

国债期货专题报告：**降准降息时点下期债的应对之道****摘要：**

降准落地后 1-2 周内可以关注空头套保的介入机会，但套保持有时间不宜太长，因为降准落地后一个月内期债仍旧易涨难跌；若降准超预期，做多跨品种和跨期价差是较合适的策略；降息落地前，以“牛陡”策略为主；降息落地后，需要警惕利率“走熊”的风险。综合而言，降息对于做多期债策略的支撑效应更强，超预期降准对于做多跨品种价差和跨期价差策略的支撑效应更强，预期内的降准兑现对于做多基差或参与空套策略的有一定支撑效应。

单从降准降息的角度考虑，无论是降准还是降息前后一个月，持续参与套保均难有超额收益；降准降息兑现后参与套保，若无法快进快出，最终套保收益还将进一步下降。同时，相较降准而言，降息阶段参与空头套保的平均收益更低。

投资策略：

单边方向上，建议近期可适度参与空头套保，持有时间根据有无进一步经济刺激政策而定。

跨品种套利方面，我们优先推荐多 TS 空 TL 的策略。

风险提示：

经济复苏低于预期；流动性收紧。

国债期货专题报告

作者姓名：孙玉龙

邮箱：sunyulong@csc.com.cn

电话：023-81157336

期货交易咨询从业信息：Z0019397

发布日期：2024 年 1 月 24 日

目录

一、	降准前后期债表现	3
二、	降息前后期债表现	6
三、	降准降息时点附近的套保效果	8
四、	近期市场表现和策略展望	10

图表目录

图表 1：降准时点附近 TF 表现	4
图表 2：降准时点附近 TF 跨品种和跨期价差表现	5
图表 3：降息时点附近 TF 表现	7
图表 4：降息时点附近 TF 跨品种和跨期价差表现	8
图表 5：降准时点附近套保效果评估	9
图表 6：降息时点附近套保效果评估	10
图表 7：期债对经济数据的反应	11
图表 8：期债对政策的反应	11
图表 9：近期各品种主力合约的基差走势	12
图表 10：各品种近远月价差	13
图表 11：跨品种价差	13

一、降准前后期债表现

开年以来，市场对于降准降息的预期持续升温，而 1 月 MLF 利率和 LPR 利率保持不变并未打消货币进一步宽松的预期，投资者仍相信再次降准降息只会迟到不会缺席，主要源于经济回暖需要宽松流动性支持的经验规律。考虑到未来降准降息有较大概率落地，本文重点研究降准降息时点附近期债应当采取的应对策略。

首先，我们将降准进行二分类：符合预期和超预期。追溯历史，降准是否在预期内难有可量化的指标衡量和反映，考虑到降准政策通常是盘后公布，这里我们采用一种简单且有效的模式：定义降准后第二天 TF 合约涨幅超过 0.1% 即为超预期，低于 0.1% 为符合预期，选择 0.1% 是基于经验角度而言，表明市场并未充分预期降准，故当天积极介入做多。

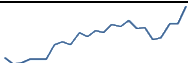
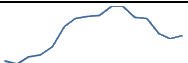
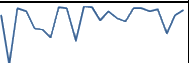
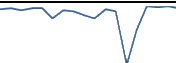
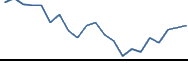
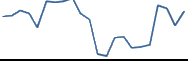



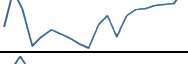
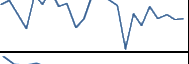


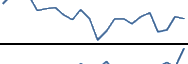
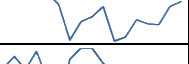
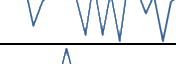
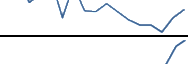






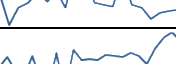



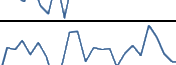

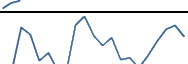
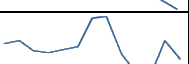


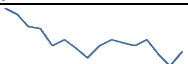

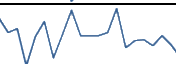
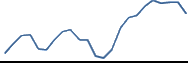

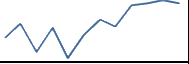

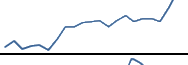
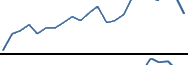
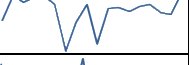
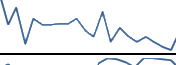

