

国债期货专题报告：

10 月期债为何调整？

摘要：

本篇报告重点回顾了 10 月以来期债行情及其交易逻辑，并提出短期内后市值得关注的策略。

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，随着地方债发行高峰结束，流动性望重回宽松。

对于国债期货的交易策略，单边策略上，我们推荐优先多 T 和 TF；跨品种策略上，我们推荐多 T 空 TL；移仓方面，考虑跨期价差可能先收敛后扩张，建议多头晚移，空头早移为宜。

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 10 月 24 日

目录

一、10 月行情回顾.....	3
二、地方政府债供给对债市的影响	5
三、基差分析及移仓展望	9
四、结论	11

图表目录

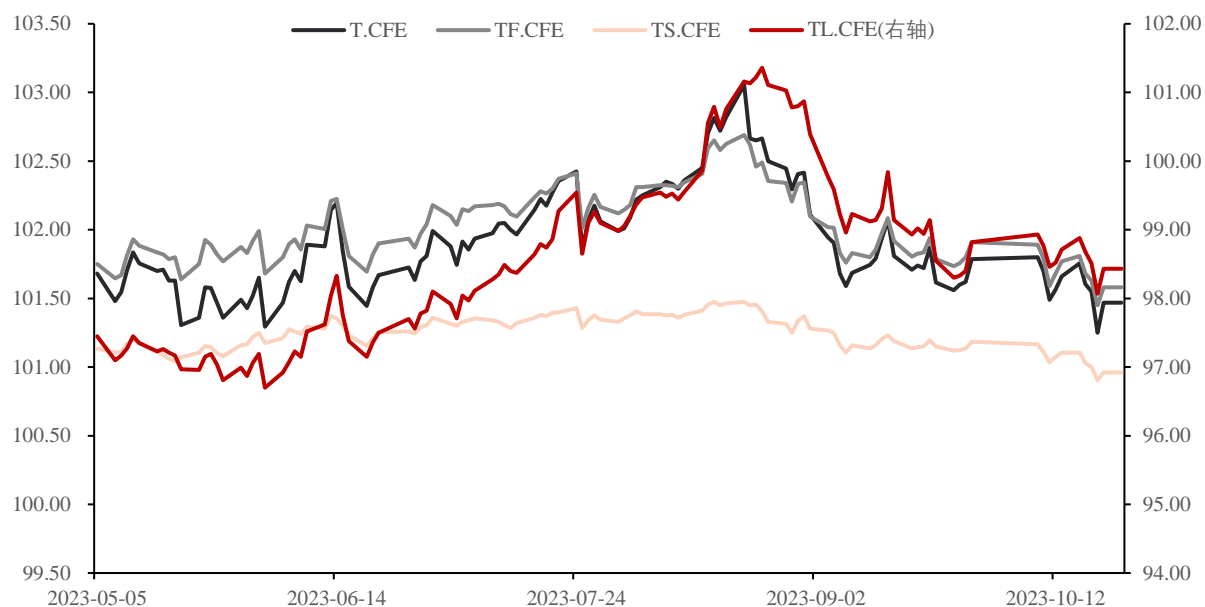
图表 1: 单边走势	3
图表 2: 跨品种价差走势	4
图表 3: 地方政府债净融资(亿元)	4
图表 4: 同业存单 3 个月发行利率(%).....	5
图表 5: 央行公开市场净投放月度累计(亿元)	5
图表 6: 地方政府债供给对利率的影响	6
图表 7: 地方政府债供给对利差的影响	7
图表 8: 四个品种主连基差走势	8
图表 9: TS 主连 IRR-同存与跨品种价差.....	9
图表 10: 近三年 T03 合约净基差.....	10
图表 11: 近三年 T06 合约净基差	10
图表 12: 近三年 T09 合约净基差.....	10
图表 13: 近三年 T12 合约净基差	10
图表 14: 基差与跨期价差正相关	11
图表 15: 资金利率与跨期价差负相关	11

