

## 国债期货半年报：

# 债牛未尽，行稳致远

### 摘要：

回顾上半年债市行情，由于经济复苏不及预期，债市再度进入牛市节奏中，利率跌至去年低点。去年理财赎回压力使得套保需求集中爆发，导致期债基差平均水平显著提升，在多头情绪甚浓的上半年，基差存在高估嫌疑，2309 合约对过高基差进行修正，使得 5 月移仓时 2306-2309 价差持续下行。

国内方面，上半年经济悲观预期持续升温，CPI 和 PPI 的疲软加剧通缩隐忧。通胀在大方向上仍由货币因素主导。去年以来，我国货币政策维持稳健宽松的基调，信贷投放力度持续加大，基础货币余额增速和 M1 均有触底回升的迹象，从历史经验来看，下半年通胀有望止跌反弹，但在内生性需求不足、居民信心欠佳的情形下，难有显著起色，经济虽未进入通缩，但隐忧并未消散。

国内流动性方面，预计央行维持“略显克制的宽松”，严格遵循“不大水漫灌”的宗旨，符合不过度追求经济高增长的政策诉求，流动性难以更松，但收紧空间亦有限。海外流动性方面，预计年内美联储仍有较大概率再加息两次（单次 25Bp），年底随着失业率突破 4%，美联储有望暂停加息，意味着美债利率和美元指数可能先上后下，整体上行空间和幅度均有限，对于国内货币政策的掣肘不大。

### 投资策略：

单边上，建议逢低布局 TL 合约的多单；牛平阶段，不建议轻易参与空头套保，关注基差空头策略；建议 T09 合约空头早移仓，T12 合约空头晚移仓。

### 风险提示：

经济超预期；流动性波动加大；特别国债发行。

## 国债期货半年报

作者姓名：刘超

邮箱：liuchaoqh@csc.com.cn

电话：023-86769757

期货投资咨询从业证书号：Z0012924

研究助理：孙玉龙

期货从业资格证书号：F03116595

电话：13534103335

发布日期：2023 年 6 月 30 日

## 目录

一、行情回顾.....	4
（一） 单边行情 .....	4
（二） 基差走势 .....	5
（三） 移仓交割 .....	7
二、基本面分析 .....	9
（一） 国内基本面 .....	9
1. 经济预期悲观，通缩隐忧难消 .....	9
2. 主动去库阶段，工业生产压力仍存.....	11
3. 需求改善力度有限，基建仍是主要支撑.....	12
（二） 国内流动性 .....	16
（三） 海外流动性 .....	19
三、行情展望及策略建议 .....	20
（一） 单边方向 .....	21
（二） 套利分析 .....	21
（三） 移仓展望 .....	22

## 图表目录

图表 1: 国债期货各品种主力合约走势 .....	5
图表 2: 国债主要期限利率走势 (%) .....	5
图表 3: 国债期货跨品种价差走势 .....	5
图表 4: 国债主要期限利差走势 (%) .....	5
图表 5: 近三年 T03 合约历史同期基差比较 .....	6
图表 6: 近三年 T06 合约历史同期基差比较 .....	6
图表 7: 近三年 T 主连合约的 CTD 券基差 .....	6
图表 8: 近三年 T 主连合约的 CTD 券久期跟随收益率变动情况 .....	7
图表 9: 近三年 T03 合约跨期价差走势比较 .....	8
图表 10: 近三年 T06 合约跨期价差走势比较 .....	8
图表 11: 交割量(手) .....	9
图表 12: 交割率 (%) .....	9
图表 13: 官方制造业 PMI 月度变化季节性对比 (%) .....	10
图表 14: 交近两月制造业 PMI 各分项对比 (%) .....	10
图表 15: 基础货币余额增速与 CPI (%) .....	11
图表 16: M1 增速与 PPI (%) .....	11
图表 17: 工业增加值同比和环比 (%) .....	12
图表 18: 工业企业产成品存货增速 (%) .....	12
图表 19: 三大投资增速 (%) .....	13
图表 20: 地产指数增速与地产销售增速 (%) .....	14
图表 21: 2023 年与 2022 年专项债发行节奏 .....	14
图表 22: 收入与消费增速 (%) .....	15
图表 23: 贷款与消费增速 (%) .....	15
图表 24: 美国制造业 PMI 与国内出口增速 (%) .....	16
图表 25: OECD 领先指标与国内出口增速 (%) .....	16
图表 26: 利率走廊 (%) .....	17
图表 27: 近三年 R007 利率 (%) .....	17
图表 28: 名义经济增速与存款准备金率 (%) .....	18
图表 29: 近三年央行公开市场净投放月度累计比较 (亿元) .....	19
图表 30: 美债利率与通胀预期 (%) .....	20
图表 31: 实际利率 (%) .....	20
图表 32: 失业率与联邦基金目标利率 (%) .....	20
图表 33: CME 加息概率矩阵 .....	20
图表 34: 名义经济增速与利率 (%) .....	21
图表 35: 流动性与利率 (%) .....	21
图表 36: 4TS-T 与资金利率 (%) .....	22
图表 37: T 主力基差与十债利率 (%) .....	22
图表 38: 历年 T09 合约跨期价差走势对比 .....	23

图表 39：历年 T12 合约跨期价差走势对比 .....	23
-------------------------------	----

## 一、行情回顾

### （一）单边行情

去年 12 月 26 日，国家卫健委官方发布通告，将“新型冠状病毒肺炎”更名为“新型冠状病毒感染”，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”，取消入境后全员核酸检测和集中隔离，有序恢复中国公民出境旅游，这标志着新冠疫情正式“收官”，今年上半年迎来国内疫情全面放开后的第一个半年，投资者对于国内经济全面复苏抱有较高期待。在此背景下，债券市场却低开高走，再度进入牛市节奏中，成交量最大的 T 主力合约由年初的 98.906 上涨 2.89% 至 101.875，十年期国债收益率由年初的 2.84% 下行 17bp 至 2.67%。

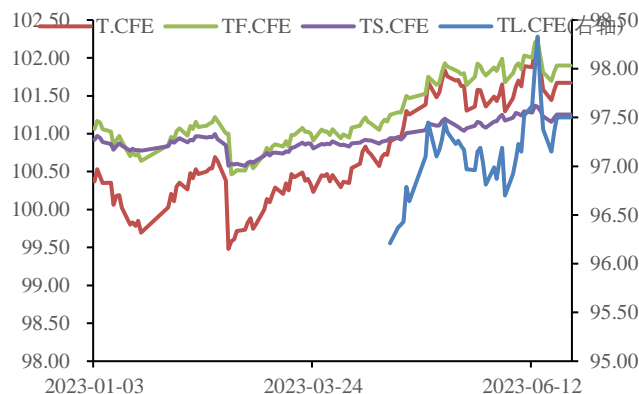
结合基本面的变化节奏，我们可将上半年的债牛行情分为三个阶段：

（1）阶段一（2023 年 1 月 5 日-2023 年 1 月 20 日）：预期经济全面复苏，期债承压。虽然 12 月官方制造业 PMI 再次下行，但随后期债上演利好兑现的剧情，1 月步入震荡回调的状态。持续低于荣枯线的 PMI 并未在 1 月对期债形成足够支撑，究其原因，随着疫情防控全面放开，国内出行需求显著升温，城市地铁客运量自去年 12 月下旬以来处于持续回升的态势，在此情形下，市场对于企业生产经营的恢复以及线下消费的反弹都持有非常乐观的态度。同时，虽然地产销售仍处于负增速区间，但一系列地产宽松政策使得地产周期见底回升的预期亦升温，对上涨中的期债构成进一步的打压力量。

