

供给压力下的国债期货策略



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

国债: 震荡

报告日期:

2024 年 11 月 14 日

★单边策略: 供给压力上升或导致国债短期承压

政府债集中供给格局下, 预计后续资金面均衡略承压。另外, 也要注意央行稳汇率意图是否会上升。短债表现或偏弱, 长债的基本面利多虽较为确定, 但也会受到来自短端的利空影响。

策略建议1: 长线把握调整买入机会, 短线交易建议偏空思路。

★跨品种策略: 曲线短端走平, 长端走陡

曲线短端将走平: 一是政府债供给放量, 资金面收敛; 二是央行不再提示长债利率偏低的风险; 三是曲线本身较为陡峭。另外TS2412 合约的CTD 券240012 利率明显偏低。

策略建议2: 建议关注多T空4TS 的策略。

曲线长端将走陡: 一是保险机构买入超长债的规模、集中度下降; 二是后续增发的债券长久期比例应较高。

策略建议3: 建议关注多3T空TL 的策略。

★期现策略: 关注正套和套保机会

策略建议4: 建议关注T2412、TF2412 合约上的正套机会。另外市场存在调整风险, 建议使用TF 进行空头套保。

★跨期策略: 跨期价差中枢低位震荡

本次移仓面临着资金由均衡逐渐转向收敛的背景, 跨期价差存在压缩动力, 但当前跨期价差已经处于历史低位, T 等品种出现升水迹象, 叠加后续市场若走弱, 跨期价差也难继续收敛。

策略建议5: 各品种跨期价差中枢低位震荡, TS 的跨期价差有望下跌, T、TF 和TL 的跨期价差有望走阔。

★风险提示: 跨期价差中枢低位震荡

1) 政府债发行不及预期; 2) 输入性通胀压力上升; 3) 同业存款利率下调带动曲线走陡等。

张荣东

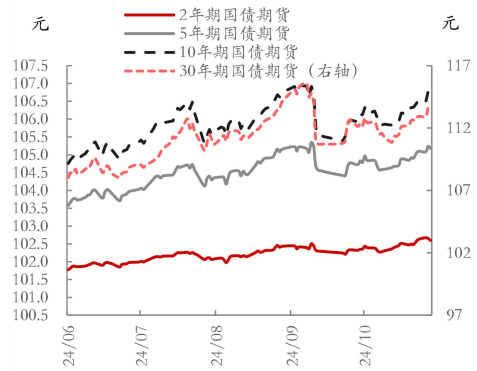
宏观策略分析师

从业资格号: F3085356

投资咨询号: Z0018866

Tel: 63325888-1610

Email: candong.zhang@orientfutures.com

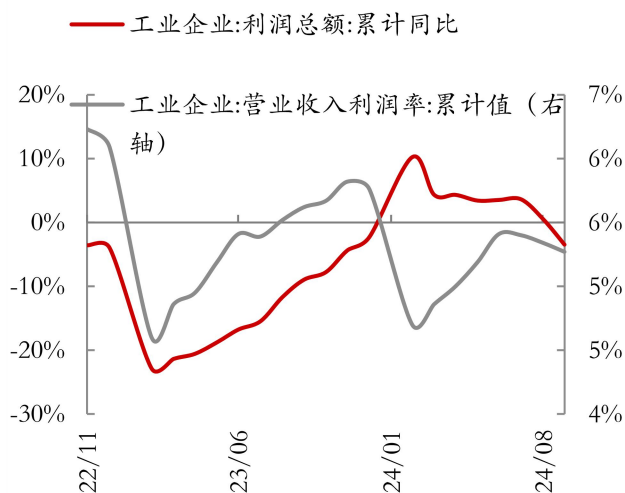


1、单边策略：供给压力将上升或导致债市承压

展望后市，基本面仍然利多债市。9月末政策集中落地之后，经济指标的确出现了边际上的改善，比如10月M1增速回升、制造业PMI再度回到荣枯线上等。但数据所展示出的结构性问题仍然存在，指向当前仍处于经济修复的初期。另外，长端债券最为关注的基本面因素是长期通胀以及通胀预期的变化，在通胀预期未得到显著提振之前，基本面对于债市整体是利多的。