一、10 月行情回顾

进入 10 月，期债延续 9 月的震荡下行，T 主力合约月累计最大跌幅一度达到-0.52%，10y 国债利率一度站上 2.7%。跨品种价差持续下行，屡破阶段新低，利率曲线呈现熊平特征。

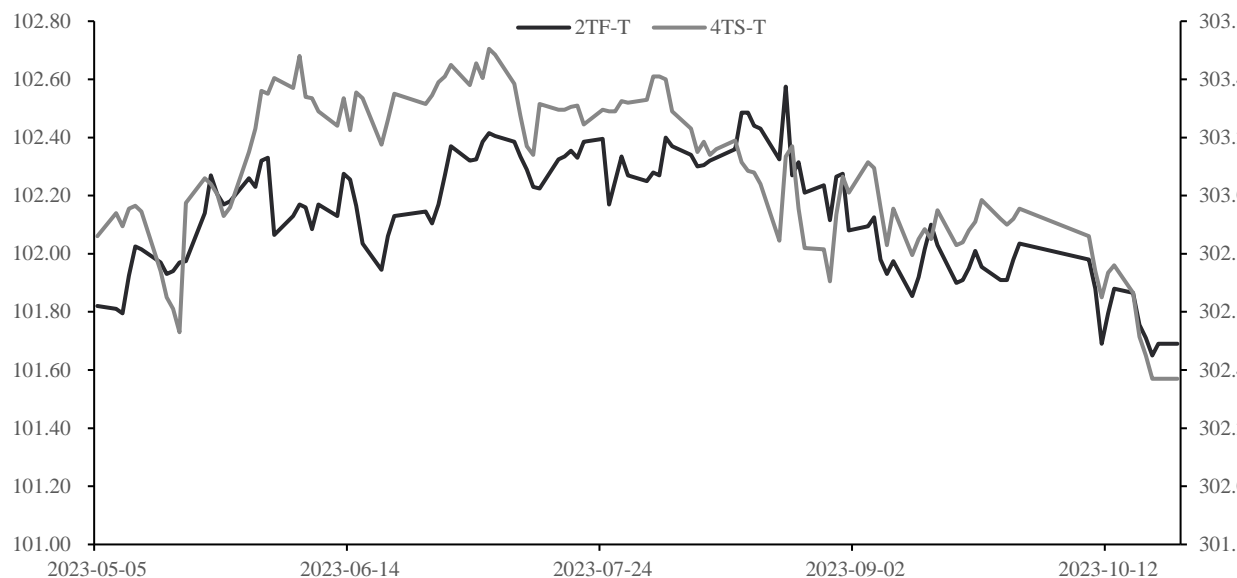
10 月以来国债期货持续震荡偏弱，在经济预期并未出现明显缓和、权益和大宗商品普遍回落的背景下，利率未脱离震荡上行的走势。如果说 9 月期债的调整主要是由稳增长政策预期导致的，那么 10 月处于政策真空期，导致期债继续走弱的核心因素则转变为流动性边际收紧，导致利率曲线的熊平状态进一步加深。

