

2506 移仓展望：空头更占优，但跨期价差快速下行或压缩后续空间

报告要点

在 IRR 偏高环境下，本轮移仓空头或更占优，且不同品种多空移仓矛盾或更趋统一。不过也需注意的是，本轮移仓开启时间偏早，多头移仓压力或已有所显现，跨期价差前期快速走低，并或压缩后续走低空间。

摘要

资金面宽松程度受限，跨期中枢整体或仍较低。近期资金面有所转松，但是资金利率仍偏高，曲线整体仍较为平坦。虽然央行对资金面态度有所缓和，但是资金面大幅宽松可能仍受到稳汇率以及防空转等制约。另外 5 月供给压力或有所上升，央行进行配合的概率较高，但是配合的节奏和力度可能弱于市场此前预期。在资金面难以大幅宽松，负 carry 现象持续的背景下，跨期价差中枢水平可能也仍处于低位。且 TL 受 CTD 券因素影响，本轮跨期价差中枢水平也呈现明显降低。

正套占据主导，且不同品种移仓矛盾更趋一致。本轮 IRR 水平整体较高，正套或占据主导，并使得多头移仓压力相对较大。分品种来看，本轮短端正套机会进一步凸显，空头基于正套思路入场动力或较强。长端方面，T 合约同样呈现一定正套机会，另外，本轮 TL IRR 环境或变化较大，和上一轮反套占主导相比，本轮或转向更偏正套占主导，以及 TL 品种上的多空移仓矛盾与其他品种更趋一致。

需要注意的是，本轮移仓进度偏快，跨期价差前期快速走低，或压缩后续走低空间。本轮移仓开启时间相对较早，尤其是短端移仓节奏明显偏快，多头移仓压力较大或已有所显现。本轮跨期价差在移仓初期即已呈现快速下行，时间相对偏早，这可能压缩后续走低空间。

整体来看，本轮移仓空头或更占优，跨期价差倾向下行。不过也需注意的是，前期跨期价差快速走低或压缩后续走低空间，尤其是短端品种。多头前期可以适当加快移仓步伐，空头可稍作等待，但是伴随跨期价差快速下行，多头或可转为均匀移仓思路，空头在中期或可适当加快移仓步伐。另外也需关注 CTD 券走势差异以及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) 供给超预期；3) 财政发力超预期

固定收益组：

研究员：

张菁

zhangjing@citicsf.com

从业资格号 F3022617

投资咨询号 Z0013604

程小庆

chengxiaqing@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作参考之用，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。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

一、 资金面宽松程度受限，跨期中枢整体或仍较低	4
二、 正套占据主导，且不同品种移仓矛盾更趋一致	8
（一）本轮 IRR 水平整体偏高，正套或占据主导	8
（二）TF 和 TS 正套机会进一步凸显，本轮短端多头移仓压力或仍较大	9
（三）长端正套机会同样有所增多，多头移仓压力或也有所上升	11
三、 本轮移仓进度偏快，跨期价差前期快速走低，或压缩后续走低空间	13
（一）本轮移仓节奏整体偏快，多头移仓压力较大或已有所显现	13
（二）跨期价差快速下行或压缩后续下行空间	15
（三）当季与次季 CTD 券差异等仍可能对跨期价差走势带来扰动	16
（四）移仓展望：多头移仓压力仍相对较大，不过跨期价差快速下行或压缩后续下行空间	18

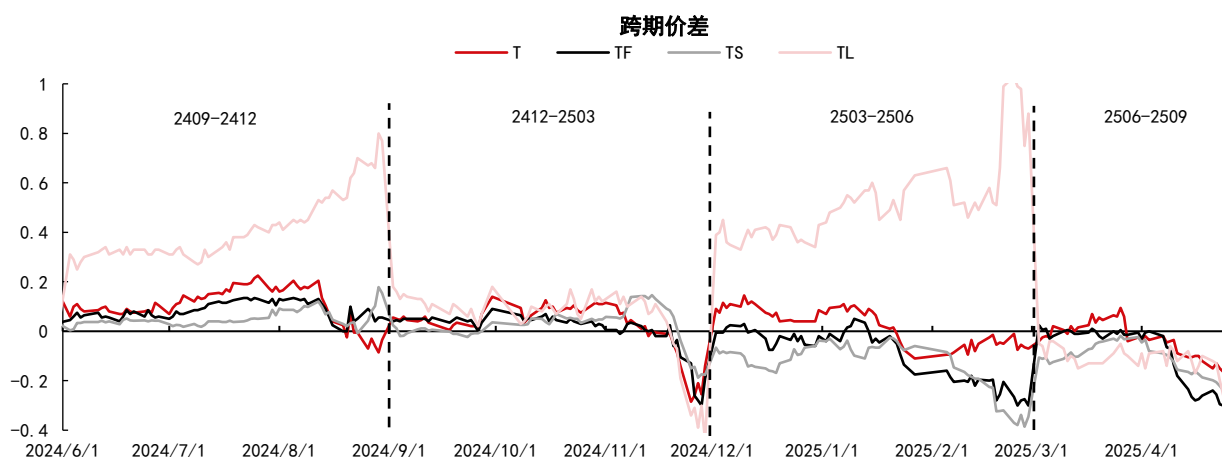
图表目录

图表 1： 国债期货跨期价差走势	4
图表 2： 资金面整体有所转松，不过资金利率仍相对偏高（%）	4
图表 3： 曲线整体仍较为平坦（%）	5
图表 4： 自去年底以来，稳汇率诉求上升	6
图表 5： 伴随资金面转松，长端利率再度快速下行（%）	6
图表 6： 5 月政府债供给量或较大（亿元）	6
图表 7： 4 月和 5 月政府存款余额往往上升（亿元）	7
图表 8： 曲线较为平坦，跨期中枢或维持低位	7
图表 9： 各品种 2506 合约 IRR（%）	8
图表 10： TF2506 IRR（%）	9
图表 11： TF2503 IRR（%）	9
图表 12： 空头或仍基于正套思路入场（手）	10
图表 13： TS2506 IRR（%）	10
图表 14： TS2503 IRR（%）	10
图表 15： T2506 IRR（%）	11
图表 16： T2503 IRR（%）	11

图表 17： 部分空头或以正套思路参与	11
图表 18： TL2506 IRR（%）	12
图表 19： TL2503 IRR（%）	12
图表 20： T2506 CTD 券呈现频繁切换（%）	12
图表 21： 本轮移仓进度整体偏快	13
图表 22： 多头移仓压力较大或有所显现	14
图表 23： 近期 TS2506 跨期价差快速下行	15
图表 24： TF2506 跨期价差也已降至低位	16
图表 25： T2506 与 T2509 CTD 券有所不同（%）	16
图表 26： TF2506 与 TF2509 CTD 券有所不同（%）	16
图表 27： TS2506 与 TS2509 CTD 券有所不同（%）	17
图表 28： TL2506 与 TL2509 CTD 券有所不同（%）	17
图表 29： TS2506 与 TS2509 CTD 的利差（%）	18
图表 30： TS2503 与 TS2506 CTD 的利差（%）	18

近期，国债期货 2506 合约移仓换月逐步开启。值得注意的是，和以往相比，本轮移仓换月开启的时间可能有所提前，尤其是短端品种。近期短端品种远月合约持仓呈现明显上升，TS2509 和 TF2509 持仓整体高于 T2509 和 TL2509。从跨期价差来看，近期整体均有所下行，且与上一轮不同，TL 跨期价差走势与其他品种也整体较为一致。上一轮 TL 跨期价差走势与其他品种呈现明显分化，其中受 CTD 券变动因素影响，TL2503-TL2506 水平整体较高，而本轮或再度回归至低中枢状态。整体上看，本轮各品种跨期价差表现可能更趋一致，从多空移仓矛盾来看，空头或更占优，但是也需要关注 CTD 券以及市场情绪等因素的影响。