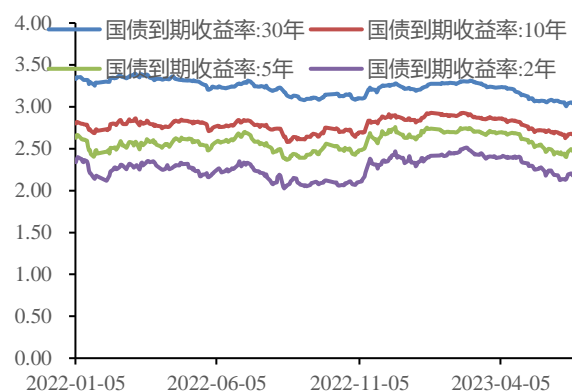
（2）阶段二（2023 年 1 月 30 日-2023 年 6 月 14 日）：经济复苏远不及预期，期债升势重启。虽然 1 月官方制造业 PMI 重回荣枯线上方，但债市再次不按常理出牌，数据公布当天 T 合约上行 0.18%，自此期债开启持续上升的通道，几乎畅通无阻地上行了四个多月，利率跌破 2.7% 至去年疫情期间的低位附近。彼时驱动债市再度走牛的因素在于，疫情防控全面放开后居民消费和地产销售确有一定恢复，但恢复速度及力度均不及预期，特别是进入 5 月后，随着疫后红利逐渐消退，收入增速放缓和就业形势严峻导致的消费疲软叠加地产长期下行压力凸显，使得经济悲观预期再度发酵，导致期债加速上行，6 月 13 日迎来央行年内首次降息，再度明确国内经济下行压力增加的事实。

（3）阶段三（2023 年 6 月 15 日至今）：降息兑现后，期债上行遭遇阻碍。经济疲弱的局面并未根本扭转，但随着降息落地，期债涨势减缓，6 月中旬进入回调阶段，再次呈现利好落地即是利空的状态。我们认为，当前期债回调的根本原因在于前期涨幅较大，对于宽货币和弱经济进行了较充分的定价，利率低位之际，投资者开始担忧强刺激政策将出台对债市形成负面冲击，多头信心有所动摇。不过，该阶段期债的表现还不足以被定义为步入熊市，更似恐高心理引发的阶段回调，主因经济刺激政策未落地，且即使落地也需观察其最终效果。

图表 1：国债期货各品种主力合约走势

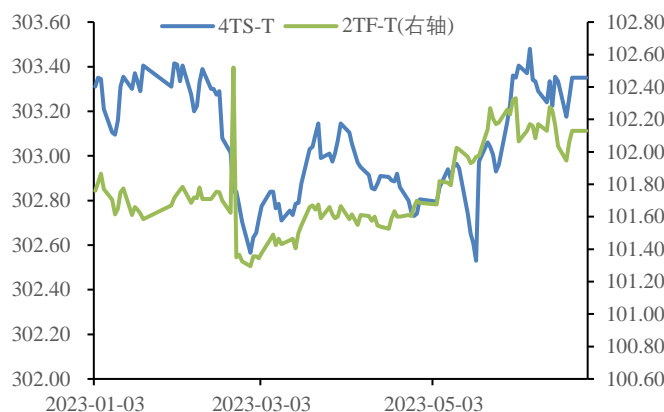


图表 2：国债主要期限利率走势(%)

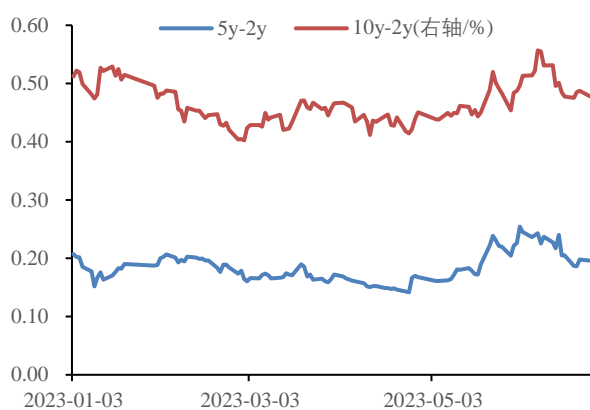


数据来源：TRADING ECONOMICS、Wind、中信建投期货

图表 3：国债期货跨品种价差走势



图表 4：国债主要期限利差走势(%)



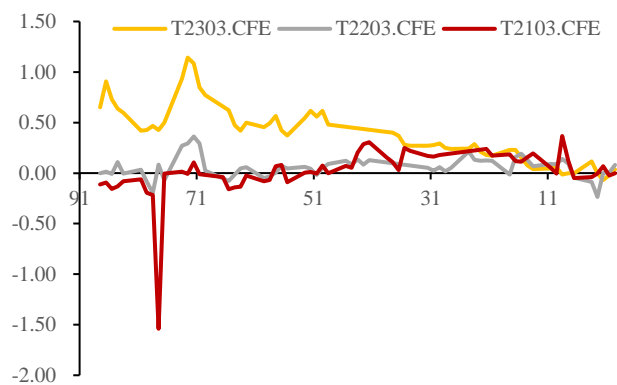
## （二）基差走势

对比 T 合约近三年 03、06 合约的基差水平可以发现，在未收敛的时间区间内，T2303 和 T2306 合约的基差水平均高于前两年。事实上，近一年来期限利差水平并未扩张，甚至今年呈现逐渐压缩的态势，那为何近两个主力合约的基差水平均显著高于前两年同期水平？我们认为，一方面，去年四季度市场对于经济复苏的预期逐步升温，叠加理财赎回压力陡增，套保需求在去年 11 月集中爆发，将基差水平抬升；另一方面，去年底利率曾升至 2.9% 之上，市场预期超过 3% 的概率增加，导致 CTD 券由短久期券向长久期券切换，转换期权价值的提升对于基差水平的进一步上升也贡献了力量。

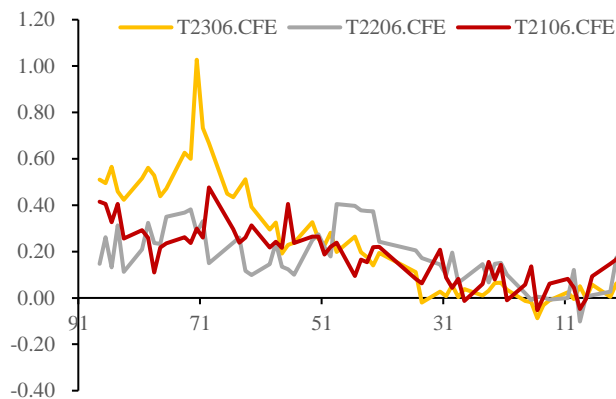
不过，由于今年利率意外探底，逼空行情下，2306 合约的基差存在被高估的嫌疑，无形之中对于 2309

