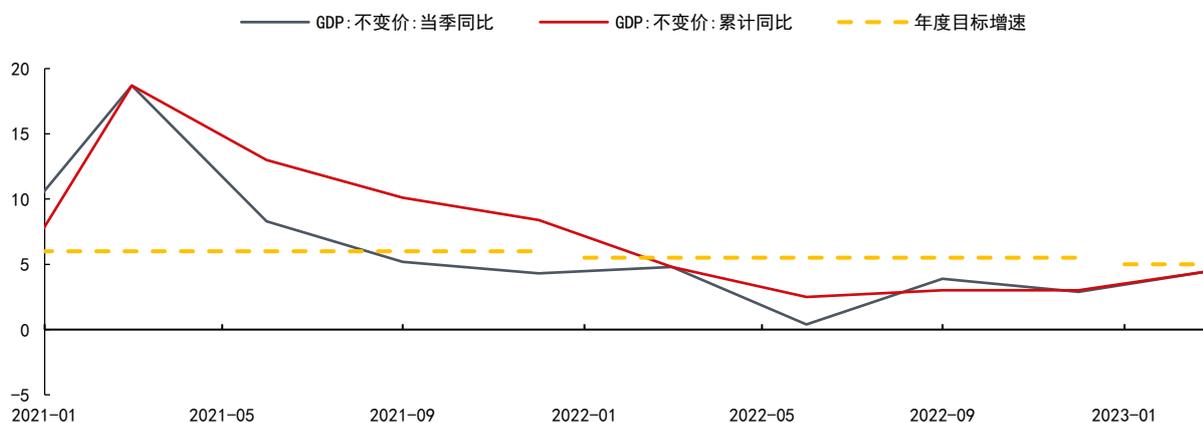
资料来源：Wind 中信期货研究所

首先，从基本面来看，强预期与弱现实反复博弈的格局有所转变，市场对于经济修复强度的预期有所弱化，这将导致引发移仓换月期跨期价差持续走阔的基差环境发生变化。

我们曾在《2303 移仓展望：跨期是否会再次走阔？》中指出，“临近交割前的基差收敛空间成为了国债期货移仓换月期出现走阔表现的关键。”此前我们也在多篇报告中分析过，自 2022 年年初以来，强预期与弱现实反复博弈的格局下，市场对于政策发力以及经济反弹的预期较强，但是预期并没有得到充分兑现的弱现实环境，导致了国债期货基差以及跨期价差的较大波动。

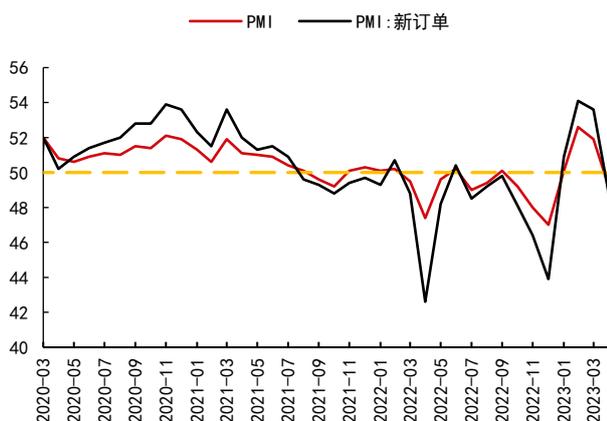
当前来看，强预期与弱现实博弈的格局有所改变，这将导致引发移仓换月期跨期价差持续走阔的基差环境发生变化。一方面，自年初以来经济呈现一定反弹，较此前的弱现实环境有所改善。年初以来 PMI 整体处于景气区间，新增人民币贷款同比持续呈现高增。另一方面，当前市场对经济修复强度的预期以及强政策出台的预期不强。如从 4 月底中央政治局会议上看，政策层面并没有明显加码的表现，4 月底中央政治局会议强调“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局”，且政策层面更多从扩大需求尤其是消费的角度入手，地产端政策并没有太大变化。而从高频数据来看，4 月地产销售端再度呈现转弱，尤其是二三线城市销售端表现已经低于 2022 年同期水平，这可能也制约消费和投资反弹强度以及市场对于经济修复的预期。

