

国债期货基础与期转现交易

永安期货研究中心宏观团队
2024年3月

选择适合自己的投资品种，做理性投资者。

研究创造价值 一切只为客户
RESEARCH CREATES VALUE ALL FOR YOU

目录 CONTENTS

1

国债期货基础知识

2

国债期货分析框架

3

国债期货套期保值

4

国债期货策略

5

国债期货期转现交易

6

近期国债期货行情

概念

国债期货 (Treasury futures) 是指通过**有组织的交易场所**，**预先确定买卖价格并于未来特定时间内进行钱券交割**的国债派生交易方式。

功能

1. 规避利率风险功能

由于国债期货价格与其标的物的价格变动趋势基本一致，通过国债期货套期保值交易可以避免因利率波动造成的资产损失。

2. 价格发现功能

国债期货价格发现功能主要表现在增加价格信息含量，为收益率曲线的构造、宏观调控提供预期信号。

3. 促进国债发行功能

国债期货为国债发行市场的承销商提供规避风险工具，促进承销商（银行）积极参与国债一级和二级市场。

4. 优化资产配置功能

通过交易的杠杆效应，国债期货具有较低的交易成本，能够方便投资者调整组合久期、进行资产合理分配、提高投资收益率、方便现金流管理。

海外发展

产生背景

上世纪70年代，布雷顿森林体系解体，石油危机爆发，西方主要发达国家经济陷入滞胀，各国政府放开利率，导致利率波动的频率和幅度均提高，利率风险管控的需求凸显。

推出

1976年1月，美国芝加哥商业交易所（CME）推出了90天期的国库券期货合约，标志着国债期货的正式诞生。

推出

目前全球国债期货品种已经覆盖了短、中、长以及超长期不同期限的产品，可以满足各类交易者规避不同期限的利率风险需求，形成了较为完善的产品体系。

国内发展

2012.02

国债期货仿真交易重启

2013.09

TF国债期货在中金所上市交易

2015.03

T国债期货在中金所上市交易

2015.09

国债期货交割规则改为空头举手制度

2018.08

TS国债期货在中金所上市交易

2023.04

TL国债期货在中金所上市交易

2020.10

国债充抵保证金业务扩展

2020.02

商业银行和保险机构开放试点交易

2019.05

做市交易启动，首批8家做市商

2019.01

国债期货期转现业务上线



名义标的

实际标的

设计意义

国债期货标的是虚拟的票面利率为3%的“名义标准券”

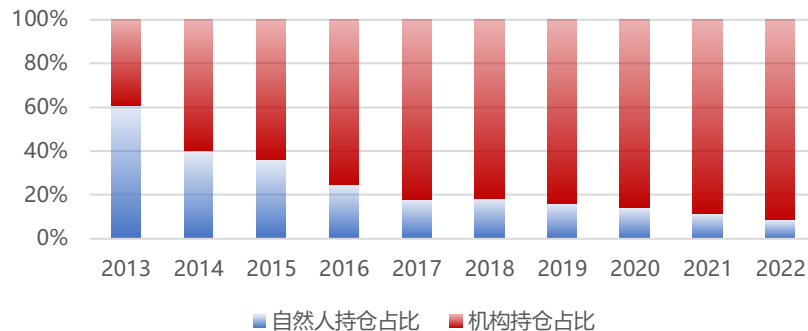
一篮子可交割国债，背后的实质是利率

避免由于相应债券发行数量较小，现货规模较小，可流动数量不足而出现的价格操纵。

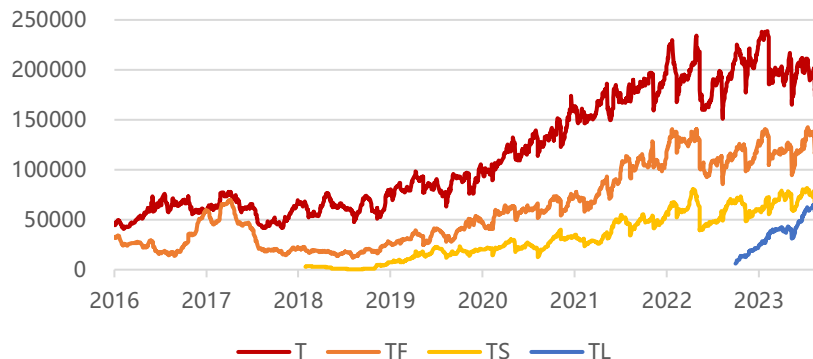
合约	两年期国债 TS	五年期国债 TF	十年期国债 T	三十年期国债 TL
合约标的	面值为200万人民币，票面利率为3%的名义中短期国债	面值为100万人民币，票面利率为3%的名义中期国债	面值为100万人民币，票面利率为3%的名义长期国债	面值为100万人民币，票面利率为3%的名义长期国债
可交割国债	发行期限≤5年，剩余期限1.5-2.25年的记账式附息国债	发行期限≤7年，剩余期限4-5.25年的记账式附息国债	发行期限≤10年，剩余期限≥6.25年的记账式附息国债	发行期限≤30年，剩余期限≥25年的记账式附息国债
最小变动	0.005元	0.005元	0.005元	0.001元
合约月份	最近的三个季月（3/6/9/12月中最近的三个月循环）			
波动限制	上一交易日结算价±0.5%	上一交易日结算价±1.2%	上一交易日结算价±2%	上一交易日结算价±3.5%
最低保证金	合约价值的0.5%	合约价值的1.2%	合约价值的2%	合约价值的3.5%

- 国债期货市场持仓和成交整体呈递增态势
- 从交易者来看，国债期货市场的机构投资者占绝大多数（2022年持仓占比为91.39%）

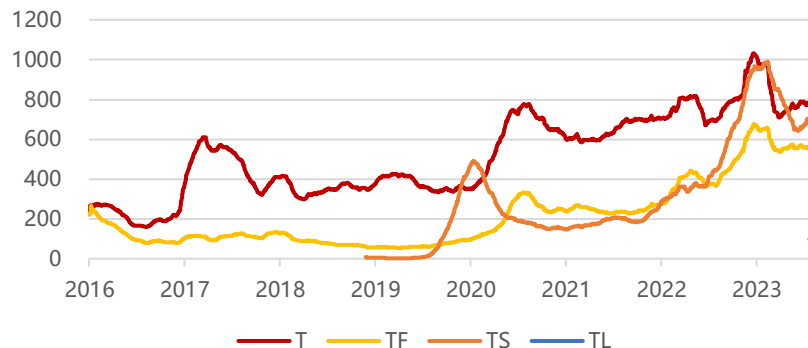
机构投资者持仓情况



国债期货持仓量（手）



国债期货成交额:1QMA（亿元）



券商 自营

券商自营是国债期货最早期、最重要的市场参与者，参与方式包括**做市策略**与**自营交易**。

公募 基金

参与国债期货的目的以**套期保值**为主。套保账户可进行空头与多头套保操作。根据公募基金季度披露的数据，其在国债期货上一般为**净空头**、净敞口规模约40~70亿元左右。

私募 基金

策略更为多元丰富。参与国债期货目的一是进行**套利或择时交易**，二是用于资产间**对冲交易**；部分量化CTA产品也将国债期货作为趋势等量化策略的品种池之一，构建多品种多策略的组合。

保险 资管

2020年放宽准入；参与国债期货目的一是对冲或规避**现有资产利率风险**（约36%）；二是对冲**未来**半年内买入资产或锁定其价格（约36%）；三是对冲或者规避资产负债期限**错配**导致的利率风险（约29%）。

商业 银行

2020年放宽准入；参与国债期货目的一是对冲其国债**承销**过程中的**利率风险**，二是能对冲其国债**持有**过程中的资产负债管理的利率风险。银行参与国债期货量目前较少。

- 国债期货合约设计中采用了国际通用的**名义标准券**（票面利率标准化、具有固定期限的虚拟券）概念，我国国债期货为面值为100万/200万元人民币、票面利率为3%的名义债券，以扩大可交割国债的范围，增强价格的抗操纵性，减小交割时的逼仓风险。
- 实物交割模式下，交易所会规定现实中存在的、满足一定期限要求的一**篮子可交割国债**均可进行交割，并给出相应**转换因子**。

国债全称	国债代码			到期日	票面利率	转换因子		
	银行间	上交所	深交所			TF2309	TF2312	TF2403
2022年记账式附息（二十二期）国债	220022	019687	102222	20271015	2.44	0.9787	--	--
2020年记账式附息（十七期）国债	200017	019647	102017	20271203	3.28	1.0109	--	--
2023年记账式附息（二期）国债	230002	019695	102230	20280115	2.64	0.9855	0.9863	--
2023年记账式附息（八期）国债	230008	019701	102236	20280415	2.62	0.9839	0.9847	0.9856
2021年记账式附息（七期）国债	210007	019655	102107	20280513	3.01	1.0003	1.0003	1.0003
2023年记账式附息（十五期）国债	230015	019708	102243	20280715	2.4	0.9733	0.9746	0.9759
2021年记账式附息（十三期）国债	210013	019661	102113	20281014	2.91	0.9958	0.9959	0.9961

一篮子可交割国债

名义标准券

- 为使得所有可交割债券在交割时价值相当，用**转换因子 (CF)** 将所有交割券折算成相应数量的名义标准券。

$$CF = \frac{1}{\left(1 + \frac{r}{f}\right)^{\frac{xf}{12}}} \times \left[\frac{c}{f} + \frac{c}{r} + \left(1 - \frac{c}{r}\right) \times \frac{1}{\left(1 + \frac{r}{f}\right)^{n-1}} \right] - \frac{c}{f} \times \left(1 - \frac{xf}{12}\right)$$

- STEP1: 计算应计利息
- STEP2: 计算可交割国债下一次付息日的全价
- STEP3: 再一步贴现到交割日

- 约等于面值1元的可交割国债在其剩余期限内的现金流，用3%的国债期货名义标准券票面利率贴现至最后交割日的净价。
- 在国债期货合约交割时，空头交券（必须在一篮子可交割国债中），多头支付交割货款：

发票价格 = 期货交割结算价 × 转换因子 + 应计利息

交割货款 = 交割数量 × 发票价格 × 合约面值 / 100

- 交割时券种的指定：一篮子可交割国债都可用于交割；如果由多头指定券种，可能会选择流动性不佳的国债，影响交割效率；故采用以空头指定交割券种的空头举手制度。
- 空头在择券时会选择交割成本最低的债券，即最廉可交割券 (CTD)；CTD是国债期货和现货联系的纽带，它的价格决定了国债期货的价格。

如何确定CTD券

- 经验法：
 - YTM > 3%，久期越大，越可能成为CTD
 - YTM < 3%，久期越小，越可能成为CTD
 - 久期相同，收益率越高，越可能成为CTD
- IRR法则：选择隐含回购利率 (IRR) 最大的券种。
- 净基差法：选择净基差 (BNOC) 最小的券种。

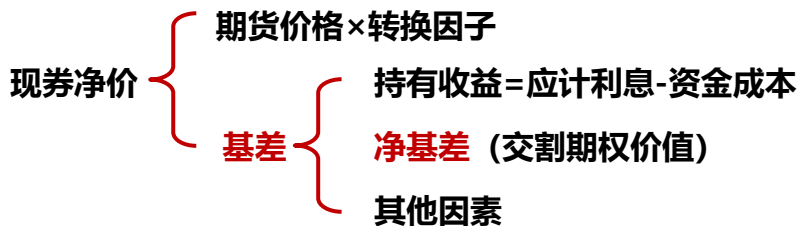
基差

基差 (Basis) 是国债期货定价与交易中的核心指标之一，对于每一只可交割券都可以计算其对应的国债期货基差，但市场关注的主要是CTD券的基差。

$$\text{基差} = \text{可交割券净价} - \text{国债期货价格} \times \text{转换因子}$$

净基差

由于基差包含了持有收益，距离到期越久该收益越大；为了去掉这一影响，引入净基差 (BNOC)，即基差-持有收益。市场对净基差也更为关注。



基差收敛

随着合约到期日的临近，持有成本逐渐降低，基差也逐渐缩小。当非常接近期货合约到期日时，期货市场对应的现货价格应与最近期的期货价格接近，持有收益等于0，基差亦缩小至0。

- 隐含回购利率 (IRR) 是指购买可交割券，卖空国债期货，并把国债现货用于期货交割，获得的理论收益。
- 隐含回购利率是**衡量国债期货期现套利机会**的重要指标，若IRR偏高，可买入最便宜可交割债并卖出国债期货，持有到期将现券用于交割了结国债期货头寸；若隐含回报率偏低，说明国债期货贴水较大，可基于卖出现券买入国债期货的反套操作进行套利。隐含回购利率的计算公式为：

$$IRR = \frac{CF \times F + AI_t - (S_0 + AI_0) + \sum_{i=1}^n c_i}{S_0 + AI_0} \times \frac{365}{T}$$

注： S_0 为最便宜可交割债券0时刻的价格； AI_0 为0时刻的应计利息； $\sum_{i=1}^n c_i$ 为0时刻到交割日的付息； AI_t 对应交割日的应计利息； CF 为转换因子； T 为交易日到交割日的天数。

目录 CONTENTS

1

国债期货基础知识

2

国债期货分析框架

3

国债期货套期保值

4

国债期货策略

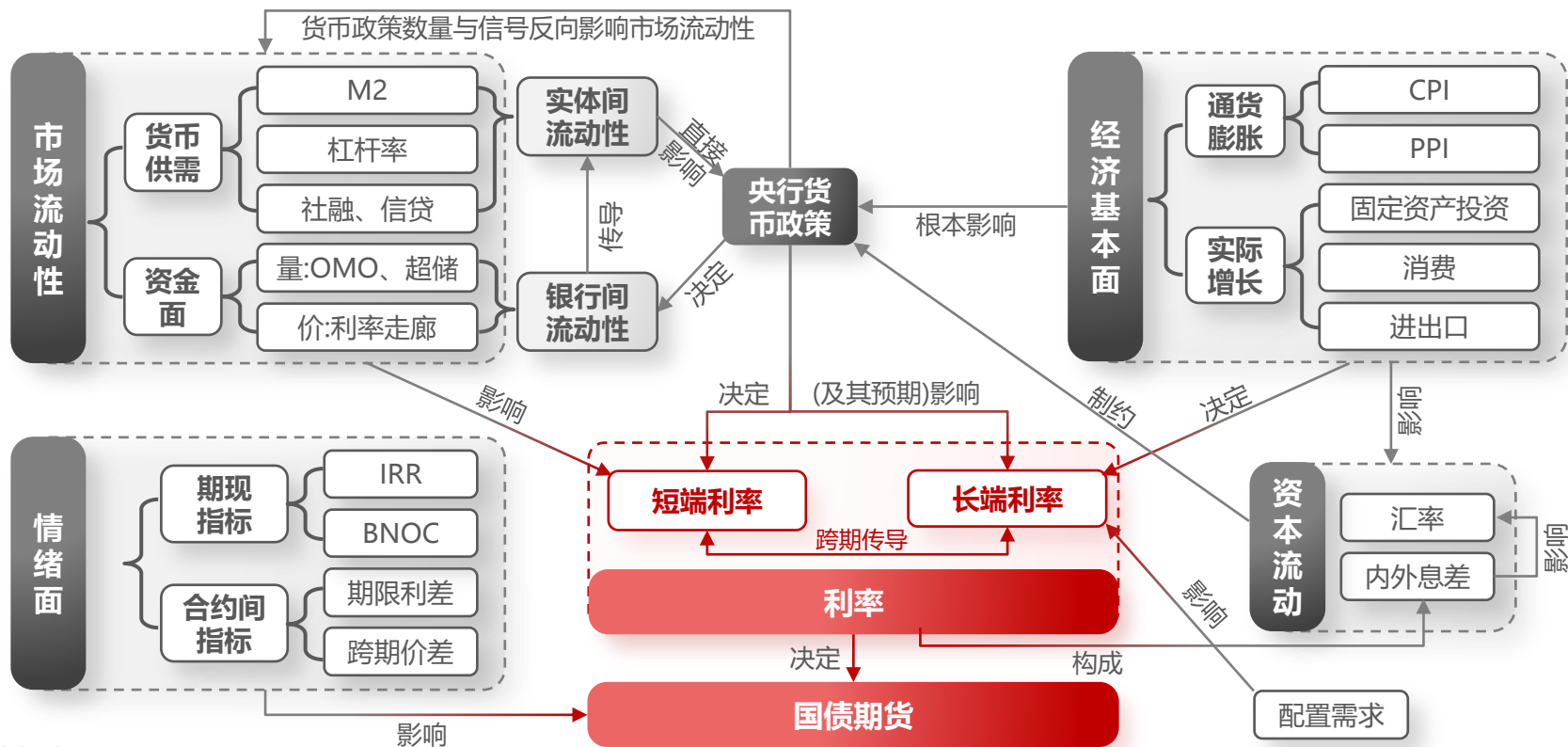
5

国债期货期转现交易

6

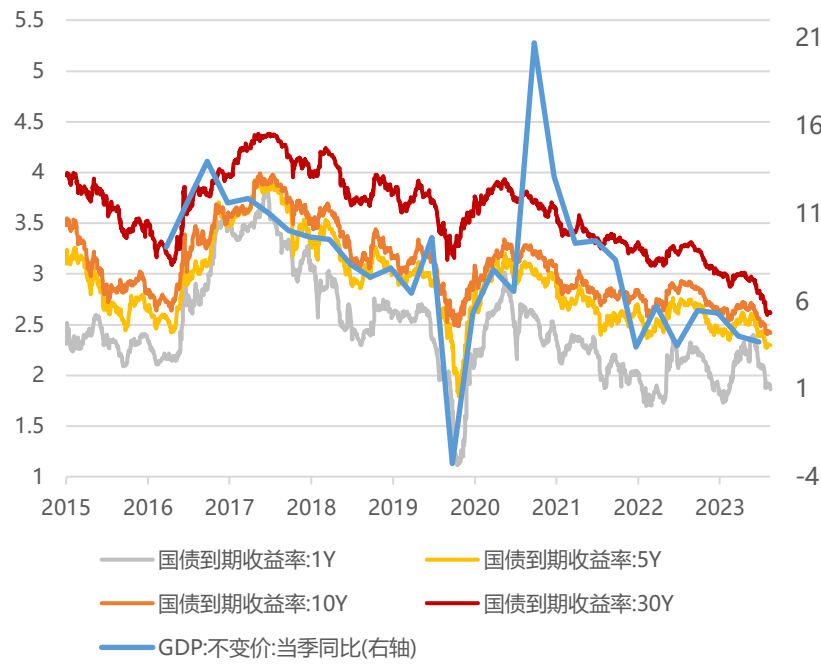
近期国债期货行情

- 对国债期货的分析本质是对利率的分析，利率是交易对象，国债是其载体，国债期货则是其衍生品。
- 短端利率更多受货币政策和市场流动性影响，一定程度上能为央行所掌控；长端利率更多受经济基本面的影响。