的基差形成打压之力，从 2306 合约移仓时，2306-2309 价差持续收窄中不难看出，2309 合约正以更低的基差水平进行修正。

图表 5：近三年 T03 合约历史同期基差比较

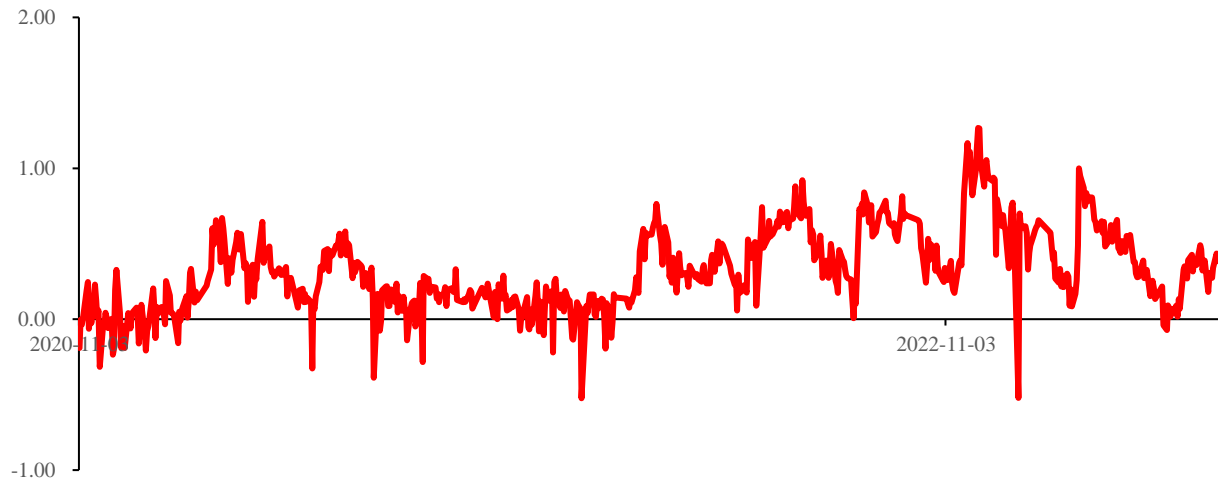


图表 6：近三年 T06 合约历史同期基差比较



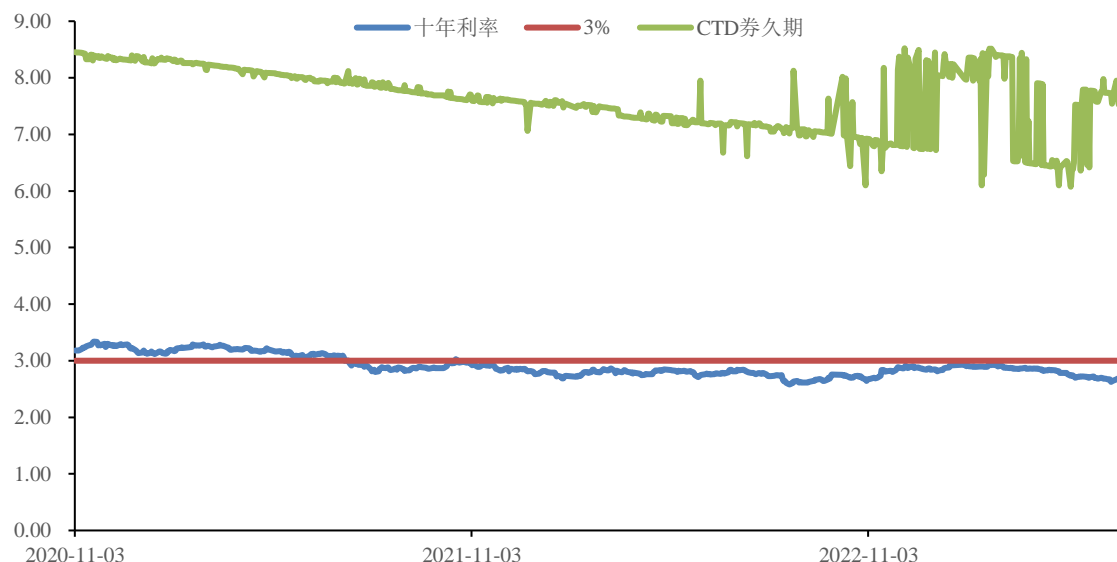
数据来源：Wind、中信建投期货

图表 7：近三年 T 主连合约的 CTD 券基差



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 8：近三年 T 主连合约的 CTD 券久期跟随收益率变动情况



数据来源：Wind、中信建投期货

### （三）移仓交割

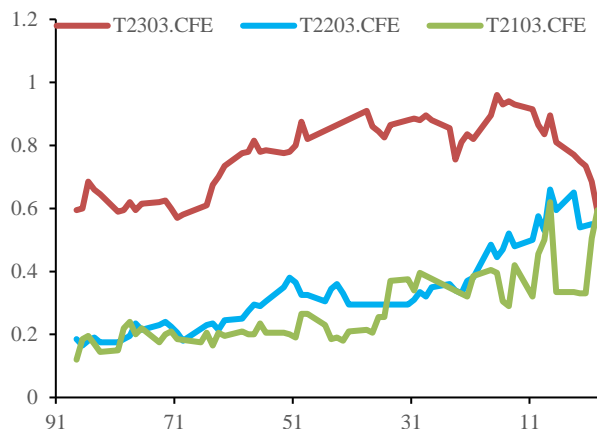
移仓方面，上半年期债经历了 2303→2306、2306→2309 两次移仓，两次移仓分别由空头、多头主导，从而导致远月与近月合约的价差在交割月前一个月（2 月、5 月）分别呈现上行、下行的走势。

空头提前移仓是常态，原因在于，通常临近交割月时，交割期权的时间价值和持有收益均衰减至低水平，导致基差逐渐向零收敛。对于多头而言，持有期货多头和现券空头的组合更易获利，晚移仓的动力更足；相较而言，空头持有期货空头和现券多头的组合更易遭受基差收敛的亏损，故倾向于提前移仓。2 月跨期价差走势符合一般规律，叠加春节效应，空头在 1 月就积极准备移仓，T2303-T2306 价差自 1 月以来持续上行。如图所示，T2303 跨期价差如 T2203 和 T2103 那般呈现持续上行的状态。

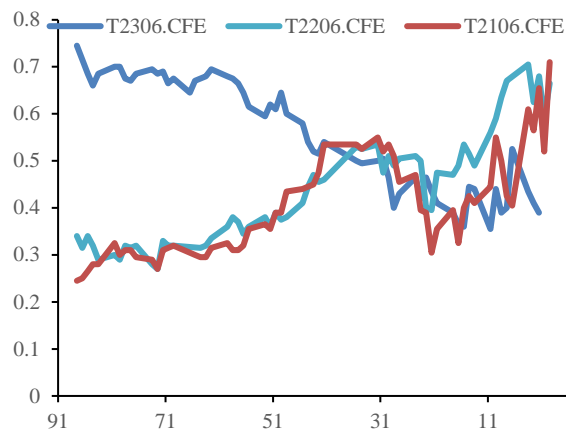
然而，2306 合约的移仓则截然相反，T2306-T2309 价差自 3 月便持续下行，中途并无明显反弹，究其原因，2306 合约上多头情绪较浓，且对远月形成了较为乐观的一致预期；同时，长端利率下行幅度更大导致曲线平坦化，对于近远月价差形成明显抑制。如图所示，T2306 合约表现出异于 T2206 和 T2106 合约的走势，呈现持续下行的态势，正如前文所述，该异常走势是基于对过高基差进行修正而产生的。



图表 9：近三年 T03 合约跨期价差走势比较



图表 10：近三年 T06 合约跨期价差走势比较

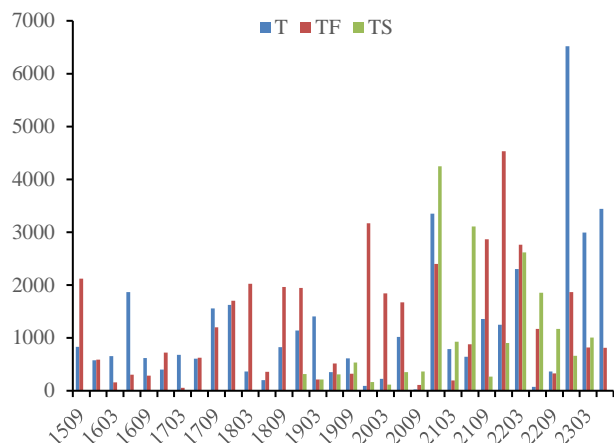


数据来源：Wind、中信建投期货

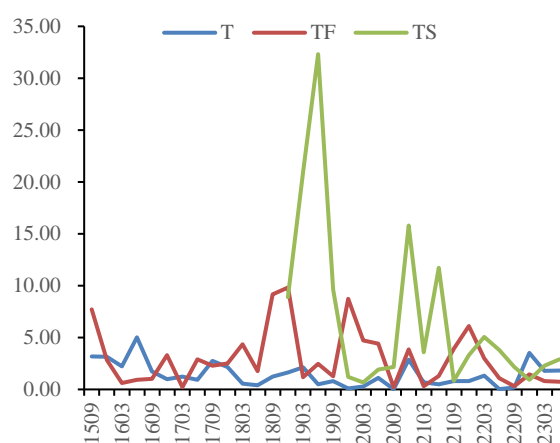
交割方面，上半年期债经历了 2303、2306 两个合约的交割，（不考虑新上市 TL 合约的情形下）总交割量达到分别为 4816 手、6188 手，虽然较 2212 合约下降，但仍保持了较高水平。

具体而言，对于 2303 合约，T、TF 和 TS 的交割率分别为 1.8%、0.8%和 2.28%；对于 2306 合约，TL、T、TF 和 TS 的交割率分别为 4.5%、1.83%、0.73%和 2.9%。TL 交割率最高，TS 交割率连升两月，符合我们此前的判断，即虽然 TL 流动性不佳，但交割率不低，与 TS 类似，均属于交割属性较强的品种。同时，我们观察到，TL2306 和 TS2306 合约的交割券集中度均达到 100%，分别集中交割 200004. IB 和 220028. IB，这意味着，对于多头套保者（基差空头）而言，在 TL 和 TS 合约上进行操作，将有效降低交割券的不确定性风险。

