

当前行情下，哪些期债策略值得关注？

走势评级：国债：震荡
报告日期：2024 年 08 月 28 日

★单边策略：国债未脱离震荡行情，调整即买入

信用债负反馈压力有所浮现，但对国债利空可控。一是理财资产和负债端均比 22 年末稳定；二是央行及时增加流动性投放规模；三是利率债流动性强于信用债。国债暂偏弱，但 10Y 国债仍处于 2.1%-2.3% 的震荡区间内，且后续降息会促使国债转涨。

策略建议 1：建议关注回调买入策略。期货多头替代效果一般。

策略风险：1) 财政政策发力；2) 理财赎回烈度明显上升。

★跨品种策略存在机会

曲线短端将持续偏陡。一是降息预期始终存在；二是大行做陡曲线；三是央行增加流动性投放规模，资金难以持续转紧。

策略建议 2：月末资金面波动加大，建议待曲线走平、赔率提升后关注做阔 4TS-T、1.5TF-T 价差等策略。

策略风险：1) 负反馈加速演绎；2) 存单利率持续上行。

曲线长端，TL 表现暂应强于 T。一是大行持续卖出 7 年期现券；二是保险持续买入 30 年现券，配置力量比较扎实。三是 T 的基差明显偏低，但 TL 基差相对适中。

策略建议 3：建议关注做阔 TL2412-3T2412 合约价差的策略。

策略风险：1) 大跌后机构降久期；2) 30Y 存在监管风险。

★期现策略：关注 T 正套机会和空头套保

T2409、T2412 等合约盘中经常出现正套机会，这是因为部分机构买入现券存在顾虑，更愿意做多国债期货。

策略建议 4：关注正套机会。策略风险：1) 新增 7Y 现券存在合规风险；2) 大跌后正套空间被压缩。

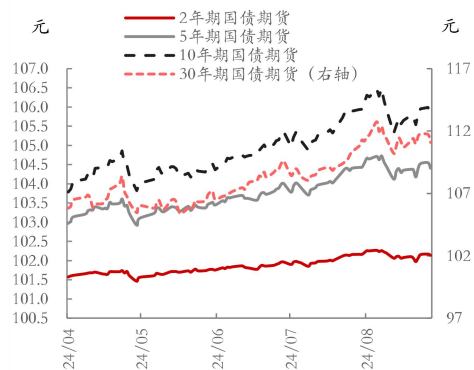
策略建议 5：若比较担忧赎回烈度及政策风险，建议关注空头套保策略，关注 T2412 合约的套保机会。但当前用国债期货为信用债套保的效果不佳。



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

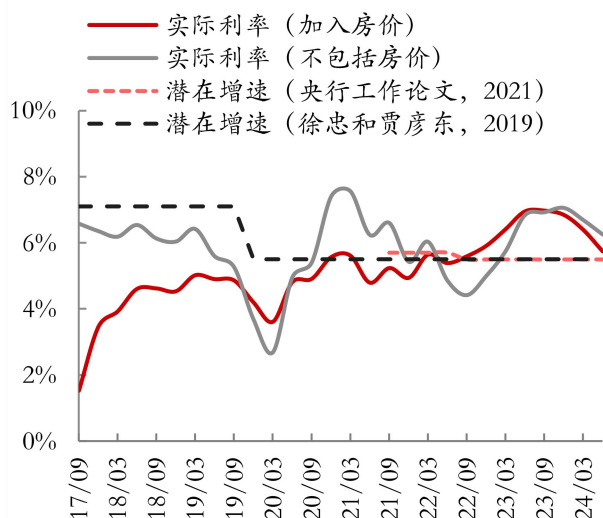
张荣东 宏观策略分析师
从业资格号：F3085356
投资咨询号：Z0018866
Tel: 63325888-1610
Email: candong.zhang@orientfutures.com



1、单边策略：国债未脱离震荡行情，调整即买入

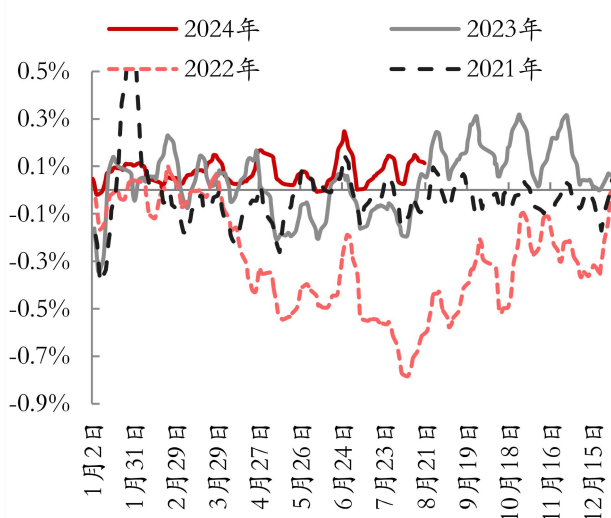
8月以来，10年期国债呈现震荡行情，利率在2.1%-2.3%之间震荡。市场处于多空交织状态之中。基本面对于债市依然是非常有利的。当前私人部门自发举债投资动能不强，内生性通胀难以启动，实际利率虽然有所下降，但绝对水平仍高于潜在增速，市场降息预期始终难被证伪。另外，资产荒格局也在延续。但利空因素也很明显，一是DR007持续高于政策利率，资金面均衡略偏紧；二是监管政策正在铺开，大行卖债等现象频频出现，债市难以单边走强。