图表2：2022 年稳增长诉求较高，市场对政策发力以及经济企稳反弹的预期始终较强（%）

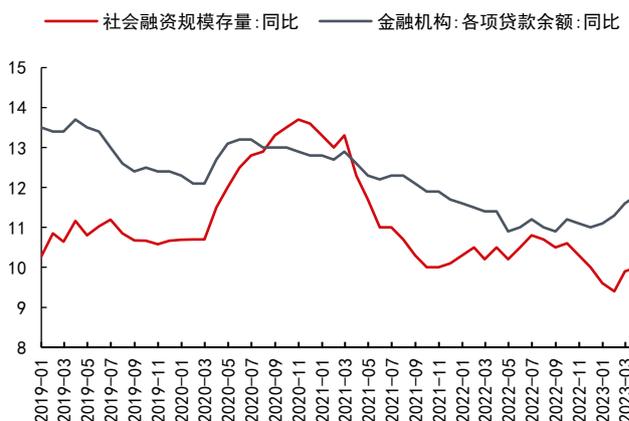


资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：2022 年经济处于弱现实环境（%）

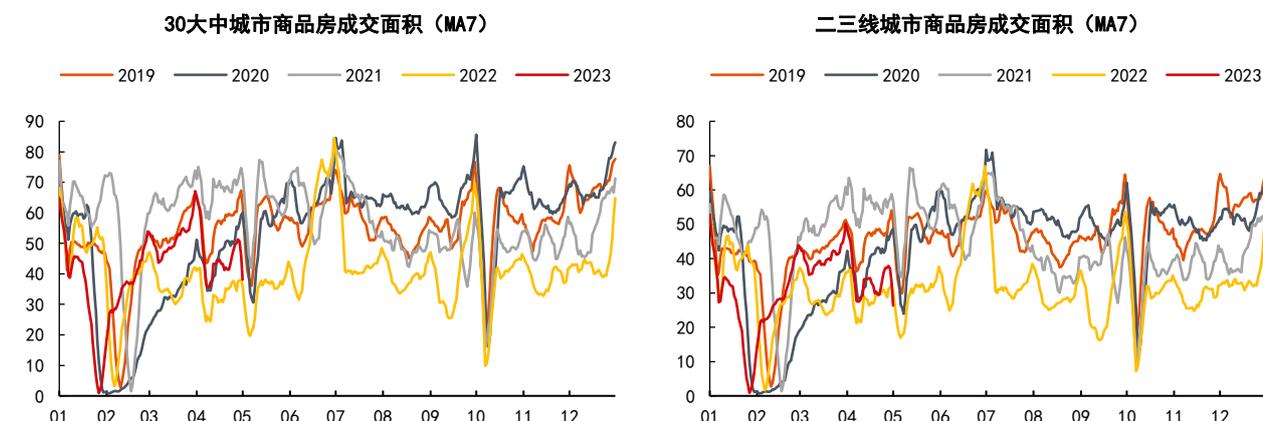


图表4：2022 年信贷社融表现也整体偏弱（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：4月地产销售端表现再度转弱，这可能制约经济反弹强度以及市场强预期的延续（万平方米）



资料来源：Wind 中信期货研究所

其次，2022 年资金面大幅宽松导致跨期价差中枢抬升，而伴随资金面逐渐收敛，跨期价差中枢可能也趋于回落。

2022 年宏观政策大幅发力，央行上缴超万亿结存利润，财政收入端留抵退税达 2.4 万亿元，受此影响，资金面大幅宽松，市场利率较政策利率呈现明显偏离。而资金面大幅宽松也导致跨期价差整体水平的提升。自今年年初以来，资金面逐渐收敛，市场利率逐渐回归政策利率附近，资金面大幅宽松的状态不再。以 DR007 与 7 天期 OMO 利率为例，2022 年 DR007 低于 7 天期 OMO 利率平均约 30BP，尤其是去年 8 月资金面大幅宽松，DR007 较政策利率偏离程度平均约 64BP，而今年自年初以来，DR007 平均 2.04%，较 7 天期 OMO 仅高出约 4BP，基本在政策利率附近保持平稳状态。

从资金面与国债期货跨期价差之间的关系上看，在 2022 年前三轮移仓过程中，资金面宽松或是驱动跨期价差走阔的主要动力。而自四季度以来，资金面呈现持续收敛，但是在 2212 以及 2303 移仓过程中，跨期价差仍延续走阔特征，其背后更多或不是资金面的因素，而是如政策调整以及市场情绪等变化影响。去年资金面大幅宽松，而当前来看，资金面再次呈现大幅宽松的可能性较小，且在信贷需求逐渐回升以及央行维持流动性合理充裕的情况下，资金面预计保持稳定。对于本轮跨期价差来说，资金面因素使其收窄的可能性要大于走阔的可能。

