

交易咨询资格号：  
证监许可[2012]112

国债期货  
月度报告

2023 年 11 月 27 日

## 分析师

姓名：李荣凯

宏观经济与国债期货分析师

期货从业资格：F3012937

交易咨询资格：Z0015266

联系电话：0531-81678688

E-mail: lirk@ztqh.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.ztqh.com

## 中泰微投研小程序



## 中泰期货公众号



## 概述

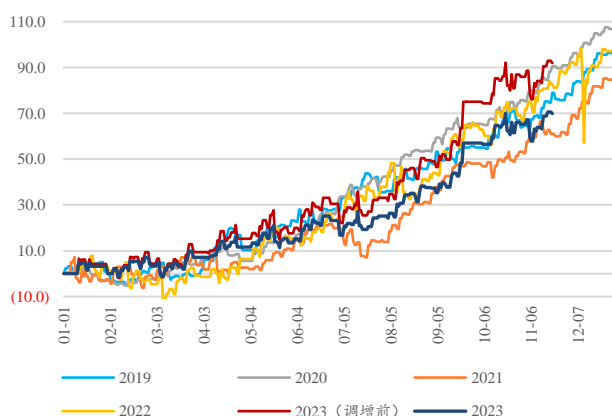
- 基于利率债发行持续放量预期，在当前经济基本面变化不大的情况下，市场可能延续交易资金面不易转松逻辑，博弈资金面转松逻辑合理但节奏方面需要考虑放缓。不过从过往降息周期中市场利率与政策利率的偏离度来看，当前质押式回购利率的资金也处于统计的偏紧水平，与当前经济基本面似有不称。结合两方面因素，我们认为当前位置交易短端利率进一步收紧逻辑顺畅，但性价比不高，未来期限利差修复可能依赖长端收益率的上行。策略方面可以考虑逢高做空中长期国债期货。
- 专题研究：从理论定价出发分析，国债期货跨期价差的主要影响因素是远期资金利率与现券票面利率的差值以及国债期货的交割期权价值。由于资金中枢的变化往往率先反映在短端并改变利率的期限结构，所以跨期价差与期限利差表现为强相关性。从交割标的角度来看，由于近月与远月合约 CTD 的差异会导致近远合约追踪不同的交割标的进而造成价差的异动。
- 风险因素：短期内央行降准、降息

# 地方债持续放量压制短债逻辑未变，TS 跨期价差走弱的共性与个性

## 一、地方债再融资持续放量压制短债，市场凝聚货币市场短紧宽松预期

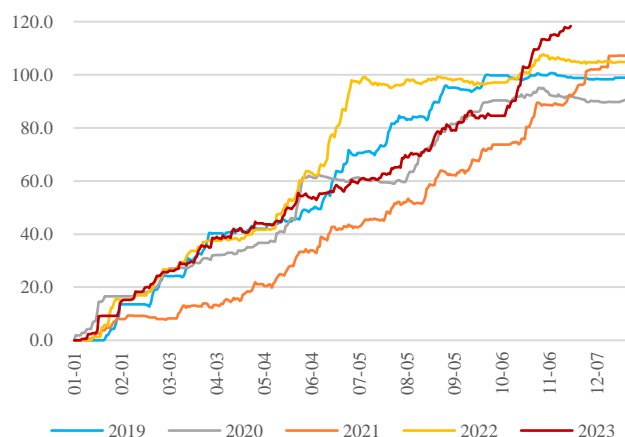
- 10 月以来，地方政府存量债务化解显著推进，用于偿还地方政府存量债务的特殊再融资债券自重启发行后迅速放量。根据 IFIND 数据，10 月份累计发行特殊再融资债券超过 1 万亿，占到 10 月地方政府债券总发行规模约 72.53%。
- 从国债和地方债的发行进度来看，包括地方一般债和地方债在内，今年的发行进度已经显著超出过去 5 年水平，基于今年的发行额度测算当前已经接近 120%。考虑 23 年计划新增地方政府总规模为 4.52 万亿，全国人大常委会已授权国务院在当年新增地方政府债务限额的 60% 以内，提前下达次年新增地方政府债务限额。那么理论上年底前可发行次年地方政府债务额度将有 2.71 亿元，因此地方债发行仍有想象空间。
- 另外更需要关注的是，从近期国债发行进度看，调增 1 万亿国债额度后，当前国债净发行进度仅略超 7，所以 10 月和 11 月地方债发行放量更可能是为后续国债发行赶节奏。因此，市场对于未来债券供应将继续扰动资金的担忧是合理的。

