

国债期货专题报告： 为什么短期内利率上行空间有限？

摘要：

本篇报告重在预判短期内利率曲线的演变方向，并据此提出较优的国债期货交易策略。

对于利率曲线的变化方向，我们判断本轮利率反弹的幅度将不会很高，预计 2.7%~2.75% 构成阶段顶部区域，经济非大超预期的情况下难以有效突破。期限利差有望小幅走扩，主要源于在央行宽松货币政策的保驾护航下，流动性难以显著收紧。

对于国债期货的交易策略，我们推荐多头替代现券的策略和多 T 空 TL 的跨品种策略，前者源于利率反弹幅度不会很高的判断，后者源于 TL 超涨的判断。即使当前基差水平不高的情形下，我们仍不推荐参与空头套保，原因在于市场空头情绪偏弱，基差难见扩张动能。

风险提示：

超预期稳增长政策出台；地产复苏力度大超预期

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 9 月 21 日

目录

一、	期现交易行为	3
二、	期现交易逻辑	6
三、	结论	19

图表目录

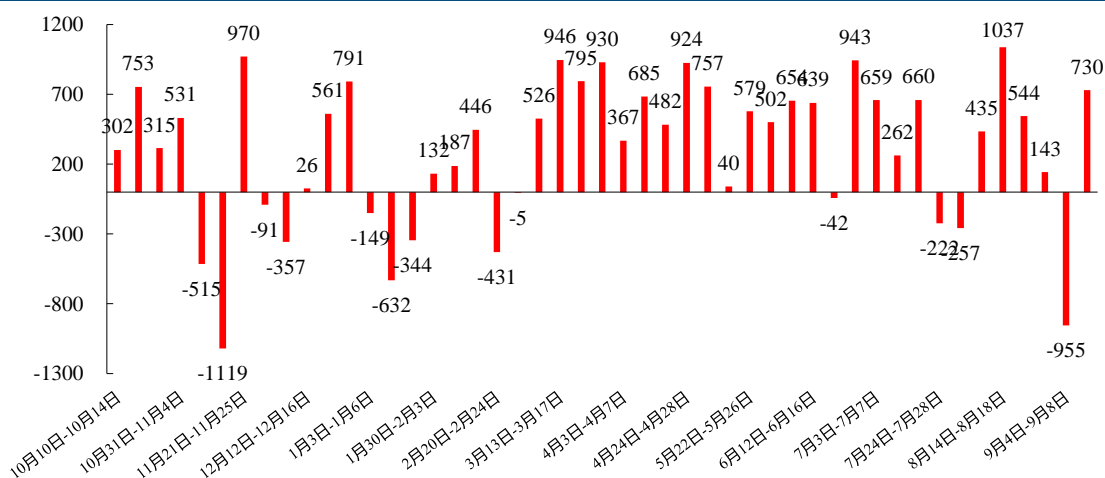
图表 1: 公募基金产品二级市场每周净买入(亿元)	3
图表 2: 机构配置中长利率债平均久期与 10y 国开利率	4
图表 3: 银行资金净供给(亿元)	4
图表 4: TS 会员净持仓(前 5 大)	5
图表 5: TF 会员净持仓(前 5 大)	5
图表 6: T 会员净持仓(前 5 大)	5
图表 7: TL 会员净持仓(前 5 大)	5
图表 8: 历史降准后利率变化	7
图表 9: 历史降息后利率变化	8
图表 10: 历史双降后利率变化	9
图表 11: 人民币与 10y 国债利率	9
图表 12: 工业品指数与 10y 国债利率	9
图表 13: 沪深 300 与 10y 国债利率	10
图表 14: 沪深 300 与 10y 国债利率的相关系数	10
图表 15: 期债由趋势上行转为调整期	11
图表 16: M2-PP I 领先于地产销售增速	11
图表 17: 主要政策公布后期债的日内变化	11
图表 18: 主要经济数据公布后期债的日内变化	11
图表 19: 近三年 T03 合约净基差	12
图表 20: 近三年 T06 合约净基差	12
图表 21: 近三年 T09 合约净基差	12
图表 22: 近三年 T12 合约净基差	12
图表 23: 国债多套组合的净值	13
图表 24: 国开债多套组合的净值	13
图表 25: 历史降准后利差变化	14
图表 26: 历史降息后利差变化	15
图表 27: 历史双降后利差变化	16
图表 28: 期限利差与名义经济增速走势相反	16
图表 29: 期限利差与同业存单利率走势相反	16
图表 30: 社融上行初期前, 期限利差倾向扩张	17
图表 31: 4TS-T	17
图表 32: 2TF-T	17
图表 33: 3T-TL	18
图表 34: 30y+2y-10y	18
图表 35: 债对股性价比与 10y 国债到期收益率	18

一、期现交易行为

近一个月来，央行降准降息双双落地，彰显管理层的稳增长决心，央行宽松政策对于经济预期的提振确实起到立竿见影的效果，8月主要经济指标回升。降息落地后，债市却并未进一步上涨，而是在密集的房地产放松政策下迎来调整。站在当下，我们如何看待后市利率的走势，并据此制定国债期货的最优策略？本文重点回答这一问题。

8月底，公募基金产品再次遭遇理财赎回压力，成为利率债市场的最大卖盘，8月底以来公募基金产品利率债净买入量的阶段高点与国债利率的低点基本吻合。债市调整似乎难言结束，市场担忧理财赎回压力将再次导致利率呈现较大幅度的上行。然而，根据我们跟踪的数据，考虑到上周公募基金重新大幅增持利率债，参照去年四季度公募基金大量买回利率债带动利率止涨的情况，短期内利率进一步上行的压力可能有限。