图表1：国债期货跨期价差走势

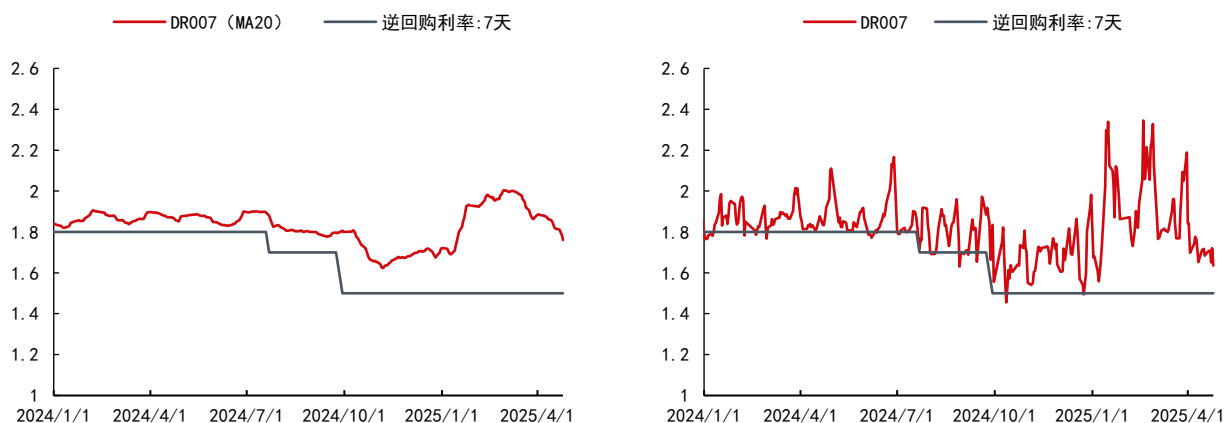


资料来源：Wind 中信期货研究所

一、资金面宽松程度受限，跨期中枢整体或仍较低

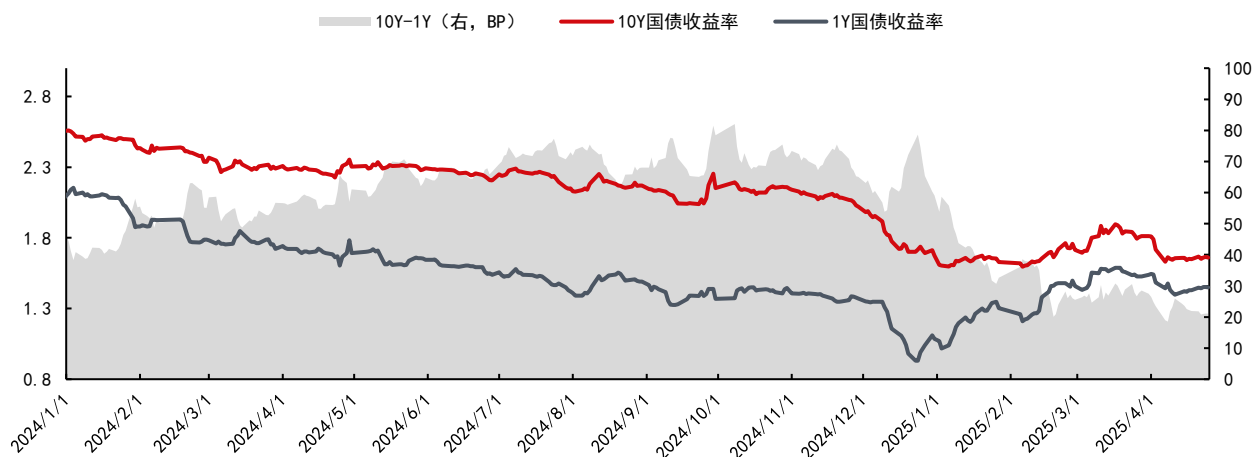
近期资金面整体有所转松，但资金利率仍相对偏高，且资金面或仍难以呈现大幅宽松。近期资金利率整体有所下行，资金面边际转松。DR007（MA20）从 3 月中旬的高点 2.0% 左右，至近期回落至 1.8% 附近。2 月和 3 月，DR007 平均分别为 2.01% 和 1.88%，4 月以来平均约为 1.72%。3 月中旬后，或受债市大幅调整影响，央行公开市场操作更加积极，且银行融出增加，资金面紧张情绪有所缓和。不过也可以发现的是，虽然资金面有所缓和，但是资金利率整体仍相对偏高，相较于政策利率来说，偏高幅度仍在 20BP 左右，与去年 12 月较为接近。另外，可以发现的是，虽然资金面有所转松，但是曲线整体仍较为平坦。以 10Y-1Y 国债利差为例，自去年 12 月至今年 3 月，平均分别为 64BP、43BP、30BP、28BP，4 月以来平均约 22BP。曲线在一季度呈现明显走平，而近期整体仍处于平坦化状态。

图表2：资金面整体有所转松，不过资金利率仍相对偏高（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：曲线整体仍较为平坦（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

央行对资金面态度有所缓和，但是稳汇率以及防空转可能仍有制约。我们此前在报告《2503 移仓展望：跨期价差走势或再现分化》中提到，年初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，而在央行对资金面态度变化的背后则对应了稳汇率以及防空转的诉求上升。一方面，去年年底至今年年初，人民币汇率呈现一定贬值压力，USD/CNY 上行突破 7.3000，USD/CNH 上行突破 7.3500。另一方面，央行强调“畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转”。去年年底债市利率呈现快速下行，10Y 和 30Y 国债收益率在去年 12 月分别下行 35BP 和 29BP。资金面收紧以及央行强调防范资金空转可能也有给债市降温的意图。

值得注意的是，如前文所述，3 月中旬后资金面整体有所转松，而在转松的背后，2 月至 3 月债市长端呈现明显调整，10Y 国债收益率自 2 月上旬低点至 3 月中旬高点，上行约 30BP，3 月 17 日反弹至 1.90%，这可能也是触发央行对资金面态度转变的重要因素。另外可以发现，伴随资金面的转松，叠加 4 月初特朗普关税政策超预期，债市利率再度呈现快速下行，10Y 国债利率 4 月 7 日下行至 1.63%。与此同时，中美利差仍处于深度倒挂状态，且人民币汇率整体或仍有所承压。因此，虽然近期资金面有所转松，但是稳汇率以及防空转对资金面的制约或仍未完全消退。

图表4：自去年底以来，稳汇率诉求上升



图表5：伴随资金面转松，长端利率再度快速下行（%）

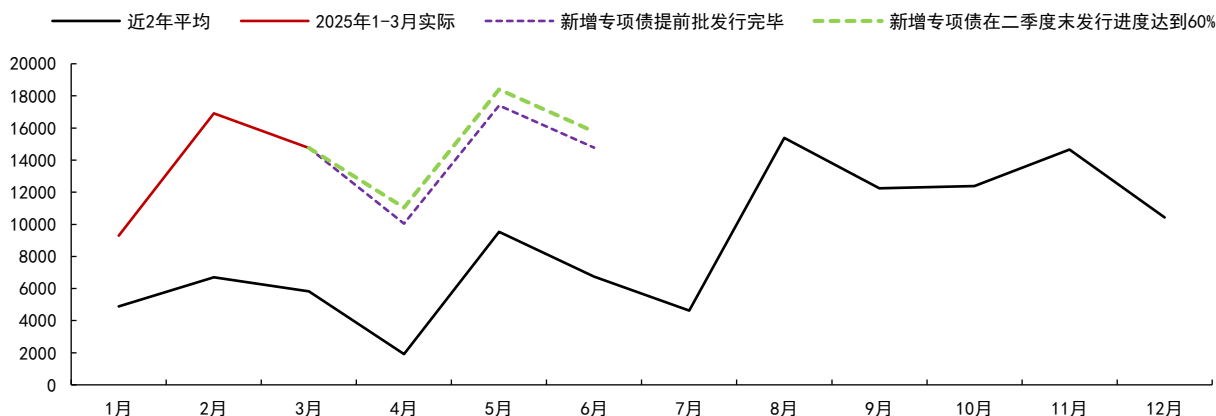


资料来源：Wind 中信期货研究所

5月供给压力或较大，这可能也会对资金面形成一定扰动，虽然央行配合的可能性较大，但是从近期来看，配合力度可能较市场此前预期偏弱。今年政府债发行节奏有所提前，二季度政府债供给量或较大，一方面，新增专项债或在二季度有所提速，实际上虽然一季度政府债供给量相较于往年明显偏高，但主要集中在国债和特殊再融资发行上，新增专项债发行并不快。另一方面，特别国债发行有所提前，其中补充商业银行资本的中央金融机构注资特别国债，在二季度开启发行且或集中在二季度发行，另外超长期特别国债也在4月开始发行，节奏较去年有所提前。从二季度内部看，4月供给量相对较小，5月供给量和供给压力或有所上升，预计5月政府债净融资规模约1.74万亿-1.84万亿（详见报告《二季度政府债压力上升》）。当然，伴随供给量上升，央行进行配合的可能性较大，但是也需要注意的是，央行配合的节奏和力度可能较市场此前预期有所下降。

4月13日，金融时报再度就如何理解适度宽松的货币政策发文，《业内专家：如何理解适度宽松的货币政策》，其中提到“如果财政政策率先发力，货币政策随后跟进，无论是财政政策还是货币政策，都能最大限度地发挥功效”，“如果扩张性财政政策产生的加息压力，削弱了财政扩张效果，中国人民银行就可能加大公开市场操作力度”。当供给压力上升时，央行或进行一定配合，对冲供给扰动，但是配合力度可能较市场此前预期偏弱，资金面整体仍难以呈现大幅状态。

