

2024 年 5 月 13 日

## 国债期货跨期价差扩大带来套利机会

### 核心观点：

当前市场仍然看涨，短期行情似乎难以大幅调整，但未来的政府债券供给、政策力度都可能带来潜在利空。在这种情形下，空头提早放弃当季合约转而布局下季合约，正因为本次移仓由空头推动，导致远期贴水加剧，跨期价差扩大。目前移仓尚处于早期阶段，跨期价差有可能继续扩大，但远期贴水的加深将有利于多头移仓，移仓过程中的多空力量对比可能逐渐发生变化。如果 5 月没有出现超预期的因素导致市场全面转空，那么随着移仓过程的推进，价差应该回落至合理区间。因此策略上可以逢高做空跨期价差，即进行买远抛近的套利。

南华研究院 金融资产研究组

徐晨曦 Z0001908  
xuchenxi @nawaa.com

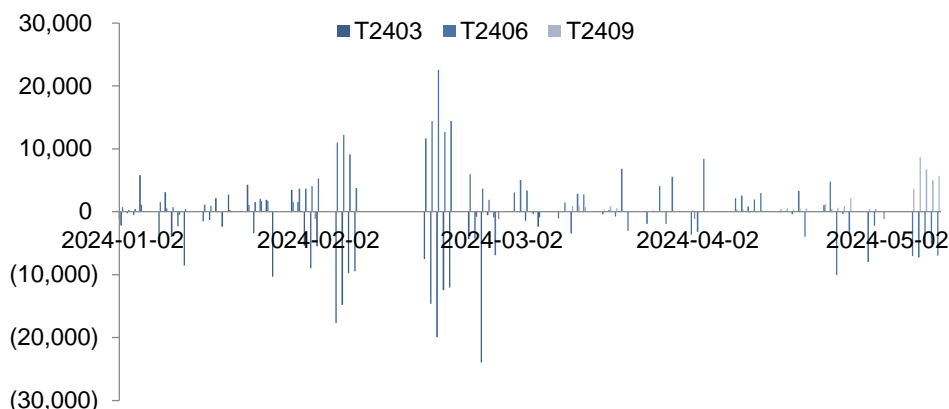
电 话：  
0571-89727506

请务必阅读正文之后的免责条款部分



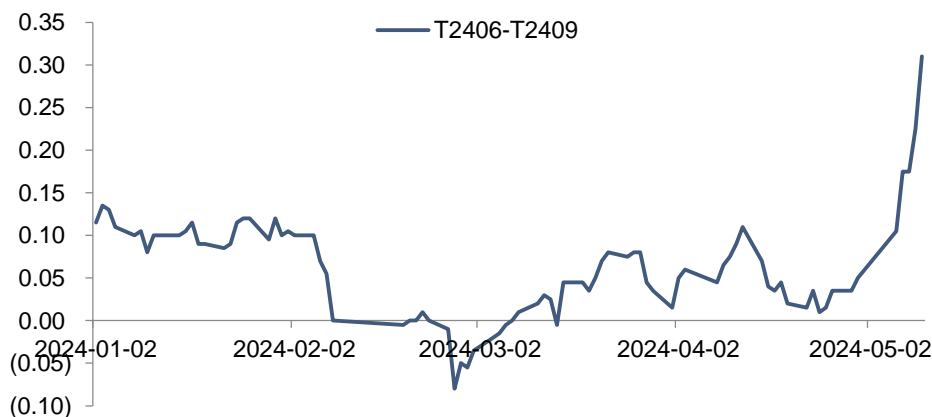
五一节后归来，伴随着国债期货开始换月，合约跨期价差迅速扩大，长债尤为明显。以10年期国债期货为例，在此之前当季与下季合约的价差基本在0-0.1之间波动，而节后几个交易日就迅速扩大至0.3。这一趋势会持续吗，是否意味着套利机会出现，以下做简要分析。

图 1：10 年期国债期货合约持仓变动



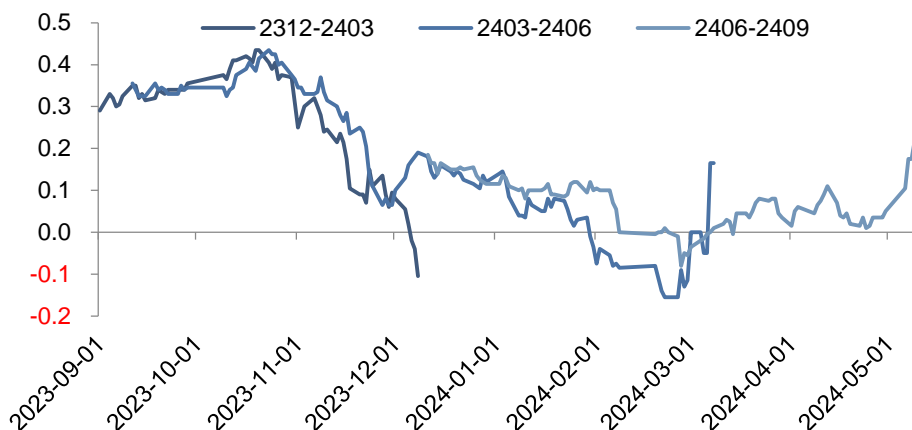
资料来源：Wind、南华研究

图 2：T2406 与 T2409 跨期价差



资料来源：Wind、南华研究

去年三季度起，10年期国债期货CTD逐渐转变为7年券，随着收益率的下行，跨期价差逐渐缩小。今年以来7年国债的收益率大约在2.2%-2.5%，银行间7天质押式回购加权利率多在1.8%-2.2%徘徊，按照当季合约与下季合约相差3个月持有收益来估算，下季合约比当季合约贴水0-0.15为正常水平。从图3可以看出，今年以来跨期价差的确多数时候在这一区间波动，但也有例外，比如2-3月下季合约一度出现升水，再比如现在价差明显超出合理范围。因为跨期价差除了与持有收益有关，还与行情走势及预期密切相关。

**图 3：10 年期国债期货跨期价差（2023.9 至今）**


资料来源：Wind、南华研究

当市场看涨预期较强时，远期合约的走势强于近月合约，导致跨期价差缩小，去年11月至今年2月的价差走势呈现了这一过程。2月至3月初调整发生之前，债券市场在“资产荒”的逻辑下处于狂热的上涨氛围中，而恰逢合约移仓，多头不计成本的移仓使得下季合约涨幅更大，导致了远期升水的出现，随着换月接近尾声，加上行情开始调整，价差恢复至正常水平。

行情在“两会”后冲高回落，转入震荡整理，4月再度上涨并创出新高。在此期间经济数据时有亮点，央行也多次提示长债风险，虽然投资者仍旧看涨，但气氛已然没有年初强烈。虽然短期行情似乎难以大幅调整，但未来的政府债券供给、政策力度都可能带来潜在利空。在这种情形下，空头提早放弃当季合约转而布局下季合约，正因为本次移仓由空头推动，导致远期贴水加剧，跨期价差扩大。

目前移仓尚处于早期阶段，跨期价差有可能继续扩大，但远期贴水的加深将有利于多头移仓，移仓过程中的多空力量对比可能逐渐发生变化。如果5月没有出现超预期的因素导致市场全面转空，那么随着移仓过程的推进，价差应该回落至合理区间。因此策略上可以逢高做空跨期价差，即进行买远抛近的套利。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---