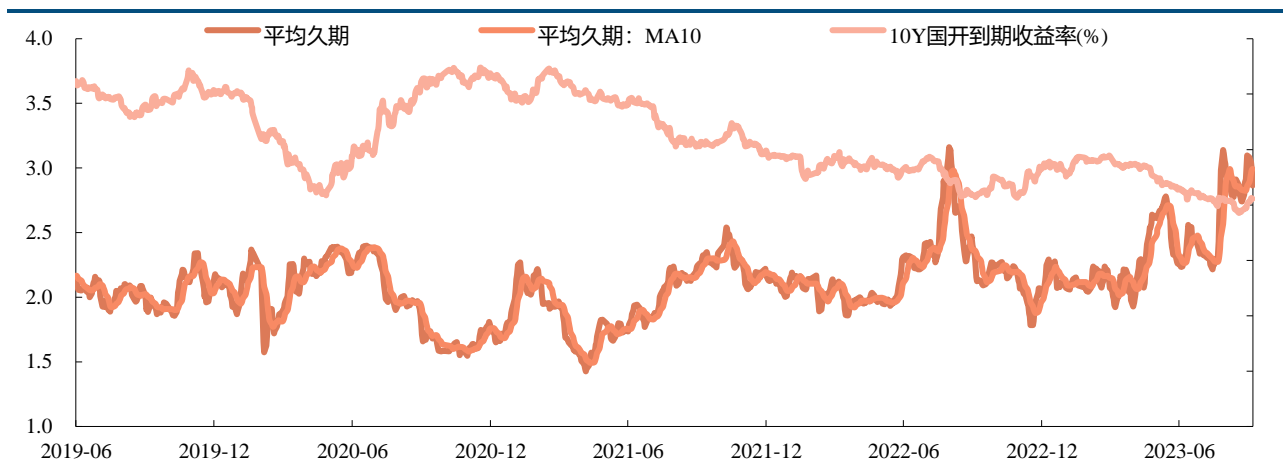
图表 1：公募基金产品二级市场每周净买入（亿元）



数据来源：Wind、中信建投期货

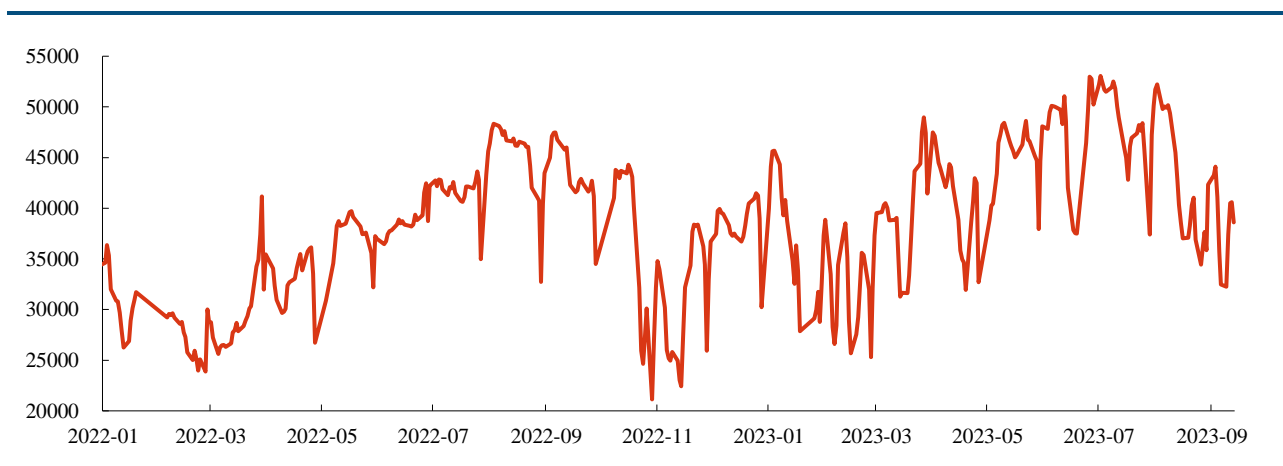
8-9月银行间流动性边际收紧的迹象显著，难免使我们将其与去年三季度比较。两个时段的相同点在于，皆是由银行资金净供给下滑所致；不同点在于，流动性收紧后，当前机构降久期意愿并不强烈，表现为，近期利率反弹过程中，机构配置的中长利率债平均久期并未显著下降。

图表 2：机构配置中长利率债平均久期与 10y 国开利率



数据来源：Wind、中信建投期货

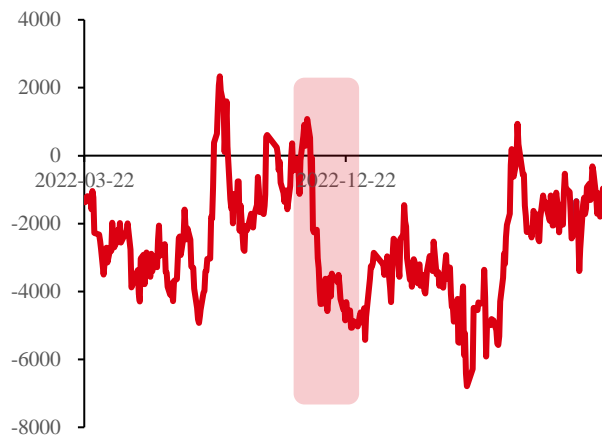
图表 3：银行资金净供给（亿元）



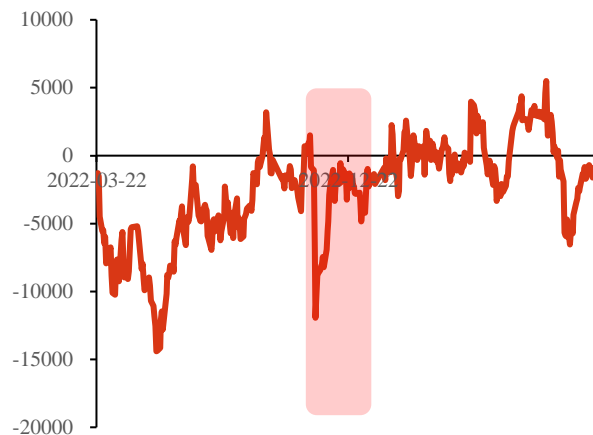
数据来源：Wind、中信建投期货

观察国债期货的会员持仓，目前各品种净持仓并未显著减少，基本高于去年 11 月水平。由于皆是由流动性边际收紧引发市场调整，我们更关注 TS 合约的净持仓，其并未如去年 11 月那般显著下滑，反映主力情绪偏向多头。