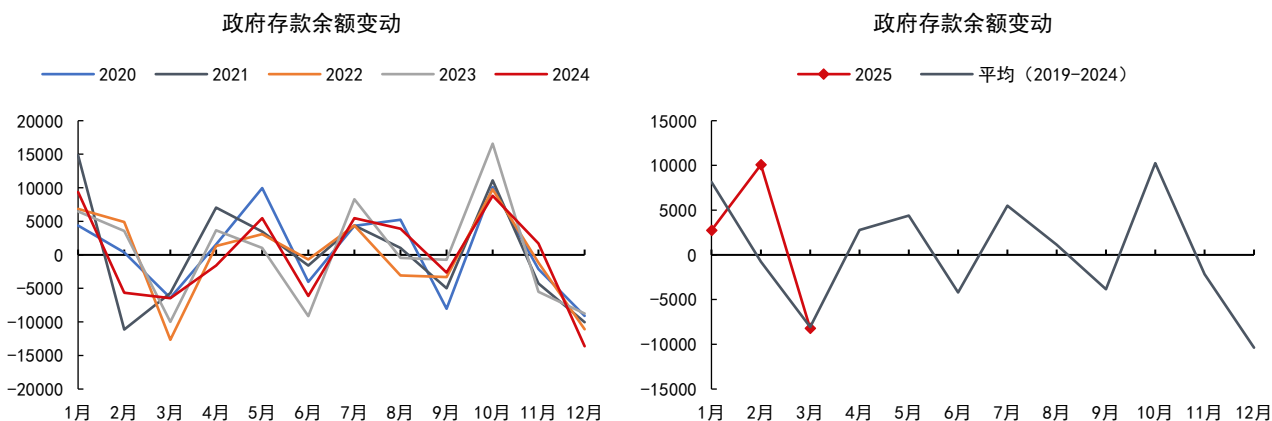
图表6：5月政府债供给量或较大（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

另外受财政收支因素影响，5月政府存款也往往有所上行。从财政收支角度来看，4月和5月往往财政收入较高，但并非财政支出大月。因此在政府存款余额方面，4月和5月往往有所上升，这可能也对资金面形成一定扰动。2019-2024年，政府存款在5月平均增加约4389亿元，其中2020年增加较多，上升9962亿元。

图表7：4月和5月政府存款余额往往上升（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

资金面转松幅度仍受制约以及曲线仍较为平坦或导致跨期价差中枢水平整体仍处于低位。自3月以来，国债利率-资金利率（Shibor3M）有所反弹，但整体仍处于低位。以10Y-3M为例，去年下半年平均约0.25%，而今年1-3月，平均分别约为-0.04%、-0.1%、-0.16%，4月以来平均约-0.12%。可以发现，跨期价差整体水平，除TL外，也在一季度呈现明显下行。需要注意的是，一季度TL跨期价差水平的抬升，受CTD券变动的因素影响较大，其中2506的CTD券200012受付息时间影响，并非2503合约的可交割券。（详见报告《为何TL跨期价差大幅走阔？》、《2503移仓展望：跨期价差走势或再现分化》）。本轮来看，TL受CTD券变动影响，整体和其他品种的差异或有所缩小。

图表8：曲线较为平坦，跨期中枢或维持低位



资料来源：Wind 中信期货研究所

整体来看，近期资金面有所转松，但是资金利率仍处于偏高水平，曲线整体仍较为平坦。目前来看，资金面大幅宽松可能仍受到稳汇率以及防空转等诉求的制约。另外 5 月政府债供给压力或有所上升，央行进行配合的概率较高，但是配合的节奏和力度可能弱于市场此前预期。在资金面难以大幅宽松，负 carry 现象持续的背景下，跨期价差中枢水平可能也仍处于低位。且 TL 受 CTD 券因素影响，本轮跨期价差中枢水平也呈现明显降低。

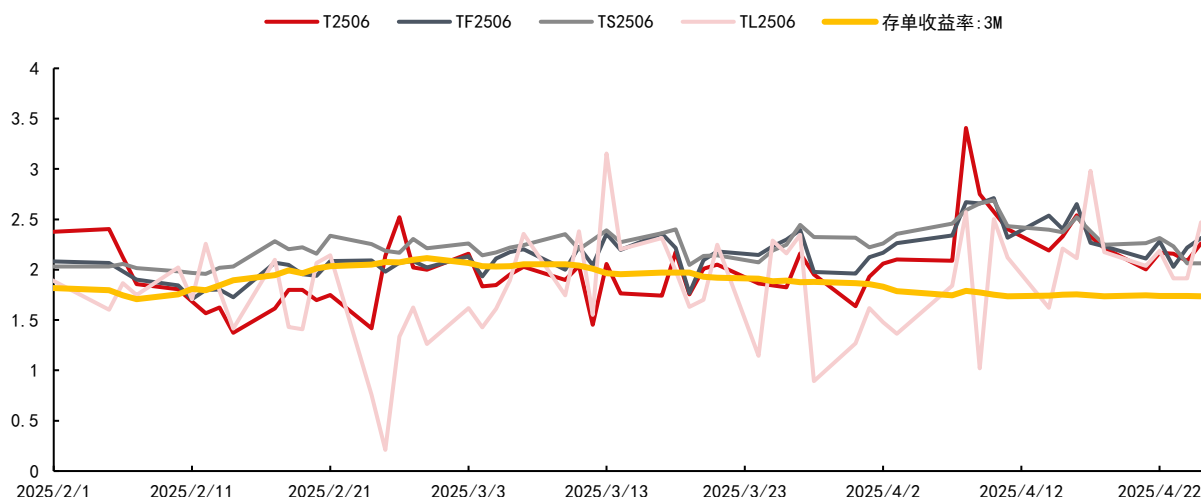
二、正套占据主导，且不同品种移仓矛盾更趋一致

（一）本轮 IRR 水平整体偏高，正套或占据主导

与上一轮类似，本轮 IRR 水平整体也较高，且偏高程度进一步加剧，尤其是 3 月下旬后呈现持续偏高状态。自 2 月以来，2506 合约 T、TF、TS、TL 品种 CTD IRR 平均分别为 2.01%、2.15%、2.25%、1.84%，同期存单收益率（3M）平均约为 1.89%，IRR 整体水平呈现明显偏高。上一轮 2503 合约时，2024 年 11 月至 2025 年 1 月期间，T、TF、TS、TL 合约 CTD IRR 平均分别为 1.65%、1.88%、1.88%、1.36%，彼时同期存单收益率（3M）平均为 1.76%。因此和上一轮简单对比可以发现，本轮不止 TF 和 TS 的 IRR 呈现偏高状态，长端品种也呈现明显偏高。尤其是 TL 品种的 IRR 环境可能相较于上一轮呈现较大变化。就上一轮而言，在 IRR 整体偏高的情况下，TL2503 的 IRR 则相对偏低，且呈现一定反套机会。本轮 TL2506 或转向正套占主导的局面，这也使得 TL 品种和其他品种相比，在多空移仓矛盾方面也更趋一致。

从本轮 IRR 走势来看，3 月下旬后，国债期货各品种 IRR 水平整体均有所上升，其中短端偏高幅度进一步加大，而长端也进入偏高状态。伴随 2 月至 3 月债市呈现一波快速调整，央行在 3 月下旬对资金面态度或有所转变，一方面在公开市场操作中更加积极，在 3 月下旬的逆回购操作中开始净投放，另外 MLF 操作也在 3 月呈现增量续作，在到期 3870 亿元的情况下，开展 4500 亿元操作，这也是自去年 7 月后，首度再次呈现净投放的状态。3 月下旬后，市场宽货币预期或再度升温，对资金面转松的预期以及债市多头情绪或也呈现明显走强。期货相较于现券表现偏强，并带动 IRR 上行。

图表9：各品种 2506 合约 IRR（%）



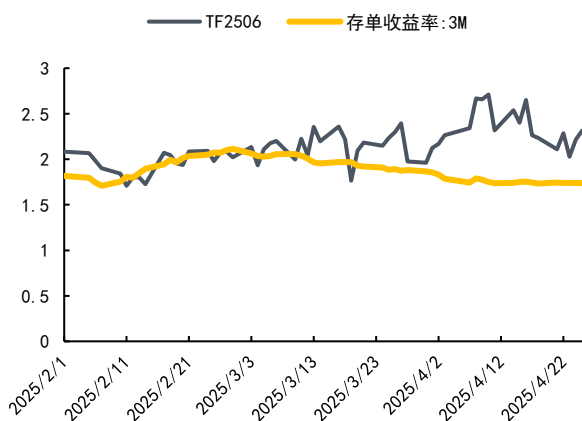
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）TF 和 TS 正套机会进一步凸显，本轮短端多头移仓压力或仍较大

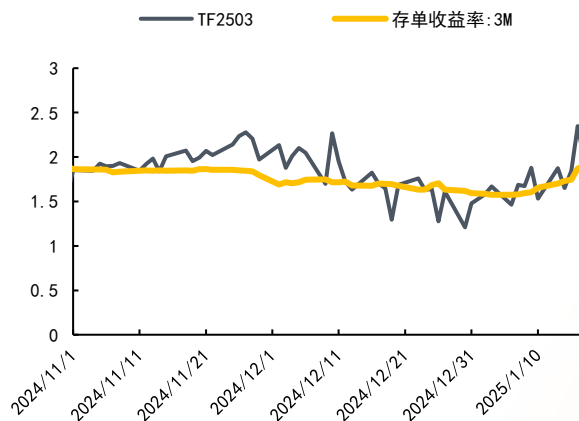
本轮短端品种 IRR 特征与上一轮整体较为类似，且或呈现进一步加剧，正套机会进一步凸显，空头基于正套思路入场动力或较强，而这可能也加剧移仓阶段的多头压力。

