

期债大跌，策略如何应对？



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级： 国债：震荡
报告日期： 2025年2月18日

★单边策略：债市趋向调整，节奏较为波折

市场调整的时间应不短，资金持续转松、债市转向走强的一个关键信号是央行重启二级市场国债买入操作，这可能要等到3月两会之后再行观察。市场的调整节奏是较为波折的，因为资金面是时松时紧的，且机构的配置需求仍然存在。

策略建议1：短线偏空思路对待，配置盘可逢低布局中线多单。

★跨品种策略：调整压力向长端传导

曲线短端有望走陡，节奏上先熊陡后牛陡。短债调整幅度已经较大，资金压力会向长端传导，只是由于长端的配置需求仍存，熊陡的过程较为波折，待后续资金转松，曲线会牛陡。

策略建议2：建议关注现券做陡曲线策略及多1.5TF空T策略。

曲线长端将走陡：一是TL投机资金更多；二是30Y-7Y的利差水平较低；三是风险偏好不弱。

策略建议3：建议关注多3T空TL的策略。

★期现策略：关注空头套保机会

策略建议4：关注空头套保策略。TS的优势是IRR水平较高；长端品种的优势是调整幅度大，对冲短债的规模更高。

★跨期策略：跨期价差中枢小幅上升

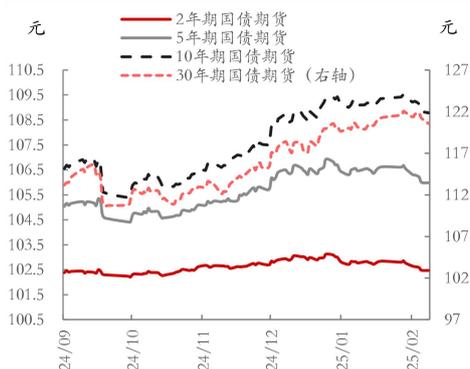
对于T、TF和TS来说，一是跨期价差本就偏低，市场调整压力出现，远季合约表现会更弱；二是远季合约IRR水平相对偏高。对于TL来说，一是本期跨期价差理论定价偏高，二是调整行情中，远季合约表现或更弱。

策略建议5：各品种跨期价差普遍小幅上升。

★风险提示：

资金面变化超市场预期。

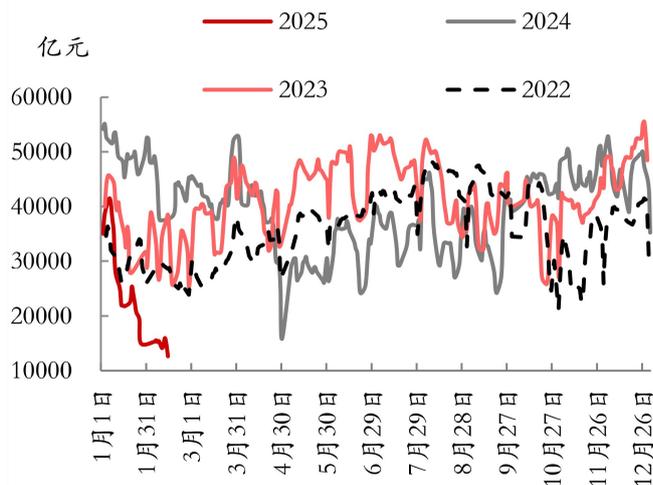
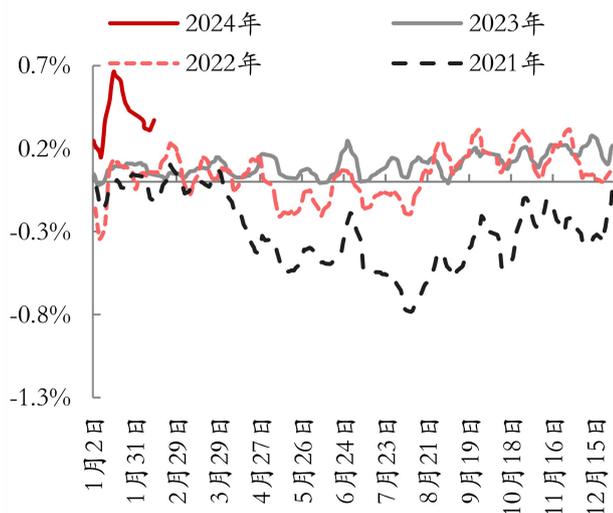
张荣东 宏观策略分析师
从业资格号： F3085356
投资咨询号： Z0018866
Tel: 63325888-1610
Email: candong.zhang@orientfutures.com



