

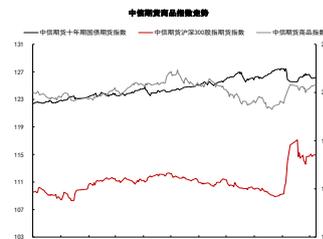
## 跨期价差走势或再现分化

### ——2503 移仓展望

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

#### 报告要点

本轮移仓，不同品种跨期价差走势或再度呈现一定分化。从多空移仓矛盾来看，TL 空头移仓压力或相对较大，而其他几个品种则或呈现多头移仓压力相对较大。另外，当季合约与次季合约 CTD 券的差异或仍可能对跨期价差走势带来一定扰动。



#### 摘要：

- **资金面偏紧以及曲线平坦化或带动跨期中枢整体有所回落，不过 TL 或有所分化。** 近期资金面整体偏紧，曲线呈现一定走平。资金面偏紧背后对应稳汇率以及防空转诉求上升。后续来看，节后资金面或有所转松，但是在上述背景下转松幅度或不大。曲线呈现一定平坦化或带动跨期价差中枢整体有所回落。不过也需要注意的是，本轮 TL 可交割券范围的变化或再度形成一定反转，并带动跨期价差中枢上升。另外，如果央行仍强调维持陡峭化曲线，以及对长端利率关注度较高，后续可能呈现短端相对偏强以及长端相对偏弱的状态，这或也会加剧 TL 与其他品种的跨期分化表现。
- **不同品种移仓矛盾也或有所不同。** TL 合约多头基于反套思路入场动力或有所上升，这可能加剧空头移仓压力。而短端 TF 和 TS 正套占主导，多头移仓压力或仍相对较大，且对比上一轮来看，本轮 TF 和 TS 正套机会相对更加明显。T 合约相较于上一轮，正套环境可能有所弱化，不过整体仍然较多。另外 T 合约 CTD 分布可能导致多头进入交割动力减弱，加剧 T 合约多空移仓矛盾。
- **当季合约与次季合约 CTD 券的差异或仍可能对跨期价差走势带来一定扰动。** 与上一轮类似，本轮国债期货四个品种的当季合约和次季合约的 CTD 券也均有所不同。
- **整体来看，本轮移仓不同品种有可能再度呈现分化表现，考虑多空移仓矛盾等因素，T、TF、TS 跨期价差下行的动力或相对较强，多头或可适当加快移仓步伐，而 TL 跨期价差或倾向于上行，TL 空头移仓或可适当加快步伐。当然也需注意的是，政策等超预期可能对跨期价差表现带来的影响。**

风险因子：1) 货币宽松超预期；2) 政府债供给超预期；3) 财政政策超预期

#### 固定收益团队

研究员：  
张菁  
zhangjing@citicsf.com  
从业资格号 F3022617  
投资咨询号 Z0013604

程小庆  
021-60819969  
chengxiaoling@citicsf.com  
从业资格号 F3083989  
投资咨询号 Z0018635

张陆  
zhanglu2@citicsf.com  
从业资格号 F03105230  
投资咨询号 Z0021341

肖琅  
xiaolang@citicsf.com  
从业资格号 F03108042  
投资咨询号 Z0021456

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

## 目 录

摘要: .....	1
一、资金面偏紧影响跨期中枢, 而 TL 或再度分化.....	4
二、不同品种移仓矛盾也或有所不同.....	9
(一) 本轮 IRR 整体水平仍较高, 正套占主导, 不过 TL 表现较其他品种也有所差异.....	9
(二) 短端 TF 和 TS 正套占主导, 多头移仓压力或仍相对较大.....	11
(三) 对于 T 合约来说, CTD 券分布可能也影响 T 合约多空移仓矛盾.....	13
(四) 当季合约与次季合约 CTD 券的差异也将对跨期价差走势带来一定扰动.....	15
三、移仓展望: 不同品种或再现分化.....	17
(一) 本轮移仓进度整体偏快, 有助于减轻节后移仓压力.....	17
(二) 移仓展望: 跨期走势或再现分化.....	18
免责声明.....	20

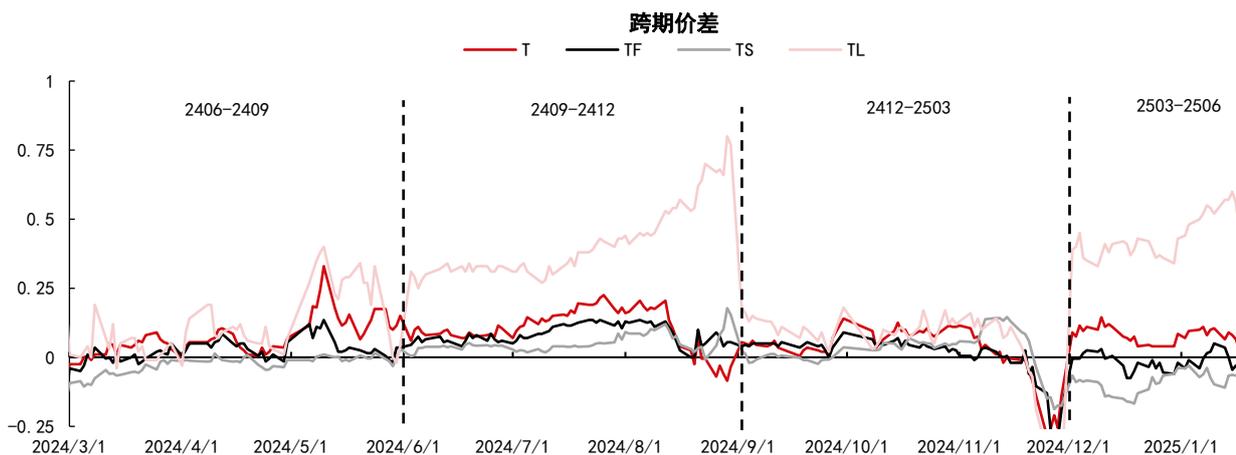
## 图目录

图表 1: 国债期货跨期价差走势 .....	4
图表 2: 资金利率整体有所上行 (%) .....	5
图表 3: 存单利率同样呈现一定反弹 (%) .....	5
图表 4: 曲线呈现一定平坦化 (%) .....	5
图表 5: 政府债供给压力并不大 (亿元) .....	6
图表 6: 春节后资金面往往有所转松, 不过当前稳汇率以及防空转或制约宽松幅度 (% , T+0 为春节前最后一个交易日) .....	7
图表 7: 曲线呈现一定平坦化, 跨期中枢或有所回落.....	7
图表 8: 曲线呈现一定平坦化 .....	8
图表 9: TL2503 与 TL2506 可交割券范围与 CTD 券有所不同 (%) .....	8
图表 10: 可交割券范围不同或导致 TL2503 价格相对偏高.....	9
图表 11: 各品种 2503 合约 IRR (%) .....	10
图表 12: 多头或基于反套思路入场动力较强 (手) .....	11
图表 13: 空头或基于套保思路 (手) .....	11
图表 14: TF2503 IRR (%) .....	12
图表 15: TF2412 IRR (%) .....	12
图表 16: 空头或仍基于正套思路入场 (手) .....	12
图表 17: TS2503 IRR (%) .....	13
图表 18: TS2412 IRR (%) .....	13
图表 19: T2503 IRR (%) .....	13
图表 20: T2503 IRR (%) .....	13
图表 21: 部分空头或仍以正套思路参与, 但相较于上一轮也有所减弱.....	14
图表 22: T2503 CTD 券呈现频繁切换 (%) .....	14

图表 1: T2503 与 T2506 CTD 券有所不同 (%) .....	15
图表 2: TF2503 与 TF2506CTD 券有所不同 (%) .....	15
图表 3: TS2503 与 TS2506 CTD 券有所不同 (%) .....	16
图表 23: TS2412 与 TS2503 CTD 的利差 (%) .....	16
图表 24: TS2503 与 TS2506 CTD 的利差 (%) .....	16
图表 25: T2503 移仓进度 12.1%.....	17
图表 26: TF2503 移仓进度 10.3%.....	17
图表 27: TS2503 移仓进度 13.9%.....	18
图表 28: TL2503 移仓进度 26.6%.....	18