图表 1：单边走势



数据来源：Wind、中信建投期货

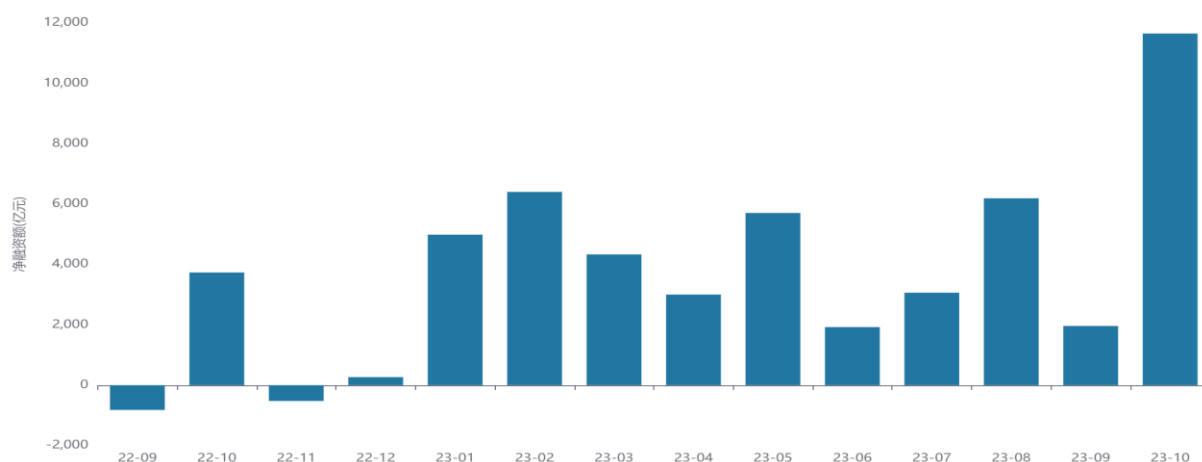
图表 2：跨品种价差走势



数据来源：Wind、中信建投期货

10月流动性收紧力度超预期的推动因素来自于特殊再融资债的提速发行。2023年9月26日，内蒙古自治区政府拟于10月9日发行663.2亿元2023年内蒙古政府再融资债券（九期至十一期），三期债券额度分别为274.4、194.4和194.4亿元，其中募集资金全部用于偿还政府负有偿还责任的拖欠企业账款（10月6日内蒙古更新披露的资金用途已调整为偿还存量债务），打响第三轮特殊再融资债券发行的第一枪。截至目前的数据，10月地方政府债净融资超过1.1万亿，其中特殊再融资债净融资就超过9千亿。

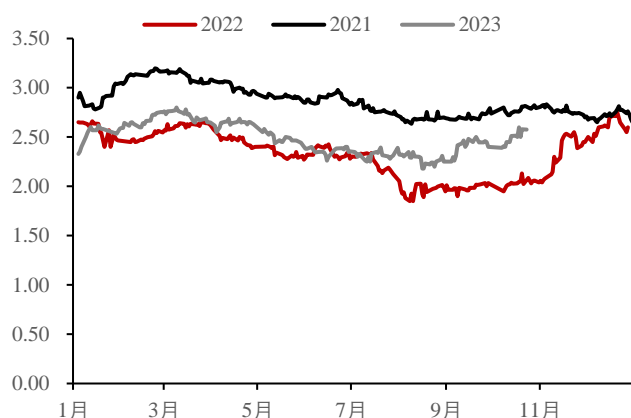
图表 3：地方政府债净融资（亿元）



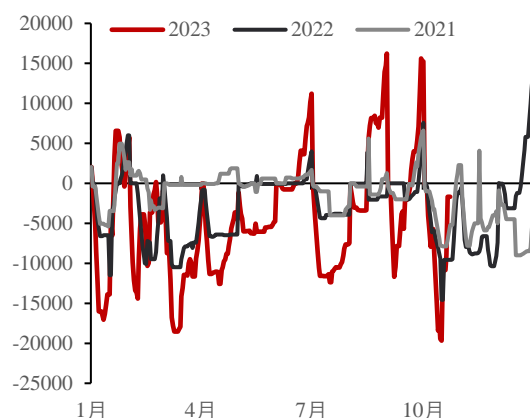
数据来源：Wind、中信建投期货

特殊再融资债与一般再融资债的区别在于，特殊再融资债属于地方债中的再融资债，其特殊点在于资金用途，不同于用来偿还“到期政府债券本金”的普通再融资债券，特殊再融资债是用来偿还“政府存量债务”的，这就加大了地方“开正门”的力度，能有效对冲“堵后门”（即融资收紧）给城投企业带来的流动性风险。因此，在央行公开市场净投放与往年同期持平，且无其他宽松操作时，特殊再融资债对于银行间流动性的抽离效应会更强，从而表现为 10 月存单利率上行斜率略高于往年同期，资金收敛的程度可见一斑。

图表 4：同业存单 3 个月发行利率(%)



图表 5：央行公开市场净投放月度累计(亿元)



