

国债期货专题报告：**低基差的应对之道****摘要：**

本篇报告结合历史数据，重点探讨了低净基差状态的演进路径，并提出该状态的应对策略，强调做陡套保策略是主要策略方向，并得出以下三个层面的主要结论：

第一，净基差收敛到一定程度将大概率进入扩张状态，而净基差一旦进入扩张状态，则必然是受到牛陡、熊陡或熊平三种利率期限结构之一的推动，主因牛平形态不可能导致净基差扩张。

第二，在净基差收敛的后半程建立套保组合，在基差扩张进程中视具体情况平仓或动态调仓，套保组合由长期限合约空头+短久期现券多头（类似于做陡利率曲线）构成，这是做陡套保策略的主要思路。相较于传统的期限匹配套保策略，做陡套保策略在净基差收敛后期转至净基差扩张的过程中将起到显著改善套保收益的作用。

第三，当前低净基差状态难以维持，主力合约切换至2406合约时，净基差扩张概率较高。对于长期套保参与者而言，目前已处于参与做陡套保策略的较佳时间窗口。

风险提示：

利率曲线呈现牛平形态

国债期货专题报告

作者姓名：孙玉龙

邮箱：sunyulong@csc.com.cn

电话：023-86769757

期货投资咨询从业信息：Z0019397

发布日期：2023年12月12日

目录

| | |
|---------------------|----|
| 一、低基差的演进路径分析..... | 3 |
| 二、低基差状态的应对策略..... | 5 |
| 三、当前低基差状态的应对思路..... | 8 |
| 四、结论..... | 11 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 净基差波动方向与利率曲线形态的对应关系 | 4 |
| 图表 2: T 主力合约的净基差与 10y-1y 期限利差走势对比 | 5 |
| 图表 3: 2017/5~2018/2 (T 对冲 7-10 年) | 6 |
| 图表 4: 2017/5~2018/2 (T 对冲 1-3 年) | 6 |
| 图表 5: 2018/3~2019/4 (T 对冲 7-10 年) | 7 |
| 图表 6: 2018/3~2019/4 (T 对冲 1-3 年) | 7 |
| 图表 7: 2020/11~2021/6 (T 对冲 7-10 年) | 7 |
| 图表 8: 2020/11~2021/6 (T 对冲 1-3 年) | 7 |
| 图表 9: 2021/9~2022/11 (T 对冲 7-10 年) | 8 |
| 图表 10: 2021/9~2022/11 (T 对冲 1-3 年) | 8 |
| 图表 11: 各品种主连合约走势 | 9 |
| 图表 12: 跨品种价差走势 | 9 |
| 图表 13: 3 个月同业存单发行利率(%) | 9 |
| 图表 14: R007 利率 (%) | 9 |
| 图表 15: TS 主力合约净基差走势 | 10 |

一、低基差的演进路径分析

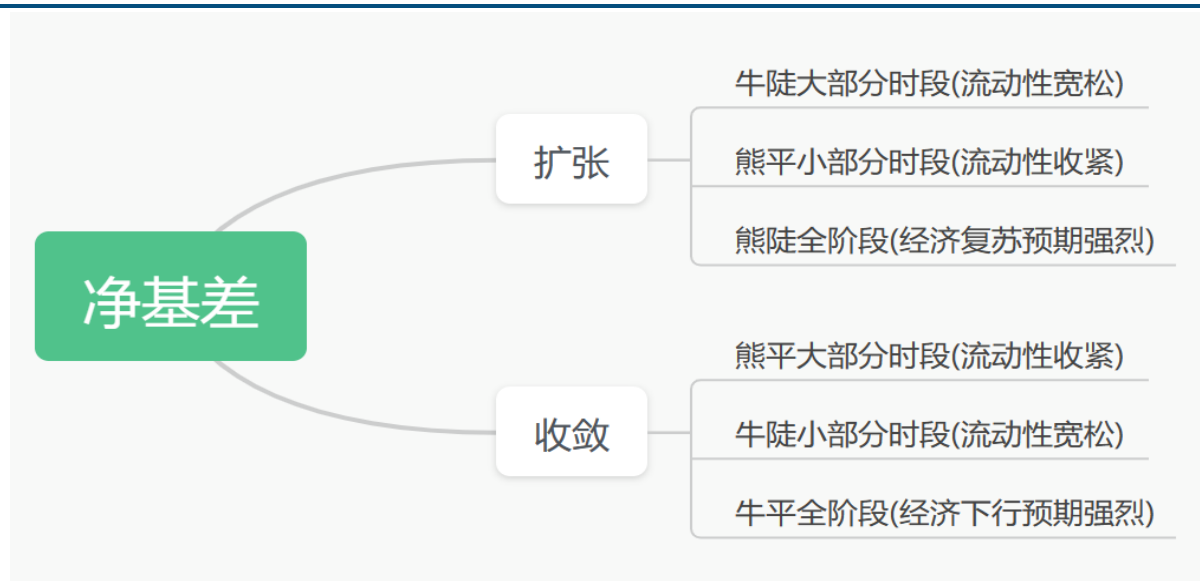
今年 8 月以来，各品种的主力合约基差持续处于低位，不少合约的净基差甚至进入负值区间，那么当前低净基差状态能否维持？2403 合约维持低净基差已成定局，2406 合约的净基差是否迎来扩张？当前国债应采用怎样的策略应对？本文将针对这一系列投资者感兴趣的问题展开并最终进行解答。