TF 合约方面，正套机会明显上升。如前文所述，自 2 月以来，TF2506 IRR 平均约为 2.15%，同期存单平均约为 1.89%，高出约 26BP。上一轮，TF2503 IRR 同样偏高，自去年 11 月至今年 2 月平均约 1.88%，同期存单水平平均约 1.76%，平均高出约 12BP。可以发现，本轮 IRR 偏高水平整体更高，其中值得注意的是，自 3 月下旬至 4 月中旬，TF2506 IRR 平均约为 2.33%，较同期存单水平偏高幅度达到 50BP。不仅偏高幅度较大，且 IRR 偏高持续时间也较长。本轮 TF 合约正套机会相较于上一轮或进一步上升，这可能带动 TF 合约方面，空头基于正套思路的入场动力进一步增强。在上一轮移仓过程中，多头移仓压力明显较大，而本轮可能也延续这一特点。从席位方面来看，TF 部分空头持仓较高的席位，其空单量在基差低位时呈现明显上升，多单量整体较为稳定，呈现震荡状态，可能基于正套思路入场动力较强。

图表10：TF2506 IRR（%）

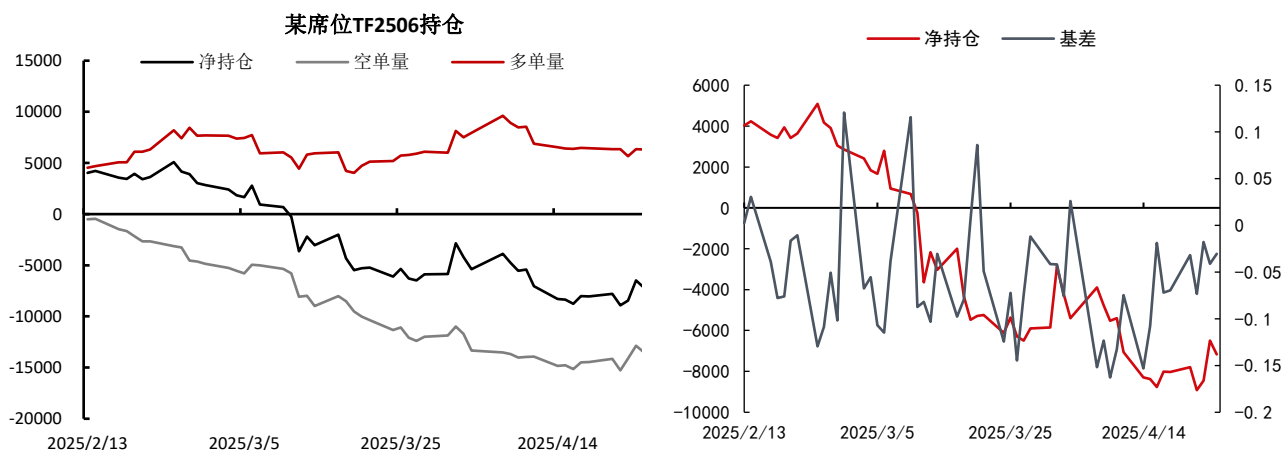


图表11：TF2503 IRR（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

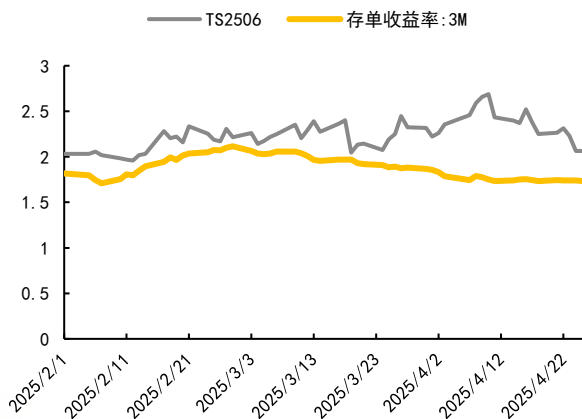
图表12：空头或仍基于正套思路入场（手）



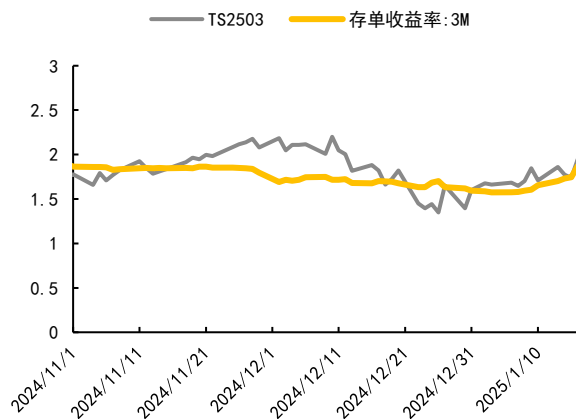
资料来源：Wind 中信期货研究所

TS 合约正套机会同样有所上升，且相较于 TF 合约来说，持续时间更长，这也使得多头移仓压力相对较大的现象或再度出现。TS2506 IRR 自 2 月以来，整体持续处于高位，偏高幅度以及时间相较于上一轮 TS2503 均有所上升。其中自 3 月下旬至 4 月中旬，TS2506 IRR 平均约 2.37%，高于同期 3M 存单约 56BP。上一轮 2503 时，自去年 11 月中旬至 12 月上旬，TS2503 IRR 明显偏高时段，IRR 平均约 2.02%，较同期 3M 存单平均高出约 21BP。TS IRR 持续偏高，或受资金面持续偏紧但宽货币预期较强的影响。自去年年底以来，资金面整体呈现偏紧状态，对应资金利率有所上行，且呈现偏高状态。与此同时，在适度宽松的货币政策基调下，市场对降准降息等宽货币预期或仍较强。央行在一季度频繁提及“择机”的问题，宽货币落地时间较市场预期或有所延迟。从多空双方来看，短端多头或基于宽货币预期的入场博弈动力更强，尤其是考虑自年初以来短端相较于长端的调整幅度更大，调整时间更长。而空头或更多基于正套思路入场，这也将使得在移仓过程中空头或相对占优。

图表13：TS2506 IRR（%）



图表14：TS2503 IRR（%）

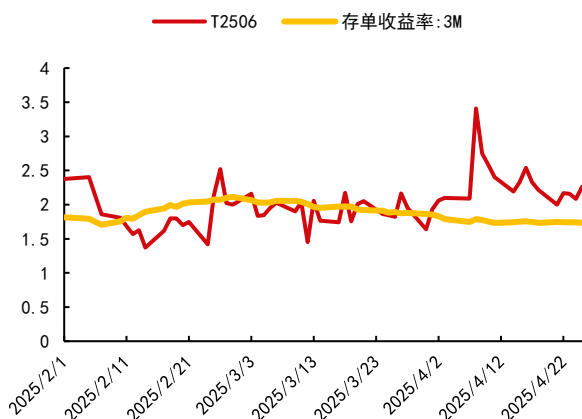


资料来源：Wind 中信期货研究所

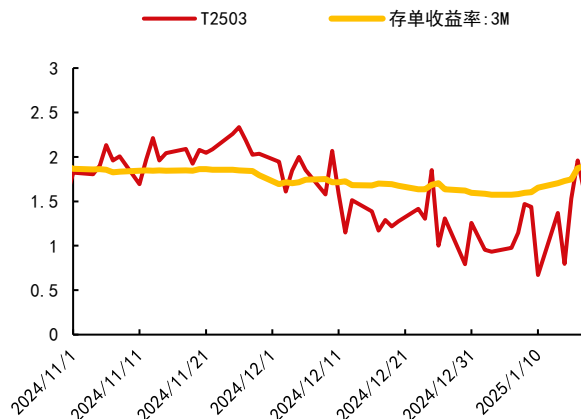
（三）长端正套机会同样有所增多，多头移仓压力或也有所上升

T 合约同样呈现一定正套机会。本轮 T2506 合约 IRR 也整体有所上升，自 2 月以来平均约 2.01%，较同期存单水平偏高。上一轮 T2503 合约同样呈现一定正套机会，但是彼时 IRR 水平偏高并不明显，去年 11 月至 1 月，T2503 IRR 平均约 1.65%，略低于同期存单水平。自 4 月以来，T2506 IRR 呈现明显偏高状态，除了宽货币预期外，特朗普关税政策超预期以及贸易战担忧情绪，可能也带动长端多头情绪走强，国债期货相较于现券呈现一定超涨。从席位上看，部分空头或基于正套思路入场动力较强，其中 4 月初空单量和净空单呈现明显累积。

