

低跨期价差开局下后续如何演绎？ ——2412 移仓展望

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

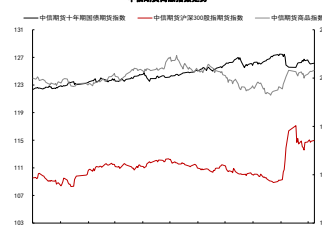
本轮移仓以低跨期价差开局，而后续来看跨期价差或整体仍有进一步收窄的可能。从不同品种来看，则可能继续呈现一定差异，T、TF、TS 跨期收窄动力或相对较强，而 TL 跨期价差或更偏震荡。

摘要：

- **资金面维持平稳，曲线维持陡峭化，不过跨期价差中枢或有所回落。**近几个月供给呈现明显放量，这或使得资金面承压，但是央行对冲操作等较为积极，资金面整体维持平稳。值得注意的是，虽然资金面维持平稳，曲线维持陡峭化状态，但是跨期价差中枢或有所回落，尤其是在 TL 品种上较为明显。TL 当季合约与次季合约可交割券范围以及 CTD 券的不同在本轮呈现反向演绎，或导致 TL 当季价格相对偏低以及跨期价差中枢下移。且从资金面来看，供给扰动或仍未消除，央行对冲操作有利于资金面保持平稳，但是跨期中枢或仍难以明显上行。
- **多空移仓矛盾方面，不同品种或仍有一定差异，本轮 T 和 TF 多头移仓压力或相对更大，而 TL 多空移仓矛盾或较上一轮有所缓和。**本轮 IRR 水平整体有所抬升，其中 T 合约正套机会明显，这或使得空头基于正套思路参与动力较强。另外 TF 合约正套机会相较于上一轮也有所增加。而 TL 和 TS 上多空移仓矛盾或相对较弱，对于 TL 而言，本轮不再是反套占绝对主导的环境。TS 方面需要注意的是，当季和次季 CTD 分别主要集中在 240012 和 240019，且目前二者利差或处于低位，如果后续利差上行，这也可能带动跨期价差倾向于收窄。
- **整体上看，本轮移仓以低跨期价差开局，而后续跨期价差或整体仍有进一步收窄的可能。**从多空移仓矛盾等来看，T、TF 以及 TS 跨期价差收窄动力或相对较强，多头移仓可以适当加快步伐，而 TL 多空移仓矛盾或有所弱化，跨期价差或呈现偏震荡状态。不过也需注意的是，政策如果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

中信期货国债期货走势



固定收益团队

研究员：
程小庆
021-60819969
chengxiaoping@citicsf.com
从业资格号 F3083989
投资咨询号 Z0018635

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。

目 录

摘要:	1
一、资金面平稳，但跨期中枢或有所回落	4
二、多空移仓矛盾在不同品种上或仍有所分化	8
(一) IRR 整体抬升，正套机会再度有所显现	8
(二) 不同品种方面，T 和 TF 上多空矛盾或相对突出	9
三、移仓展望：跨期价差收窄动力或整体更强	15
(一) 本轮移仓进度整体适中，不过其中 TS 移仓进度明显偏快	15
(二) 移仓展望：跨期价差收窄动力或更强，不同品种间仍存在一定差异	16
免责声明	18

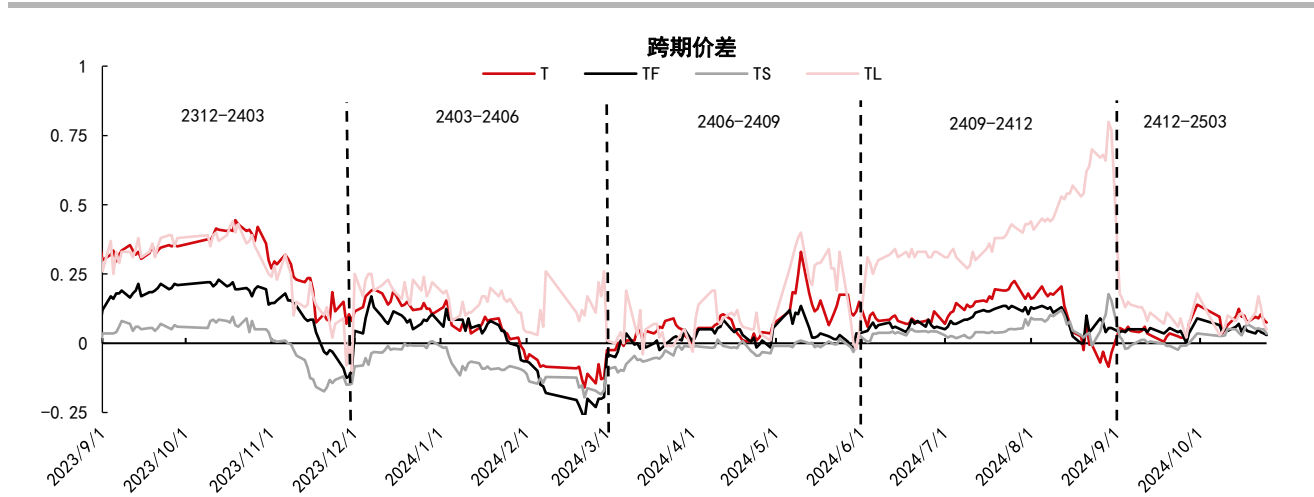
图目录

图表 1: 国债期货跨期价差走势	4
图表 2: 资金利率有所下行，但整体高于政策利率 (%)	5
图表 3: 存单利率未进一步下行，整体保持稳定 (%)	5
图表 4: 曲线维持陡峭化特征 (%)	5
图表 5: 曲线维持陡峭化，但跨期中枢或有所回落	6
图表 6: TL2412 与 TL2503 可交割券范围与 CTD 券有所不同 (%)	6
图表 7: 可交割券范围不同或导致 TL2412 价格相对偏低	7
图表 8: 近几个月专项债发行加速	8
图表 9: 地方债供给放量 (亿元)	8
图表 10: 11-12 月政府债净融资估计 (亿元)	8
图表 11: 央行公开市场操作较为积极 (亿元)	8
图表 12: 各品种 2412 合约 IRR (%)	9
图表 13: T2412 IRR (%)	10
图表 14: 空头或基于正套思路入场动力较强 (手)	10
图表 15: 多头或基于单边思路 (手)	11
图表 16: TF2412 IRR (%)	11
图表 17: TF2409 IRR (%)	11
图表 18: 空头或仍基于正套思路入场 (手)	12
图表 19: TS2412 IRR (%)	12
图表 20: 多头或基于单边思路 (%)	13
图表 21: 空头或偏套利思路 (%)	13
图表 22: TS2412 与 TS2503 CTD 的利差 (%)	14
图表 23: TS2312 与 TS2403 CTD 的利差 (%)	14
图表 24: TL2412 IRR (%)	14
图表 25: TL2409 IRR (%)	14

图表 26: 部分多头或仍以多头替代以及反套思路参与, 但相较于上一轮也有所减弱.....	15
图表 27: T2412 移仓进度 9.7%.....	16
图表 28: TF2412 移仓进度 7.3%.....	16
图表 29: TS2412 移仓进度 19.4%.....	16
图表 30: TL2412 移仓进度 18.5%.....	16

近期国债期货 2412 合约移仓换月逐步开启，11 月将迎来移仓高峰。值得注意的是，目前来看，国债期货各品种跨期价差整体处于较低水平。上一轮时，跨期价差波动较大，其中 TL 跨期价差大幅走阔。那么在本轮移仓过程中，跨期价差波动将呈现何种特点？

