

国债期货专题报告：**新高了，然后呢？****摘要：**

虽然期债涨势犹在，但我们需要提醒投资者顺势而为的过程中也不可忽视调整风险，并指出持续上行的期债容易面临三类引发其调整的风险因素，此时要积极、灵活地运用国债期货对现券头寸进行保护：第一类是流动性超季节性收紧+经济数据好于预期+刺激政策密集出台；第二类是重要会议释放超预期的刺激政策信号，最近的关注点在3月两会；第三类是引发债熊的风险因素，即大超预期的政策引发流动性收紧或经济V型复苏的预期快速升温，分别对应央行收紧货币去杠杆或直接刺激通胀的政策出台。

投资策略：

单边方向上，当前期债多单仍可继续持有。

套利方面，关注移仓阶段多远月空近月的策略机会。

风险提示：

经济复苏超预期；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2月2日

目录

一、近一年期债显著调整的复盘	3
二、重要会议扰动期债趋势	5
三、近期市场逻辑梳理及策略展望	6

图表目录

图表 1: 近一年期债显著下跌日复盘	4
图表 2: 1y 同业存单利率	5
图表 3: 两会前后及期间内十债利率走势	6
图表 4: 各品种主连合约走势	7
图表 5: 4TS-T、3T-TL 走势	7
图表 6: 各品种主力合约的基差走势	8
图表 7: 各品种的跨期价差走势	9

一、近一年期债显著调整的复盘

近期国债期货长品种接连创出新高，债牛行情短期难以结束几乎成为市场一致预期，我们对此并不否认，但仍提示投资者，在预期较一致且债券性价比较低的情形下更不应忽视潜在的调整风险。本节通过回顾 2023 年期债显著调整日的主要驱动因素帮助我们理清未来期债可能面临调整的风险类型，以在可能爆发风险事件的时间点之前回归防守姿态，及时用国债期货对现券进行保护。

我们筛选出近一年来 T 主力合约单日收盘价涨幅超过 0.2% 的情况，总共 15 个样本，如图 1 所示，并展示了导致当日期债显著下跌的具体原因，并对原因进行分类。可以发现，近一年导致 T 下行的因素主要集中于五个层面：刺激政策、经济预期、监管、降息、流动性。其中，刺激政策分为总量刺激和定向行业刺激（主要是房地产），债券供给实际上可以归为流动性这一类因素。

从表中内容不难发现，期债仅在去年 9-10 月（图中标红加粗）出现过集中、持续的调整，其余时段中五个层面之一的相关事件发生时，均只会导致期债出现 1-2 天的显著回调，调整不具备持续性。去年 9-10 月期债调整的持续性提升，恰逢彼时流动性超季节性收紧，叠加刺激政策密集出台、经济数据全面好于预期等因素。故据此总结出一个牛市中期债最易出现持续调整的场景：**流动性率先超季节性收紧（主要由同业存单利率上行斜率显著高于前一年同期来反映）+经济数据好于预期+刺激政策密集出台**，在该场景下使用国债期货对现券进行套保是非常合适的。