国债期货 2503 合约即将进入移仓换月阶段。从近期来看，TL 品种跨期价差波动较大，而其他几个品种跨期价差则整体较为震荡。值得注意的是，从过去几轮来看，在移仓换月阶段，不同品种跨期价差走势可能并不一致，尤其是 TL 品种。比如在 2412-2503 移仓过程中各品种跨期价差均呈现明显下行，而在 2409-2412 移仓过程中则呈现明显分化表现。那么在本轮移仓过程中，跨期价差波动将呈现何种特点，不同品种是否再度出现明显差异？

图表1：国债期货跨期价差走势

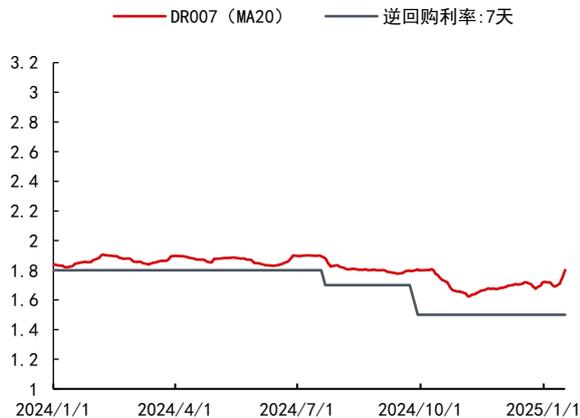


资料来源：Wind 中信期货研究所

## 一、资金面偏紧影响跨期中枢，而 TL 或再度分化

近期资金面整体偏紧，曲线呈现一定走平。近期资金利率整体有所上行，资金面呈现偏紧状态。以 DR007 为例，进入 1 月以来平均约为 1.89%，明显高于 7 天期 OMO 利率（1.5%），1 月中旬 DR007 更是达到 2.3% 左右，其中 1 月 16 日，DR007 录得 2.34%。从 DR007（MA20）的走势上来看，自去年 11 月以来即整体有所抬升，其中近期抬升尤为明显。2024/11/06，DR007（MA20）录得 1.62% 的低点，较 7 天期 OMO 利率偏高水平接近于 10BP，12 月 DR007（MA20）偏高值来到 20BP，而近期则快速来到 30BP 左右，DR007（MA20）上行到 1.8% 附近。从存单利率上看，去年 11 月后仍在持续下行，不过近期也有所反弹。1Y 同业存单（股份行）从 1 月的低点 1.54% 上行至 1.72%。近期，资金面整体呈现偏紧状态，且与之相对应的，曲线也呈现一定走平。以 10Y-1Y 国债利差为例，去年 1 月平均约为 44BP，7 月平均为 73BP，11 月平均为 70BP，12 月平均为 64BP，今年 1 月以来平均约为 47BP，较去年三四季度的利差水平呈现明显下行，接近于去年 1 月的水平，曲线呈现一定平坦化。

图表2：资金利率整体有所上行（%）

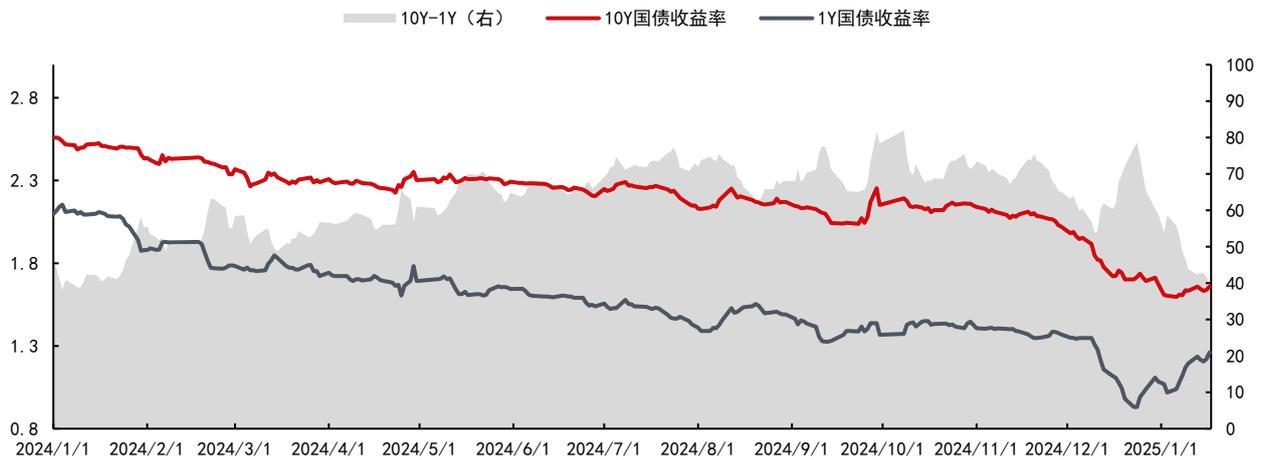


图表3：存单利率同样呈现一定反弹（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

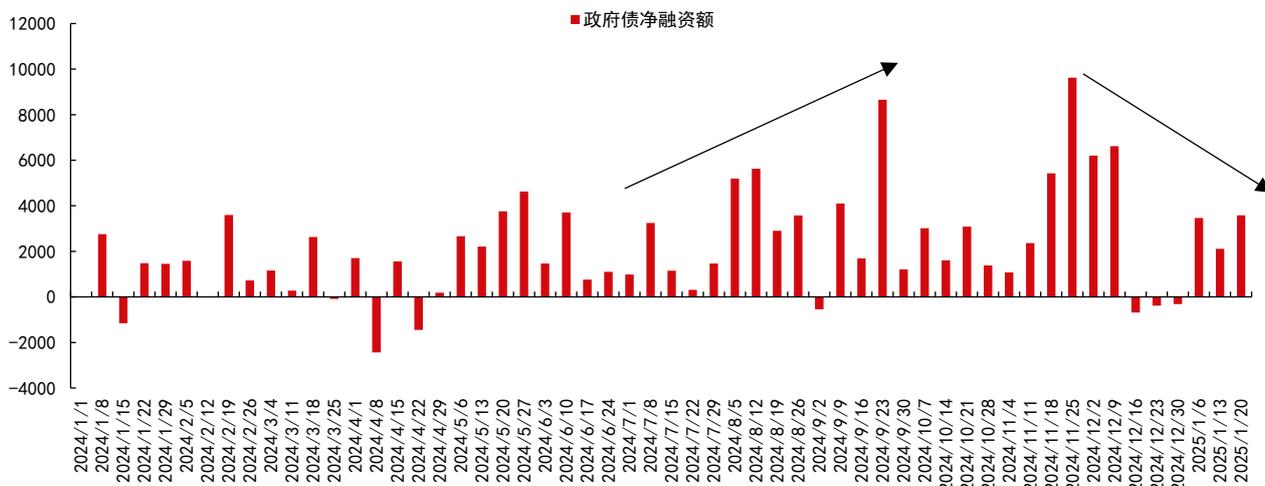
图表4：曲线呈现一定平坦化（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

近期政府债供给压力并不大，资金面偏紧可能受税期以及春节因素等影响，但是更主要的或是央行态度的变化。从政府债供给角度来看，1月政府债发行规模虽然较去年同期呈现明显上升，但整体供给压力或并不大，一者去年地方债发行偏缓，年初供给量偏小，基数较低，二者在环比方面，相较于去年11月和12月来说，本月政府债供给也有所下降。资金面偏紧可能受税期以及春节因素影响，1月是传统缴税大月，财政存款往往高增，另外春节因素也可能带动取现需求上升。不过这些或非资金面明显偏紧的最关键因素。在当前央行操作工具不断丰富以及更加精细化的背景下，央行的态度以及货币政策操作的情况影响或更大、更直接。实际上，从央行1月10日公告暂停在公开市场买入国债这一举动上看，央行态度或有所转变。在公告中，央行提到“鉴于近期政府债券市场持续供不应求，中国人民银行决定，2025年1月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复”。