图表 11：交割量(手)



图表 12：交割率(%)



数据来源：Wind、中信建投期货

## 二、基本面分析

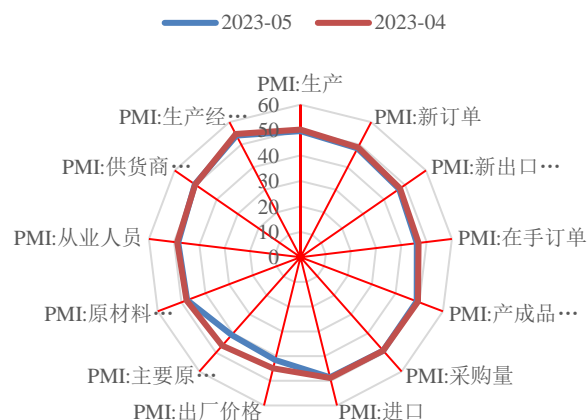
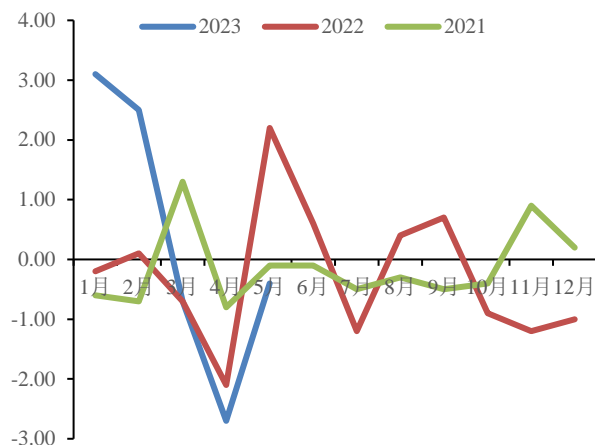
### （一）国内基本面

#### 1. 经济预期悲观，通缩隐忧难消

上半年官方制造业 PMI 呈现冲高回落的态势，一季度回升至荣枯线之上，二季度再度跌破荣枯线，经济预期经历了“过山车”。最新公布的 5 月官方制造业 PMI 进一步下滑至 48.8%，低于预期的 49.4%，且低于去年同期的 49.6%；较 4 月下降 0.4 个百分点，降幅亦高于近两年同期。制造业 PMI 的下滑主要受到原材料购进价格的拖累，下滑 5.6 个百分点，国内外需求放缓致全球大宗商品价格持续下行是主因。

分项上看，生产指数为 49.6%，比上月下降 0.6 个百分点；新订单指数为 48.3%，比上月下降 0.5 个百分点；原材料库存指数为 47.6%，比上月下降 0.3 个百分点；从业人员指数为 48.4%，比上月下降 0.4 个百分点；供应商配送时间指数为 50.5%，比上月上升 0.2 个百分点。PMI 各分项数据表明，国内制造业生产活动有所放缓，需求继续回落，企业用工景气度下降，制造业原材料供应商交货时间持续加快。

图表 13: 官方制造业 PMI 月度变化季节性对比(%) 图表 14: 交近两月制造业 PM I 各分项对比(%)

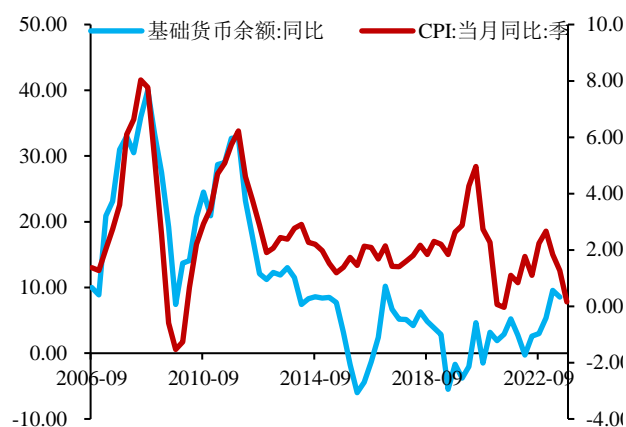


数据来源: Wind、中信建投期货

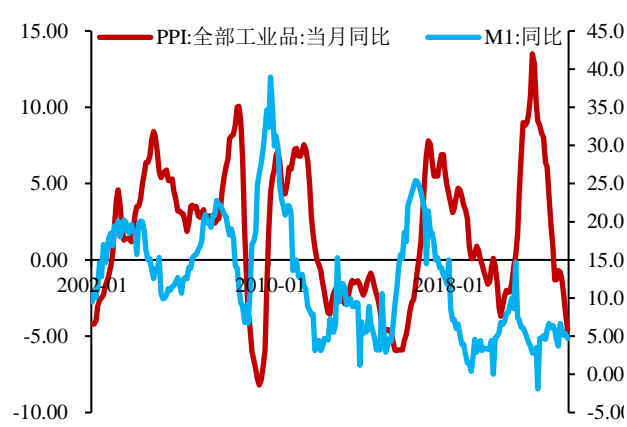
今年上半年通胀数据处于持续下行的格局中, CPI 由年初的 2.1%持续下行至 0.2%, 在基础货币供应较为充足的情况下, CPI 反而降速, 主要受到猪油价格共振向下的拖累, 再次反映内需的疲软。而 PPI 由年初的-0.8%持续下行至-4.6%, 跌幅进一步扩大, 主要受原油、有色等国际大宗商品价格下行的拖累, 更多反映外需的疲软。

展望后市, 我们认为, 通胀在大方向上仍由货币因素主导。去年以来, 我国货币政策维持稳健宽松的基调, 信贷投放力度持续加大, 基础货币余额增速和 M1 均有触底回升的迹象, 从历史经验来看, 下半年通胀有望止跌反弹, 但在内生性需求不足、居民信心欠佳的情形下, 难有显著起色, 经济虽未进入通缩, 但隐忧并未消散。

图表 15: 基础货币余额增速与 CPI (%)



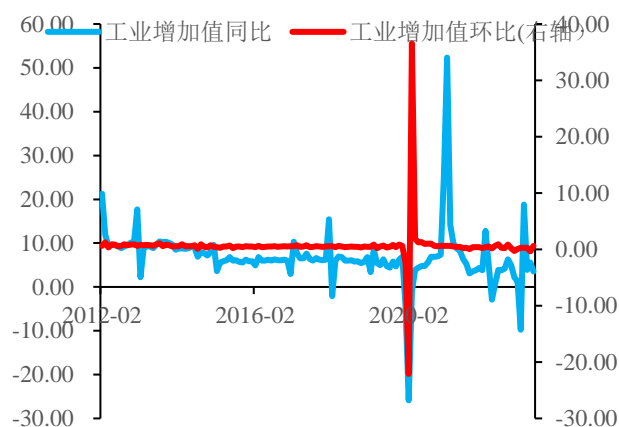
图表 16: M1 增速与 PPI (%)



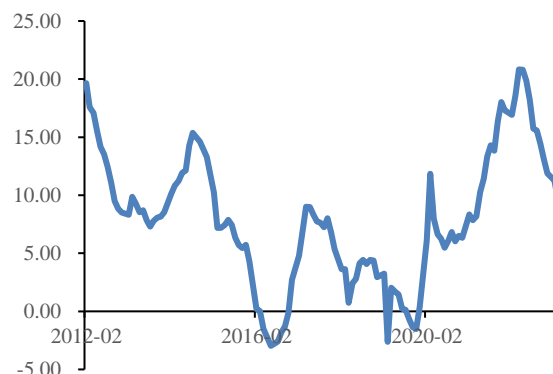
## 2. 主动去库阶段，工业生产压力仍存

工业增加值在疫后复苏进程中短暂爆发后，近期再度降速。最新公布的 5 月规模以上工业增加值同比增速 3.5%，低于前值的 5.6%，符合预期；从环比看，5 月份规模以上工业增加值比上月增 0.63%；按两年复合平均来看，5 月工业增加值同比增速 2.1%，较前值的 1.3%回升 0.8%。虽然同比降速，但 5 月工业生产环比 4 月边际改善。分行业来看，多数行业的增速呈现回升态势，汽车制造业和电气机械行业表现最突出，电气机械及器材制造业同比 11.3%，前值 9.2%；汽车制造业同比 7.3%，前值-0.7%。总体而言，5 月工业生产较 4 月改善，但受制于下游需求偏弱，制造业仍然面临产能过剩和盈利不足的问题，产成品库存增速衡量的库存周期反应当前仍处于主动去库阶段，预示工业生产压力仍存。

