

**国债期货专题报告：****近期国债期货策略推荐****摘要：**

本篇报告基于利率曲线结构和基本面的判断提出近期值得关注和参与的投资策略。

对于利率曲线的看法，政治局会议释放稳增长信号后，建议对性价比不高的债市转为谨慎，且建议投资者有必要使用国债期货进行短期的风险对冲。同时，我们尚不能确认债市已牛转熊，主因流动性宽松预期尚存且政策落地到经济企稳存在时滞。期限结构方面，预计债市呈现短期熊陡，中长期熊平的概率较高，类似于 2020 年二季度，但预计本次熊陡的持续时间更长，陡峭化程度却更低，原因在于经济复苏力度恐难及当时，使得长端上行空间受到抑制。

据此，我们提出投资策略：单边方面，不建议直接高仓位做空，但适度套保是有必要的，当前债市较为坚挺之际适合建立多现券空 T 的套保组合，长远一点看，该组合持有至熊市降临初期将有较高概率跑赢仅持有现券的组合。套利方面，建议短期先做陡利率曲线，即多 TS 空 T 或 TL 为主，主因流动性保持宽裕；期现策略，考虑到 TS2309 基差转负，IRR 水平较高，可关注其多基差策略；后市偏悲观的情形下，关注多 T2309 空 T2312 的跨期策略。

**投资策略：**

T 空头套保：多 TS 空 T；TS 正套：多 T2309 空 T2312。

**风险提示：**

债券牛市持续时间超预期。

**国债期货专题报告**

作者姓名：孙玉龙

邮箱：sunyulong@csc.com.cn

电话：023-86769757

期货投资咨询从业信息：Z0019397

发布日期：2023 年 8 月 6 日

## 目录

|                |    |
|----------------|----|
| 一、 利率展望 .....  | 3  |
| 二、 对冲策略 .....  | 6  |
| 三、 移仓节奏 .....  | 9  |
| 四、 结论 .....    | 11 |
| (一) 利率展望 ..... | 11 |
| (二) 策略推荐 ..... | 11 |

## 图表目录

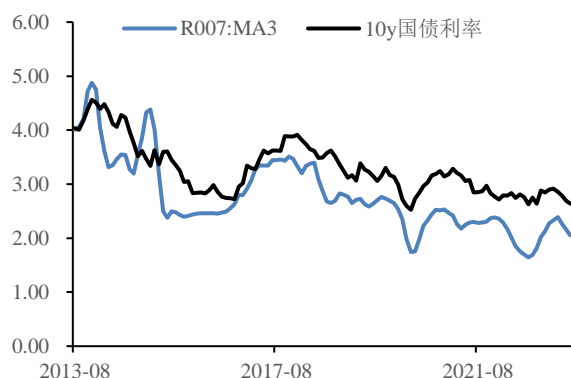
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1: 平滑后的资金利率与 10y 国债利率 .....       | 3  |
| 图表 2: 隔夜成交占比与 10y 国债利率 .....         | 3  |
| 图表 3: 中长期贷款占比与 10y 国债利率 .....        | 4  |
| 图表 4: 名义经济增速与 10y 国债利率 .....         | 4  |
| 图表 5: 债对股的性价比 .....                  | 4  |
| 图表 6: T 较高净多持仓暗含调整风险 .....           | 4  |
| 图表 7: 期限利差与名义经济增速走势相反 .....          | 5  |
| 图表 8: 期限利差与同业存单利率走势相反 .....          | 5  |
| 图表 9: 社融上行前, 期限利差倾向扩张 .....          | 5  |
| 图表 10: 基差与期限利差历史走势 .....             | 7  |
| 图表 11: 季末净基差均值与期限利差均值 .....          | 7  |
| 图表 12: 多国债空 T 的组合累计净值与期限利差 .....     | 7  |
| 图表 13: 近三年 T03 合约历史同期基差比较 .....      | 8  |
| 图表 14: 近三年 T06 合约历史同期基差比较 .....      | 8  |
| 图表 15: 近三年 T09 合约历史同期基差比较 .....      | 8  |
| 图表 16: T 主连 CTD 券基差走势 (季度均值处理) ..... | 8  |
| 图表 17: 2020.03~2020.07 期间套保效果 .....  | 9  |
| 图表 18: 2022.08~2022.11 期间套保效果 .....  | 9  |
| 图表 19: 跨期价差与期限利差 .....               | 10 |
| 图表 20: 跨期价差与远近月净基差之差 .....           | 10 |