图表 1：国债净发行进度 (%)



来源：IFind，中泰期货整理

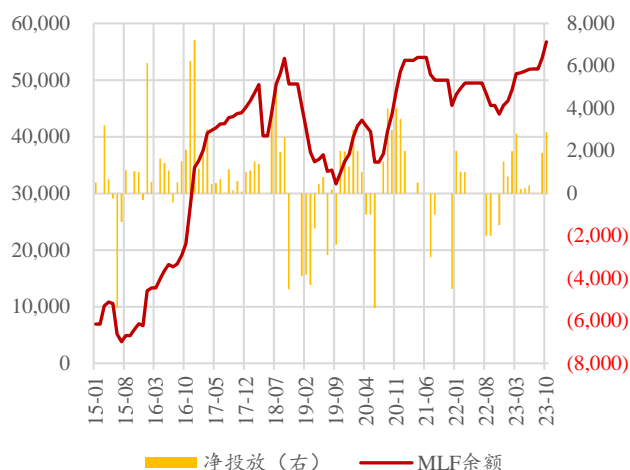
图表 2：地方债净发行进度 (%)



来源：IFind，中泰期货整理

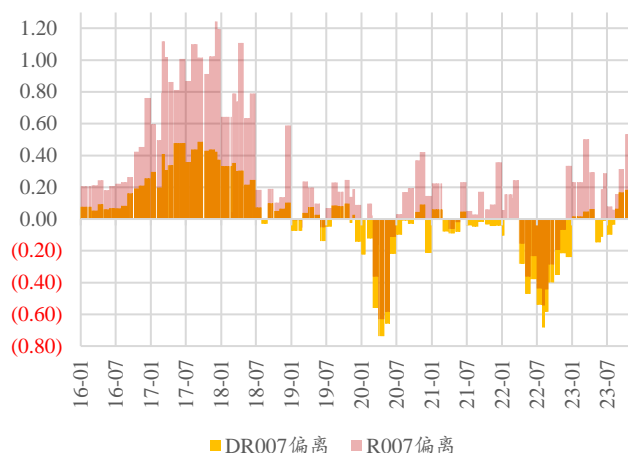
- 从货币政策配合看，由于 8 月份以来资金持续收敛，特别是 10 月份质押式回购利率较公开市场利率明显偏高，市场预期央行降准缓解资金偏紧局面。不过实际落地情况是，央行 11 月通过 MLF 投放 1.45 万亿，超额续作 6610 亿。这与降准 25bp 大约释放 5000 亿元长期资金的效果基本相当。尽管一定程度上缓解了短期流动性偏紧局面，资金中枢也有所回落，但这也意味着年内降准、降息的可能性已经比较低了。

图表 3: MLF 余额与净投放 (亿元)



来源: IFind, 中泰期货整理

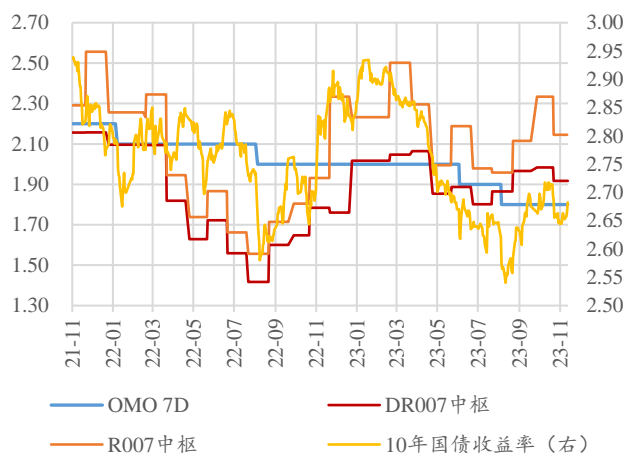
图表 4: 质押式回购利率与政策利率偏离度 (%)