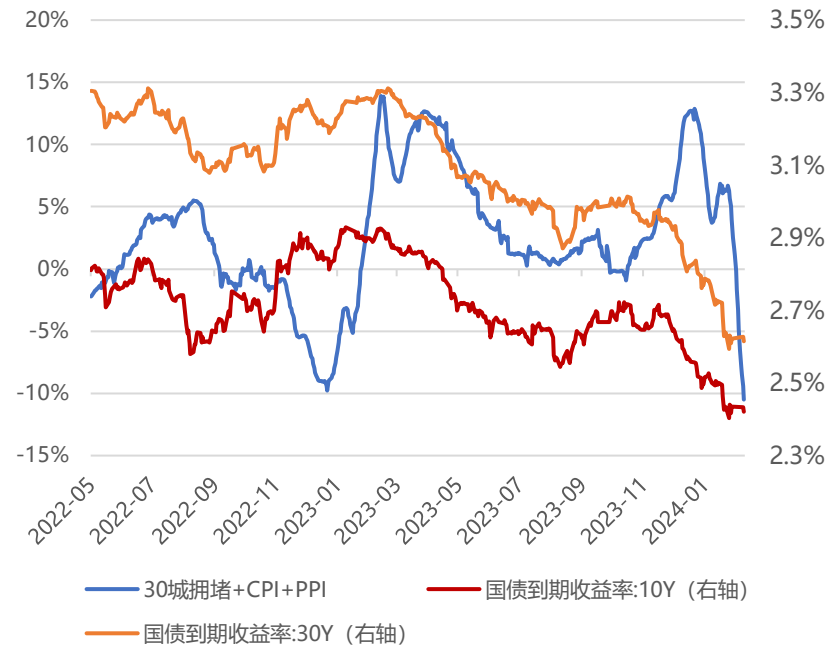


■ 相较于短端利率，10-30年长端利率定价包含更多基本面定价因素。

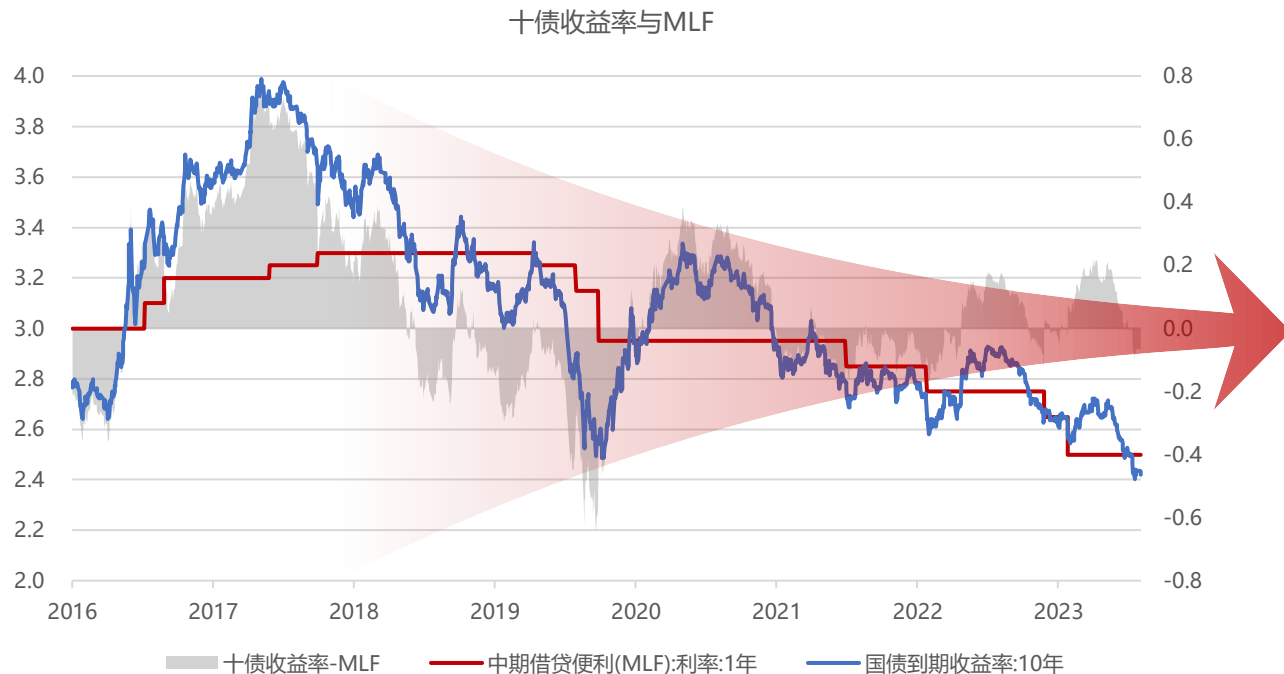
长债收益率与GDP增速



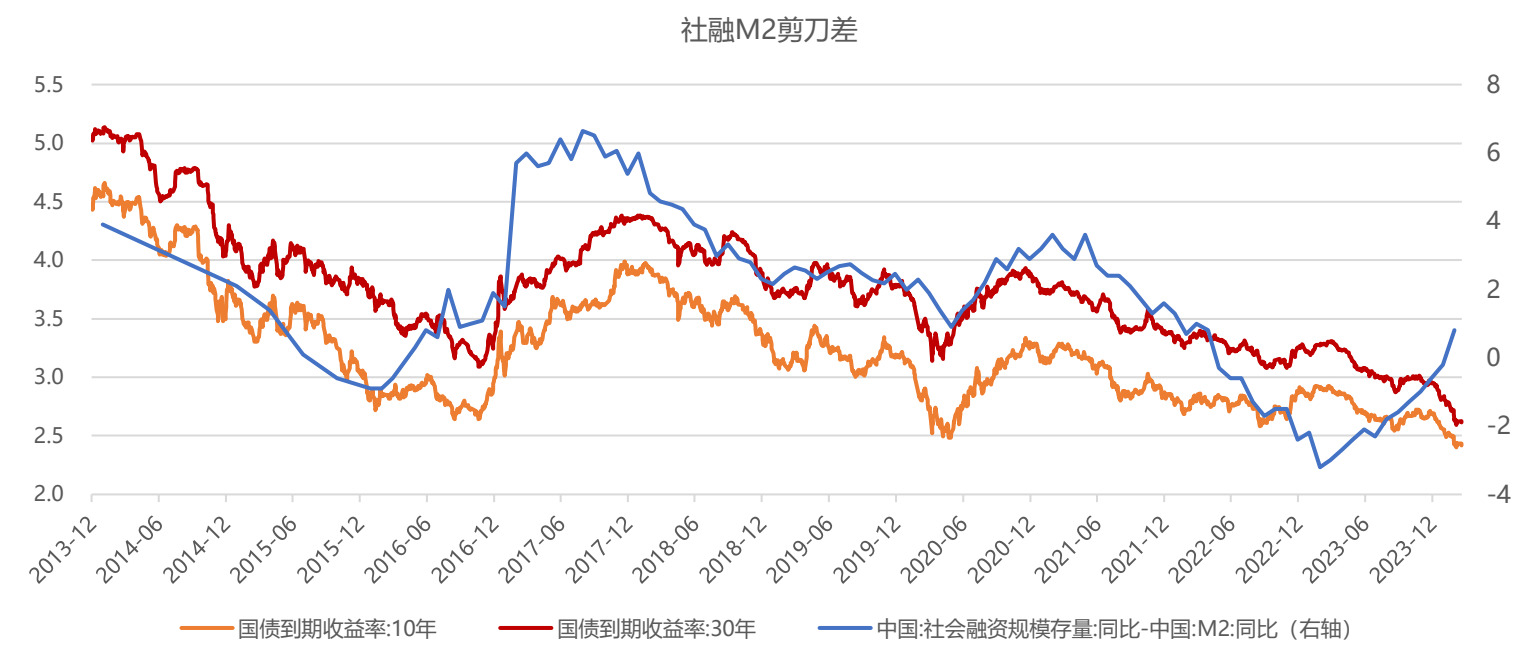
长端收益率和拥堵指数



- 长端利率同时也受货币政策影响，向政策利率靠拢。尤其在近年来，十年期国债到期收益率以MLF利率为锚，上下振幅逐步收窄。



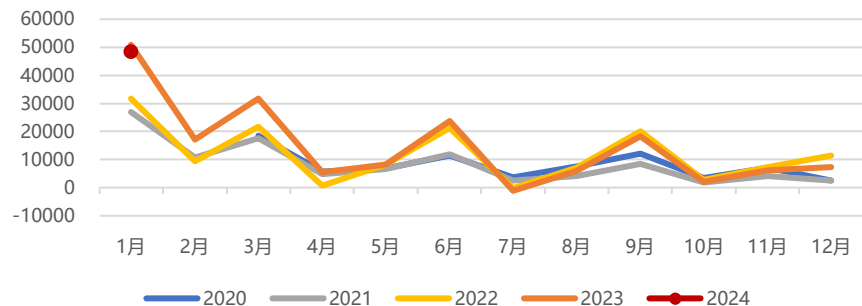
- 从历史看，社融同比与M2同比之差，领先国债收益率1-2个季度左右。贷款需求代表了融资需求，M2则代表了资金的供给，当需求 > 供给时资金价格（利率）走高。
- 但从2022年中开始，社融-M2剪刀差与利率走势明显背离。23年以来利率下行但剪刀差走阔，主要原因是部分存款流入货基和理财（M2下降），而风险偏好下降的情况下货基和理财买入债券（社融不变，利率下降），导致指标失灵。



