

# 从基差变化看国债期货策略选择

刘晓艺

期货从业资格号：F3012593

投资咨询从业证书号：Z0012930

审核人：周猛

期货从业资格号：F0284358

投资咨询从业证书号：Z0010569



期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38号

2024年3月7日

# 目录

CONTENTS

01 国债期货基差蕴含的信息

02 基差变化带来的交易机会

03 近期国债期货基差变化

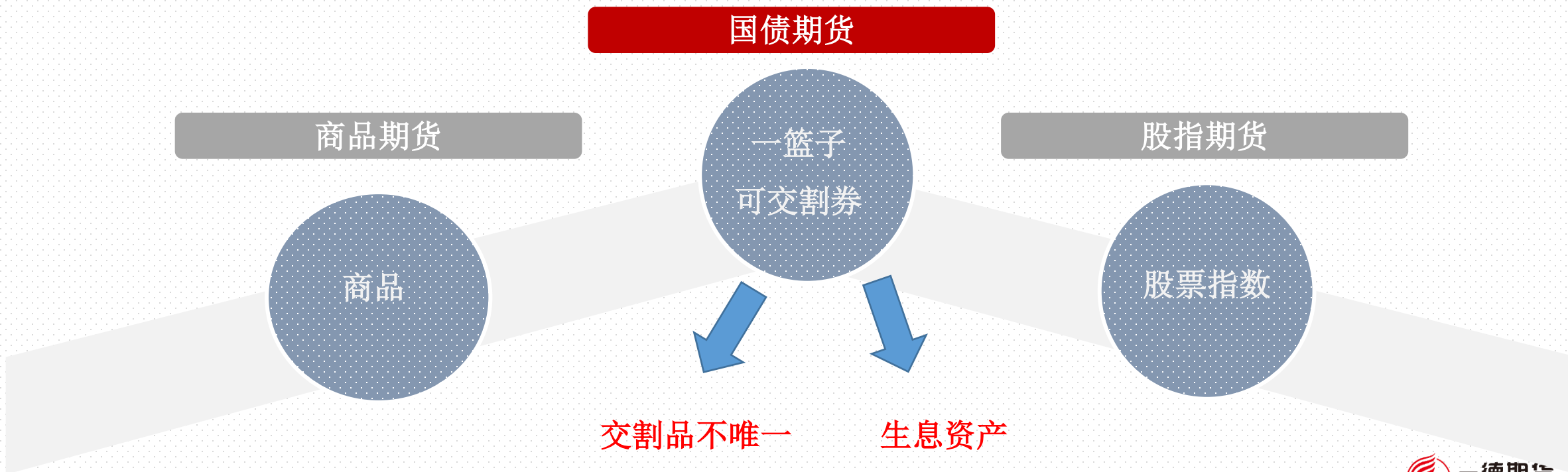
01

# 国债期货基差蕴含的信息

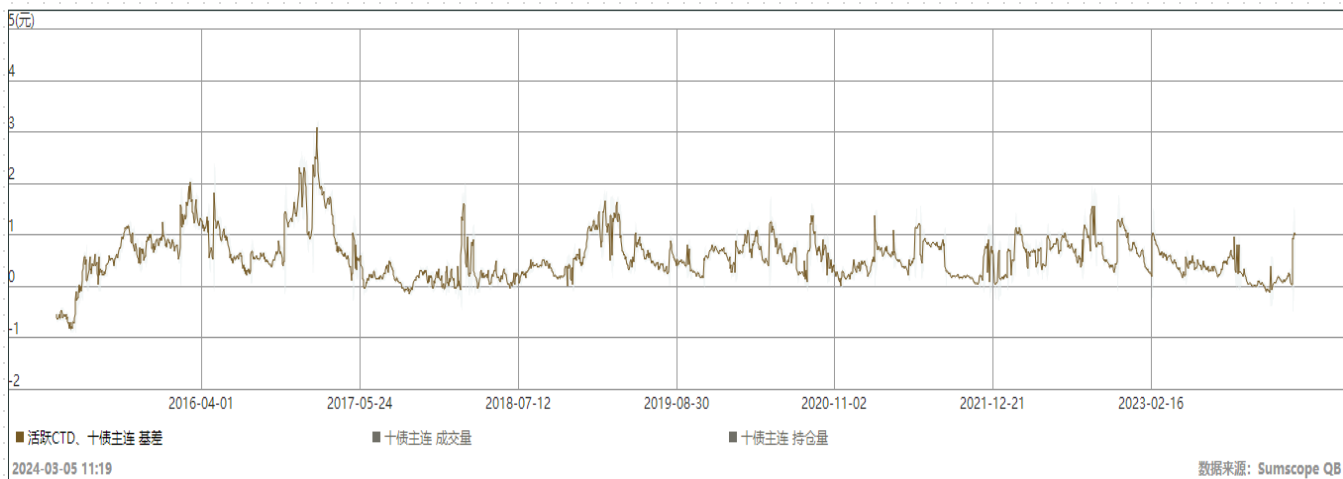
---

## ▶ 国债期货的基差有何不同

- 国债期货基差 (B) = 现券净价 - 期货结算价 \* 转换因子 =  $P - F * CF$ ;
- 引入转换因子计算基差的初衷是希望多空双方选择任一支券交割结果都相同;
- 尽管合约存续期间, CF 保持不变, 但市场利率的变化会导致**最廉交割券**的产生。



