

国债期货专题报告：**2403 合约移仓交割回顾与展望****摘要：**

回顾 2403 合约移仓节奏，与过去几轮相比，受春节假期因素的扰动，本轮移仓普遍提前且节奏较快；品种间移仓速度 $TL > TF > T > TS$ ，TL 移仓节奏快于其他品种或体现多头积极在 TL 上博取收益。跨期价差方面，TS、TF 和 T 近月合约的跨期价差均经历从负区间下跌到修复性扩张的变化过程，但整体处在近一年的相对低位运行，背后原因是利率曲线延续牛平趋势，其中 TL 和 TF 的多头移仓动力相对更足。

3 月上旬 2403 合约已全部完成交割。交割量方面，与 2312 合约的交割量相比下降 1839 手，T 和 TS 交割量下降成为总交割量下降主因。交割率方面，与 2312 合约的交割率相比下降 1.55%，T 和 TS 成为总交割率下降主因。

我们曾研究过，长期而言，近远月价差主要取决于利率曲线的变化，对应期债的单边和跨品种价差的走势；基于此，我们展望：近期近远月价差仍以收敛为主，若年中市场再调整，价差或阶段走扩，但仍将受资金面收敛的制约；综上，后市不出现明显调整之下，移仓环节仍大概率由多头主导。

投资策略：

单边方面，我们判断近期债市的调整并非转熊，且基差扩张亦不具备持续性，这将使得远月合约的韧性长期维持。

跨品种角度，两会明确“避免资金空转”，叠加年中债券供给冲击，后市资金面易紧难松，则期限利差难持续扩张。

风险提示：

经济修复高于预期；流动性收紧；刺激政策超预期。

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 3 月 27 日

目录

一、	移仓分析	3
二、	交割分析	7
三、	移仓展望	8

图表目录

图表 1: TS 近一年主力移仓节奏.....	3
图表 2: TF 近一年主力移仓节奏.....	3
图表 3: T 近一年主力移仓节奏.....	4
图表 4: TL 近一年主力移仓节奏.....	4
图表 5: TS 近一年主力移仓期间跨期价差.....	4
图表 6: TF 近一年主力移仓期间跨期价差.....	4
图表 7: T 近一年主力移仓期间跨期价差.....	5
图表 8: TL 近一年主力移仓期间跨期价差.....	5
图表 9: 3 个月同业存单收益率(AAA)走势.....	5
图表 10: 10Y 国债利率与资金利率走势.....	5
图表 11: TS 主力移仓期间的净基差.....	6
图表 12: TF 主力移仓期间的净基差.....	6
图表 13: T 主力移仓期间的净基差.....	6
图表 14: TL 主力移仓期间的净基差.....	6
图表 15: 10Y-2Y 期限利差.....	7
图表 16: 10Y-5Y 期限利差.....	7
图表 15: 交割量.....	8
图表 16: 交割率.....	8
图表 15: 资金利率与跨期价差的长期负相关性.....	8
图表 16: 同业存单利率的季节性.....	8

一、移仓分析

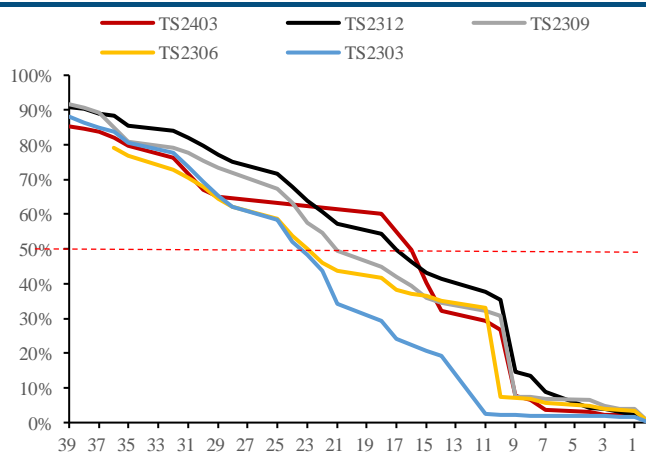
1. 移仓节奏

本文把近月合约持仓占（近月持仓+远月持仓）的比例低于 80%作为判别主力合约移仓开始的标准，低于 50%则代表主力合约的切换完成。图 1-4 展示了近一年来 TS、TF、T 和 TL 四个品种主力合约的移仓节奏，横轴表示距近月合约最后交易日的天数（按自然日计），纵轴即近月合约持仓占比，折线所处的相对位置越低则表示其对应的主力合约移仓节奏越快。根据图表可以得出如下结论：