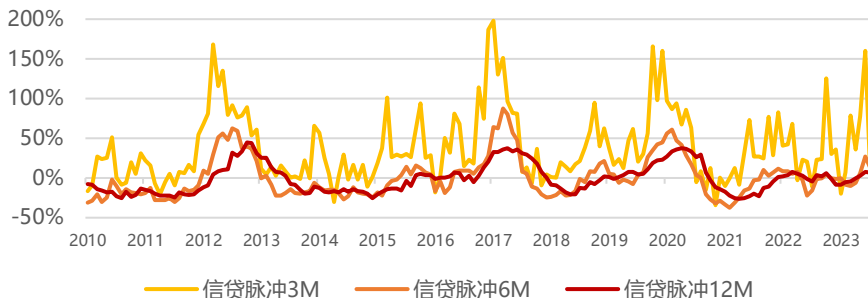
资料来源：WIND、永安研究

- 融资需求注意观察信贷总量与结构，以及脉冲动能
- 资金供给观察银行间存款准备金率、税期、央行公开市场续作、MLF续作和季节性因素等情况。

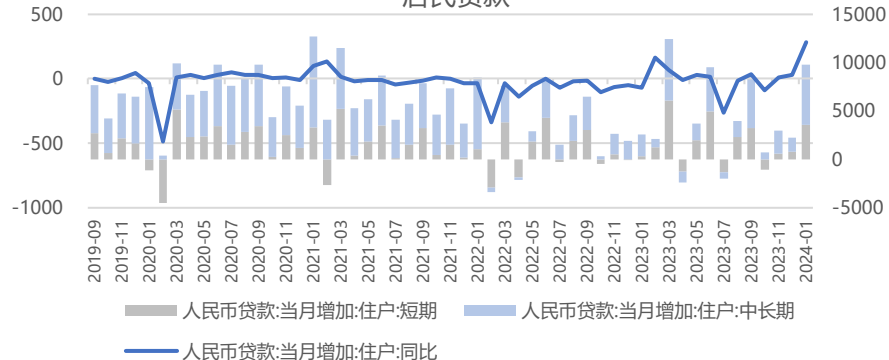
企业贷款增加值-票据融资增加值:季节性



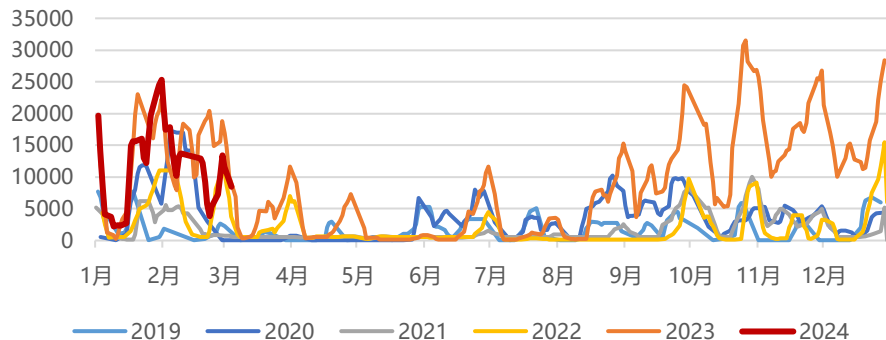
信贷脉冲



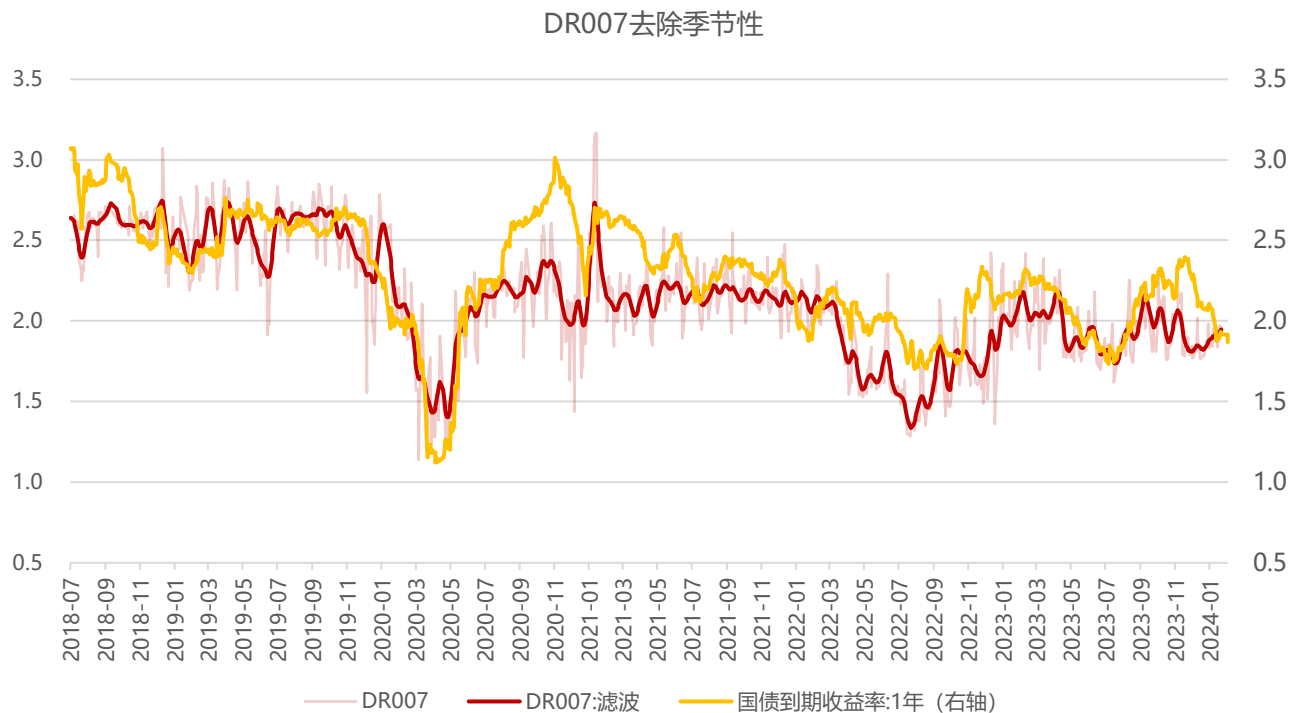
居民贷款

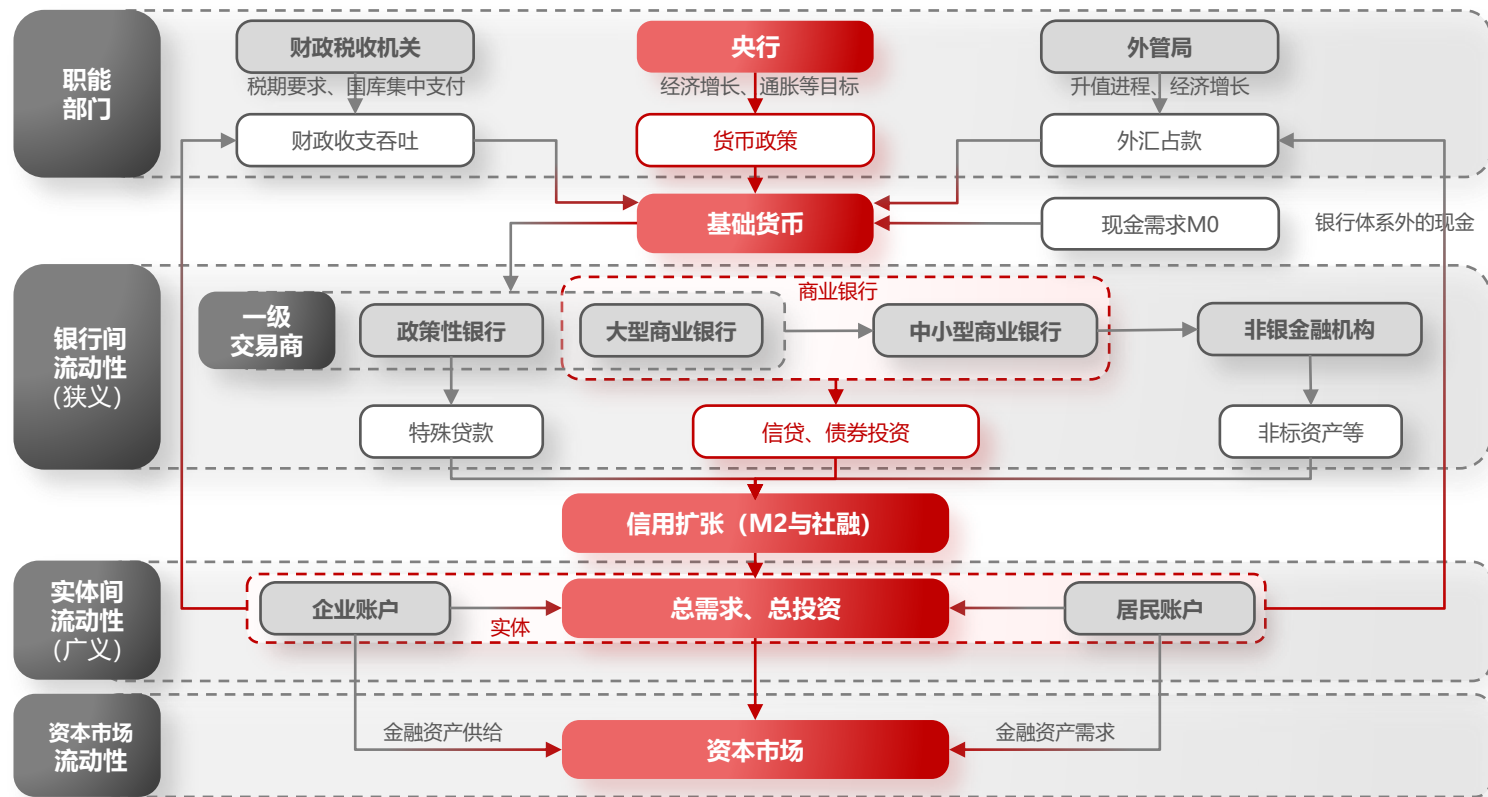


OMO存量季节性

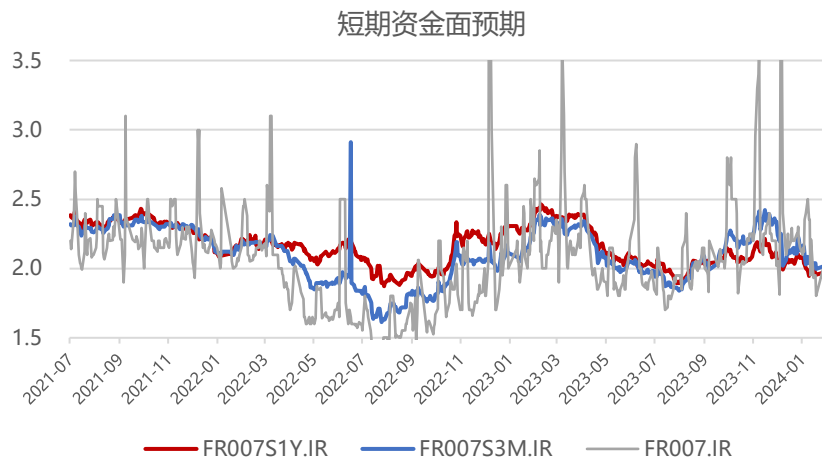


- 相较于长端利率，1-3年期短端利率定价包含更多流动性定价因素。

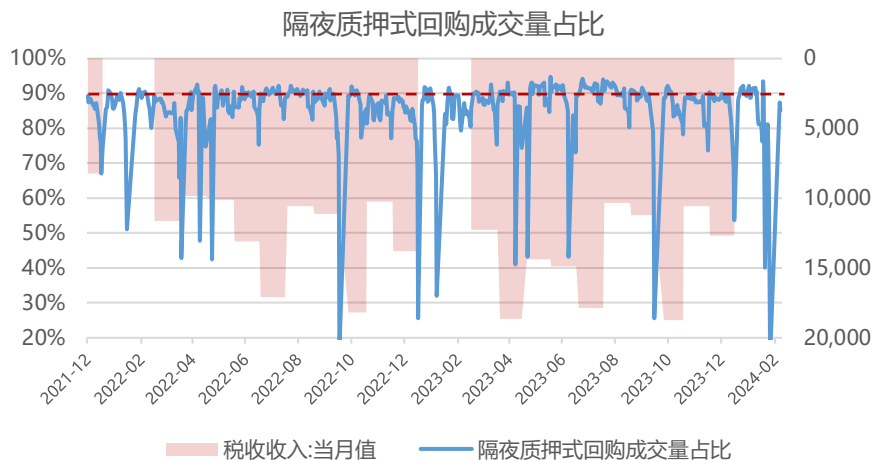
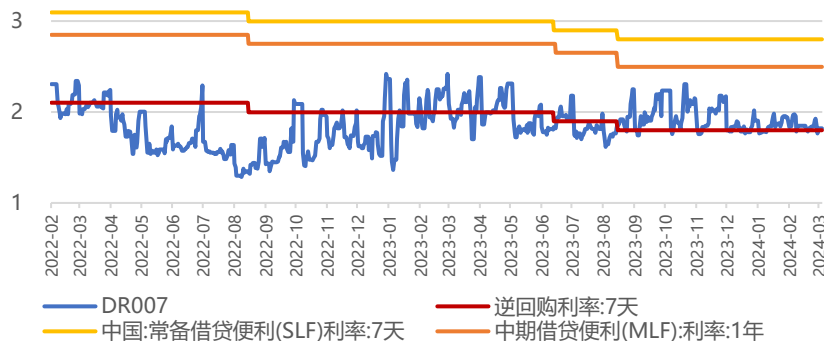




- IRS（利率互换）可以反映短期市场对资金面的预期。
- 流动性会受到税期扰动，税期末抽取部分流动性，银行间市场的交易拥挤度下降，资金利率上行。
- 利率走廊机制下，DR007以政策利率（7D逆回购利率）为中枢波动。

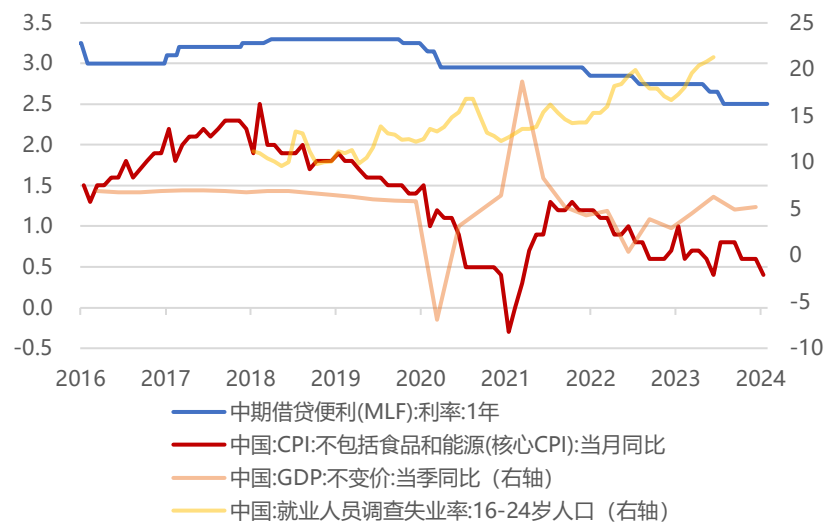


利率走廊

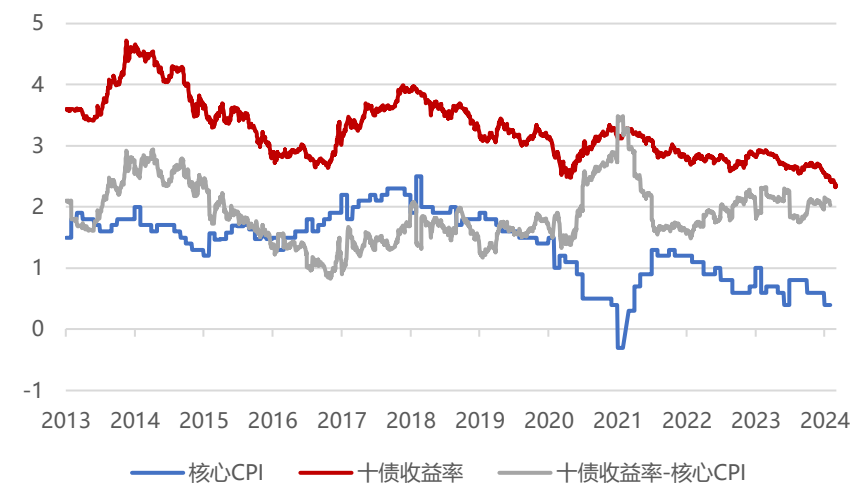


- 央行货币政策的目标主要包括经济增长、就业、通货膨胀、汇率稳定；
- 核心CPI作为重要经济运行变量对MLF利率有一定指引作用。MLF利率包含较多央行对于经济整体走势的判断和整体货币政策基调信息，与经济基本面关系紧密。
- 当前CPI处于低位，对应的是较高的实际利率水平，偏弱的经济基本面下需要降低政策利率水平。

物价稳定是货币政策主要目标之一



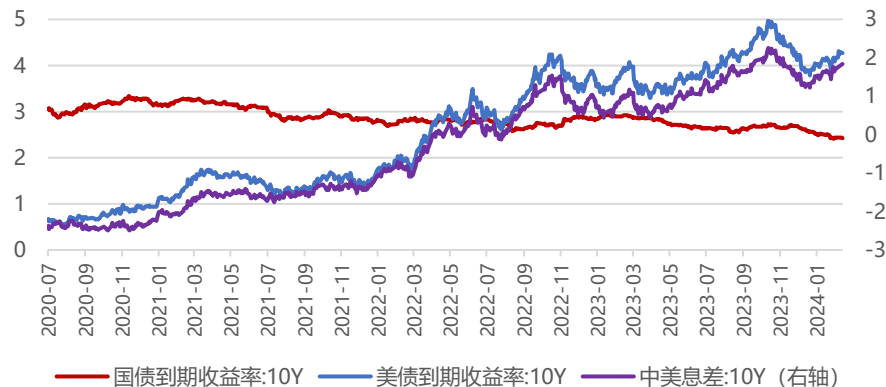
十债收益率与通胀



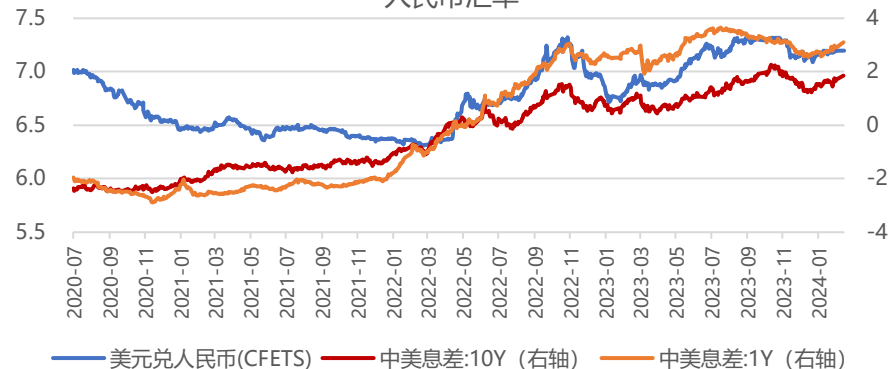
资料来源：WIND、永安研究

- 此前美联储为抑制通胀持续加息，而当前去通胀过程又不顺利，降息难在上半年落地；而国内利率持续走低，中美利差在倒挂状态下不断走扩，人民币汇率面临贬值压力，金融资本外流的风险也需要警惕。
- 不过从去年下半年央行对汇率调控的态度和结果来看，汇率快速贬值风险不大，货币政策仍有空间。

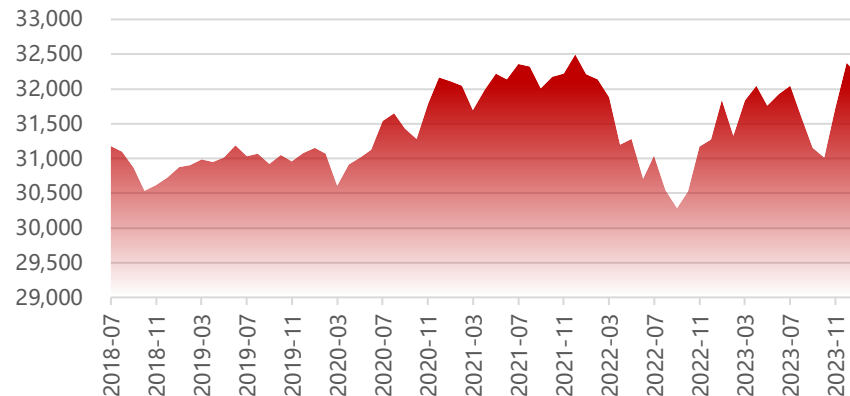
中美息差:10Y



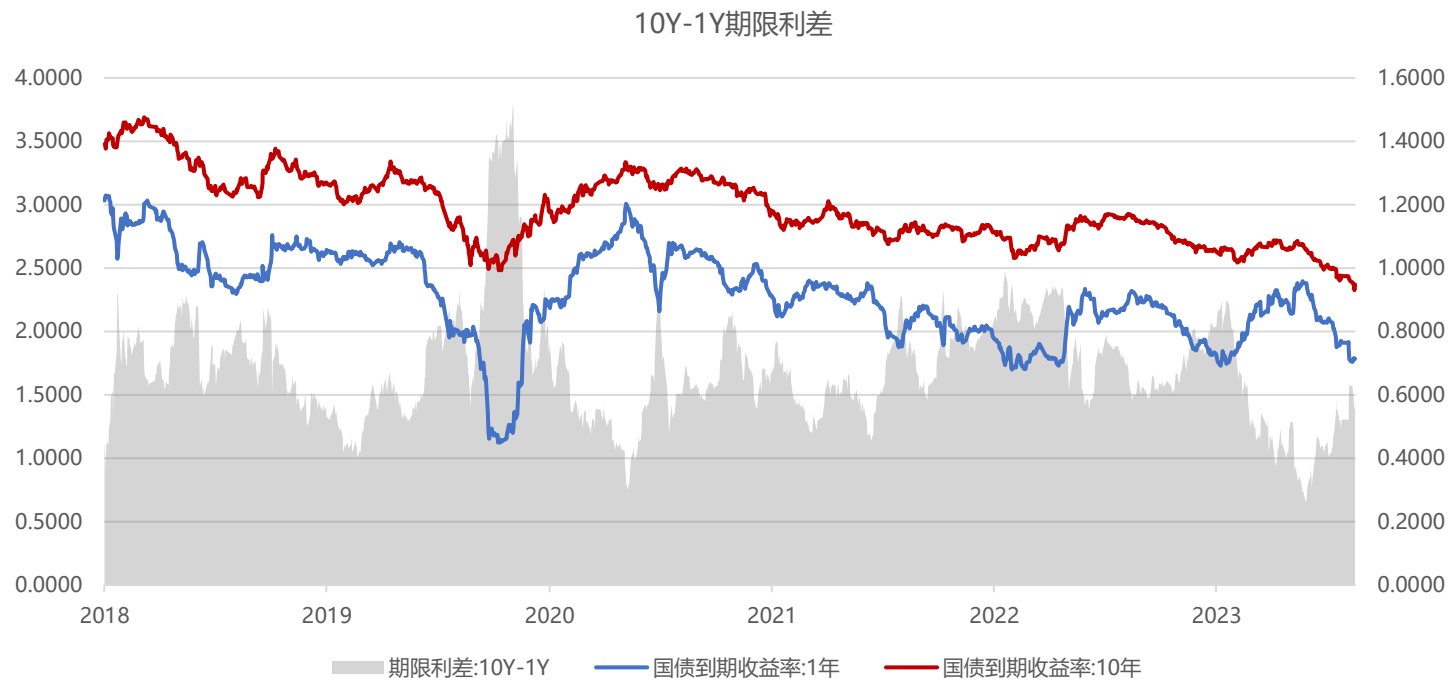
人民币汇率



中国:官方储备资产:外汇储备



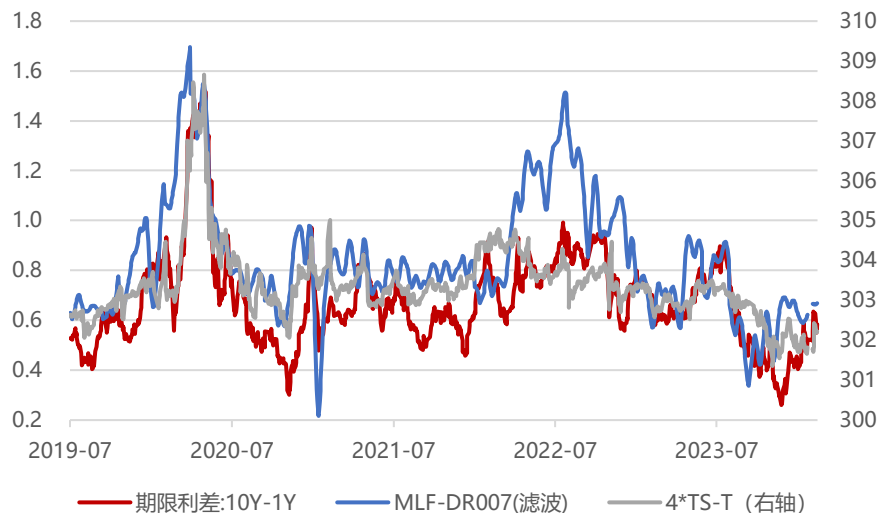
- 10Y-1Y期限利差呈现出较为明显的牛陡熊平特征。



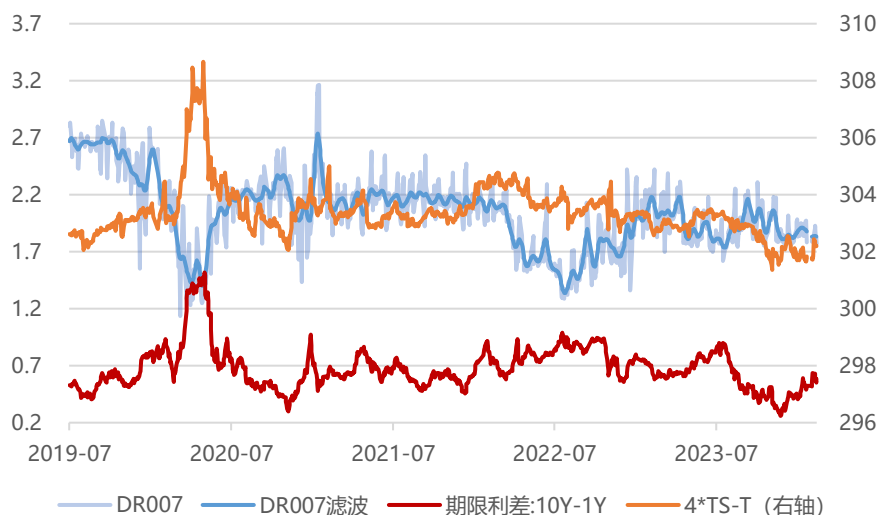
10-1期限利差与流动性变化相关

- 以DR007为短债锚，以MLF为长债锚，长短债锚利率差与期限利差走势接近。而MLF调整频率较低，期限利差的波动更多来自于资金面的变化。
- 2023年下半年，债市基本面仍较为积极，但资金面始终未有明显宽松，期限利差也因此压缩至较低水平。