图表6：资金面大幅宽松的状态不再（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7：资金面回归“常态”使得跨期价差同样趋于回落



资料来源：Wind 中信期货研究所

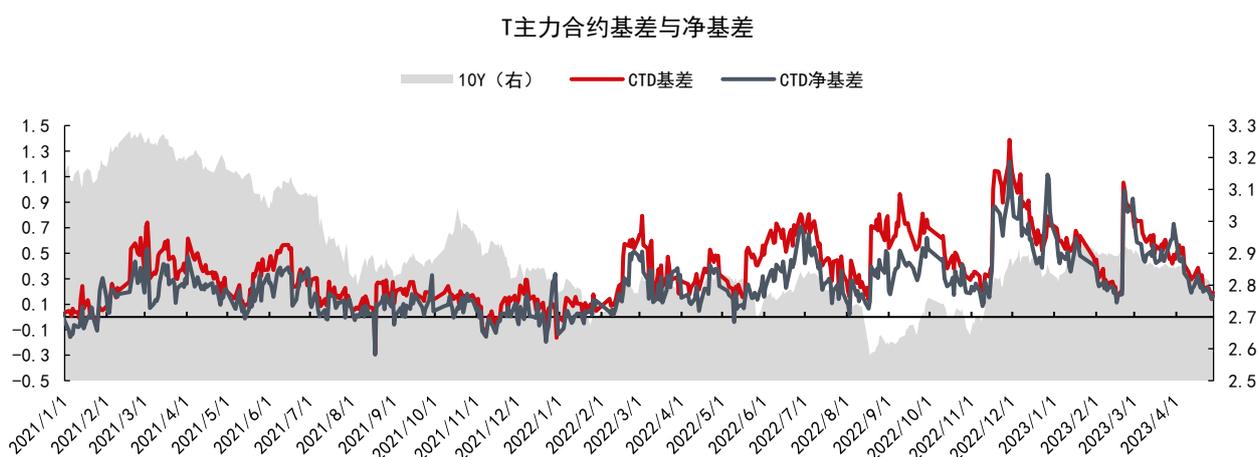
二、本轮多头移仓意愿或整体有所增强

（一）和此前几轮相比，本轮基差收敛时间较早，移仓期基差水平较低，降低多头在近月停留的意愿

首先，本轮 2306 合约基差在 2 月下旬后延续快速收敛，从过去几次经验看，本次的收敛时点较早，当前已处于正常甚至偏低水平。节后 2303 合约基差呈现快速收敛，这也带动了国债期货的偏强表现以及市场对于期现背离与“收基差”的关注。而值得注意的是，在 2 月下旬伴随 2303 逐渐临近交割以及基差收敛至较低水平，“收基差”的故事却没有终止，而是转移到 2306 合约上继续演绎。截至 4 月 28 日，T2306 CTD 基差和净基差分别收敛至 0.19 元和 0.16 元，且当前距离进入交割月还剩 20 个交易日。而作为对比，同样时间点，上一轮 T2303 在 1 月底的 CTD 基差和净基差分别为 0.43 元和 0.4 元，明显高于现在水平。上一轮

T2303 基差收敛至 0.2 元左右时已是 2 月中下旬，接近于移仓尾声。本轮基差收敛时点相对较早，且当前各品种基差整体均处于正常水平，甚至偏低。截至 4 月 28 日，国债期货 T2306、TF2306 和 TS2306 基差分别为 0.19 元、0.13 元和 0 元，分别处于同期 36%分位、52%分位和 7%分位。

图表8：本轮基差收敛时点相对较早



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表9：当前基差整体处于正常水平，甚至偏低¹



资料来源：Wind 中信期货研究所

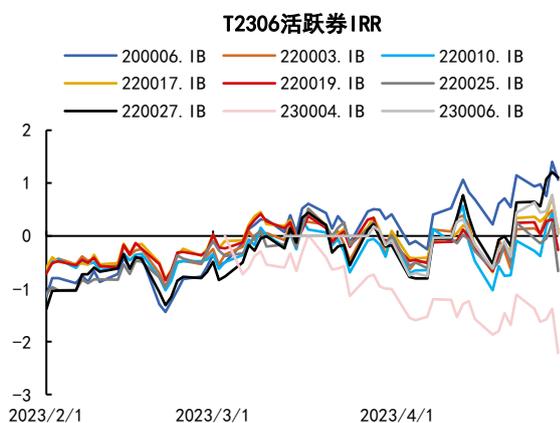
其次，基差较早收敛也将压缩后续收敛空间，并降低多头在近月停留的意愿，从而减弱跨期走阔的动力。