# ▶ 国债期货隐含的信息



➤ 为剔除债券付息影响，比较现券和期货价格相对高低，将基差分解为：  
净基差+carry（票息收入-融资成本）；

➤ 国债期货（净）基差具有收敛特性；

➤ 当基差或净基差大幅高于零轴的时候，可以考虑做空国债期货基差；当基差或净基差大幅偏离低于零轴的时候，可以考虑做多国债期货基差；

➤ 具体操作层面，选择哪只现券做基差交易？

## ► 交割期权导致不同券的基差变化不同

基差的期权特征：

做多基差相当于持有了期权多头；做空基差则盈利有限亏损无限  
高久期国债的基差可看做国债的看涨期权；

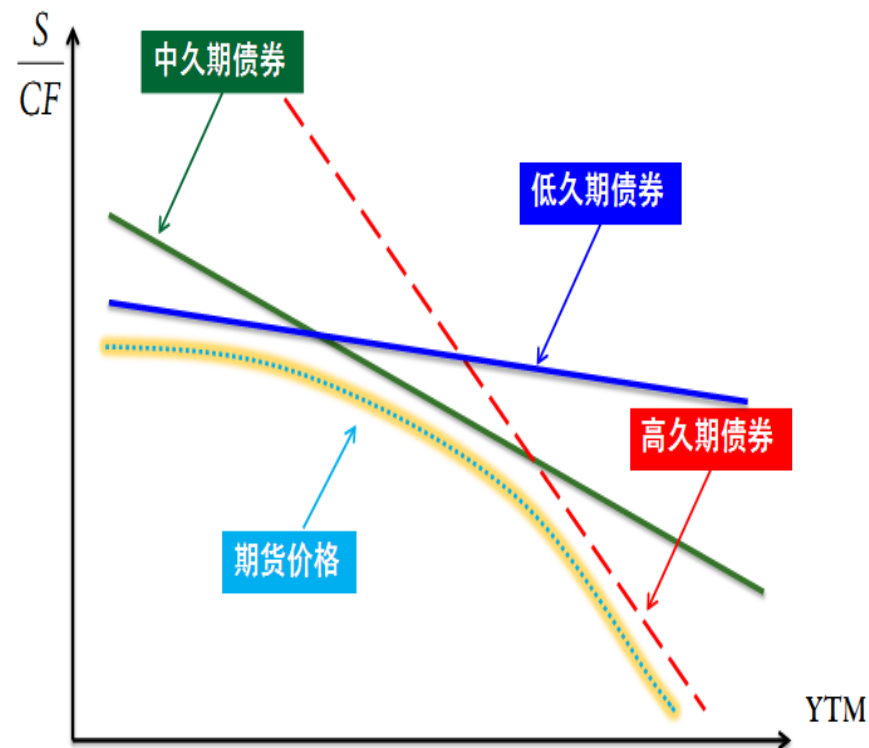
（预期收益率大下从3%以上到3%以下，可做多高久期债券基差）

中久期国债的基差可看做国债的跨式期权；

（预期收益率3%附近波动，可做多中久期债券基差）

低久期国债的基差可看做国债的看跌期权；

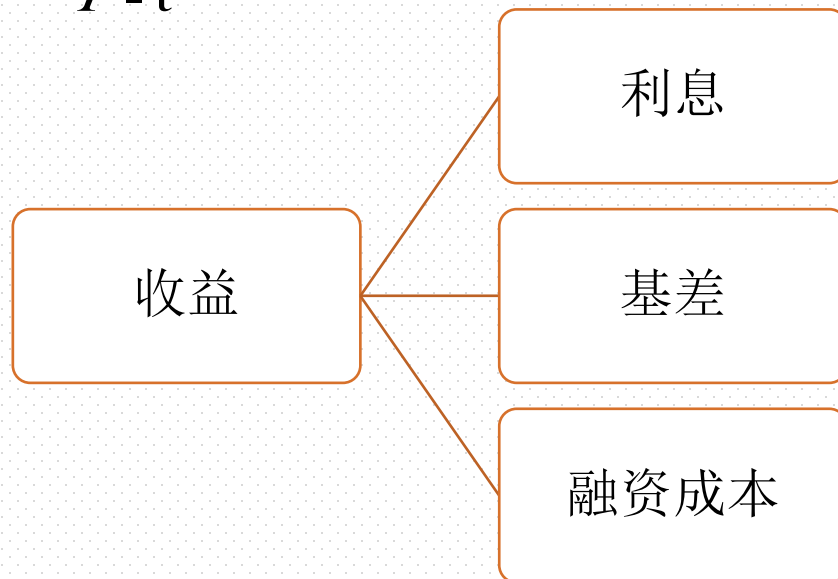
（预期收益率大上从3%以下到3%以上，可做多低久期债券基差）



## ► 国债期货基差交易收益来源

基差正套持有至交割收益率（IRR）：

$$\begin{aligned} IRR &= \frac{F_t \times CF + I_T - (P_t + I_t)}{P_t + I_t} \times \frac{365}{T - t} \\ &= \frac{(I_T - I_t) - (P_t - F_t \times CF)}{P_t + I_t} \times \frac{365}{T - t} \\ &= \frac{\text{利息} - \text{基差}}{P_t + I_t} \times \frac{365}{T - t} \end{aligned}$$



买入现券的融资成本：  
R007、DR007、GC001

IRR > 融资成本，正向套利建仓！（基差越小越好，因为基差扩大获利）

## ► 国债期货基差交易收益来源

基差反套收益率（假设交割收到的券为做空的券）：

$$\begin{aligned} R &= \frac{(P_t + I_t) - (F_t \times CF + I_T)}{P_t + I_t} \times \frac{365}{T - t} \\ &= \frac{(P_t - F_t \times CF) - (I_T - I_t)}{P_t + I_t} \times \frac{365}{T - t} \\ &= \frac{\text{基差} - \text{利息}}{P_t + I_t} \times \frac{365}{T - t} \\ &= -IRR \end{aligned}$$