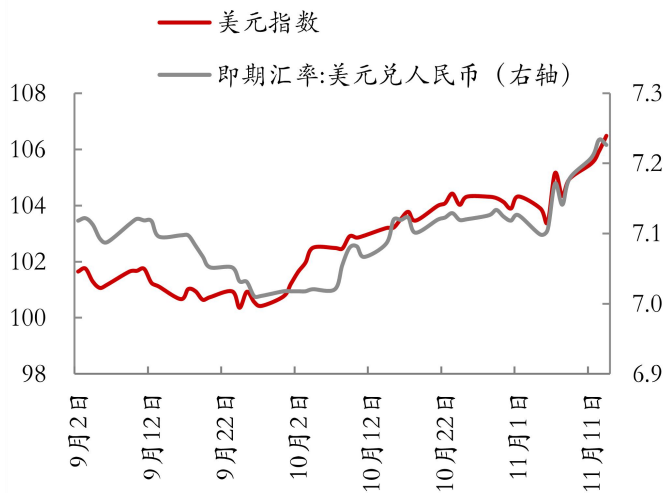
股市虽处于牛市之中，但当前也面临着一定的回调压力。前期资金和情绪推动股市上涨，并在部分时刻压制债市做多动力。但也要看到，通胀和企业盈利改善的节奏相对较慢，资金和情绪驱动的行市具有一定的脆弱性。人大常委会公布的财政政策在化债资金规模上是具有诚意的，但并未涉及市场期待的地产、消费等用途，在新一轮政策预期形成之前，股市或面临小幅调整压力。

图表1：企业盈利改善节奏偏慢



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：国庆节后美元走强，人民币汇率贬值压力上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

但市场的不确定性以及博弈的焦点主要在于供给和资金。根据人大常委会的表述，年内应增加2万亿元的专项债发行额度，再加上尚未发行完毕的国债以及地方债，年内政府债券的净融资压力应接近3万亿元。政府债集中供给格局下，预计后续资金面均衡略承压，具体表现为DR007中枢略上行、资金分层现象进一步凸显。虽然后续央行将通过降准以及买断式逆回购等方式向市场投放流动性，但根据历史经验，2016年至今政府债净融资超万亿的12个月份中，资金分层现象进一步凸显的月份有9个，因此预计资金面收敛压力仍然存在。另外，近期美元指数持续走强、汇率贬值压力有所上升。在特朗普胜选的背景之下，后续人民币贬值的压力依然存在，也要注意央行稳汇率意图是否会上升。综合来看，短债表现或偏弱，长债的利多虽较为确定，但也会受到来自短端的利空影响。预计年内10Y利率或调整至2.2%附近。

国债长期上涨的格局并未发生变化，依然可以把握债券回调的配置机会。降息是驱动利率下行的核心逻辑。在低效债务、过剩产能尚未出清之前，货币政策整体上会是支持性的，长期来看政策利率下调概率非常高，下次降息的观察窗口期应在明年年初。和此前资金转松驱动债券走强、降息更多是国债利率下行的确认不同，后续随着政府债发行量上升和央行对于短端利率调控力度的强化，短端利率难以大幅偏离政策利率下行，降息将带动国债曲线中枢整体下移。

策略方面：配置盘关注调整买入的机会；短线交易者关注做空国债期货的机会。从合约上看，多个品种的2412合约出现超涨，长线做多可更多关注2503合约。

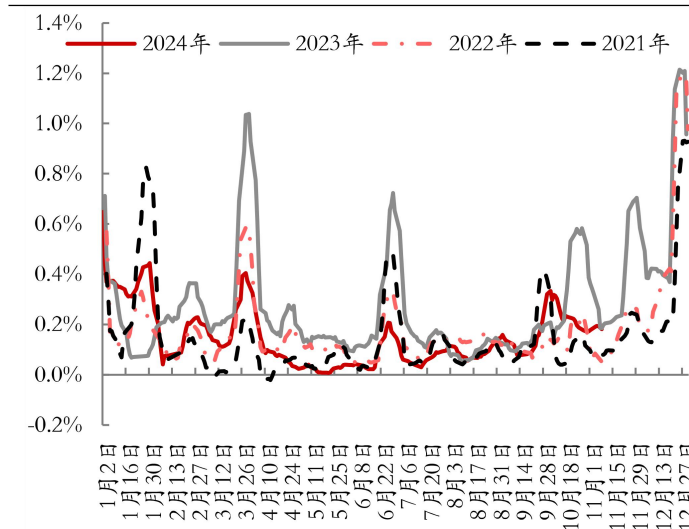
策略风险：1) 短期市场的风险主要来自于政府债发行节奏不及预期；2) 长期来看，特朗普上台后，人民币汇率贬值压力和海外通胀压力均有望上升，届时需警惕输入性通胀压力的上升风险。