图表 4：TS会员净持仓(前 5 大)

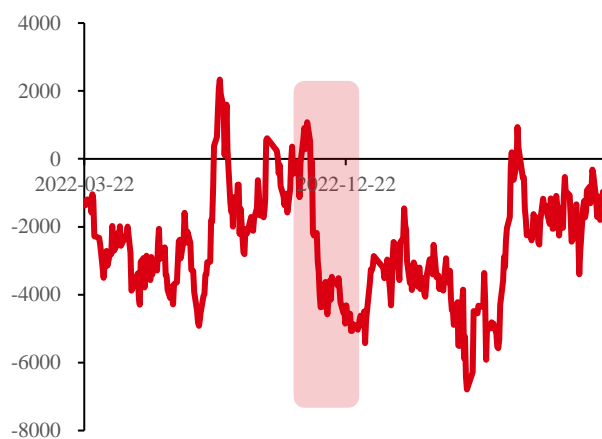


图表 5：TF 会员净持仓(前 5 大)

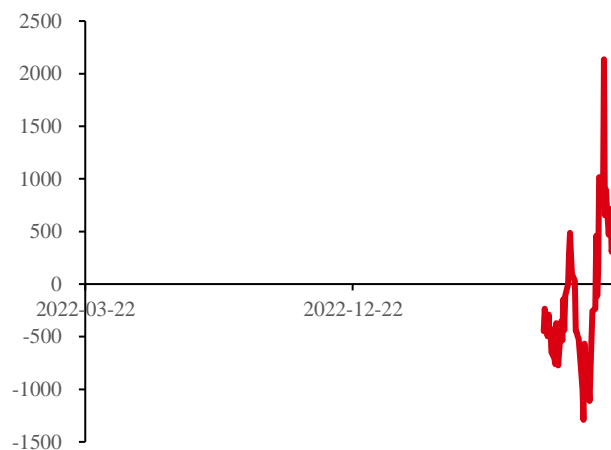


数据来源：Wind、中信建投期货

图表 6：T会员净持仓(前 5 大)



图表 7：TL 会员净持仓(前 5 大)



数据来源：Wind、中信建投期货

二、期现交易逻辑

机构交易行为并不能作为预测未来行情的领先指标，我们仍有必要理清市场的交易预期和逻辑，我们认为，当前市场投资者已经形成了经济温和复苏的一致预期，且该预期暂时未被打破，这将制约短期内利率上行的幅度。

1. 单边

8月15日，央行分别下调MLF和OMO利率10bp、15bp；9月15日，央行降准25bp。降息降准先后降临，对于债市后续行情的影响怎样呢？接下来，我们从历史数据统计中寻找答案。我们分别统计了降准和降息后1个月、3个月及6个月利率的变化，仅是降准或降息后债市并非必然维持上涨。不过，降准降息同时落地后（双降间隔时间不超过一个月），利率下行的概率更高超过60%；半年内，利率上行超过10bp的情况极少，2008年底较为特殊，彼时双降后不久，经济从金融危机的泥潭中快速复苏并进入繁荣状态，带动利率快速大幅上行。我们认为，当前经济不大可能走出深V形态，更倾向于温和复苏，进入缓慢爬坡的过程，从该角度而言，利率上行幅度将有限，10~15bp的上行幅度可能是短期极限。

图表 8：历史降准后利率变化

降准公告日	1M 变化(bp)	3M 变化(bp)	6M 变化(bp)
2008-09-15	-84.94	-104.21	-79.19
2008-10-08	-56.29	-76.63	-28.87
2008-11-26	-36.96	0.6	-1.44
2008-12-22	33.03	40.55	42.63
2011-11-30	-18.72	-7.05	-26.19
2012-02-18	5.33	-13.12	-16.79
2012-05-12	-8.6	-17.93	10.05
2015-02-04	6.66	-1.75	6.01
2015-04-19	-7.1	2.67	-38.72
2015-08-25	-13.9	-32.83	-64.04
2015-10-23	9.73	-24.36	-10.34
2016-02-29	-1.54	10.46	-14.45
2018-04-17	7.27	-16.41	-5.02
2018-06-24	-3.51	8.73	-26
2018-10-07	-13.32	-48.4	-34.27
2019-01-04	-2.53	14.13	1.95
2019-09-06	9.03	16.04	-33.41
2020-01-01	-32.45	-55.04	-29.59
2021-07-09	-14.52	-10	-20.52
2021-12-06	0.55	1.6	-4.25
2022-04-15	6.01	3	-2.58
2022-11-25	0.78	8.82	-13.6
2023-03-17	-1.57	-20.75	-23.5

数据来源：Wind、中信建投期货

图表 9：历史降息后利率变化

降息日	1M 变化(bp)	3M 变化(bp)	6M 变化(bp)
2002-02-21	-21.15	-61.07	23.13
2008-09-16	-83.25	-104.21	-79.19
2008-10-09	-40.28	-60.62	-12.86
2008-10-30	-1.91	0.56	16.52
2008-11-27	-26.37	12.75	11.8
2008-12-23	28.4	37.9	39.98
2012-06-08	-4.8	7.31	23.89
2012-07-06	1.18	17.72	29.88
2014-11-22	19.35	-17.79	-6.95
2015-03-01	28.87	25.56	4.37
2015-05-11	20.28	12.89	-22.84
2015-06-28	-13.56	-25.82	-76.46
2015-08-26	-11.77	-30.15	-61.91
2015-10-24	10.98	-25.57	-9.56
2019-11-05	-8.06	-39.86	-69.42
2019-11-18	0.42	-30.77	-47.95
2020-02-03	-14.47	-26.38	11.37
2020-02-17	-19.81	-18.06	6.76
2020-03-30	-12.92	23.98	51.82
2020-04-15	13.82	40.26	67.25
2022-01-17	1.13	1.55	-0.14
2022-08-15	0.34	17.57	23.73
2023-06-13	1.42	-0.3	