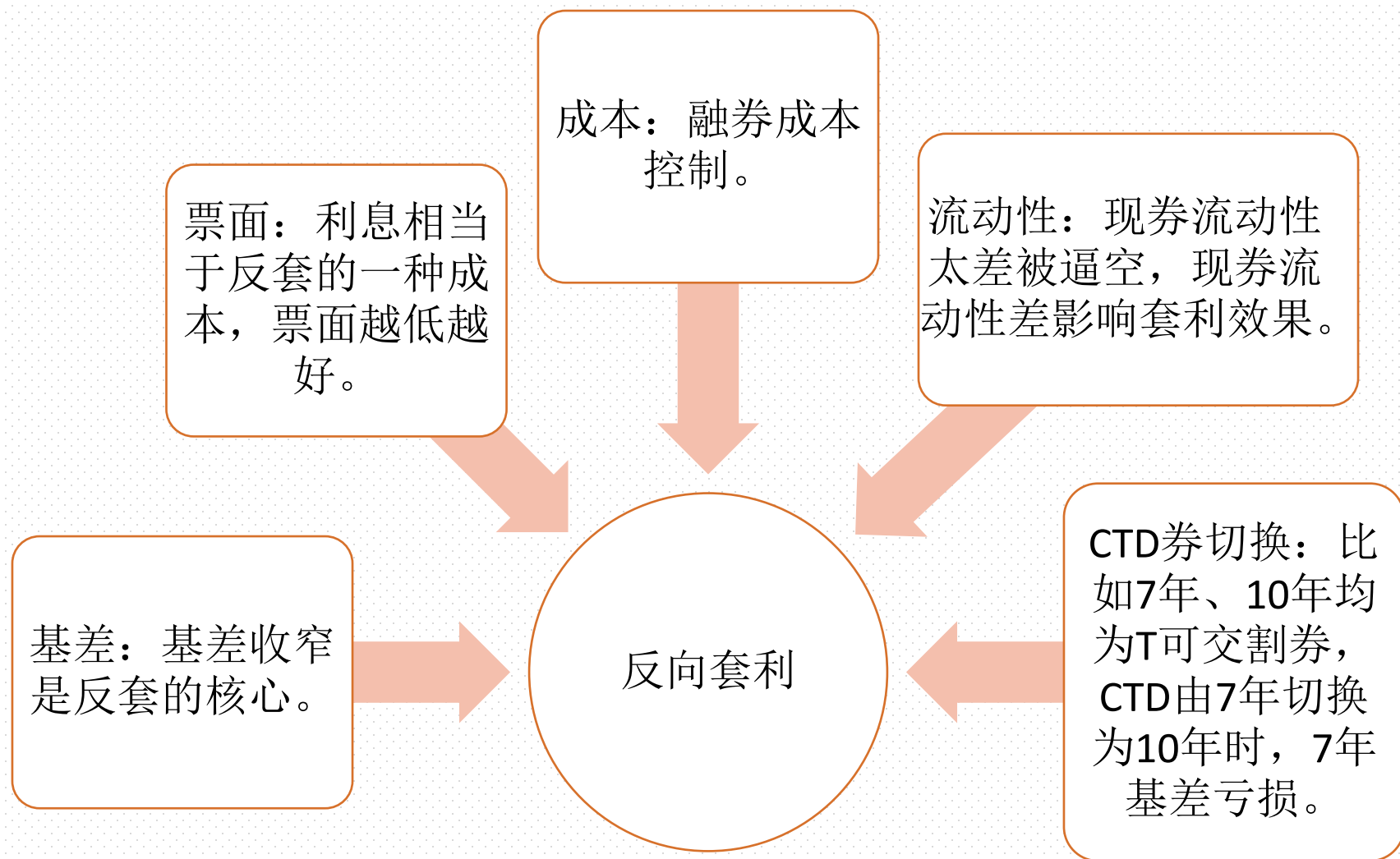
融券成本（债券借贷-押券、买断式逆回购-出钱）、摩擦成本...