2、跨品种策略存在机会

2.1 曲线中短端：曲线有望走平，关注多T空TS策略

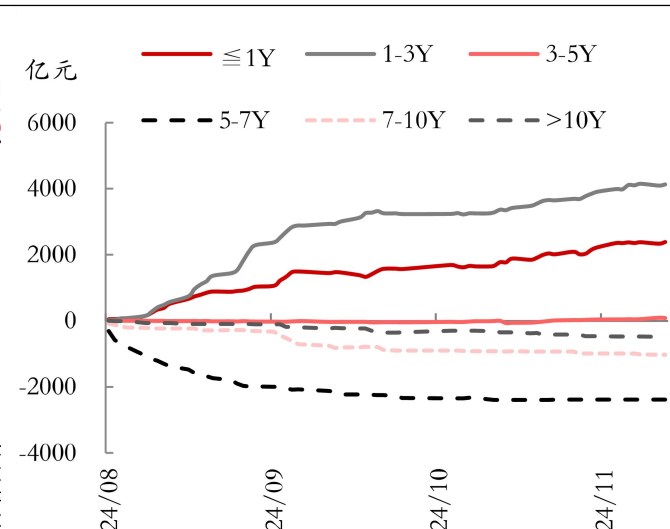
预计后续收益率曲线中短端有望走平。首先，资金面面临着小幅收敛的压力。9月末政策集中落地之后，银行间资金面相对均衡，但非银资金面再度转向收敛，资金分层现象再度出现。后续政府债发行即将放量，年内政府债净融资规模将接近3万亿元。根据历史经验，政府债当月净融资额超过万亿元时，R007-DR007的差值也会增加。当然，后续央行将通过降准、增加逆回购规模等方式投放流动性，但预计难以完全对冲资金面的收敛压力。再者，人民币贬值的内在和外在压力均是存在的，央行后续是否会增加稳汇率目标的权重也需要继续观察。

图表3：当前资金分层现象已经出现



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表4：大行买短卖长节奏较8月放缓

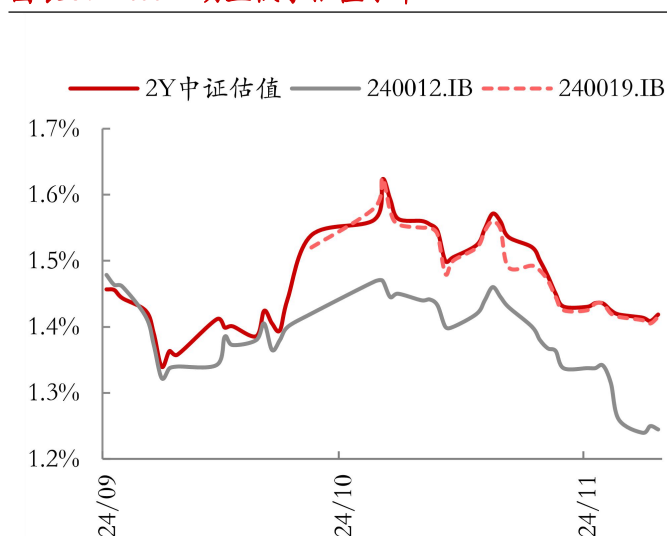


资料来源：Idata，东证衍生品研究院

其次，8-9月机构行为对于曲线形态的影响比较明显，彼时大行持续买短卖长，收益率曲线整体走陡。当前大行虽然也在进行买短卖长的操作，但买卖量已经较8-9月下降。另外，近期央行已经较少提及长债利率水平过低的问题，机构买卖长债面临的合规风险有所下降，预计大行以及监管行为对于曲线的影响暂降低。