长短债锚利率与期限利差:10Y-1Y



流动性与期限利差:10Y-1Y



目录 CONTENTS

1

国债期货基础知识

2

国债期货分析框架

3

国债期货套期保值

4

国债期货策略

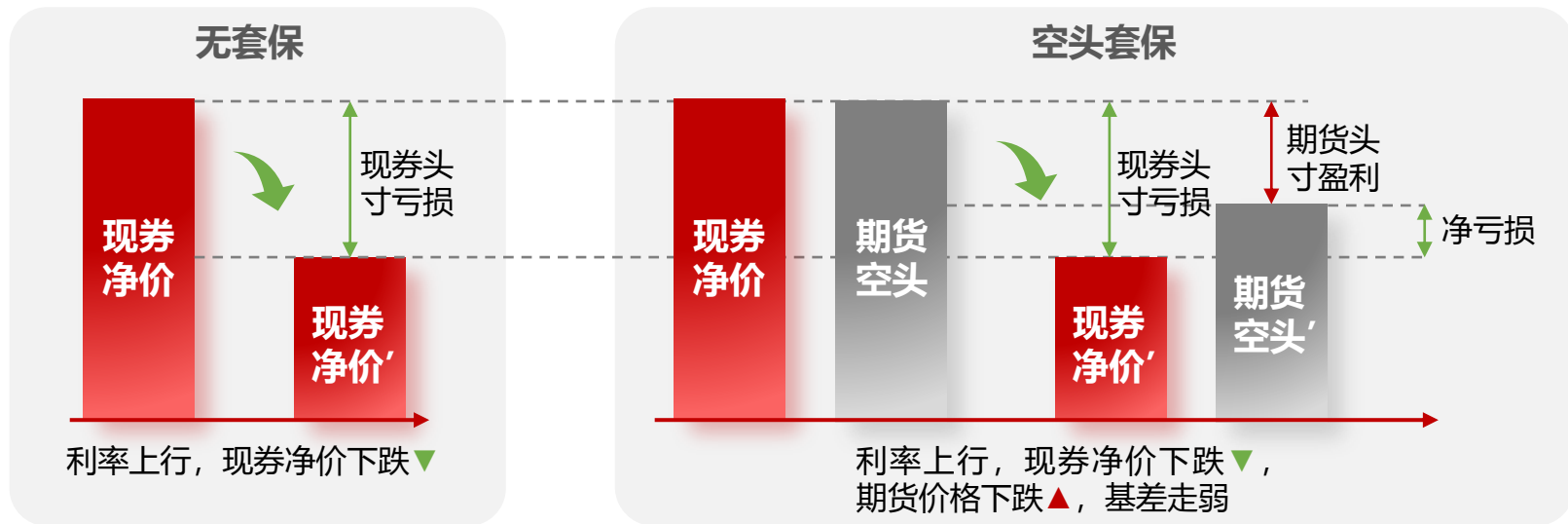
5

国债期货期转现交易

6

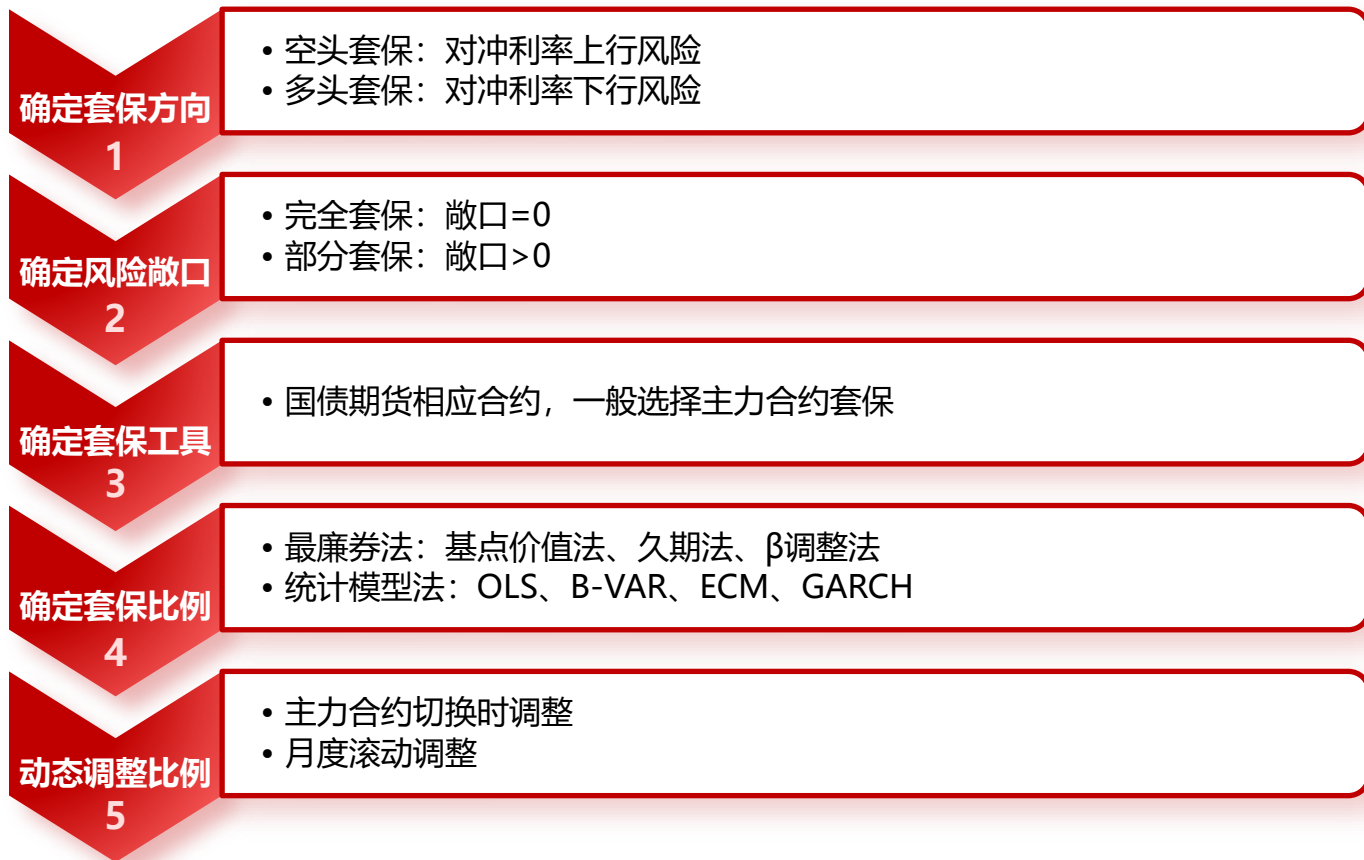
近期国债期货行情

- 在国债期货上机构投资者的需求主要是**空头套保**（卖出套保），对于持有国债现券，但预期价格会下行的投资者，出于风险对冲的需求考量，在期货端建立空头头寸以对冲现券价格下跌的损失。
- 套保本质：将利率波动风险转化为国债期货基差（现货-期货*转换因子）的风险。
 - 卖出套保（相当于做多基差）面临基差缩小风险；
 - 买入套保（相当于做空基差）面临基差扩大风险。



- 买入套保同理反之。





- 市场上较为主流、简便的方法是最廉券法。
- 核心思想就是利用CTD券的特性替代国债期货的相应特性，用CTD券的修正久期或基点价值（DV01，即利率变动一个bp时债券价格的变动值）替代国债期货的修正久期或基点价值。然后令被套保资产的修正久期或基点价值与其相匹配，从而计算出套保比率。

基点价值法

- 理论上，当国债期货合约到期时价格将收敛于CTD券的转换价格：

国债期货价格=CTD券价格 / CTD券转换因子

- 故对于期货合约的基点价值一般采用最便宜可交割债券的基点价值除以转换因子：

Δ 国债期货价格= Δ CTD券价格 / CTD券转换因子

即

国债期货DV01=CTD券DV01/CTD券转换因子

- 因此，对于被套保债券组合基点价值为DV01_S，每张期货合约的基点价值为DV01_F，CTD券的基点价值为DV01_{CTD}，则完全套保的合约数h为

$$h = \frac{DV01_S}{DV01_F} = \frac{DV01_S}{DV01_{CTD}} \times CF_{CTD}$$

- 假定在2020年7月1日，计划将在9月买入1亿元180005.IB，选择TF进行套保。由于5年期合约的标的是面值100万的国债，所以7月1日需买入（100 * h）份的TF2009合约。
（数据来源：上清所，wind）

$$h = \frac{DV01_S}{DV01_F} = \frac{DV01_S}{DV01_{CTD}} \times CF_{CTD}$$

被套保债券组合

债券	180005.IB
日期	2020.06.30
票面利率	3.77%
上市日期	2018.03.12
到期日期	2025.03.08
全价	106.9052
修正久期	4.242
DV01	0.045349

套保工具

合约	TF2009
日期	2020.06.30
收盘价	101.66
CTD	190013.IB
修正久期	3.9208
DV01	0.040644
转换因子	0.9977

$$\begin{aligned} h &= \frac{DV01_S}{DV01_{CTD}} \times CF_{CTD} \\ &= \frac{0.045349}{0.040644} \times 0.9977 \\ &= 1.113 \end{aligned}$$

因此需要买入111份TF2009合约套保

- 修正久期法与基点价值法的原理一致，其实际计算的套保比例也基本一致。

修正久期法

- 如果把国债期货价格用国债期货最廉券的价格替代，国债期货价格对收益率变动的敏感性表示为：

$$\frac{d\text{国债期货价格}}{d\text{利率}} = \frac{d\text{CTD券价格}}{d\text{利率}} = \text{CTD券久期}$$

- 最优套期保值比例 h 的确定方法就是使期货和现货对于收益率变动的敏感性相等，即CTD修正久期与现券修正久期相等：

$$\frac{d\text{国债期货价格}}{d\text{利率}} \times h = \frac{d\text{被套保债券价格}}{d\text{利率}}$$

- 因此，对于修正久期为 D_S ，价值为 P_S 的债券组合，每张国债期货合约对应CTD券的修正久期为 D_F ，合约价值为 P_F ，则完全套保的合约数 h 为：

$$h = \frac{P_S \times D_S}{P_F \times D_{CTD}}$$

- 假定在2020年7月1日，计划将在9月买入1亿元180005.IB，选择TF进行套保。由于5年期合约的标的是面值100万的国债，所以7月1日需买入（100 * h）份的TF2009合约。
（数据来源：上清所，wind）

$$h = \frac{P_S \times D_S}{P_F \times D_{CTD}}$$

被套保债券组合

债券	180005.IB
日期	2020.06.30
票面利率	3.77%
上市日期	2018.03.12
到期日期	2025.03.08
全价	106.9052
修正久期	4.242
DV01	0.045349

套保工具

合约	TF2009
日期	2020.06.30
收盘价	101.66
CTD	190013.IB
修正久期	3.9208
DV01	0.040644
转换因子	0.9977

$$\begin{aligned} h &= \frac{P_S \times D_S}{P_F \times D_{CTD}} \\ &= \frac{106.9052 \times 4.242}{101.66 \times 3.9208} \\ &= 1.137 \end{aligned}$$

因此需要买入114份TF2009合约套保

- 前两种办法都是假定被套保债券和CTD券之间的利差是固定的，即期现货之间收益率的变动幅度是一样的。
- 但是在现实中收益率会随着期限、利率水平等因素变化而变化，无法保持利差平行不变，所以套期保值比率需要调整，来反映收益率利差变动的影响。因此使用β调整法对套保比率进行调整。

β调整法

- 被保值债券收益率与最便宜可交割债券收益之间的回归方程写为：

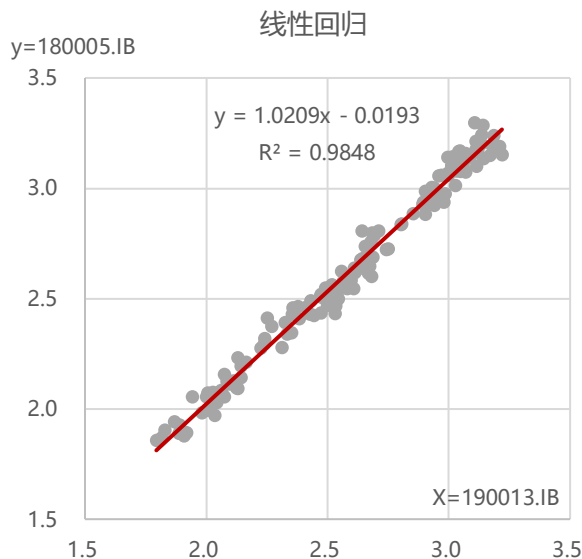
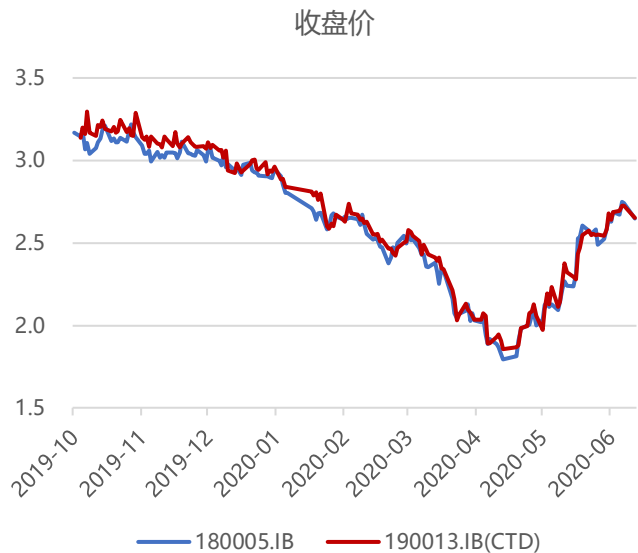
$$y_s = \alpha + \beta y_{CTD} + \varepsilon$$

- 其中 α 为回归方程的横截距， y_s 为t时刻被套保债券组合的收益率， y_{CTD} 为t时刻CTD券的收益率， β 为斜率，即两者间变动的关系， ε 为残差项。
- 进而在久期中性法、基点价值法的基础上乘以 β 进行调整，达到消除两者间收益率的差异：

$$h^* = \beta \times h$$

- 假定在2020年7月1日，计划将在9月买入1亿元180005.IB，选择TF进行套保。由于5年期合约的标的是面值100万的国债，所以7月1日需买入（100 * h）份的TF2009合约。
（数据来源：上清所，wind）

$$y_s = \alpha + \beta y_{CTD} + \varepsilon$$



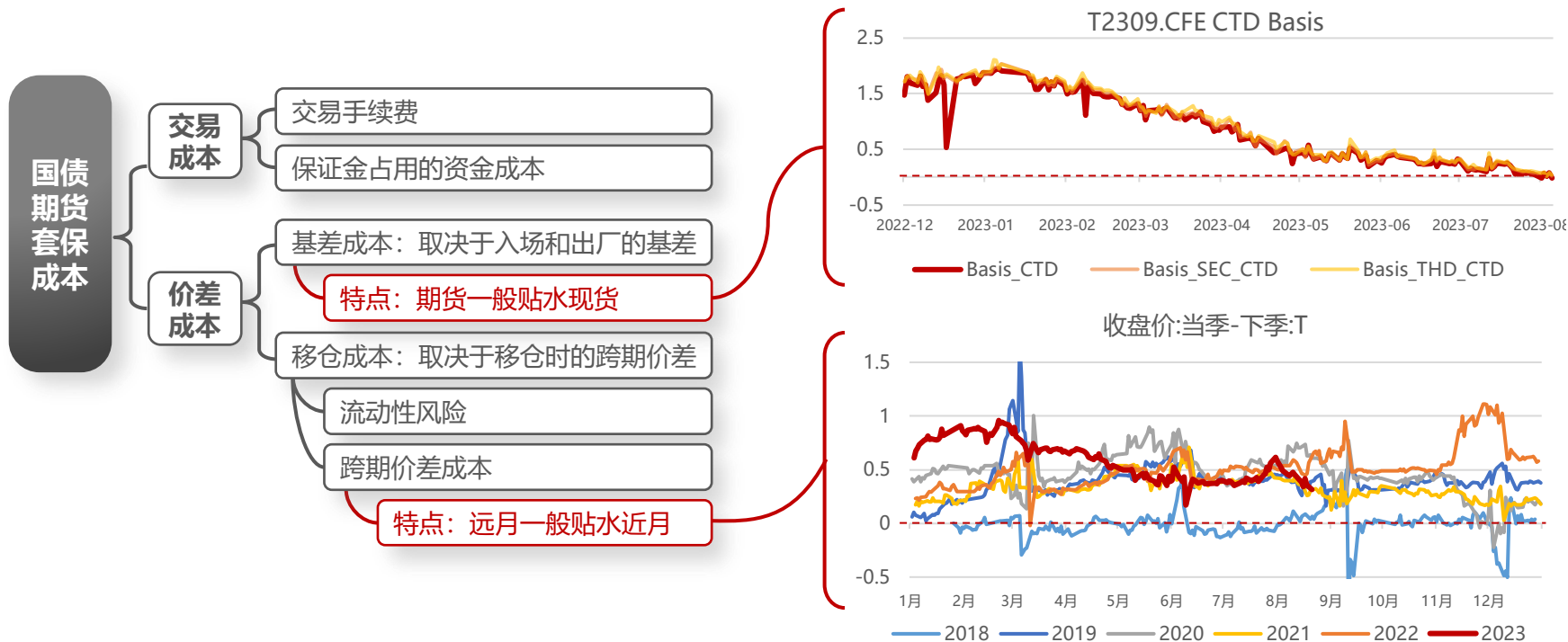
$$h^* = \beta \times h$$
$$\beta = 1.0209$$