数据来源：Wind、中信建投期货

二、地方政府债供给对债市的影响

根据历史经验，地方政府债大幅放量对于利率曲线的形态会有显著的影响，体现为地方政府债发行放量将对银行间流动性产生收缩效应，致短端利率承受更大的上行压力。图表 6 表明，当地方债月净融资超过 8 千亿时，当月利率上行的概率将大于下行概率；而当地方债净融资低于 8 千亿时，当月利率下行的概率会增加；地方债放量后次月和两月后利率下行概率均会明显增加。不难看出，地方政府债对于流动性的负面冲击的持续时间一般不会很长，且影响具有一定不确定性，难以成为债市的核心影响因素。

图表 6：地方政府债供给对利率的影响

日期	地方债净融资(亿元)	10y 利率当月变化 (bp)	10y 利率次月变化 (bp)	10y 利率两月后变化 (bp)
2022-07	14289.94	-5.69	-12.64	12.24
2016-05	10240.91	9.65	-12.93	-8.53
2020-06	10123.69	10.96	12.10	6.66
2016-07	9858.76	-8.53	-2.76	-0.49
2022-06	8845.15	6.84	-5.69	-12.64
2020-09	8619.26	12.93	3.24	5.27
2016-09	7864.92	-0.49	-1.45	22.64
2020-02	7850.64	-27.27	-12.30	-7.36
2016-04	7739.60	5.77	9.65	-12.93
2017-08	7537.08	-0.01	-0.88	27.71
2015-12	7536.72	-22.16	0.41	0.78
2015-07	7343.65	-15.49	-9.69	-10.61
2018-09	7129.50	4.81	-10.49	-14.61
2018-10	7037.44	-10.49	-14.61	-12.72
2021-11	6548.11	-13.92	-6.01	-5.48
2023-03	6403.67	-5.92	-7.08	-9.50
2022-02	6143.12	7.75	-0.52	4.75
2018-08	5824.06	8.13	4.81	-10.49
2022-04	5722.92	4.75	-9.24	6.84
2023-06	5705.40	-5.47	2.85	-11.02
2015-10	5614.97	-20.57	1.39	-22.16
2017-06	5504.84	-5.19	5.40	-0.01
2020-10	5493.02	3.24	5.27	-9.93
2016-06	5389.89	-12.93	-8.53	-2.76
2019-07	5338.01	-7.41	-9.96	9.93
2019-08	5121.44	-9.96	9.93	14.73
2021-06	5077.00	1.63	-22.95	0.43
2023-02	4986.36	1.50	-5.92	-7.08
2021-09	4936.78	1.57	10.12	-13.92
2017-12	4906.29	0.43	2.91	-9.88

数据来源：Wind、中信建投期货

事实上，地方政府债放量发行对于利率期限结构会造成更确定性的影响，表 7 中历史数据反映出，地方政府债净融资超过 1 万亿时，各期限的期限利差将必然收敛；地方政府债净融资超过 8 千亿时，10y-5y 将必然收敛；地方政府债净融资低于 8 千亿时，期限利差收敛的概率会降低。今年 10 月地方政府债发行

再提速，净融资已超万亿，期限利差也如期收敛，历史规律得到验证。

考虑到由于发行特殊再融资债券相当于以增加法定债务额度的方式来化解隐性债务，所以在发行规模上就存在上限。据财政部数据显示，截至 2022 年末全国地方政府债务限额为 37.6 万亿元，同期全国地方政府债务余额 35 万亿元，二者存在 2.6 万亿的空间，即为特殊再融资债券的限额空间。目前预估今年将发行 1.5 万亿，则年内剩余 6000 亿左右待发行，意味着 11~12 月地方债发行压力将明显减轻。因此，结合历史规律来看，今年 11~12 月利率下行空间可能有限，利率曲线望重新陡峭化。