## 一、利率展望

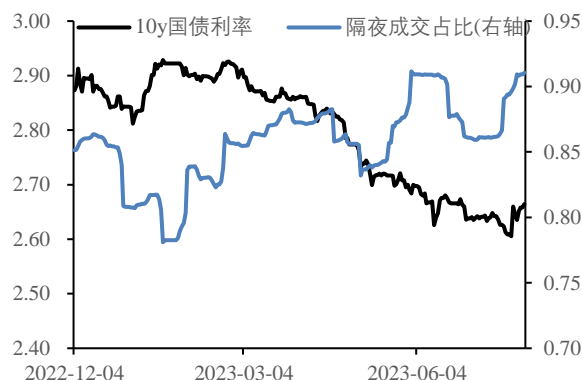
7月政治局会议释放诸多积极的稳增长信号，导致近期利率呈现底部反弹的迹象。但是，可以明显感觉到，稳增长预期带来的债市回调力度不大，甚至反弹过程中略显迟疑，我们认为，主要有两方面原因导致该现象出现：一是上半年央行降准降息后，银行间流动性充裕，且当前经济仍处于筑底阶段，市场对于央行下半年降准降息的预期非常强烈，平滑后的7天资金利率仍处于下行通道中，反映加杠杆力度的隔夜成交占比仍处于高位；二是虽然政治局会议释放多重稳增长加码信号，但政策的落地以及经济的兑现尚需时日，中长期贷款占比可以较前瞻地反映信贷需求的改善进度，最新数据仍处于寻底阶段，且PPI+工业增加值同比反映的名义经济增速尚处于下行趋势中。

因此，政治局会议释放稳增长信号后，我们对债市转为谨慎，建议投资者有必要使用国债期货进行短期的风险对冲。同时，我们尚不能确认债市已牛转熊，主因流动性宽松预期尚存且政策落地到经济企稳存在时滞。

图表 1：平滑后的资金利率与 10y 国债利率



图表 2：隔夜成交占比与 10y 国债利率



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 3：中长期贷款占比与 10y 国债利率



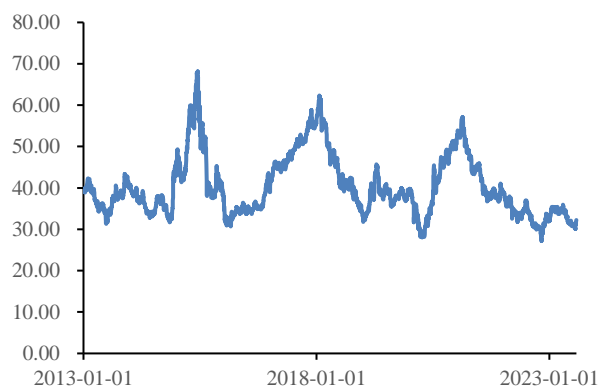
图表 4：名义经济增速与 10y 国债利率



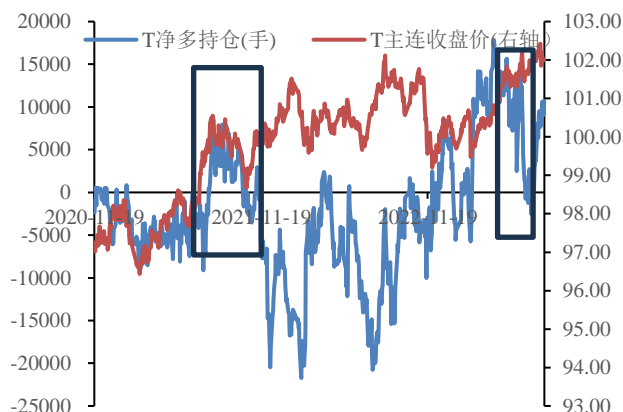
数据来源：Wind、中信建投期货

对于我们短期转为谨慎态度的原因，除了上文提及的政治局会议释放稳增长信号动摇坚定的多头情绪外，还有两方面原因：一是当前债对股性价比处于历史低位，而市场明显进入对利多钝化，对利空敏感的时段，继续做多期债风险大于收益；二是期债对经济悲观预期计价较为充分，多头略显拥挤。后者是核心原因，历史经验表明，前 5 大净多持仓处于较高水平时至少暗含调整风险。