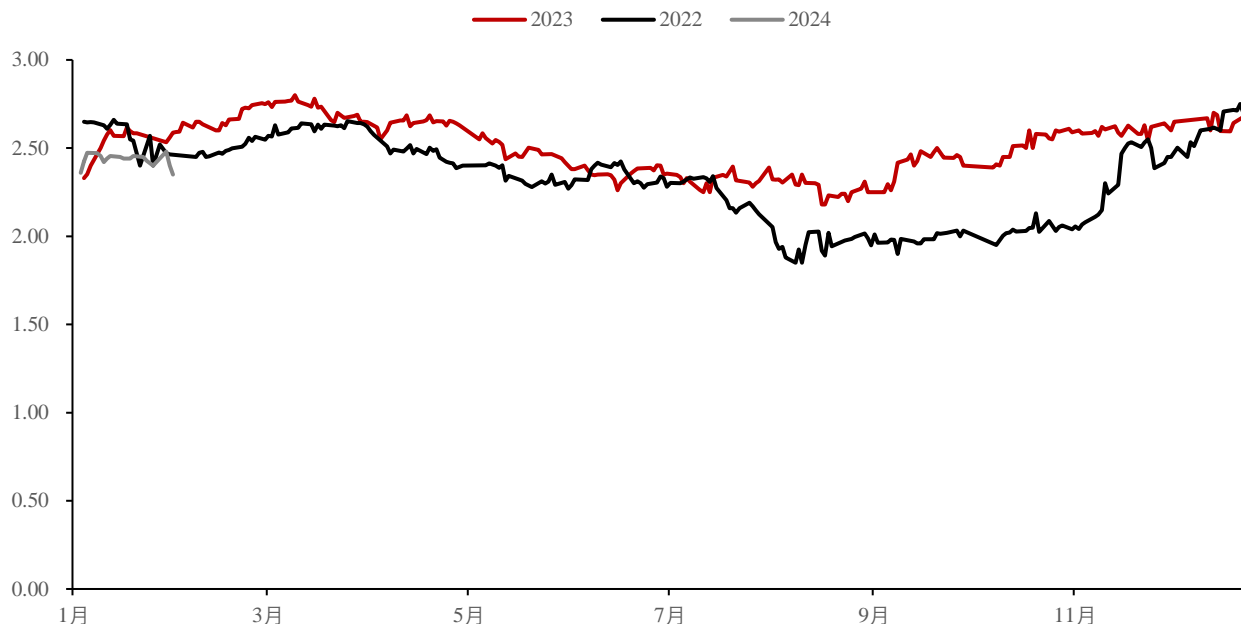
图表 1：近一年期债显著下跌日复盘

日期	涨幅(%)	具体原因	原因类型
2023-01-10	-0.23	北京车牌限购取消，社融预计大增	刺激政策(非地产)
2023-01-16	-0.27	疫情松绑后的酒店订单大增，广深高铁全线恢复运营	经济预期
2023-02-20	-0.24	传央行要求部分银行适度控制 2 月贷款发放规模	监管
2023-06-02	-0.32	青岛地产政策边际放松	刺激政策(地产)
2023-06-15	-0.32	央行调降 MLF 利率 10bp	降息
2023-06-16	-0.26	同上	降息
2023-07-25	-0.52	政治局会议纲领性文件	刺激政策(总量)
2023-09-01	-0.30	楼市大礼包，北上广深相继执行认房不认贷	刺激政策(地产)
2023-09-06	-0.24	资金偏紧	流动性
2023-09-15	-0.24	经济数据全面好于预期	经济预期
2023-09-22	-0.24	延续了 15 号以来的悲观情绪	债券供给
2023-10-11	-0.21	内蒙古公告发行第二批特殊再融资债	债券供给
2023-10-19	-0.30	资金收紧	流动性
2023-11-22	-0.23	提前下发地方专项债额度	债券供给
2024-01-12	-0.21	央行住房租赁计划	刺激政策(地产)

数据来源：Wind、中信建投期货

当经济数据低迷，同时刺激政策出台时，市场往往会担心政策效果不佳，导致期债调整幅度有限；而当经济数据超预期，同时刺激政策仍在加码时，市场则会对经济的延续性寄予一定期望。故三类事件同时发生在一个时段时，期债调整的概率极大，这在 2023 年 9-10 月和 2022 年四季度均发生过，相似的剧情往往会在债市中反复上演，或许 2024 年年中某个时候又会再次发生，这是正在新高的期债需要警惕的第一类风险因素。