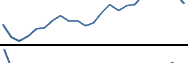
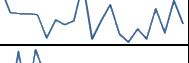
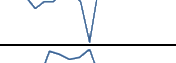
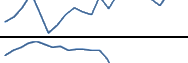
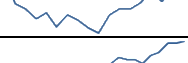
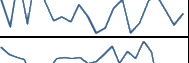

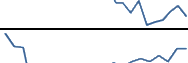
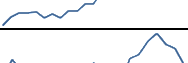


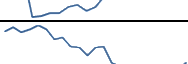

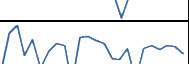





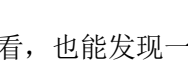
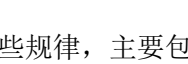
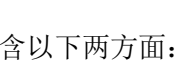

然后，我们在讨论期债表现时，主要观察四个方面：单边、基差、跨品种（2TF-T）和跨期价差，重点研究降准前后一个月期债的涨跌表现，观察是否有显著的规律帮助我们制定该阶段下的投资策略。如图表 1 所示，各类走势图传递出以下规律：

（1）降准前期债基本都会冲高，尤其是降准前一周左右；降准兑现后 1-2 周内期债有较大概率回落或冲高回落；不过，降准后一个月内期债整体上是易涨难跌的。

（2）降准后一个月内期债基差收敛特征有较大概率会弱化，即更偏向于震荡或扩张。或是因为降准后短期内货币宽松的期待值降低，远端悲观情绪易加重，导致基差扩张。

结合以上两条规律，我们可以得出一条重要结论，即**降准落地后（无论是否超预期），可以关注空头套保的介入机会，该机会较大概率出现在降准后的 1-2 周内**。考虑到基差易震荡或扩张，则在期债处于高位且基差出现低点的时候介入空头套保是最合适的。不过，**套保持有时间不宜太长，应视情况进行平仓，因为降准落地后一个月内期债仍易涨难跌**。

图表 1：降准时点附近 TF 表现

时间	是否符合预期	单边		基差	
		降准前一个月	降准后一个月	降准前一个月	降准后一个月
2015/2/4	符合				
2015/4/19	超预期				
2015/8/25	超预期				
2015/10/23	符合				
2016/2/29	符合				
2018/4/17	超预期				
2018/6/24	符合				
2018/10/7	符合				
2019/1/4	符合				
2019/9/6	符合				
2020/1/1	超预期				
2021/7/9	超预期				
2021/12/6	符合				
2022/4/15	符合				
2022/11/25	符合				
2023/3/17	符合				
2023/9/14	符合				

数据来源：Wind、中信建投期货

从跨品种和跨期价差的表现来看，也能发现一些规律，主要包含以下两方面：

（1）降准前 1-2 周跨品种价差有较大概率会冲高，即利率曲线会适度陡峭化，降准落地后 1-2 周内较大概率冲高回落或下行。不过，降准后一个月内期债的跨品种价差整体是易涨难跌的。

（2）若降准超预期，则降准落地一个月内，跨品种和跨期价差更容易扩张，对应多 TF 空 T 及多近月

空远月的策略或有较高胜率。

结合以上两条规律，我们可以得出一条重要结论，即**若降准超预期，做多跨品种和跨期价差是较合适的策略**；即使预期内的降准落地，随后的一个月内逢低做多跨品种价差仍有较高胜算。

图表 2：降准时点附近 TF 跨品种和跨期价差表现

时间	是否符合预期	跨品种		跨期	
		降准前一个月走势	降准后一个月走势	降准前一个月走势	降准后一个月走势
2015/2/4	符合				
2015/4/19	超预期				
2015/8/25	超预期				
2015/10/23	符合				
2016/2/29	符合				
2018/4/17	超预期				
2018/6/24	符合				
2018/10/7	符合				
2019/1/4	符合				
2019/9/6	符合				
2020/1/1	超预期				
2021/7/9	超预期				
2021/12/6	符合				
2022/4/15	符合				
2022/11/25	符合				
2023/3/17	符合				
2023/9/14	符合				

数据来源：Wind、中信建投期货

二、降息前后期债表现

我们以同样的方式寻找降息时点附近期债表现的规律，最终发现以下两条规律：

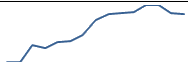
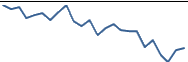
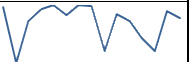