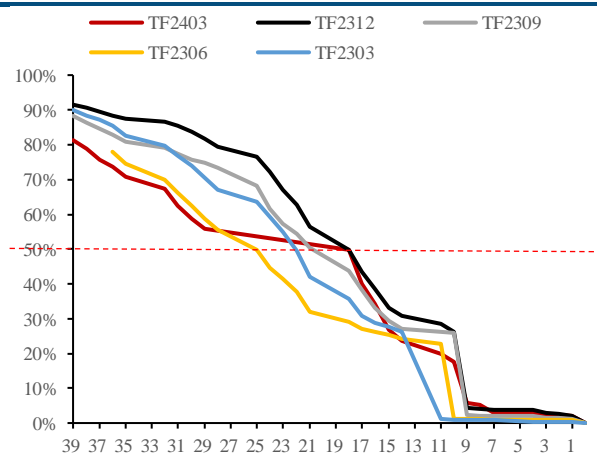
（1）与过去几轮相比，受春节假期因素的扰动，本轮移仓普遍提前且节奏较快（年前处低位、年后斜率大）。截至 2 月 8 日，距最后交易日 29 日，TS、TF、T 和 TL 合约的移仓进度分别为 65.1%、55.9%、56.0%和 43.9%；对比前面 2303 至 2312 合约共四轮移仓，位于同样时点，TS、TF、T 和 TL 的平均移仓进度分别为 70.1%、71.5%、71.6%和 60.0%；可见本轮移仓启动较早、进度偏快。

（2）品种间移仓速度对比，本轮排序：TL>TF>T>TS，近一年排序：TL>T>TS>TF。TL 移仓节奏快于其他品种或体现出多头积极在 TL 上博取收益，使得 TL 上市以来涨幅显著高于其他品种（久期匹配的情形下）。