图表 2：1y 同业存单利率

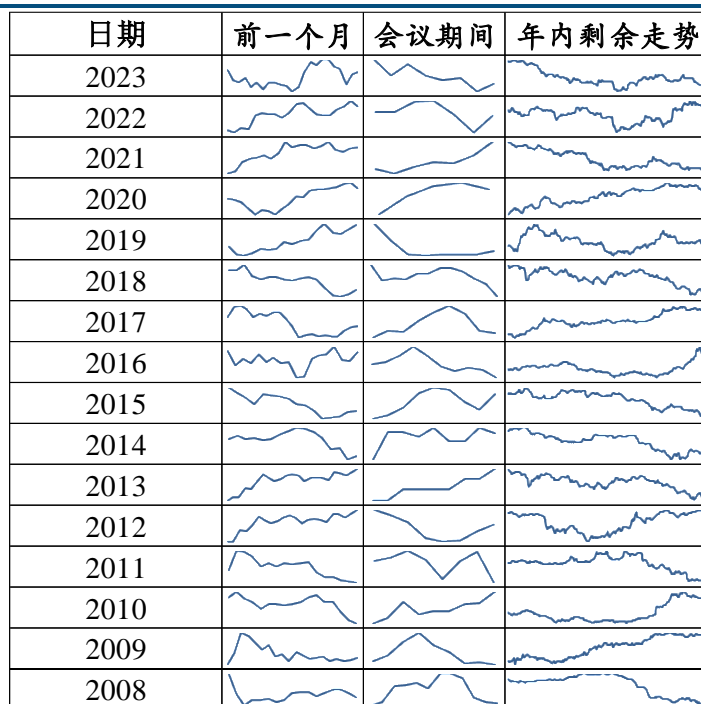


数据来源：Wind、中信建投期货

二、重要会议扰动期债趋势

我们认为，未来一个月期债市场大概率会围绕两会预期进行博弈，因为根据历史经验，两会前一个月利率呈现单边下行或上行的概率较高，两会期间会逐步明确政策方向，投资者围绕政策是否超预期进行相关交易，利率也易形成明确趋势。然而，我们发现，无论两会释放的政策信号是否超预期，两会后年内剩余时段的利率走势并非完全取决于两会的经济和政策定调。这给予我们最重要的启示是，即使今年3月两会释放出超预期的政策基调（例如提出更高的赤字率或者设置更高的专项债额度），也许会带来阶段性的利率上行压力（构成期债调整的第二类风险因素），但难言彻底扭转当前利率的下行趋势，因为政策实施并非政策取得效果的充分条件，需待信用实现真正的宽松方可见利率向上的拐点。

图表 3：两会前后及期间内十债利率走势



数据来源：Wind、中信建投期货

两会对于期债的影响仅是政策作用于期债的一个方面，强刺激政策信号也并非只通过两会才能释放，政治局会议、国常会等重要会议发布的政策方针也可能会对市场产生显著影响，届时需密切关注预期之外的政策信号，若有，亦将引发期债调整，则可参与短期的空头套保。

期债牛转熊的驱动因素必定具有非常强烈的预期差，我们大概率是没法预测具体的相关细节，但根据历史经验，主要集中于两个层面：**流动性意外大幅收紧及预期外的强刺激政策出台（此为第三类风险因素）**。前者曾在 2016 年底发生，后者则在 2008 年底发生。去年 12 月中央经济工作会议强调高质量发展，则在经济回升之前即收紧流动性以限制资金空转也不无可能；预期外的强刺激政策更可能是直接引发通胀的政策，将直接引来债熊，此时参与长期的空头套保是必要的；若是传统的增发国债甚至特别国债的政策出台，至多引发期债阶段调整，适合参与空头套保的时间会较短。

三、近期市场逻辑梳理及策略展望

1. 近期逻辑梳理

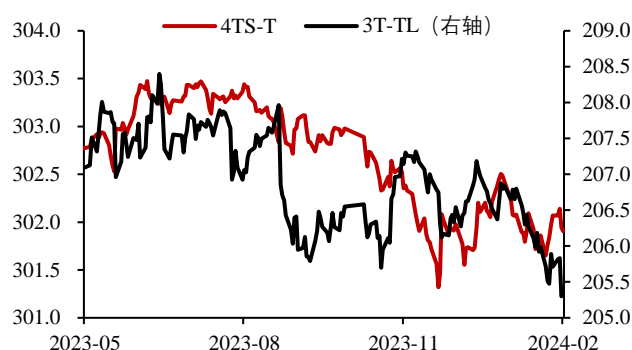
近期市场的主要逻辑发生了微妙的变化，由经济预期单因子主导演变为货币宽松和经济预期双因子主

导，体现为各品种保持上涨趋势，TS、TF 合约由弱转强，但不改 TL 合约以往的强势。得益于降准信号的释放，跨品种价差 2TF-T、4TS-T 止跌，但 3T-TL 却再度下探，TS、TF 转强同时 TL 上涨未降速，说明流动性预期在期债近期的定价中占据了愈发重要的位置，却仍难取代经济预期的主导地位，这意味着，做陡利率曲线并非是值得持续坚守的策略方向。