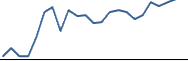
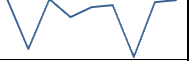
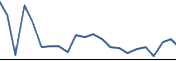
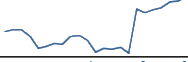
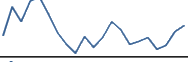
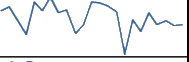
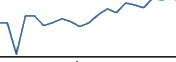

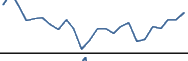
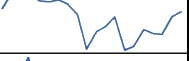
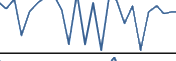


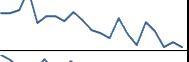


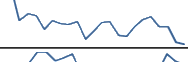


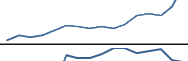

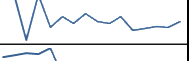




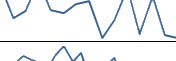
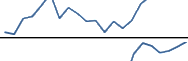
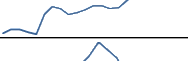
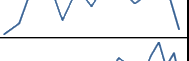

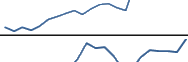
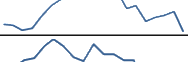
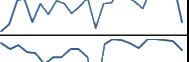

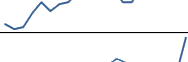
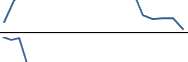
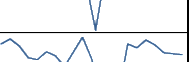


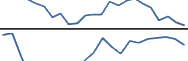
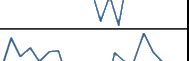
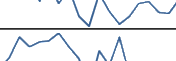


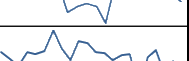
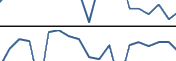




（1）降息前期债大概率表现为上行趋势，降息落地后一个月内期债冲高回落或向下调整的概率较高。

（2）降息前期债跨品种价差和跨期价差大概率扩张，降息落地后跨期价差大概率维持扩张状态，但跨品种价差收敛的概率会提升，对应的策略是：降息落地前多 TF 空 T 及多近月空远月，降息落地后仍可多近月空远月，但需警惕利率曲线走平的风险。

结合以上两条规律，我们可以得出一条重要结论，即**降息落地前，期债策略以“牛陡”策略为主，降息落地后，需要警惕利率“走熊”的风险。**

另外，通过对比降准降息期债的不同表现，我们发现，**降息对于单边价格的影响更大，降准对于价差（包括基差）的影响会更大，主要表现为降息对于做多期债策略的支撑效应更强，超预期降准对于做多跨品种价差和跨期价差策略的支撑效应更强，预期内的降准兑现对于做多基差或参与空套策略的支撑效应更强。**

图表 3：降息时点附近 TF 表现

时间	是否符合预期	单边		基差	
		降息前一个月	降息后一个月	降息前一个月	降息后一个月
2015/3/1	符合				
2015/5/11	符合				
2015/6/28	符合				
2015/8/26	超预期				
2015/10/24	符合				
2019/11/5	超预期				
2019/11/18	超预期				
2020/2/3	超预期				
2020/2/17	符合				
2020/3/30	超预期				
2020/4/15	超预期				
2022/1/17	超预期				
2022/8/15	超预期				
2023/6/13	超预期				
2023/8/15	超预期				

数据来源：Wind、中信建投期货

降息时点附近跨品种和跨期价差的规律性质有限。总体而言，降息前跨品种价差有较大概率扩张，即利率曲线易陡峭化，降息落地后期债的跨品种价差走势具备一定不确定性。

图表 4：降息时点附近 TF 跨品种和跨期价差表现

时间	是否符合预期	跨品种		跨期	
		降息前一个月	降息后一个月	降息前一个月	降息后一个月
2015/3/1	符合				
2015/5/11	符合				
2015/6/28	符合				
2015/8/26	超预期				
2015/10/24	符合				
2019/11/5	超预期				
2019/11/18	超预期				
2020/2/3	超预期				
2020/2/17	符合				
2020/3/30	超预期				
2020/4/15	超预期				
2022/1/17	超预期				
2022/8/15	超预期				
2023/6/13	超预期				
2023/8/15	超预期				