1. 净基差与利率曲线的关系

期货中的基差实质是现货价格高出期货的部分，而期货的含义是对现货未来价格的预期，换言之，基差反映的是预期未来价格将低于当下价格的幅度。对于国债期货而言，净基差去掉了持有收益部分更能反映期现之间的差异，反映预期未来利率将高于当前利率的幅度，值越高，意味着投资者对未来利率上行的预期越强烈。对应到“利率期限结构”这一概念，净基差高与利率曲线陡峭化的含义如出一辙，故我们看到期限利差与净基差走势易趋于同向（图 2）。但经过测算，两者正相关性并不高，这又是为何？我们认为，除国债期货的季度交割制度使得期现价差回归的因素外，另一核心因素在于，如果预期利率曲线中枢整体显著上行，则净基差也会趋于上行，即使此时利率曲线平坦化特征明显。

因此，我们将净基差波动与利率曲线形态的对应关系重新进行梳理，并将利率曲线的核心影响因素在括号中标注，以便于我们更直观地由基本面分析过渡至基差分析中。总体而言，净基差扩张对应牛陡、熊平、熊陡三种形态，净基差收敛对应熊平、牛陡、牛平三种形态。其中，牛陡阶段净基差收敛和熊平阶段净基差扩张均是基差和期限利差走势背离的情况，典型的代表性时段分别为 2023 年 6-8 月和 2016 年 12 月。