图表 1：TS近一年主力移仓节奏

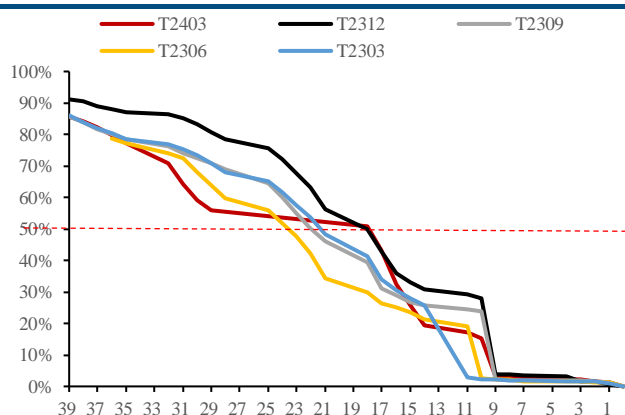


图表 2：TF 近一年主力移仓节奏

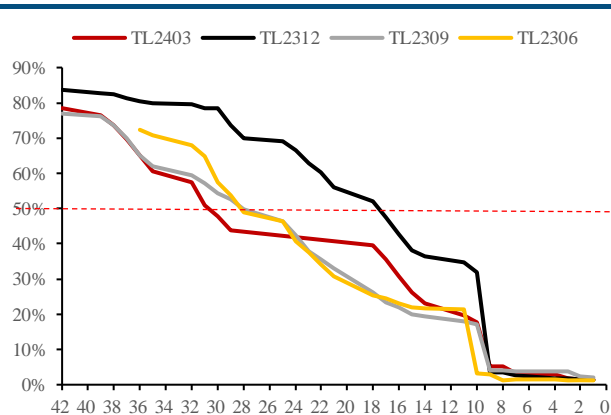


数据来源：Wind，中信建投期货

图表 3：T 近一年主力移仓节奏



图表 4：TL 近一年主力移仓节奏



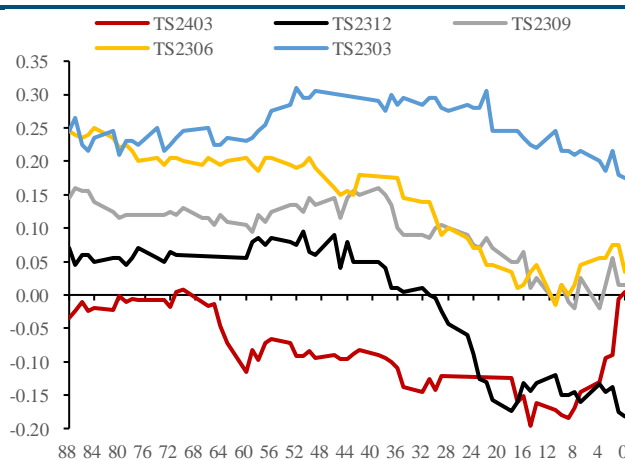
数据来源：Wind，中信建投期货

2. 移仓跨期价差

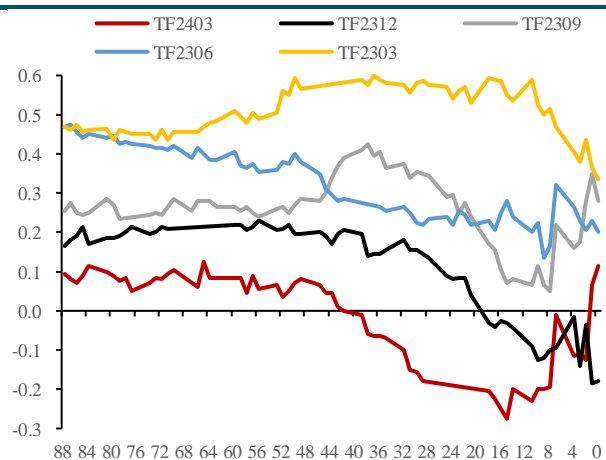
根据上文，以距离最后交易日 40 日为移仓开始的时点，至主力合约最终切换，TS、TF 和 T 近月合约的跨期价差均经历了从负区间下跌到修复性扩张的变化过程，但整体价差均处在近一年的相对低位运行。其中，最后 40 日-15 日间，TS、TF 和 T 近远月跨期价差分别走低 0.11 元、0.27 元和 0.17 元至 -0.196 元、-0.275 元和 -0.160 元；最后 15 日内，TS、TF 和 T 近远月跨期价差分别修复性上涨了 0.200 元、0.390 元和 0.405 元至 0.004 元、0.115 元和 0.245 元。TL2403-2406 价差的表现较为特殊，前期低位震荡，但最后 30 日内延续走阔合计 0.44 元至历史相对高位 0.50 元。

TF 相比于 T 及 TS 的跨期价差收敛更为明显，TL 跨期价差始终位于正区间，移仓前十日内即收敛 0.13 元、节奏较快，这背后也反映出 TL 和 TF 的多头移仓动力相对更足。