数据来源：Wind、中信建投期货

三、降准降息时点附近的套保效果

本部分主要探究降准降息落地前后一个月的期债套保效果，测算结果如图表 5，展示了套保组合（国债现券组合多头+T 主力合约空头）相较于未套保组合（仅持有国债现券组合多头）的年化超额收益率，分别进行两个时间段的数据统计：降准（息）兑现前一个月至降准（息）兑现日期间和降准（息）兑现前一个月至降准（息）兑现后一个月，最终对两个时间段的年化超额收益率进行作差是为了检验降准（息）兑现后参与套保

是否会取得较好的效果。

然而，研究结果表明，无论是降准还是降息前后一个月，参与套保均难有超额收益。即使上文我们提到，降准降息落地后一段时间期债易出现调整，但由于降准降息一个月内期债整体更易上涨，导致最终参与空头套保的收益仍有较高概率下降。同时，相较降准而言，降息阶段参与空头套保的平均收益更低。

图表 5：降准时点附近套保效果评估

时间	是否符合预期	套保相较于未套保组合的年化收益率		两个阶段收益率差
		降准兑现前一个月至 降准兑现日	降准兑现日至 降准兑现后一个月	
2015/4/19	超预期	0.05%	0.08%	0.02%
2015/8/25	超预期	0.00%	-0.15%	-0.15%
2015/10/23	符合	-0.19%	-0.28%	-0.09%
2016/2/29	符合	0.03%	0.00%	-0.03%
2018/4/17	超预期	-0.14%	-0.23%	-0.09%
2018/6/24	符合	-0.08%	-0.12%	-0.04%
2018/10/7	符合	-0.01%	-0.23%	-0.22%
2019/1/4	符合	-0.08%	-0.14%	-0.06%
2019/9/6	符合	-0.04%	0.04%	0.08%
2020/1/1	超预期	-0.04%	-0.66%	-0.62%
2021/7/9	超预期	-0.10%	-0.36%	-0.26%
2021/12/6	符合	-0.01%	-0.04%	-0.04%
2022/4/15	符合	-0.04%	-0.07%	-0.03%
2022/11/25	符合	0.09%	0.02%	-0.07%
2023/3/17	符合	-0.04%	-0.11%	-0.07%
2023/9/14	符合	-0.05%	-0.10%	-0.05%
平均值		-0.04%	-0.15%	-0.11%

数据来源：Wind、中信建投期货

图表 6：降息时点附近套保效果评估

时间	是否符合预期	套保相较于未套保组合的年化收益率		两个阶段收益率差
		降息兑现前一个月至 降息兑现日	降息兑现日至 降息兑现后一个月	
2015/5/11	符合	-0.16%	0.05%	0.21%
2015/6/28	符合	0.04%	-0.15%	-0.19%
2015/8/26	超预期	0.00%	-0.14%	-0.14%
2015/10/24	符合	-0.21%	-0.32%	-0.11%
2019/11/5	超预期	0.05%	0.12%	0.07%
2019/11/18	超预期	0.00%	0.12%	0.12%
2020/2/3	超预期	-0.30%	-0.64%	-0.34%
2020/2/17	符合	-0.18%	-0.48%	-0.30%
2020/3/30	超预期	-0.04%	-0.29%	-0.25%
2020/4/15	超预期	-0.11%	-0.11%	0.01%
2022/1/17	超预期	-0.06%	-0.09%	-0.03%
2022/8/15	超预期	-0.12%	-0.21%	-0.09%
2023/6/13	超预期	-0.06%	-0.10%	-0.03%
2023/8/15	超预期	-0.06%	-0.18%	-0.12%
平均值		-0.09%	-0.17%	-0.09%

数据来源：Wind、中信建投期货

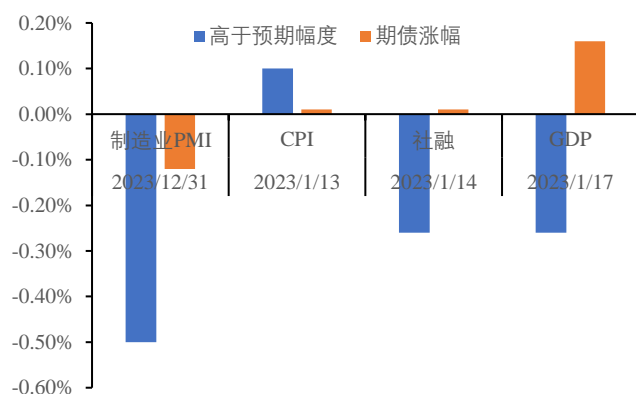
四、近期市场表现和策略展望

单边方向上，近期债市持续向好，长期限国债期货表现更佳，从而进一步压平利率曲线，主要源于市场对于经济的悲观预期难以降温，在 1 月降准降息落空后，经济层面的支撑力量进一步强于货币宽松预期层面。