图表 4：各品种主连合约走势



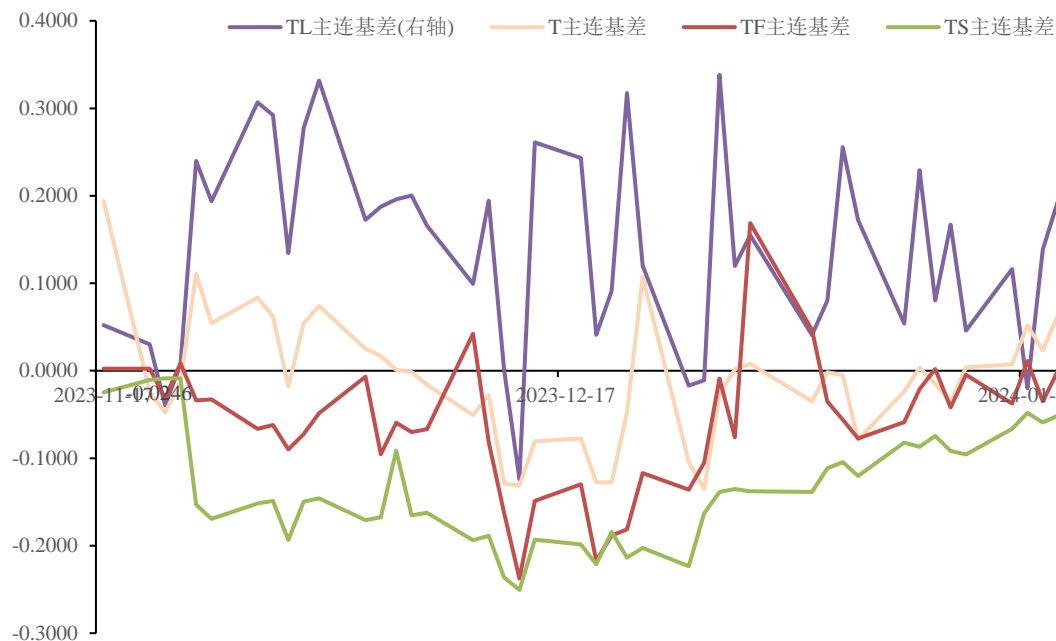
图表 5：4TS-T、3T-TL 走势



数据来源：Wind、中信建投期货

基差的表现也在证实以上得出的结论。1 月 24 日降准信号释放后，TL 合约基差显示更强的收敛性，但其余品种基差震荡甚至小幅上行，反映出 TL 上的乐观情绪仍在升温，而短期限品种上的悲观情绪并因降准降息预期而显著降温。