↓ 调整

$$h_{BV01}^* = 1.0209 \times 1.113$$
$$= 1.136$$

$$h_D^* = 1.0209 \times 1.137$$
$$= 1.161$$

- 国债期货的价差结构是套保成本的主要来源。
- 国债期货的套保好不好很大程度上取决于入场和出场时的基差，和对于长期套保者来说，也决定于移仓时的跨期价差。

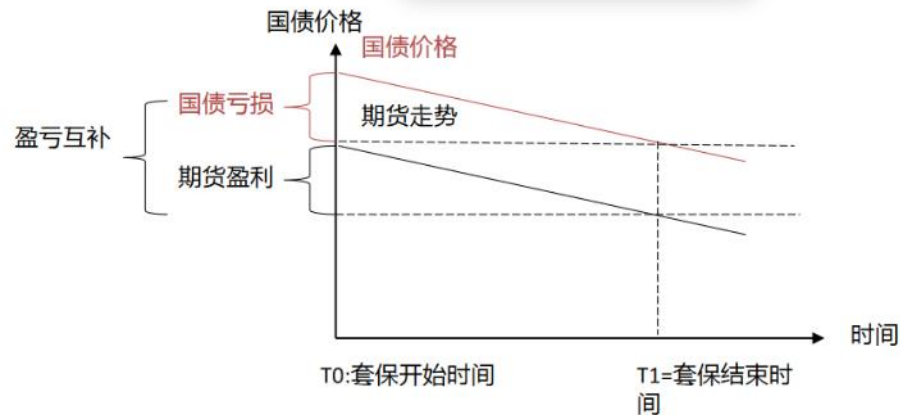


- 理论上期货和现货是同步变化的，但实际上期现的同步变化会变成期货逐渐向现货靠近，完成基差收敛。

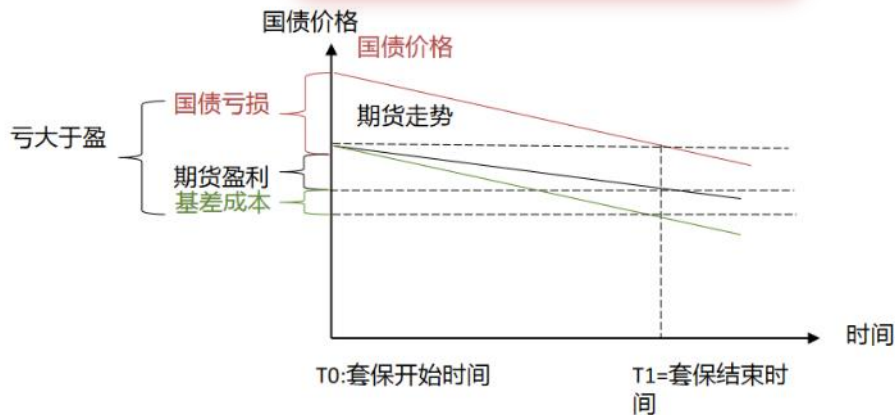
□ 市场上涨，期货的亏损大于现货的盈利；

□ 市场下跌，期货的盈利小于现货的亏损。

理论：期现同步变化

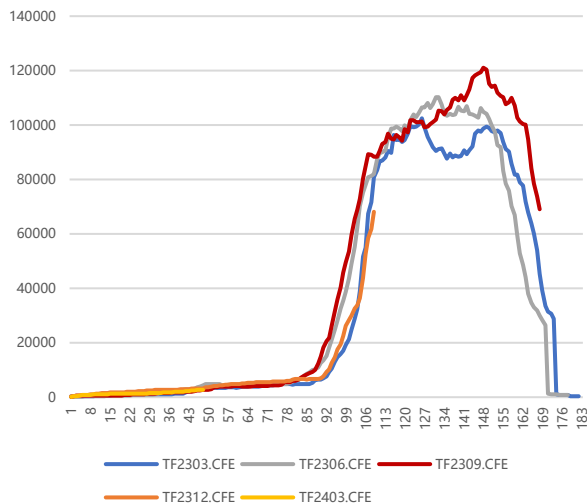


实际：期货靠近现货，收基差

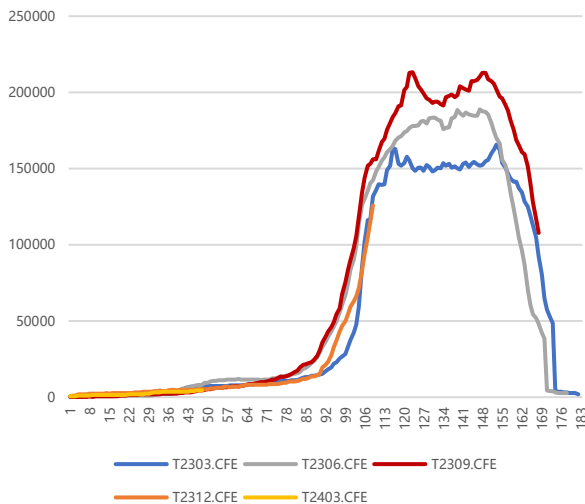


- 一般情况，国债期货移仓换月自交割前月中上旬至交割前月中下旬进行。此时当季和次季的流动性情况都较为理想，是展期操作较好的时间窗口。

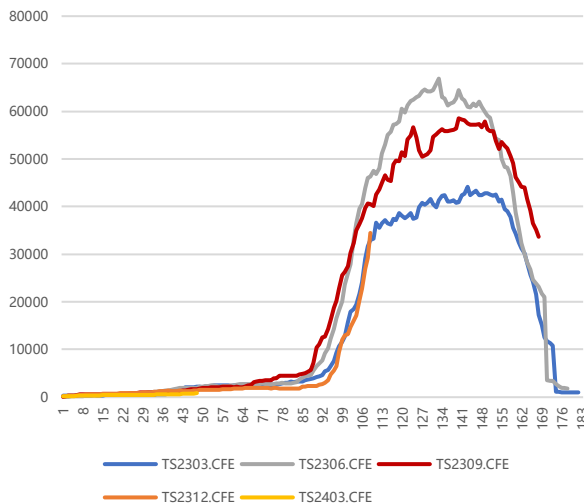
TF:持仓量变化



T:持仓量变化

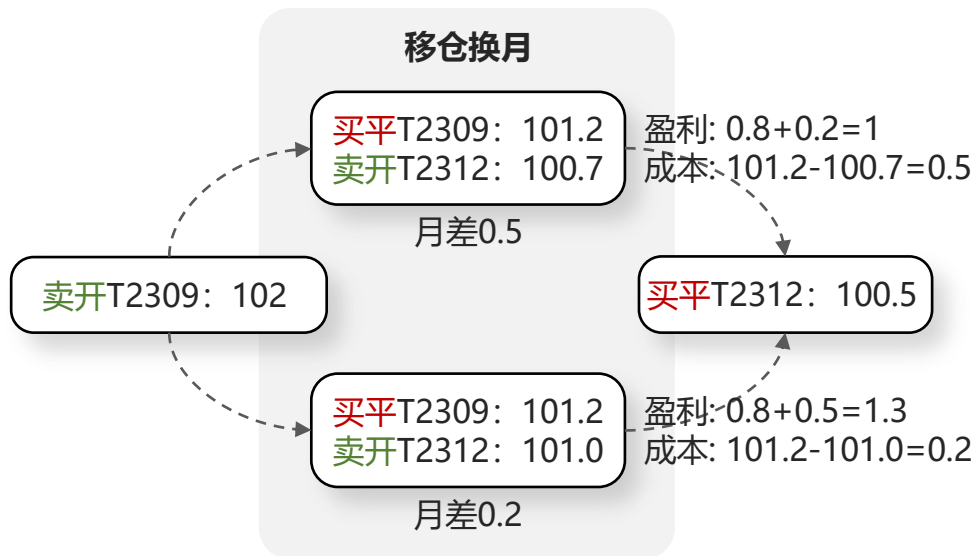


TS:持仓量变化

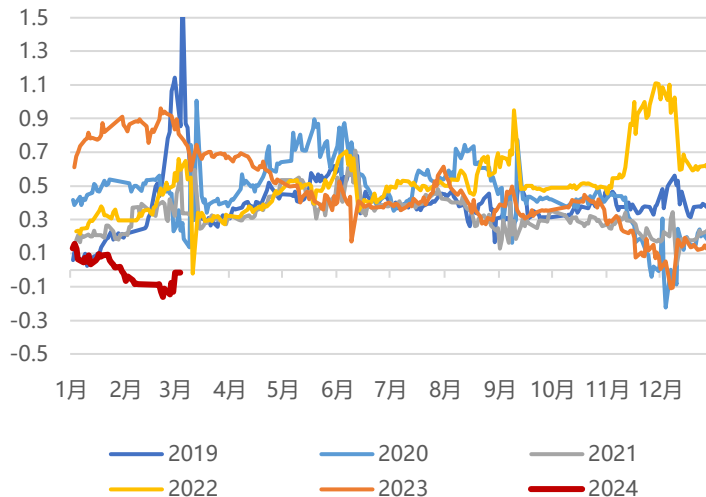


- 移仓过程中随着交割日逐渐临近，当季合约的持有收益与交割期权价值逐渐收敛，使得当季合约基差逐渐收敛于现券价格，此时跨期价差走阔主要由次季合约基差推动。
- 当季-次季价差越大，空头损失越大，因此空头更倾向于在跨期价差偏低的时候向远月完成换仓。回顾T合约的持仓成本，对应跨期价差波动在0-0.5元左右，但在多头较为强势时价差也会降至零下。
- 换月成本 $= (P - F_{\text{近月}}) - (P - F_{\text{远月}}) = -(F_{\text{近月}} - F_{\text{远月}}) = -(\text{跨期价差})$

移仓换月

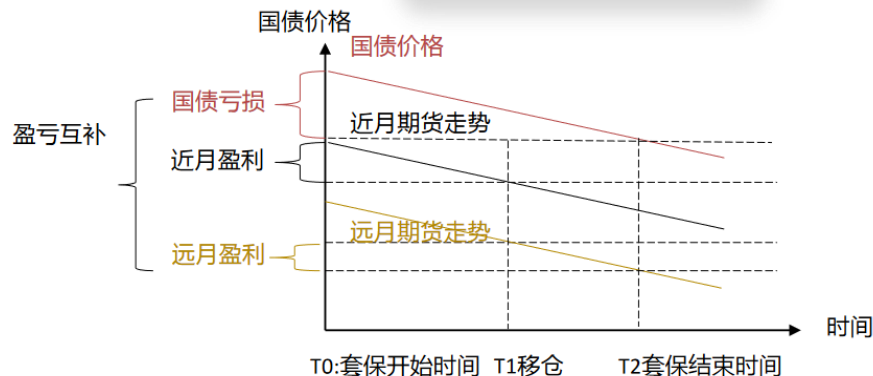


收盘价:当季-下季:T

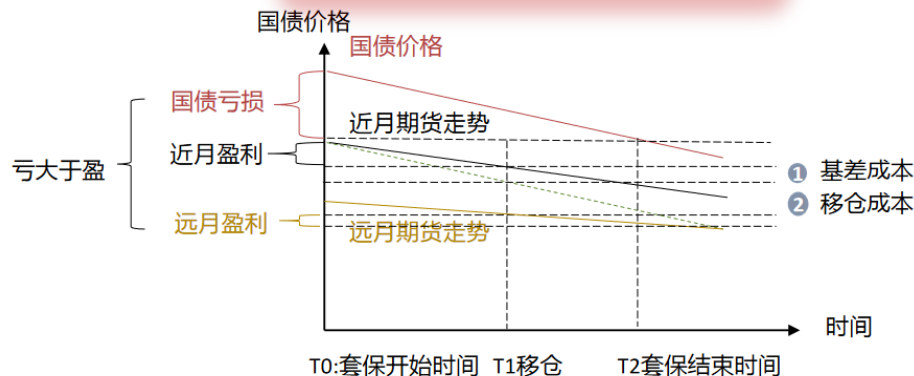


- 理论上期货和现货是同步变化的，但实际上期现的同步变化会变成期货逐渐向现货靠近，完成基差收敛。
 - 市场上涨，期货的亏损大于现货的盈利
 - 市场下跌，期货的盈利小于现货的亏损
- 总结来看，不难发现移仓换月期跨期价差可简单视为投资者在远月开仓时面临的基差收益或成本，因此直观意义上看，对于空头套保的投资者则更倾向于在跨期价差偏低的时候向远月完成换仓。

理论：期现同步变化

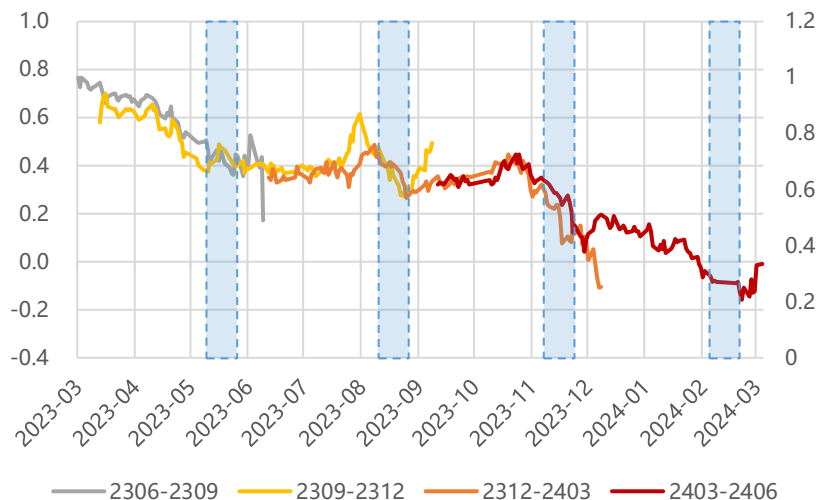


实际：期货靠近现货，收基差

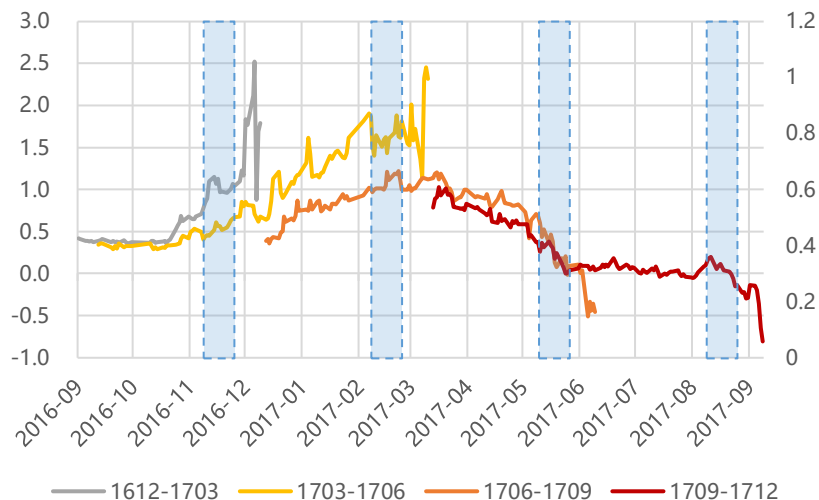


- 跨期价差产生的原因很大一部分源于投资者的移仓换月：如果空头主动移仓，远月价格被打压，近月价格抬升，跨期价差上行；若多头主动移仓，远月价格被抬升，近月价格被打压，跨期价差下行。
- 当投资者对后市行情悲观时，一般会在期货市场布局空头套期保值，为减少移仓损失投资者在流动性允许的情况下会直接布局远月空单，进而造成远月合约价格的下行幅度大于近月合约，跨期价差拉大。

债牛期间多头主导移仓，跨期价差多数走低

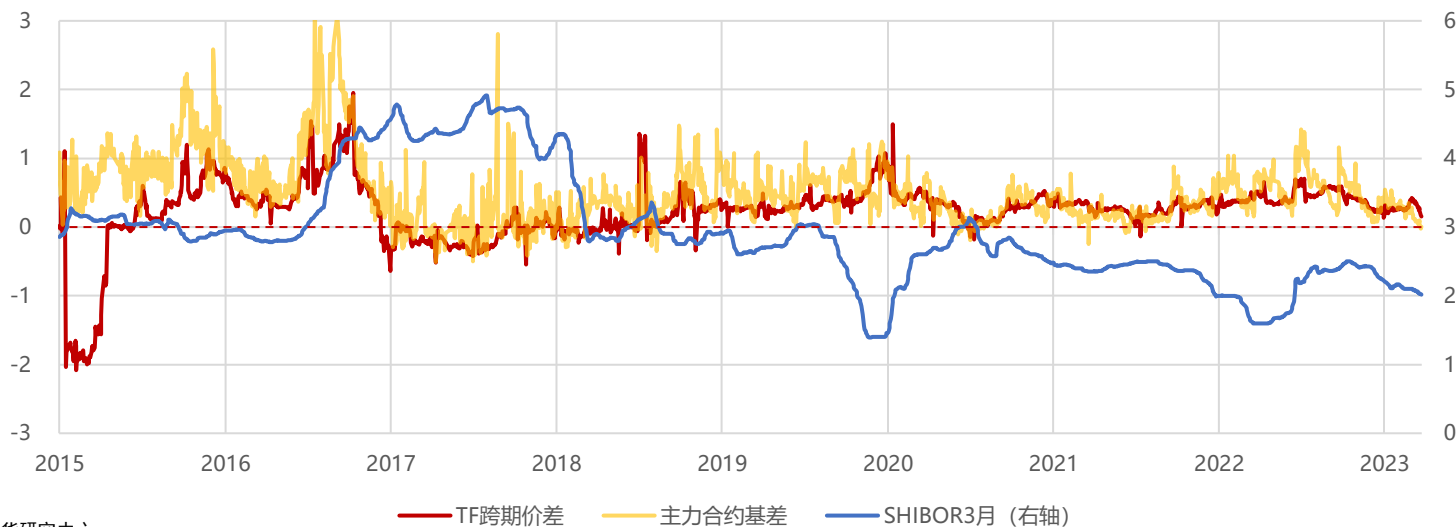


债熊期间空头主导移仓，跨期价差多数走高



- 除了移仓的影响外，资金价格也会影响跨期价差。由于标准券的票面利率为3%，若资金面偏宽松，则融资成本 < 利息收入，利多现券，故基差走阔，且持有收益随时间增加，远月基差应大于近月，跨期价差为正；反之，跨期价差则可能为负。
- 因此对于套保来说，资金成本较低时，在流动性允许的情况下可以直接在远月布局，以避免移仓时增加成本；当资金成本偏高时，可以选择近月合约并择机移仓，获得移仓收益。

资金成本和跨期价差



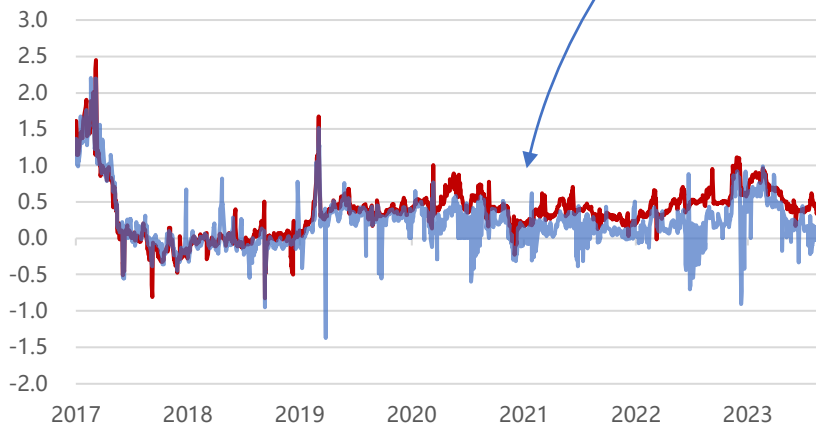
- 持有收益解释了很大一部分跨期价差产生的原因，但部分时间仍然会出现明显背离，其中期权价值的扰动对跨期价差形成了较大的影响。