图表15：T2506 IRR（%）

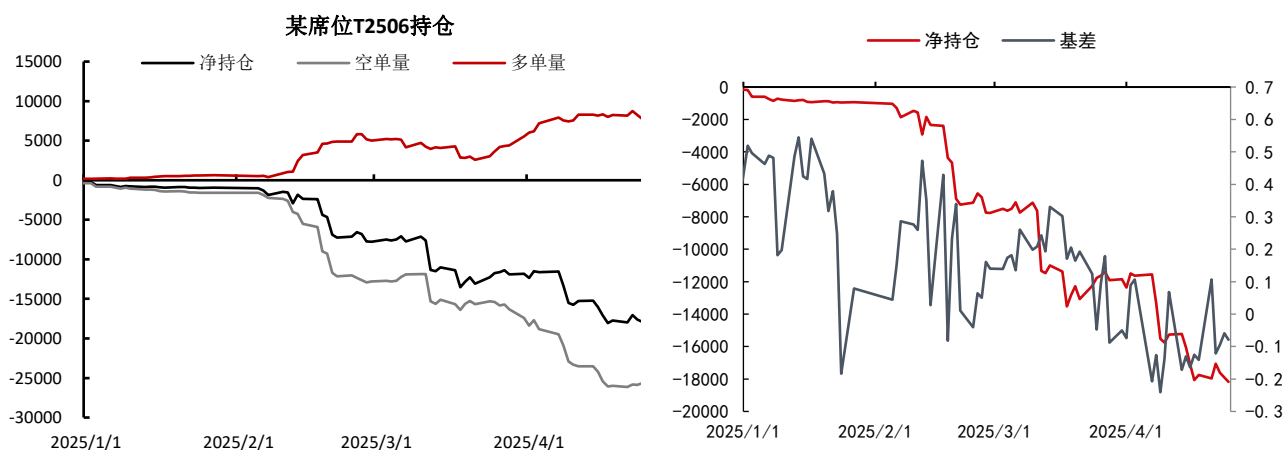


图表16：T2503 IRR（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表17：部分空头或以正套思路参与



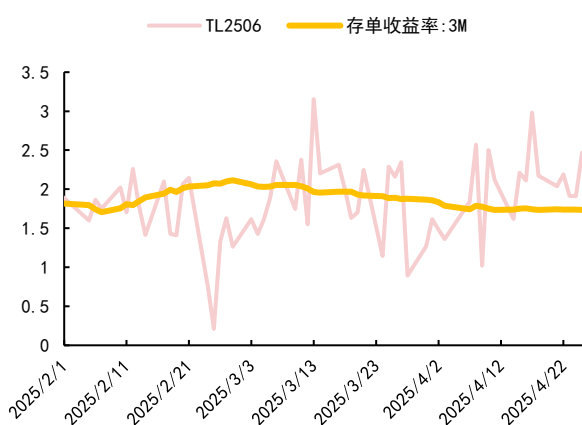
资料来源：Wind 中信期货研究所

本轮 TL IRR 环境或变化较大，和上一轮反套占主导相比，本轮或转向更偏正套占主导。本轮 TL2506 IRR 水平整体有所上升，虽然相比同期存单水平整体偏低，但是偏低幅度较上一轮明显收窄，且正套机会明显增多。值得注意的是，相比于其他品种来说，TL 品种的 IRR 波动更大，就某一合约来说，正套机会和反套机会或同时存在。以上一轮 TL2503 为例，在 11 月底至 12 月初期间呈现一定正套机会，但整体反套

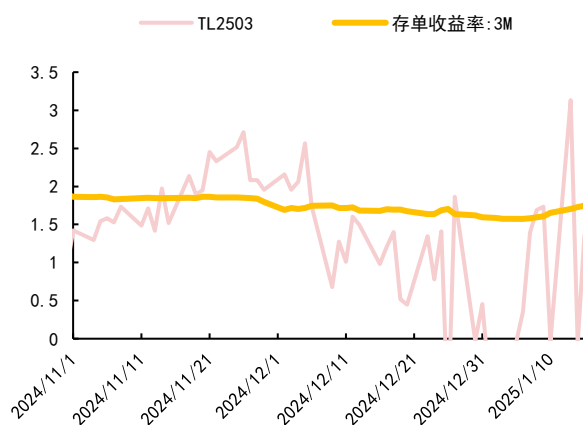
机会更多，持续时间更长，而且在移仓过程也可以发现，更受反套思路影响，空头移仓压力相对更大，跨期价差整体上行。而本轮 TL2506 同样正反套机会均有所显现，其中在 2 月底至 3 月初阶段，伴随债市的大幅调整，尤其是长端调整幅度相对较大，国债期货相较于现券或也呈现一定超跌，进而导致出现一定反套机会。不过从 TL2506 合约整体来看，反套机会持续时间较短，且后续自 3 月中旬后，TL IRR 再度呈现偏高状态，正套机会持续时间较长。

因此，本轮 TL2506 或由反套主导的环境转向正套占主导的环境，这也使得 TL 品种上的多空移仓矛盾与其他品种更趋一致。上一轮 TL 跨期价差表现与其他品种呈现明显分化，除了 CTD 券的原因外，也和多空移仓矛盾的分化有很大关系。本轮 TL 受正套思路影响，多头移仓或有所增强，并导致跨期价差下行动力增强。

图表18：TL2506 IRR（%）



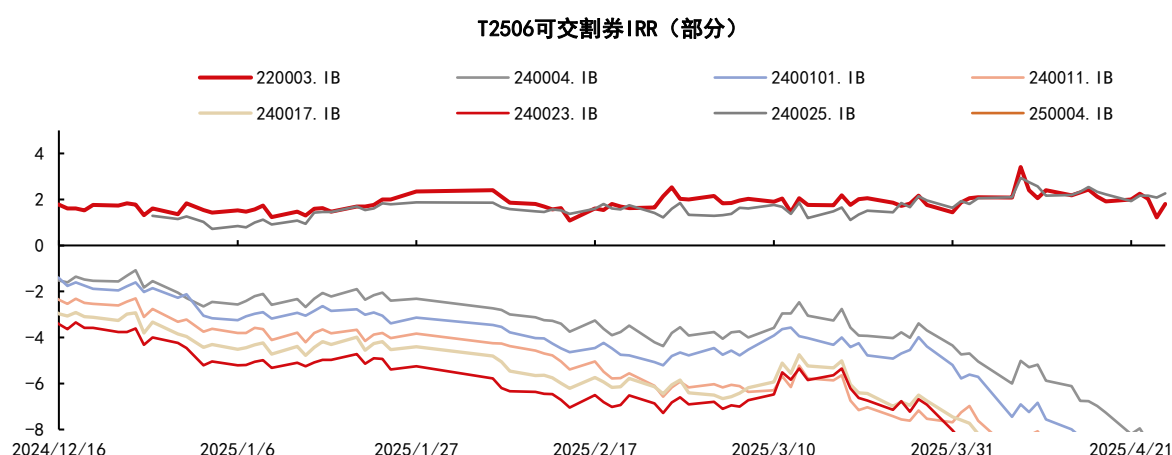
图表19：TL2503 IRR（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

另外，T 合约 CTD 分布以及切换较为频繁可能仍制约多头进入交割动力，这可能也加剧 T 合约多空移仓矛盾。从上一轮交割情况来看，T 合约在四个品种中交割量最低，从 CTD 分布上看，T2503 CTD 在可交割券 210017 和 240018 之间频繁切换，这可能也影响多头进入交割动力（详见报告《2503 交割：T 交割回落，其他品种交割上升》）。而本轮来看，T2506 CTD 同样呈现频繁切换，22003 与 240025 IRR 水平均较高，且两只券或差别较大。对于 T 合约多头来说，进入交割拿券的不确定性相对较大，这可能也使得多头移仓动力相对较强。