1、单边策略：债市趋向调整，节奏较为波折

资金面持续偏紧，短端品种的调整压力逐渐向长端传导。1月初至今，资金面整体呈现出了紧平衡特征：一是资金利率较高，DR007 均值持续高于政策利率 20BP 之上，利差明显高于往年同期水平；二是大行融出资金规模持续偏低。偏紧的资金面直接促使短债调整，虽然交易基本面预期的长端品种一度相对具有韧性，但由于长端品种本质上也存在负 Carry 的问题，调整的压力正在向长端传导，而权益市场表现不弱也进一步助推了长债走弱。2月17日，TL2503 合约跌幅达到 0.7%，久期中性的视角下，跌幅明显超过短端的 TS (-0.03%) 和 TF (-0.04%)。此前笔者在年度报告《及锋而试，利涉大川》中提示，Q1 市场必有一跌，这一观点正在兑现。

图表 1：DR007-政策利率利差明显高于往年同期水平 图表 2：大行融出规模持续偏低



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

资料来源：iData，东证衍生品研究院

市场调整的时间应不短，至少在 2 月难以看到明显转牛的动力。当前资金面是影响债市的核心因素，而央行态度决定了资金水平。央行在 Q4 货政报告中明确指出“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”，这意味着货币政策将在多个政策目标中寻求平衡，相机抉择的意味较强。当前央行稳汇率目标的权重较高。近期美元指数高位运行，海外关税政策存在变数，人民币贬值的压力尚未缓解，Q4 货政报告连续用了三个“坚决”来表达央行稳汇率的决心，央行也连续发行离岸央票回笼离岸市场的人民币流动性。另外，防空转、防范金融风险的目标权重也较高，央行在 1 月初就停止了国债买入操作并不断提示利率风险。汇率和金融风险等因素在 2 月难以出现明显的变化，预计资金面仍会维持在均衡偏紧的水平上。

资金转松的转机或要等到 3 月两会之后。引发资金利率持续下行的一个标志性事件应是央行重启二级市场买入国债的操作。考虑到央行暂停公开市场国债买入操作是因为国债供不应求，预计后续政府债发行明显放量，供求关系转变后央行会重启这一操

作，彼时央行配合财政发债的政策目标权重会逐渐高于稳汇率。3月两会会公布赤字率等关键指标，预计政府债发行放量的时间最早或将出现在3月中下旬。值得注意的是，近1年来央行态度已经取代信贷和政府债发行量成为影响资金面的最核心因素，虽然政府债供给压力较大，但只要央行态度转松，资金利率中枢就能够下移。

图表3: 美元偏强运行, 人民币贬值压力未完全解除

图表4: 汇率贬值压力较高时, 央行往往收紧流动性



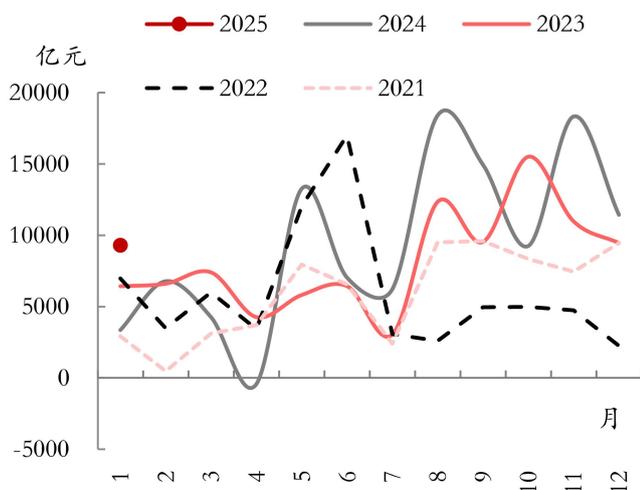
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院



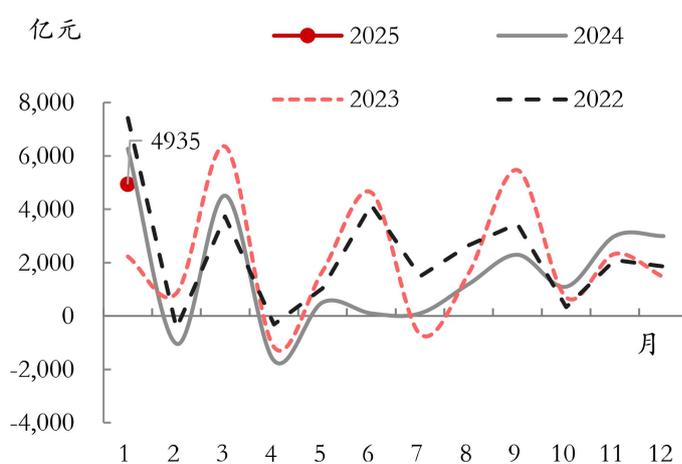
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表5: Q2 政府债净融资额往往较高