图表1：实际利率水平依然偏高，降息预期持续存在



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：DR007-7天逆回购利差处于季节性偏高水平



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表3：信用债成交分机构统计（短融+超短融+中票+企业债）

机构	总计	2024/08/26	2024/08/23	2024/08/22	2024/08/21	2024/08/20	2024/08/19
其他产品类	273.8	66.4	54.7	51.5	39.5	44.7	17.1
理财子公司及理财类产品	164.6	18.2	29.5	35.9	30.9	25.2	25.0
保险公司	95.4	18.4	18.6	23.9	11.8	16.6	6.0
大型商业银行/政策性银行	75.0	6.7	6.2	27.1	40.8	-1.5	-4.3
外资银行	9.5	4.0	-1.1	3.3	1.3	1.7	0.2
农村金融机构	-8.5	0.7	0.5	-1.2	0.4	-9.9	0.9
其他	-16.5	-3.3	-2.9	-5.3	-3.3	0.1	-1.7
货币市场基金	-31.6	-9.2	-1.1	-9.7	-11.2	1.8	-2.1
基金公司及产品	-36.7	-51.2	-27.9	-60.5	5.5	71.5	26.0
城市商业银行	-117.6	-7.9	-14.2	-37.3	-23.3	-19.7	-15.1
证券公司	-149.7	-17.5	-25.8	2.5	-48.0	-44.5	-16.3
股份制商业银行	-257.5	-25.2	-36.4	-30.2	-44.3	-85.8	-35.5

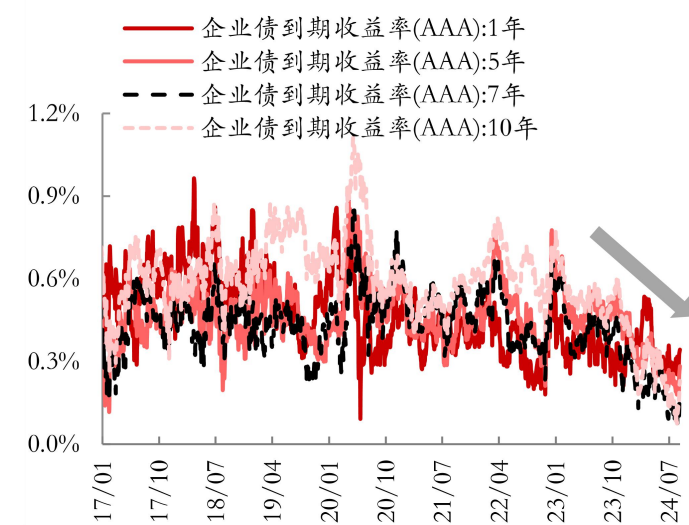
资料来源：iData，东证衍生品研究院

8月末，信用债负反馈压力有所浮现，其对国债的利空可控。在信用利差已经非常低的

背景下，由于资金面边际转紧、市场不确定性增加，理财等机构开始赎回，而近期债市流动性整体下降，这就使得信用债高估值成交的情况频频出现。信用债价格下跌之后，机构卖出动力进一步增加，赎回压力一度扩散至利率债市场中。但预计本轮负反馈对于国债的冲击是比较有限的。首先，2022年末债灾后，理财加大了对现金和银行存款的配置比例，增强了资产端的稳定性。其次，监管机构并不希望看到流动性风险再度出现，27日央行公开市场开展4725亿元7天期逆回购操作，流动性紧张情况得到一定程度缓解，若后续机构赎回意愿进一步上升，预计央行还会出台更多政策呵护市场流动性，比如降准。最后，国债流动性强于信用债。综合来看，赎回压力对国债确有利空，但利率尚不足以突破震荡区间的上沿。