在长端 T 品种方面，基差已回归正常水平叠加 CTD 券集中在老券上，可能使得多头进入交割意愿下降，移仓动力提升。从过去两轮移仓来看，多头移仓动力相对较弱，进入交割的动力较强。实际上，这一点在过去两轮 T2212 和 T2303 的交割量上也体现的较为明显，T2212 和 T2303 交割量分别达到了 6520 手和 2991 手，处于较高的水平，其中 6520 手也刷新前高。交割规模的大幅攀升，其背后更多受多头主动进入交割的意愿明显增强的影响，空头主动进入交割的意愿或并未

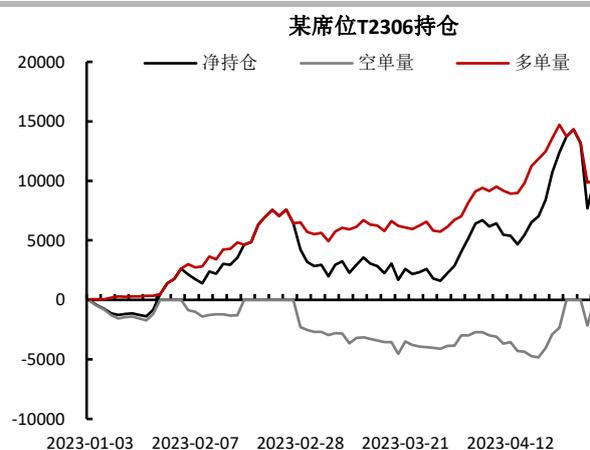
¹ 历史分位数计算方法：计算当日所在时间点距离当前主力合约最后交易日的交易日天数；并以该日为原点，取近 6 个合约该时间节点前后各 10 个交易日，共计 126 个交易日的基差数据为总样本计算分位数。

有太大变化。而在多头主动进入交割意愿增强的背后，一来是基差水平偏高且临近交割月仍有一定收敛空间，二来是 T2212 合约和 T2303 合约 CTD 券发生一定切换，由此前流动性欠佳的抗疫债切换至 2022 年的新发券上，这也增加了多头进入交割的动力，比如 T2212 合约交割过程中，220003 和 220010 的交割量分别达到了 4000 手和 1820 手，T2303 交割过程中，220017 交割量达到 2950 手。而本轮来看，一方面，和过去同期相比，当前 T2306 基差已经基本回归正常水平，前期偏高的基差已经明显收敛，另一方面，可以发现 T2306 的 CTD 券大部分时间都集中在 200006 上。整体上看，本轮多头进入交割的意愿或将有所减弱。从部分典型席位的持仓变动来看，伴随国债期货价格的大幅上升以及基差的快速收敛，当前其在 T2306 上的多头持仓也呈现快速下行，背后反映了其止盈动力或较强。

图表10：CTD 券集中在 200006 上



图表11：某典型席位在 T2306 上多头持仓快速下行（手）

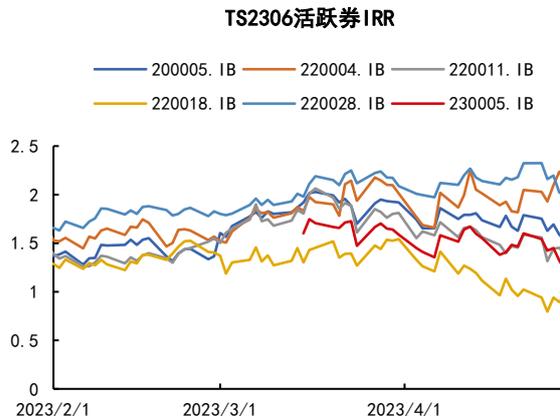
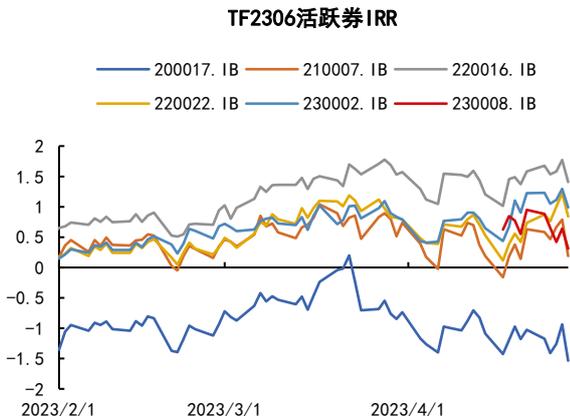