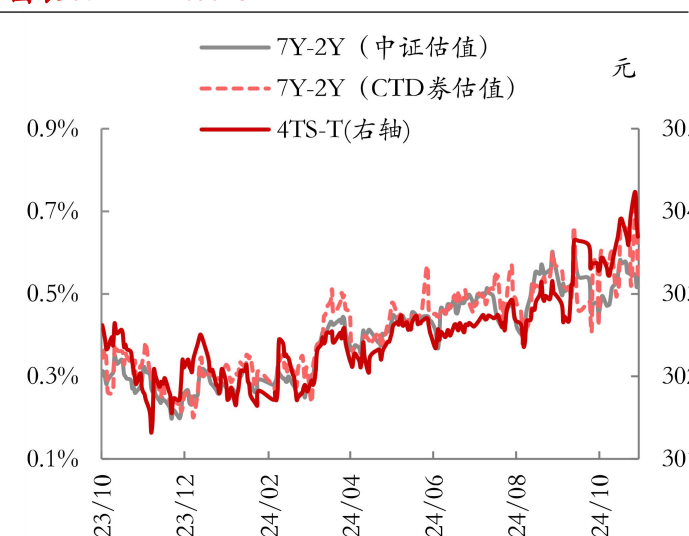
最后，收益率曲线本身也是比较陡峭的，另外短债与资金的利差也处于偏低的水平上，从技术点位的角度来看，收益率曲线易平难陡。

图表5：240012明显低于估值水平



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表6：7Y-2Y vs 4TS-T



资料来源：Idata，东证衍生品研究院

图表7：利差分位数 (T的CTD券大约在去年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	89.7%	99.4%	2023.08.01
7Y-5Y	88.7%	96.1%	2023.08.01
5Y-2Y	69.7%	97.6%	2020.01.01
30Y-7Y	73.2%	54.8%	2023.08.01
30Y-2Y	72.9%	99.7%	2023.04.21
10Y-7Y	96.6%	--	2020.01.01

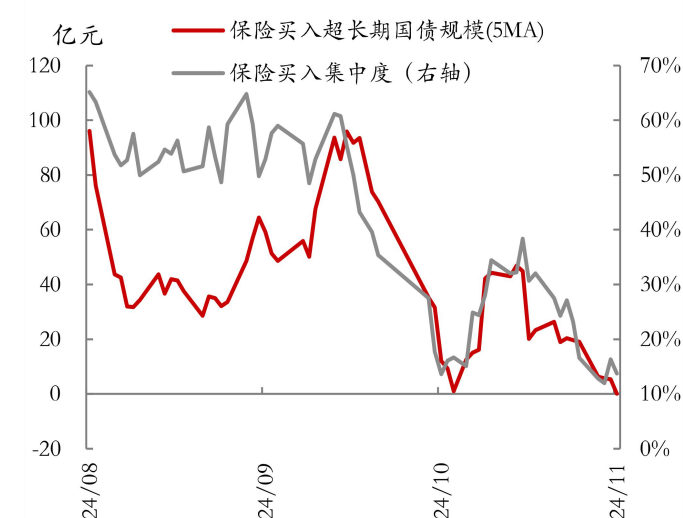
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

做平期货曲线策略的胜率和赔率应高于做平现券。TS2412 合约 CTD 券 240012 的利率自 10 月起便明显低于估值，这可能与特定机构的交易行为有关。但无论如何，TS2412 合约以及 240012 的定价均存在偏高的问题，且当前市场已经出现修正定价偏差的迹象，因此短线多 T2412 空 4TS2412 合约的策略值得关注。

策略方面：建议关注现券曲线的做平策略和多 T2412 合约空 4TS2412 合约的策略，2TS-TF 价差走势和 5Y-2Y 现券利差走势相关性比较低，不建议根据现券曲线思路去布局 2TS-TF 策略。