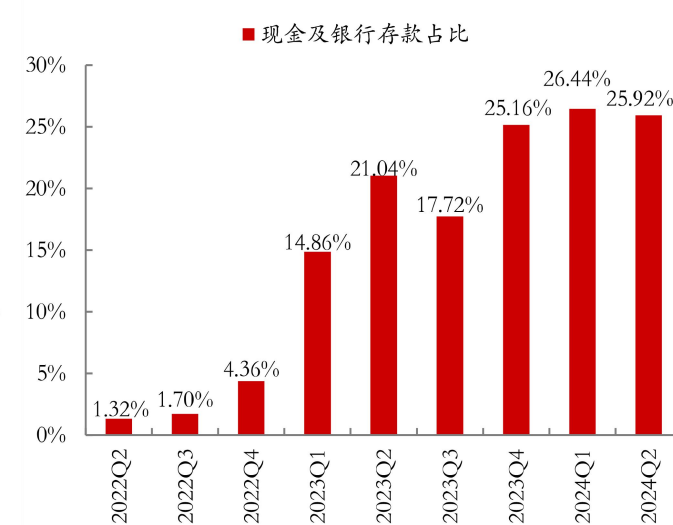
降息应是震荡行情的破局点。实际利率偏高的环境下，中国降息的必要性始终存在，当美联储降息、人民币汇率压力进一步缓解之后，中国央行降息的空间会被进一步打开。随着政策利率下调，市场利率中枢也会随之下移。利率下行符合基本面环境，监管政策只是防止利率下行节奏过快、市场交易过度拥挤。

图表4：信用利差水平持续压缩



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表5：近两年理财配置的现金比重上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

策略方面：考虑到后续债市将呈现震荡转涨的格局，建议关注逢回调买入的策略。当前T等国债期货品种基差已经非常低，多头替代效果一般，单边买入现券的性价比更高。

策略风险：1) 宏观层面的风险主要是财政政策发力。政府债正在提速发行，而美联储降息后，国内政策空间被打开，财政政策力度若明显上升，债市将呈现下跌走势。2) 微观层面的风险主要是负反馈行情加速演绎，国债受信用债的波及而大幅下跌。

2、跨品种策略存在机会

2.1 曲线中短端：曲线维持偏陡

长期来看，布局期货跨品种策略的思路和现券曲线策略基本一致，短期需要关注各个合约的基差水平，另外可以通过利差来看策略的赔率。

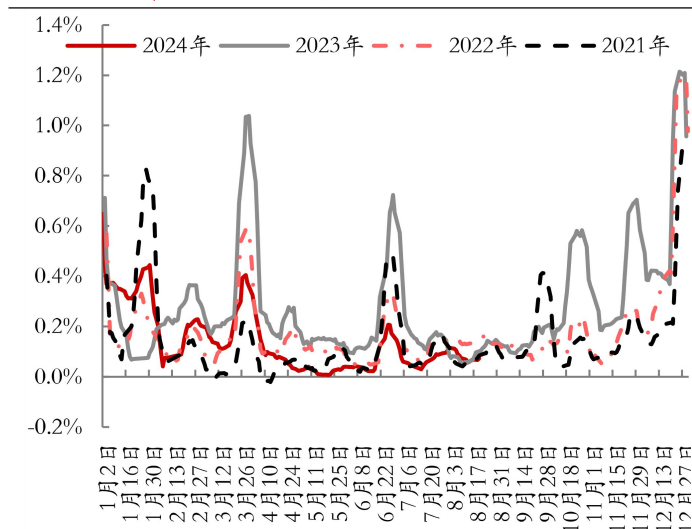
近期曲线中短端会维持在偏陡的形态上。首先，从机构行为上看，大行正在持续做陡曲线的中短端，股份行、城商行以及券商正在做平曲线。在监管政策持续铺开的环境下，大行对于债券定价的影响力相对比较大。其次，市场降息预期始终存在。政策利率短端化之后，降息是使得曲线走陡的最为市场化的办法。

图表6：大行做陡短端国债曲线，券商、股份行和城商行做平（8.19-8.26 各机构累计净买入国债规模）

机构	总计	≤1Y	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	>10Y
大型商业银行/政策性银行	465.4	614.3	653.9	-8.7	-682.4	-29.7	-82.0
基金公司及产品	250.9	34.5	-12.9	20.4	115.4	61.0	32.5
保险公司	241.0	-6.1	3.5	0.8	8.3	29.6	204.9
其他产品类	131.8	-6.4	3.0	11.1	19.5	112.7	-8.1
证券公司	127.8	-54.7	-116.6	-91.0	322.0	-26.1	94.2
外资银行	53.6	30.1	-37.0	69.2	13.7	-17.1	-5.2
货币市场基金	18.0	18.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
理财子公司及理财类产品	-2.5	-0.3	-9.9	5.0	6.5	-3.7	-0.1
其他	-73.9	-65.2	-69.8	-18.6	94.7	1.1	-16.0
农村金融机构	-309.9	35.5	-76.0	10.0	28.6	-209.4	-98.5
城市商业银行	-344.0	-229.6	-66.9	28.0	28.1	-45.1	-58.6
股份制商业银行	-558.3	-370.2	-271.2	-26.1	45.7	126.6	-63.1