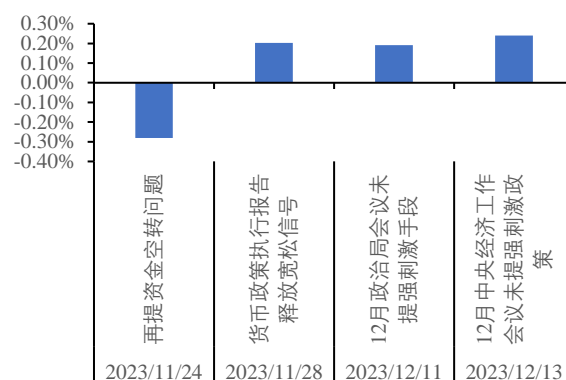
从近一月的主要经济数据对期债的影响来看，12 月低于预期的官方制造业 PMI 公布后期债下跌，而低于预期的社融和 GDP 公布后期债均上涨，高于预期的通胀数据公布后期债微涨，总体对经济数据略钝化，源于市场对于经济的悲观局面预期较充分；从近两月的主要政策对期债的影响来看，市场对于货币政策基调的变化和超预期的经济政策非常敏感，一旦重要会议并未释放明显的稳增长信号，则期债会重回上升趋势。

展望后市，结合前文降准降息对期债影响的研究，虽然当前期债处于历史高位，我们仍不推荐货币政策宽松基调下单边做空期债，除非有进一步的经济刺激政策跟随出台；不过，1月24日降准兑现，参与空头套保对现券适当保护是必要的，若后续有进一步的经济刺激政策出台，则继续持有甚至加大套保头寸，否则也只能是短期套保。

图表 7：期债对经济数据的反应



图表 8：期债对政策的反应

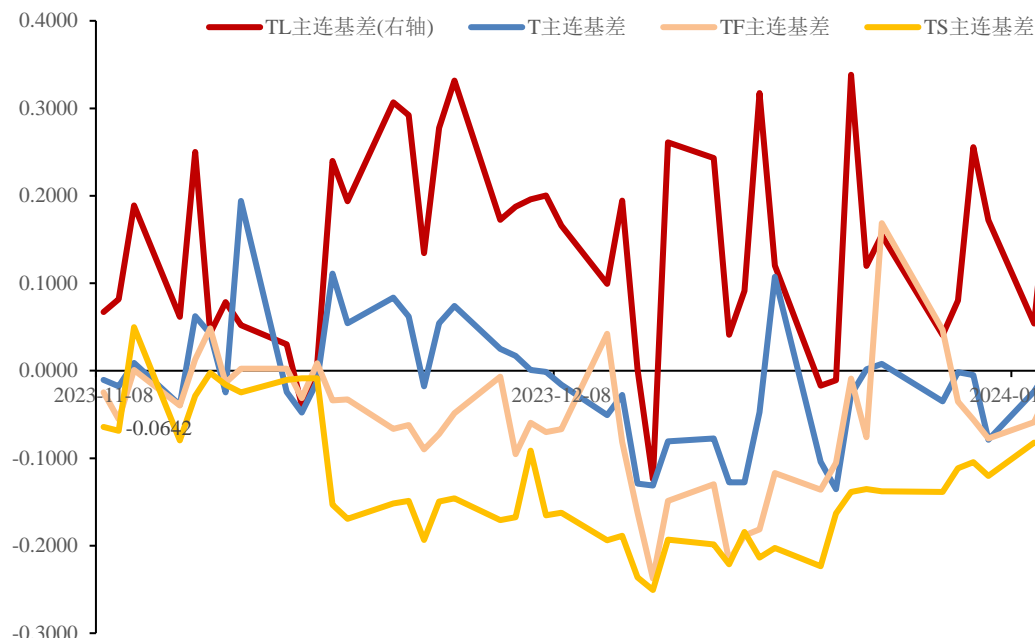


数据来源：Wind、中信建投期货

基差层面，1月以来TL合约的基差先抑后扬，波动较大，单边强势受益于经济强刺激的近端落空，远端由于重要会议临近暂具备不确定性；其他品种整体呈现出震荡上行的状态，降息降息的落空对更短期限尤其是TS的空头力量略有支撑，使得其基差近期持续反弹。