图表5：政府债供给压力并不大（亿元）

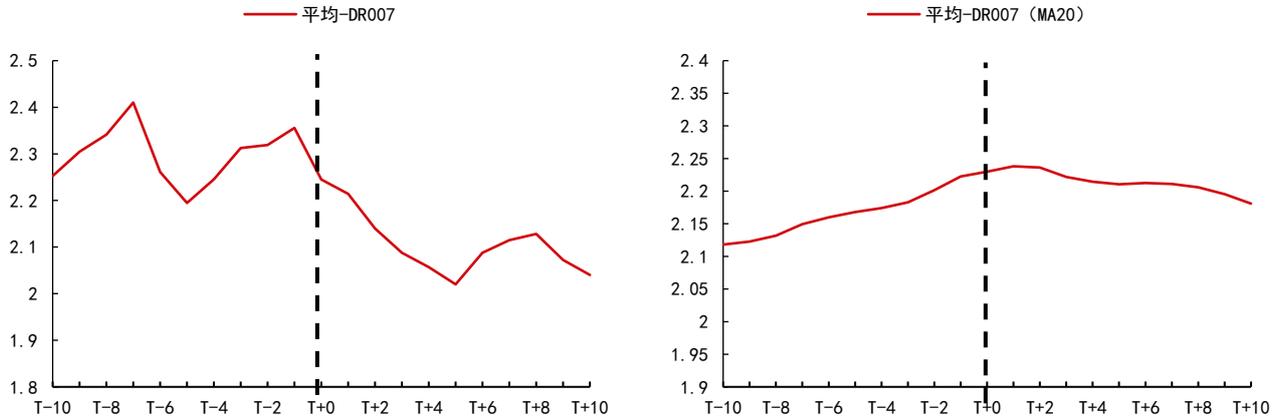


资料来源：Wind 中信期货研究所

**央行对资金面态度变化的背后对应稳汇率以及防空转的诉求上升。**自去年12月以来美元指数持续上行，人民币贬值压力有所加大，跨年后，USD/CNY 上行突破 7.3000，USD/CNH 上行突破 7.3500，分别创 2023 年 11 月以来新高和 2023 年 9 月以来新高。1 月 3 日，央行货币政策委员会四季度例会，关于下阶段货币政策思路提及，“增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，三个“坚决”释放强劲稳汇率信号。另外，除此之外，央行四季度例会还提到“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，“畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，**防范资金空转**”。12 月债市利率呈现快速下行，利率下行过快除了导致利率风险累积，也可能导致资金淤积在金融市场空转套利。央行释放防范资金空转的信号，其中或也有给债市情绪降温的意图，且从过去来看，在防空转的背景下，资金面往往有所收紧。

**节后资金面或有所转松，不过在上述背景下，转松幅度或不大。**从过去几年平均情况看（2019-2024 年），春节前资金利率往往处于高位，而春节后，资金利率则整体有所下行，对应资金面或有所转松。因此就今年来看，节后资金面或也将有所转松，不过如前文所述，近期资金面明显偏紧的状态，可能受央行态度以及行为影响更大，而央行对于稳汇率、防空转以及对于长端利率的关注，可能不会这么快转变，而这也制约资金面宽松的幅度。另外鉴于央行对长端利率的态度，资金面转松可能对长短端的影响也或有所分化。

图表6：春节后资金面往往有所转松，不过当前稳汇率以及防空转或制约宽松幅度（%，T+0为春节前最后一个交易日）



资料来源：Wind 中信期货研究所

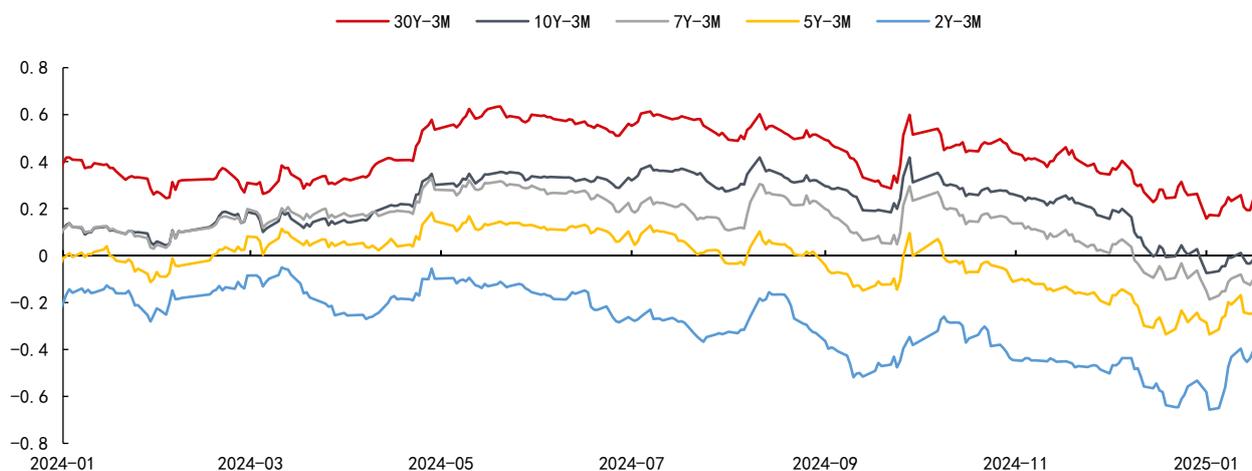
资金面偏紧以及曲线呈现一定平坦化或带动跨期价差中枢水平有所回落。国债利率-资金利率（Shibor3M）自11月以来整体有所下行，这也意味着 Carry 压缩以及带动跨期价差中枢水平倾向于下行。以10Y-3M为例，10月平均为0.29%，11月平均为0.23%，12月平均为0.07%。从跨期价差表现来看，去年10月，T、TF、TS、TL，当季-次季价差平均分别为0.09元、0.04元、0.04元、0.10元，11月平均为-0.05元、-0.06元、0.03元、-0.04元，12月平均为-0.01元、-0.14元、-0.18元、0.07元。跨期价差整体有所下行，当然这其中也受移仓矛盾等影响，但是资金面走势以及曲线形态也影响较大。另外也需要注意的是，TL品种或有所分化。