图表6: 居民部门中长贷规模仍然偏低



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院



资料来源: iData, 东证衍生品研究院

市场调整的节奏将充满波折。一是资金面并不会持续处于非常紧张的状态，部分时刻仍会阶段性转松，比如月末或者市场调整压力非常强的时刻。稳汇率的同时，防范流动性风险也是较为必要的，资金面会维持在一个时松时紧、整体均衡偏紧的状态上。

二是在私人部门内生性融资需求未明显改善的背景下，机构配置债券的需求仍然存在，尤其是年初部分机构的买债需求较强。利率上行至关键点位时，市场的多空博弈会较为激烈，部分时刻也会短暂出现利率下行的走势。三是去年末市场对于宏观政策的预期整体较高，若赤字率等关键指标未超市场预期，风险偏好将会暂时走弱。

综合来看，2月中下旬以及3月中上旬，市场会处于震荡偏调整的行情中，调整的节奏是较为波折的。待政府债发行放量、央行重启国债买入操作后，资金面有望转松并带动市场再度走强。

策略方面：短线交易策略以偏空思路对待，配置盘可逢低布局中线多单。除了TS超涨外，其余品种的基差正在震荡上行，中期做多期货的性价比逐渐上升。

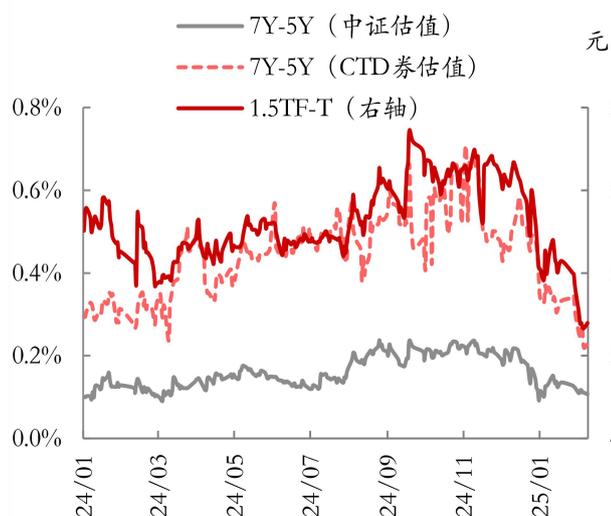
策略风险：市场调整时长主要受资金面的影响，资金面超预期转松或是持续偏紧均会使得市场的节奏出现变化。

2、曲线极平则陡

2.1 曲线中短端：曲线有望逐渐走陡

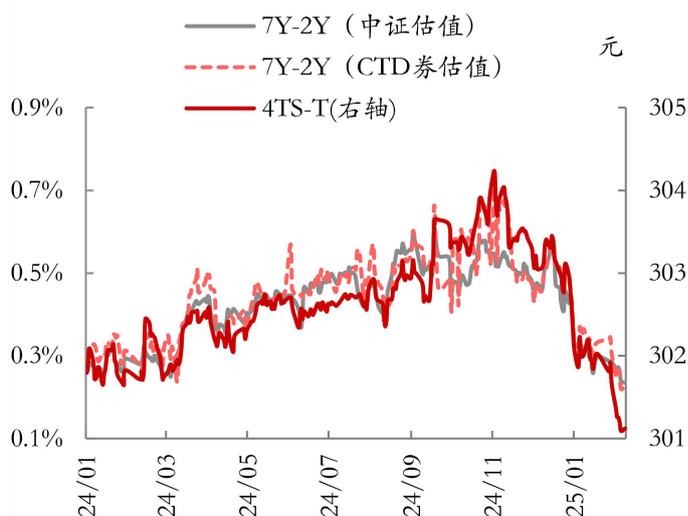
当前市场的调整是较为波折的，短线交易难度较大，此时也可适度关注各种套利策略。

图表 7：7Y-5Y 利差水平较低



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：7Y-2Y 利差水平较低



资料来源：iData，东证衍生品研究院

去年末至今收益率曲线中短端逐渐走平，这是因为彼时市场的主要矛盾是资金面边际收敛但机构配置需求仍然较高之间的矛盾。当前收益率曲线已经非常平坦，短端利率对资金面紧张的定价已经基本充分，但长端品种尚未对市场的利空做出足够的反应。

若资金面紧平衡具有一定持续性，那么长端品种有望补跌。考虑到长端品种的配置需求仍然存在，曲线走陡的过程存在一定波折，且期限利差走阔的空间应有限。央行再度开启国债买入操作、资金持续转松之后，曲线会以更快的速度走陡。