图表 5：TS 近一年主力移仓期间跨期价差

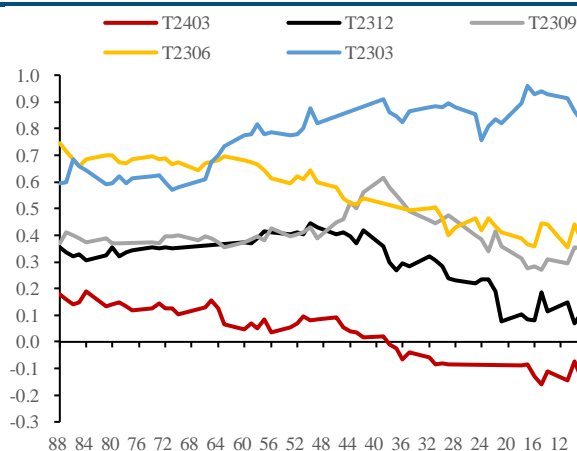


图表 6：TF 近一年主力移仓期间跨期价差

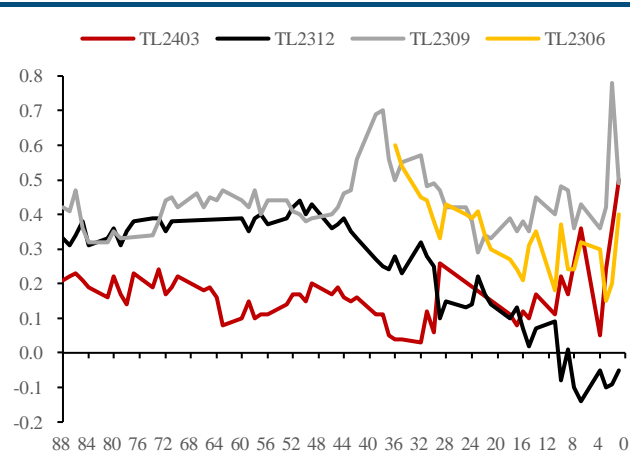


数据来源：Wind，中信建投期货

图表 7：T 近一年主力移仓期间跨期价差



图表 8：TL 近一年主力移仓期间跨期价差

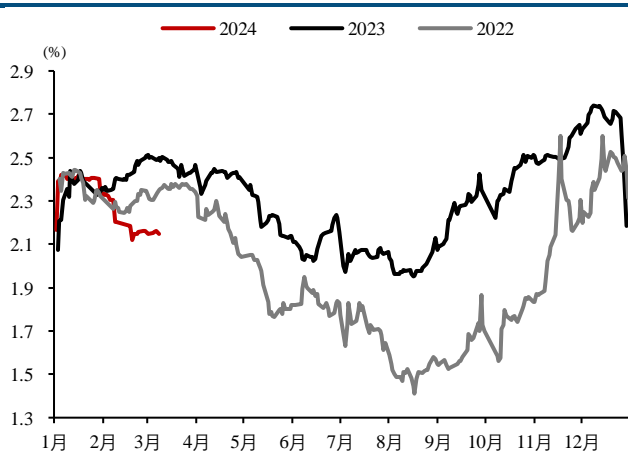


数据来源：Wind，中信建投期货

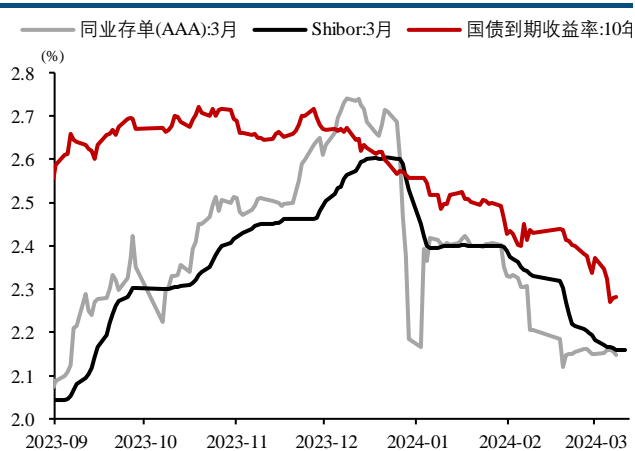
移仓期间，跨期价差持续低位运行，即近月弱、远月强，背后原因是利率曲线延续牛平趋势。根据公式推导，跨期价差可以近似分解为近远月合约的持有收益差额加上近远月净基差的差异。