图表 17：工业增加值同比和环比(%)



图表 18：工业企业产成品存货增速(%)

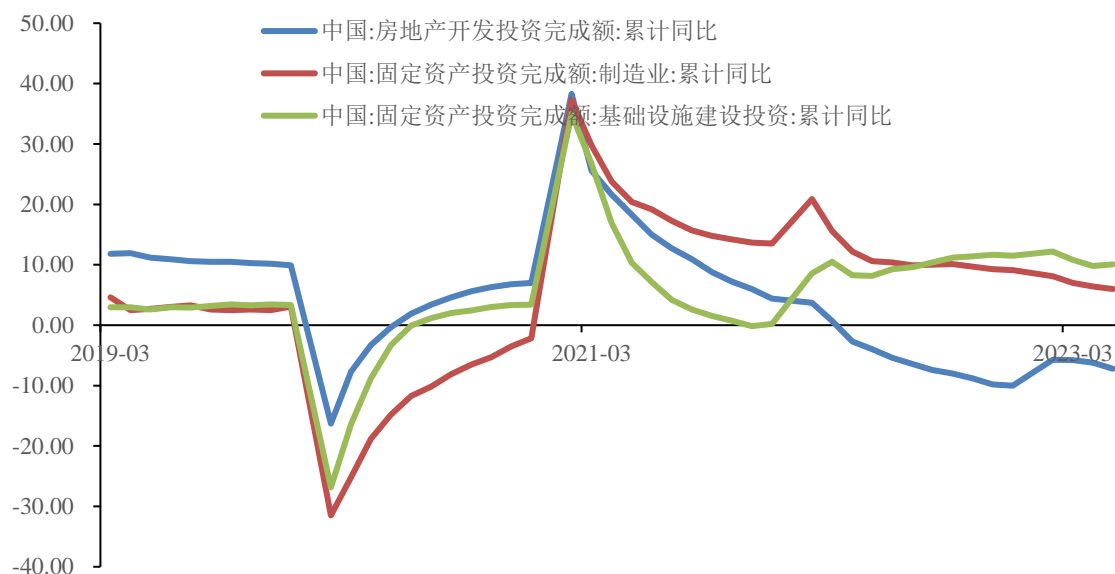


数据来源：Wind、中信建投期货

### 3. 需求改善力度有限，基建仍是主要支撑

上半年三大投资的表现有一定分化，其中制造业投资受制于企业利润下滑而持续趋势下滑，地产投资在销售低迷的情形下改善有限，基建投资相对而言维持了较高的增速。最新公布的 5 月固定资产投资中基建投资依然是主要支撑项，1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 4%，比 1-4 月下降 0.7 个百分点；分领域看，广义基础设施投资同比增长 10.05%，比 1-4 月上升 0.25 个百分点；制造业投资增长 6%，回落 0.4 个百分点；房地产开发投资下行幅度走阔，同比下降 7.2%，比 1-4 月下行 1 个百分点，地产投资增速下行速度有所加快。

图表 19：三大投资增速(%)

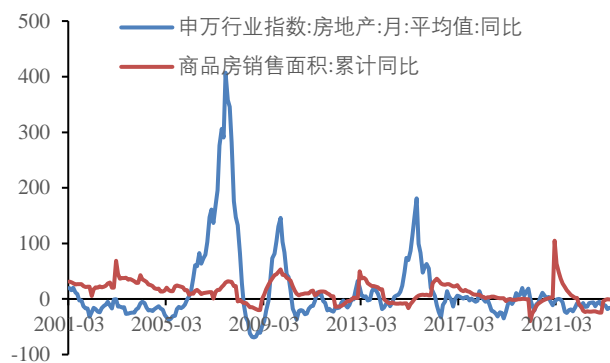


数据来源: Wind、中信建投期货

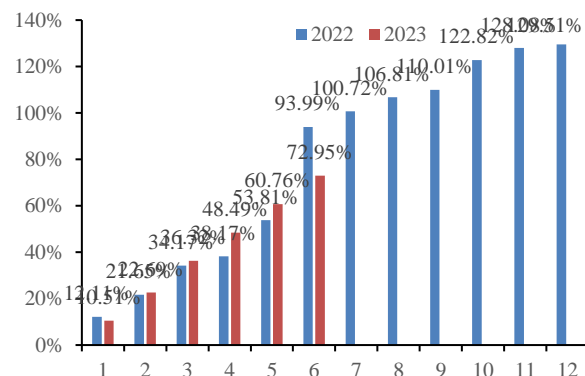
正如前文所述，去库周期下工业生产疲弱之势难改，PPI 难有明显反弹之际，制造业投资恐延续低迷。地产销售领先于地产投资，在一系列宽松地产政策出台后，地产销售改善程度有限，根源在于居民对地产信心不足，购房需求增长乏力。从股票市场中地产指数的表现来看，市场对于地产需求的复苏依然难言乐观，我们判断下半年地产投资仍将承受不小压力。

居民和企业加杠杆空间有限的情况下，基建投资仍将成为下半年经济的主要支撑力量，预计能维持较高的增速。从地方政府债的发行节奏来看，今年上半年专项债发行 27721 亿元，约占总发行额度的 73%，相对于去年而言前置力度依然偏低，预示下半年有较充足的专项债额度支撑基建投资项目的开展。而且，当前经济下行压力不小，基建投资托底经济是完成 GDP 目标的内在要求。

图表 20：地产指数增速与地产销售增速 (%)



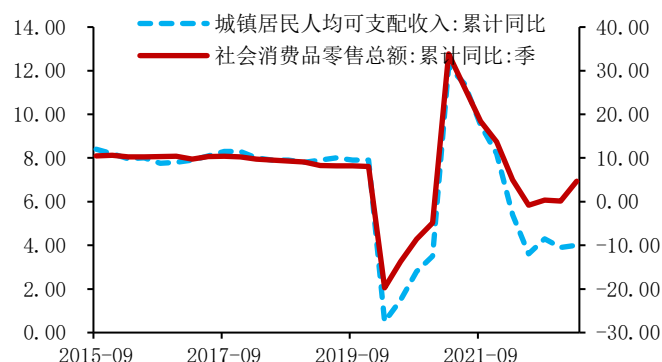
图表 21：2023 年与 2022 年专项债发行节奏



数据来源：Wind、中信建投期货

消费方面，今年上半年保持了较高的增速，主要受益于疫情防控全面放开后线下消费和出行需求的复苏。最新公布的 2023 年 5 月社会消费品零售总额同比增长 12.7%，低于预期的 13.7%；1-5 月同比增长 9.3%，低于预期的 9.6%。内需是上半年经济企稳复苏的主要支撑项，疫情防控优化对于线下消费的促进较明显已是市场共识，也是年初投资者看好全年经济的主要逻辑。全面放开疫情管控和实体信贷环境的改善确实明显改善了一季度的消费，但随着基数的提升，消费的高增速难以持续，预计在居民收入改善不明显及信贷再次边际走弱的背景下，消费改善的力度有限。从刚过去的端午假期旅游情况来看，端午假期出行保持了较高的热度，但仍不及市场预期，旅游收入和人均消费环比下滑，反映疫后红利对消费的支撑逐步消退。

图表 22: 收入与消费增速 (%)



图表 23: 贷款与消费增速 (%)



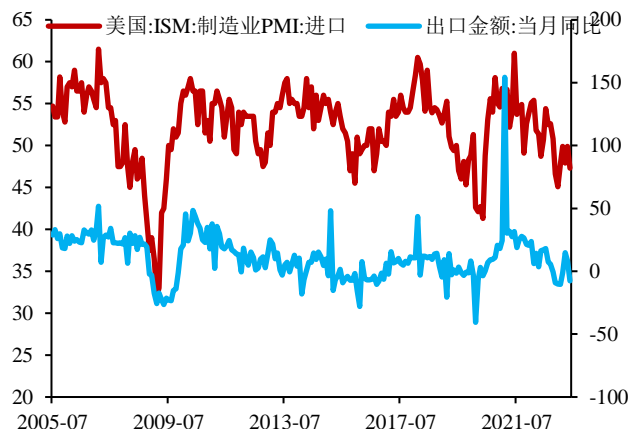
数据来源: Wind、中信建投期货

出口方面,一季度出口韧性再超市场预期,但至二季度明显走弱,增速步入负区间。一季度的韧性主要来源于全面放开后海外订单的集中释放,以及海外经济的边际修复。步入二季度,外需走弱的局面再度显现,欧美主要国家的制造业 PMI 再度跌至荣枯线下方,最新公布的 5 月出口(按美元计)同比-7.5%,低于预期的-1.8%。