图表 7：地方政府债供给对利差的影响

日期	地方政府债净融资(亿元)	30y-2y(bp)	10y-2y(bp)	5y-2y(bp)	30y-5y(bp)	10y-5y(bp)	30y-10y(bp)
2022-06	14,289.9378	-9.22	-5.22	-1.99	-7.23	-3.23	-4.00
2016-04	10,240.9128	-27.04	-26.88	-3.31	-23.73	-23.57	-0.16
2020-05	10,123.6914	-39.80	-36.56	-12.81	-26.99	-23.75	-3.24
2016-06	9,858.7593	2.55	-9.54	-3.84	6.39	-5.70	12.09
2022-05	8,845.1544	4.00	2.16	3.89	0.11	-1.73	1.84
2020-08	8,619.2579	-26.60	-24.19	-4.80	-21.80	-19.39	-2.41
2016-08	7,864.9180	-0.46	4.51	4.39	-4.85	0.12	-4.97
2020-01	7,850.6378	-4.94	-6.87	-0.09	-4.85	-6.78	1.93
2016-03	7,739.6024	-0.72	25.58	6.72	-7.44	18.86	-26.30
2017-07	7,537.0797	16.43	8.83	10.11	6.32	-1.28	7.60
2015-11	7,536.7229	-1.63	-8.22	-7.85	6.22	-0.37	6.59
2015-06	7,343.6462	10.43	11.89	3.63	6.80	8.26	-1.46
2018-08	7,129.4986	9.30	-1.07	-0.28	9.58	-0.79	10.37
2018-09	7,037.4396	-5.46	-0.86	4.31	-9.77	-5.17	-4.60
2021-10	6,548.1115	0.42	2.12	6.48	-6.06	-4.36	-1.70
2023-02	6,403.6741	-5.56	-7.12	-6.17	0.61	-0.95	1.56
2023-08	6,191.1997	-8.09	-7.21	-2.31	-5.78	-4.90	-0.88
2022-01	6,143.1235	18.67	16.24	4.72	13.95	11.52	2.43
2018-07	5,824.0639	22.08	21.89	10.48	11.60	11.41	0.19
2022-03	5,722.9241	-8.40	-7.55	0.04	-8.44	-7.59	-0.85
2023-05	5,705.4010	6.12	3.68	-2.20	8.32	5.88	2.44
2015-09	5,614.9662	-26.46	-34.97	-28.97	2.51	-6.00	8.51
2017-05	5,504.8443	-22.60	-18.25	-9.18	-13.42	-9.07	-4.35
2020-09	5,493.0237	9.09	10.27	7.53	1.56	2.74	-1.18
2016-05	5,389.8905	9.59	8.88	0.25	9.34	8.63	0.71
2019-06	5,338.0052	-12.23	-8.15	-5.38	-6.85	-2.77	-4.08

2019-07	5,121.4378	0.59	-4.33	-2.92	3.51	-1.41	4.92
2021-05	5,076.9956	-10.56	-8.72	-1.37	-9.19	-7.35	-1.84
2023-01	4,986.3642	-2.89	-3.12	-1.11	-1.78	-2.01	0.23
2021-08	4,936.7804	-3.86	-0.59	-2.37	-1.49	1.78	-3.27