首先，假设近月和远月同期限国债期货合约的 CTD 券相同，持有收益可近似为 CTD 券的票面利率减去资金成本，则近远月持有收益差额可简化为资金成本的变动；当 CTD 券票面利率 > 资金成本时，持有收益正向推动跨期价差走阔；由于交割券票面利息基本固定，主要观察资金利率的变化。由图 9，1 月降准后叠加央行持续呵护流动性，1 月 29 日开始，资金利率下行至同期低位，但悲观预期下长端利率下行幅度更大，牛平走势限制了跨期价差扩张。图 10，2 月下旬，央行超预期调降 5 年期以上 LPR 利率 25bp，资金利率与 10 年期国债到期收益率的差距进一步拉大，其间，3 个月 AAA 级同业存单利率维持在 2.1%-2.2%，明显低于当时 2.28%-2.45% 的国债收益率水平，使得实际的持有期收益下行，推动了跨期价差下跌。

图表 9：3 个月同业存单收益率(AAA)走势



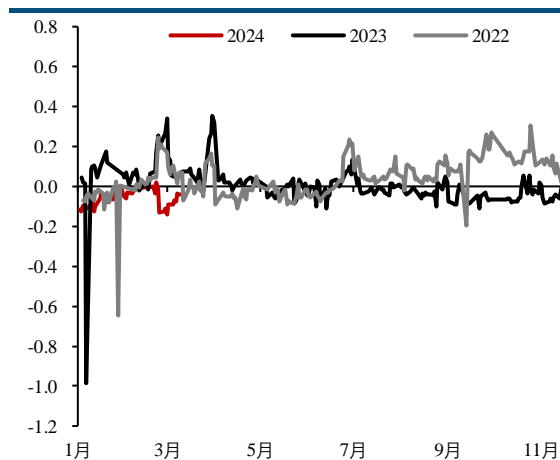
图表 10：10Y 国债利率与资金利率走势



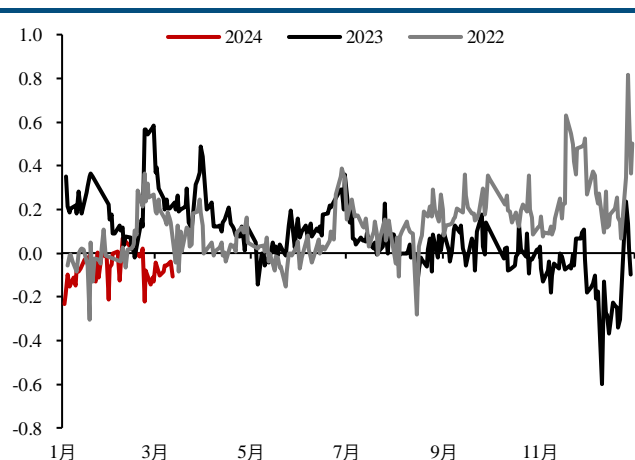
数据来源：Wind，中信建投期货

其次，观察近远月净基差可知，春节前的移仓阶段（1月30日-2月8日），由于市场多头情绪较高，叠加利率曲线平坦化的双重压制，净基差长期处于低位，近月合约升水幅度大，IRR 偏高，“牛平+升水”的情形下单边多头移仓动力较足，抬高了远月价格，而空头正套思路的参与则对近月价格有所压制，共同推动了跨期价差下跌。而最后 15 日内（2月21日后），在调降 LPR 的一周内，期限利差一度扩张，临近最后交易日各品种近月净基差也逐渐收敛至 0 附近，债市在两会前后进入震荡调整，空头选择交割了结或移仓远月，压低了远月价格，一定程度上助力了跨期价差向上修复。