值得注意的是，近期大行的交易行为对于曲线的影响是比较有限的。去年下半年起，大行持续在二级市场上进行买短卖长操作，收益率曲线走陡，但影响曲线的核心因素并非大行行为而是央行的短端国债买入行为。当前央行已经暂停了国债买入操作，因此即使大行仍出于调整久期、管理流动性的目的买短卖长，但这一行为对于市场的影响整体有限。

图表9：国债买卖规模：分机构（02.10-02.14）

机构	总计	≤1Y	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	>10Y
农村金融机构	634.2	244.3	-36.4	45.6	173.8	223.9	-17.1
其他产品类	72.5	-2.6	3.8	-1.7	14.5	10.3	48.3
基金公司及产品	60.8	24.4	4.3	20.6	-63.5	-0.1	75.2
其他	56.8	106.0	37.5	-8.6	-13.0	-52.7	-12.5
大型商业银行/政策性银行	46.7	3.2	131.2	-0.2	-18.3	-16.4	-52.8
理财子公司及理财类产品	23.1	0.6	1.7	3.8	3.2	11.3	2.6
保险公司	7.2	-0.1	-0.8	0.6	0.0	-3.0	10.5
货币市场基金	-19.7	-19.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
外资银行	-41.2	11.2	-20.9	5.4	-24.3	-15.2	2.6
城市商业银行	-83.6	-106.6	-67.0	-3.4	108.3	27.9	-42.7
证券公司	-151.8	-14.1	61.8	-78.9	-155.4	30.2	4.6
股份制商业银行	-605.1	-246.5	-115.2	16.8	-25.3	-216.2	-18.7

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表10：利差分位数（T的CTD券大约在23年8月切换至7年期现券）

利差分位数	国债现货	期货	起始日期
7Y-2Y	2.7%	1.6%	2023.08.01
7Y-5Y	9.4%	5.4%	2023.08.01
5Y-2Y	2.9%	4.3%	2020.01.01
30Y-7Y	17.5%	29.1%	2023.08.01
30Y-2Y	5.3%	3.4%	2023.04.21
10Y-7Y	84.6%	--	2020.01.01

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

用期货布局曲线策略应考虑基差水平。相较于现券，TS的超涨现象是较为明显的，这隐含了市场长期看松资金面的预期。长端品种近期也出现了调整，T的基差水平小幅上升。从基差的角度来看，期货上应继续持有多T空TS的策略。后续资金面持续偏紧将主导曲线走陡，期货曲线也有望走陡，但空间应不如现券。另外，也可以关注多

1.5TF空T的策略，TF的IRR水平相对适中，用TF和T布局做陡曲线策略，其基差比多TS空T更合适。

图表11: T和TL基差配比

25/02/17	CTD券	修正久期	基差	比率	基差*比率	多TF空T
TF2503.CFE	240008.IB	3.907	-0.0119	1.564	-0.019	
T2503.CFE	240018.IB	6.112	-0.0364	1.000	-0.036	0.018

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表12: T和TS基差配比

25/02/17	CTD券	修正久期	基差	比率	基差*比率	多T空TS
T2503.CFE	240018.IB	6.112	-0.0364	1.000	-0.036	
TS2503.CFE	240019.IB	1.568	-0.0920	3.898	-0.359	0.322

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

策略方面: 建议关注现券做陡曲线策略和多1.5TF空T策略。

策略风险: 1) 机构买债意愿非常强, 长端品种始终难以调整。但考虑到当前长端品种的赚钱效应已经不明显, 机构抱团做多已经出现瓦解迹象。2) 基准预测是曲线沿着熊平-熊陡-牛陡的节奏演绎, 后续资金面转松, 资金也有可能涌入赚钱效应较强的长端品种, 曲线反而会牛平。但考虑到资金转松的一个核心条件是央行再度买债, 届时曲线牛陡的概率仍然是更高的。