图表 5：债对股的性价比



图表 6：T 较高净多持仓暗含调整风险



数据来源：Wind、中信建投期货

对于利率期限结构，纵使有流动性决定短端，经济预期决定长端的经验结论，但我们回溯历史数据发现，名义经济增速、资金利率均与期限利差长期呈现相反的走势（图 7、8），这意味着，经济预期通过作用于长端而驱动期限利差变化的力量非常有限，流动性通过影响短端利率走势而主导期限利差变化的迹象更为显著。该现象出现的原因在于：一方面，社融作为对经济领先意义较强的指标，可以很好地反映经济

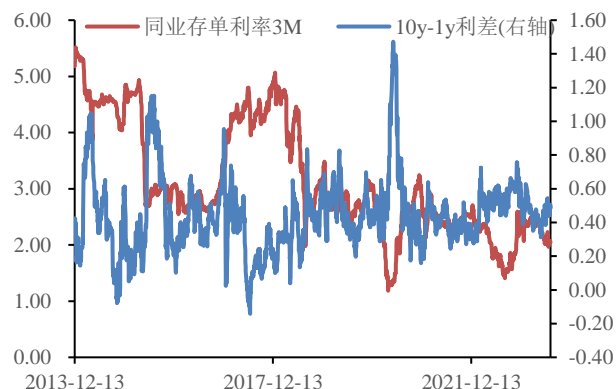
预期，期限利差会跟随社融的走强而扩张，这一情况将领先于经济回暖的兑现（图 9）；另一方面，当经济已兑现复苏甚至有过热迹象时，货币政策将率先收紧，资金成本提升将促使期限利差收窄。

我们判断后市存在两种可能的情形：第一种是政策效果不达预期，经济复苏再度受阻，利率曲线短期平坦化后再度步入长期陡峭化的状态；第二种是政策效果好于预期，经济复苏兑现，利率曲线短期陡峭化后再度步入长期平坦化的状态。我们初步判断，第二种情形发生的概率更高，当前利率曲线正处于陡峭化的状态中，转为平坦的时点取决于资金利率转上的拐点何时出现。