资料来源：Wind 中信期货研究所

短端 TF 和 TS 品种方面，基差收敛时点则更早，这可能也影响多头进入交割的意愿。从短端 TF 和 TS 品种来看，相比与长端，其 CTD 券主要集中在去年新券上。TF2306 的 CTD 券主要集中在 5 年期券 220016 上，TS2306 的 CTD 券主要集中在 2 年期券 220028 上。从券的分布上看，多头进入交割大概率能拿到一只流动性不错的新券。但是从基差的角度看，相比于 T2306 合约，TF2306 和 TS2306 的基差收敛时间更早，短端基差早已收敛至正常水平，这可能影响多头基于交割拿券的动力去继续参与。从某典型席位在 TF2306 和 TS2306 上的持仓变化来看，近期多单量也呈现明显下行，尤其是 TS2306 合约，且多单量的下降时间也较 T2306 合约明显靠前。

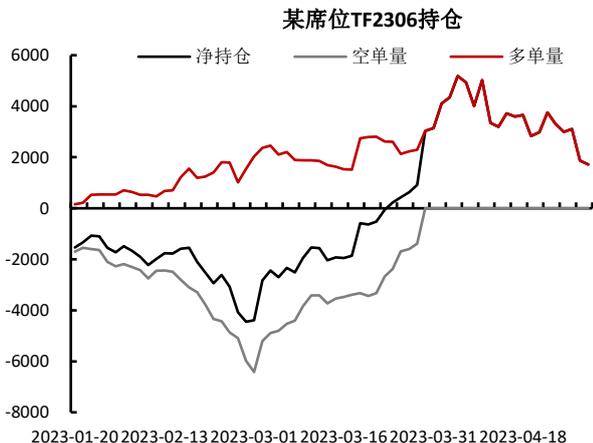
图表12: TF2306 CTD 券集中在 220016 上

图表13: TS2306 CTD 券集中在 220028 上



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表14: 某典型席位在短端持仓变化

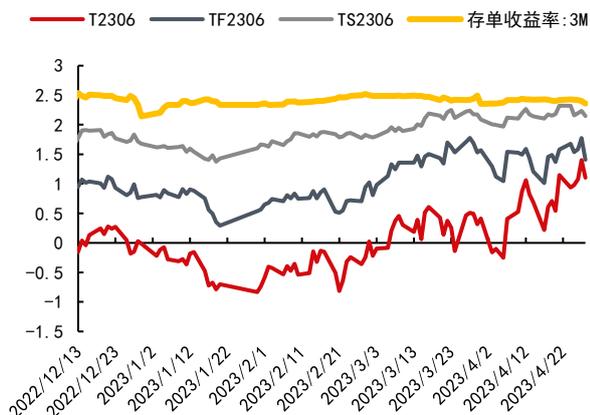


资料来源: Wind 中信期货研究所

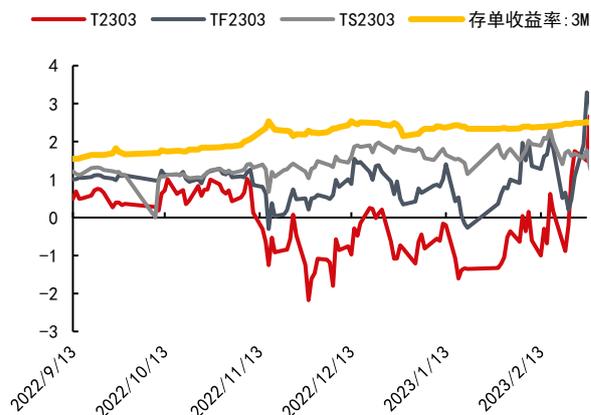
(二) 和此前几轮相比, 本轮空头进入交割的动力并未明显提升, 前文述多头移仓意愿边际提升, 可能弱化本轮多空移仓矛盾