收益

基差

$R > \text{成本}$ ，反向套利建仓！  
（基差越大越好，因为基差缩窄获利）

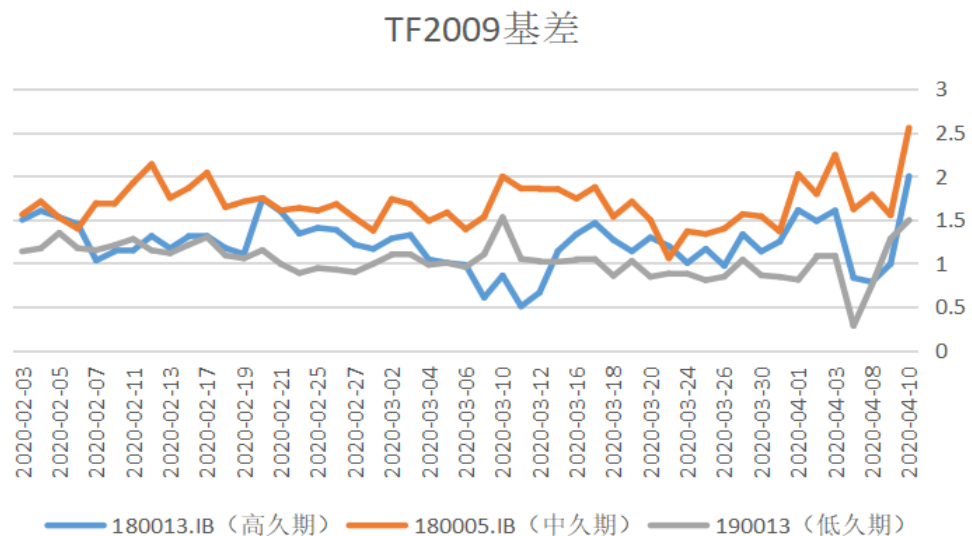
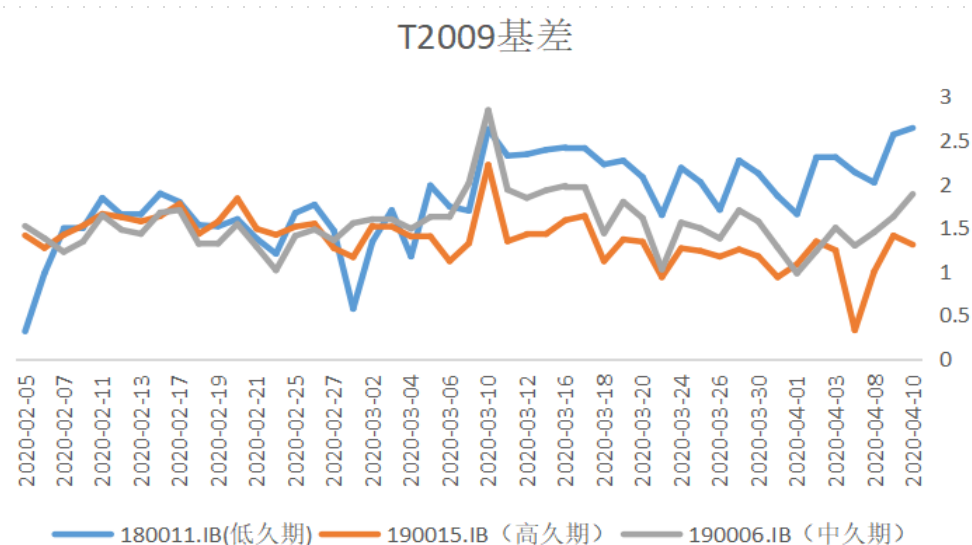
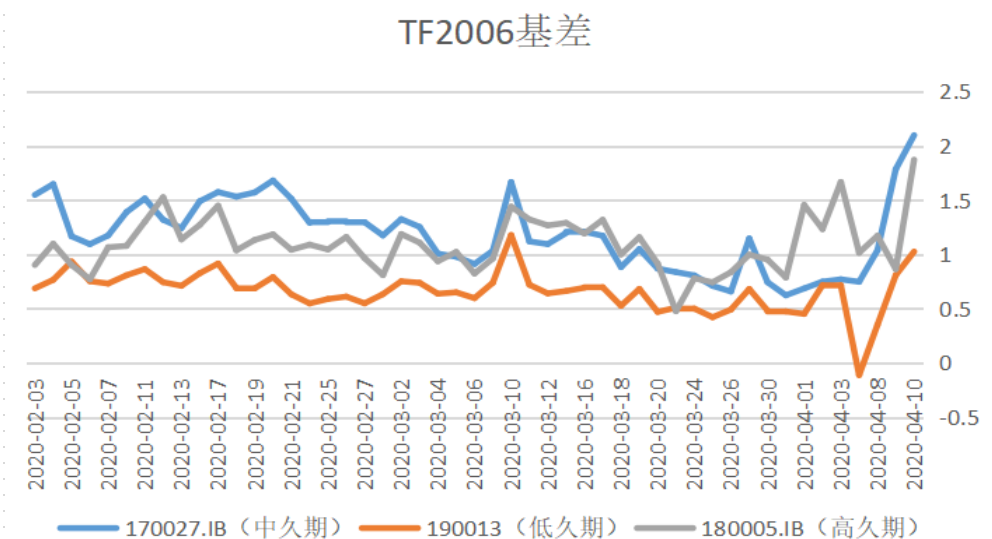
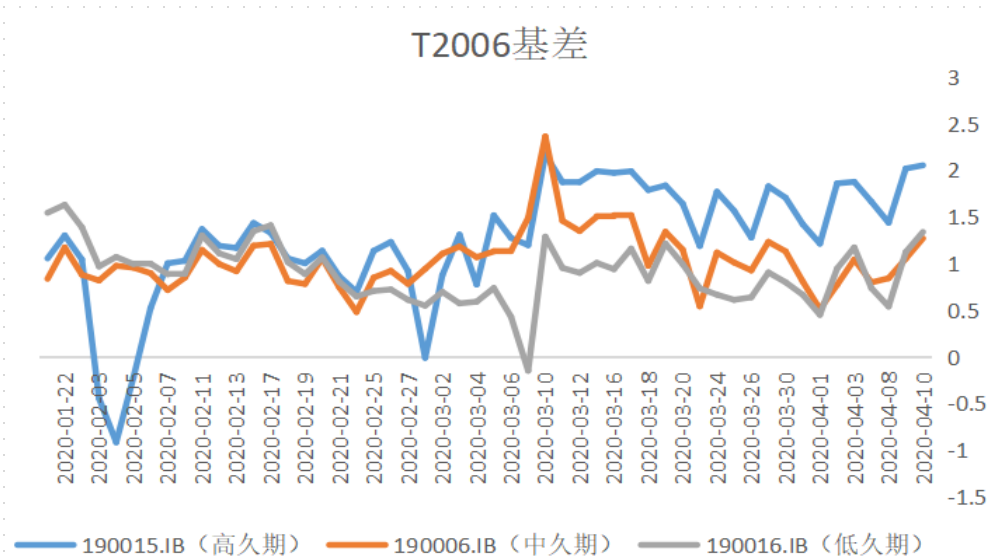
## ► 国债期货基差交易收益来源



## 02 基差变化带来的交易机会

---

# ► 2020年4月流动性极度宽松下的基差正套机会



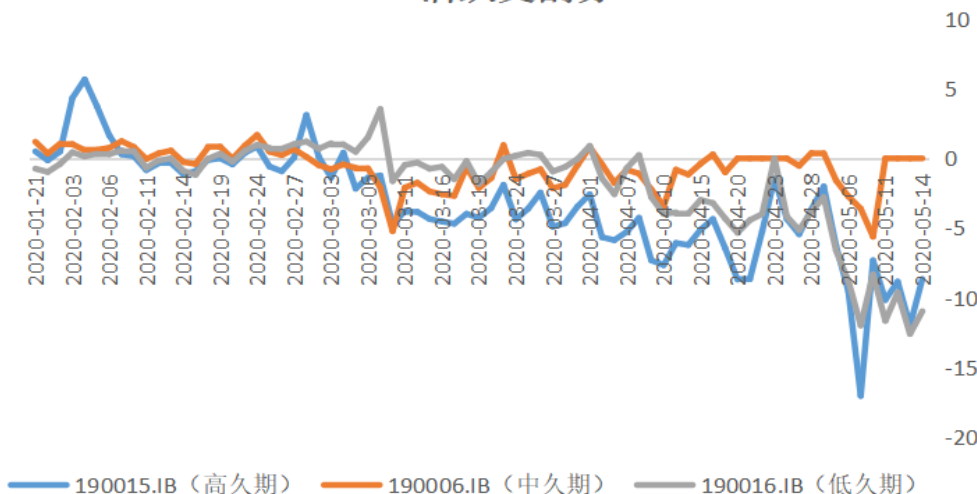
做陡曲线  
策略?