图表 7：期限利差与名义经济增速走势相反

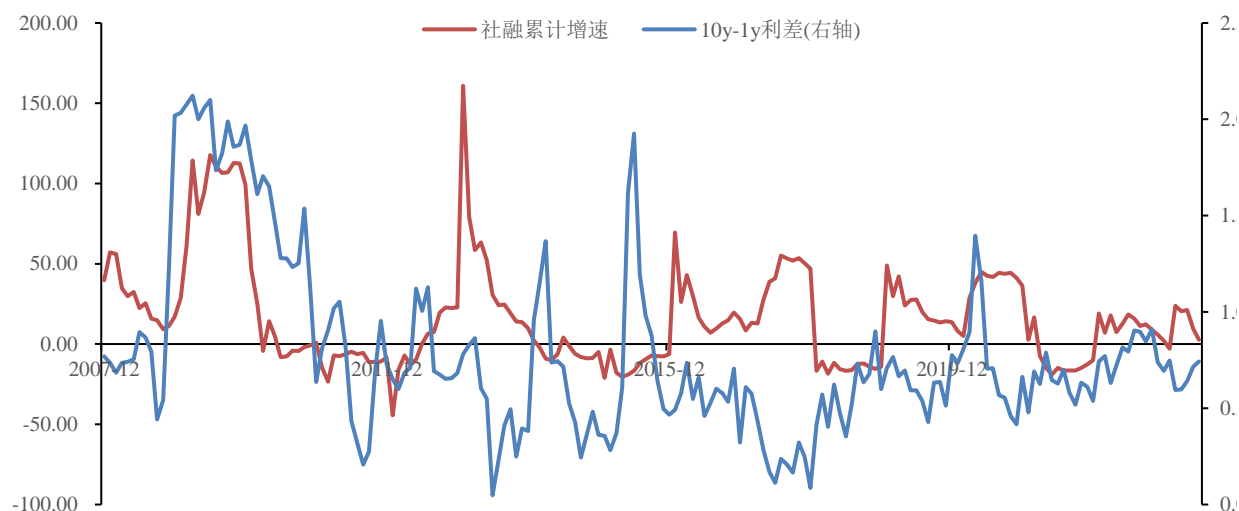


图表 8：期限利差与同业存单利率走势相反



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 9：社融上行前，期限利差倾向扩张



数据来源：Wind、中信建投期货

综上所述，我们认为，债市呈现短期熊陡，中长期熊平的概率较高，类似于 2020 年二季度，但预计本次熊陡的持续时间更长，陡峭化程度却更低，原因在于经济复苏力度恐难及当时，使得长端上行空间受到抑制。近期期债更偏向于震荡偏弱为主，市场对于政策效果和经济复苏仍存疑，正好提供投资者可以介入的两个期债策略：一是空头套保（以空 T 为主），防范期债调整；二是多 TS 空 T 或 TL，等同于做陡利率曲线。

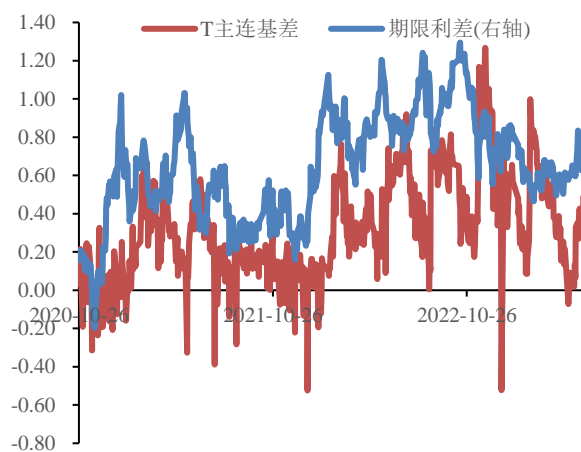
## 二、对冲策略

前文提到短期有必要使用期债对冲现券波动的风险，对于空头套保者而言，期债对冲现券的组合相当于基差多头组合，因此，当基差未来存上行动能时，无论期债是否单边下跌，套保头寸皆有盈利。根据历史经验，由于实物交割机制的存在，国债期货的基差具备硬收敛性，即临近到期月份，基差向零靠拢，这意味着，国债期货的运行机理于空头套保者天然不利，套保择时尤为重要。在探讨国债期货套保的有效性和可行性的过程中，所提及的套保择时实质是寻求基差扩张或基差收敛性不强的时段进行空头套保操作。

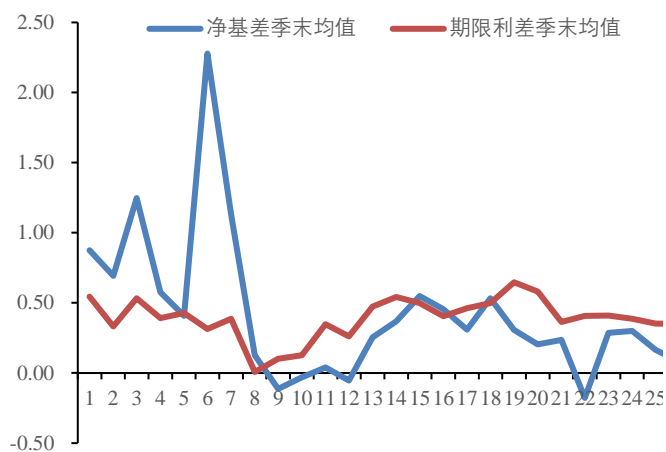
根据基差的定价公式， $\text{基差} = \text{交割期权价值（净基差）} + \text{持有收益（利息收入} - \text{资金成本）}$ 。公式中，净基差临近到期收敛几乎是确定的，我们难以在择时上进行明显的优化，但持有收益部分是可以择时而提升的。由于利息收入与票息相关，期初是基本确定的，则持有收益更受到资金利率的负向影响，前文提过，资金利率几乎与期限利差负相关，从而导致基差与期限利差的长期走势较接近，因此，可以得出结论：利率陡峭化阶段基差收敛的速率将放缓。

考虑到债市进入熊市时，期债将发挥其套保属性，这使得基差更容易扩张，综合而言，在债市熊陡阶段，参与空头套保的投资价值极高。然而，现实情况是，即使在熊陡阶段基差扩张的持续性也不会太长，在移仓换月前远月合约将会下跌更多，使得当投资者移仓远月时直接就面临着新主力合约更高的基差中枢水平，基差收敛速度可能减缓，但基差收敛的趋势并不能改变。