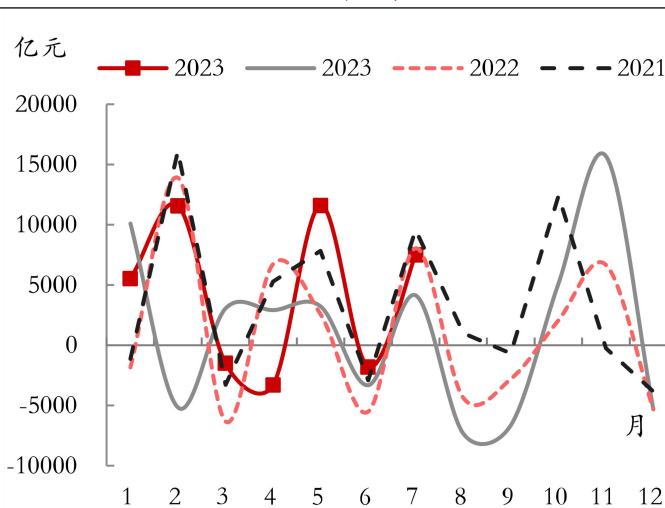
资料来源：iData，东证衍生品研究院

图表7：今年资金分层现象整体不明显



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表8：7月非银存款回归季节性，资金出表放缓

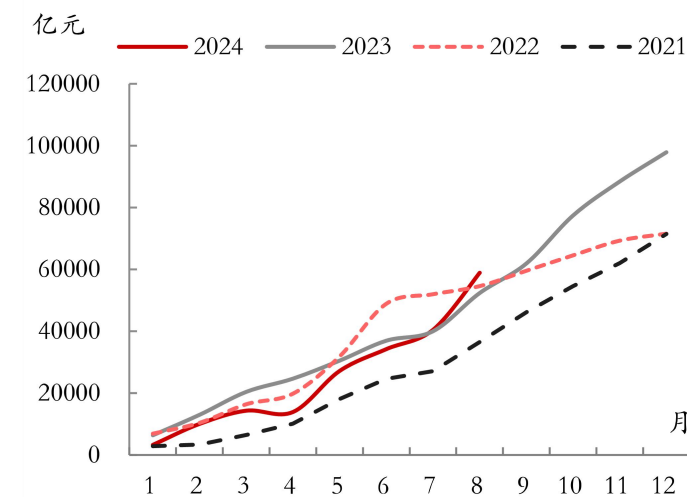


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

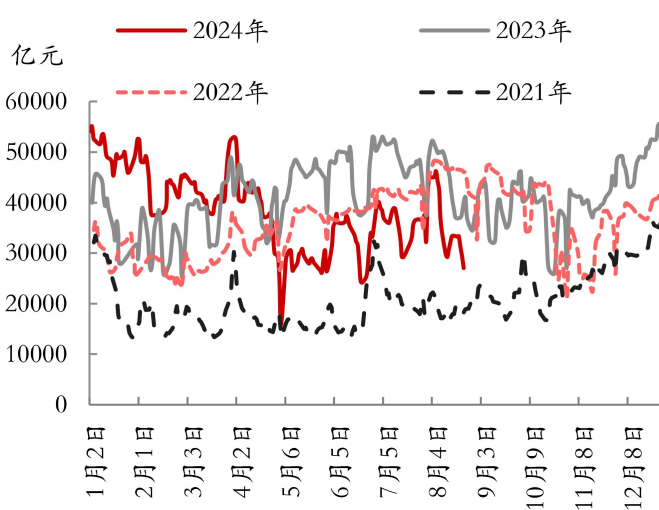
最后，资金面确有边际收敛的压力，但为防范流动性风险，央行开始增加流动性投放的规模，预计后续资金面整体将处于相对均衡的水平上。资金面是曲线走势最为直接的驱动力量。今年3月至今，资金面宽松驱动曲线整体走陡，值得注意的是，今年资金面的宽松和过去两年不同，DR007整体持稳，资金出表后，非银宽松的资金面是驱动曲线走陡的核心原因。7月以来，随着禁止存款手工补息政策逐渐缓和，资金出表的节奏有所放缓，且8月债市波动较大，资金自发表的动力也在减弱，非银资金存在收敛压力。另外，理财虽有赎回动作，但负债端尚较为稳定，商业银行负债压力依然较大，而政府债又在提速发行，商业银行只能减少融出规模，这进一步利空非银资金面。但值得注意的是，理财赎回压力出现后，央行开始增加逆回购投放规模，而这样的动作预计可持续，因此预计资金利率难以持续上行。