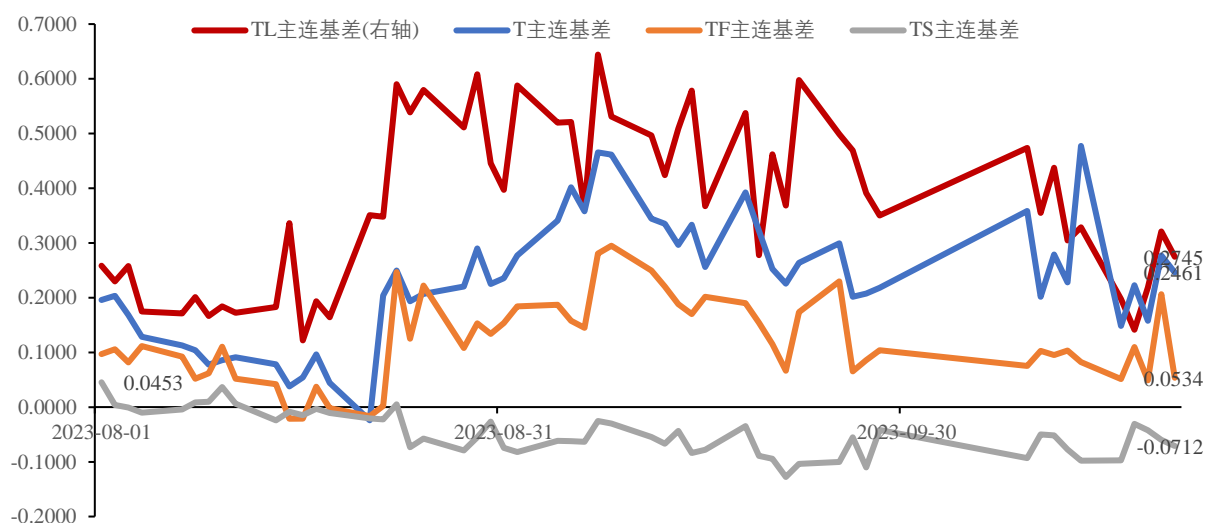
数据来源：Wind、中信建投期货

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以及做陡利率曲线的策略机会。我们曾经探讨过，双降后半年内十债利率反弹幅度超过 10bp 的情况很少见，叠加地方债高峰过去，由此推断，当前超过 2.7% 的位置已为多头提供了较高的安全边际。

除了流动性冲击现券利率的期限结构外，我们注意到，期货品种间自身具备很鲜明的强弱关系，表现为 TL 和 TS 仍然超涨。当前 TL 基差在 0.27 附近，T 基差在 0.25 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 基差则处于负区间，进一步收敛空间更是有限。因此，10 月流动性收紧叠加 TS 超涨，做空 4TS-T 价差便获得较确定的收益。

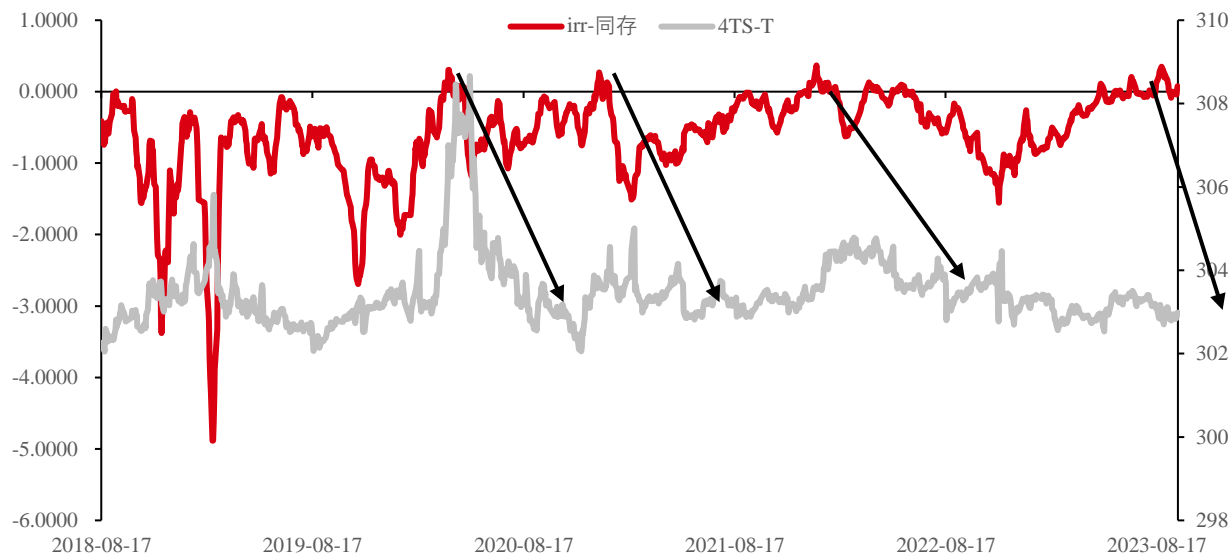
展望后市，若投资者欲做陡利率曲线，我们建议在 TL 和 T 之间进行；欲做平利率曲线，则建议在 T 和 TS 之间进行。而根据以上分析，当前流动性收紧的局面难以持续，11 月流动性望逐步转为宽松，故建议投资者更应关注做陡利率曲线的机会，即多 T 空 TL 的期货合约间套利机会，3T-TL 价差当前处于上市以来的最低区间，也具备较高的做多性价比。

