

国债期货专题报告： 近期国债期货的基差特征

国债期货专题报告

摘要：

我们判断后市基差有较大概率先扩张后收敛，但下半年整体以扩张为主，由于长端利率的上行压力易增难减，预示长期限合约的基差扩张幅度或更明显。因此，做空 TL 或 T 合约对冲现券的策略值得关注，针对于两类投资者本文提出不同的策略思路：

对于追求净值稳定的投资者而言，近期可在 T2412 合约上逐步建仓套保头寸并持有至年底。主要原因在于：T2412 当前净基差低于 0.05 元，处于偏低位置且后市存在进一步扩张的动力；近期 T 近远月价差再度收敛至低位，该价差处于低水平时，远月合约套保往往具备一定超额收益。

对于追求超额收益的投资者而言，拐点和品种的选择更加严苛，我们认为当前已经接近较佳的套保时点，符合此前专题提出的“基差中枢下行+PMI 难提振债市”的组合情形。结合债券供给节奏，我们初步给出“6 月至三季度前半段用长期限合约套保，三季度后半段至年底用短期限合约套保”的套保策略思路。

投资策略：

关注空头套保策略

风险提示：

经济政策不及预期

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 5 月 31 日

目录

一、合约间对比	3
二、品种间对比	5
三、与 2008 年对比	6

图表目录

图表 1: TS 近三个合约的净基差走势.....	3
图表 2: TS 主力与去年同期主力的净基差走势.....	3
图表 3: TS 当季与去年同期主力的净基差走势.....	4
图表 4: TS 上季与去年同期主力的净基差走势.....	4
图表 5: T2406 净基差与 10y-1y 利差.....	4
图表 6: T2406 净基差与 10y 国债利率.....	4
图表 7: 近期各品种的净基差水平比较	5
图表 8: TL 前 5 大净多持仓持续攀升(手).....	5
图表 9: 4TS-T 近期小幅回落	5
图表 10: 3T-TL 近期显著回落	5
图表 11: T2403 和 T1803 的净基差对比.....	6
图表 12: T2406 和 T1806 的净基差对比	6
图表 13: T2409 和 T1809 的净基差对比	6
图表 14: T1812 的净基差扩张为主.....	6
图表 15: 除 TL 外品种的跨期价差扩张不显著	7
图表 16: 临近到期日的时间越长基差收敛性越弱	7

本篇报告重点探讨今年国债期货的基差运行特征，研究过程中，我们发现与去年同期的基差走势相比，今年有着显著的差异，全文分别从合约间的比较、品种间的比较及与 2018 年的比较三个层面展开讨论。

一、合约间对比

今年目前已上市的合约有 2403、2406、2409 和 2412。对于所有品种，净基差的表现特征几乎是一致的，主要体现为以下三个方面：

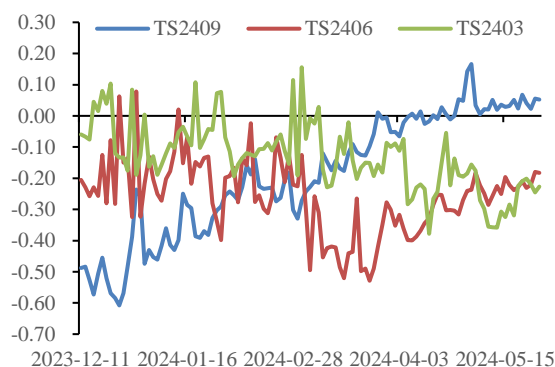
（1）净基差均值水平：上季 2403>当季 2406>主力 2409，净基差均值逐季递减；

（2）净基差向上扩张性：主力 2409 显著高于前两个合约 2406、2403；

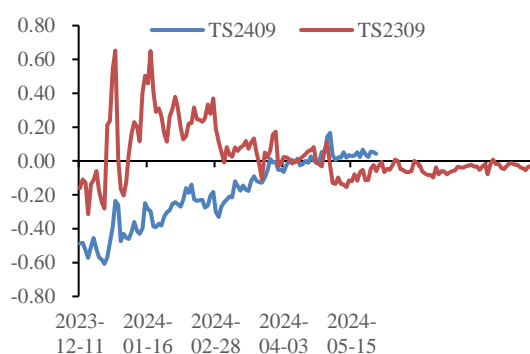
（3）净基差走势：24 年上市的三个合约先收敛后扩张（2409 持续扩张），而 23 年同期上市的三个合约先扩张后收敛。