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、资金面平稳，但跨期中枢或有所回落

近期资金面整体维持平稳，曲线维持陡峭化状态。从资金利率上看，受 9 月底央行降息带动，DR007 整体有所下行。9 月底，央行 7 天期逆回购操作利率由 1.7% 下调至 1.5%。DR007 在 8 月和 9 月平均分别约为 1.79% 和 1.81%，10 月以来平均约为 1.64%。值得注意的是，一方面资金利率跟随政策利率下调而有所下行，而另一方面资金利率整体维持高于政策利率的状态，且偏离幅度有所上升。另外从存单利率上看，近期整体保持平稳，未延续前期持续下行的态势，呈震荡状态。今年 1 月 1Y 同业存单（股份行）利率平均为 2.43%，7 月降至约 1.96%，8 月降至 1.92%，而 9 月则略有上升，约为 1.95%，10 月以来平均约为 1.94%。从影响因素上看，近几个月供给呈现明显放量，这或使得资金面承压，但是央行对冲操作等较为积极，资金面整体维持平稳。在曲线形态方面，前期曲线呈现明显走陡表现，近期整体维持陡峭化状态。以 10Y-1Y 国债利差为例，今年 1 月平均约为 44BP，7 月平均为 73BP，8 月平均为 69BP，9 月平均为 71BP，10 月以来平均为 71BP，整体维持陡峭化状态。

图表2：资金利率有所下行，但整体高于政策利率（%）

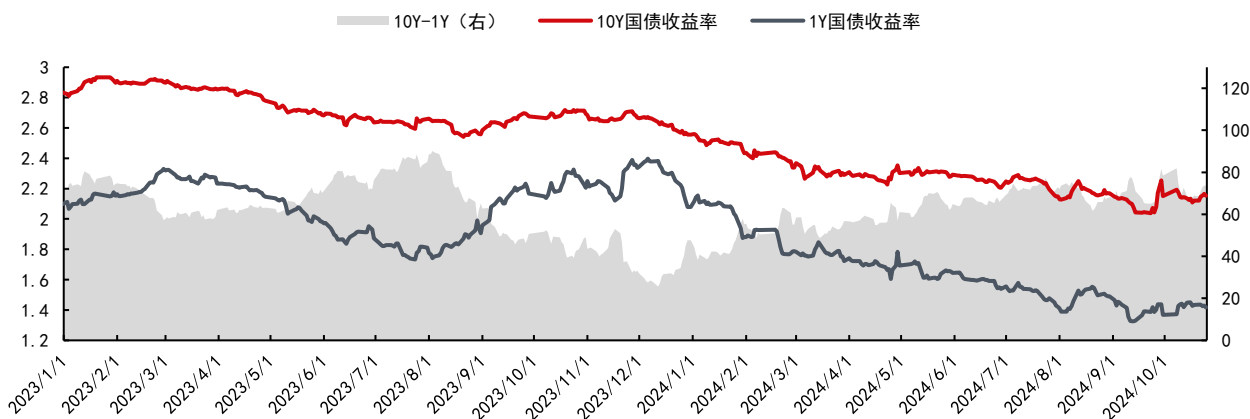


图表3：存单利率未进一步下行，整体保持稳定（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

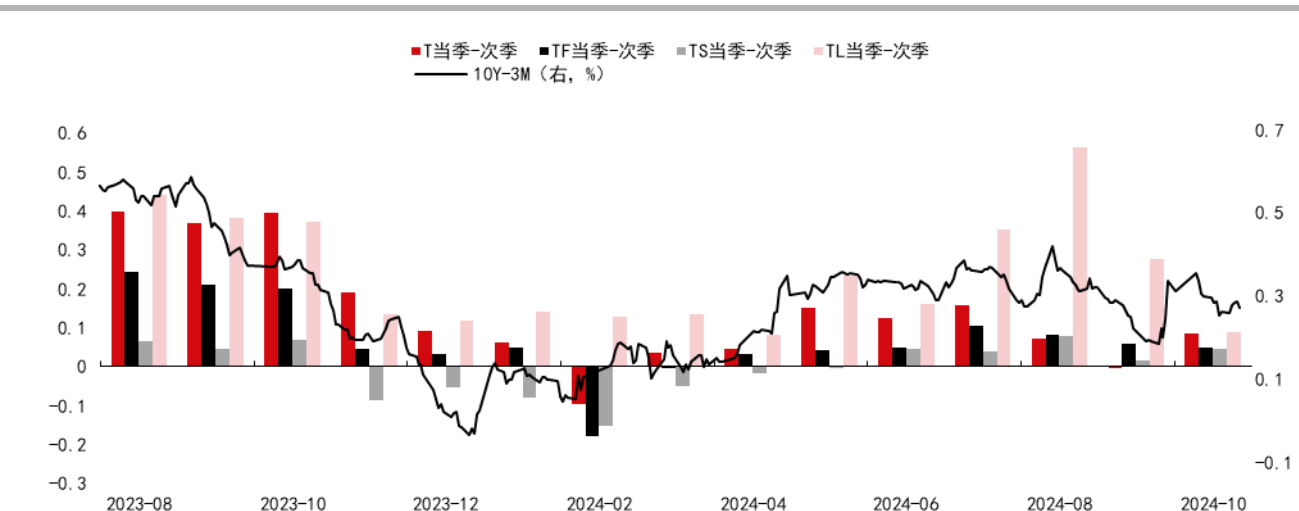
图表4：曲线维持陡峭化特征（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

值得注意的是，虽然资金面维持平稳，曲线维持陡峭化状态，但是跨期价差中枢或有所回落，尤其是在 TL 品种上较为明显。10 月以来，国债期货 T、TF、TS、TL 当季-次季价差平均分别约为 0.08 元、0.05 元、0.04 元、0.09 元，整体偏低。作为对比，今年 7 月时，T、TF、TS、TL 当季-次季价差平均分别为 0.16 元、0.10 元、0.04 元、0.35 元。其中 TL 跨期价差呈现大幅回落。在 8 月时，受多空移仓矛盾等影响，TL 跨期价差大幅走阔，TL 跨期价差月度平均值达到 0.56 元。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。其中 200012 因为付息时间点的原因导致其不满足 TL2409 可交割券的条件，因此未被纳入 TL2409 可交割券范围。