图表9：8月政府债净融资额明显上升

图表10：大行降低融出规模



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

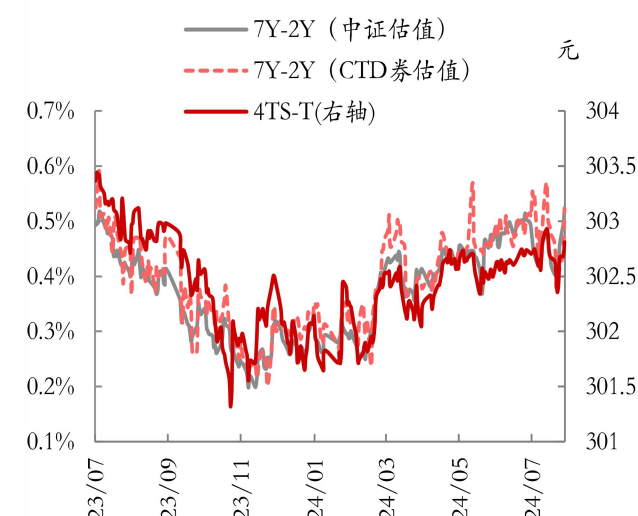
期货基差也指向做陡曲线。当前T2412已经出现了正套机会，基差进一步压缩的空间明显比较有限，但TS和TF的基差水平相对适中，相较于现券，期货尚存在着一定走强的潜在空间。

综合来看，曲线中短端应维持在偏陡的格局上，但当前布局做陡曲线策略存在着曲线已经比较陡峭，赔率相对有限的问题。月末资金面波动往往比较大，尤其是市场缺乏中长期资金，曲线可能存在短暂走平动力，建议待曲线走平后布局做陡的策略。

策略方面：建议待曲线走平、赔率提升后关注做阔4TS-T、1.5TF-T价差等策略。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。

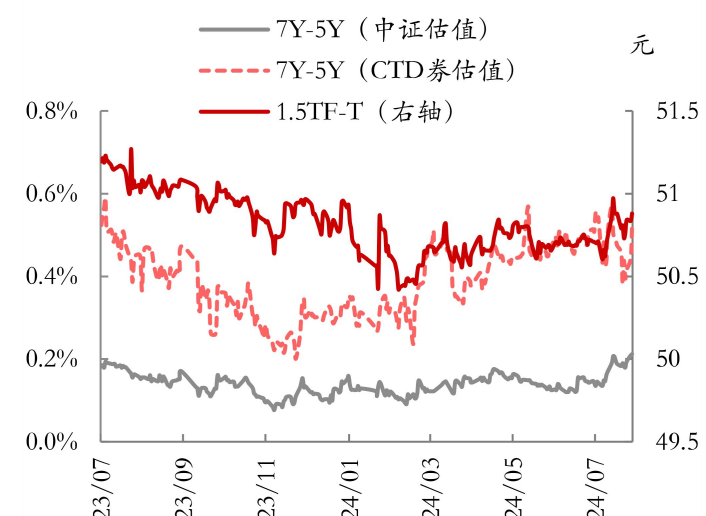
策略风险：1) 负反馈加速演绎，赎回潮一般对应着曲线熊平。2) 政府债明显提速发行，资金面收敛，商业银行补充负债的意愿较强，存单利率持续上行。

图表 11: 7Y-2Yvs4TS-T



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 7Y-5Yvs1.5TF-T



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 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	100.0%	91.5%	2023.08.01
7Y-5Y	100.0%	90.7%	2023.08.01
5Y-2Y	71.1%	69.5%	2020.01.01
30Y-7Y	52.7%	22.3%	2023.08.01
30Y-2Y	74.0%	57.2%	2023.04.21
10Y-7Y	94.3%	--	2020.01.01

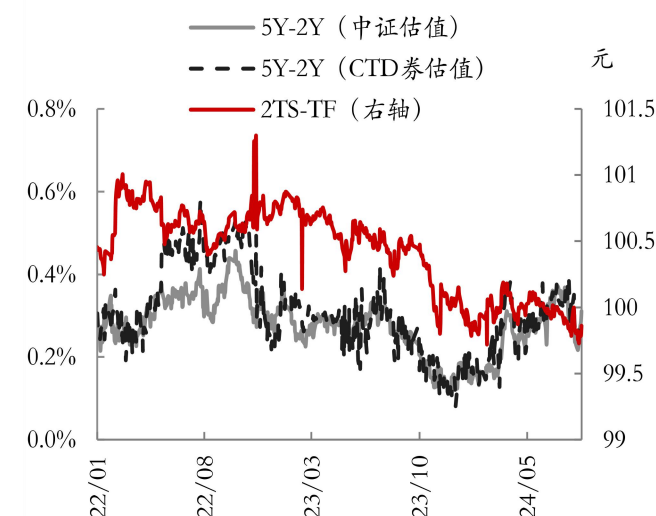
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