套保?

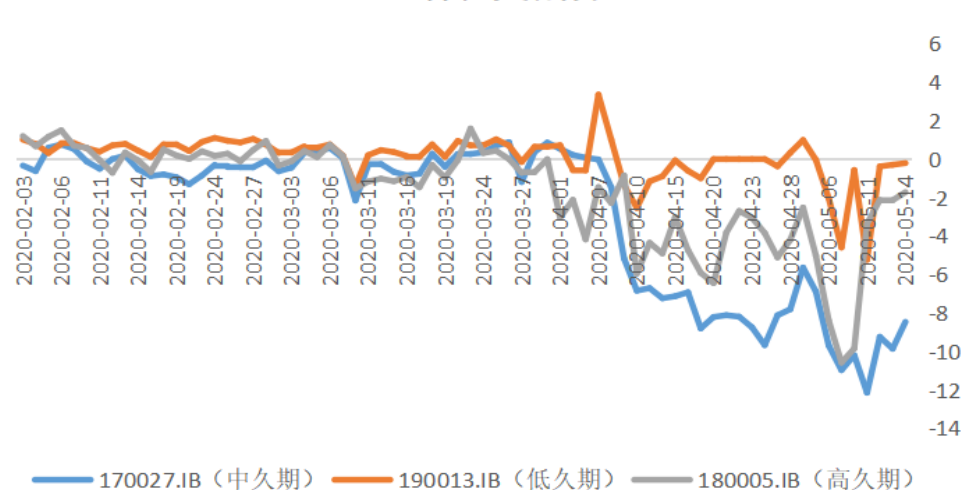
其他?

# ► 曲线陡峭化同时催生了基差和跨期价差走扩

T2006活跃交割券IRR

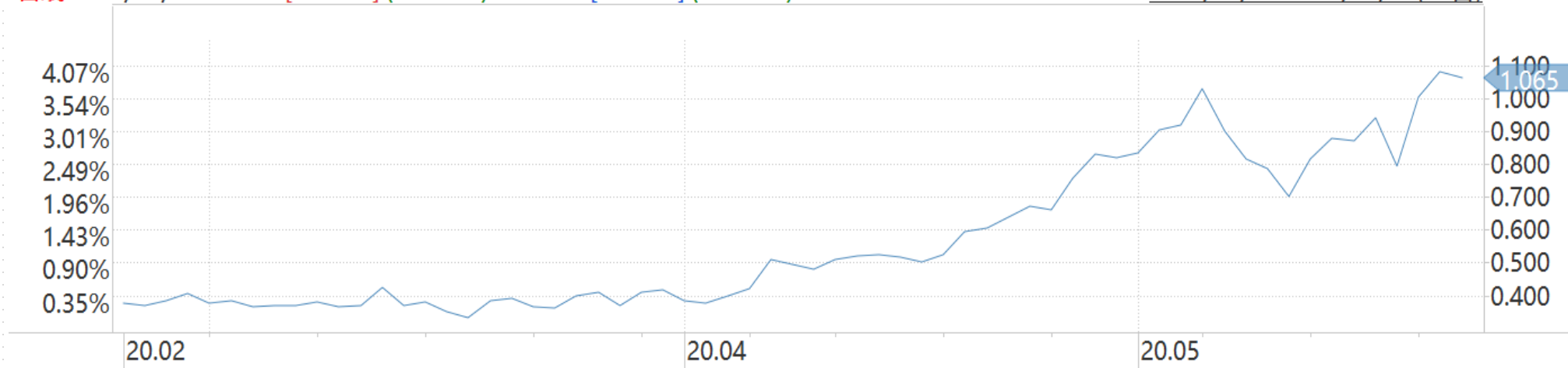


TF2006活跃交割券IRR



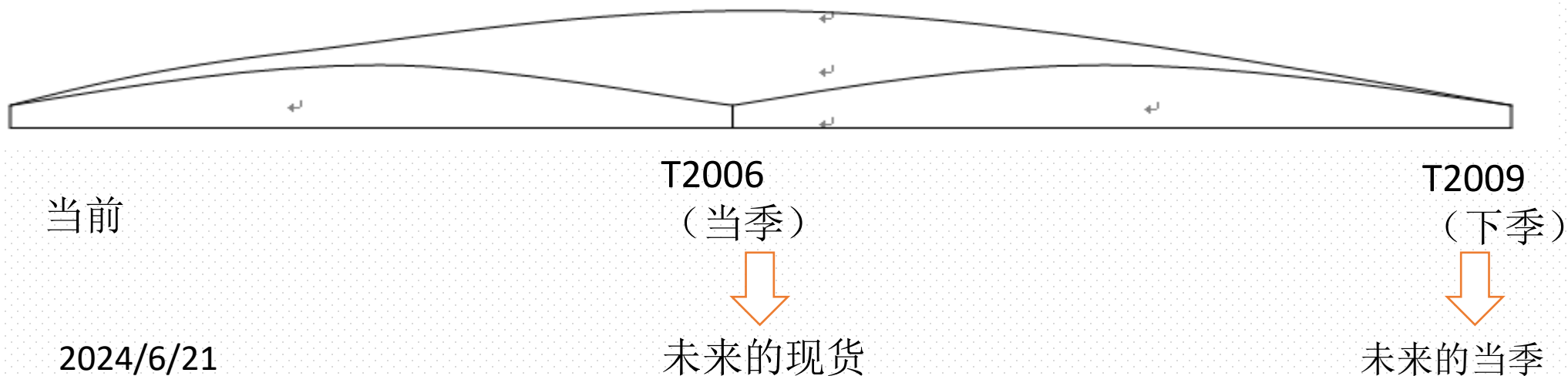
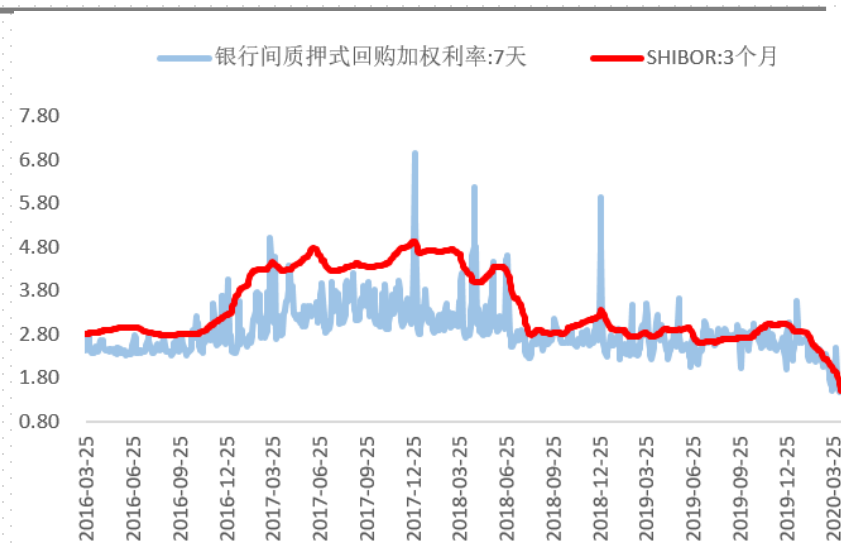
日线 2020/05/27 TF2006[TF2006] (103.300) - TF2009[TF2009] (102.235) : 1.065