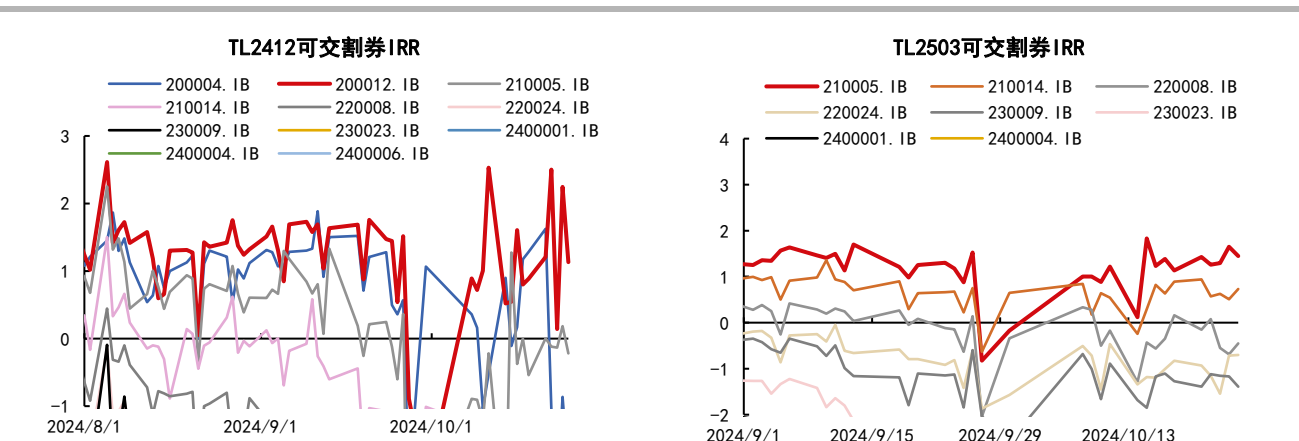
图表5：曲线维持陡峭化，但跨期中枢或有所回落



资料来源：Wind 中信期货研究所

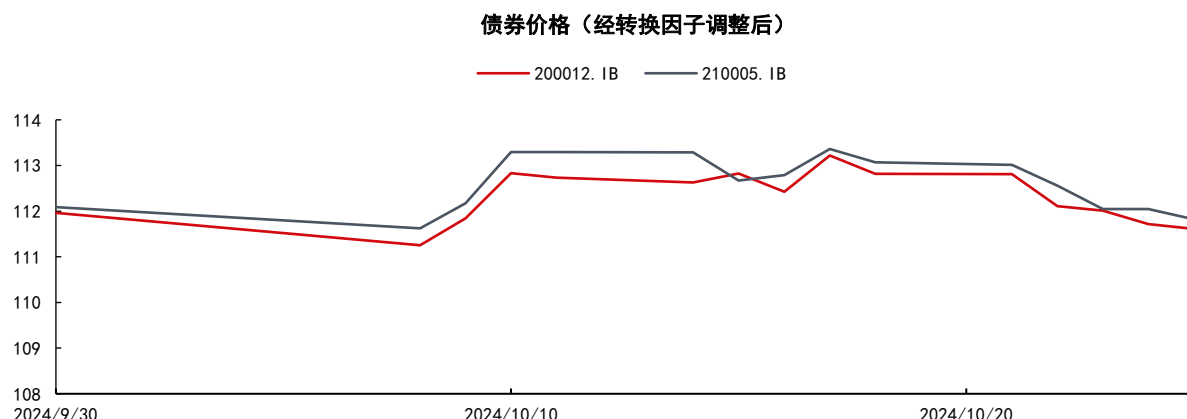
而对于本轮来说，TL 可交割券的这一特点或呈现反向演绎，并导致其跨期价差中枢下移。本轮 TL2412 的可交割券范围大于 TL2503。TL2503 共计有 8 只可交割券，且 CTD 券集中在 210005，而 TL2412 共计有 11 只可交割券，除了包含 TL2503 的 8 只可交割券之外，还包含 200004、200012、2400006，且 CTD 主要集中在 200012 上。200012 因为付息时间点的原因，导致其无法成为 TL2503 的可交割券，这或导致 TL2503 价格相对偏高，而 TL2412 价格以及跨期价差则相对偏低。比较 TL2412 CTD 在 200012 上和 210005 上，价格或偏低约 0.3 元左右。而对于其他品种来说，由于当前 CTD 在久期比较短的券上，因此可能也在一定程度上存在这一现象。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6：TL2412 与 TL2503 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7：可交割券范围不同或导致 TL2412 价格相对偏低



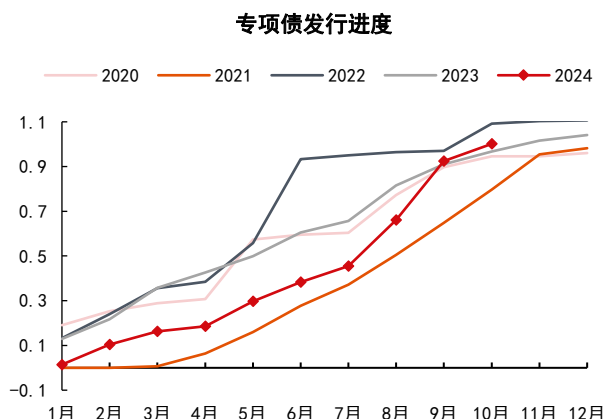
资料来源：Wind 中信期货研究所

从资金面来看，近期供给持续加速对资金面构成一定扰动，而后续来看，供给扰动或仍未消除。央行对冲操作有利于资金面保持平稳，但是跨期中枢或仍难以明显上行。近几个月，政府债供给呈现明显加速，其中地方债尤其是专项债发行加快。截至7月时，今年新增专项债发行进度仅达到约45.5%，不足一半，2020-2023年平均约为64.6%。而至9月时，新增专项债发行进度已达到约92.5%，高于过去几年平均水平。其中9月单月新增专项债发行达到1.03万亿元。供给持续加速或对资金面形成一定压力，但是在央行积极对冲下，资金面整体维持平稳。

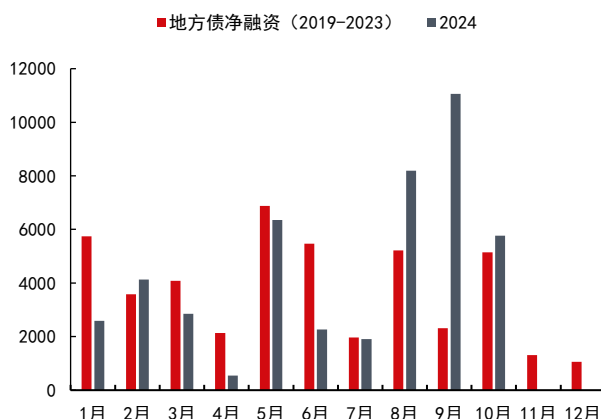
目前来看，在近几个月供给加速的情况下，如果按照年初预算安排，年内政府债剩余发行规模或不大，不过11月全国人大常委会临近，预算有调整的可能。10月12日，国新办新闻发布会上，财政部方面表示，将安排使用4000亿元地方债结存限额，考虑这一因素，11-12月政府债净融资规模约为1.4万亿元左右，这一水平略高于2019-2023年平均水平，不过低于2023年同期水平。而如果政府债发行增加1万亿元，则供给将达到甚至高于去年同期水平，增加2万亿元对应供给将显著超过去年。目前来看，在财政加码发力的背景下，供给有所上升的可能性较大，资金面进一步转松仍面临一定制约。不过另一方面，央行或也将进行积极对冲，使得资金面整体维持平稳。从近几个月来看，在供给压力较大以及资金面面临一定扰动时，央行在公开市场操作中也较为积极。另外，9月24日，国新办新闻发布会上，央行行长也表示年内视流动性状况，可能进一步降准0.25-0.5个百分点，这也将有助于资金面保持平稳。

整体来看，11月资金面或延续平稳状态，跨期价差中枢或仍维持低位。另外值得注意的是，即使资金面呈现明显转松，这可能也带动债市多头情绪释放，跨期中枢难以显著抬升。不过也需要注意的是，如果11月财政政策呈现大幅超预期，这或带动空头情绪走强以及跨期价差的抬升。

图表8：近几个月专项债发行加速

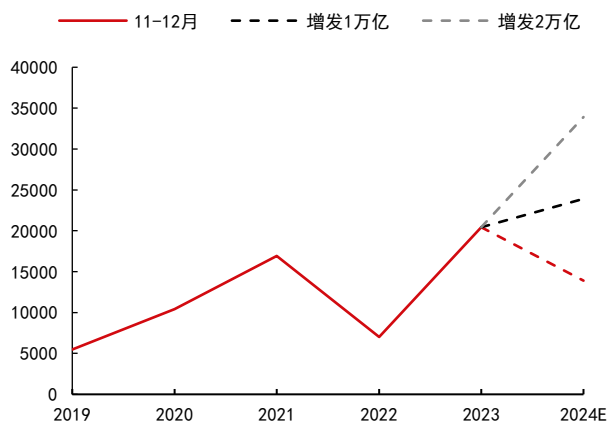


图表9：地方债供给放量（亿元）

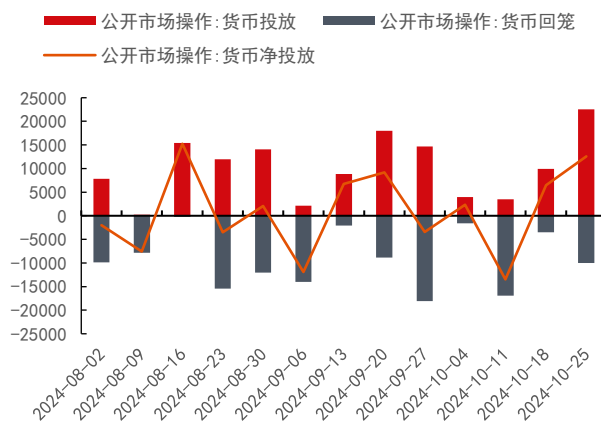


资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：11-12月政府债净融资估计（亿元）



图表11：央行公开市场操作较为积极（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、多空移仓矛盾在不同品种上或仍有所分化