图表 1：净基差波动方向与利率曲线形态的对应关系



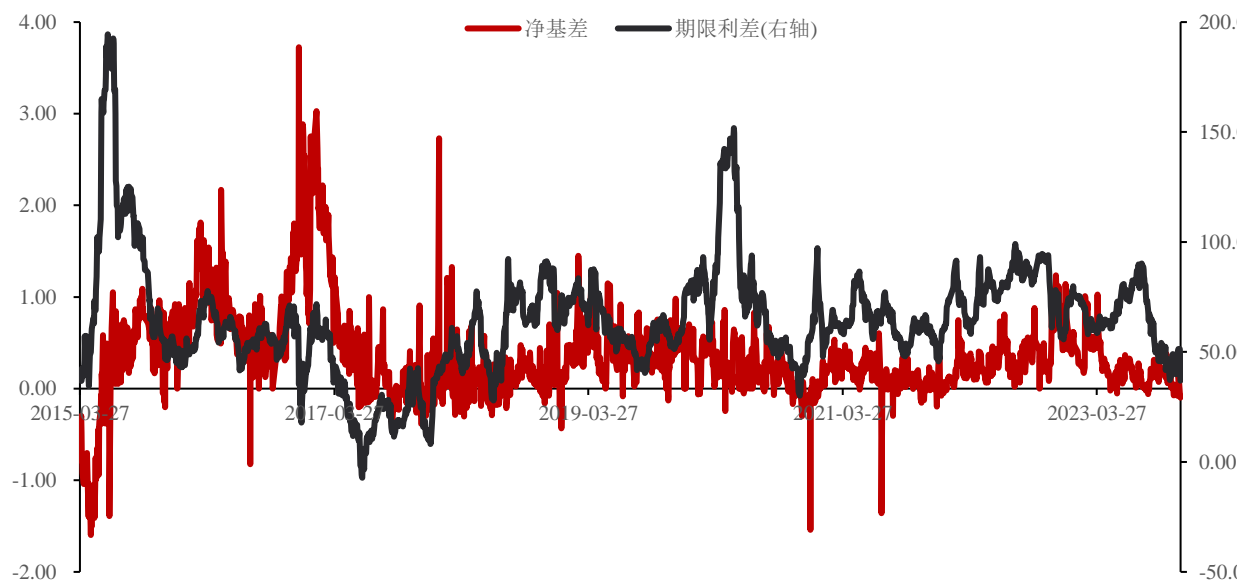
资料来源：中信建投期货

2. 净基差收敛回顾及演进路径分析

国债期货的净基差本身具备硬收敛性，本文探讨的不是某个季度合约临近到期收敛的情况，而是每个季度合约的净基差中枢不断下移的情况。自 T2303 合约起，已呈现出连续四个合约的净基差中枢不断下移的局面，部分品种的主力合约甚至已持续数月处于负净基差状态，未来净基差是否反弹成为当前期债投资者十分关心的话题。

我们从历史数据寻找答案，选择与当前净基差表现相似的时段进行对比研究，即选择各品种主力合约连续至少三个季度净基差中枢下移的时段，此前的报告中我们曾提出，期限利差与净基差呈现一定正相关性，故此处将两项指标放置于同一张图进行展示。对于 T 合约而言，符合条件的时段共四个：2017 年 1 季度至 2017 年 4 季度、2019 年 1 季度至 2019 年四季度、2020 年 2 季度至 2020 年 4 季度、2021 年 2 季度至 2021 年 4 季度。不难看出，基差持续收敛的时段往往对应利率曲线平坦化阶段。

图表 2：T 主力合约的净基差与 10y-1y 期限利差走势对比



数据来源：Wind、中信建投期货

根据历史经验规律，净基差持续收敛的状态难以超过一年，大概率会适时进入扩张状态。同时，我们发现，净基差收敛到再度扩张演进的路径通常有两条：一是净基差收敛→期限利差扩张→净基差扩张（→代表领先性，下同），该路径下，期限利差可能会领先于净基差，则净基差收敛情形的破局点在于期限利差的再次扩张；二是净基差收敛→利率显著上行/净基差扩张，该路径下利率上行拐点往往与净基差扩张拐点相近，则净基差收敛情形的破局点在于市场悲观情绪升温。

综上所述，净基差收敛到一定程度将大概率进入扩张状态，意味着 2024 年净基差中枢更可能呈现逐步抬升的特征；而净基差一旦进入扩张状态，则必然是受到牛陡、熊陡或熊平三种利率期限结构之一的推动，主因牛平形态不可能导致净基差扩张。

二、低基差状态的应对策略

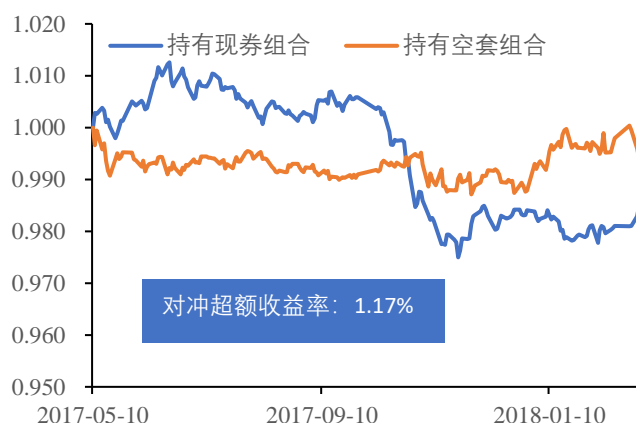
从净基差的历史数据不难看出，其处于正负区间的频率是非对称的，正值时段显著多于负值时段，主因正常情况下利率曲线多是以向上倾斜为主，则远端价格更易低于近端。因此，在低净基差的状态下介入空头套保的成本较低，最终获益的概率也较高，故低净基差状态下我们应当重点关注套保（后文无特殊说