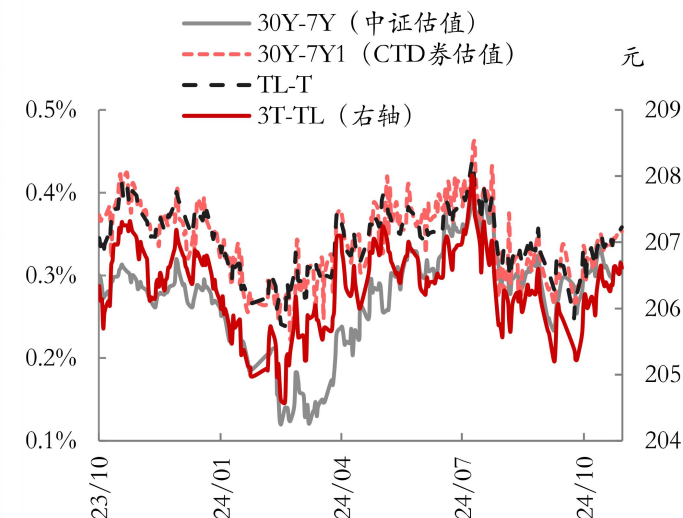
策略风险：1) 同业存款利率下调后，存单利率、短债利率存在下行动力；2) 政府债发行节奏不及预期：年内下达 2 万亿元的专项债额度，但并未完全发完。政府债发行对于资金面的冲击有限。3) 特定机构买入力量较强，240012 定价偏差持续存在。

图表 8：保险机构买入超长债的集中度有所下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 9：30Y-7Yvs3T-TL



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.2 曲线长端：暂建议关注做阔 TL-3T 价差策略

从现券曲线来看，后续 30 年品种有望弱于 7 年。一方面，此前保险机构出于欠配逻辑而大量买入 30 年期债券，但国庆节后，超长债的保险机构买入集中度有所下降。相较于保险机构，证券、基金等机构的配置属性相对较低。另一方面，后续政府债即将增发，而考虑到收益率曲线超长端偏平，超长债的供给也应放量。相较于 7-10 年期债券，超长债的市场容量相对较低，供给对于利率的影响应是更明显的。基差同样指向做多 T 做空 TL。近期 TL 表现整体较强，2412 合约出现超涨。综合来看，建议关注多 3T 空 TL 的策略。

图表 10：T 和 TL 基差配比

24/11/13	CTD 券	修正久期	基差	比率	基差*比率	多 T 空 TL
T2412.CFE	240013.IB	6.082	-0.0607	2.889	-0.175	
TL2412.CFE	200004.IB	17.573	-0.2512	1.000	-0.251	0.076

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

策略方面：1) 建议关注做阔 3T2412-TL2412 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。2) 考虑到各品种之中 T 表现应较强，建议关注多 T 空 TS 和 TL 的蝶式策略。

策略风险：1) 若风险偏好持续转弱，对股市最敏感的 TL 涨幅应更大。2) 超长债供给不及市场预期。

3、期现策略：多品种出现正套机会，关注空头套保机会

近期期货市场的表现整体强于现券，T、TF 的主力合约 IRR 高于 3 个月同业存单利率，出现了正套机会。T2412 和 TF2412 合约的 CTD 券分别为 240013 和 240001，交易活跃度均不低，叠加 12 合约将逐渐进入交割月，可把握正套机会。TL2412 合约的 IRR 也比较高，但其 CTD 券为 200012 或 200004，交易活跃度比较差，正套策略开展难度比较大。前期 TS2412 合约涨幅虽然比较大，但期货和 240012 同时上涨，因此正套机会并不明显。

图表 11：各合约基差以及 IRR（13 日收盘时）

合约	CTD 券	现券简称	收益率 (%)	修正久期	收盘 IRR (%)	收盘基差 (元)
TL2412	200012	20 付息国债 12	2.27	17.43	1.68	0.15
TL2503	210005	21 付息国债 05	2.27	17.83	1.19	0.75
TL2506	200012	20 付息国债 12	2.27	17.43	1.58	1.04
T2412	240013	24 付息国债 13	1.92	6.08	2.23	-0.01
T2503	240018	24 付息国债 18	1.92	6.34	1.97	-0.03
T2506	220003	22 付息国债 03	1.96	6.49	1.92	0.43
TF2412	240001	24 付息国债 01	1.70	3.89	2.13	0.01
TF2503	240008	24 付息国债 08	1.71	4.16	1.88	0.04
TF2506	220021	22 付息国债 21	1.75	4.55	1.78	0.45
TS2412	240012	24 付息国债 12	1.29	1.55	2.11	-0.04
TS2503	240019	24 付息国债 19	1.41	1.83	1.78	-0.15
TS2506	220002	22 付息国债 02	1.48	2.09	1.64	0.41