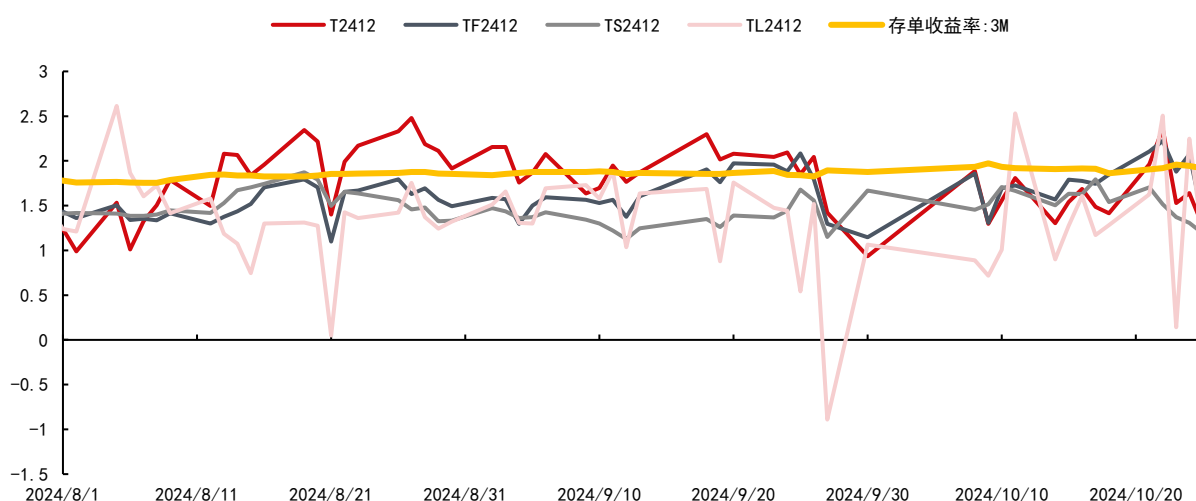
（一）IRR 整体抬升，正套机会再度有所显现

本轮 IRR 环境虽然与上一轮有较多相似之处，但也呈现一定差异，对应 IRR 水平整体有所抬升，TL 上的多空移仓矛盾或有所减弱。从今年上半年来看，IRR 水平整体呈现回落态势，尤其是二季度之后 IRR 水平回落明显。以 2409 合约为例，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%，而同期存单收益率（3M）平均为 1.86%。IRR 水平较 2403 合约和 2406 合约时整体有所回落，其中 TL2409 IRR 甚至呈现明显偏低状态，反套机会有所显现。IRR 水平的回落，尤其是二季度 IRR 的下行，对应着债市多头情绪或有所减弱。其中在央行频繁喊话以及提示长端利率风险的背景下，债市长端情绪变化或

更为明显，对应 TL 容易超跌并出现反套机会。

而从 2412 合约来看，自 8 月以来，T、TF、TS、TL 合约 CTD IRR 平均分别为 1.79%、1.62%、1.48%、1.34%，同期存单收益率（3M）平均约为 1.86%。IRR 水平有所抬升，尤其是长端 IRR 抬升较为明显。IRR 抬升的背后对应长端多头情绪或又有所增强。从下半年来看，央行货币政策操作呈现一定超预期，稳增长与防风险向稳增长倾斜，宽货币预期较强，债市长端利率呈现突破性下行。IRR 水平抬升也使得，正套机会再度有所显现，其中 T 合约正套机会较为明显，而 TF 合约也呈现一定正套机会。与 T 和 TF 不同，TL 受 IRR 水平抬升影响，反套机会或有所下降，正套机会上升，这可能使得其多空移仓矛盾有所减弱。因此整体上看，本轮不同品种的多空移仓矛盾之间仍或呈现一定差异。

图表12：各品种 2412 合约 IRR（%）

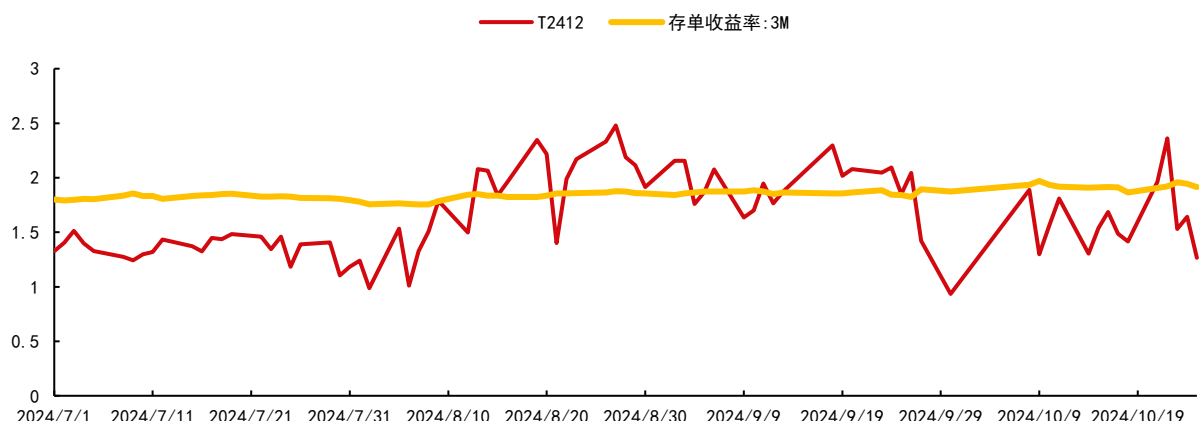


资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）不同品种方面，T 和 TF 上多空矛盾或相对突出

T 合约正套机会相对明显，这或使得空头基于正套思路参与动力较强，多头移仓压力相对较大。如前文所述，本轮国债期货 IRR 水平整体有所抬升，而其中 T 合约 IRR 抬升尤为明显。自 8 月以来，T2412 合约 CTD IRR 平均约为 1.79%，与同期存单收益率（3M）较为接近，且部分时间，T2412 CTD IRR 明显高于存单收益率（3M）。自 8 月中旬至 9 月下旬，其 IRR 水平整体持续高于存单水平，8 月 13 日-9 月 26 日，IRR 平均为 2.01%，同期存单收益率（3M）平均为 1.78%。且其中部分时点，T2412 IRR 达到接近于 2.5% 的水平。从市场表现来看，8 月前期受央行喊话以及再度提示长端利率风险等影响，债市呈现一定调整，而国债期货 T 主力合约相较于现券表现偏强，IRR 整体上行。8 月中旬至 9 月下旬，债市整体表现偏强，国债期货多头情绪也仍较为强势，IRR 维持高位，且呈现一定正套机会。近期来看，虽然受政策面因素以及股债跷跷板等带动，债市出现一定调整，但是从 T 主力合约上看，多头情绪或仍未明显消退。

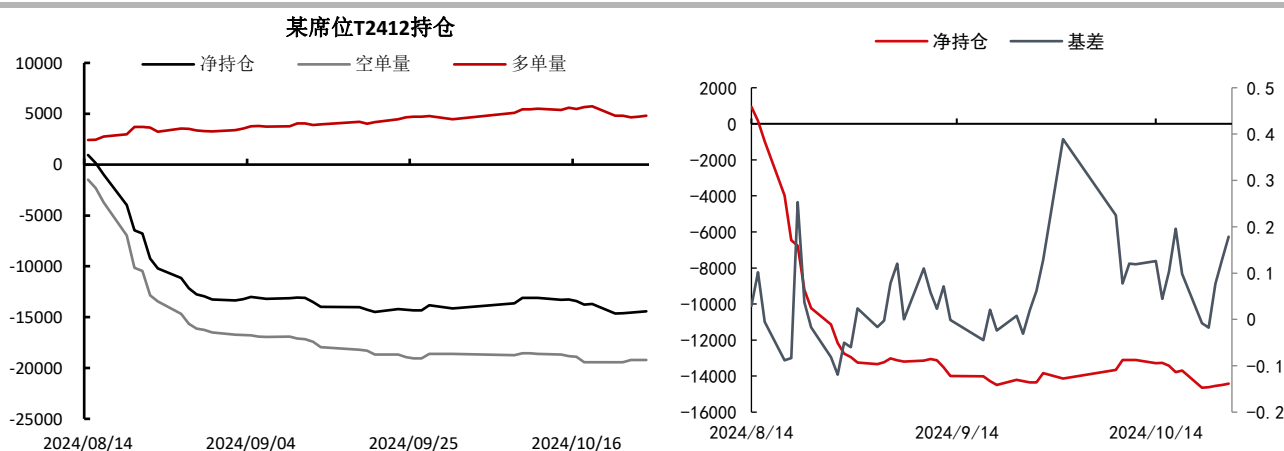
图表13: T2412 IRR (%)