明情况下，均指空头套保）的参与节奏。结合净基差和利率期限结构的运行特征，我们提出，在净基差收敛的后半程建立套保组合，在基差扩张进程中视具体情况平仓或动态调仓，其中，套保组合由长期限合约空头+短久期现券多头（类似于做陡利率曲线）构成。

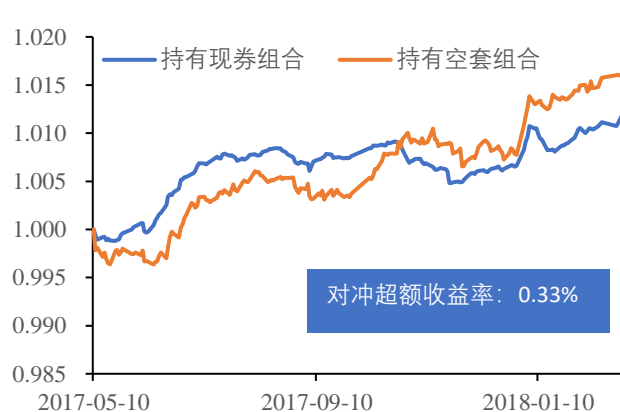
何为净基差收敛的后半程？我们发现，净基差收敛的后半程中，期货 IRR 一般会高于 3 个月资金成本，这可以作为筛选净基差收敛后半程的主要依据，亦是套保的建仓信号。2023 年以前 T 合约历史上净基差收敛后半程至净基差扩张的时段有四个：2017 年 5 月至 2018 年 2 月、2018 年 3 月至 2019 年 4 月、2020 年 11 月至 2021 年 6 月和 2021 年 9 月至 2022 年 11 月。定义对冲超额收益率为持有套保组合相对于持有现券未套保组合的超额收益率，如图 3-10 所示，每个时段均对比了 T 对冲长券组合和短券组合的超额收益情况。

可以发现，虽然 T 对冲短券组合的超额收益为负，但多数情况下高于 T 对冲长券现券组合（2017 年 5 月至 2018 年 2 月期间例外，主要源于多头情绪强烈的情形下，短债现券组合涨幅显著高于长债）。这表明，相对于传统的期限匹配套保策略，嵌入做陡利率曲线思路的套保策略在净基差收敛后期转至净基差扩张的过程中将起到显著改善套保收益的作用。

图表 3：2017/5~2018/2（T 对冲 7-10 年）

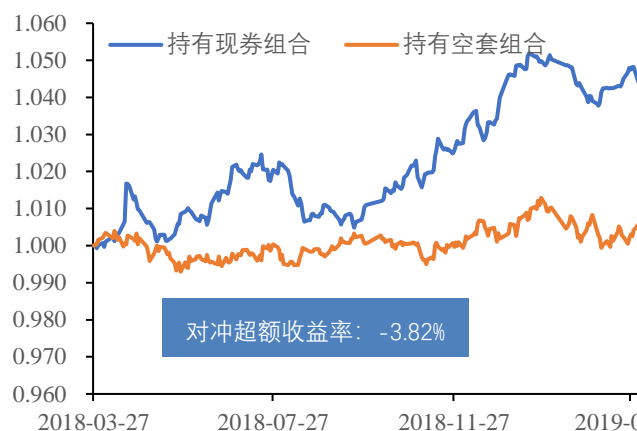


图表 4：2017/5~2018/2（T 对冲 1-3 年）

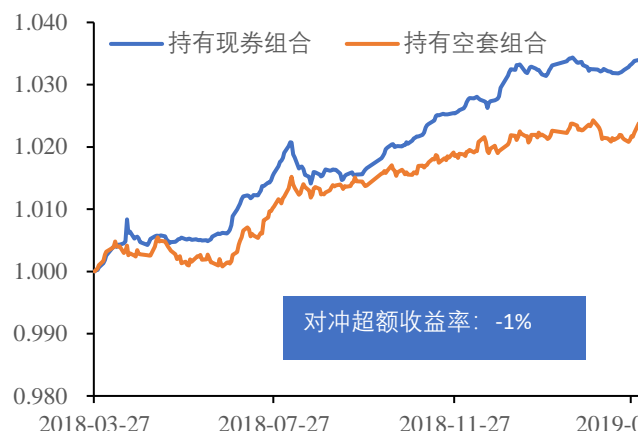


数据来源：Wind、中信建投期货

图表 5: 2018/3~2019/4 (T对冲 7-10 年)