2020/02/25-2020/05/27(63日)



# 国债期货基差变化的本质

- 不考虑交割期权情况下，基差就是现货的持有收益（Carry）
  - 国债期货基差=净基差+Carry
  - $\approx$  票息收入-资金成本；
  - 如果资金成本相对票息收入显著下降，基差将大幅走扩；
- 换个角度看跨期价差（类似基差走扩）



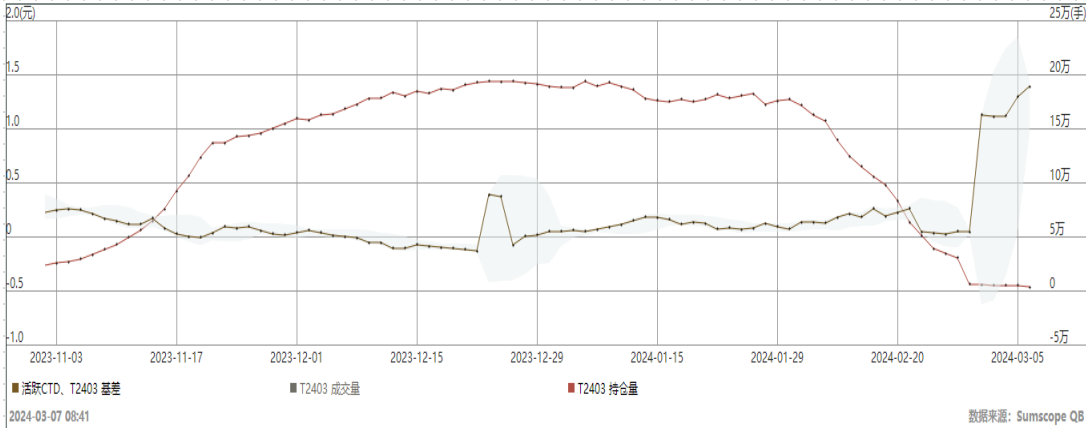
03

# 近期国债期货基差变化

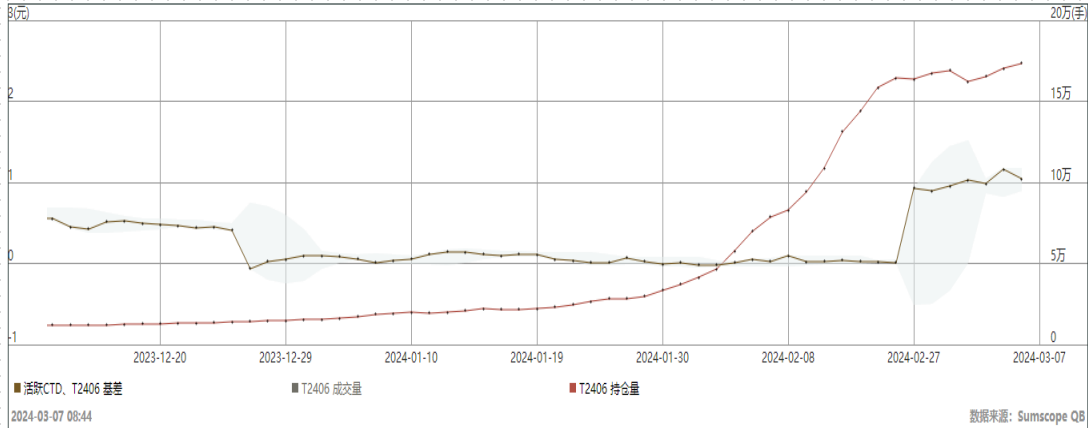
---

# ► 本轮基差走扩非曲线变化驱动

T2403合约基差（元）



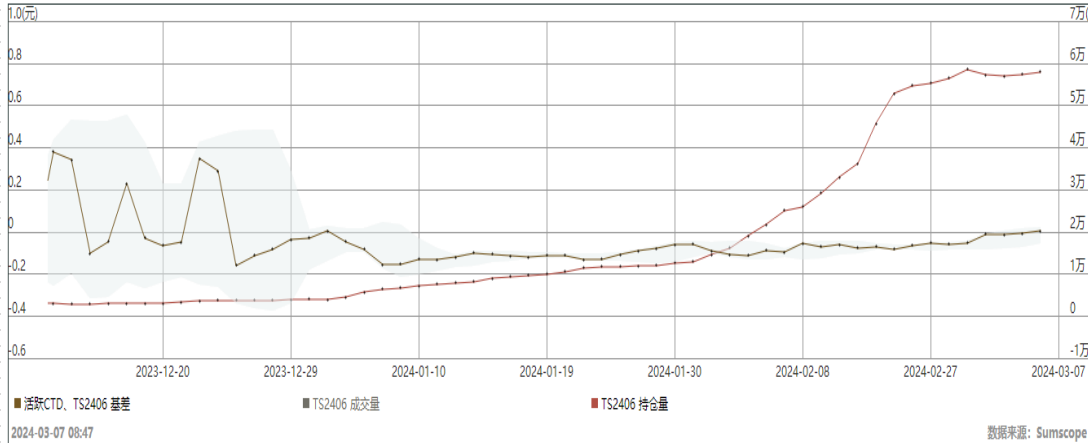
T2406合约基差（元）



TS2403合约基差（元）

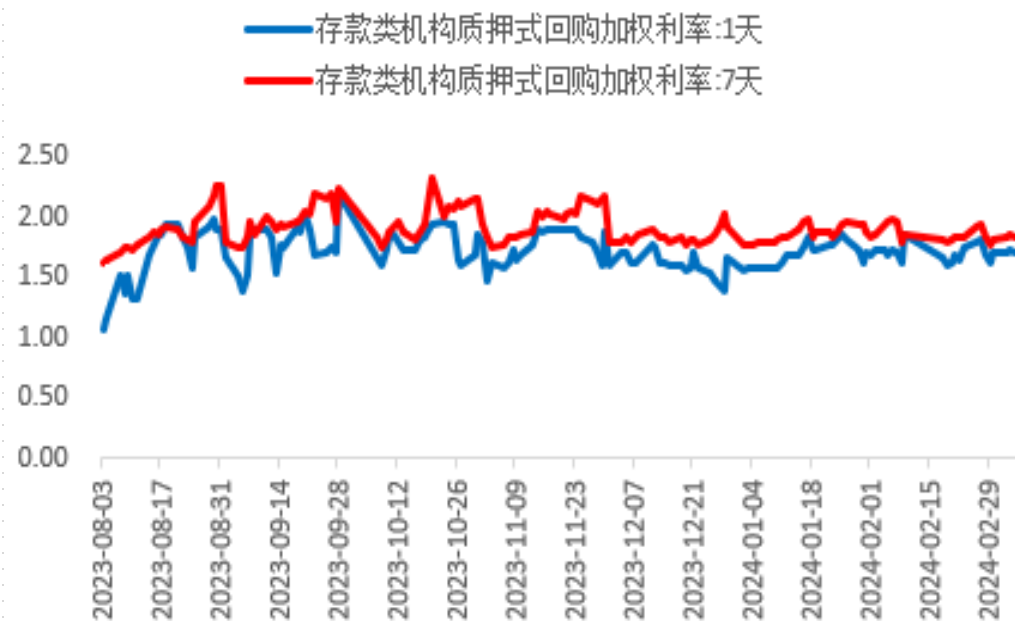


TS2406合约基差（元）



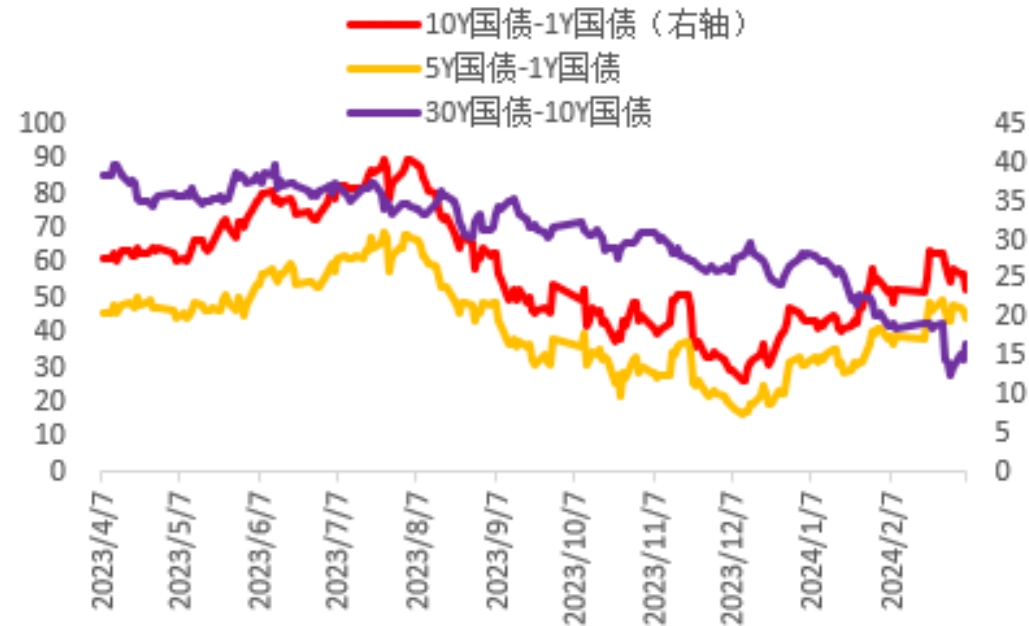
## ► 年初以来资金利率维持区间波动

银行间质押式回购利率（%）



资料来源：wind，一德期货

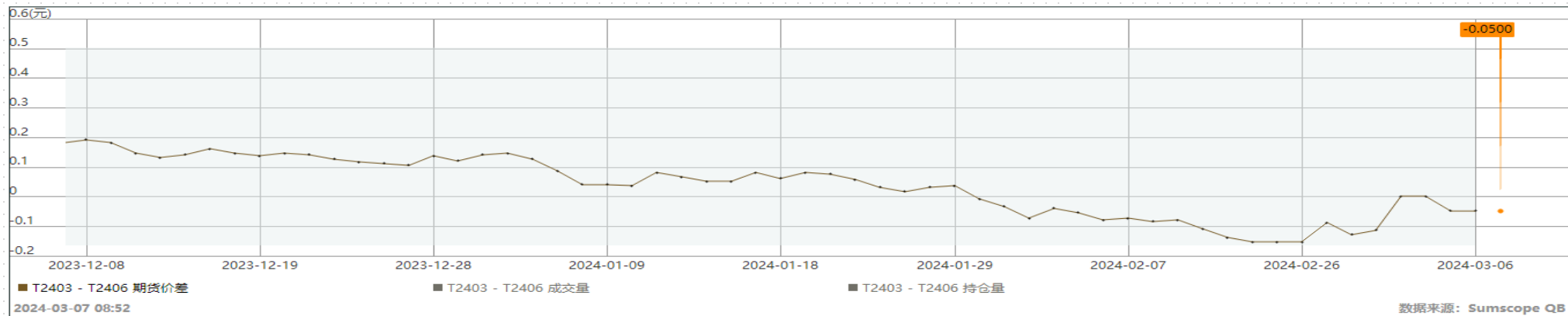