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

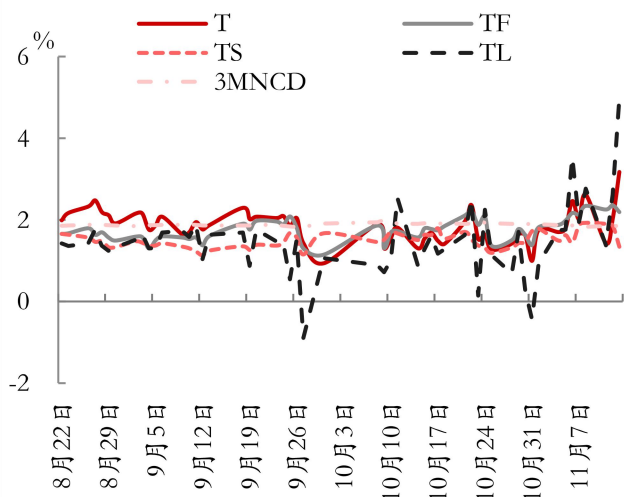
2503 合约的基差水平应以偏低为主，但多数合约基差继续压缩的概率不高，反而在情绪偏弱时有走阔动力。后续资金面将会均衡转紧，基差中枢有望维持在偏低水平上。但 TS2503、TF2503 以及 T2503 合约的基差水平已经明显低于季节性平均值，后续压缩的概率也不高。在债市情绪偏弱的情况下，部分时刻期货的跌幅将会高于现券，届时前述合约的基差将小幅上行。

考虑到市场存在调整风险，建议关注空头套保策略。短端品种套保的效果应该更好，因为后续曲线存在走平动力。TF 的 IRR 相对更高，建议关注其空头套保策略。

策略方面：1) 建议关注 T2412、TF2412 合约上的正套机会。2) 建议使用 TF 进行空头套保。

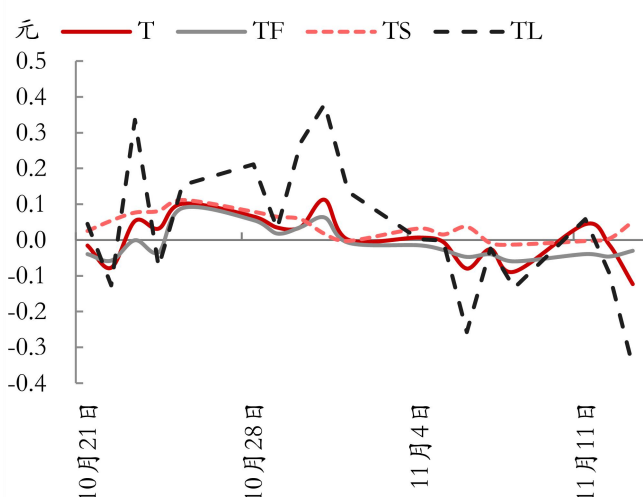
策略风险：政府债发行节奏不及市场预期，债市转强。

图表 12：T、TF 和 TL 的 IRR 高于存单利率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