图表7：曲线呈现一定平坦化，跨期中枢或有所回落



资料来源：Wind 中信期货研究所

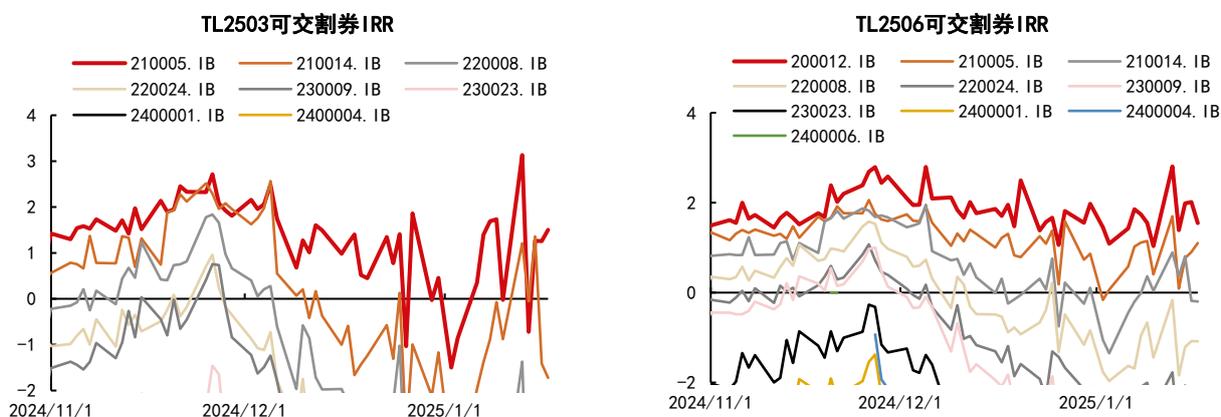
图表8：曲线呈现一定平坦化



资料来源：Wind 中信期货研究所

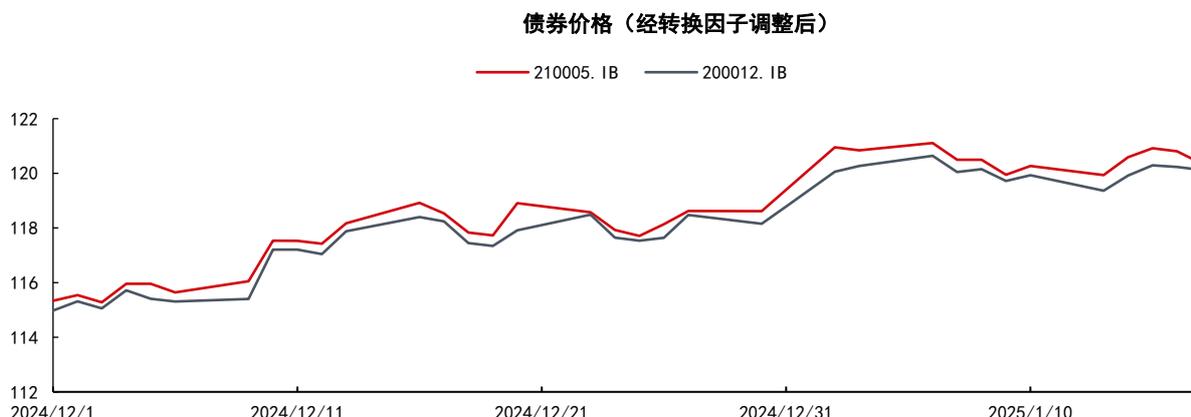
本轮 TL 可交割券范围的变化或再度形成一定反转，并带动跨期价差中枢上升。我们此前在报告《为何 TL 跨期价差大幅走阔？》中曾提到，TL2409 合约和 TL2412 合约的可交割券范围以及 CTD 券有所不同，这或也导致 TL2409 价格相对偏高。彼时来看，TL2412 相比于 TL2409 的可交割券范围更广，且 TL2409 的 CTD 主要集中在 210005，而 TL2412 的 CTD 主要集中在 200012。而在上一轮 2412 与 2503 合约上，TL 可交割券的这一特点呈现反向演绎，并导致其跨期价差中枢下移。本轮来看，TL 可交割券范围的变化或再度形成一定反转，并带动跨期价差中枢上升。类似于 2409 合约与 2412 合约，即次季合约的可交割券范围更广。TL2506 CTD 集中在 200012 上，但其并非 2503 合约的可交割券，这或导致 TL2503 价格相对偏高。另外，需要注意的是，由于当季合约和次季合约的 CTD 有所不同，因此如果两者走势呈现较大差异，这可能也会对跨期价差走势带来较大扰动。

图表9：TL2503 与 TL2506 可交割券范围与 CTD 券有所不同（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：可交割券范围不同或导致 TL2503 价格相对偏高



资料来源：Wind 中信期货研究所

整体来看，在央行强调稳汇率以及防空转背景下，资金面呈现收紧表现，春节后资金面或有所转松，但是幅度或不大。伴随资金面收紧以及曲线呈现一定平坦化，这可能带动跨期价差中枢整体有所下行。不过 TL 品种受可交割券因素影响，跨期价差中枢则再度抬升。且值得注意的是，在近期短端调整幅度较大，长端相对偏强，以及曲线平坦化的情况下，如果央行仍强调维持陡峭化曲线，以及对长端利率关注度较高，后续可能呈现短端相对偏强，以及长端相对偏弱的状态，这可能也会加剧 TL 品种与其他品种跨期分化的表现。

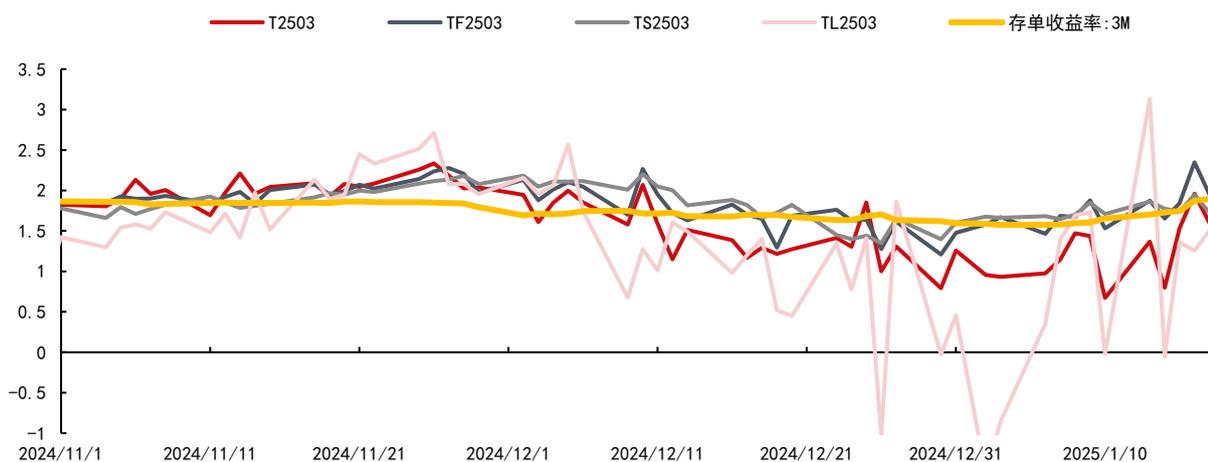
## 二、不同品种移仓矛盾也或有所不同

（一）本轮 IRR 整体水平仍较高，正套占主导，不过 TL 表现较其他品种也有所差异

本轮 IRR 水平整体仍然较高，且从走势上看先上后下。2503 合约，自 11 月以来，T、TF、TS、TL 合约 CTD IRR 平均分别为 1.63%、1.84%、1.84%、1.37%，同期存单收益率（3M）平均约为 1.75%，IRR 整体仍较高。作为对比，2409 合约时，5 月至 7 月，T、TF、TS、TL 合约 CTD IRR 平均分别为 1.35%、1.63%、1.49%、0.82%，彼时同期存单收益率（3M）平均为 1.86%，IRR 水平整体较低。2412 合约时，8 月至 10 月，T、TF、TS、TL 合约 CTD IRR 平均分别为 1.76%、1.62%、1.48%、1.29%，同期存单收益率（3M）平均为 1.86%，IRR 水平整体上升，且 T2412 合约 IRR 水平较高。从本轮来看，在走势方面，IRR 整体先上后下，11 月受财政政策发力预期或有所减弱等影响，债市多头情绪再度走强，IRR 整体有所上行。而 12 月后可以发现，现券表现或整体强于期货，对应 IRR 有所回落。且值得注意的是，在 IRR 有所下行的过程中，TL 合约下行幅度也相对较大，并开始呈现偏低状态。

相较于其他品种，TL 上反套机会显现，这或带动多头基于反套思路入场动力上升，空头移仓压力或有所加大。和其他品种相对，TL2503 IRR 波动较大，且近期整体处于偏低水平，反套机会有所显现，而其他几个品种则基本无明显反套机会。这可能也使得，TL2503 的多空移仓矛盾较其他品种也有所不同。即反套机会的上升可能带动 TL 合约上多头基于反套思路的入场动力上升，空头移仓压力或所加大。

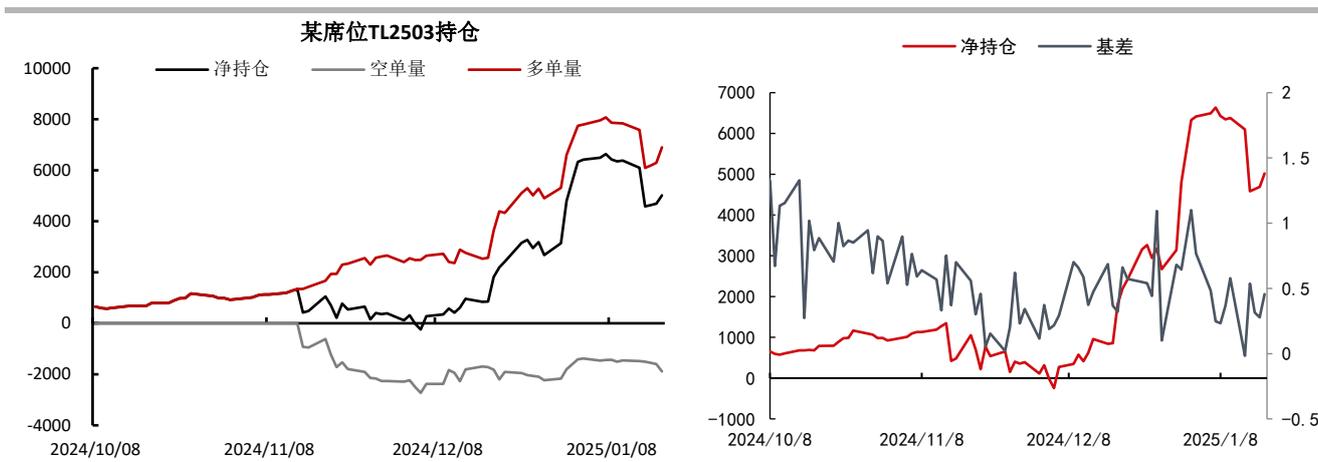
图表11：各品种 2503 合约 IRR (%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