数据来源：Wind、中信建投期货

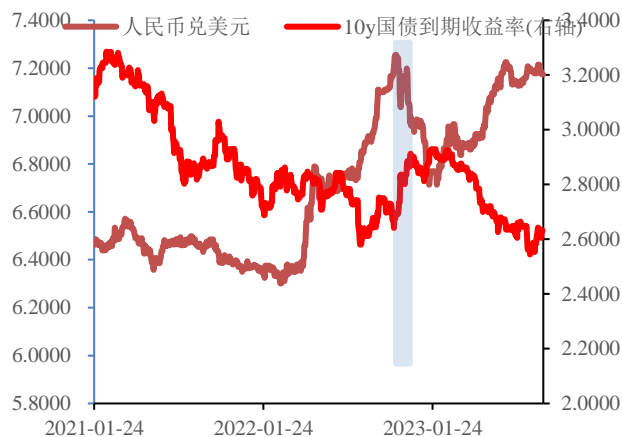
图表 10：历史双降后利率变化

时间	1M 变化(bp)	3M 变化(bp)	6M 变化(bp)
2008-09-15	-84.94	-104.21	-79.19
2008-10-08	-56.29	-76.63	-28.87
2008-11-26	-36.96	0.6	-1.44
2008-12-22	33.03	40.55	42.63
2012-05-12	-8.6	-17.93	10.05
2015-02-04	6.66	-1.75	6.01
2015-04-19	-7.1	2.67	-38.72
2015-08-25	-13.9	-32.83	-64.04
2015-10-23	9.73	-24.36	-10.34
2020-01-01	-32.45	-55.04	-29.59
2023-08-15	2.95		

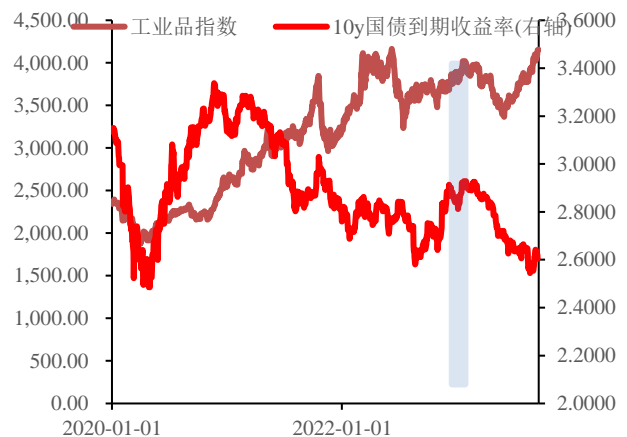
数据来源：Wind、中信建投期货

从大类资产的角度来看，当前与去年 11 月也有诸多相似之处，主要体现为，人民币止贬转升，工业品指数持续涨至高位，债市调整；不同之处则在于，当前权益市场低迷，呈现出与利率相关性接近 0 的状态（去年 11 月达 0.5，这意味着权益市场对债市资金的分流压力较低。