资料来源: Wind 中信期货研究所

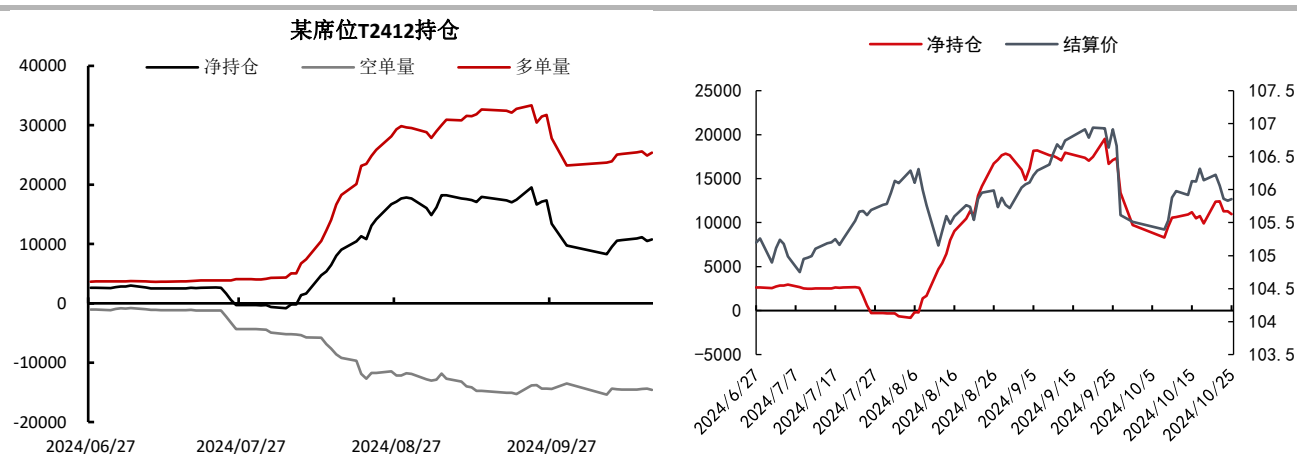
T 空头基于正套思路入场动力或较强，而多头或基于单边博弈思路。从席位持仓情况来看，空头方面部分在交割方面表现较为活跃的席位，其在 T2412 合约上以空头持仓为主，空单量以及净空单量较高。且入场时点也主要对应了 IRR 偏高的时段。在国债期货多头情绪偏强的情况下，T2412 基差较早完成收敛，在 8 月中旬即来到 0 元左右甚至负值的水平。因此这或带动基于正套思路的空头入场动力增强，而其后续主动移仓动力或相对较弱。从某席位的持仓情况上看，其空头持仓也整体较为稳定。另外，多头方面，或更多基于单边博弈的思路。在货币偏宽松以及宽货币预期仍然较强的情况下，债市多头情绪或仍未明显消退。多头单边思路在 T 合约上或仍较强。从某多单量以及净多单量较高的席位来看，其空头持仓整体稳定，而多单量以及净多单量则波动较大，且与价格走势呈现较强的关联性，或偏单边博弈的思路，后续来看，转移至远月继续博弈或提前平仓的动力较强，进入交割动力或不强。

图表14: 空头或基于正套思路入场动力较强（手）



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表15：多头或基于单边思路（手）

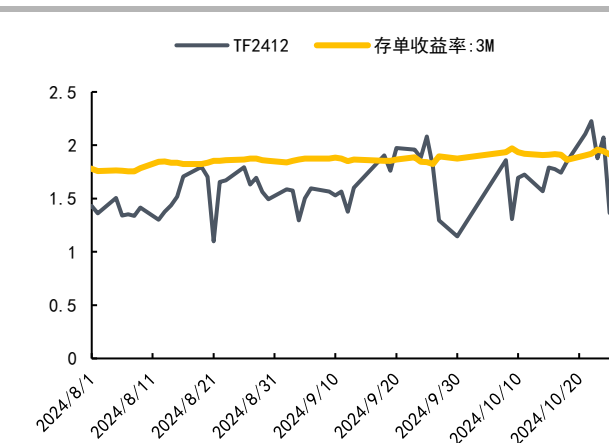


资料来源：Wind 中信期货研究所

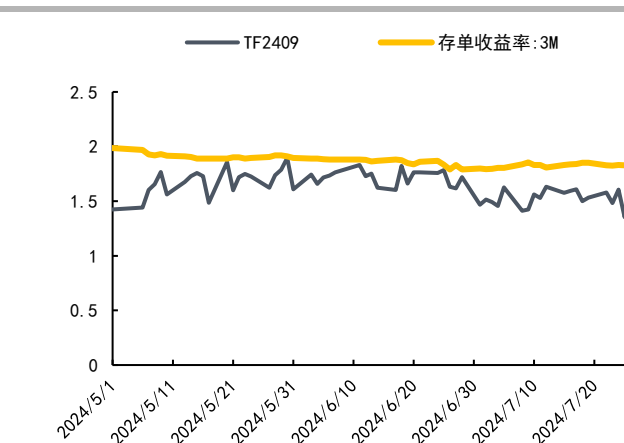
本轮 TF 合约多空移仓矛盾相较于上一轮或有所上升，正套机会增加或导致多头移仓压力相对更大。从 TF2412 的 IRR 走势上看，虽然未呈现 T2412 合约的持续偏高现象，但是部分时间点，IRR 也明显高于存单收益率（3M），比如 9 月中下旬以及 10 月中下旬，进而呈现一定的正套机会。且对比上一轮来看，正套机会或有所上升，这或导致空头基于正套思路的参与动力增强，并进而导致多头移仓压力相对更大。实际上，从上一轮来看，在多头移仓压力相对较大的情况下，TF 跨期价差也整体呈现了收窄的走势。

从席位上看，部分空头或基于正套思路入场。TF 合约上的多空入场动力或与 T 合约较为类似，即多头或基于单边逻辑，而空头或基于正套思路。从某交割方面表现较为活跃的席位持仓情况来看，其在 TF 上以空单和净空单为主，多头持仓相对较为稳定，而空头持仓则呈现几波快速上升。且从其空单量以及净空单量增加的时间点来看，主要对应了基差的低位，包括在 9 月中下旬以及 10 月中下旬也有明显入场，因此或为正套思路。且近期来看，其空头持仓较为稳定，不排除进入交割的可能，而这或使得 TF 上多头移仓压力相对更大。

图表16：TF2412 IRR (%)