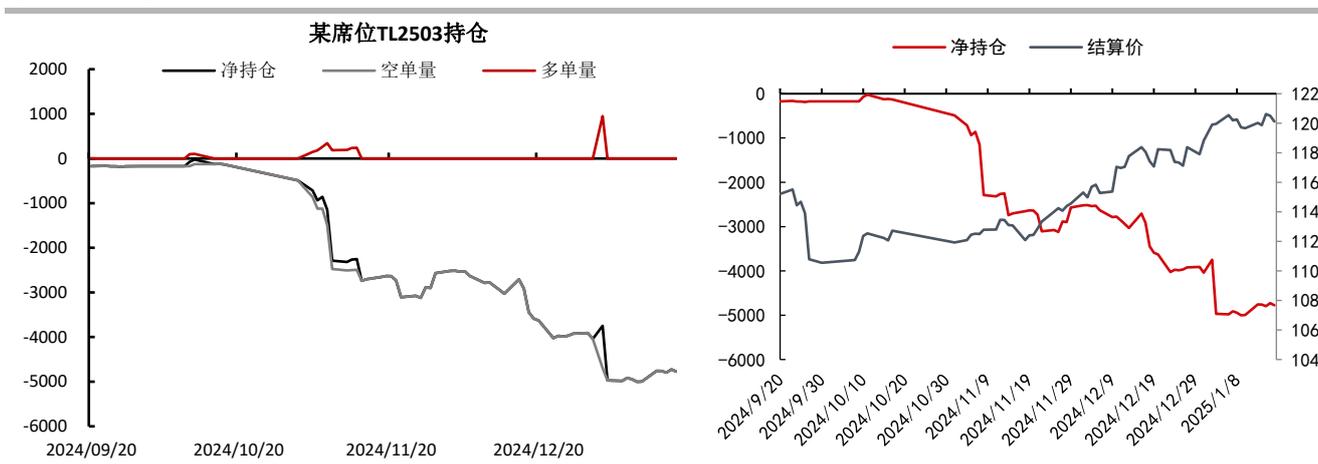
从席位上看，TL 部分多头或基于反套思路入场动力较强。部分在交割方面表现较为活跃的席位，其多单量较高，而且从多单、净多单与基差的走势上看，相关性较高。在 TL2503 合约基差上行至高位后，其多头入场动力增强，背后可能对应了反套思路，而这也可能对应多头进入交割的动力较强。另外从空头方面来看，部分空头持仓较高的席位，其基本无多头持仓，且近期空单量和净空单量呈现持续增加，在价格来到高位后，空头套保动力或有所上升，尤其是在 12 月下旬以及 1 月初呈现明显上升。在 2503 合约即将到期的情况下，空头套保向远月合约转移的动力或较强。整体上，本轮来看，TL2503 空头移仓压力或有所上升，多头基于反套思路的入场动力增强，这可能导致跨期价差有走阔倾向。

图表12：多头或基于反套思路入场动力较强（手）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表13：空头或基于套保思路（手）



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）短端 TF 和 TS 正套占主导，多头移仓压力或仍相对较大

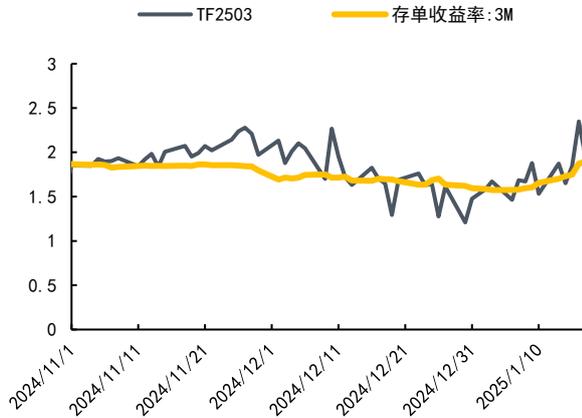
本轮短端品种 IRR 整体持续偏高，正套机会较为明显，这可能导致空头基于正套思路入场动力较强，以及移仓过程中多头移仓压力相对较大。

TF 合约方面，正套机会较上一轮或进一步上升。如前文所述，自 11 月以来，TF2503 IRR 平均约为 1.84%，较上一轮呈现明显上升，且整体高于存单收益率（3M），自 11 月以来存单收益率（3M）平均约 1.75%。而在上一轮时，虽然正套机会也有所显现，但是 8 月-10 月 TF2412 IRR 平均约为 1.62%，整体明显低于彼时存单收益率水平（1.86%），正套机会有所显现，但是持续性并不太强。而 TF2503 IRR 水平整体较高，且持续性较强，对应正套机会进一步上升，这可能使得空头基于正套思路入场动力进一步增加。

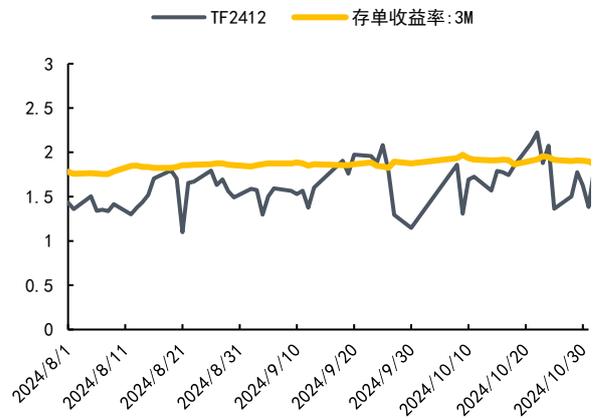
从席位方面来看，TF 部分空头持仓较高的席位，其空单量在 11 月下旬 IRR 偏高的阶段呈现快速累积，且净持仓走势与基差呈现较高相关性，可能基于正套

思路入场动力较强。

图表14：TF2503 IRR (%)