图表 6：各品种主力合约的基差走势

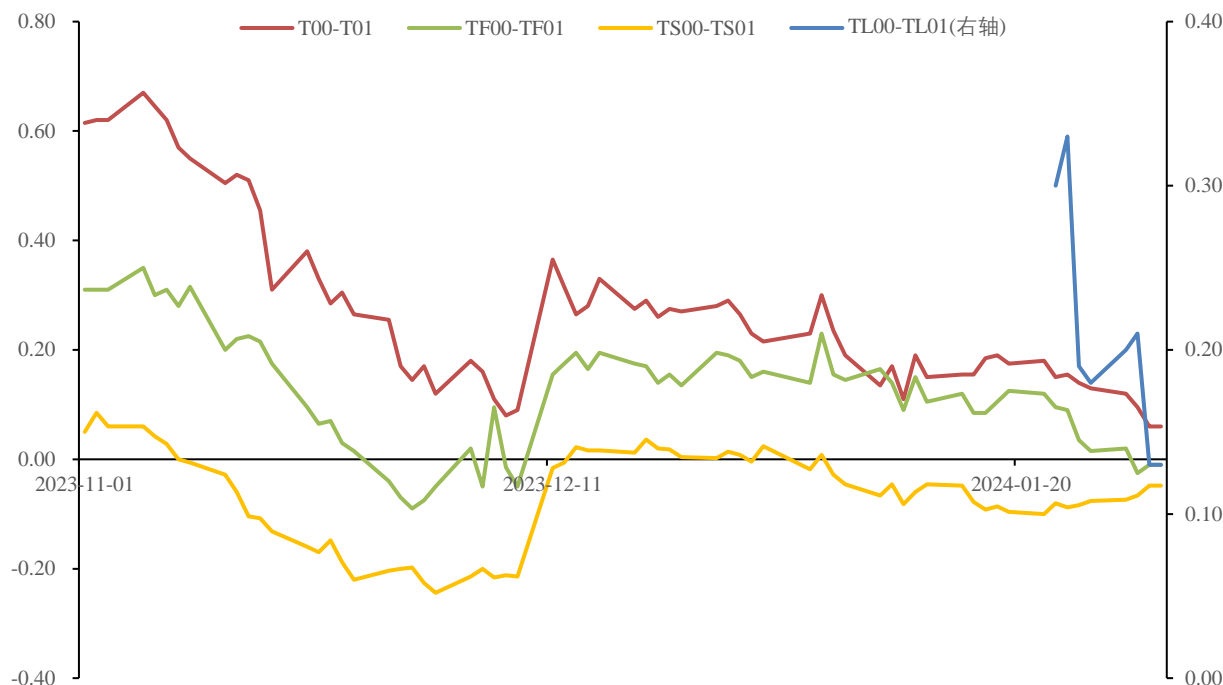


数据来源：Wind、中信建投期货

近远月合约价差的表现或许能进一步解释为什么投资者对做陡利率曲线仍略显迟疑。可以看到 TS 合约的跨期价差近期出现了更显著的扩张性修复，反映市场对于远端的短期限合约仍偏悲观，即对于二季度的流动性维持宽松存疑。同时，其余品种的跨期价差以收敛为主，反映市场对于远端的长期限合约仍偏乐观，即对于二季度的经济企稳存疑。TL 合约跨期价差出现快速收敛的态势，反映市场对于二季度经济回落的担忧情绪较重。

综上所述，经济偏弱预期及流动性近期宽松但未来进一步宽松空间有限是当前期债保持强势，但 4TS-T 价差扩张较为困难的核心原因。

图表 7：各品种的跨期价差走势



数据来源：Wind、中信建投期货

2. 行情展望和策略建议

根据前文我们对当前期债市场的主要逻辑和隐含的投资者情绪所作的梳理，本部分重点探讨未来各品种的单边走势及强弱关系的演变方向，主要得出以下四个方面的结论。

第一，预计双因子动能在 2 月下旬前难以减弱，这将支撑期债保持单边上行趋势，主因降息预期依然存在，且市场处于经济数据和政策的真空期；2 月下旬后的走势则根据两会释放的政策基调而存在一定变数，不过即使因政策超预期而出现的调整，其持续性和强度也不会很高。因此，当前期债多单仍可继续持有。

第二，2 月 15 日降息兑现前利率曲线可能难以进一步平坦化，但期限利差的扩张又受经济复苏不及预期的制约，故期限利差维持震荡的概率更大。若降息在下个月兑现再叠加债券供给放量，则需警惕利率曲线再度平坦化。因此，2 月上旬仍可博弈多 TS 空 T 的策略机会，但不具备持续性，难成为策略首选。

第三，临近移仓换月，预计近月合约的参与策略以多头和正套为主，则 2403 合约移仓时多头占据主导的概率更大，这将加剧近远月价差的收敛，2403 移仓阶段多远月空近月仍是值得参与的策略。

第四，我们需要注意持续上行的期债容易面临三类引发其调整的风险因素，并积极运用国债期货对现券头寸进行保护：第一类是流动性超季节性收紧+经济数据好于预期+刺激政策密集出台，这类风险导致的调整深度不低，此时使用短期限品种套保现券是必要的，根据以往经验，套保头寸持有时间大概在 1-3 个月左右；第二类是重要会议释放超预期的刺激政策信号，最近的关注点在 3 月两会，这类风险导致的调整深度通常不大，可以使用长期限品种套保现券，但套保头寸持有时间会非常短，节奏把握的难度较高；第三类是引发债熊的风险因素，即大超预期的政策引发流动性收紧或经济 V 型复苏的预期快速升温，分别对应央行收紧货币去杠杆或直接刺激通胀的政策出台，此时建议使用偏短期限品种套保现券。

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