图表 11：TS主力移仓期间的净基差

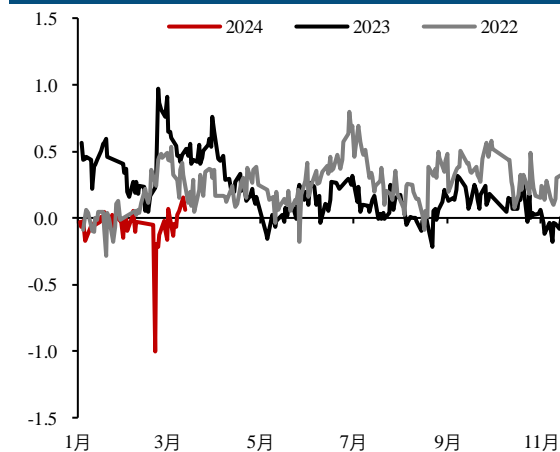


图表 12：TF 主力移仓期间的净基差

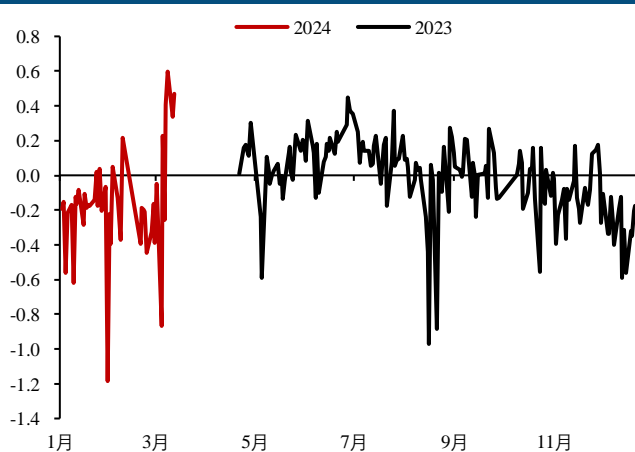


数据来源：Wind，中信建投期货

图表 13：T主力移仓期间的净基差

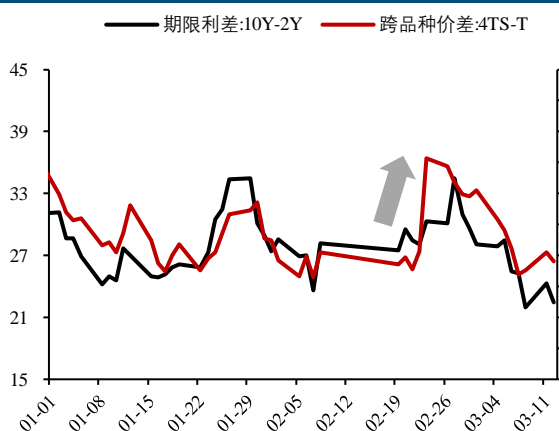


图表 14：TL 主力移仓期间的净基差

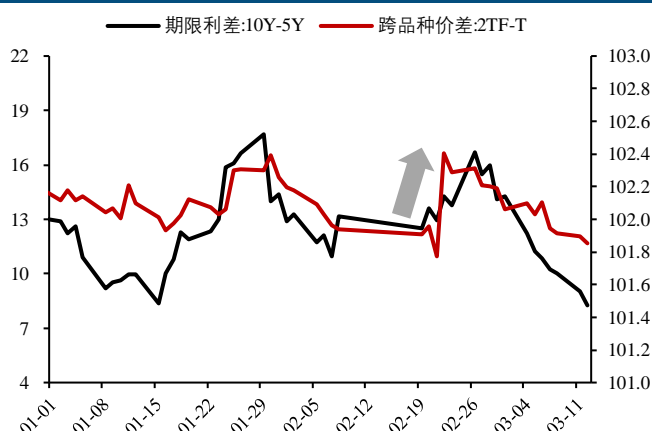


数据来源：Wind，中信建投期货

图表 15：10Y-2Y期限利差



图表 16：10Y-5Y 期限利差



数据来源：Wind，中信建投期货

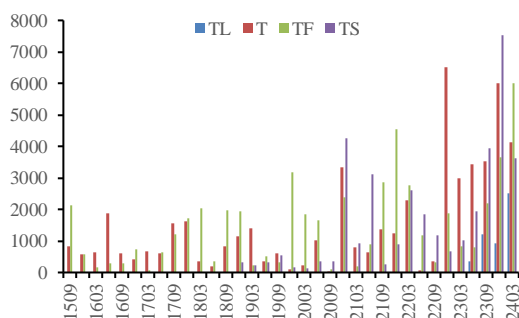
二、交割分析

2024 年 3 月上旬，2403 合约已全部完成交割。交割量方面，四个品种总共交割 16296 手，与 2312 合约的交割量相比，下降 1839 手。具体而言，TL、T、TF 和 TS 的交割量分别为 2519 手、4146 手、5997 手和 3634 手，分别较 2312 合约变动 1590 手、-1864 手、2331 手和-3896 手，在 TL 和 TF 的交割量上升同时，T 和 TS 的交割量大幅下降成为总交割量下降的主因。