图表20：T2506 CTD 券呈现频繁切换（%）



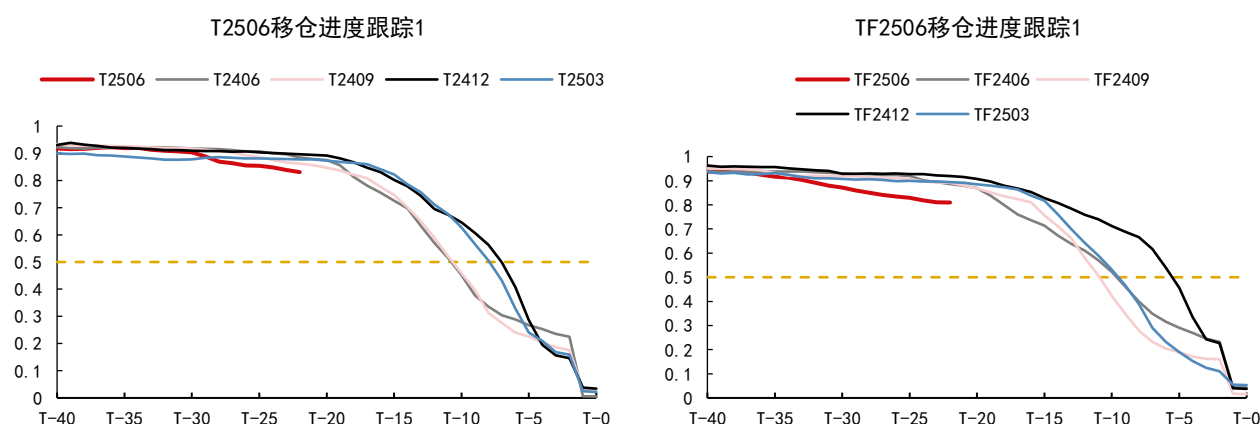
资料来源：Wind 中信期货研究所

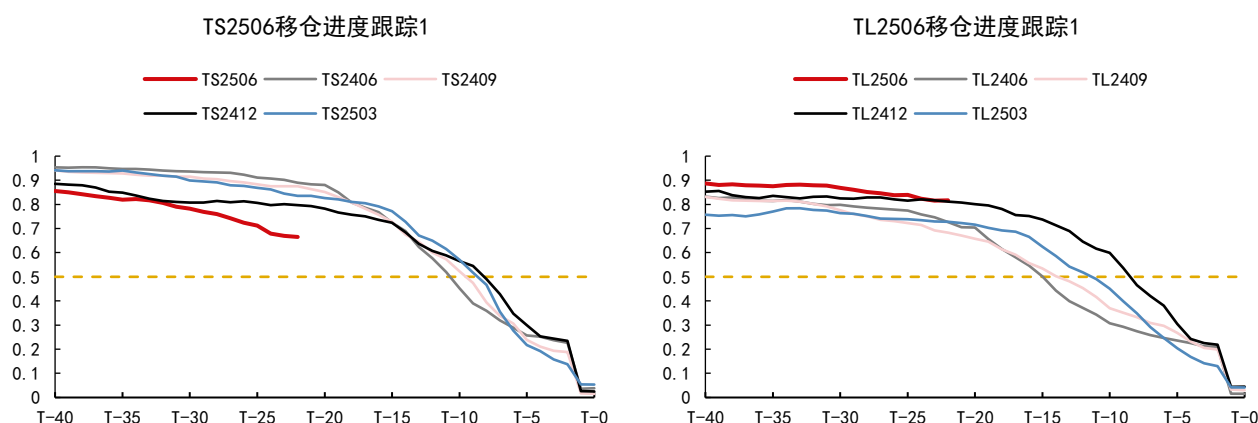
三、本轮移仓进度偏快，跨期价差前期快速走低，或压缩后续走低空间

（一）本轮移仓节奏整体偏快，多头移仓压力较大或已有所显现

本轮移仓开启时间相对较早，尤其是短端移仓节奏明显偏快。截至4月25日，TS2506持仓量9.56万手，而TS2509合约持仓量已达到4.82万手，T2506、TF2506、TS2506和TL2506的移仓进度分别为17.0%、19.0%、33.5%、和18.3%。整体上看，一方面从几个品种来说，TF和TS移仓进度相对偏快，尤其是本轮TS移仓进度显著高于其他几个品种。另一方面，和过去几轮相比，本轮T、TF、TS移仓进度均明显偏快，而TL移仓进度则相对偏慢。过去四轮，同样时间点，T、TF、TS、TL移仓进度平均分别约为12.0%、10.2%、15.1%、26.2%。

图表21：本轮移仓进度整体偏快

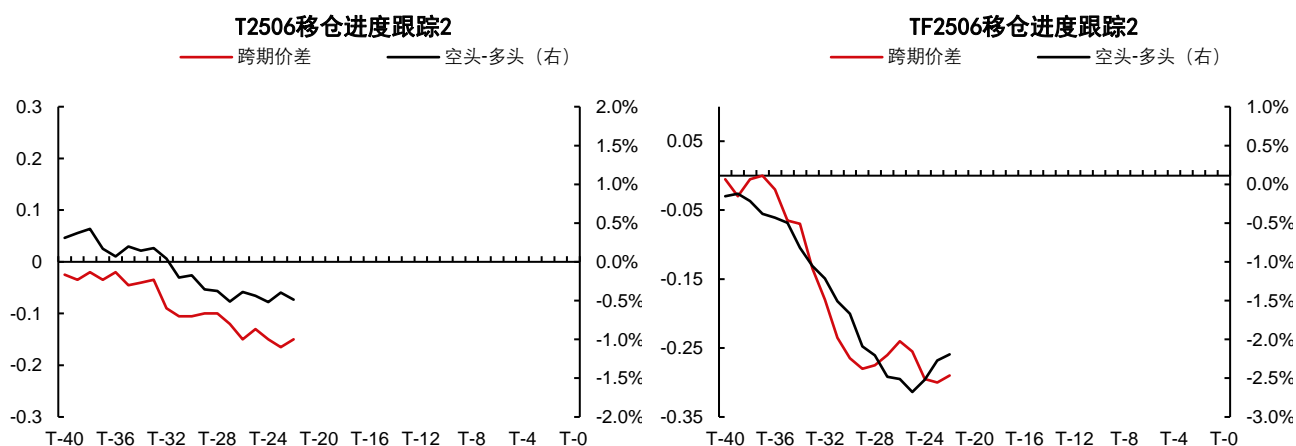


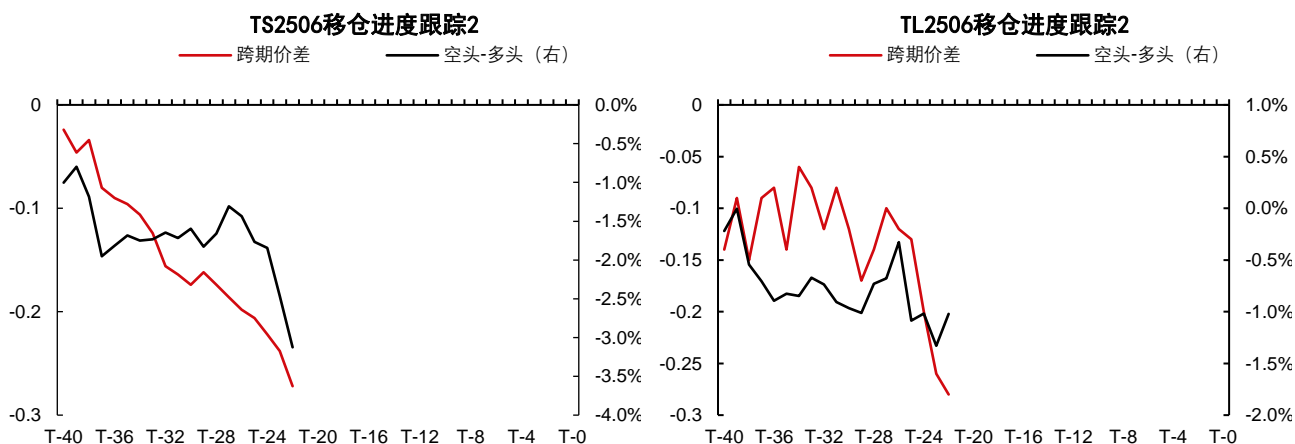


资料来源：Wind 中信期货研究所

在移仓节奏偏快的同时，多头移仓压力或已有所显现，并带动近期跨期价差明显下行。在正套参与动力较强的背景下，多头移仓压力或相对较大，而市场或在学习效应下提前有所反应。一方面考虑近月合约即将到期，多头或直接在远月合约建仓。另外移仓也可能提前展开，以 TS 为例，4/17-4/25 日，TS2506 持仓下降约 1.65 万手，TS2509 持仓增加约 1.28 万手。且可以发现，在移仓节奏整体偏快的情况下，多头移仓动力也整体强于空头，尤其是 TF 和 TS 合约，多头移仓节奏整体更快。在近月合约即将到期，而央行再度强调“择机”，宽货币预期有所推迟的情况下，这可能也带动多头主动移仓动力增强。从跨期价差走势上看，多头移仓动力更大，近期各品种跨期价差均呈现明显下行。另外值得注意的是，除了移仓方面的原因，跨期套利力量的增强也可能带动跨期价差下行。