图表 11：人民币与 10y 国债利率



图表 12：工业品指数与 10y 国债利率

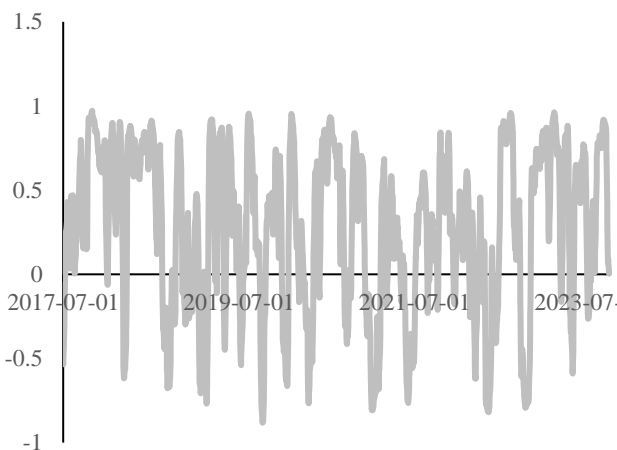


数据来源：Wind、中信建投期货

图表 13：沪深 300 与 10y 国债利率



图表 14：沪深 300 与 10y 国债利率的相关系数

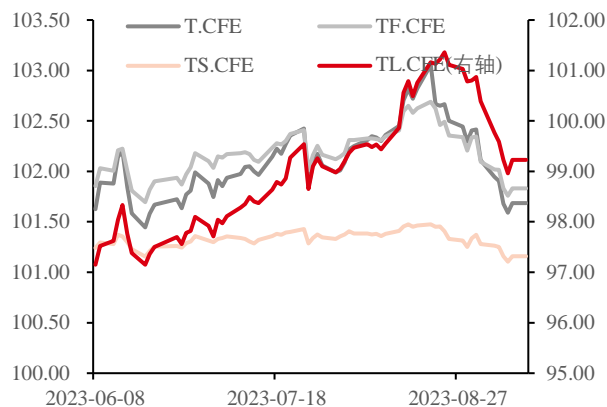


数据来源：Wind、中信建投期货

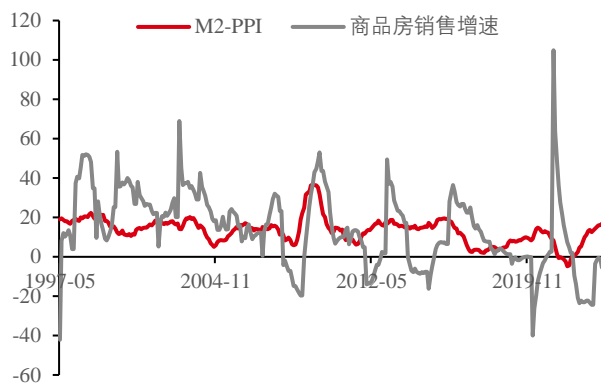
8 月底以来，期债持续调整，与此同时，我们观察到多数重要经济数据如制造业 PMI、社融、工业增加值等均好于预期。从近期日内期债对最新公布的经济数据的反应来看，我们观察到呈现出这几个方面的特征：对于温和改善的数据，市场的做空情绪有限；对于显著改善的数据，市场的做空情绪会升温；市场对于政策的敏感度高于数据。考虑到政治局会议以来，密集出台了大量稳增长政策，短期而言，政策继续超预期的概率不大，若后期经济数据恢复力度不高，则债市可能走出“利空兑现即是利好”的行情。根据我们对高频数据的跟踪，消费和投资大概率还是缓慢恢复的过程，故从宏观角度也可以得出短期内利率反弹压力有限的观点。

基于以上分析，国债期货单边策略方面，我们建议投资者关注期债调整充分后的做多机会，根据以上分析，十债利率超过 2.7% 将提供较高的安全边际。

图表 15：期债由趋势上行转为调整期

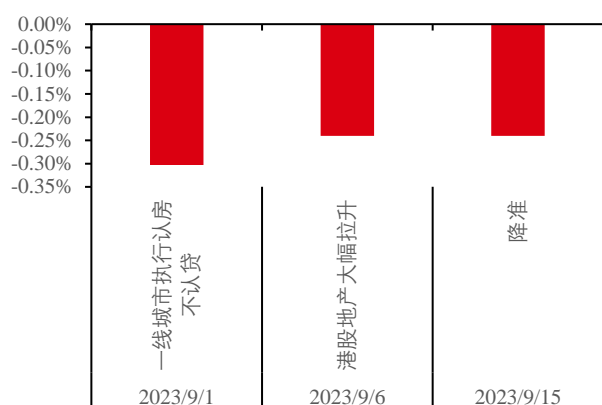


图表 16：M2-PP I 领先于地产销售增速

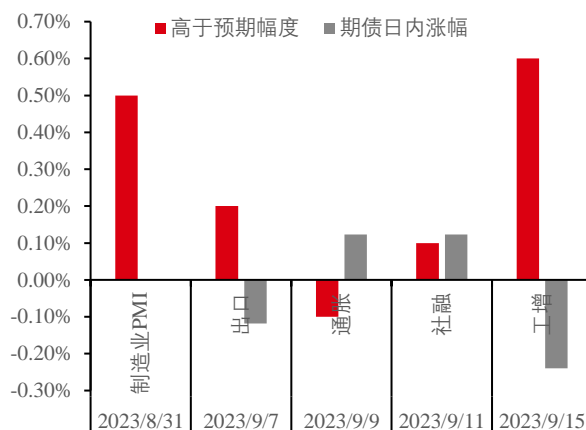


数据来源：Wind、中信建投期货

图表 17：主要政策公布后期债的日内变化



图表 18：主要经济数据公布后期债的日内变化

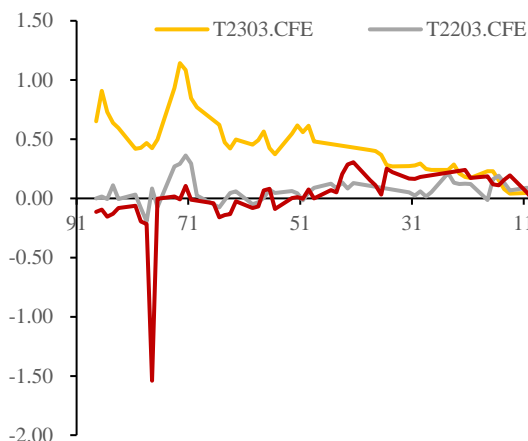


数据来源：Wind、中信建投期货

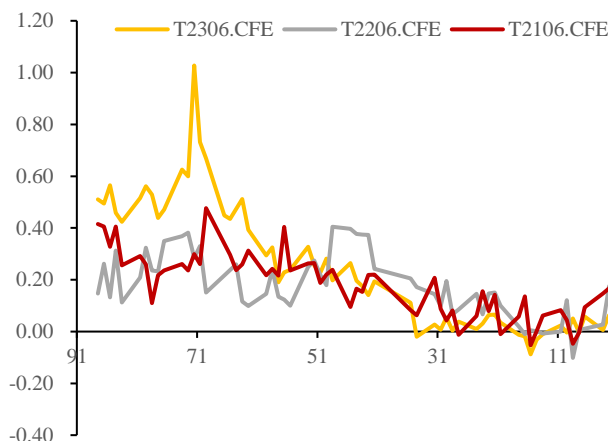
2. 基差

观察 T 合约近三年的净基差水平，可以发现，T03 和 T06 合约净基差均高于前两年同期水平，但 T2309 合约通过快速收敛回归至与 2021 年相近的水平，反映期债的多头情绪释放较充分。T2312 合约净基差处于前两年之间的水平，处于相对中性的水准，显著低于 T2212 和 T2303。在当前主要矛盾不突出的情形下，建议空头套保暂平仓；利率反弹一定幅度后，适合参与多头替代现券的策略。