净基差之所以表现出以上特征，主要源于今年 1 月下旬至今负净基差状态存在向上扩张的动能。负净基差状态在去年就有出现，为何在今年 1 月才开始扩张？我们认为扩张力量主要来自于利率曲线由平转陡而非市场空头情绪增强。

图表 1：TS 近三个合约的净基差走势

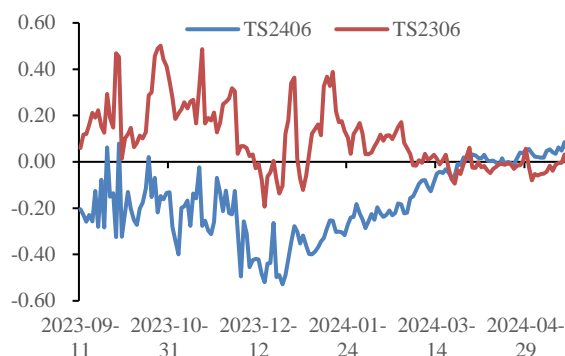


图表 2：TS 主力与去年同期主力的净基差走势

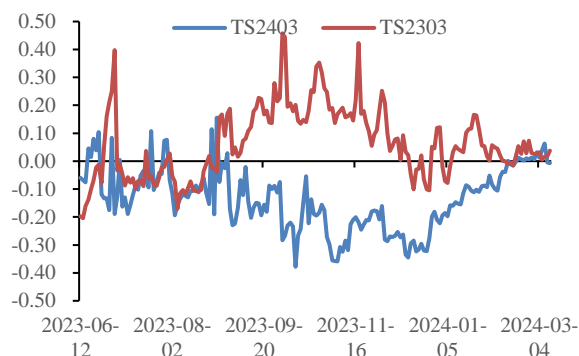


数据来源：Wind，中信建投期货整理

图表 3：TS当季与去年同期主力的净基差走势



图表 4：TS 上季与去年同期主力的净基差走势



数据来源：Wind，中信建投期货整理

根据图 5-6 不难发现，10y-1y 利差自去年 12 月中旬开始见底，今年上半年呈现稳步回升的态势，扩张 18bp；与此同时，10y 国债到期收益率呈现震荡下行的走势，下行 25bp。由此可见，2024 年期债净基差与期限利差同向；而净基差与单边利率的相关性较低，甚至在一季度表现为相反的走势，与利率下行阶段利于基差收敛的经验规律不符。以上信息充分说明 2409 合约净基差的进一步扩张由期限利差扩张所致。

上半年市场的牛陡预期持续升温，债市投资者加大了实施杠杆策略的力度(杠杆策略是指用成本较低的资金投资更高票息的债券，从而赚取资产和负债之间的利差，关键在于短借长投，期限错配，故期限利差扩张阶段能促进该策略的实施)。从期现对比的角度来看，期限利差扩张往往对应短期资金成本相对低廉，债市多头将倾向于选择现券而非期货作为主要投资工具。

图表 5：T2406 净基差与 10y-1y 利差



图表 6：T2406 净基差与 10y 国债利率



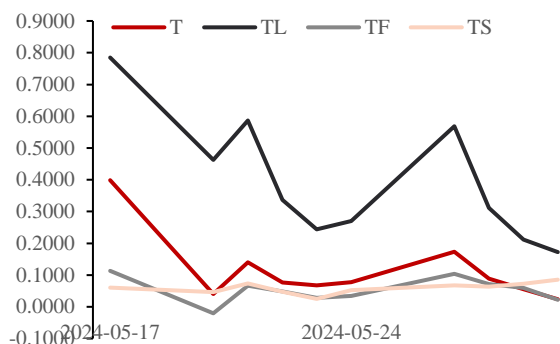
数据来源：Wind，中信建投期货整理

二、品种间对比

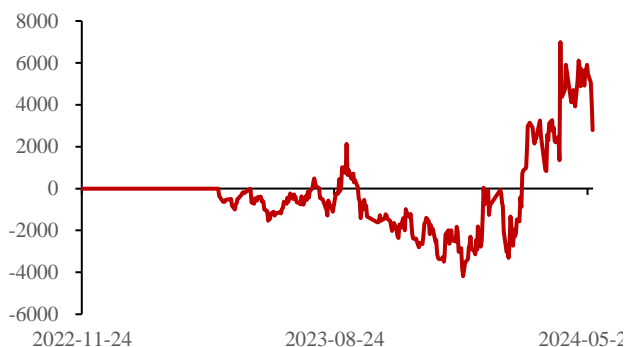
近期由于利率曲线略偏牛平，使得各品种净基差水平均有不同程度的回落，考虑久期差异，从绝对水平看，TS 和 TL 净基差相对偏高。