图表 10：基差与期限利差历史走势



图表 11：季末净基差均值与期限利差均值



数据来源：Wind、中信建投期货

如图 12 所示，我们构建了多国债组合空 T 主连的基差多头（空套）组合，与期限利差走势进行对比，可以发现，在 2020 年二季度和今年上半年利率曲线平坦化阶段，组合损益下跌的斜率较高，而在曲线相对不那么平坦的 2021 年，组合损益下跌的斜率较缓，客观上验证了上文的观点，利率陡峭化有助于改善空头套保的效果，但无法改善空头套保损失基差的结果。

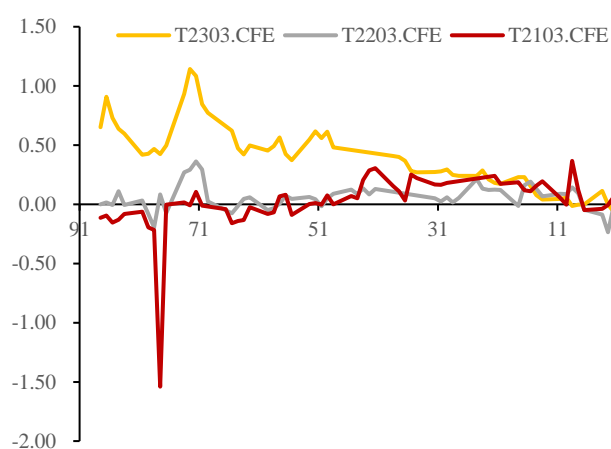
图表 12：多国债空 T 的组合累计净值与期限利差



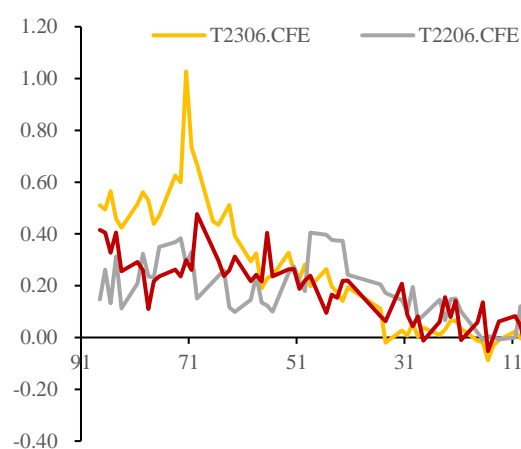
数据来源：Wind、中信建投期货

去年四季度开始，T 合约基差中枢明显高于前两年同期水平，今年上半年基差仍位于高位反映不少投资者踏空上半年行情。随着部分后知后觉的投资者意识到经济低于预期而重新买入债券后，下半年基差中枢向下收敛的速度在加快，远月合约正向上修复。T2309 的基差以更快的速度收敛，因此，2309 合约在近期显现较弱的正套机会（IRR 略高于资金利率），尤其 TS，同时，这也为介入空头套保的投资者提供较高的安全边际。

图表 13：近三年T03 合约历史同期基差比较

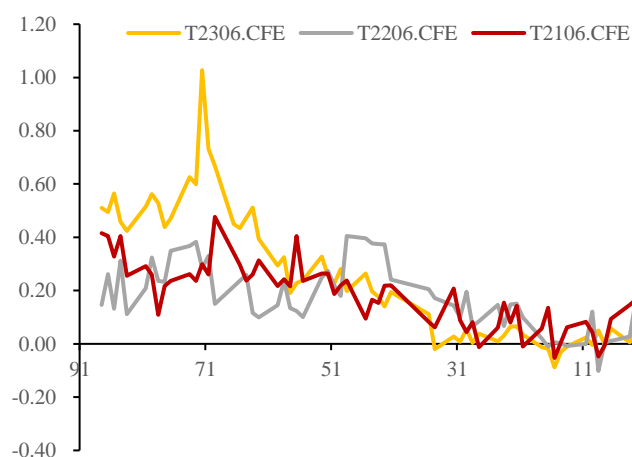


图表 14：近三年 T06 合约历史同期基差比较



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 15：近三年T09 合约历史同期基差比较



图表 16：T 主连 CTD 券基差走势(季度均值处理)