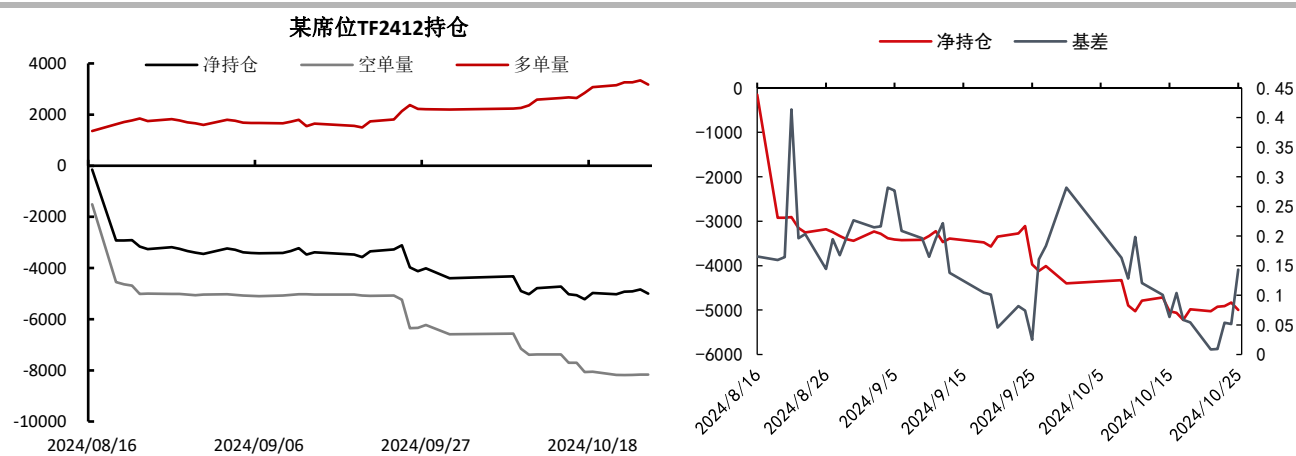


图表17：TF2409 IRR (%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

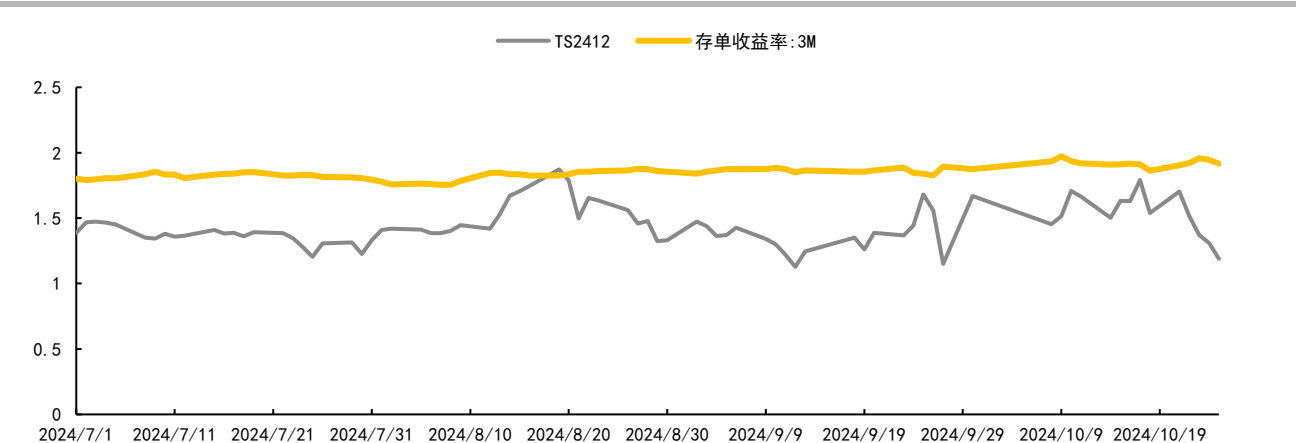
图表18：空头或仍基于正套思路入场（手）



资料来源：Wind 中信期货研究所

和 T 以及 TF 相比，本轮 TS 和 TL 的多空移仓矛盾或相对偏弱。从 TS2412 的 IRR 走势上看，正反套机会均相对有限。其 IRR 仅在个别时点呈现偏高状态，大部分时间稳定在 IRR 下方，甚至现券情绪相较于国债期货略偏强。多头可能呈现在一定程度上借助基差安全垫做多，但是或更偏方向性思路，而非套利思路，以及进入交割动力或不强。

图表19：TS2412 IRR (%)

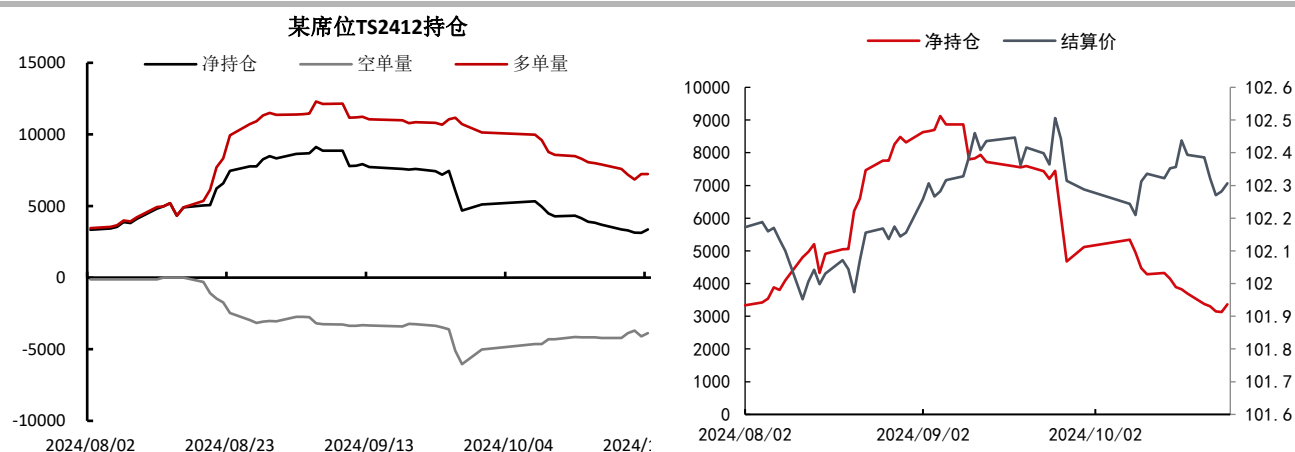


资料来源：Wind 中信期货研究所

多头或基于单边思路博弈动力较强。从 TS 的席位持仓变动情况来看，过去某 TS 上多单量持续较高的席位，其在 TS2412 上多单量和净多单量仍然较高。且可以发现的是，其多单量变动同样与价格变动关联性较高。在前期 TS 价格上行过程中，其入场动力较强，多单量呈现快速上升，而伴随 TS 价格触顶回落，其多单量也呈现明显下行。多头交割拿券的动力或不强。另外值得注意的是，从过去某 TS 交割方面表现较为活跃的席位来看，其在 TS 上的持仓也以空单量和净空单为