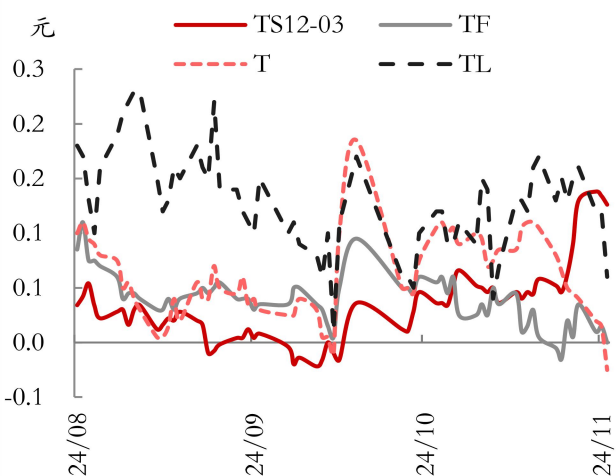
图表 13：T、TF 和 TL 的净基差水平较低



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

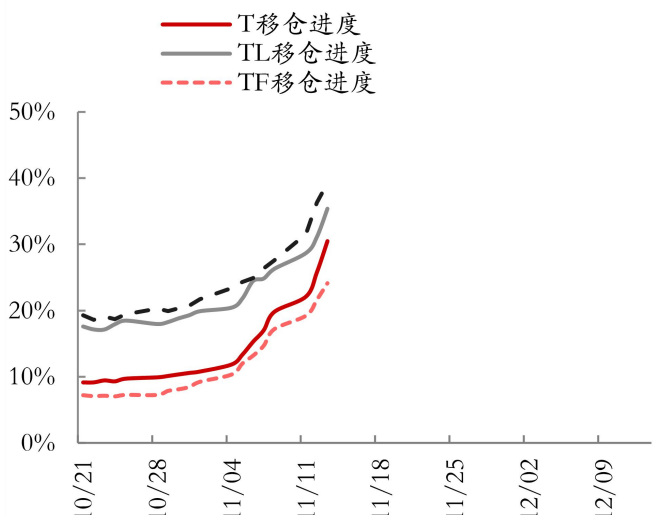
4、跨期策略：跨期价差中枢低位震荡

图表 14：各合约跨期价差水平



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 15：TS 移仓进度较快



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

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。本次移仓面临着资金由均衡逐渐转向收敛的背景，跨期价差存在压缩的动力，但当前跨期价差已经处于历史低位，T等品种出现升水迹象，叠加后续市场若走弱，空头也会逐渐在2503合约上积累仓位。综合来看，本次移仓跨期价差的中枢应以低位震荡为主。各个品种的移仓矛盾有强有弱。截止11月13日，TS、TF、T和TL的移仓进度分别为39.23%、24.15%、30.46%和35.39%；跨期价差分别为0.126元、0.00元、-0.025元和0.060元。

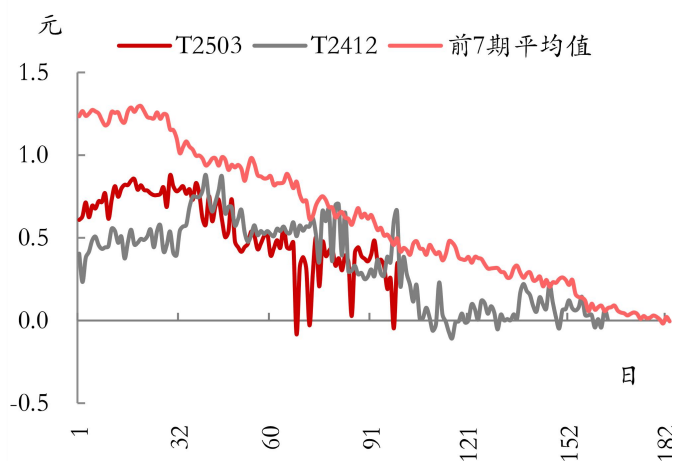
TS的移仓节奏相对比较快，跨期价差相对比较高。预计后续TS跨期价差暂以震荡下跌为主。一者TS2412合约以及240012合约定价偏高，市场正在纠正这种定价偏差，而TS2503的CTD券240019基本符合估值水平；二者从盘中期货现货的比价来看，TS2412合约的IRR还要高于2503合约。

TF、T和TL的跨期价差有望走阔。TF移仓节奏相对较慢，此前跨期价差以低位震荡为主。TF2412合约的IRR相对较高，正套机会明显，空头移仓意愿低，跨期价差维持低位。年内政府债净融资规模较高，资金面存在收敛压力，短端的TF表现应偏弱。在跨期价差较低的情况下，新增空头应在TF2503合约上做空，预计TF跨期价差暂将小幅上行，有展期意愿的存量空头可适度提前移仓。T跨期基差变化的逻辑和TF具有一定相似性，同样建议空头考虑提前移仓。和TF相比，后续T表现应略偏强，因为市场走弱的压力主要来自资金面，但T目前已经出现升水，跨期价差低于TF。TL2412合约和TL2503合约的CTD券均是非活跃券，IRR策略布局的难度较高，因此当季次季基差矛盾并不突出。预计后续市场情绪将主导TL跨期价差变化，随着市场下跌，TL的跨期价差有望走阔。