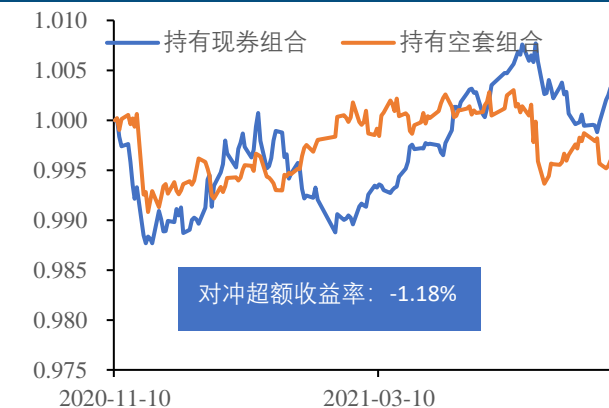


图表 6: 2018/3~2019/4 (T 对冲 1-3 年)

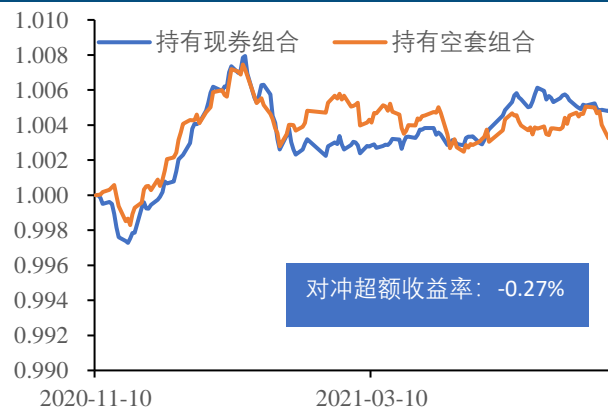


数据来源: Wind、中信建投期货

图表 7: 2020/11~2021/6 (T对冲 7-10 年)



图表 8: 2020/11~2021/6 (T 对冲 1-3 年)



数据来源: Wind、中信建投期货

图表 9：2021/9~2022/11（T对冲 7-10 年）



图表 10：2021/9~2022/11（T 对冲 1-3 年）



数据来源：Wind、中信建投期货

低基差阶段下，做陡套保策略并非无风险。低基差做陡套保策略面临的首要风险在于，若利率市场进入牛平形态，多头情绪升温叠加利率曲线平坦化的双重制约下，净基差将延续收敛态势，使得净基差处于低位的时间长于预期，导致低成本优势短期难以显现。该风险的化解思路是，等待期限利差向上拐点出现后再介入做陡套保策略，至少可以缓解利率平坦抑制基差扩张的问题。

净基差收敛至一定程度会迎来扩张，故实际上利率曲线再度进入牛平形态的概率较低，更易进入牛陡形态。以上筛选出的四个样本区间内，净基差扩张过程几乎都对应牛市行情，导致持有空套组合的超额收益多为负（图 6、8、10），表明此阶段参与做陡套保策略的常见风险在于，利率市场进入牛陡形态时，多头情绪升温不利于净基差扩张，使得套保组合的收益低于未套保组合。该类风险主要通过把握交易节奏来尽可能化解，即牛市的回调阶段参与短期套保。

综上所述，在低基差状态下，对于长期套保的投资者而言，无需对未来行情作过多主观判断，在 $IRR >$ 资金成本时介入做陡套保策略，并持有至基差有显著的扩张特征即可，主要获取低成本优势。对于可灵活调仓的投资者而言，需对未来行情有一定判断，可等到流动性转松信号出现时介入做陡套保策略，并需进行动态调仓，尽可能在牛市中的回调阶段参与短期套保。