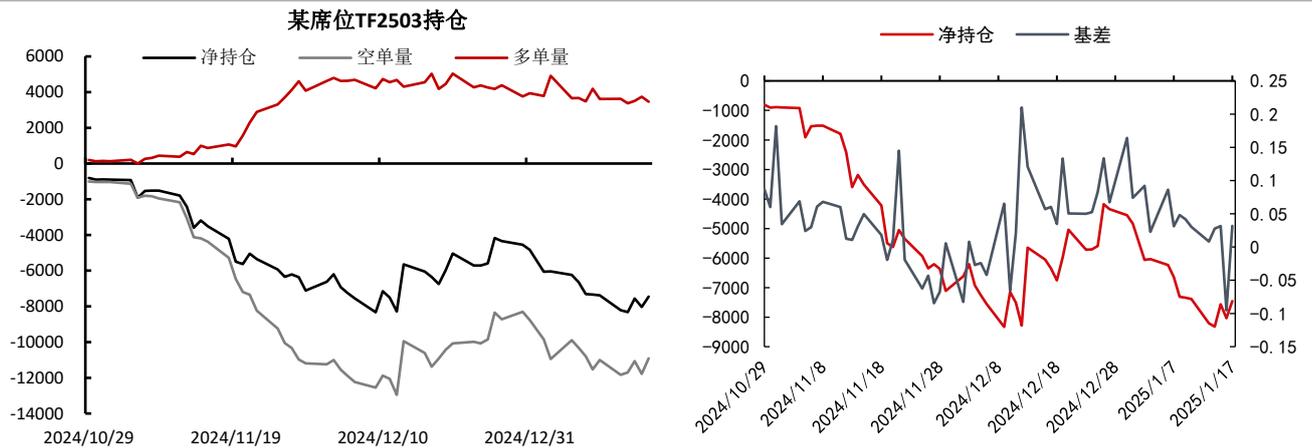


图表15：TF2412 IRR (%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

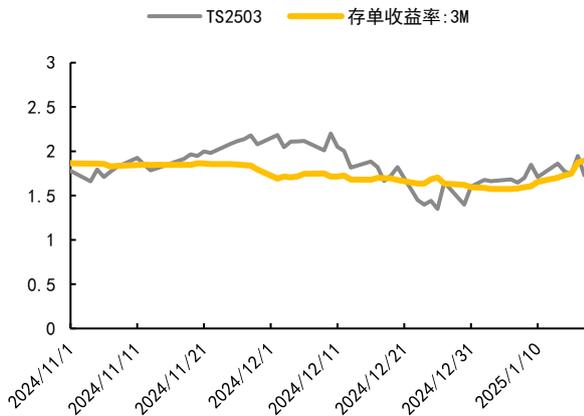
图表16：空头或仍基于正套思路入场（手）



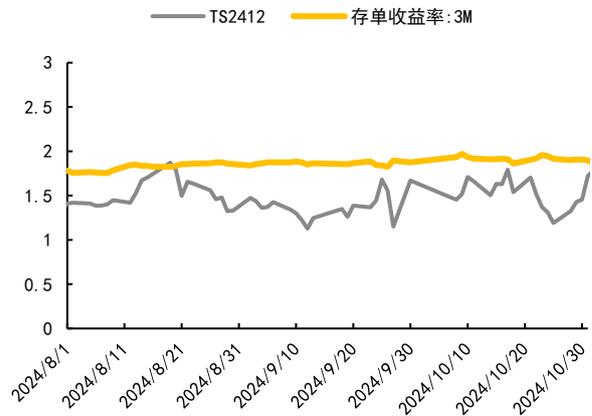
资料来源：Wind 中信期货研究所

TS 合约同样如此，正套机会上升或使得多头移仓压力相对较大。TS2503 IRR 同样呈现明显上行，且整体持续偏高。自 11 月以来，TS2503 IRR 平均约为 1.84%，整体高于同期存单收益率水平，尤其是在 11 月中旬至 12 月上旬，TS2503 IRR 偏高明显。本轮 TS 正套机会以及基于正套思路参与动力或呈现明显上升，这可能也将带动本轮 TS 品种的多头移仓压力上升以及跨期价差倾向于下行。

图表17: TS2503 IRR (%)



图表18: TS2412 IRR (%)

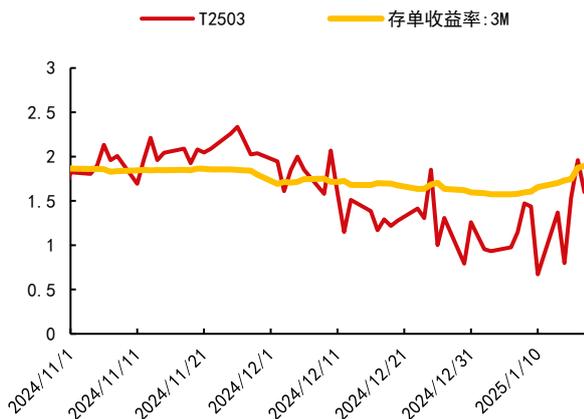


资料来源: Wind 中信期货研究所

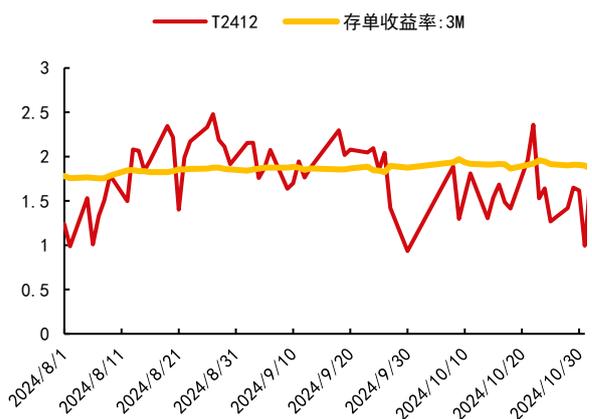
### (三) 对于 T 合约来说, CTD 券分布可能也影响 T 合约多空移仓矛盾

T 合约相较于上一轮, 正套环境可能有所弱化, 不过整体仍然较多。本轮来看, T 合约 IRR 水平整体有所下降。自 11 月以来, T2503 IRR 平均约为 1.63%, 而上一轮 T2412 在 8 月至 10 月期间, 平均约为 1.76%。整体上看, 长端多头情绪或有所回落。不过相较于存单水平来看, T2503 合约期间仍存在明显正套机会, 而反套机会则较少, 这可能使得在移仓过程中, T 合约仍受正套策略主导。从席位上看, 部分空头或也仍以正套思路参与的动力较强, 整体空头持仓较高, 且在 IRR 偏高阶段, 空头持仓呈现明显累积。

图表19: T2503 IRR (%)

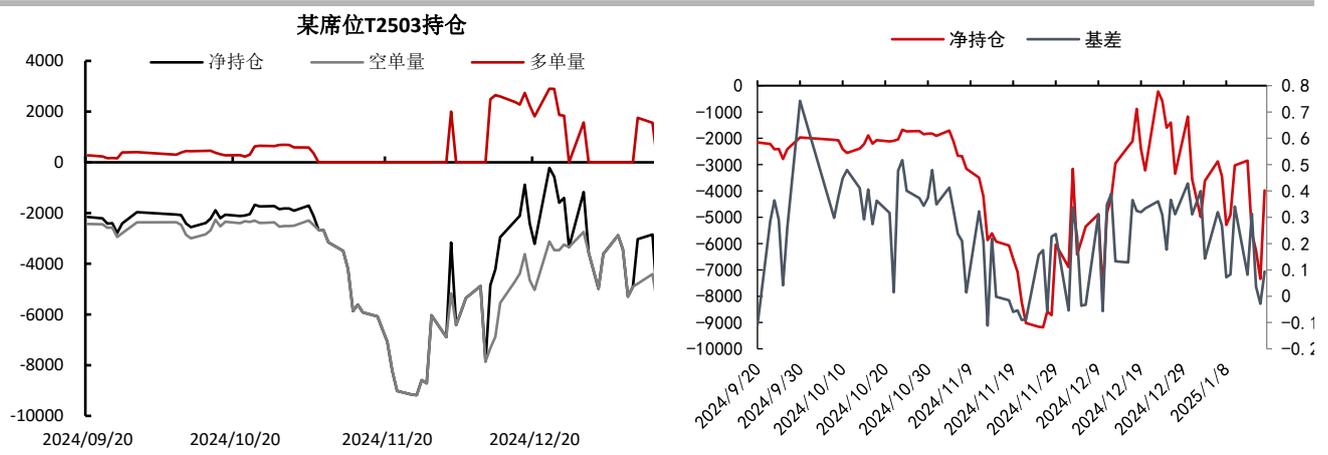


图表20: T2412 IRR (%)



资料来源: Wind 中信期货研究所

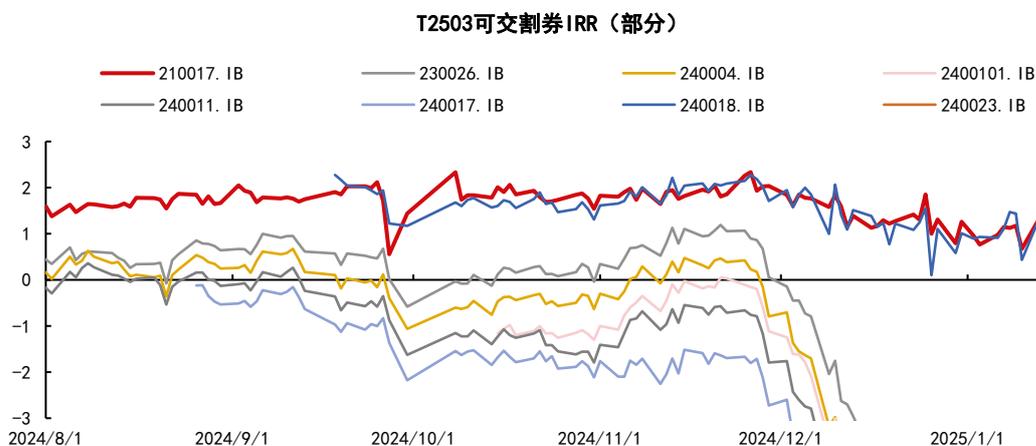
图表21：部分空头或仍以正套思路参与，但相较于上一轮也有所减弱



资料来源：Wind 中信期货研究所

另外,CTD 分布可能导致多头进入交割动力减弱,加剧 T 合约多空移仓矛盾,使得多头移仓压力相对较大。一方面, T2503 CTD 呈现频繁切换,因此对于多头来说,交割拿券面临的不确定性上升。可以发现, T2503 的可交割券 210017 和 240018 两者 IRR 水平均较高, T2503 CTD 近期在两者之间来回切换。而从过去几轮来看, T 合约 CTD 券分布整体较为稳定,且基本集中在某一只券上,在交割方面也基本集中在某一只券上,多头交割拿券确定性较高。而本轮多头交割拿券的不确定性或有所上升,进而可能影响多头进入交割意愿。另一方面, 210017 作为一只老券可能也影响多头进入交割动力。对于多头来说, CTD 券集中在新券上的话,多头进入交割动力或更强,而考虑老券流动性欠佳可能也影响多头拿券动力,进而制约交割意愿。这一点在短端品种上或尤为明显,即 TF 和 TS 的多头交割动力受 CTD 券分布影响较大,而从 TL 过去几轮来看,或受配置思路影响,CTD 券分布对其影响不大。