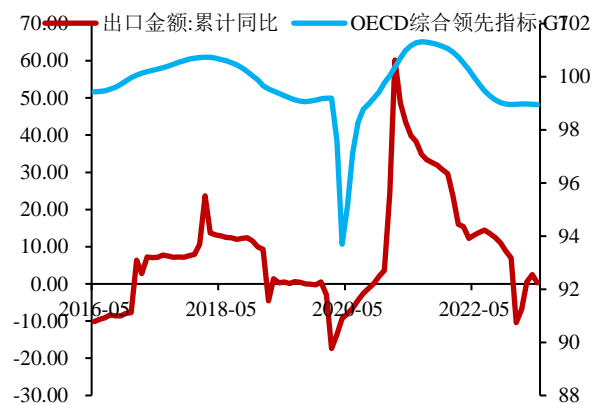
考虑到美国经济虽有韧性,但下行趋势难改,外需走弱的局面年内难以扭转,预计下半年对国内出口形成明显的负向冲击。2023 年类衰退背景下,全球需求大概率走弱, G7 国 OECD 综合领先指标约领先国内出口一个季度左右,进一步证实下半年出口下行压力仍不小。



图表 24: 美国制造业 PMI 与国内出口增速(%)



图表 25: OECD 领先指标与国内出口增速(%)



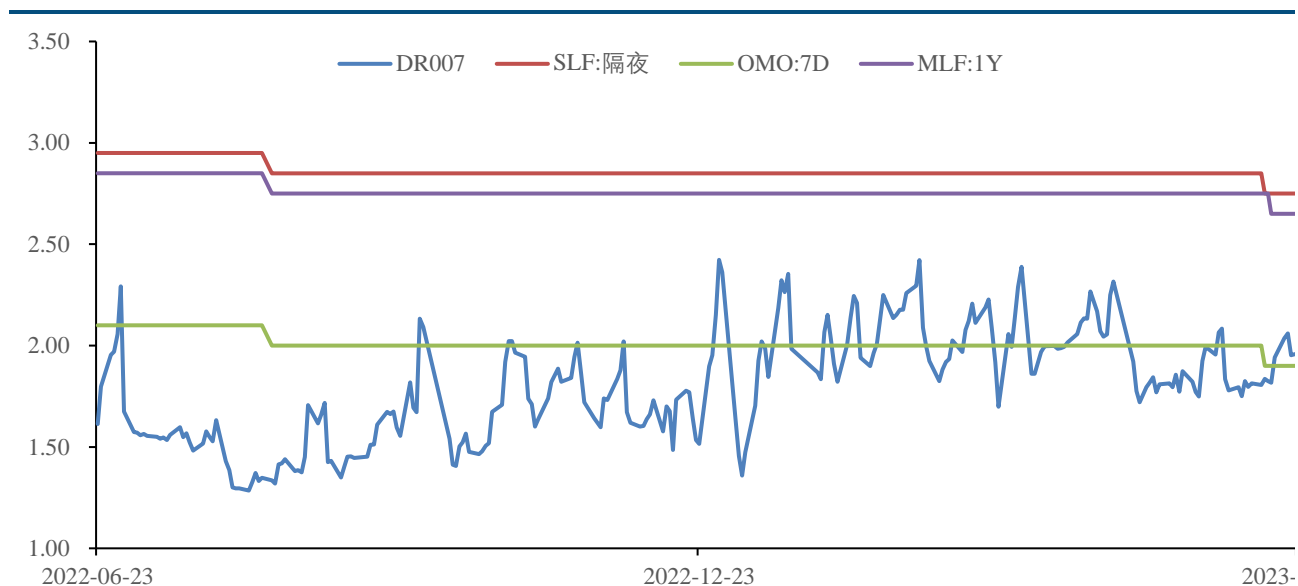
数据来源: Wind、中信建投期货

## (二) 国内流动性

今年上半年流动性相对于去年而言边际收紧, DR007 利率的运行区间由低于利率走廊下限 30bp 左右的区域升至下限附近波动, 主要源于财政投放对流动性的支撑效应减弱。6 月央行将OMO 利率下调 10bp 属于随行就市的操作, 并非真正意义上的放松流动性, 因为 DR007 利率的波动中枢在此之前已有下行, 调降逆回购利率信号意义大于实际宽松效果, 反映货币政策是稳健偏松的基调。

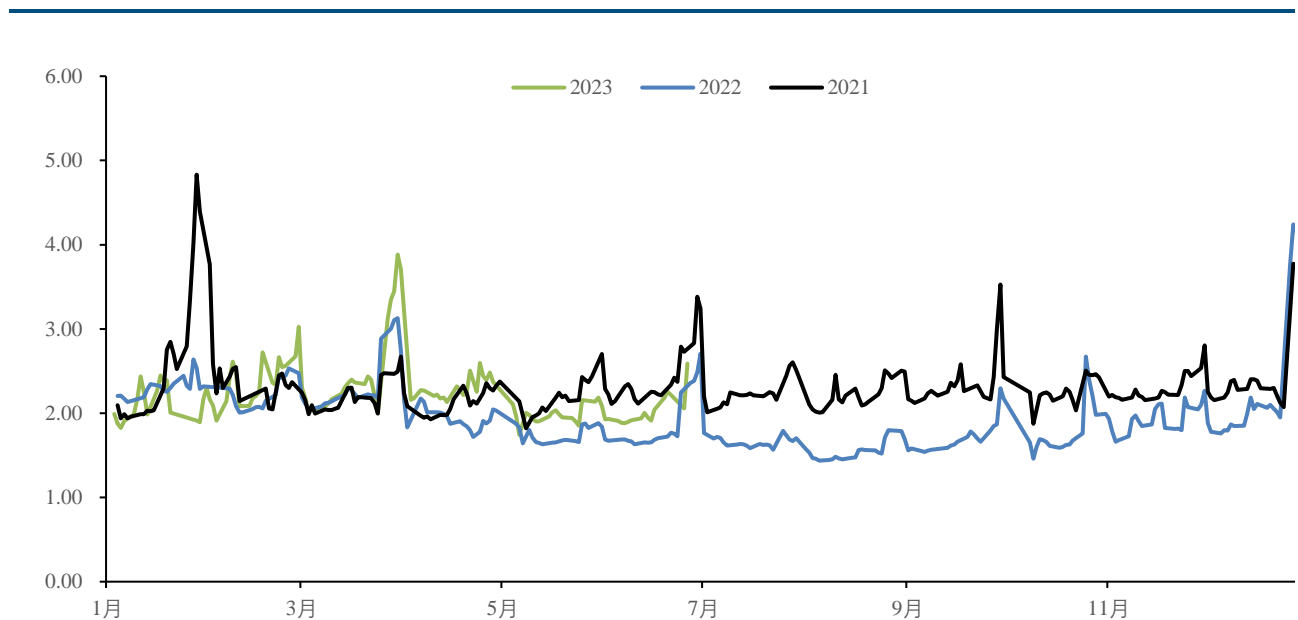
今年上半年 R007 利率基本处于高于 2022 年, 低于 2023 年的区间运行, 再次反映流动性较去年有所收紧。从季节性波动的角度来看, 资金利率仅在 3-4 月表现出较往年偏紧的状态, 其余时段相对平稳宽松, 流动性方面的负面扰动较少。

图表 26：利率走廊(%)



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 27：近三年 R007 利率(%)