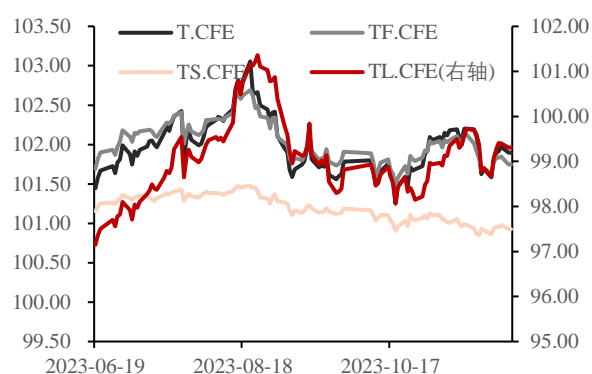
三、当前低基差状态的应对思路

根据前文分析，虽然净基差收敛到一定程度后终将迎来扩张，但净基差收敛持续的时间也具有不确定

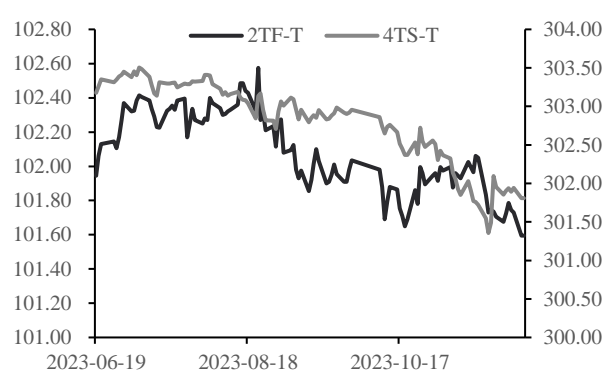
性，需待期限利差拐头向上或空头情绪升温方可带动净基差进入扩张状态。为了判断两个条件何时满足，需要深刻理解当前债市的主要矛盾，而这往往已经蕴含在过往的价格表现中。

近一个月来债市波动主要体现在 TS 合约上，其下跌趋势较其他品种更加明显，结合 TS 和 T 之间的价差持续收敛状态来看，当前债市的主要矛盾在于流动性。11 月下旬以来 3 个月同业存单发行利率超季节性上行，成交活跃的 R007 利率亦在近期呈现快速追赶的态势，反映商业银行的流动性压力已开始向非银机构蔓延。

图表 11：各品种主连合约走势

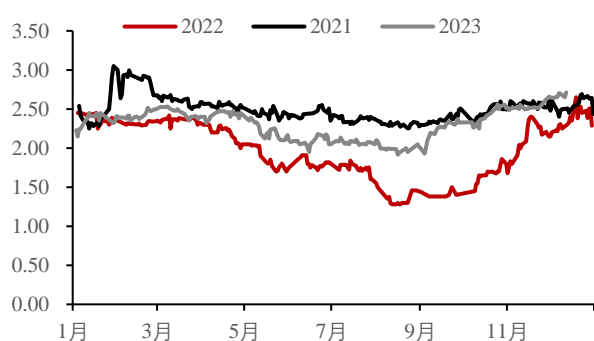


图表 12：跨品种价差走势

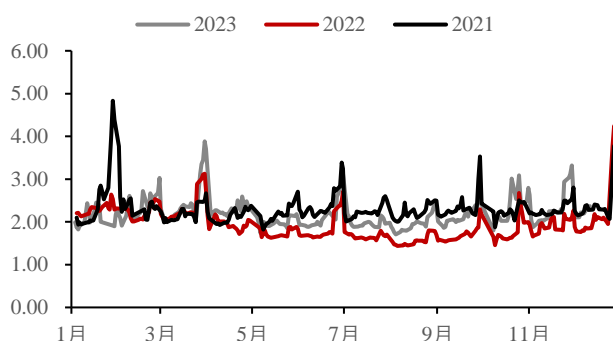


数据来源：Wind、中信建投期货

图表 13：3 个月同业存单发行利率(%)



图表 14：R007 利率(%)