来源: IFind, 中泰期货整理

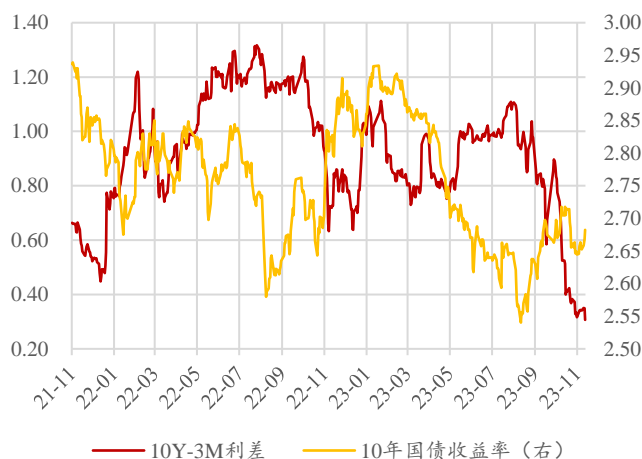
■ 往前看, 在当前经济基本面变化不大的情况下, 市场可能延续交易资金面不易转松逻辑, 市场博弈资金面转松逻辑合理但节奏方面需要考虑放缓。不过基于过往降息周期过程中市场利率与政策利率的偏离度来看, 当前质押式回购利率的资金也处于统计的偏紧水平, 与当前经济基本面似有不称。结合两方面因素, 我们认为当前位置交易短端利率进一步收紧逻辑顺畅, 但性价比不高, 未来期限利差修复可能依赖长端收益率的上行。

图表 5: 资金中枢与 10 年国债收益率 (%)



来源: IFind, 中泰期货整理

图表 6: 国债收益率与曲线结构 (%)

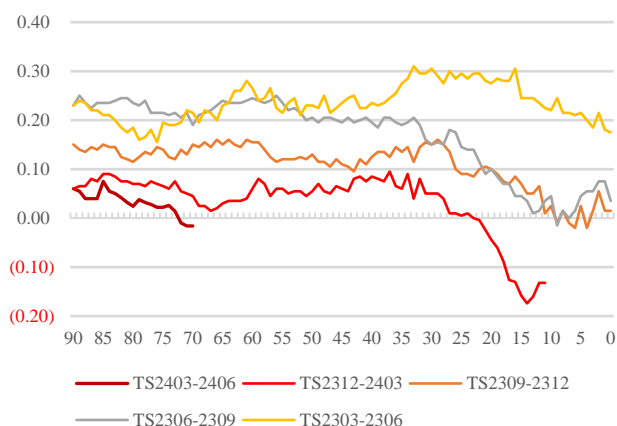


来源: IFind, 中泰期货整理

## 二、国债期货专题：债券集中供给推升资金中枢，叠加移仓换月 TS 跨期价差大幅走弱并转负

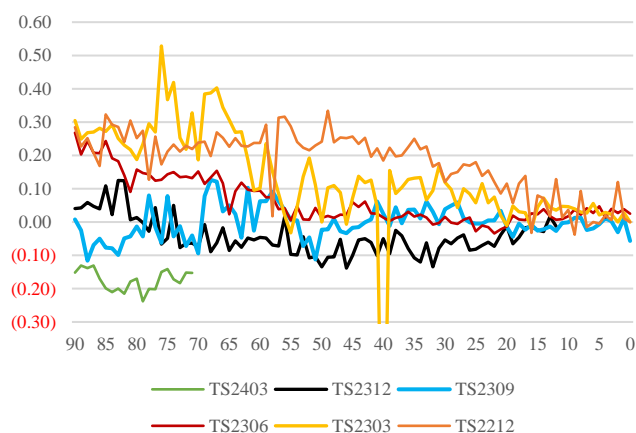
- 近期伴随国债期货主力合约切换，TS2312-TS2403，TS2403-TS2406，TF2312-TF2403 国债跨期价差持续走弱并转负。从交易结果看，说明近月合约多头较空头主动移仓意愿更强。就移仓动机而言我们认为，主要原因还是前述当前债市供需矛盾下资金转松预期回落以及更为远期央行存在加码宽松的可能，这或是所有国债期货跨期价差走弱的共性。