图表22：多头移仓压力较大或有所显现





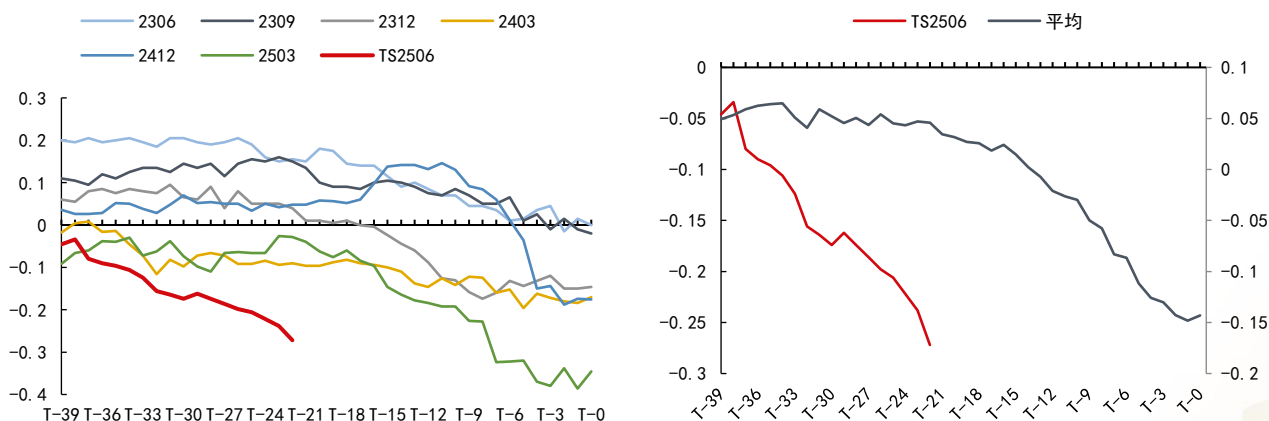
资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）跨期价差快速下行或压缩后续下行空间

本轮跨期价差在移仓初期即已呈现快速下行，这可能也将压缩后续下行空间，尤其在短端或较为明显。从各品种 2506–2509 跨期价差表现上来看，截止 4/25 日，T2506–T2509、TF2506–TF2509、TS2506–TS2509、TL2506–TL2509 分别录得–0.15 元、–0.29 元、–0.27 元、–0.28 元，相较于 4 月 1 日，分别下行约 0.12 元、0.26 元、0.23 元、0.19 元。对比 2023 年以来，移仓过程中跨期价差整体下行的阶段，2306、2309、2312、2403、2412、2503，自 T–39 日至 T 日（其中 T 为交割月前月最后一个交易日），TS 跨期价差平均下行约 0.19 元，TF 跨期价差平均下行约 0.27 元。且在移仓阶段前期，跨期价差整体走势较为平稳，一般在移仓中后期跨期价差呈现快速下行，自 T–20 日至 T 日，跨期价差下行幅度较大。实际上从移仓节奏上看，这也往往是移仓高峰阶段。在多空移仓矛盾较为突出，以及多头移仓压力相对较大的情况下，移仓高峰阶段跨期价差受多头移仓影响，呈现快速下行。

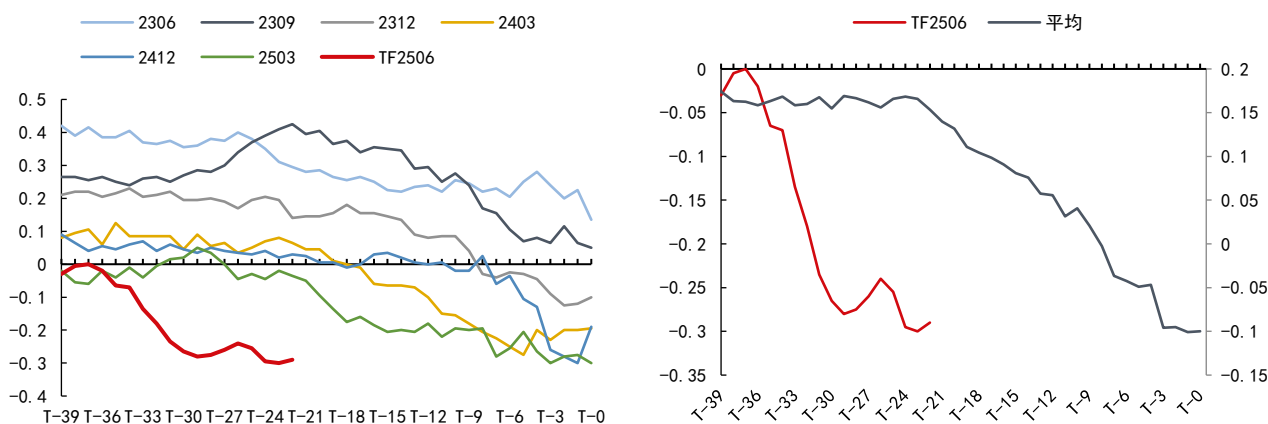
值得注意的是，近期跨期价差的快速下行或压缩后续进一步下行的空间，尤其是短端品种。另外，可以发现，伴随跨期价差的快速下行，次季合约价格可能也呈现偏高状态。实际上近期来看，TF 和 TS 次季合约 IRR 也明显偏高，而这可能也带动空头在次季合约的入场动力上升。

图表23：近期 TS2506 跨期价差快速下行



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表24：TF2506 跨期价差也已降至低位

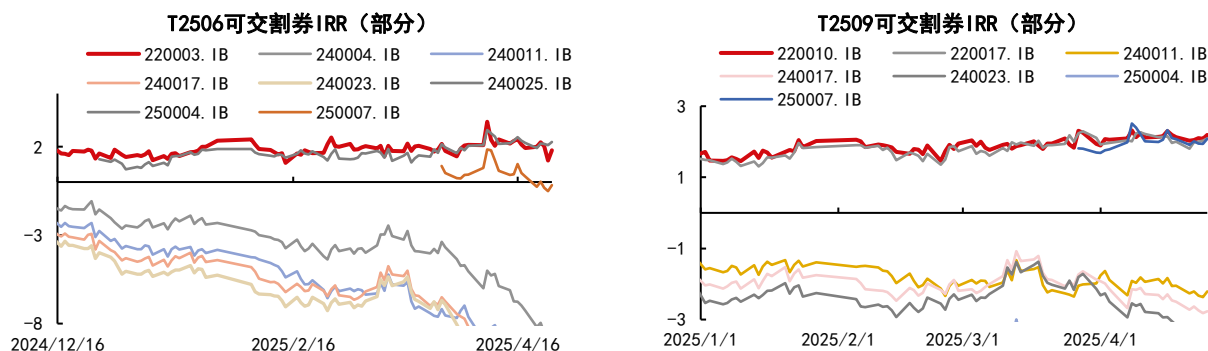


资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）当季与次季 CTD 券差异等仍可能对跨期价差走势带来扰动

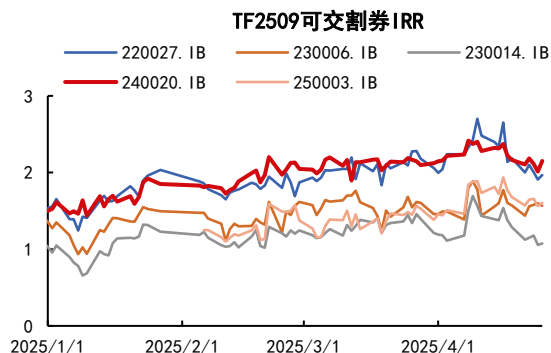
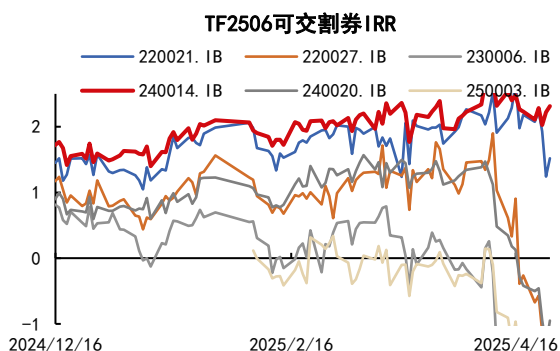
本轮国债期货四个品种的当季和次季合约 CTD 券继续有所不同。这可能导致 CTD 券走势的差异继续对跨期价差走势呈现一定扰动。T2506 CTD 在 220003 上时间较多，而 T2509 CTD 则主要集中在可交割券 220010。TF2506 CTD 主要集中在 240014，TF2509 CTD 主要集中在 240020；TS2506 CTD 主要集中在 240024，TS2509 CTD 主要集中在 250006；TL2506 CTD 主要集中在 200012，TL2509 CTD 主要集中在 210015。当季合约与次季合约 CTD 分布有所不同，或将使得移仓阶段，CTD 券走势的差异也会对跨期价差走势形成一定扰动。

图表25：T2506 与 T2509 CTD 券有所不同（%）



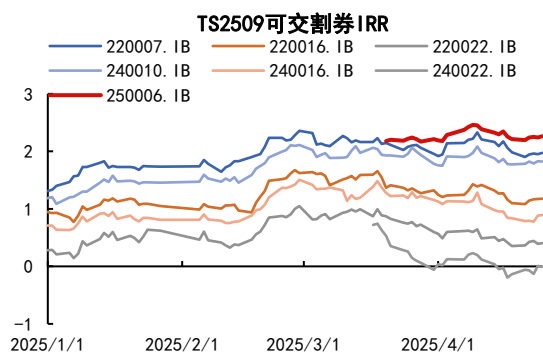
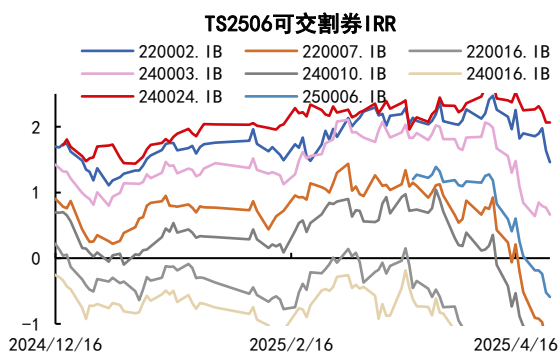
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表26：TF2506 与 TF2509 CTD 券有所不同（%）