图表 19：近三年T03 合约净基差

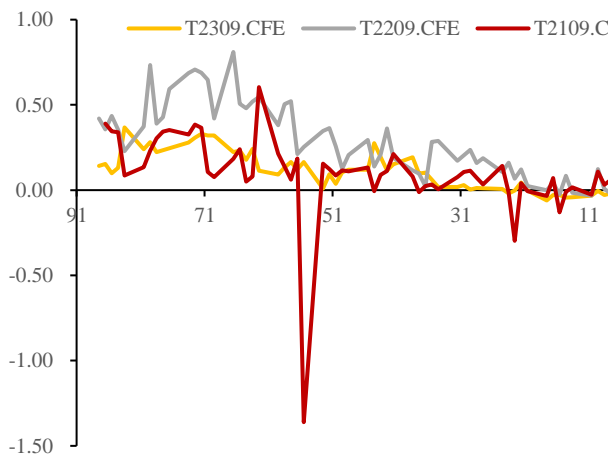


图表 20：近三年 T06 合约净基差

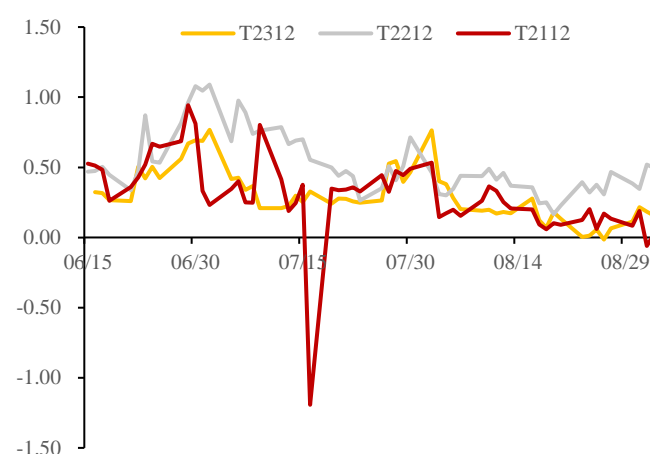


数据来源：Wind、中信建投期货

图表 21：近三年T09 合约净基差



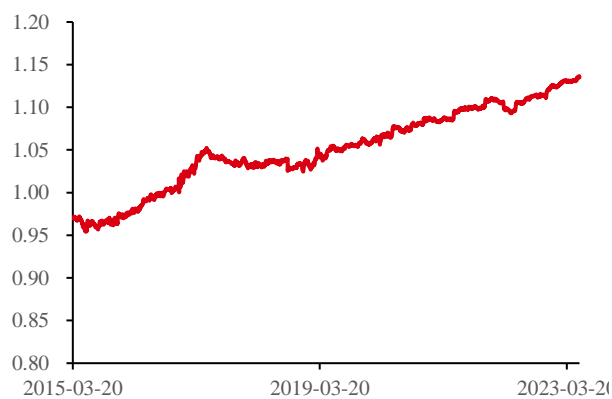
图表 22：近三年 T12 合约净基差



数据来源：Wind、中信建投期货

根据历史回测结果，国债多头套保收益表现最佳。从控制风险的角度来看，国债多套组合的收益最稳定。多头套保策略可以分为两种类型：反套策略和多头替代策略。若建仓初期融券卖出并投资货币，则是反套策略，组合预期收益率需高于融券成本+carry；若建仓初期卖出手中所持有的现券，剩余资金投资货币市场，则是多头替代策略，预期收益率需高于 carry。

图表 23：国债多套组合的净值



图表 24：国开债多套组合的净值



数据来源：Wind、中信建投期货

3. 跨品种价差

同理，我们分别统计了降准和降息后 1 个月、3 个月及 6 个月利差(10y-1y 利差)的变化，发现仅是降准或降息后债市并非必然带动利差扩张。短期内，降准后期限利差扩张概率超过 70%；降息后期限利差扩张概率不足 50%；双降后期限利差扩张概率约 55%。可见降准对于利差走阔的支撑效果更强。

图表 25：历史降准后利差变化

降准公告日	1M 变化(bp)	3M 变化(bp)	6M 变化(bp)
2008-09-15	-26.98	99.62	143.12
2008-10-08	26.88	174.73	185.13
2008-11-26	98.64	101.91	97.01
2008-12-22	-4.12	11.54	-1.25
2011-11-30	-22.46	-34.46	15.99
2012-02-18	19.46	47.87	19.92
2012-05-12	9.28	-24.22	-43.21
2015-02-04	4.15	33.36	88.07
2015-04-19	58.16	68.25	32.44
2015-08-25	-24.87	-62.45	-64.74
2015-10-23	-2.25	-12.32	11.44
2016-02-29	15.87	5.58	-1.4
2018-04-17	21.01	-5.04	22.7
2018-06-24	17.29	32.38	29.12
2018-10-07	9.87	-0.43	22.74
2019-01-04	10.09	23.17	-7.23
2019-09-06	14.44	14.53	31.45
2020-01-01	8.65	10.87	-6.86
2021-07-09	1.12	-13.42	-8.74
2021-12-06	2.35	17.42	19.5
2022-04-15	9.96	9.24	21.42
2022-11-25	-15.5	-6.75	-2.16
2023-03-17	0.99	14.79	-10.03

数据来源：Wind、中信建投期货

图表 26：历史降息后利差变化

降息日	1M 变化(bp)	3M 变化(bp)	6M 变化(bp)
2002-02-21	9.94	-28.46	81.66
2008-09-16	-24.58	99.62	143.12
2008-10-09	23.9	171.75	182.15
2008-10-30	63.07	150.19	152.77
2008-11-27	81.57	93.12	75.89
2008-12-23	-1.84	8.73	-4.06
2012-06-08	-7.57	-38.85	-49.82
2012-07-06	-4.95	-39.56	-40.25
2014-11-22	-20.8	-9.91	64.25
2015-03-01	9.77	134.46	84.47
2015-05-11	119.88	55.96	-4.51
2015-06-28	-64.88	-87.66	-128.65
2015-08-26	-22.41	-59.17	-62.28
2015-10-24	-2.65	-13.32	6.62
2019-11-05	-7.54	18.74	78.31
2019-11-18	7.3	36.93	97.01
2020-02-03	-15.29	53.64	-12.57
2020-02-17	-15.62	62.45	-20.9
2020-03-30	48.37	-14.18	-36.88
2020-04-15	6.91	-63.26	-83.22
2022-01-17	28.29	11.39	21.76
2022-08-15	-6.82	-19.18	-22.51
2023-06-13	3.76	-26.75	