图表22：T2503 CTD 券呈现频繁切换（%）



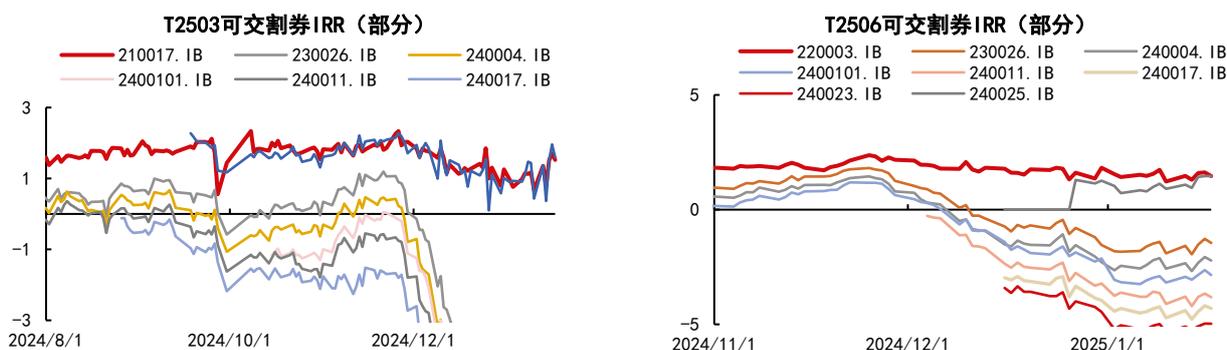
资料来源：Wind 中信期货研究所

### （四）当季合约与次季合约 CTD 券的差异也仍可能对跨期价差走势带来一定扰动

我们此前在报告《如何看待本轮跨期价差的波动？》中曾提到，对于上一轮 2412 合约来说，不同合约 CTD 券的差异也对跨期价差走势产生较大影响，而本轮来看，也仍需关注当季合约和次季 CTD 券差异对跨期价差走势可能产生的扰动。

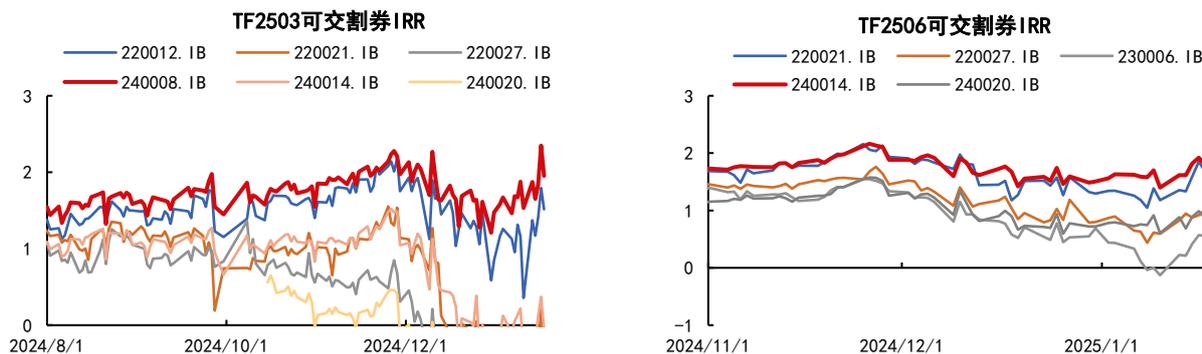
本轮国债期货四个品种的当季合约和次季合约的 CTD 券也均有所不同。除了如前文所述，TL2503 CTD 集中在 210005，TL2506 CTD 集中在 200012 之外，其他几个品种的当季合约和次季合约 CTD 分布也有所不同。如 T2503 CTD 呈现一定切换，且主要集中在 210017，而 T2506 CTD 主要集中在 220003；TF2503 CTD 主要集中在 240008，TF2506 CTD 主要集中在 240014；TS2503 CTD 主要集中在 240019，TS2506 CTD 主要集中在 240024。

图表1： T2503 与 T2506 CTD 券有所不同（%）



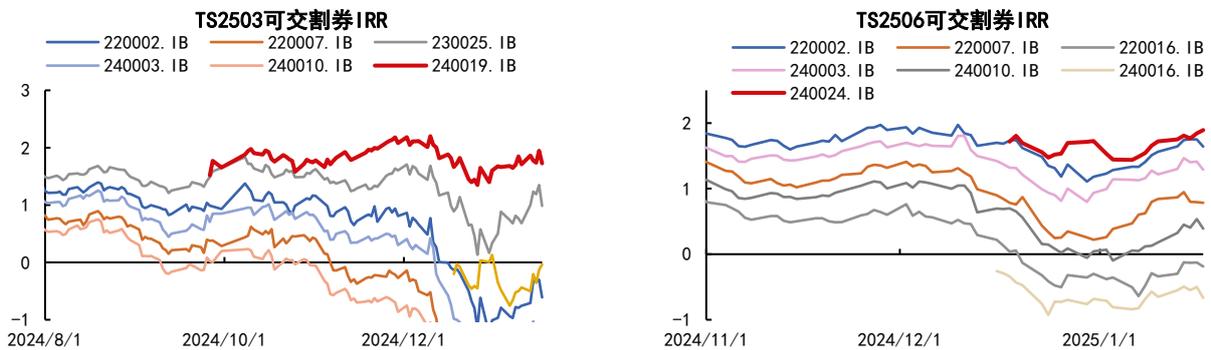
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2： TF2503 与 TF2506CTD 券有所不同（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

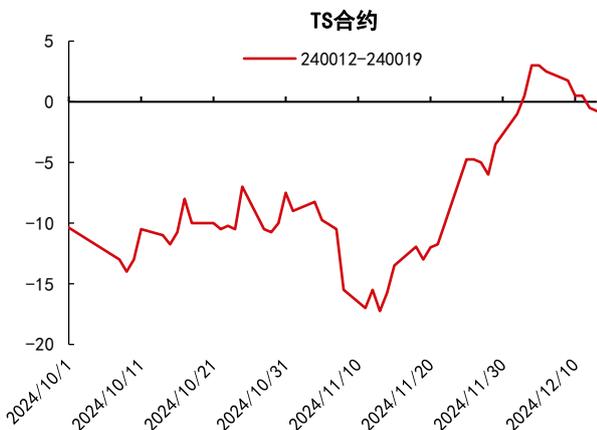
图表3： TS2503 与 TS2506 CTD 券有所不同（%）



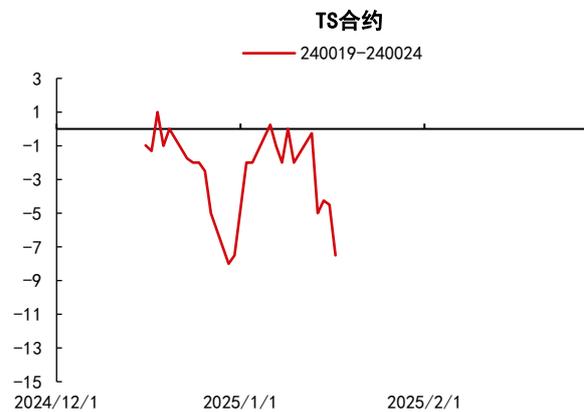
资料来源：Wind 中信期货研究所

需要关注当季合约和次季合约 CTD 券走势差异可能对跨期价差走势形成的扰动。值得注意的是，从上一轮来看，以 TS2412 为例，其正套机会相对较少，多空双方移仓矛盾并不突出，但是在移仓高峰阶段，TS2412-TS2503 跨期价差同样呈现了明显下行的表现。这背后即受到 TS2412 与 TS2503 CTD 走势差异的影响较大。移仓高峰阶段，240012-240019 利差从低位呈现明显上行，这也带动 TS2412-TS2503 跨期价差下行。而从本轮来看，240019-240024 利差整体也偏低，但是偏低幅度或弱于前一轮，短期不排除或仍有所下行，但是后续伴随利差呈现上行，这或也将带动 TS 跨期价差下行。