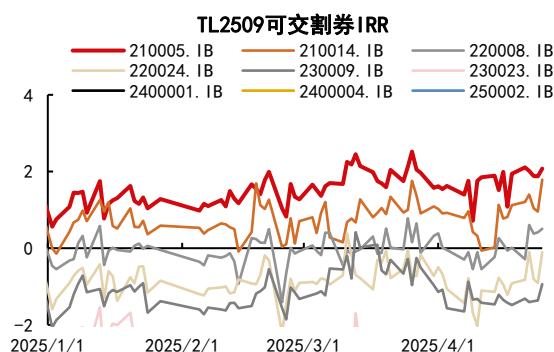
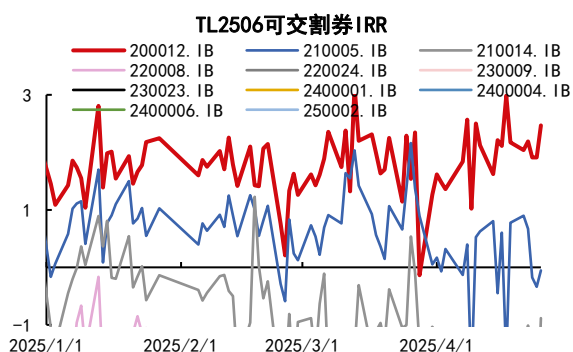
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表27：TS2506 与 TS2509 CTD 券有所不同（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表28：TL2506 与 TL2509 CTD 券有所不同（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

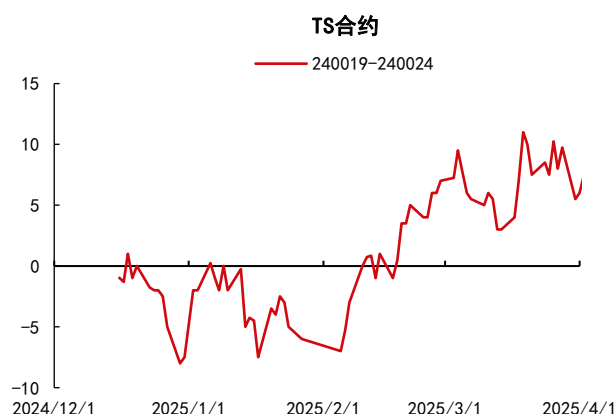
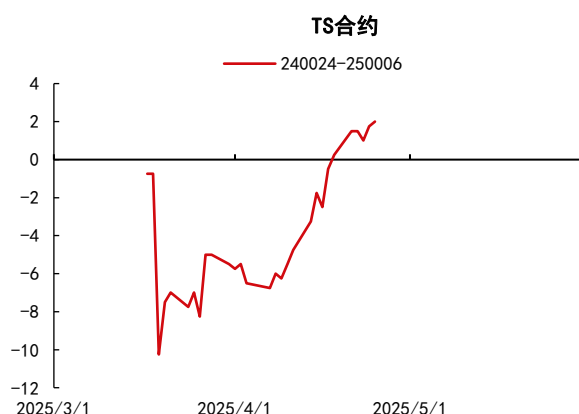
且从过去几轮来看，当季合约与次季合约 CTD 的差异以及对跨期价差走势的影响或在 TS 上体现较为明显。以上一轮为例，TS2503 CTD 集中在 240019，TS2506 CTD 集中在 240024，且二者走势在 2 月呈现较大差异。移仓换月阶段，240019 表现明显偏弱，240019-240024 利差呈现大幅上行，这也带动跨期价差下行动力增强。而从本轮来看，近期 240024-250006 的利差呈现明显上行，这可能也带动了近期跨期价差倾

向于下行。后续不排除，这一利差或呈现进一步有所上行，但是和上一轮相比的1月底相比，近月和远月的CTD利差在移仓前期已呈现明显走高，这或使得后续移仓高峰阶段走高的空间有所压缩。另外值得注意的是，虽然TL当季和次季合约CTD券的利差变动较小，但是考虑其久期较长，因此利差波动仍可能对跨期价差带来一定扰动。

另外除了CTD券差异可能产生的影响外，也需要关注市场情绪波动可能对跨期价差走势产生的扰动。近期来看，市场对宽货币预期或仍较强，以及贸易战担忧和避险情绪升温，或对多头情绪构成较强支撑。但是可能也需关注如果财政发力超预期以及稳增长预期升温或带动空头情绪走强的可能。

图表29：TS2506与TS2509 CTD的利差（%）

图表30：TS2503与TS2506 CTD的利差（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

（四）移仓展望：多头移仓压力仍相对较大，不过跨期价差快速下行或压缩后续下行空间

资金面宽松程度受限，跨期中枢整体或仍较低。近期来看，资金面虽然有所转松，但是资金利率仍处于偏高水平，曲线整体仍较为平坦。目前来看，虽然央行对资金面态度有所缓和，但是资金面大幅宽松可能仍受到稳汇率以及防空转等诉求的制约。另外5月政府债供给压力或有所上升，新增专项债发行或有所提速，中央金融机构注资特别国债近期开启发行且或集中在二季度发行，超长期特别国债发行节奏也有所提前。在供给加速时，央行进行配合的概率较高，但是需要注意的是，配合的节奏和力度可能弱于市场此前预期。在资金面难以大幅宽松，负carry现象持续的背景下，跨期价差中枢水平可能也仍处于低位。且TL受CTD券因素影响，本轮跨期价差中枢水平也呈现明显降低。上一轮TL和其他品种的分化状态可能在本轮再度有所统一。

正套占据主导，且不同品种移仓矛盾更趋一致。本轮IRR水平整体较高，且和上一轮相比，偏高程度进一步加剧，尤其是3月下旬后IRR呈现持续偏高状态，正套或占据主导，并使得多头移仓压力相对较大。分品种来看，本轮短端正套机会进一步凸显，空头基于正套思路入场动力或较强。TF合约方面，正套机会明显上升。TS合约正套机会同样有所增多，且相较于TF合约来说，持续时间更长，这也使得多头移仓压力相对较大的现象或再度出现。长端方面，T合约同样呈现一定正套机会，本轮T2506合约IRR也整体有所上升，其中自4月以来，T2506IRR呈现明显偏高状态。另外，本轮TLIRR环境或变化较大，和上一轮反套占主导相比，本轮或转向更偏正套占主导，以及TL品种上的多空移仓矛盾与其他品种更趋一致。

需要注意的是，本轮移仓进度偏快，跨期价差前期快速走低，或压缩后续走低空间。本轮移仓开启时间相对较早，尤其是短端移仓节奏明显偏快，多头移仓压力较大或已有所显现。本轮跨期价差在移仓初期即已呈现快速下行，这可能也将压缩后续下行空间，尤其在短端或较为明显。对比 2023 年以来，移仓过程中跨期价差整体下行的阶段，自 T-39 日至 T 日，TS 跨期价差平均下行约 0.19 元，TF 跨期价差平均下行约 0.27 元。且在移仓阶段前期，跨期价差整体走势较为平稳，一般在移仓中后期跨期价差呈现快速下行。相比之前，本轮跨期价差下行时间相对偏早。值得注意的是，伴随跨期价差的快速下行，次季合约价格可能也呈现偏高状态。另外除了多空移仓矛盾外，本轮国债期货四个品种的当季和次季合约 CTD 券继续有所不同，当季与次季 CTD 券差异等仍可能对跨期价差走势带来扰动。与此同时也需要关注市场情绪波动可能对跨期价差走势产生的扰动。

整体来看，受正套策略参与动力较强等影响，本轮移仓空头或更占优，且不同品种再度趋于一致，跨期价差或倾向于下行。不过也需要注意的是，本轮移仓开启时间偏早，移仓进度整体偏快，多头移仓压力或已有所显现，跨期价差前期快速走低，并或压缩后续跨期价差走低空间，尤其是短端品种。因此前期多头可以适当加快移仓步伐，空头可稍作等待，但是伴随跨期价差的快速下行，多头或可转为均匀移仓思路，空头在中期或可适当加快移仓步伐。另外也需关注 CTD 券走势差异以及政策等超预期可能对跨期价差表现带来的影响。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司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有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司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，或者中信期货有限公司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，且中信期货有限公司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，但中信期货有限公司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，且中信期货有限公司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有限公司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有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

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

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>