数据来源：Wind、中信建投期货

图表 27：历史双降后利差变化

时间	1M 变化(bp)	3M 变化(bp)	6M 变化(bp)
2008-09-15	-26.98	99.62	143.12
2008-10-08	26.88	174.73	185.13
2008-11-26	98.64	101.91	97.01
2008-12-22	-4.12	11.54	-1.25
2012-05-12	9.28	-24.22	-43.21
2015-02-04	4.15	33.36	88.07
2015-04-19	58.16	68.25	32.44
2015-08-25	-24.87	-62.45	-64.74
2015-10-23	-2.25	-12.32	11.44
2020-01-01	8.65	10.87	-6.86
2023-08-15	-26		

数据来源：Wind、中信建投期货

经济中枢逐渐降低是长期趋势，该预期导致利率曲线平坦化成为长期主旋律。然而，经济上行阶段，期限利差仍以收窄为主，意味着长端利率上行幅度仍难及短端，主要原因在于，此阶段下除非货币进一步宽松，否则实体需求回暖往往伴随银行间流动性收紧。因此，流动性对于期限利差的影响权重高于经济增长预期。

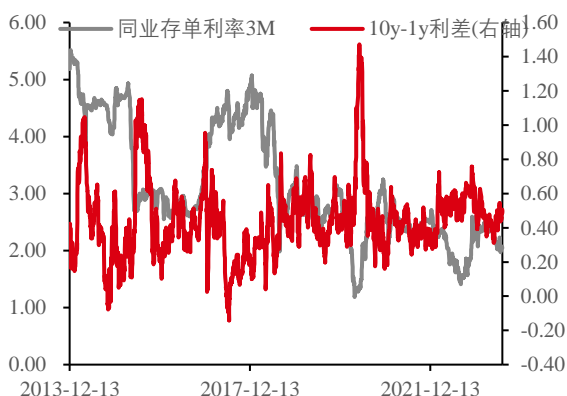
不过，我们观察到，期限利差短期的扩张期往往出现在信用扩张初期，且领先于后者，即社融显著扩张前，做陡利率曲线胜率更高。原因在于，信用扩张初期往往处于宽货币、宽信用阶段，前者利于短端下行，后者支撑长端上行。

图表 28：期限利差与名义经济增速走势相反

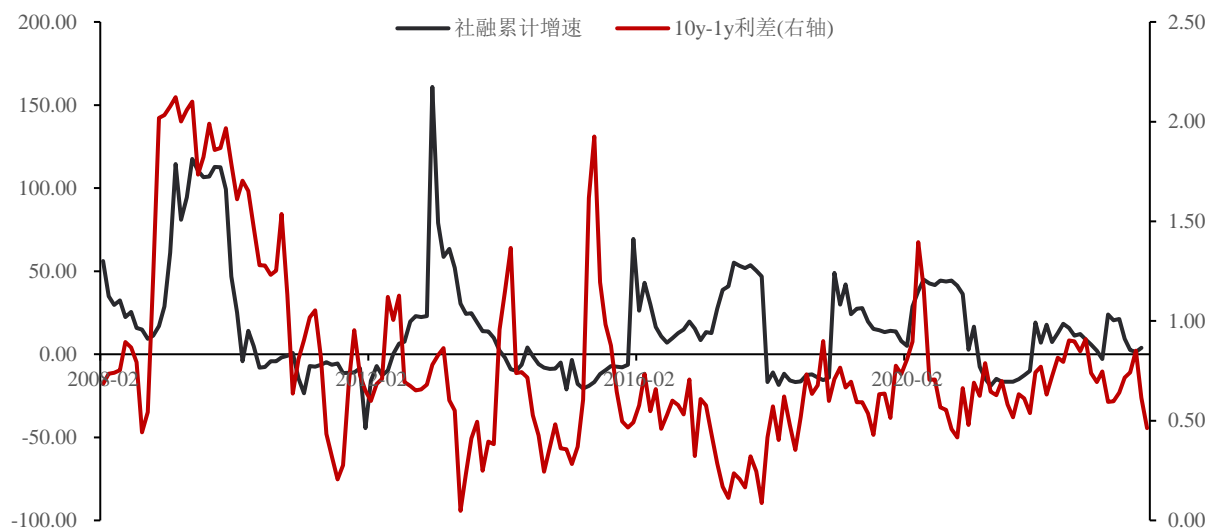


数据来源：Wind、中信建投期货

图表 29：期限利差与同业存单利率走势相反



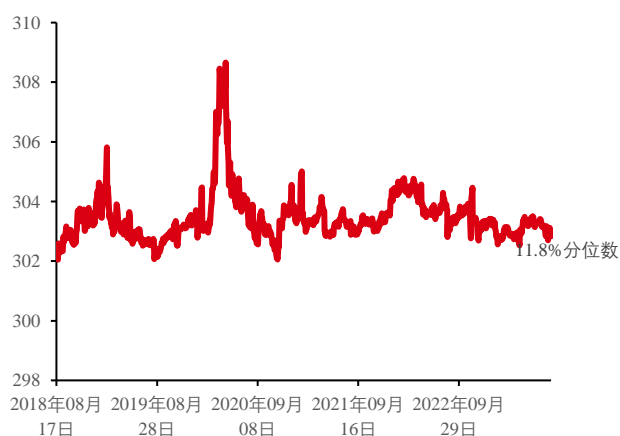
图表 30：社融上行初期前，期限利差倾向扩张



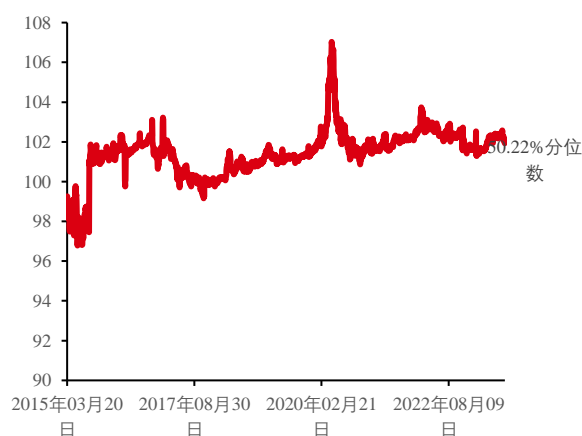
数据来源：Wind、中信建投期货

从性价比角度看，多 TS 空 T 和多 T 空 TL 是中长期值得关注的策略。但从驱动因素看，做陡曲线只能作为短期博弈的策略。若债市进入熊市，则 TL 超涨状态或更可能逆转，多 T 空 TL 策略盈利的持续性较多 TS 空 T 策略更佳。蝶式套利方面，多 T 空 (TL+TS) 的策略组合值得关注，长期看，除考虑均值恢复性外，流动性趋紧叠加经济复苏的宏观环境对该策略也较有利。