2.2 曲线长端: 关注空TL多3T策略

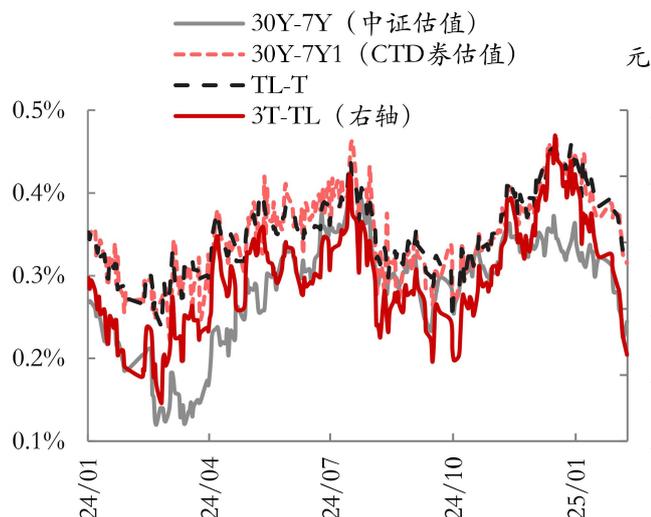
后续TL有望弱于T。首先, 现券方面, 年初至今基金等交易型机构买卖超长债的规模较大, 负Carry的格局下, 交易型机构不得不通过博弈超长债波段取得收益, 但这也意味着超长债市场的核心配置力量不足。期货方面, TL的投机资金比例高于T, 一旦情绪反转, TL下跌的幅度也会大于T。其次, 当前30Y-7Y的利差水平较低, 做陡曲线具有一定的安全边际, 期货基差信号也微弱地指向做陡曲线。再次, 超长债发行规模整体可控是前期超长债表现较强的一个原因, 两会后续观察赤字水平以及超长债特别国债的发行规模, 若规模超出预期, 那么超长债表现就会更弱。最后, 股票走势对TL的影响是相对明显的, 2月中下旬股市也可能会交易两会政策预期而走强。

图表13: T和TL基差配比

25/02/17	CTD券	修正久期	基差	比率	基差*比率	多T空TL
T2503.CFE	240018.IB	6.112	-0.0364	2.927	-0.107	
TL2503.CFE	210005.IB	17.889	-0.0757	1.000	-0.076	-0.031

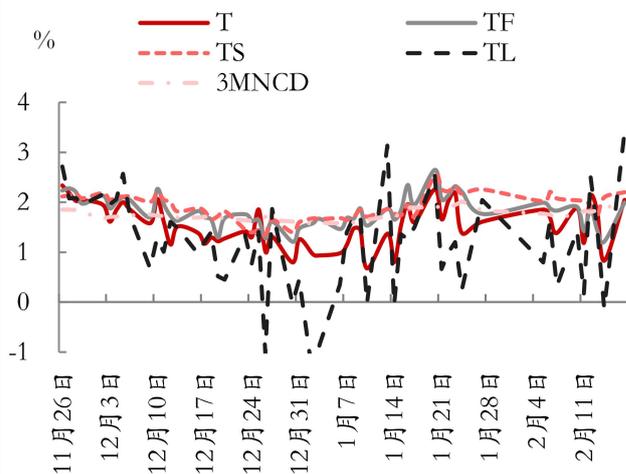
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 30Y-7Y 利差水平较低



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: TS 的 IRR 水平持续偏高



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

策略方面: 1) 建议关注做阔 3T-TL 合约价差的策略。曲线策略建议密切关注市场情绪及超长债供给情况。

策略风险: 1) 若后续风险偏好转弱, 对股市最敏感的 TL 表现应更强。2) 超长债供给不及市场预期。

3、期现策略: 关注空头套保机会

正套机会并不明显。当前只有 TS 主力和次主力合约的 IRR 水平持续相对较高, 理论上具有一定正套机会, TL 等品种 IRR 一度上升主要是期货收盘后现券走弱导致的。考虑到当前资金利率水平较高, 叠加私募等类型的机构交割现券也不方便, 正套机会整体上并不明显。

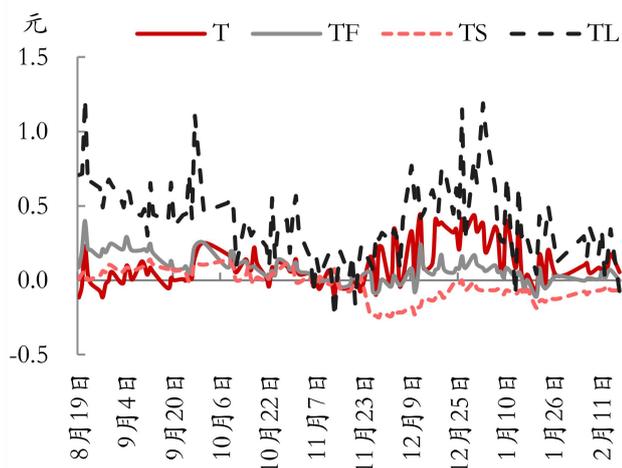
当前 TS 的基差、IRR 形势和 2023 年 8-11 月有一定相似之处。资金面非常紧张, Carry 被不断压缩, 叠加部分投资者认为资金面偏紧持续的时间不会太久, 基差水平很低。后续随着资金面逐渐转松, Carry 的水平也会随之上升, 净基差继续向下压缩的空间也不大, 基差会逐渐向正常水平修复。