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, 近期 7 年期现券表现频频弱于 30 年。7 年期活跃券 240006、240013 均是 10 年期国债期货的 CTD 券, 为引导期货价格, 大行集中卖出上述两只券。反观 30 年现券, 一则虽然当前市场震荡偏弱, 但国债利率上行幅度相对有限, 市场情绪并未过于悲观, 机构集中降低利率债久期的现象尚未看到, 30 年-7 年利差暂时缺乏明显上行的基础。二则 30 年现券的交易结构也发生了明显变化, 保险成为超长债最为坚定的买盘, 相较于基金等机构, 保险的配置力量是更为扎实的。

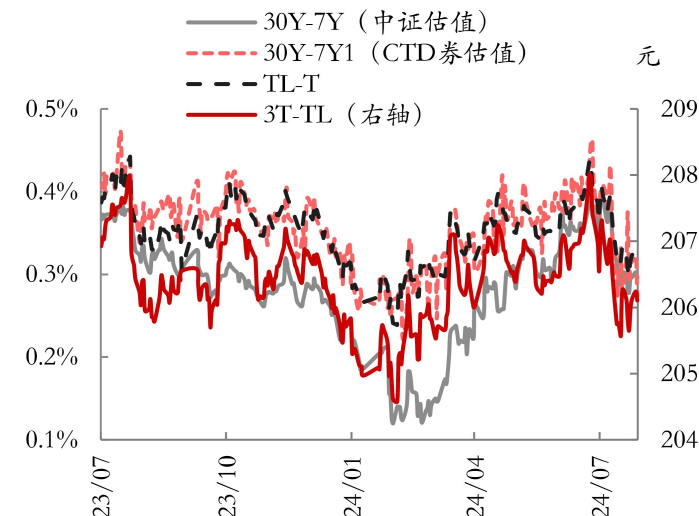
期货基差的信号更为明显。T2412 合约经常出现正套机会, 基差整体偏低, 但此前一段时间空头主导 TL2412 合约的移仓, TL2412 合约基差基本符合季节性水平。相较于现券, T2412 合约超涨的空间非常有限, TL2412 合约上涨的动力更强。

图表 14: 5Y-2Yvs2TS-TF



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: 3T-TLvs30Y-7Y



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

策略方面: 建议关注做阔 TL2412-3T2412 合约价差的策略。曲线策略建议密切关注市场情绪, 快进快出。

策略风险: 1) 若赎回行情持续演绎, 利率债市场情绪全面转向悲观, 那么机构可能会大量卖出超长久期债券。2) 后续不能排除监管机构引导 30Y 利率上行的可能性。

图表 16: T 和 TL 基差配比

24/08/27	CTD 券	修正久期	基差	比率	基差*比率	多 T 空 TL
T2412.CFE	240013.IB	6.278	-0.0859	2.754	-0.237	
TL2412.CFE	200012.IB	17.293	0.4875	1.000	0.488	-0.724

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

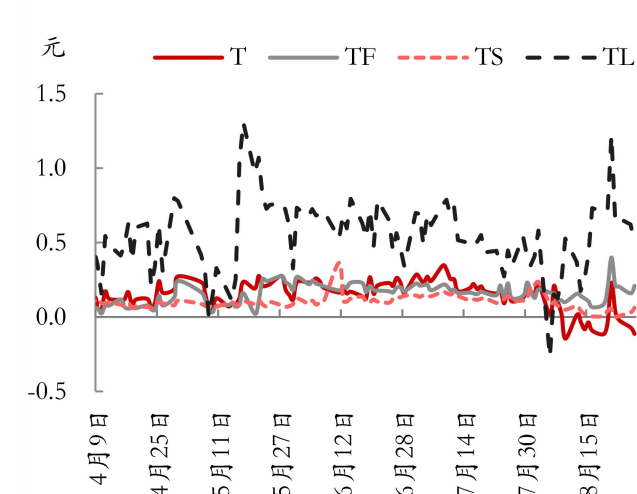
3、期现策略: 关注 T 等品种的正套机会

T2409、T2412 等合约盘中经常出现正套机会, 09 合约 IRR 相对更高。近年来随着国债期货市场深度的拓宽, 套利机会正在逐渐变少, 当前之所以出现正套机会, 是因为部分券商、公募等机构买入长久期现券存在一定顾虑, 长期看多国债市场的观点更多是通过做多国债期货来实现的。若当前持有 240006、240013 等 10 年期国债期货的 CTD 券, 建议关注正套策略, 获取无风险收益。

策略风险在于: 1) 新增长久期现券, 尤其是大行近期持续卖出的现券, 存在着一定合规方面的风险。2) 信用债下跌风险传导到国债市场上, 国债期货震荡下跌, 基差易走阔, 正套空间易被压缩。