图表 31：4TS-T

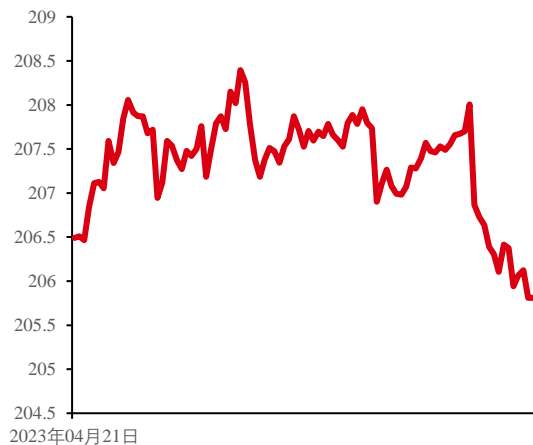


图表 32：2TF-T

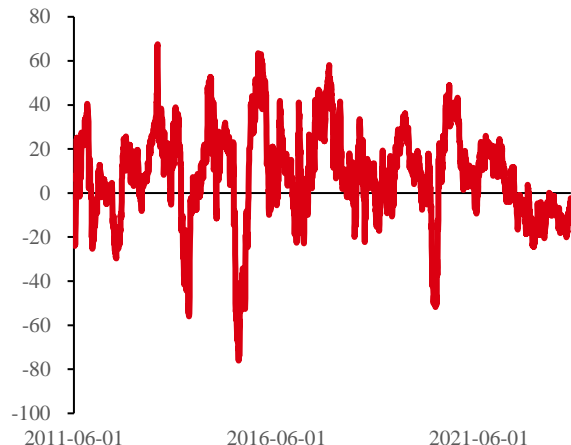


数据来源：Wind、中信建投期货

图表 33: 3T-TL



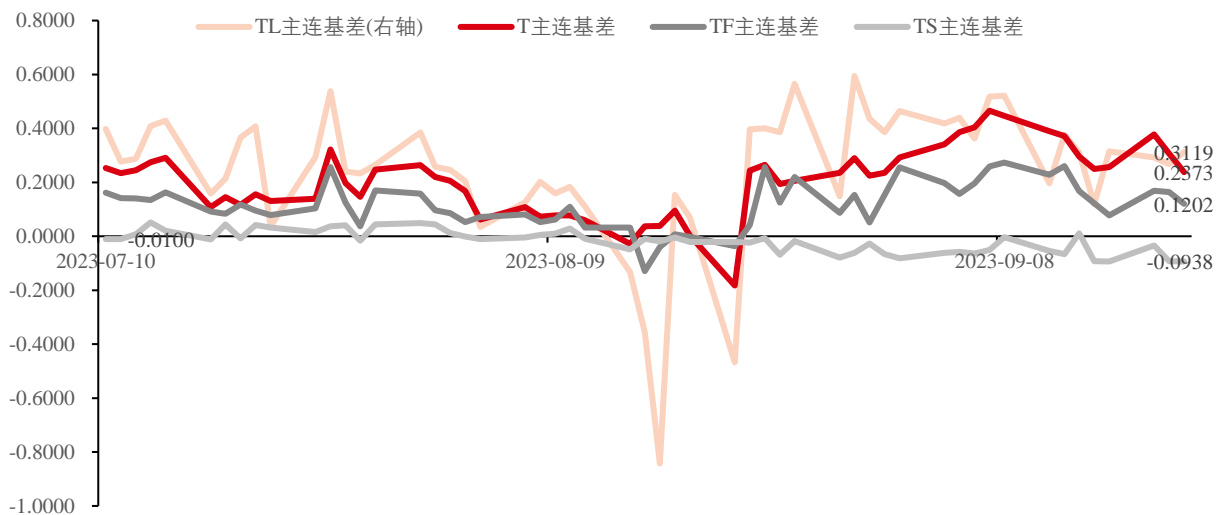
图表 34: 30y+2y-10y



数据来源: Wind、中信建投期货

对比各品种主连合约的基差水平,当前 TL 基差在 0.3 附近,T 基差在 0.23 附近,TL 基差显著低于 3T 基差,意味着 TL 基差收敛动力将较 T 更弱;TS 基差持续处于负区间,进一步收敛空间亦有限。低基差意味着 TL 和 TS 更易成为后市的空头品种,若参与做陡利率曲线,更推荐多 T 空 TL。

图表 35: 债对股性价比与 10y 国债到期收益率



数据来源: Wind、中信建投期货

三、 结论

本篇报告重在预判短期内利率曲线的演变方向，并据此提出较优的国债期货交易策略。

对于利率曲线的变化方向，我们判断本轮利率反弹的幅度将不会很高，预计 2.7%~2.75% 构成阶段顶部区域，经济非大超预期的情况下难以有效突破。期限利差有望小幅走扩，主要源于在央行宽松货币政策的保驾护航下，流动性难以显著收紧。

对于国债期货的交易策略，我们推荐多头替代现券的策略和多 T 空 TL 的跨品种策略，前者源于利率反弹幅度不会很高的判断，后者源于 TL 超涨的判断。即使当前基差水平不高的情形下，我们仍不推荐参与空头套保，原因在于市场空头情绪偏弱，基差难见扩张动能。

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