从过去来看, 空头移仓动力与当季合约是否存在正套机会具有一定关系, 当存在正套机会时, 空头进入交割的动力较强, 移仓意愿也会偏弱, 反之则相反。过去几轮跨期价差持续走阔, 与空头移仓压力一直相对较大也有关。伴随基差水平的提高, 自 2022 年年初以来, IRR 则整体处于偏低的环境, 正套机会较少, 空头进入交割的意愿较弱。而本轮来看, 虽然 IRR 近期有明显上升, 但整体也仍处于偏低环境, 对于空头移仓来说, 进入交割的意愿仍然不强, 从这一角度看空头移仓动力变化不大。然而, 值得注意的是多头移仓意愿或显著增强, 这可能使得多空移仓矛盾的整体格局有所改变。

图表15：IRR 仍处于偏低的环境（%）



图表16：2303 合约 CTD IRR（%）

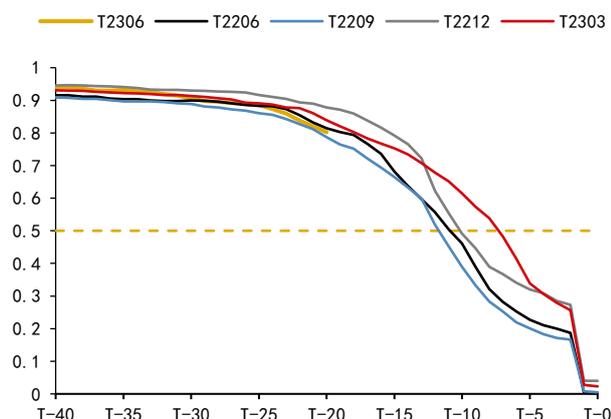


资料来源：Wind 中信期货研究所

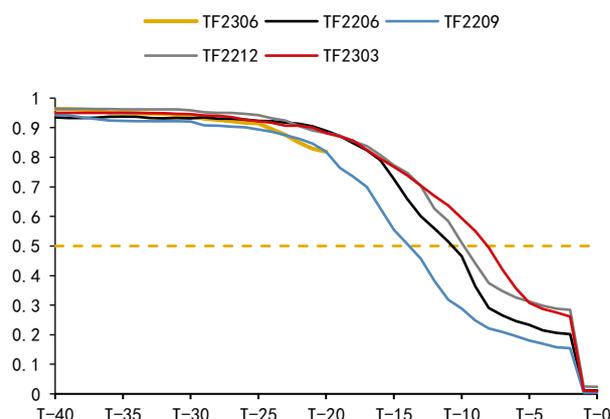
三、移仓进度跟踪：本轮移仓节奏相对偏快，跨期有所收窄后空头移仓加速，可能制约后续价差收窄空间

可以发现，和过去几轮相比，本轮移仓节奏相对偏快，尤其是近几日移仓呈现明显加速。截至 4 月 28 日，T2306、TF2306、TS2306 的移仓进度分别为 19.8%、18.15%、18.53%，均处于过去几个合约同期的偏快水平，同期 T、TF、TS 移仓的平均进度分别为 17.05%、13.16%、16.66%。以 T 合约为例，过去两轮，T2212 合约和 T2303 合约同期的移仓进度分别只有 12.23%和 16.14%。另外可以发现的是，移仓节奏的相对偏快在最近几日开始表现较为明显，实际上在 T-25 日时（4 月 21 日），T2306、TF2306、TS2306 的移仓进度分别为 11.42%、8.57%、8.37%，同期 2206-2303 移仓的平均进度水平分别为 11.25%、7.97%、9.18%，整体仍较为一致。最近几日 2306 合约移仓节奏相对过去几轮明显加快，其背后可能也有跨期收窄后，空头移仓加速的影响。4 月 21 日时，T2306-T2309、TF2306-TF2309、TS2306-TS2309 价差分别为 0.6 元、0.38 元、0.19 元，至 4 月 27 日时分别降至 0.52 元、0.28 元、0.15 元，4 月 28 日略有反弹。整体上看，在多头移仓意愿较强的情况，跨期倾向于收窄，但是当跨期价差进一步收窄后，空头移仓动力可能也有明显提升，这使得本轮移仓节奏相对偏快。同时这可能也意味着后续跨期进一步收窄的空间并不会太大。