国债期限利差（BP）



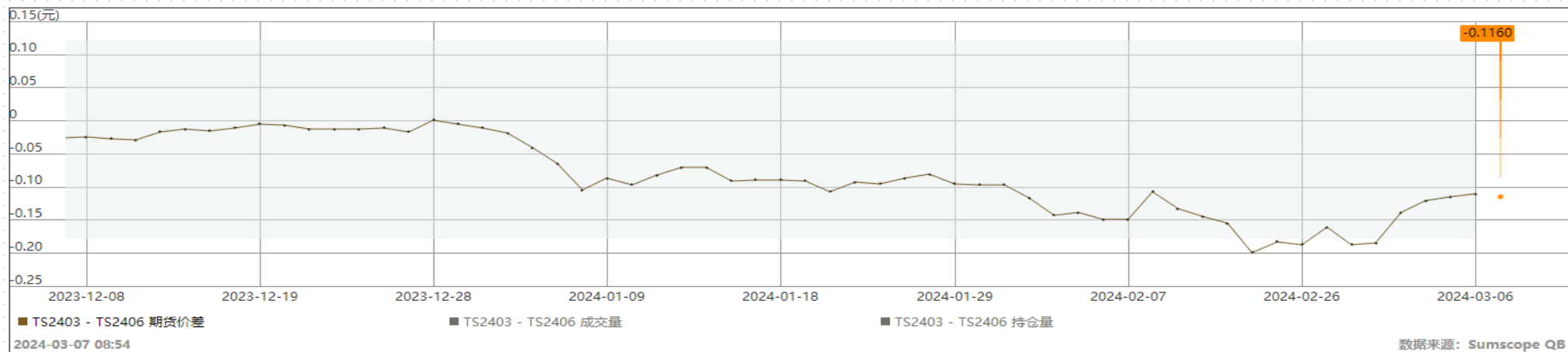
资料来源：wind，一德期货

# ► 跨期价差变化也更多由预期驱动

## T2403-T2406（元）



## TS2403-TS2406（元）

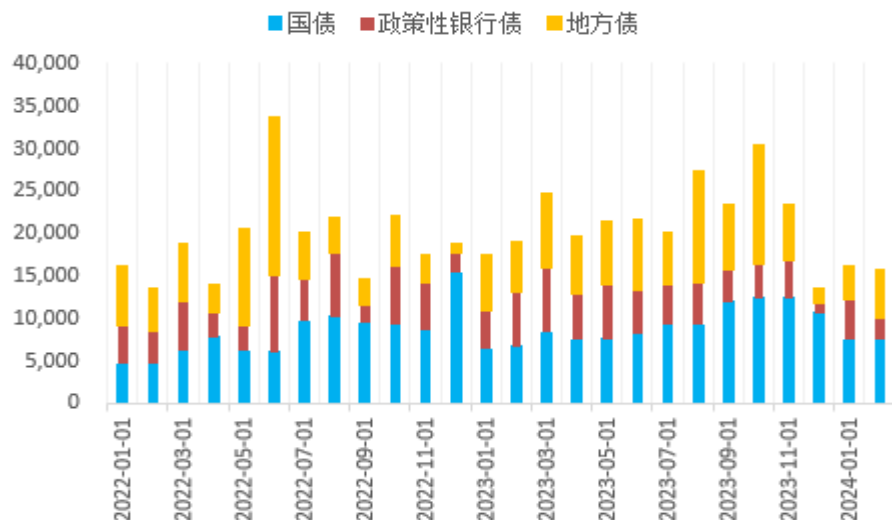


## ▶ 后续需要关注的问题

➤ 当前债市一致性预期较强，期货基差压缩到低位，后续需要预期差出现：

- 1、资产荒是否有缓解——政府债发行加快（季节性放量+万亿超长期国债），单边上涨趋势放缓或调整；
- 2、资金利率能否走低带动收益率曲线陡峭——对基差和跨期价差都有影响；
- 3、基本面预期差出现——单边、基差、跨期；

利率债净融资（亿元）



资料来源：wind，一德期货

全年利率债净融资预估（亿元）

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年E
财政赤字率	2.8%	3.6%	3.2%	2.8%	3.88%	3.0%
财政赤字规模	27600	37600	35700	33700	48800	40600
中央财政赤字	18300	27800	23800	26500	31600	33400
地方财政赤字	9300	9800	11900	7200	7200	7200
地方专项债额度	21500	37500	36500	36500	38000	39000
特别国债额度	0	10000	0	7500	10000	10000
国债到期量	24094	30820	39102	71475	69762	58629
地方债到期量	13151	20747	26680	27758	36647	29758
政策性银行债到期量	24574	26547	32909	37726	40192	38633
国债发行量	41332	71173	62902	97222	111362	102029
地方债发行量	43624	64438	75080	73556	92000	75958
政策性银行债发行量	38237	52031	55945	58405	60288	58633
利率债净融资	61374	109528	95236	92224	117049	109600

资料来源：wind，一德期货

# 免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路188号信达广场16层



全国统一客服热线：400-7008-365



官方网站：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)