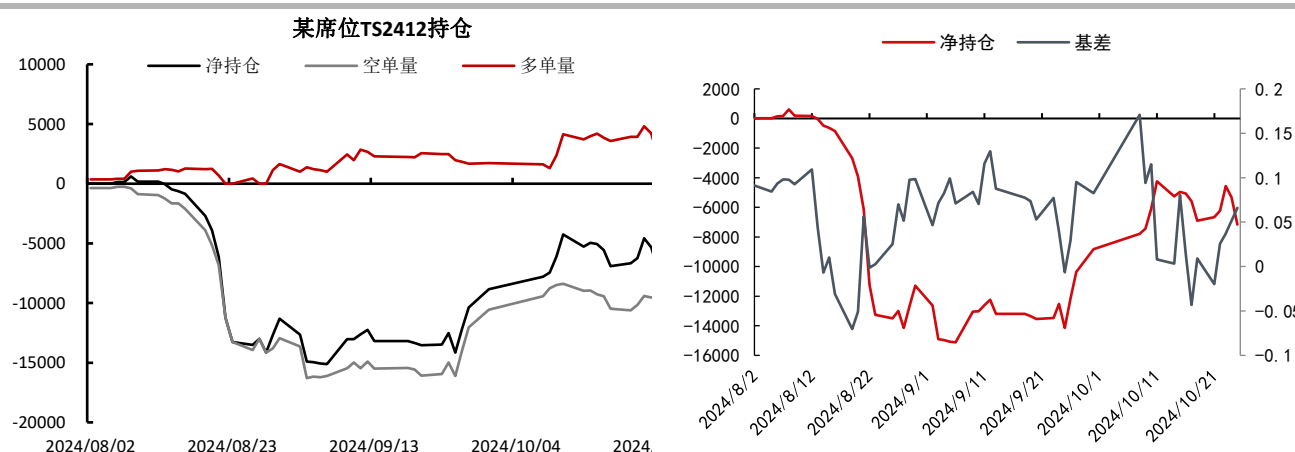
主。且结合入场时点来看，可能偏套利的思路。这可能也使得多头移仓压力或相对较大。

图表20：多头或基于单边思路（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

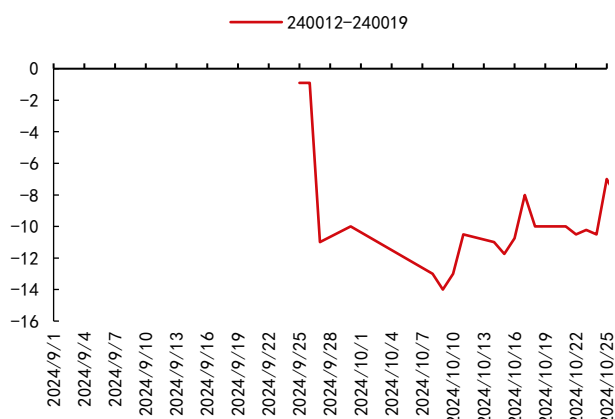
图表21：空头或偏套利思路（%）



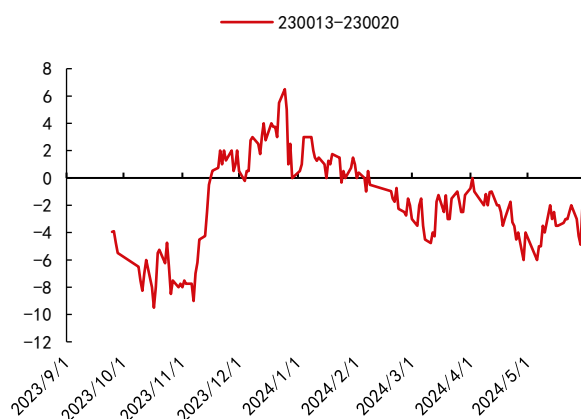
资料来源：Wind 中信期货研究所

另外值得注意的是，当季和次季CTD的差异或导致TS跨期价差有下行倾向。如前文所述，除了TL之外，其他品种当季合约与次季合约的CTD券也同样有所不同，这可能导致跨期价差走势也受到这一因素的扰动。其中TS合约或尤其需要关注这一问题。从近期来看，TS2412的CTD主要集中在2年期国债240012，而TS2503的CTD主要集中在2年期国债240019，两者利差目前或处于较低水平。后续伴随240019的继续增发以及流动性优势的体现，240012-240019利差或会有所上行，而这则可能带动TS跨期价差收窄。值得注意的是，去年2312移仓时，TS跨期价差的大幅收窄也和TS2312与TS2403CTD券走势呈现明显背离有关。230013-230020的利差在去年11月呈现快速上行，这也带动TS2312-TS2403跨期价差的大幅收窄。

图表22：TS2412 与 TS2503 CTD 的利差（%）



图表23：TS2312 与 TS2403 CTD 的利差（%）

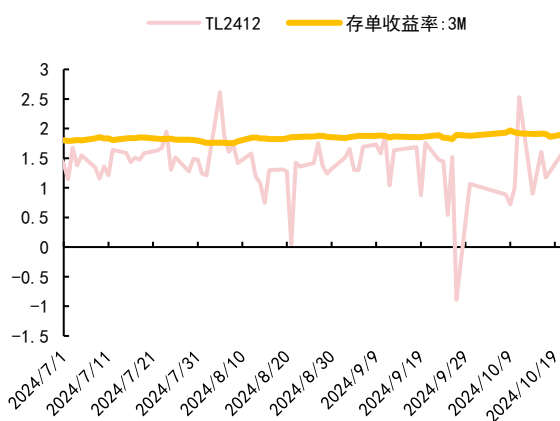


资料来源：Wind 中信期货研究所

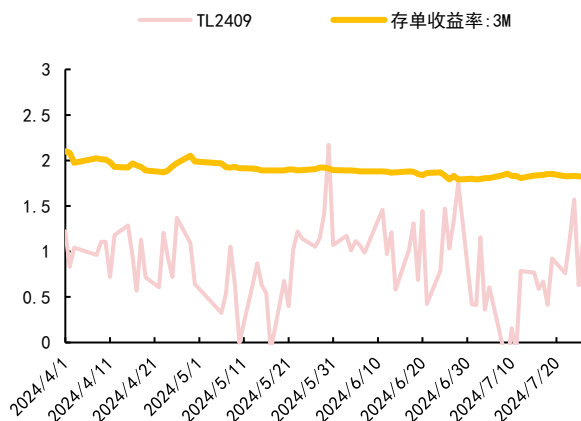
TL 方面，本轮正反套机会均有所显现，这可能在一定程度上弱化多空的移仓矛盾。从 TL 合约的 IRR 走势来看，相较于上一轮，本轮仍有一定反套机会，但是差别或在于本轮 TL 的波动或更为剧烈，正套机会同样有所显现，且相较于上一轮来说有所增多。如前文所述，今年 4 月至 9 月，TL2409 IRR 平均约为 0.82%，明显低于存单水平，反套机会占据绝对主导，这也导致了 TL2409 移仓过程中空头移仓压力更大，跨期价差出现大幅走阔。而本轮来看，今年 7 月以来，TL2412 IRR 平均约为 1.34%，整体有所上升。从 TL 的 IRR 上看，或已不是反套占据绝对主导的环境。

从席位持仓情况来看，某在 TL 交割方面表现较为活跃的席位，其在 TL 上仍以多单和净多单为主，结合基差情况来看，或仍偏多头替代以及反套思路。不过其持仓规模相较于上一轮则有所下降，且多单和净多单波动较大。这或也反映，TL 基差波动较大，导致多空套利机会均有所显现。因此整体上看，虽然 TL 上多头替代以及反套思路参与动力或仍然较强，但是多头持仓也变动较大，多空移仓矛盾或有所弱化，这也导致跨期价差难以类似于上一轮出现大幅走阔的表现。

图表24：TL2412 IRR（%）

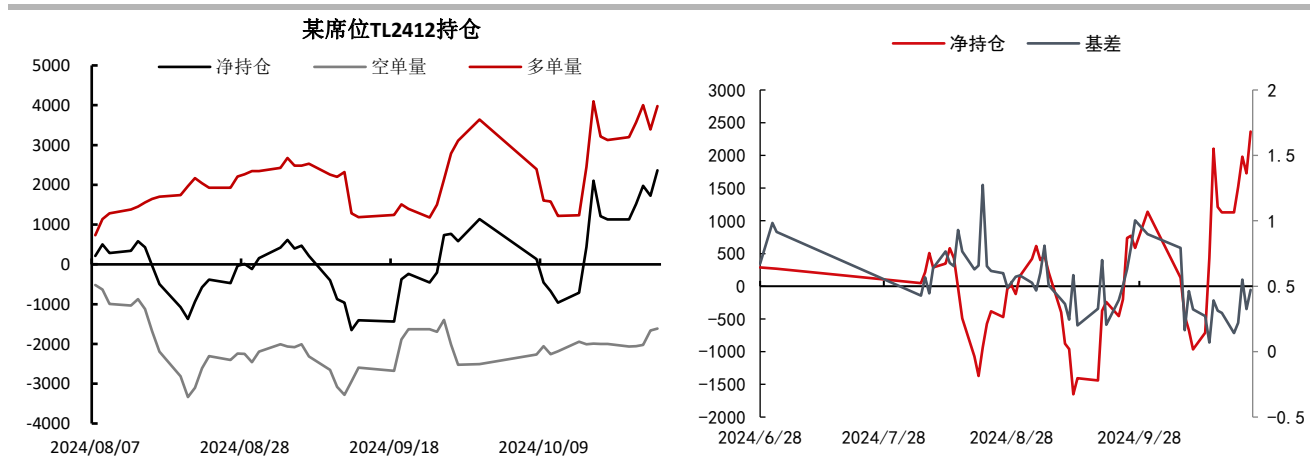


图表25：TL2409 IRR（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表26：部分多头或仍以多头替代以及反套思路参与，但相较于上一轮也有所减弱