建议关注空头套保策略。根据前文分析, 市场调整的时间应较长, 机构欠配压力较大, 长期低仓位也不现实, 因此可以灵活使用空头套保策略对冲利率风险。套保需要考虑品种选择问题: 用 TS 套保的优势在于 IRR 相对较高, 套保成本较低; 用长端的 T 和 TL 套保的优势在于后续曲线走陡, 长端品种调整的幅度是更大的, 而且用长久期的品种给短端的现券套保, 能够被对冲的现券规模也是更大的。

策略方面：1) 建议关注 2506 合约上的空头套保策略。2) 适度关注 TS2503、2506 合约上的正套机会。

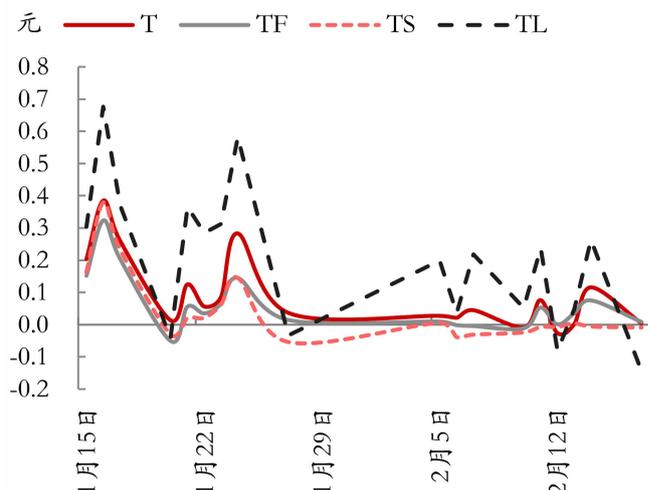
策略风险：资金面超预期转松，市场转强。

图表 16: 各品种主力合约基差走势



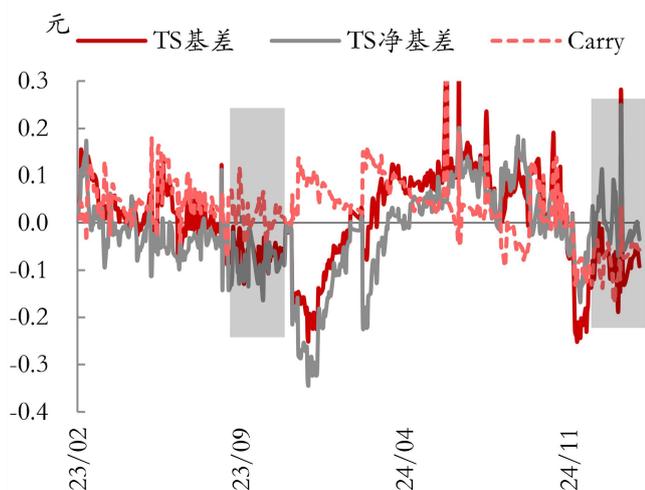
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 17: 各品种主力合约净基差走势



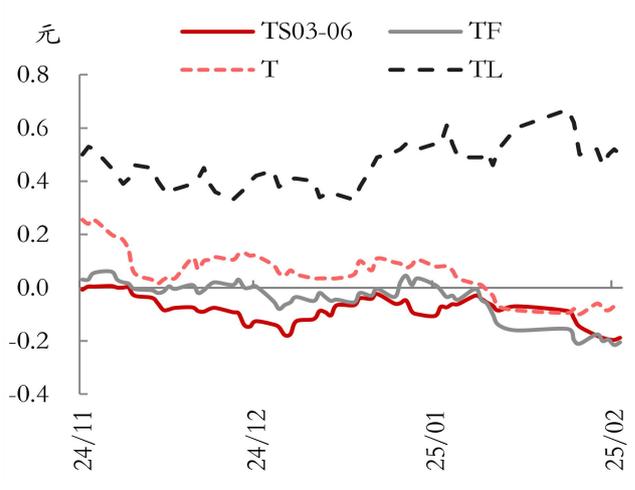
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 18: TS 的基差形势和 2023 年 9-11 月类似



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 19: 国债期货 03-06 价差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4、跨期策略：跨期价差小幅震荡上升