策略方面：TS的跨期价差有望下跌，T、TF和TL的跨期价差有望走阔。

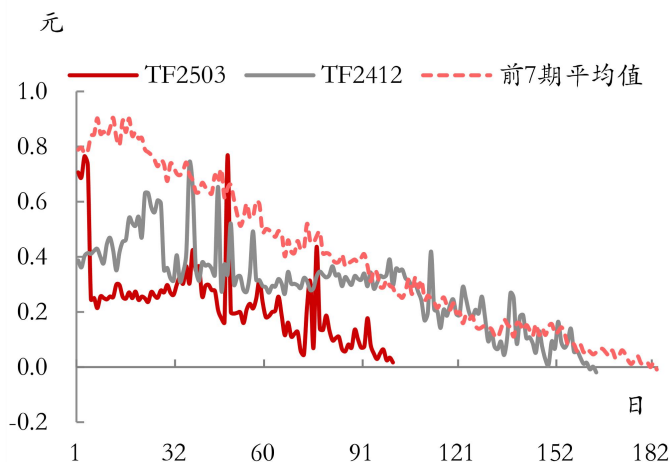
策略风险：1) 市场情绪明显转强；2) 政府债发行节奏不及预期。

图表16：T主力次主力合约基差水平



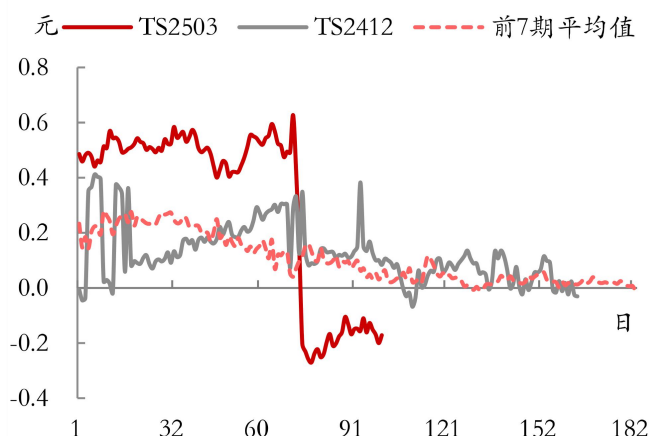
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表17：TF主力次主力合约基差水平



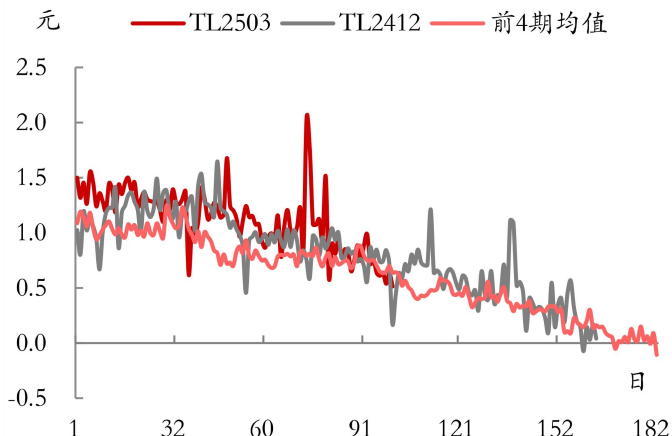
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 18: 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 19: 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

5、总结

建议关注以下策略:

- 1) 单边策略: 配置盘关注调整买入的机会; 短线交易者关注做空国债期货的机会。从合约上看, 多个品种的 2412 合约出现超涨, 长线做多可更多关注 2503 合约。
- 2) 跨品种策略: 建议关注现券曲线的做平策略和多 T2412 合约空 4TS2412 合约的策略; 建议关注做阔 3T2412-TL2412 合约价差的策略。
- 3) 期现策略: 建议关注 T2412、TF2412 合约上的正套机会; 建议使用 TF 进行空头套保。
- 4) 跨品种策略: TS 的跨期价差有望下跌, T、TF 和 TL 的跨期价差有望走阔。

6、风险提示

- 1) 政府债发行不及预期; 2) 输入性通胀压力上升; 3) 同业存款利率下调带动曲线走陡等。

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