资料来源：Wind 中信期货研究所

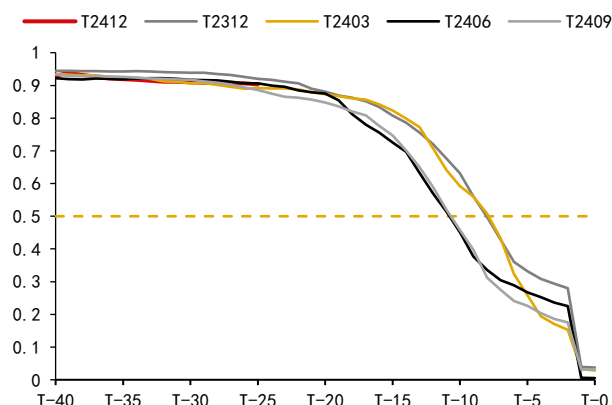
三、移仓展望：跨期价差收窄动力或整体更强

（一）本轮移仓进度整体适中，不过其中 TS 移仓进度明显偏快

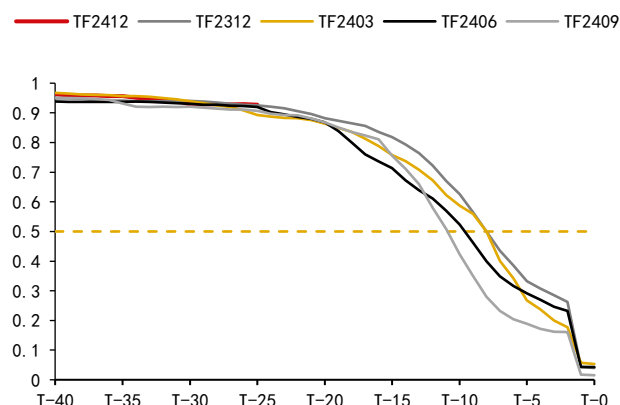
和过去几轮相比，本轮各品种移仓进度大都处于中间水平，不过也可以发现 **TS 移仓进度明显偏快**。截至 10 月 25 日，T2412、TF2412、TS2412 和 TL2412 的移仓进度分别为 9.7%、7.3%、19.4%、和 18.5%。从不同品种来看，TS 和 TL 移仓进度明显快于 T 和 TF。短端以及超长端，多空双方在远月的博弈动力或较强。且从过去几轮来看，TL 移仓进度均明显高于其他品种，而本轮变化较大的或主要体现在 TS 上。从过去同期来看，过去一年 T、TF、TS 和 TL 同期的移仓进度分别为 9.9%、8.9%、10.1%、20.8%，本轮 TS 移仓进度呈现明显加快。

在 TS 合约方面，可以发现，10 月 14 日，TS2503 持仓量即已超过 1 万手，达到 1.03 万手，而上一轮 TS2412 持仓量超过 1 万手时间为 8 月 2 日。这或反映，一方面多头对短端走强预期或仍较强，进而在远月合约上入场动力较强，近月合约即将到期，且受到资金面扰动或仍然较大。而另一方面，多头在远月合约入场动力较强，也带动远月基差快速下行以及出现一些正套机会，进而可能使得空头在远月合约入场动力同样有所上升。TS 移仓进度明显偏快，或在一定程度上减轻后续多空双方的移仓矛盾，不过如前文所述，如果当季和次季合约 CTD 走势呈现较大差异，仍可能对跨期价差造成明显扰动。

图表27：T2412 移仓进度 9.7%

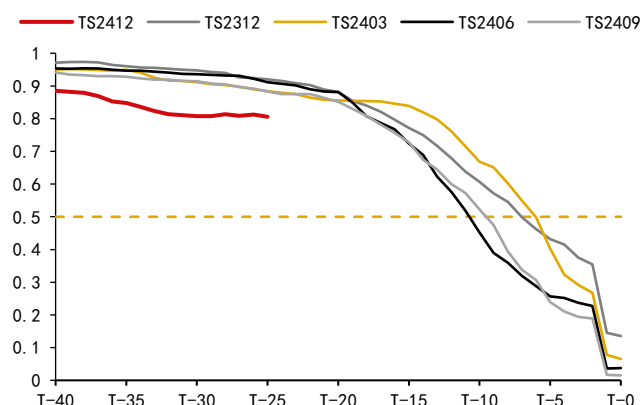


图表28：TF2412 移仓进度 7.3%

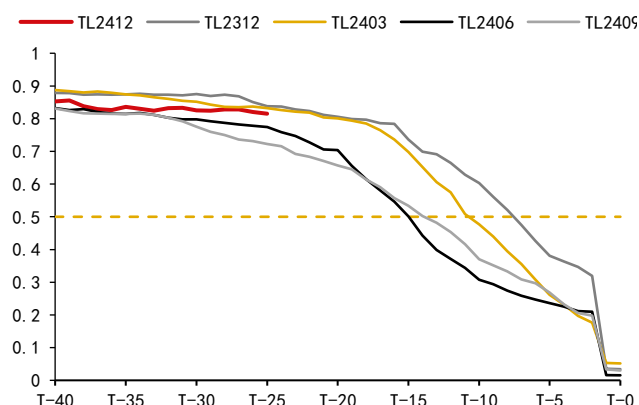


资料来源：Wind 中信期货研究所

图表29：TS2412 移仓进度 19.4%



图表30：TL2412 移仓进度 18.5%



资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）移仓展望：跨期价差收窄动力或更强，不同品种间仍存在一定差异

资金面维持平稳，曲线维持陡峭化，不过跨期价差中枢或有所回落。近几个月供给呈现明显放量，这或使得资金面承压，但是央行对冲操作等较为积极，资金面整体维持平稳。值得注意的是，虽然资金面维持平稳，曲线维持陡峭化状态，但是跨期价差中枢或有所回落，尤其是在 TL 品种上较为明显。我们此前在报告《为何 TL 跨期价差大幅走阔？》中曾提到，TL2409 与 TL2412 可交割券范围以及 CTD 券的不同或导致 TL2409 价格相对偏高。而对于本轮来说，TL 可交割券的这一特点或呈现反向演绎，并导致其跨期价差中枢下移。对于其他品种来说，由于当前 CTD 在久期比较短的券上，因此可能也在一定程度上存在这一现象。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。从资金面来看，近期供给持续加速对资金面构成一定扰动，而后续来看，供给扰动或仍未消除。央行对冲操作有利于资金面保持平稳，但是跨期中枢或仍难以明显上行。

多空移仓矛盾方面，不同品种或仍有一定差异，整体上看，本轮 T 和 TF 多头移仓压力或相对更大，TL 上多空移仓矛盾或较上一轮有所缓和。本轮 IRR 水平整体有所抬升，正套机会再度显现。其中 T 合约正套机会相对明显，这或使得空头基于正套思路参与动力较强，多头移仓压力相对较大。另外 TF 合约正套机会相较于上一轮也有所增加，这或使得本轮 TF 合约多空移仓矛盾相较于上一轮有所上升。而和 T 以及 TF 相比，TL 和 TS 上多空移仓矛盾或相对较弱，尤其是 TL 多空移仓矛盾较上一轮或有所缓和。对于 TL 而言，IRR 水平的抬升以及 TL IRR 的较大波动，导致本轮 TL 不止有反套机会，正套机会也同样有所显现，且相较于上一轮来说有所增多，不再是反套占据绝对主导的环境。TS 多空移仓矛盾或同样偏弱，不过值得注意的是，TS2412 以及 TS2503 的 CTD 分别主要集中在 2 年期国债 240012 和 240019，且目前二者利差或处于低位，如果后续利差上行，这也可能带动跨期价差倾向于收窄。

整体上看，本轮移仓以低跨期价差开局，而后续跨期价差或有进一步收窄的可能。一方面资金面或整体维持平稳，但是当季合约和次季合约 CTD 的差异或导致跨期价差中枢下行，这一点在 TL 上尤为明显。另一方面从多空移仓矛盾等来看，T 和 TF 多头移仓压力或相对更大，而 TS 受 CTD 券因素影响或较大，T、TF 以及 TS 跨期价差收窄动力或相对较强，多头可以适当加快步伐。而 TL 多空移仓矛盾或有所弱化，跨期价差或呈现偏震荡状态。不过也需注意的是，政策如果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