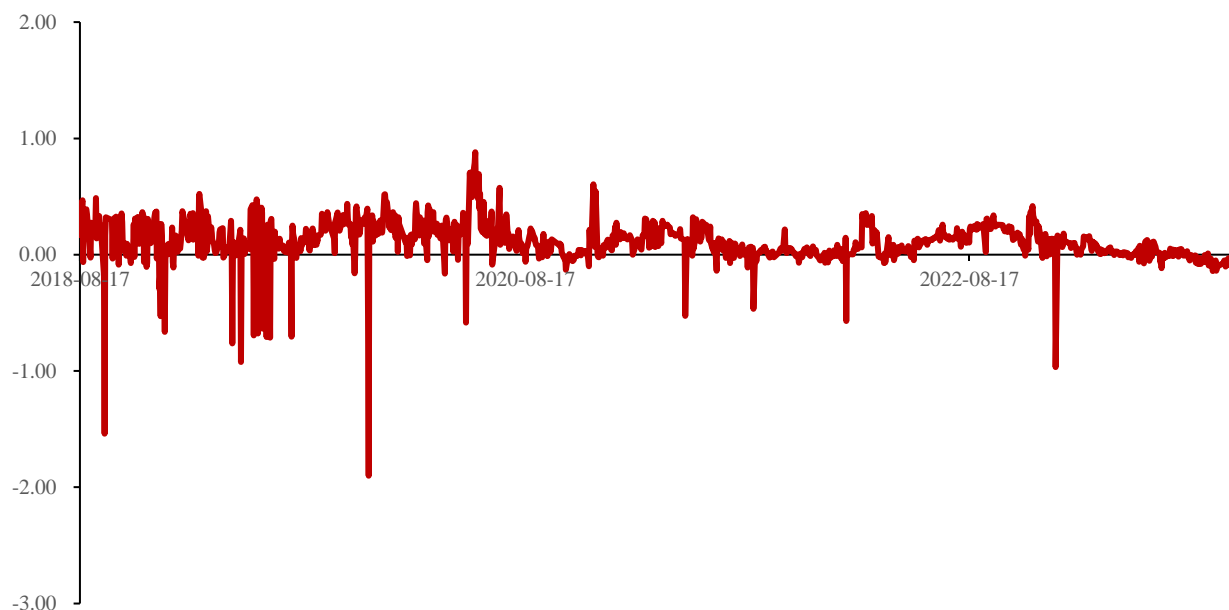


数据来源：Wind、中信建投期货

如果定义短期现券主要反映当下的流动性预期，则 TS 当季合约价格主要反映 3 个月后的流动性预期，TS 负净基差可以解读为，近期流动性是偏紧的，而远端预期流动性是宽松的，前者由存单利率高企推

动，后者由经济复苏力度偏弱和央行释放宽松信号两个因素支撑。则未来 TS 净基差的扩张动力来自于存单利率止涨回落、经济复苏大超预期或货币政策转鹰，前两者对应牛陡，后者对应熊平，恰与前文总结的场景相符。

图表 15：TS 主力合约净基差走势



数据来源：Wind、中信建投期货

我们认为，流动性偏紧仍是当前债市的主要矛盾，且利率曲线延续熊平或转为牛陡的概率将更高，至少短期内不具备演变为牛平的基础，这意味着参与套保是总体有利的。

对于利率曲线未来一个季度的演绎路径，我们的猜想是先熊平再牛陡。市场短期内先切换为熊平形态，源于资金利率未呈现止跌迹象；预计明年初有望切换为牛陡形态，源于货币政策宽松基调不变，流动性紧势难以维系，对应的观测信号为同业存单利率拐头转下。对于长期套保参与者而言，目前已处于参与做陡套保策略的较佳时间窗口。

四、结论

本篇报告结合历史数据，重点探讨了低净基差状态的演进路径，并提出该状态的应对策略，强调做陡套保策略是主要策略方向，并得出以下三个层面的重要结论：

第一，净基差收敛到一定程度将大概率进入扩张状态，而净基差一旦进入扩张状态，则必然是受到牛陡、熊陡或熊平三种利率期限结构之一的推动，主因牛平形态不可能导致净基差扩张。

第二，在净基差收敛的后半程低成本建立套保组合，在基差扩张进程中视具体情况平仓或动态调仓，套保组合由长期限合约空头+短久期现券多头（类似于做陡利率曲线）构成，这是做陡套保策略的主要思路。相较于传统的期限匹配套保策略，做陡套保策略在净基差收敛后期转至净基差扩张的过程中将起到显著改善套保收益的作用。

第三，当前低净基差状态难以维持，主力合约切换至 2406 合约时，净基差扩张概率较高。对于长期套保参与者而言，目前已处于参与做陡套保策略的较佳时间窗口。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相

关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com