图表17：T2306 移仓进度 19.8%

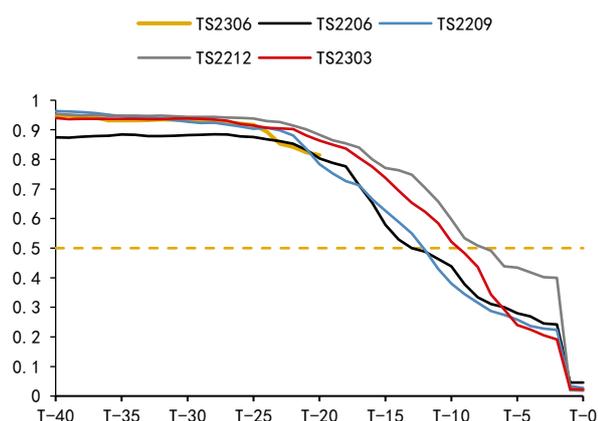


图表18：TF2306 移仓进度 18.15%

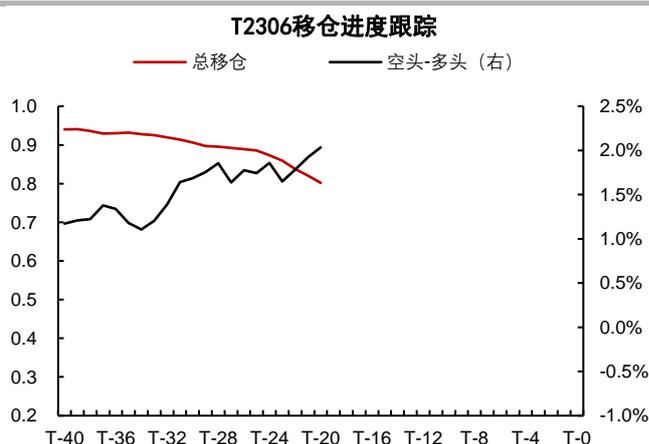


资料来源：Wind 中信期货研究所

图表19：TS2306 移仓进度 18.53%



图表20：跨期收窄后空头移仓动力或有所提升



资料来源：Wind 中信期货研究所

四、移仓展望：跨期价差持续走阔的现象在本轮或难以进一步延续

综合前述分析，我们对于本轮移仓换月做出如下展望：

首先，大环境来看，本轮移仓换月多空相对格局可能较前几轮出现变化，“多头占优格局不在”，对应来看，自 2022 年年初以来跨期价差持续走阔的现象在本轮或难以进一步延续。1) 相比于去年的资金面大幅宽松，当前资金利率已经逐步回归政策利率附近，给跨期价差中枢整体下移的动力。2) 去年高基差以及低 IRR 环境在本轮发生逆转，本轮基差收敛时点较早，移仓阶段基差继续收敛空间已经相对较小。截至 4 月 28 日，国债期货 T2306、TF2306 和 TS2306 基差分别为 0.19 元、0.13 元和 0 元，分别处于同期 36%分位、52%分位和 7%分位。在 IRR 仍处于

偏低环境以及正套机会有限的情况下，空头进入交割以及移仓的动力或变化不大，但是多头移仓意愿或有所增强，这可能使得前几轮导致跨期价差明显走阔的“多头占优格局”不复存在，给予跨期价差向下收敛的动力。

其次，从不同品种的多空移仓矛盾来看，本轮三个品种上的多头移仓动力可能均将增强。在长端品种 T2306 上，基差已回归正常水平，叠加 CTD 券集中在老券 200006 上，可能使得多头进入交割意愿下降，移仓动力提升。短端品种方面，TF2306 和 TS2306 尽管 CTD 券较新，但两者的基差收敛时点相较于 T2306 更早，特别是 TS2306 基差早已收敛至正常偏低的水平，这可能也影响多头进入交割的意愿。

整体上看，本轮跨期价差或倾向于收窄，不过也可以发现的是，本轮移仓节奏相对偏快，在多头向远月合约转移以及跨期收窄后，空头移仓也有所加速，这可能意味着跨期进一步收窄的空间并不会太大。

对应的移仓策略方面，空头或不必要着急过早移仓，可以适当放慢步伐，在 T、TF 和 TS 跨期价差分别收窄至 0.4 元左右、0.2 元左右、0.1 元左右时，空头可加快移仓。

风险因素：1) 政策端超预期；2) 资金面大幅宽松

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