- 由于基差 = 持有净收益 + 期权价值，其中期权价值即为净基差，因此跨期价差定价可视为：

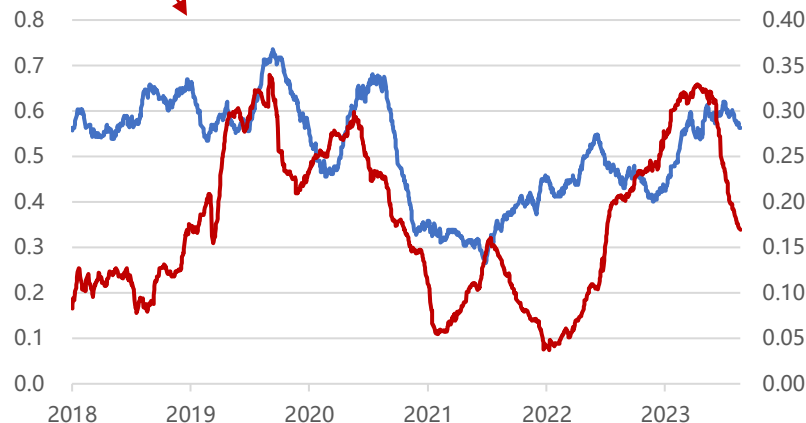
$$\text{跨期价差} = (\text{远月净基差} - \text{近月净基差}) / \text{CF}$$

- 对于套保者来说，如果CTD转换频率比较高，即转换期权价值比较大，应该选择尽早移仓，防止跨期价差的上行对空头换月造成的损失。

跨期价差和净基差



CTD变化率和净基差:180DMA



— 跨期价差：当季-下季

— 净基差：远月-近月

— CTD变化率

— BNOC

- 而对于短期套保或紧急情况下的套保，基差和跨期价差的重要性远小于决策和执行的速度；
- 如果投资者能在外部冲击时对债市走向做出正确判断，那么即便基差非常大，依然适合通过做空国债期货来规避风险。



- 2022年11月11日，国家卫健委中午发布了疫情防控20条，期债大跌；
- 此时虽基差较大，但如果现券多头判断利空尚未出尽，可以通过卖出套保来紧急避险。

- 投资者应避免“一套了之”的思路，对套保仓位进行动态调整。
- 得当的动态调整可以在一定程度上对冲基差收敛带来的损失；但要实现操作得当的动态调整本身具备更大的难度。



- 空头套保者可以在期货低位时平掉部分仓位，待回弹后重新建仓，通过波段操作对冲收基差的损失。
- 如果“一套了之”，则面对后续的大幅收基差，套保的总收益反而低于不套保。

目录 CONTENTS

1

国债期货基础知识

2

国债期货分析框架

3

国债期货套期保值

4

国债期货策略

5

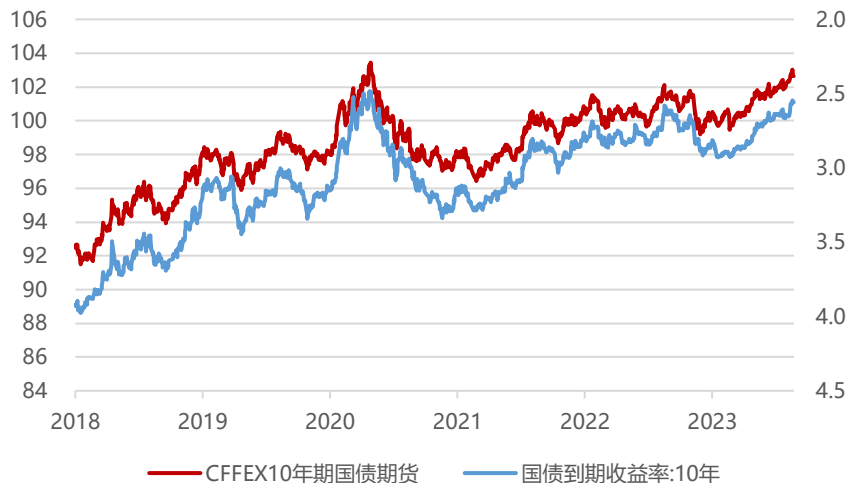
国债期货期转现交易

6

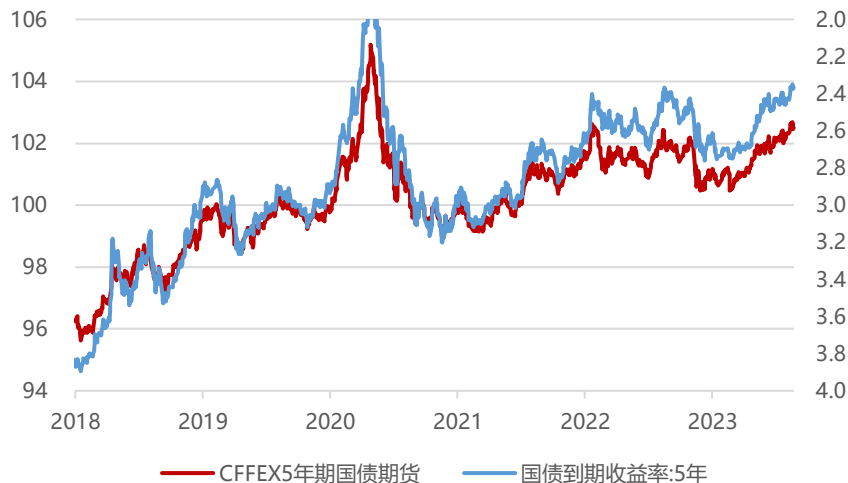
近期国债期货行情

- 国债期货的方向性策略是单边做多或做空国债期货，其分析框架见前文，核心是判断利率走势。
- 由于国债期货可以直接建立空头头寸，在方向性交易的时候也更高效；且国债期货自带杠杆，投资者可用其增厚收益。
- 国债期货较好的流动性也使投资者可以通过做多来方便地拉长组合久期。

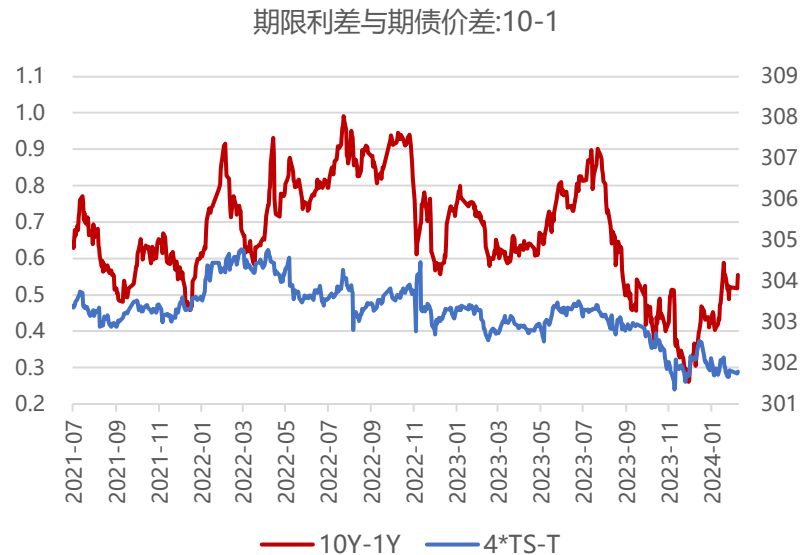
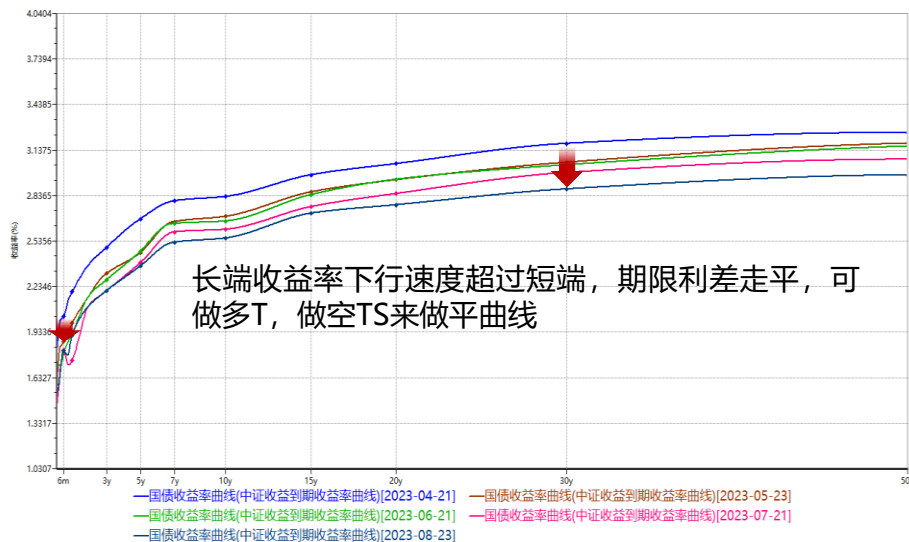
国债与期债走势基本一致



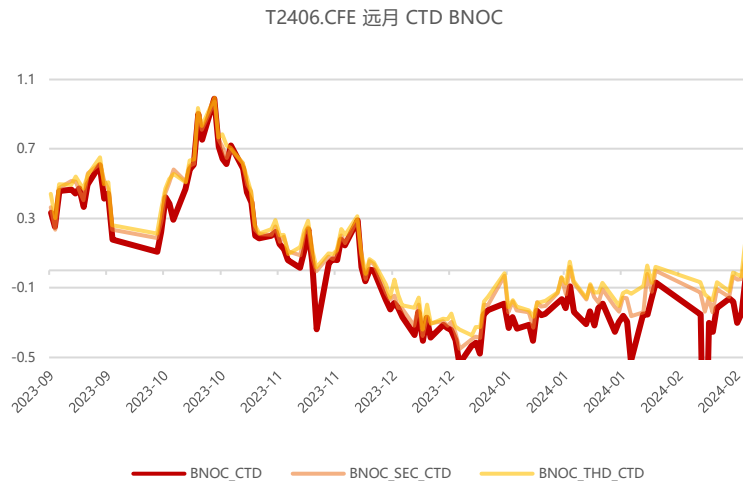
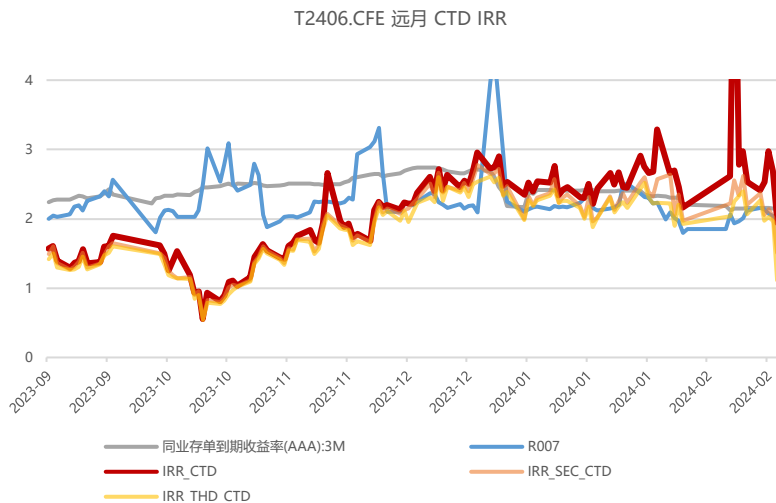
国债与期债走势基本一致



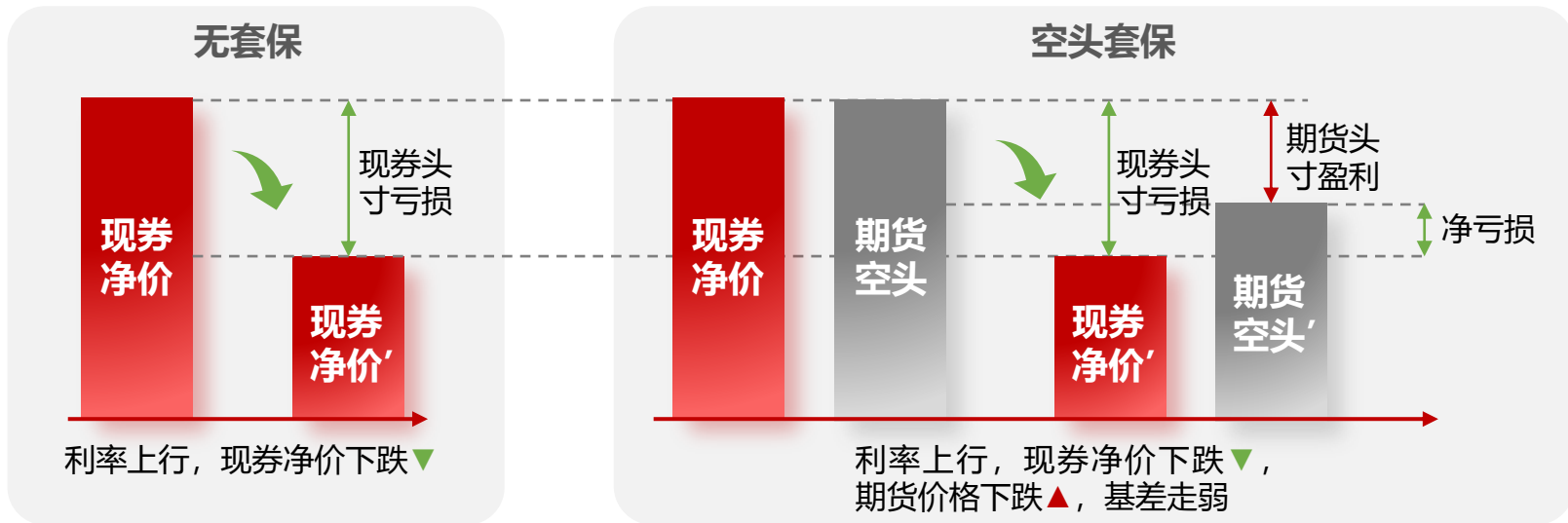
- 国债期货的曲线策略是基于国债收益率曲线变动而构建的交易策略。由于国债期货可以更方便建立空头头寸，曲线策略的运用较现券更容易。
- 若投资者认为收益率曲线将发生形态变化，可以通过2Y、5Y、10Y、30Y国债期货中两两的组合实现做平/做陡曲线策略，甚至使用三个实现做凸/做凹曲线交易(蝶式策略)。
- 执行曲线策略时要注意久期的匹配（如4手TS对应1手T合约）。



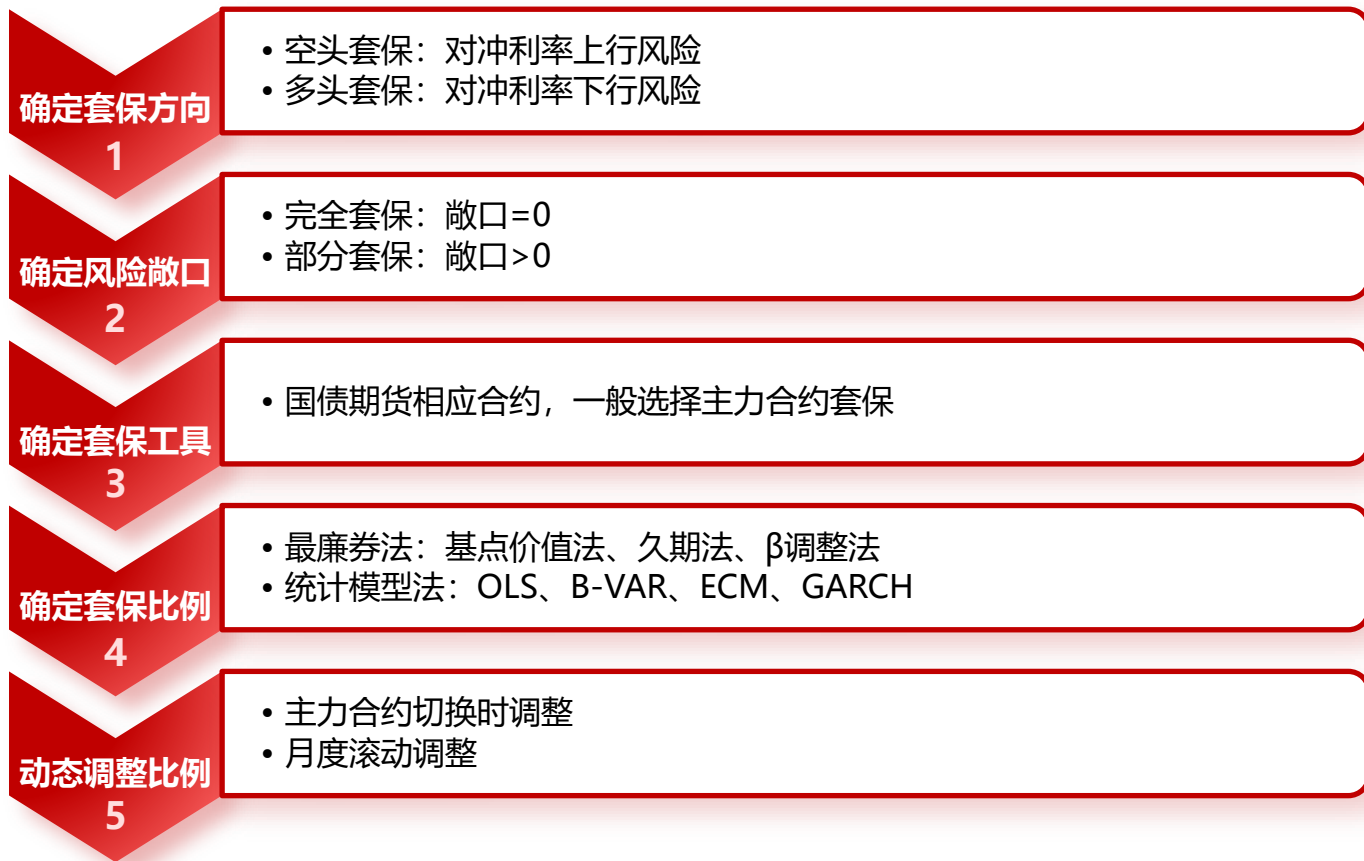
- **IRR正套策略**：指卖空国债期货、同时买入现券持有至期货合约到期交割，期货和现货的头寸比为1:1，IRR就是这一操作过程的年化收益率，当IRR高于资金成本时，正套策略就存在无风险套利的空间。
- 国债期货基差走低意味着期货比现券贵，对应IRR走高，卖期货买现券存在套利空间。
- 当看多国债但资金偏贵时，投资者会选择在期货建立多头头寸，导致基差收窄甚至倒挂，为IRR策略创造空间。