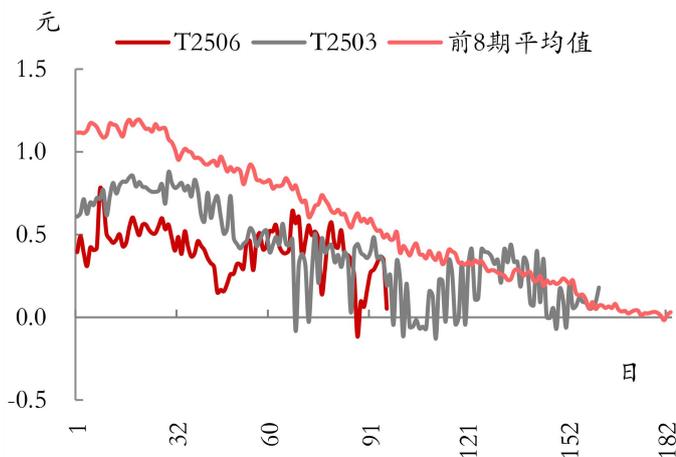
近几次移仓，跨期价差的中枢均偏低，这与长期看涨思路下，多头对跨期价差的影响力增强有关。但本期移仓的情况或与前几期存在差异，预计跨期价差水平会小幅上升。一者，当前T、TF和TS的跨期价差水平均明显偏低，从收盘时的数据来看，远季合约的IRR水平相对较高，做空远季合约性价比高。二者，市场情绪已经开始由多转空，空头套保等力量也会上升，在远季合约上套保是比较合适的。三者，资金面已经非常紧张，进一步收紧的概率不高。后续资金面更多会出现时松时紧，整体略偏紧的格局，跨期价差中枢易上难下。相较于T，TS跨期价差上升的动力或弱一些。TS近季合约上也存在正套机会，部分空头或选择在近季合约上交割了解头寸。

图表20：17日收盘时，次主力合约IRR普遍高于主力合约

合约	成交量(手)	持仓量(手)	CTD券	现券简称	收益率(%)	修正久期	收盘IRR(%)	收盘基差(元)
TL2503	7.55万	49805	210005	21付息国债05	1.95	17.88	1.13	0.17
TL2506	5.97万	75005	200012	20付息国债12	1.95	17.48	1.50	0.57
TL2509	2313	4998	210005	21付息国债05	1.95	17.88	1.32	1.11
T2503	6.72万	106083	240018	24付息国债18	1.61	6.11	0.72	0.09
T2506	4.91万	81612	220003	22付息国债03	1.61	6.34	1.37	0.43
T2509	1633	4860	220010	22付息国债10	1.62	6.50	1.55	0.63
TF2503	5.63万	62538	240008	24付息国债08	1.51	3.91	1.52	0.04
TF2506	4.10万	71386	240014	24付息国债14	1.49	4.16	1.84	0.00
TF2509	2121	2480	240020	24付息国债20	1.51	4.43	1.88	-0.10
TS2503	3.66万	43080	240019	24付息国债19	1.38	1.57	2.01	-0.05
TS2506	1.96万	40178	240024	24付息国债24	1.37	1.79	2.13	-0.35
TS2509	1058	1677	240016	24付息国债16	1.35	2.41	0.72	0.52

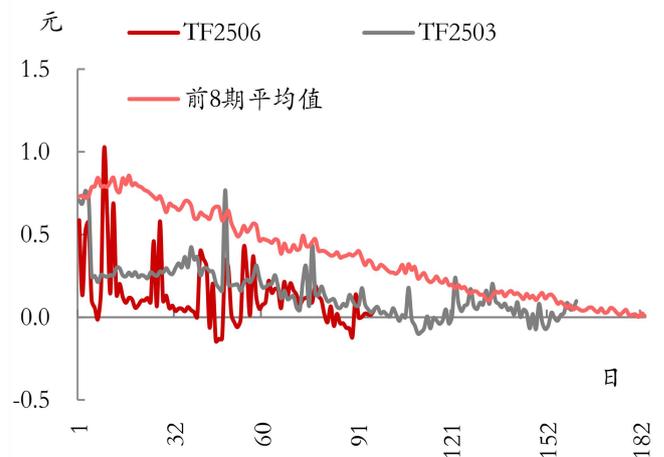
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表21：T主力次主力合约基差水平



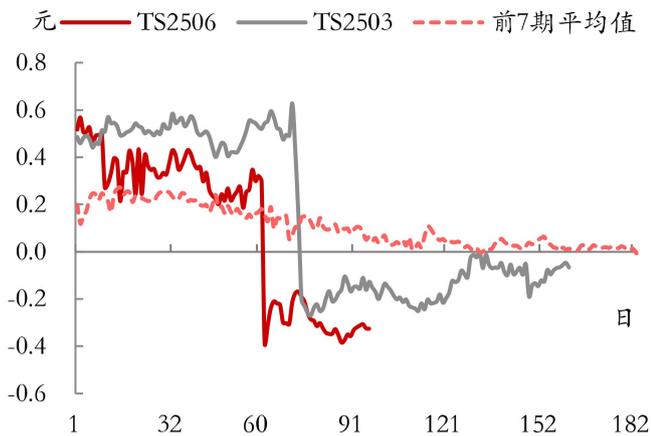
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表22：TF主力次主力合约基差水平