图表 7: TS 跨期价差 (%)



来源：IFinD，中泰期货整理

图表 8: TS 与 CTD 基差 (元)



来源：IFinD，中泰期货整理

- 从理论定价出发分析，国债期货跨期价差的主要影响因素是远期资金利率与现券票面利率的差值以及国债期货的交割期权价值。

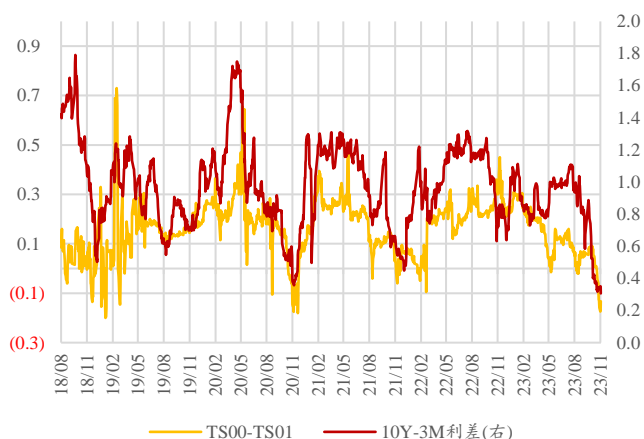
$$F = \frac{P - \text{CARRY} - \text{OPTIONS}}{CF}$$

- 其中，P 表示现券净价，F 表示国债期货价格，CF 表示债券的转换因子，CARRY 表示现券的持有收益，OPTIONS 表示交割期权价值。为了简化而分析，假设近月合约与远月合约 CTD 一致且转换因子等与 1，考虑交割期权的国债期货跨期价差定价公式可以简化为：

$$F_1 - F_2 \approx (100 \times r - P' \times r_{t,3M}) \times \frac{1}{4} + (\text{OPTIONS}_2 - \text{OPTIONS}_1)$$

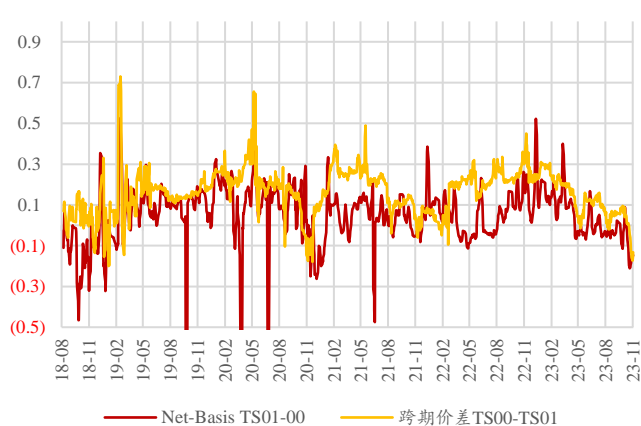
- 其中，P' 表示国债期货 CTD 券的全价， $r_{t,3M}$  表示 t 日之后 3 个月远期利率，即在当前日预期近月合约第二个交割日 3 个月远期利率；r 为国债期货 CTD 券的票面利率；OPTIONS<sub>1</sub> 和 OPTIONS<sub>2</sub> 分别为近月合约和远月合约 CTD 券的交割期权价值。

图表 9：跨期价差与利率期限结构 (%)