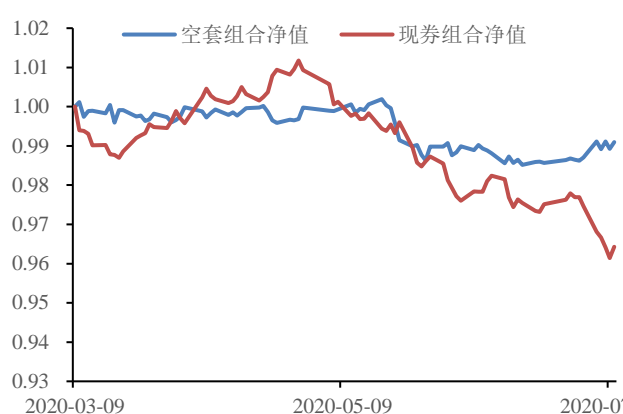
数据来源：Wind、中信建投期货

实证研究表明，我们以股债性价比和 T 合约净多持仓作为择时信号，基差多头组合将取得显著的超额

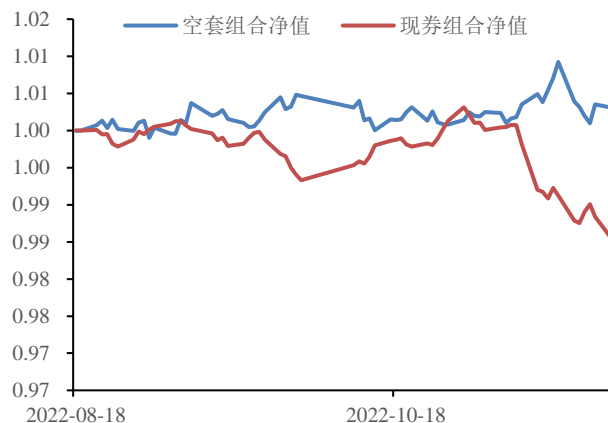
收益，且波动性亦降低。如图 17-18 所示，我们采取的择时标准为：当债对股性价比 $<32$  时建立空套组合，T 合约净多持仓由正转负后平仓，可以看到，无论是 2020 年还是 2022 年，期间内空套组合累计收益高于现券组合，表明择时信号有效。

综上所述，考虑到后市利率延续陡峭化趋势的概率较高，且 2309 合约基差已出现较大程度的收敛，提供了较高的安全边际，结合债对股性价比处于历史低位，以及 T 净多持仓处于历史高位等信号，我们认为，当前位置是介入空套的较佳时点，若债市未来进入调整，则将进一步有利于空头套保组合。