图表23： TS2412 与 TS2503 CTD 的利差（%）



图表24： TS2503 与 TS2506 CTD 的利差（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### 三、移仓展望：不同品种或再现分化

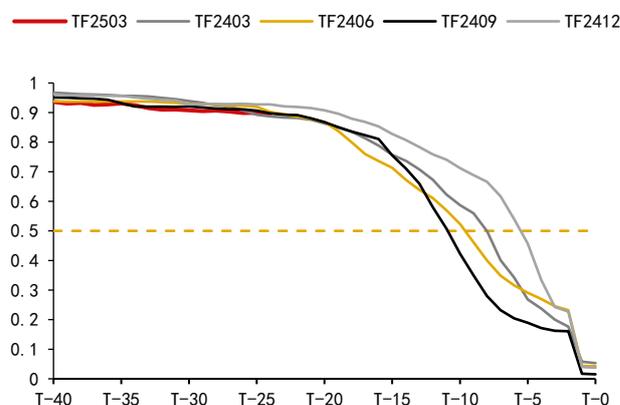
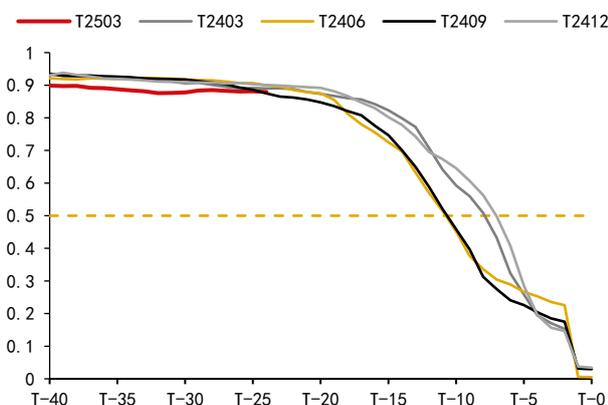
#### （一）本轮移仓进度整体偏快，有助于减轻节后移仓压力

和过去几轮相比，本轮各品种移仓进度整体偏快。截至 1 月 17 日，T2503、TF2503、TS2503 和 TL2503 的移仓进度分别为 12.1%、10.3%、13.9%、和 26.6%。一方面，TS 和 TL 移仓进度仍快于 TF 和 T，且其中 TL 移仓进度明显偏快。另一方面，本轮国债期货各品种移仓进度相较于过去几轮也整体有所加快。从 2024 年的四轮移仓进度情况来看，同期 T、TF、TS 和 TL 的移仓进度分别为 10.9%、9.1%、12.7%、22.8%。本轮移仓进度也整体快于季节性表现，过去三年，03 合约-06 合约 T、TF、TS 移仓进度平均分别为 10.4%、8.6%、8.4%。

值得注意的是，TL 移仓进度偏快可能受多空直接在远月合约建仓动力较强影响较大。可以发现，在 11 月份时，TL2506 持仓即已呈现明显上行，11 月 20 日，TL2506 持仓即已超过万手，达到 1.12 万手，11 月 28 日达到 2.08 万手，明显高于同期水平，且在 11/25-11/29 当周，TL2506 持仓量增加 9143 手，同期 TL2503 持仓量仅增加 5721 手。去年 11 月正处于 2412 合约移仓高峰阶段，多空直接在远季合约建仓动力较强，这背后也和债市表现，跨期价差走势以及 CTD 券切换等因素有关。

图表25： T2503 移仓进度 12.1%

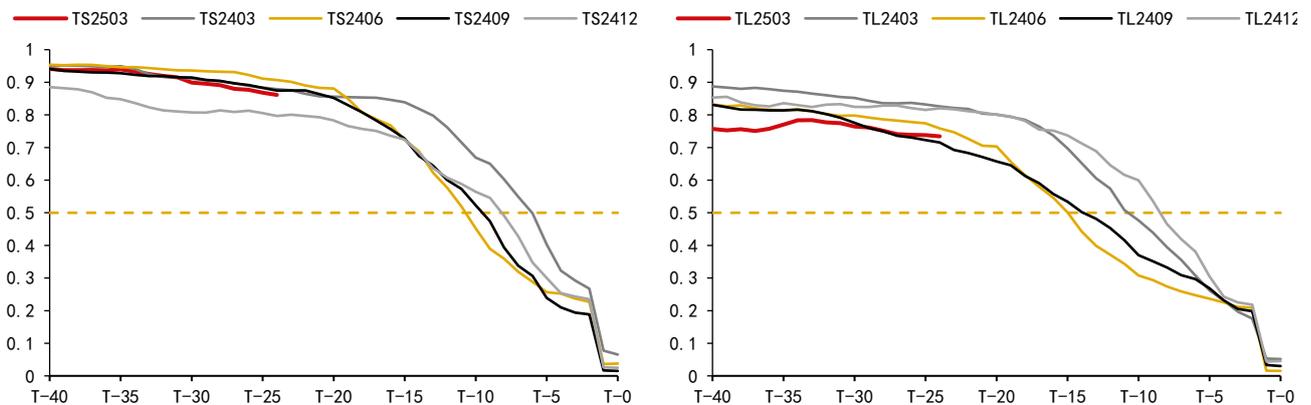
图表26： TF2503 移仓进度 10.3%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表27：TS2503 移仓进度 13.9%

图表28：TL2503 移仓进度 26.6%



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）移仓展望：跨期走势或再现分化

资金面偏紧以及曲线平坦化或带动跨期中枢整体有所回落，不过 TL 品种或有所分化。近期资金面整体偏紧，曲线呈现一定走平。资金利率方面，整体有所上行，DR007 明显高于 7 天期 OMO 利率。近期政府债供给压力并不大，资金面偏紧可能受税期以及春节因素等影响，但是更主要的或是央行态度的变化。实际上，从央行 1 月 10 日公告暂停在公开市场买入国债这一举动上看，或也是态度转变的体现。央行对资金面态度变化的背后对应稳汇率以及防空转的诉求上升。后续来看，节后资金面或有所转松，但是在上述背景下，转松幅度或不大。曲线整体呈现一定平坦化或带动跨期价差中枢整体有所回落。不过也需要注意的是，本轮 TL 可交割券范围的变化或再度形成一定反转，并带动跨期价差中枢上升。另外，如果央行仍强调维持陡峭化曲线，以及对长端利率关注度较高，后续可能呈现短端相对偏强，以及长端相对偏弱的状态，这可能也会加剧 TL 品种与其他品种跨期分化的表现。

不同品种移仓矛盾也或有所不同。本轮 IRR 整体水平仍较高，正套占主导，不过 TL 表现较其他品种也有所差异。从 IRR 走势上看，先上后下，且在 IRR 有所下行的过程中，TL 合约下行幅度也相对较大，并开始呈现偏低状态，反套机会有所显现。TL 多头基于反套思路入场动力或有所上升，这可能加剧空头移仓压力。而短端 TF 和 TS 正套占主导，多头移仓压力或仍相对较大，且对比上一轮来看，TF 和 TS 正套机会相对更加明显。T 合约相较于上一轮，正套环境可能有所弱化，不过整体仍然较多。另外 T 合约 CTD 呈现频繁切换，且较多呈现老券上，可能导致多头进入交割动力减弱，加剧 T 合约多空移仓矛盾，使得多头移仓压力相对较大。

当季合约与次季合约 CTD 券的差异或仍可能对跨期价差走势带来一定扰动。与上一轮类似，本轮国债期货四个品种的当季合约和次季合约的 CTD 券也均有所

不同，当季合约与次季合约 CTD 走势的差异可能也将影响跨期价差走势。其中 TS 合约方面，当季与次季 CTD 券，240019-240024 利差整体偏低，但是偏低幅度或弱于前一轮，短期不排除或仍有所下行，但是后续伴随利差呈现上行，这或也将带动 TS 跨期价差下行。

**整体来看，本轮移仓或仍有可能呈现分化表现，考虑多空移仓矛盾等因素，T、TF、TS 跨期价差下行的动力或相对较强，而 TL 跨期价差或倾向于上行。TL 空头移仓或可适当加快步伐，多头则相反，而其他品种方面，多头或可适当加快移仓步伐。当然也需注意的是，政策等超预期可能对跨期价差表现带来的影响。**

**风险因素：**1) 货币宽松超预期；2) 政府债供给超预期；3) 财政政策超预期

### 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

### 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826