来源：IFinD，中泰期货整理

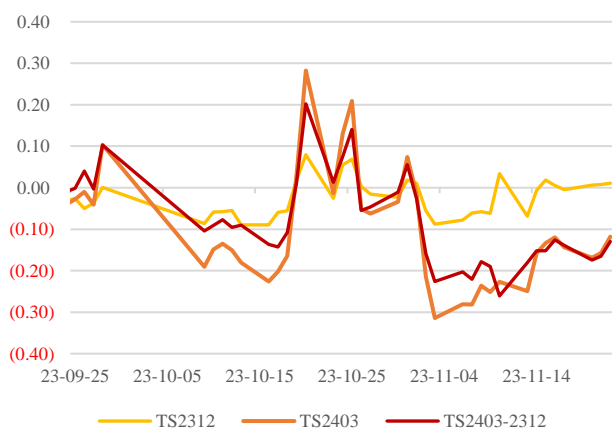
图表 10：跨期价差与交割期权（净基差，元）



来源：IFinD，中泰期货整理

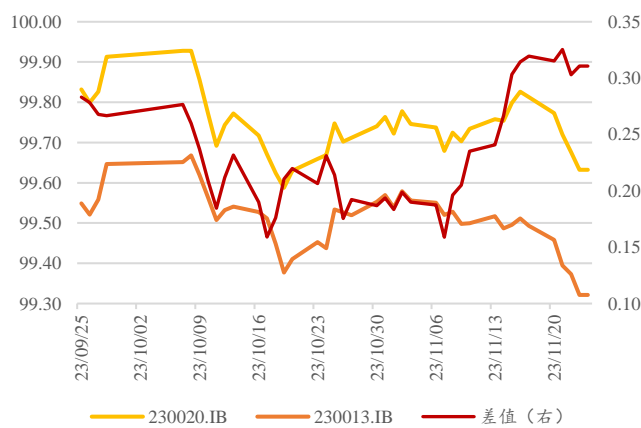
- 国债期货跨期价差转负在这国债期货运行的过程中并不常见，持续的时间也较短。从统计数据来看，由于资金中枢的变化往往率先反映在短端并改变利率的期限结构，所以跨期价差与期限利差表现为强相关性。
- 除了共性外，TS 跨期价差明显走弱也有自身的原因，主要是 9 月 27 日新券 230020.IB 上市取代了 220026.IB 成为了 TS2403 稳定的 CTD，而 TS2312 CTD 切换比较频繁，近期稳定在 230013.IB。由于频发切换推升了 TS2312 转换期权价值，导致了  $OPTIONS_2 - OPTIONS_1$  差值走弱。

图表 11：TS-CTD 交割期权（净基差，元）



来源：IFinD，中泰期货整理

图表 12：TS CTD 净价走势（元）



来源：IFinD，中泰期货整理

- 从交割标的角度来看则更为直接明显。由于近月与远月合约 CTD 的差异也导致了近远合约追踪不同的交割标的进而造成价差的异动。比如本次移仓换月中，由于新券 230020.IB 上市后流动性较老券好，在买方力量推动下也容易导致新券与老券的跨期价差走阔进而影响跨期价差，这在本次 TS 跨期价上体现的就非常明显，进入 11 月，在国债期货近月向远月的移仓过程中，远月 CTD 净价相较于近月大幅走升了 0.15 元，这

一现象在 TF 合约上体现的也较为明显。不过在更为长期 T 和 TL 合约方面，由于近月和远月合约对应 CTD 较为一致则不是很明显。

### 三、结论与策略

- 往前看，在当前经济基本面变化不大的情况下，市场可能延续交易资金面不易转松逻辑，市场博弈资金面转松逻辑合理但节奏方面需要考虑放缓。不过基于过往降息周期过程中市场利率与政策利率的偏离度来看，当前质押式回购利率的资金也处于统计的偏紧水平，与当前经济基本面似有不称。结合两方面因素，我们认为当前位置交易短端利率进一步收紧逻辑顺畅，但性价比不高，未来期限利差修复可能依赖长端收益率的上行。
- 专题研究：从理论定价出发分析，国债期货跨期价差的主要影响因素是远期资金利率与现券票面利率的差值以及国债期货的交割期权价值。由于资金中枢的变化往往率先反映在短端并改变利率的期限结构，所以跨期价差与期限利差表现为强相关性。从交割标的角度来看，由于近月与远月合约 CTD 的差异会导致近远合约追踪不同的交割标的进而造成价差的异动。
- 风险因素：短期央行降准、降息



**免责声明：**

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。