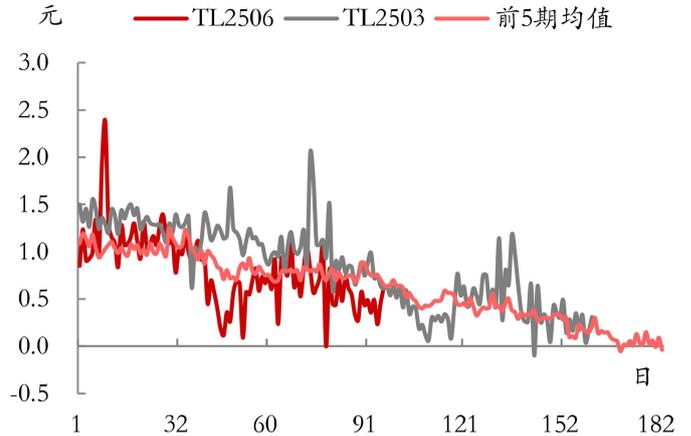
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 23: TS 主力次主力合约基差水平



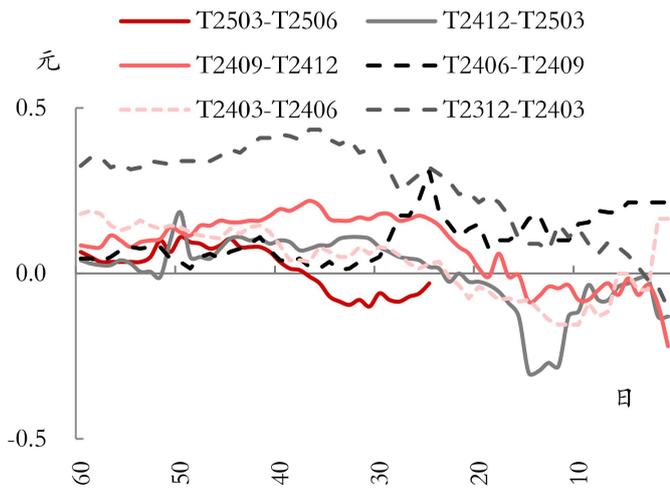
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 24: TL 主力次主力合约基差水平



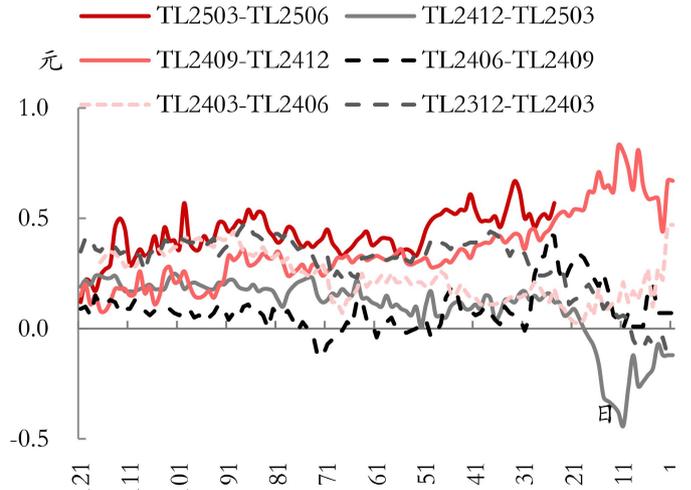
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 25: T 跨期价差低于季节性水平



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 26: TL 跨期价差高于季节性水平



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

TL 的跨期价差水平虽然略偏高,但由于 TL2503 和 2506 合约的 CTD 券分别是 210005 和 200012 这两只券,210005 的久期偏长,跨期价差中枢本就应偏高,这一点和 TL2409-2412 价差的演绎存在类似之处。另外,在市场情绪明显转弱时,机构做空也不会优先选择即将到期的 03 合约。

策略建议: 各品种跨期价差小幅上升。

策略风险: 1) 超预期利多落地,市场情绪明显转强。

5、总结

建议关注以下策略：

- 1) 单边策略：短线交易策略以偏空思路对待，配置盘可逢低布局中线多单。除了TS超涨外，其余品种的基差正在震荡上行，中期做多期货的性价比逐渐上升。
- 2) 跨品种策略：建议关注现券做陡曲线策略和多1.5TF空T策略；曲线长端关注多3T空TL策略。
- 3) 期现策略：关注空头套保策略。TS的优势在于IRR比较高；长端品种的优势在于跌幅更大。
- 4) 跨品种策略：本期跨期价差整体上以小幅震荡上升为主。

6、风险提示

资金面变化超市场预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com