图表 8：四个品种主连基差走势



数据来源：Wind、中信建投期货

图表 9： TS 主连 IRR-同存与跨品种价差



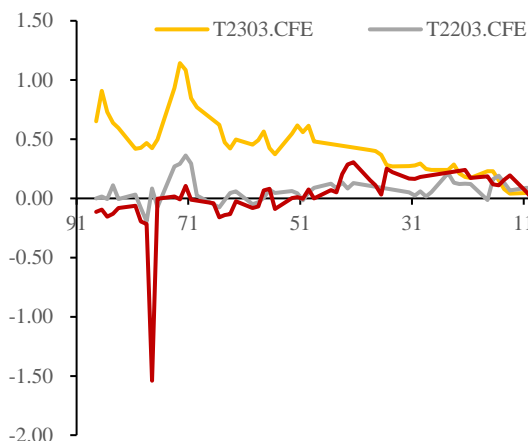
数据来源：Wind、中信建投期货

三、基差分析及移仓展望

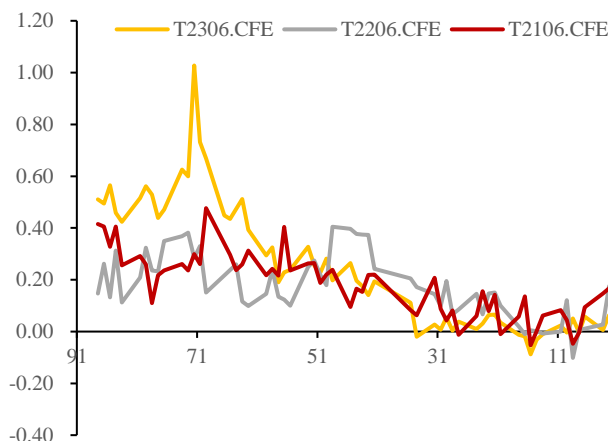
在对后市相对乐观的情形下，多头应该如何期现上进行选择呢？通过对基差的持续跟踪和观测，我们认为，后市做多现券将优于做多期货。

以流动性最好的 T 合约为例，观察其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，期债的多头情绪释放较充分。当前 T2312 合约净基差处于近两年同期中性偏低的水平，并显著低于 T2212 和 T2303，这意味着其后市收敛压力将显著减轻。