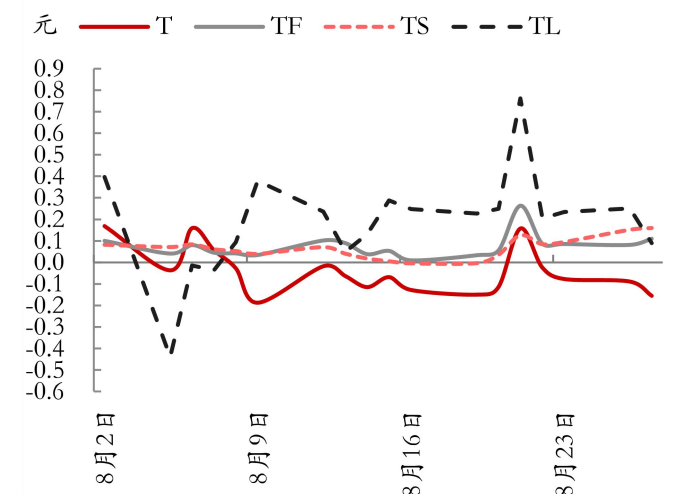
关注基差走阔带来的交易机会。市场自发做多国债的力量依然是比较强的，这使得上周国债期货基差始终处于震荡压缩状态。各品种基差水平中性偏低，尤其是T2412合约基差水平偏低。随着信用债赎回压力逐渐传导到国债市场上，国债走弱，期货跌幅应大于现券，基差将会震荡走阔，建议关注做阔T2412等长端合约基差的机会。基差交易应注意快进快出。

图表 17: T 主力合约 CTD 券基差偏低



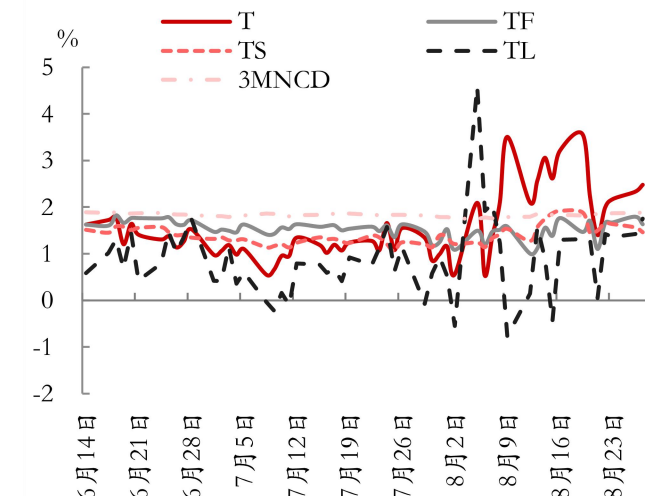
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: T 主力合约 CTD 券净基差偏低



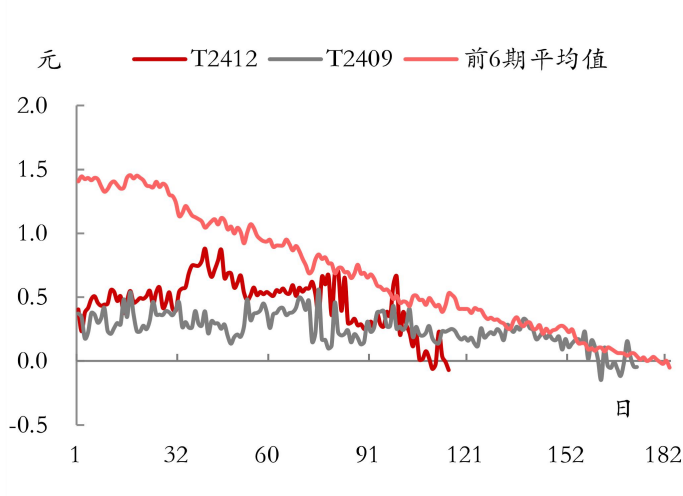
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 19: T 主力合约出现正套机会



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 20: T2412 合约基差水平偏低



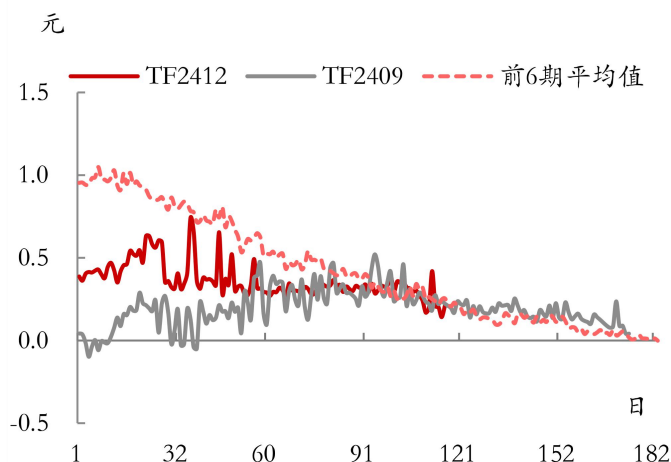
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