我们判断，后市重要会议释放强刺激信号的概率在增加，那么2023年以来当前“降基差”的局面难以维持，2406及其以后的季月合约成为主力合约的基差中枢水平望进一步抬升，这意味着空头套保的成本将逐季增加，多近空远将成为今年各品种跨期策略的主要方向。

图表 9：近期各品种主力合约的基差走势

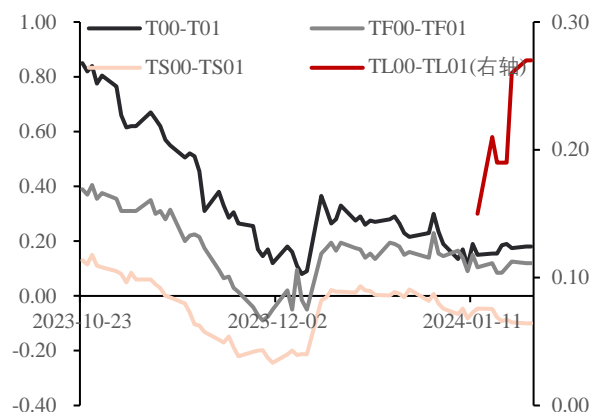


数据来源：Wind、中信建投期货

近期各品种的跨期价差走势有一定差异，表现为长期限尤其 TL 合约的近远月价差显著扩张，但短期限尤其 TS 合约的近远月价差震荡收敛，这与上文 TL 基差先抑后扬及 TS 基差震荡上行的表现不一致，主要是因为 TL、TS 分别受到了经济预期和流动性预期的不同影响，表现为经济悲观预期支撑 TL 近月，降息落空打压 TS 近月。

品种间强弱方面，在这场多头的长河中，长期限合约持续跑赢短期限，表现为主力合约价差 4TS-T 长期处于下行趋势中。但正如前文所述，TS 远月合约逐渐展现出韧性，结合经济企稳之前流动性难有收紧的经验规律来看，我们倾向于认为远月 2406 合约上，长期限强于短期限的格局正在逐步扭转，最强有力的扭转信号来自于两方面：一是降准降息落地；二是重要会议释放强刺激政策信号，且后者对长期限合约的压制力将更强，前者已伴随着 1 月 24 日央行释放降准信号而得以明确。在此判断基础上，近期我们优先推荐多 TS 空 TL 的策略，较适合在 2406 合约上参与。

图表 10：各品种近远月价差



图表 11：跨品种价差



数据来源：Wind、中信建投期货

最后，我们对全文的重要结论进行简要的归纳总结：

降准落地后 1-2 周内可以关注空头套保的介入机会，但套保持有时间不宜太长，因为降准落地后一个月内期债仍旧易涨难跌；若降准超预期，做多跨品种和跨期价差是较合适的策略；降息落地前，以“牛陡”策略为主；降息落地后，需要警惕利率“走熊”的风险。综合而言，降息对于做多期债策略的支撑效应更强，超预期降准对于做多跨品种价差和跨期价差策略的支撑效应更强，预期内的降准兑现对于做多基差或参与空套策略的有一定支撑效应。

单从降准降息的角度考虑，无论是降准还是降息前后一个月，持续参与套保均难有超额收益；降准降息兑现后参与套保，若无法快进快出，最终套保收益还将进一步下降。同时，相较降准而言，降息阶段参与空头套保的平均收益更低。

我们仍不推荐货币政策宽松基调下单边做空期债，除非有进一步的经济刺激政策跟随出台；不过，1 月 24 日降准兑现，参与空头套保对现券适当保护是必要的，若后续有进一步的经济刺激政策出台，则继续持有甚至加大套保头寸，否则也只能是短期套保。

跨品种套利方面，长期限强于短期限的格局正在逐步扭转，最强有力的扭转信号来自于两方面：一是降准降息落地；二是重要会议释放强刺激政策信号，且后者对长期限合约的压制力将更强，前者已伴随着 1 月 24 日央行释放降准信号而得以明确。在此判断基础上，近期我们优先推荐多 TS 空 TL 的策略。

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