图表 17：2020.03~2020.07 期间套保效果



图表 18：2022.08~2022.11 期间套保效果



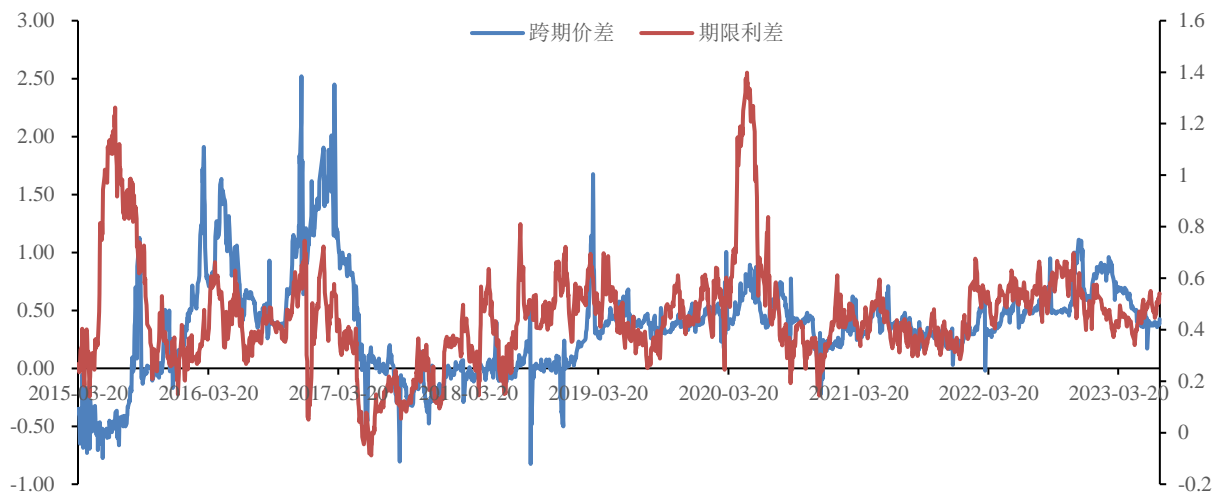
数据来源：Wind、中信建投期货

### 三、移仓节奏

我们曾在专题报告中详细探讨过跨期价差三个核心影响因子：国债利率、资金成本和远近月净基差之差。并得出结论：利率期限结构的变化基本能决定跨期价差的长期走势，期限利差与跨期价差的走势趋于一致，且前者对于后者有一定领先性；在短期多空情绪发生剧烈变化，尤其在债市牛转熊初期叠加临近移仓换月时，国债利率与跨期价差的正相关关系会凸显；在多空情绪变化不剧烈的情形下，国债利率、资金成本与跨期价差多呈现负相关关系，这种负相关性仍需依赖于流动性预期成为主导期限利差的关键因子。远近月净基差之差对于跨期价差的影响权重最高，两者相关性极强，短期和长期对于跨期价差的影响均比较显著。

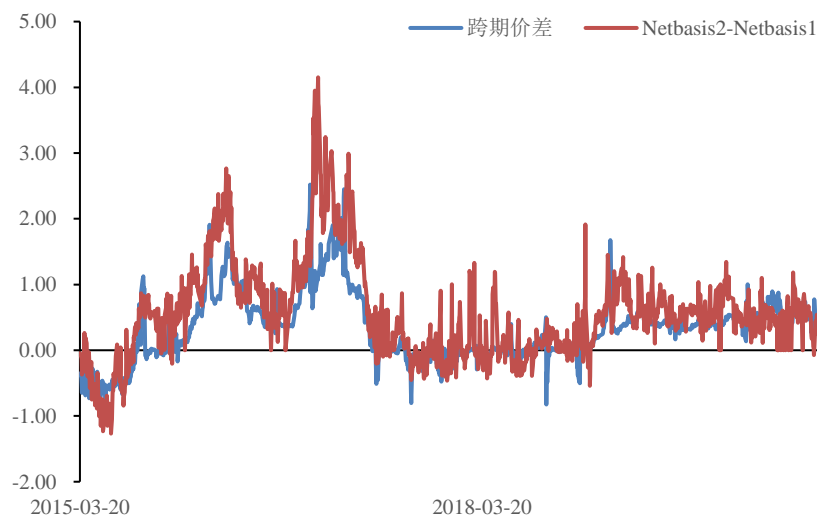
考虑到期限利差自 6 月开始底部反弹，而远月净基差-近月净基差处于偏低水平，未来走阔更容易，故我们判断期债的跨期价差后市倾向于扩张，结合性价比，近期推荐多 T2309 空 T2312，这意味着期债的空头需早移，多头需晚移。

图表 19：跨期价差与期限利差



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 20：跨期价差与远近月净基差之差



数据来源：Wind、中信建投期货

## 四、结论

### （一）利率展望

政治局会议释放稳增长信号后，我们建议对性价比不高的债市转为谨慎，且建议投资者有必要使用国债期货进行短期的风险对冲。同时，我们尚不能确认债市已牛转熊，主因流动性宽松预期尚存且政策落地到经济企稳存在时滞。期限结构方面，预计债市呈现短期熊陡，中长期熊平的概率较高，类似于 2020 年二季度，但预计本次熊陡的持续时间更长，陡峭化程度却更低，原因在于经济复苏力度恐难及当时，使得长端上行空间受到抑制。

该展望面临的风险在于，政策效果不及预期，经济复苏受阻，央行继续保持宽裕流动性的格局下，资产荒局面延续，金融机构持续加杠杆推动利率进一步下行。

### （二）策略推荐

单边方面，不建议直接高仓位做空，但适度套保是有必要的，当前债市较为坚挺之际适合建立多现券空 T 的套保组合，长远一点看，该组合持有至熊市降临初期将有较高概率跑赢仅持有现券的组合。

套利方面，建议短期先做陡利率曲线，即多 TS 空 T 或 TL 为主，主因流动性保持宽裕；期现策略，考虑到 TS2309 基差转负，IRR 水平较高，可关注其多基差策略；后市偏悲观的情形下，关注多 T2309 空 T2312 的跨期策略。

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://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**