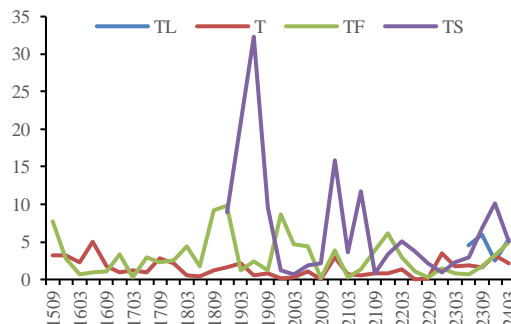
交割率（交割量/最大持仓量衡量）方面，四个品种的交割率之和为 17.47%，与 2312 合约的交割率相比，下降 1.55%。具体而言，TL、T、TF 和 TS 的交割率分别为 5.28%、2.15%、4.99%和 5.05%，分别较 2312 合约变动 2.76%、-1.01%、1.74%和-5.04%，在 T 和 TF 的交割率上升同时，T 和 TS 的交割率下降成为总交割率下降的主因。

值得一提的是，2403 合约是 TL 自上市以来交割量最高的合约，这与 TL 上市以来的持续上涨备受市场关注密不可分。

图表 17：交割量



图表 18：交割率



数据来源：Wind，中信建投期货

三、移仓展望

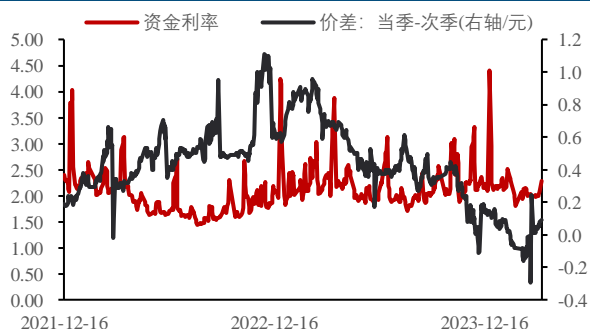
我们曾研究过，长期而言，近远月价差主要取决于利率曲线的变化，对应期债的单边和跨品种价差的走势。即当利率曲线牛平时，跨期价差收敛压力增大；当利率曲线熊陡化时，跨期价差扩张动力增加。

从单边角度来看，近期债市进入调整期对于跨期价差有一定支撑，但我们判断并非转入熊市，这意味着期债下跌的趋势难以维持，且基差的扩张亦不具备持续性，这将使得远月合约的韧性长期维持。

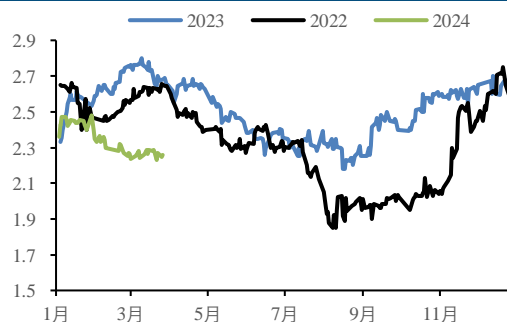
从跨品种角度来看，虽然当前资金面较宽松，一季度波动的斜率低于过去两年同期水平，但两会政策报告曾明确指出“避免资金空转”，在该政策方针的指引下，叠加年中债券供给压力上升对流动性的负面扰动，预计后市资金面易紧难松，则期限利差的扩张亦不具备持续性。

总体而言，虽然利率曲线平坦化局面阶段有所缓和，但预计难以持续陡峭，则近远月价差仍以收敛趋势为主。若年中市场再度调整，近远月价差可能阶段走扩，但仍将受到资金面收敛的制约。综上所述，后市债市不出现明显调整的情形下，移仓环节仍大概率由多头主导。

图表 19：资金利率与跨期价差的长期负相关性



图表 20：同业存单利率的季节性



数据来源：Wind，中信建投期货

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