- 在国债期货上机构投资者的需求主要是**空头套保**（卖出套保），对于持有国债头寸，但预期价格会下行的投资者，出于风险对冲的需求考量，在期货端建立空头头寸以对冲现券价格下跌的损失。
- 套保本质：将利率波动风险转化为国债期货基差（现货-期货*转换因子）的风险。
 - 卖出套保（相当于做多基差）面临基差缩小风险；
 - 买入套保（相当于做空基差）面临基差扩大风险。

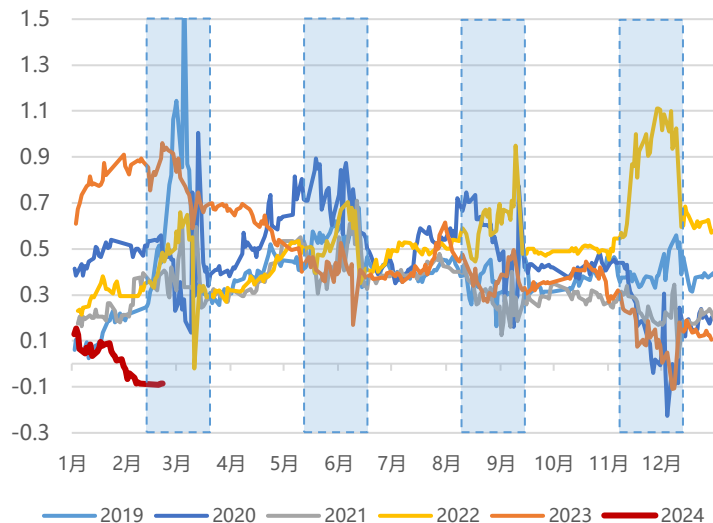


- 买入套保同理反之。

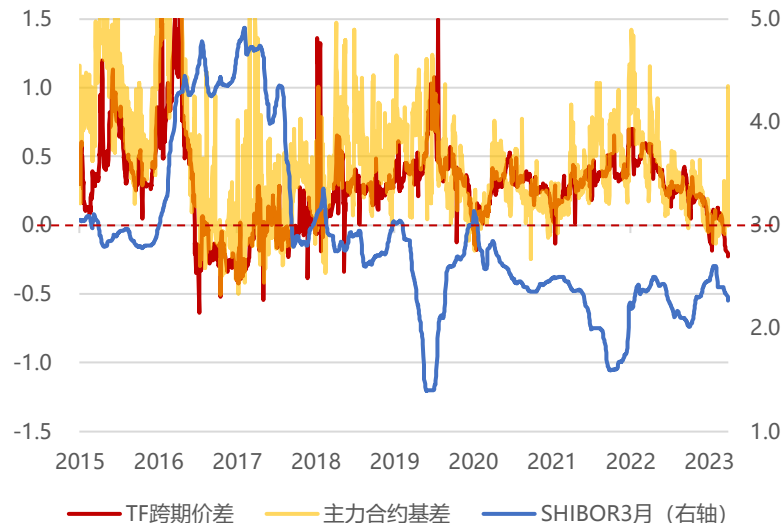


- 跨期价差（月差）产生的原因是多方面的：
- ①投资者对后市预期乐观，则跨期价差可能下行；投资者对后市预期悲观，则跨期价差可能上行。
- ②投资者的移仓换月阶段，如果空头主导移仓，远月价格被打压，近月价格抬升，跨期价差上行；若多头主导移仓，远月价格被抬升，近月价格被打压，跨期价差下行。
- ③此外，临近交割时近月收基差也会带来跨期价差的波动。

收盘价:当季-下季:T



资金成本和跨期价差



目录 CONTENTS

1

国债期货基础知识

2

国债期货分析框架

3

国债期货套期保值

4

国债期货策略

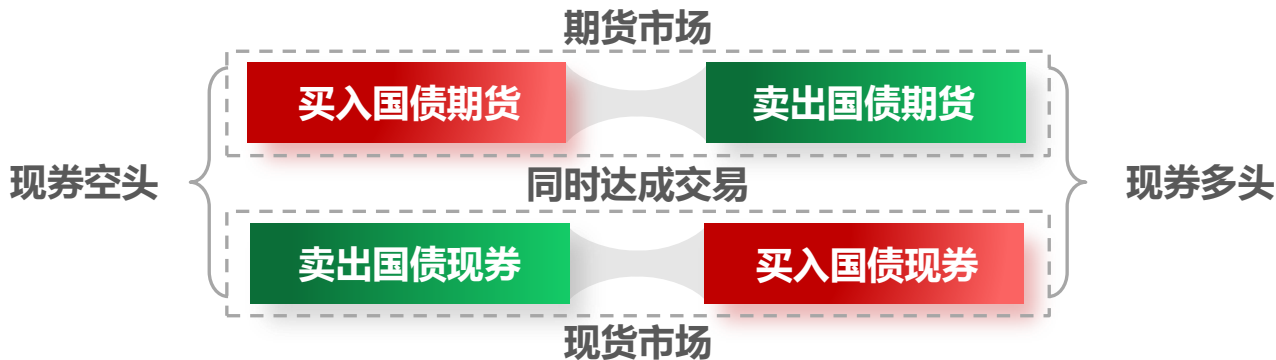
5

国债期货期转现交易

6

近期国债期货行情

- 国债期货期转现交易 (Exchange for Physicals,简称 EFP) 指经交易双方协商一致,同时买入(卖出)交易所期货合约和卖出(买入)交易所规定的有价证券或者其他相关合约的交易行为。



- 开展国债期货期转现交易对投资者有许多意义：
 1. 期现货同时达成，可以锁定债券期现基差，满足机构投资者精细化的风险管理需求；
 2. 期转现交易是交割制度的有效补充，现券范围也从一篮子交割券进一步拓展；
 3. 有助于减少大额订单冲击市场,降低投资者的冲击成本。

■ 国债期货期转现交易的参与者：

会员：符合中金所规定的**结算会员**，可以从事期转现交易相关业务，交易会员暂不可以；

客户：目前可以参与国债期货期转现交易的客户为**证券公司、基金管理公司、信托公司、银行和其他金融机构**，以及**社保公司、合格境外投资者**等。

客户：**证券资管、基金资管、私募基金**等非法人客户之间不能直接进行国债期货期转现交易，但可通过券商等金融机构进行国债期货期转现交易。

■ 可交割券的范围：

国债、地方政府债、政金债，以及以上述债券为标的资产的债券远期交易；

此外，一笔期转现交易中的现券包含多种现券，但只能包含同一期货合约。

一篮子可交割国债

国债

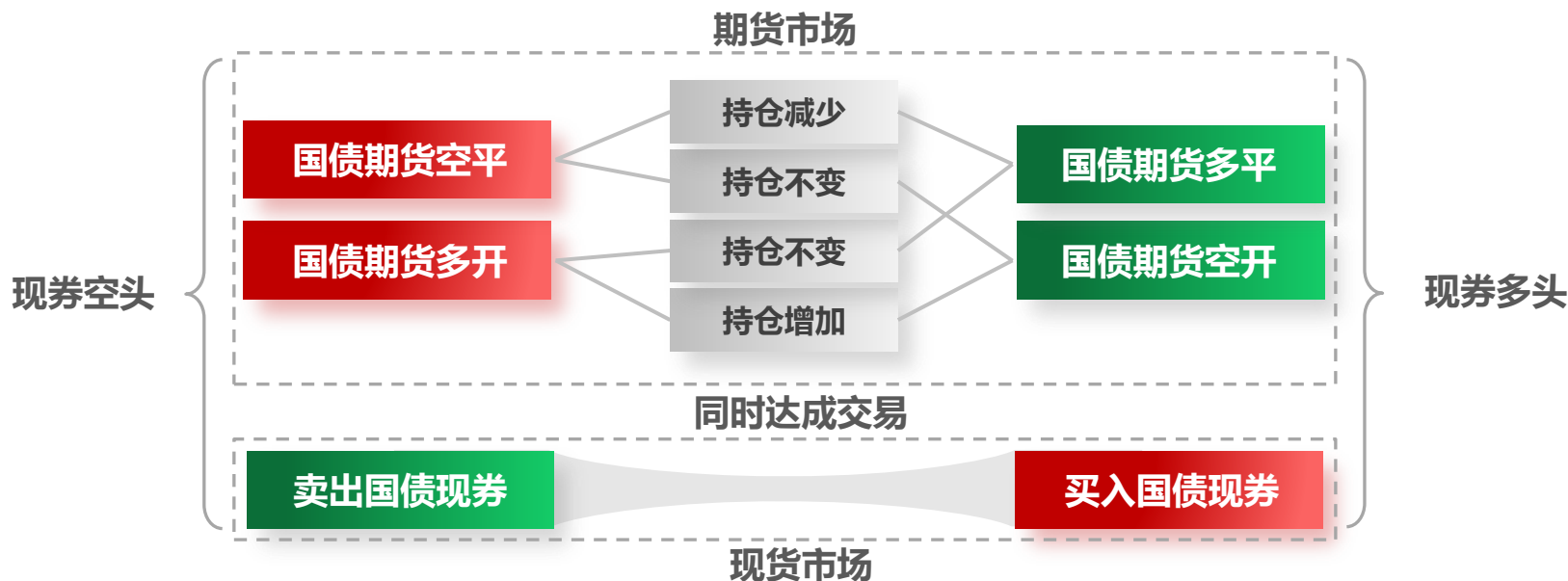
地方政府债

政金债

远期

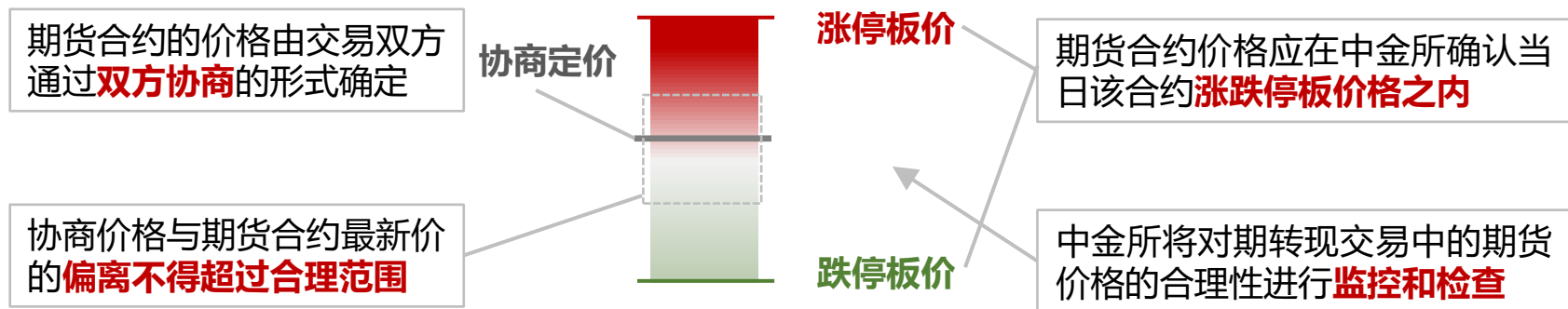
不可用于国债期货交割

- 投资者参与国债期货期转现交易,既可以在期货市场进行平仓操作,也可以进行开仓操作。因此,期转现交易作为一种交易方式,其对持仓量的影响和集中交易方式一致,其交易结果可能导致全市场持仓量增加、减少或者不变。



- 交易达成后,中金所会在**盘中实时调整**交易双方的持仓,且国债期货期转现交易的期货成交价**不计入**当日该合约的价格,但成交和持仓变化会记录。

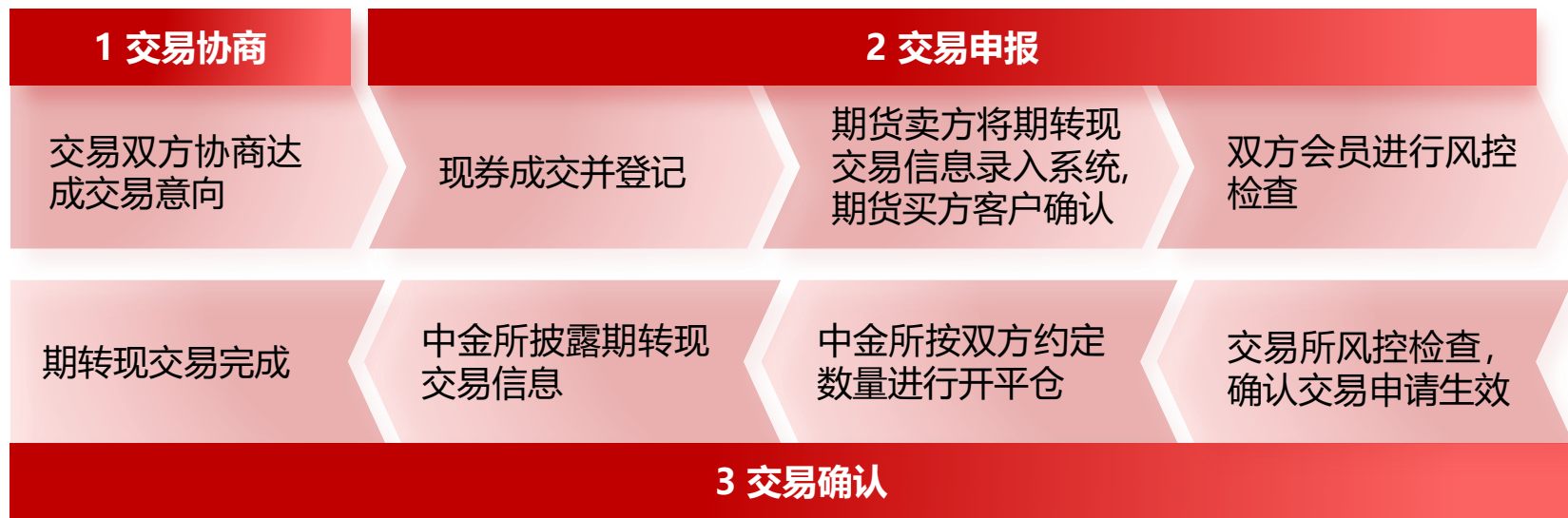
■ 期货合约的价格的确定:



■ 现券的价格的确定:

国债期货期转现交易中现货端价格由客户自行协商确定，中金所不做明确的限制；但申报的现货价格需要**与现货成交单上的价格保持一致**，并对期现货之间的**基差进行监控**。

- 国债期货期转现交易的基本流程分为三个阶段：



- 几个特点：①现券由投资者自行在相应交易场所交易结算，中金所只负责期货的交易结算；②期转现交易申报需凭现券成交结果；③申报录入由卖方发起；④盘中实时确认期货持仓变化

- 国债与商品期货的期转现交易存在一定的不同点，主要体现在以下几个方面：

	国债期转现	商品期转现
开平仓	国债期货期转现交易 可以开仓也可以平仓	境内商品期货期转现 只能用于平仓,不能开仓
持仓变更时间	国债期货期转现交易的期货端申报经中金所确认生效后,中金所会在 盘中实时调整 交易双方的持仓	境内商品期货交易所主要在 盘后 对期转现达成的期货交易进行平仓
信息披露方式	国债期货期转现交易达成的期货合约成交量、成交金额、持仓量变化在中金所确认生效后, 与即时行情一并发布	商品交易所对期转现交易的交易量数据在每个交易日 日终进行公布

目录 CONTENTS

1

国债期货基础知识

2

国债期货分析框架

3

国债期货套期保值

4

国债期货策略

5

国债期货期转现交易

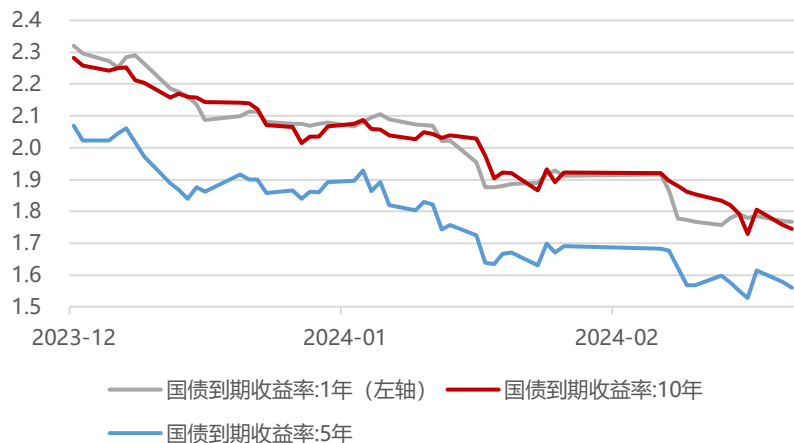
6

近期国债期货行情

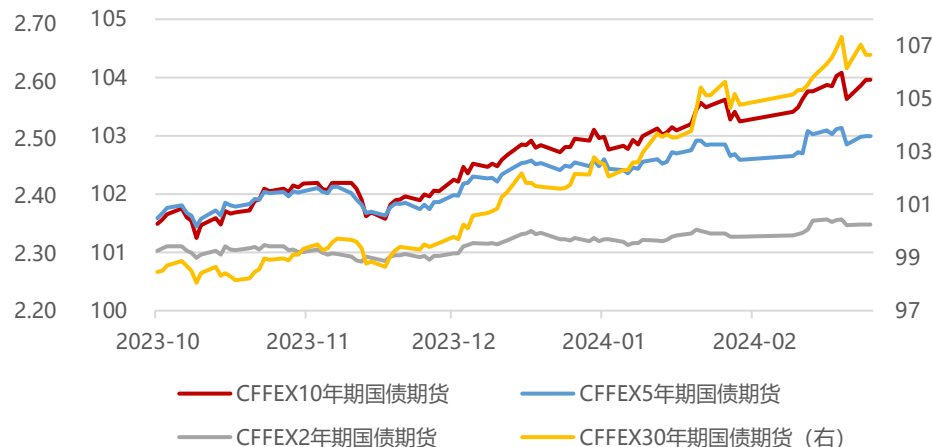
- 春节假期结束后，国债市场开启了新一轮的上涨行情，尤其对于长端和超长端而言，不论现券还是期债都一再刷新市场认知，10年期国债收益率最低下探至2.34%，30年期也降至2.45%，期限利差进一步收窄。
- 随着两会的临近，国债在避险+止盈情绪的带动下回落，十债收益率日内反弹2.5bp，T2406则回吐周内涨幅。
- 而政府工作报告发布后，整体未超预期，但连续发行超长期特别国债的消息对超长端有一定压制，结构上十年期国债接过领涨的“接力棒”。