图表 10：近三年T03 合约净基差

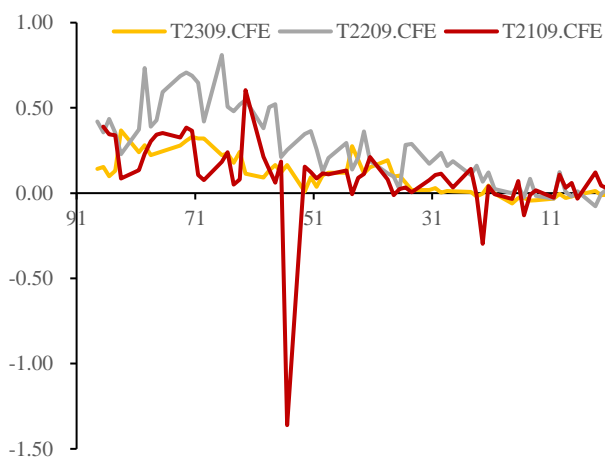


图表 11：近三年 T06 合约净基差

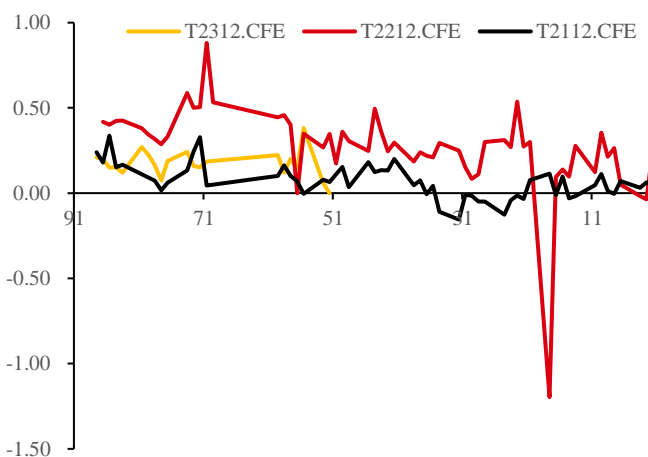


数据来源：Wind、中信建投期货

图表 12：近三年T09 合约净基差



图表 13：近三年 T12 合约净基差



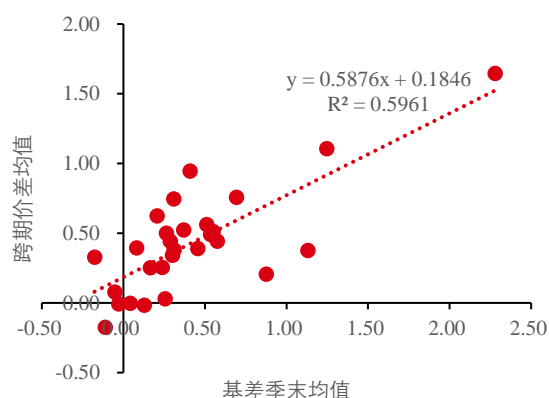
数据来源：Wind、中信建投期货

当前临近移仓换季月份，我们判断跨期价差(近月-远月价差)或先下后上。根据前面推断，1-3 季度基差存在较大的收敛压力，四季度收敛压力减弱，考虑基差对跨期价差存在正向推动力，这不利于跨期价差进一步收敛；而且，资金利率在 11 月重回下行的概率较高，叠加利率曲线重回陡峭化，牵引跨期价差扩张的概率更高。综合判断，以一个季度的时间维度去考量，11 月跨期价差有望延续总体走扩的势头。

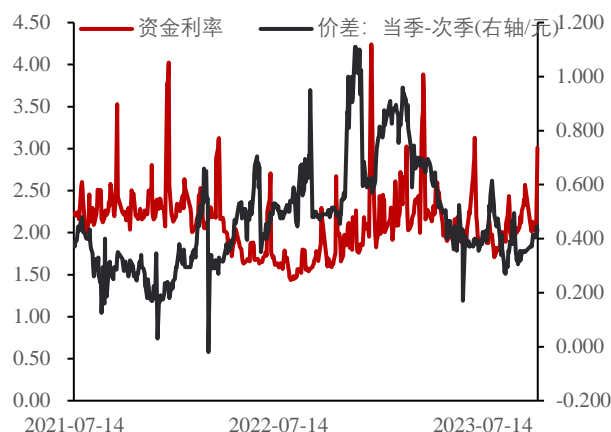
但从更短期的维度来看，多头情绪是否升温可能成为移仓阶段的主导因素。若按照前文分析，11 月市场情绪回暖的概率较高，这会导致远月合约的多头建仓动力更足，叠加部分品种近月合约的低基差抬升空套力量，又导致近月合约空头建仓动力提升，使得跨期价差在此阶段下出现收敛。综上所述，我们判断，

跨期价差在 11 月中旬可能出现先收敛后扩张的情形。

图表 14：基差与跨期价差正相关



图表 15：资金利率与跨期价差负相关



数据来源：Wind、中信建投期货

四、结论

本篇报告重点回顾了 10 月以来期债行情及其交易逻辑，并提出短期内后市值得关注的策略。

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，随着地方债发行高峰结束，流动性望重回宽松。

对于国债期货的交易策略，单边策略上，我们推荐优先多 T 和 TF；跨品种策略上，我们推荐多 T 空 TL；移仓方面，考虑跨期价差可能先收敛后扩张，建议多头晚移，空头早移为宜。

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