数据来源：Wind、中信建投期货

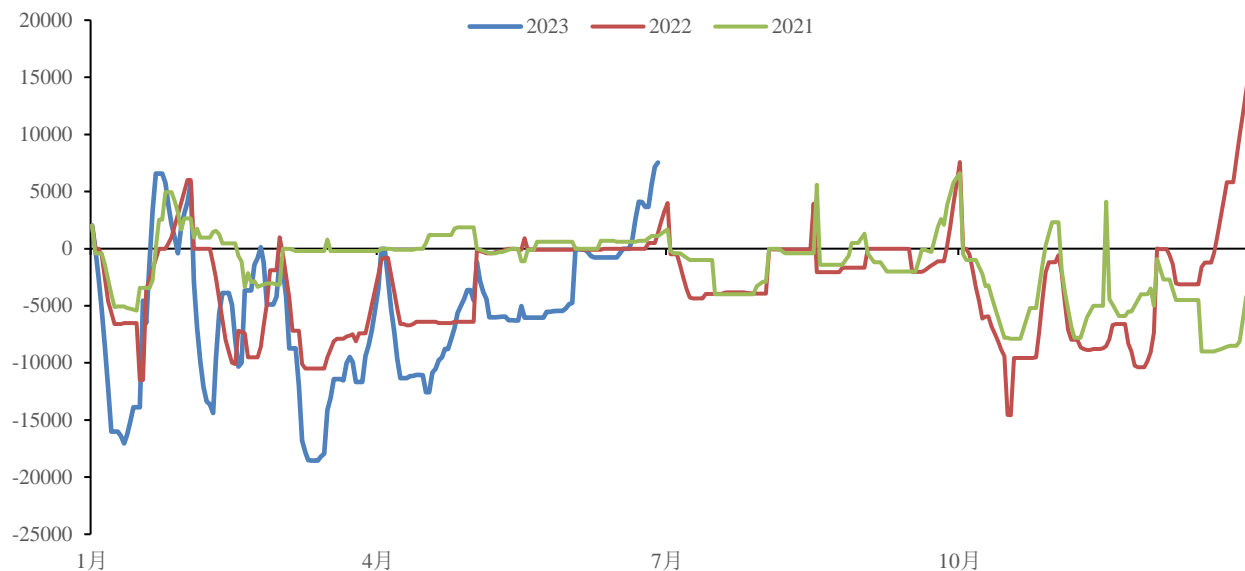
央行货币政策目标包含五个：经济增长、通货膨胀、充分就业、国际收支平衡和金融防风险。稳经济无疑是央行的主要政策目标，今年更是如此，可以看到，在名义经济增速下行趋势中，央行通常采取宽松的货币政策基调。今年上半年，央行分别于3月降准25bp、6月降息10bp，在公开市场操作上，货币投放相对于前两年略显克制，因此，我们倾向定义上半年央行的基调为“略显克制的宽松”，严格遵循“不大水漫灌”的宗旨，符合不过度追求经济高增长的政策诉求，预计下半年延续该基调。

图表 28：名义经济增速与存款准备金率(%)



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 29：近三年央行公开市场净投放月度累计比较(亿元)



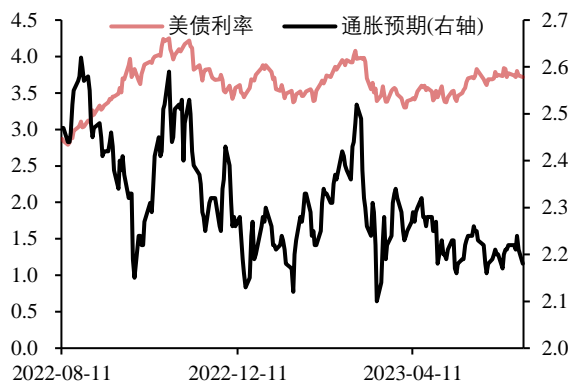
数据来源：Wind、中信建投期货

### （三）海外流动性

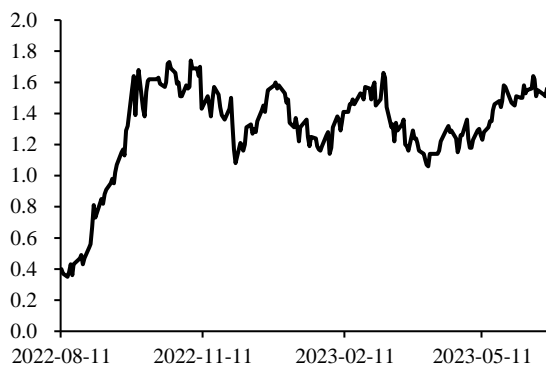
海外流动性对国内债市也会产生一定影响，美债利率的变动能非常直观地反映海外流动性，对国内利率的影响主要通过汇率机制进行传导。国际收支平衡是国内央行货币政策目标之一，人民币汇率是核心影响因子，当人民币贬值压力上升时，资本外流压力增加，从而对国内央行货币政策形成掣肘，国内利率被动抬升。然而，历史经验告诉我们，人民币贬值阶段国内利率往往下行，主要原因在于，人民币贬值压力较大的阶段多数时候伴随着经济下行状态，央行此时会优先将稳经济作为政策目标，从而放松货币政策驱动利率下行。

当前美债利率进入区间震荡状态，主要依靠实际利率支撑，源于通胀预期下行之际，美联储货币政策仍保持着偏鹰的基调。年初以来美国通胀如期步入下行通道，美联储逐步放缓了加息节奏，6月甚至暂停加息，美联储这一行为主要是基于风险管理的考虑，希望争取更多时间评估银行业压力和收紧信贷对实体经济造成的风险。

图表 30：美债利率与通胀预期(%)

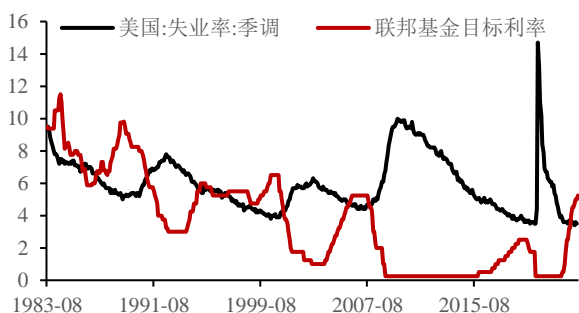


图表 31：实际利率(%)



三季度首次议息会议在 7 月，市场预期美联储将重新加息 25bp，加息至 5.25%-5.5% 的概率达到 70% 以上。我们认为，通胀趋势下行驱动美联储放缓加息节奏，就业市场高景气度决定美联储难以持续暂停加息或转向降息。虽然最新公布的 5 月失业率上升至 3.7%，但仍处于历史偏低水平，且上半年新增非农数据持续超预期，偏紧的劳动力市场将支撑美国的核心通胀维持高位韧性，制约美联储货币政策转向。我们预计，年内美联储仍有较大概率再加息两次（单次 25Bp），年底随着失业率突破 4%，美联储有望暂停加息，意味着美债利率和美元指数可能先上后下，整体上行空间和幅度均有限，对于国内货币政策的掣肘不大。

图表 32：失业率与联邦基金目标利率(%)



图表 33：CME 加息概率矩阵

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES											
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.1%	76.9%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.0%	67.2%	13.8%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.2%	60.2%	21.6%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	28.1%	49.7%	16.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	15.6%	38.4%	33.9%	9.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	10.1%	29.1%	35.7%	19.3%	4.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	9.4%	27.6%	35.2%	20.6%	5.4%	0.6%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.4%	18.9%	31.5%	27.6%	12.7%	2.9%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.6%	16.7%	29.5%	28.2%	15.1%	4.5%	0.7%	0.1%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.4%	4.2%	15.2%	27.9%	28.4%	16.7%	5.8%	1.2%	0.1%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.3%	2.8%	11.2%	23.3%	28.2%	20.9%	9.8%	2.9%	0.5%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.3%	2.8%	11.3%	23.3%	28.2%	20.9%	9.7%	2.9%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