合约	周收盘价	周涨跌	周涨跌幅(%)
T.CFE	103.640	-0.165	-0.1590
TF.CFE	102.850	-0.215	-0.2086
TS.CFE	101.466	-0.096	-0.0945
TL.CFE	106.150	0.410	0.3877

国债到期收益率

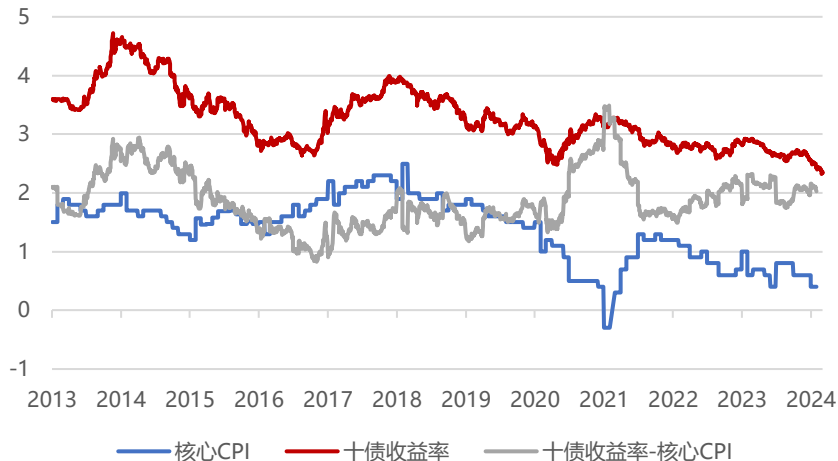


国债期货收盘价

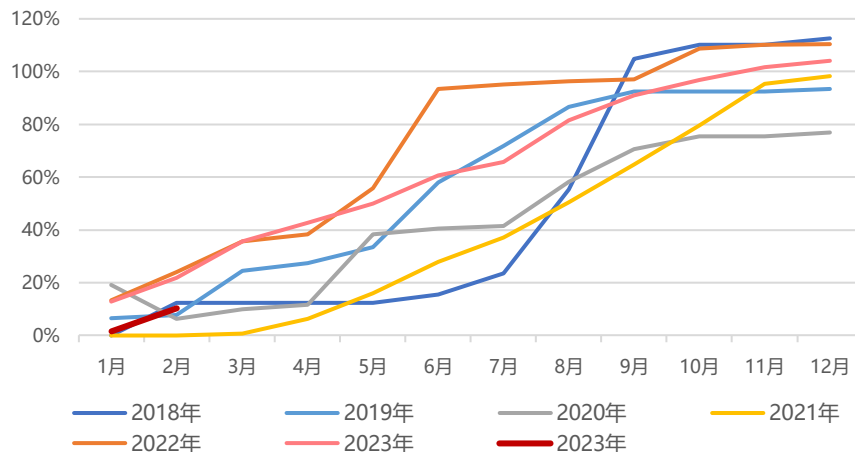


- 复盘这一轮长债的上涨，可以发现其底层逻辑仍然建立在弱复苏的经济基本面之上；同时，需求持续偏弱也导致再通胀进程偏缓，较高的实际利率使得市场对于政策利率下调又形成了一致的预期并进行计价。
- 在此基础上，市场原本对于经济的强刺激和货币政策边际收紧有着一定的担忧，但随着中央经济工作会议等将稳中求进作为整体基调，将调整结构作为方向，市场的担忧也逐步淡化，甚至在高涨的市场情绪的加持下对于新出台的楼市放宽限购等政策进一步脱敏；
- 此外，节后资金面也延续了宽松的格局，尽管央行对流动性有所回笼，但存款回流和新债发行偏缓也使得资金无忧，债市上涨的软硬束缚均被打开。

十债收益率与通胀

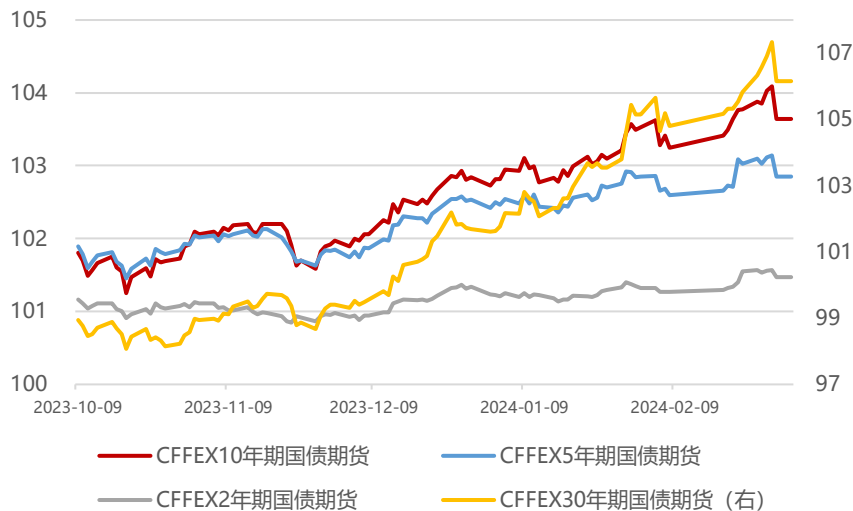


地方新增专项债发行进度



- 而另一方面，机构行为和市场情绪则是本轮上涨几乎“脱离基本面”的原因所在。
- 在确定了利率下行的大方向后，拉长久期成了机构的普遍操作，而三十年期国债较高的收益率也使其在资产荒的市场格局中格外亮眼。
- 同时，年前权益市场的下挫进一步推波助澜，使得券商和基金也加入债市狂欢，配置+交易共同促成了此轮牛市。
- 此外，近期保险资管存款监管的变化也加剧了资产荒的现象。

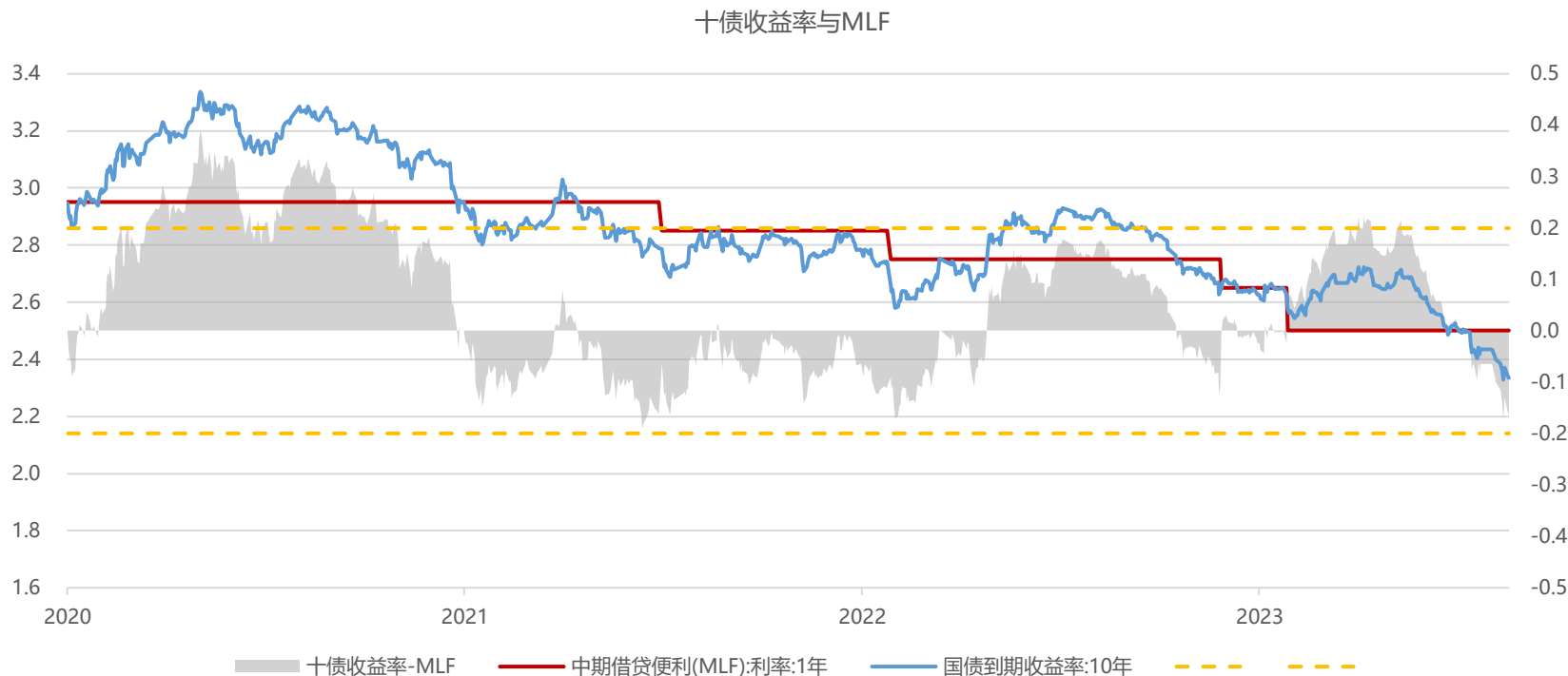
国债期货收盘价



券商、基金的参与是本轮上涨的重要原因之一



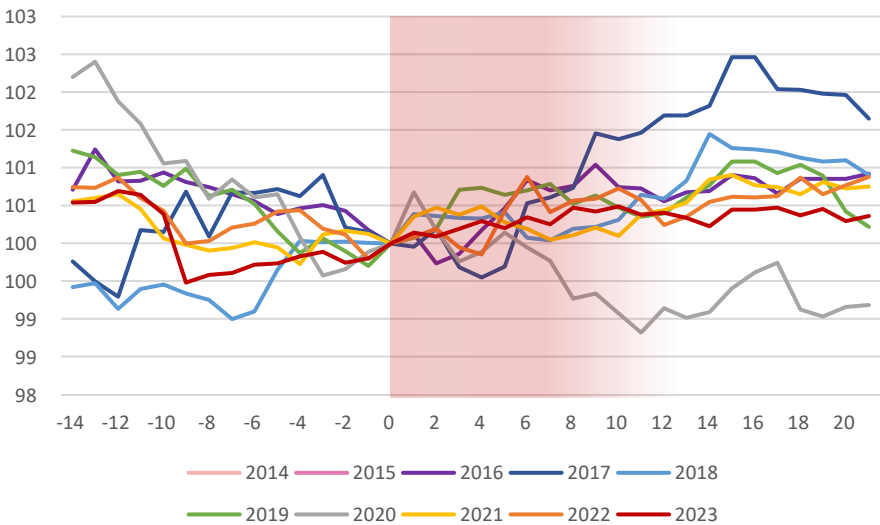
- 展望后市，尽管当前十债收益率已明显低于1年期MLF利率，但债牛的尽头或仍未到来，原因主要有以下几个方面。



■ 一是，在前期市场传闻的充分铺垫下，政府工作报告整体符合预期，不过连续发行超长期特别国债的消息对超长端有一定压制，再提防空转则对短端有一定影响。目前来看超预期强刺激政策出现的概率仍不高，政策面对债市的利空也较为有限，但两会后或有密集政策出台，市场可能维持高波动的状态。

指标和政策		2024	2023
各指标预期目标			
总量	GDP增长	5%左右	5%左右
	赤字率	3%	3%
财政	特别国债	连续几年发行超长期特别国债，今年先发行1万亿	无特别国债；预算外增发1万亿国债，赤字率提高至3.8%
	新增专项债	3.9万亿	3.8万亿
物价	CPI涨幅	3%左右	3%左右
就业	城镇新增就业	1200万人左右	1200万人左右
	城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%左右
收入	居民收入增长	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步
粮食	粮食产量	保持在1.3万亿斤以上	保持在1.3万亿斤以上
能耗	单位GDP能耗和主要污染物排放量	单位GDP能耗2.5左右，主要污染物排放继续下降	继续下降
外贸	进出口	国际收支基本平衡	进出口企稳提质，国际收支基本平衡

两会前后十年期国债期货走势

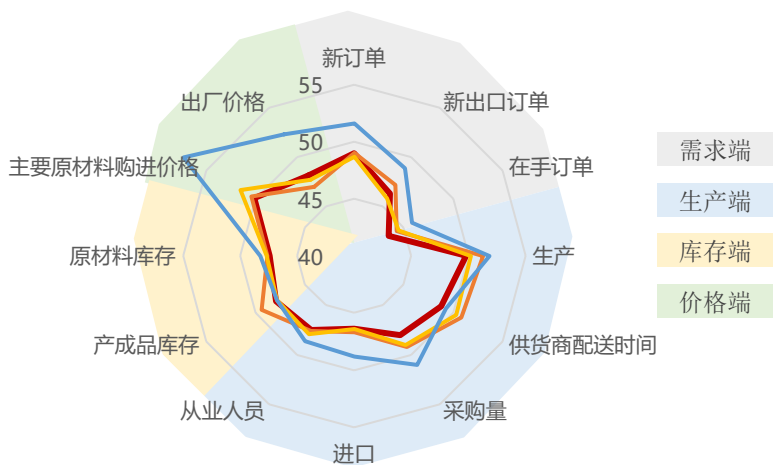


资料来源：WIND、iFind、永安期货研究中心

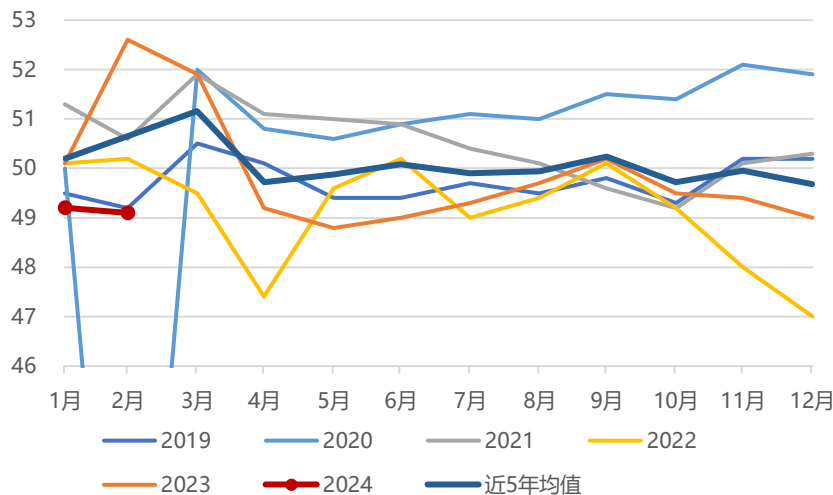
- 二是，基于对政策取向偏稳健的预期，经济基本面预计仍将维持当前的复苏节奏，对债市难有明显制约；2月PMI也对此有所印证。

制造业PMI分项

— 2024-02 — 2024-01 — 2023-12 — 近5年季节性均值 (18-19,21-23)

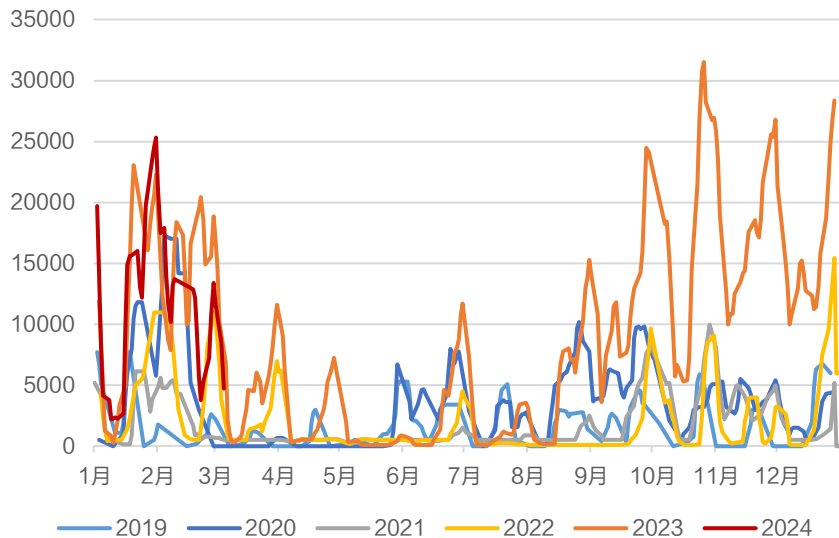


PMI季节性

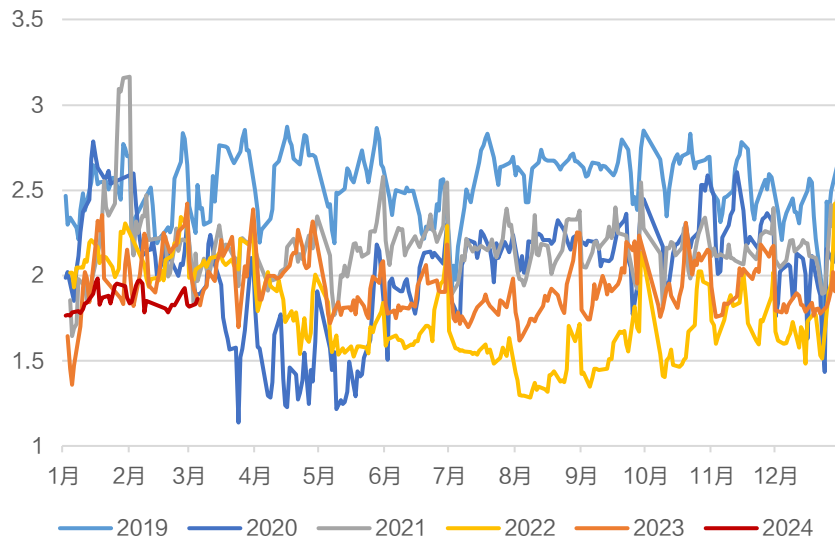


- 三是，资金方面预计将维持均衡偏宽松的格局，虽然3月利率债发行规模将有明显提速，加之后续存在增发万亿特别国债的可能，但央行已明确将再通胀纳入政策目标，故资金明显收紧的可能性不大。
- 尽管政府工作报告再提防止资金空转，但在操作上或以畅通货币政策传导机制为主，而非大幅收紧资金。

OMO存量季节性



DR007季节性



- 四是，3月1日止盈和会前避险情绪已带动收益率明显回调，而后续暂无可预期的潜在利空，集中止盈的概率下降；不过目前十债利率逼近2.30%，仍需要关注整数关口的止盈压力。
- 五是，虽然长债已经对降息反复炒作，但短端仍受到政策利率的一定限制，而逆回购利率大概率跟随MLF一同调降，则短端利率的走低也将打开长端进一步下行的空间。



THANK YOU



研究创造价值 一切只为客户
RESEARCH CREATES VALUE ALL FOR YOU

免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。

研究创造价值 一切只为客户

RESEARCH CREATES VALUE ALL FOR YOU