5 月中上旬，期债呈现出对利空钝化、对利多敏感的特征，从而逐渐震荡走升。5 月下旬反弹动能进一步增强，尤其体现在 TL 上，导致 TL 净基差收敛幅度更大。虽然处于高位的期债一度吸引不少套保投资者参与空头策略，但资产荒格局的延续使得现券市场的买盘依旧强势。如果说上半年至今的债牛行情主要由现券带动期债演绎，从而带动基差扩张；那么，随着基差回归正值（甚至部分品种已至较高水平如 TL），现券的带动能力边际递减，基差进入震荡走弱的状态。

图表 7：近期各品种的净基差水平比较

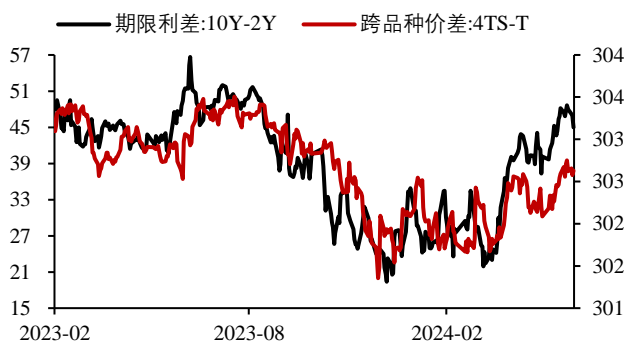


图表 8：TL 前 5 大净多持仓持续攀升(手)

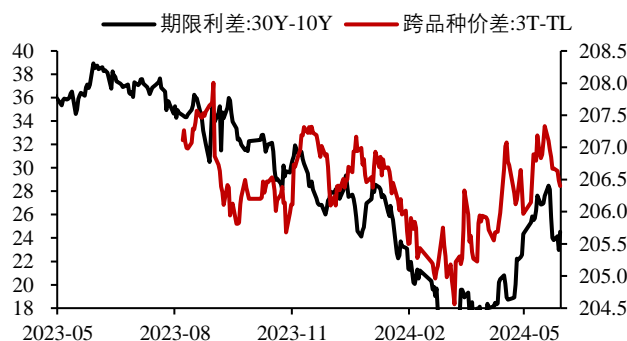


数据来源：Wind，中信建投期货整理

图表 9：4TS-T 近期小幅回落



图表 10：3T-TL 近期显著回落



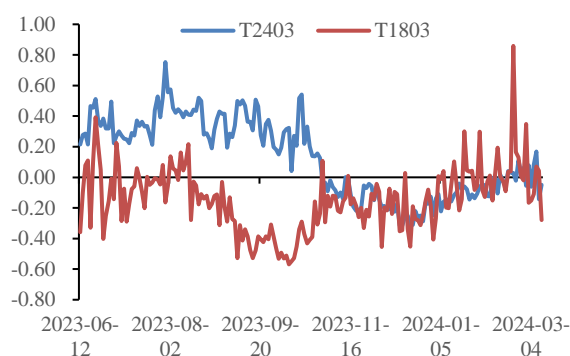
数据来源：Wind，中信建投期货整理

三、与 2008 年对比

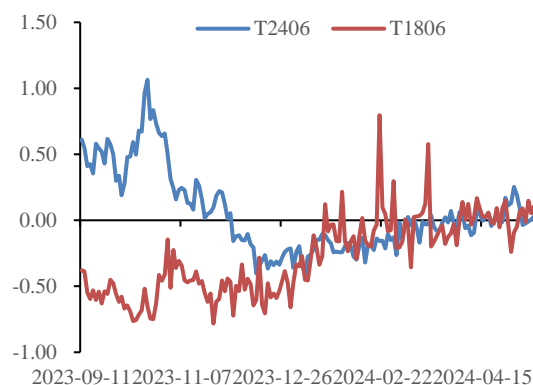
当前基差运行情况与 2018 年极为相似，即利率曲线牛陡扩张推动现券强于期货，从而带动基差扩张。在此情境中，空头套保策略不适合于追求超额收益的投资者，因为持有套保组合的收益显著低于持有现券多头组合，但适合于追求净值稳定的投资者，因为不仅避免基差损耗，反而能从基差扩张过程中获益。