数据来源：Wind、CME、中信建投期货

## 三、行情展望及策略建议

## （一）单边方向

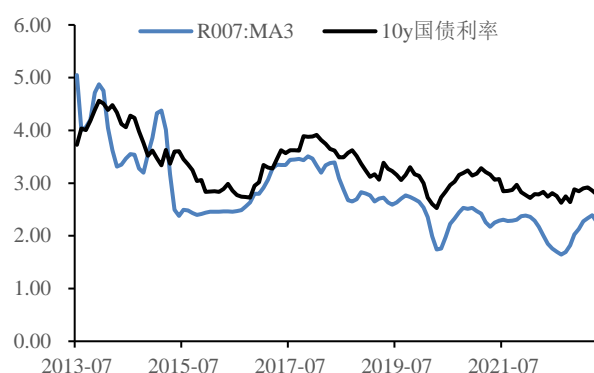
我们认为，国内利率下半年上行压力不大，主要源于前文对于基本面的判断：下半年在宽松政策的支持下，经济和通胀或有阶段反弹，但受库存和地产下行周期的制约，难见经济全面、较大力度的反弹；同时，货币政策有望维持平稳宽松的基调，难以受到海外加息的影响，流动性宽松程度虽不及去年，但进一步的收紧压力亦有限。

综合分析，我们预计，2.8%仍构成下半年十债利率的顶部中枢，当前利率对降息和经济偏弱的状态定价较充分，短期存向上反弹的动力；考虑政策发力空间有限，经济缺乏上冲动能，故下半年利率整体中枢仍望下移。策略方面，虽然当前期债处于做多性价比不高的位置，但由于驱动经济显著反弹的政策因素尚未浮出水面，我们仍顺势而为，继续看多期债，建议近期回调过程中布局期债多单。

图表 34：名义经济增速与利率(%)



图表 35：流动性与利率(%)



数据来源：Wind、中信建投期货

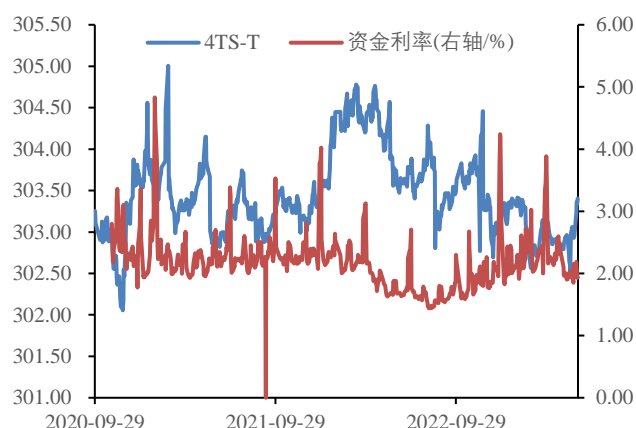
## （二）套利分析

考虑到流动性难以更松，经济复苏受阻，故维持利率曲线平坦化的判断，逢低做多策略优先选择在 TL 和 T 这两个长期限的品种上进行，同时意味着，4TS-T 价差仍将趋于下行，跨品种套利可多 T 空 TS 或多 TL 空 TS。

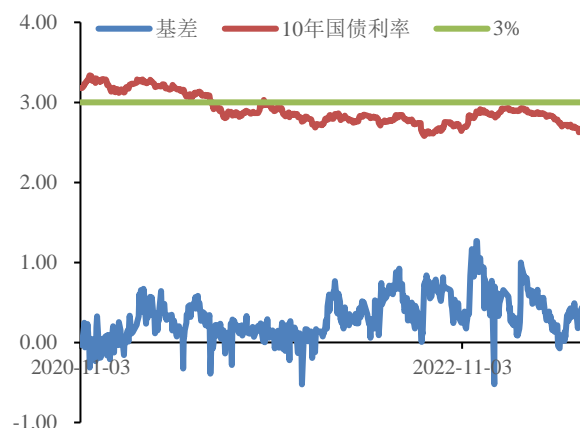
基差套利方面，历史经验表明，利率曲线平坦化阶段，基差收敛性将更加突出，叠加债牛未尽的判断，

做多基差将面临较大阻碍，建议下半年仍以基差空头策略为主。同时，10 年、5 年及 2 年期利率仍将处于 2.8% 以下运行，这意味着对应的 T、TF 和 TS 合约的 CTD 券切换概率不高，但 30 年期利率有较大概率再度跌破 3%，CTD 券切换至短久期券的概率将上升，下半年重点关注做多 TL 合约（尤其是其长久期券）基差的机会。

图表 36：4TS-T 与资金利率(%)



图表 37：T 主力基差与十债利率(%)



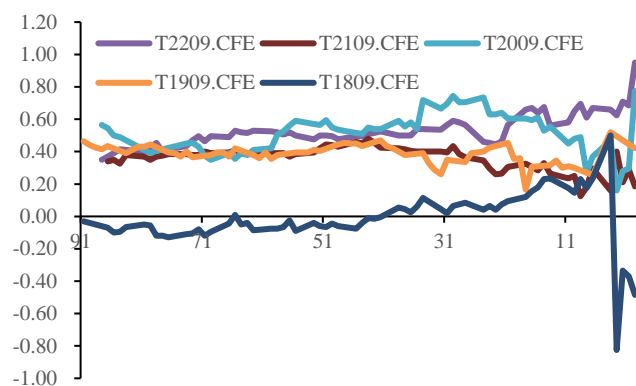
数据来源：Wind、中信建投期货

### （三）移仓展望

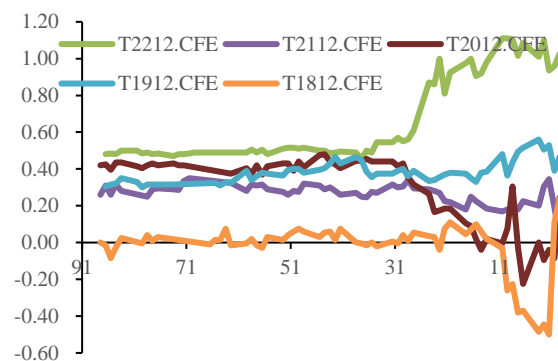
正如前文所述，临近移仓时（最后交易日前一个月左右），通常是空头选择提前移仓，促使跨期价差（近月-远月）走阔。一方面，虽然我们认为债券多头趋势将延续，但情绪大概率难以追赶上半年，从 6 月降息后市场低开高走的表现来看，多头情绪已有动摇迹象；另一方面，当前基差存在高估嫌疑，利率曲线平坦化阶段，远月合约倾向于更具韧性以进行更快的基差修复。

综上所述，基于利率短期向上调整后有望再次回落的判断，我们初步给出 09 合约空头倾向提前移仓，12 合约多头倾向提前移仓的判断，那么。临近移仓换月时，09 合约跨期价差易走扩，而 12 合约易收敛。

图表 38：历年 T09 合约跨期价差走势对比



图表 39：历年 T12 合约跨期价差走势对比



数据来源：Wind、中信建投期货



## 联系我们

### 中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话：023-86769605

### 上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼08-11单元

电话：021-58301589

### 济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话：0531-85180636

### 湖南分公司

地址：长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路112号滨江金融中心C座2127、2128室

电话：0731-82681681

### 大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话：0411-84806336

### 河南分公司

地址：郑州市未来路69号未来大厦2205、2211、1910房，未来公寓1306、1506、1806房

电话：0371-65612397

### 河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

### 深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话：0755-33378759

### 杭州分公司

地址：浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话：0571-87380613

### 宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话：0574-89071681

### 西安分公司

地址：陕西省西安市高新区科技路38号林凯国际大厦十九层1905、1906、1907室

电话：029-85725585

### 重庆渝北分公司

地址：重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话：023-67380500

### 上海浦东分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话：021-68597013

### 四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1801、1802、1803室

电话：028-62818710

### 重庆分公司

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话：023-61361140

### 海南分公司

地址：海南省海口市龙华区滨海大道77号中环国际广场10层1002号

电话：0898-68538536

### 苏州分公司

地址：苏州市相城区高铁新城南天成路55号相融大厦5层501-1

电话：0512-65093771

### 北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

### 江西分公司

地址：江西省南昌市红谷滩区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼4801A室、4802室

电话：0791-82082701

### 广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话：020-28325286

### 漳州营业部

地址：福建省漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话：0596-6161601

### 安徽分公司

地址：安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话：0551-2889767

### 上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话：021-64040178

### 湖北分公司

地址：武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼栋/单元36层3601号02-03室

电话：027-59909521

**南京分公司**

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

**北京北三环西路营业部**

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

**太原营业部**

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

**广州分公司**

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

**北京国贸营业部**

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间

电话：010-85951101

**福州营业部**

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西

大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公

电话：0591-83625596

**方顿物产（重庆）有限公司**

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室

电话：023-86769662

## 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](http://www.cfc108.com)**