将 2024 年各合约的净基差与 2018 年各合约的净基差放置于同一张图进行对比，可以发现相似度较高，呈现出 03、06 至 09 的相似度依次提升。

图表 11：T2403 和 T1803 的净基差对比

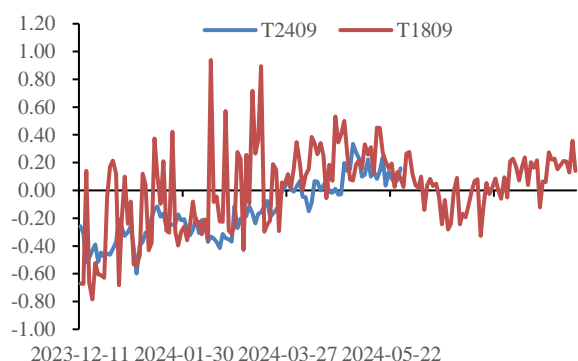


图表 12：T2406 和 T1806 的净基差对比

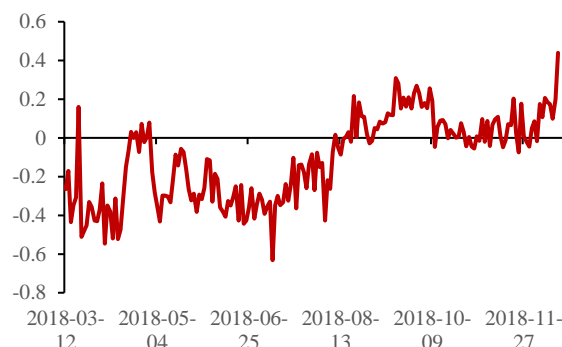


数据来源：Wind，中信建投期货整理

图表 13：T2409 和 T1809 的净基差对比



图表 14：T1812 的净基差扩张为主



数据来源：Wind，中信建投期货整理

事实上，从基本面的角度看，2024 年年中的经济政策环境与 2018 年亦颇有相似之处，最显著的相似点体现为：三季度均面临较强的债券供给压力，故年中降准降息预期均升温，对短期限合约形成一定支

撑，使得全年利率曲线整体以牛陡为主。

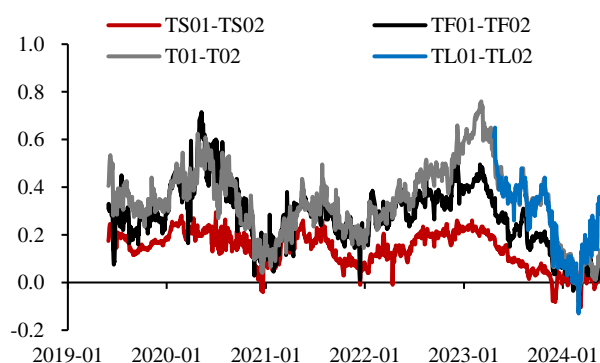
但两者亦有不同之处在于，2024 年是本轮债市周期中牛市的第四个年头，而 2018 年是上轮债市周期中牛市的第一个年头，意味着 2024 年期债多头策略相对于 2018 年而言的性价比是更低的，调整风险更高，下半年净基差存在更强的回升动能。

我们判断后市基差有较大概率先扩张后收敛，但下半年整体以扩张为主，由于长端利率的上行压力易增难减，预示长期限合约的基差扩张幅度或更明显。因此，做空 TL 或 T 合约对冲现券的策略值得关注，针对于两类投资者本文提出不同的策略思路：

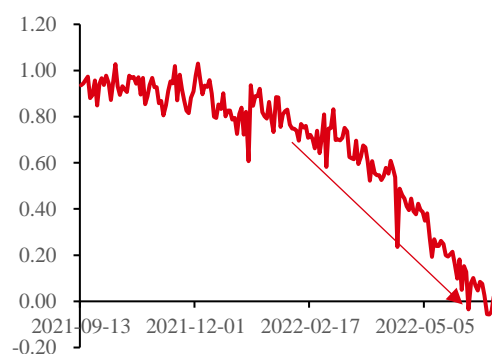
对于追求净值稳定的投资者而言，近期可在 T2412 合约上逐步建仓套保头寸并持有至年底。主要原因在于：T2412 当前净基差低于 0.05 元，处于偏低位置且后市存在进一步扩张的动力；近期 T 近远月价差再度收敛至低位，该价差处于低水平时，远月合约套保往往具备一定超额收益。

对于追求超额收益的投资者而言，拐点和品种的选择更加严苛，我们认为当前已经接近较佳的套保时点，符合此前专题提出的“基差中枢下行+PMI 难提振债市”的组合情形。结合债券供给节奏，我们初步给出“6 月至三季度前半段用长期限合约套保，三季度后半段至年底用短期限合约套保”的套保策略思路。

图表 15：除TL外品种的跨期价差扩张不显著



图表 16：临近到期日的时间越长基差收敛性越弱



数据来源：iFinD，中信建投期货整理

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