4、套保策略：推荐使用T做空头套保

赎回行情下，国债市场面临压力，若比较担忧赎回烈度，或者后续的政策风险，可以

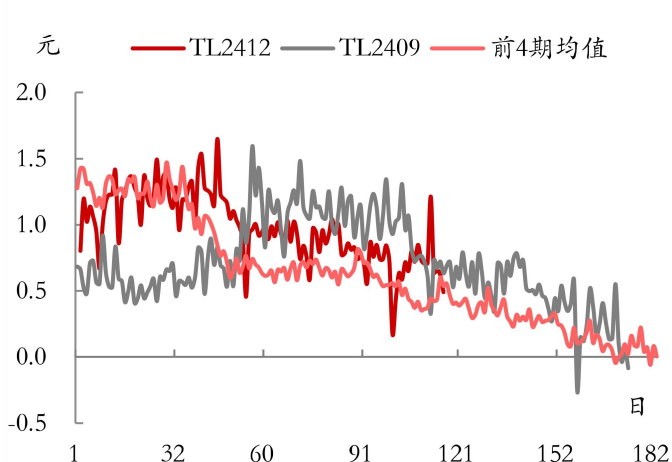
关注空头套保相关策略。做空头套保推荐 T2412 合约。假设 10 年期国债利率上行至 2.25%-2.30% 左右，那么潜在的下跌空间有大约 10BP，当前 T 基差为负数，整体处于升水状态中，做空头套保性价比比较高。另外，如果现券的久期比较短，用 T 做空头套保相当于同时构建了做阔短端期货品种基差以及做陡曲线两个策略，这两个策略的胜率均比较可观。近 5 个交易日 T2412 日均成交量为 6.4 万手，假设卖空总成交量的 5% 不会对市场产生重大影响，那么可以做空 3200 手 T2412 合约，对应合约价值为 32 亿元。

图表 21: TF 基差水平相对适中



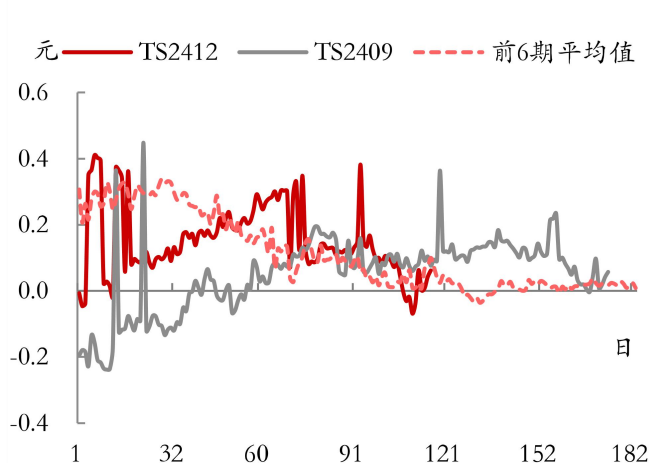
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 22: TL 基差水平相对适中



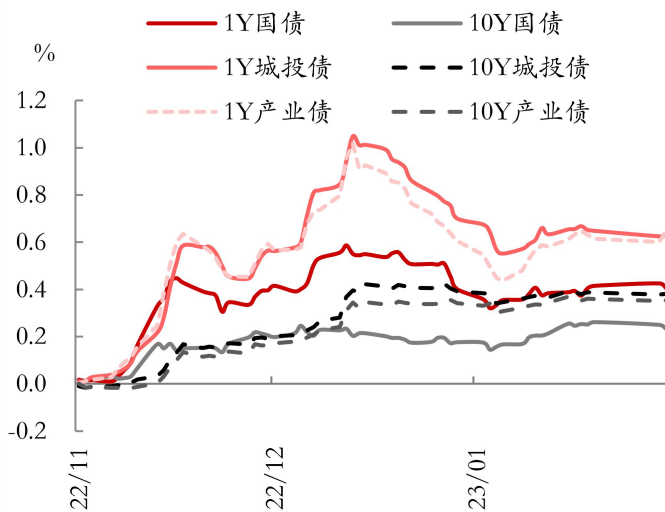
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 23: TS 基差水平相对适中



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 24: 22 年末, 信用债表现弱于利率债



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

国债期货对冲信用债的效果不佳。8月中旬至今，信用债利率已经累计上行约20-30BP，但国债期货整体震荡略上涨。赎回行情中，信用债表现往往比利率债更差，尤其是部分情况下，信用债和利率债会呈现涨跌互现的格局，此时用国债期货来对冲信用债风险，效果整体不佳。若后续赎回压力持续传导到利率债市场中，那么要对冲信用债利率上行，建议考虑增加做空国债期货的比例；若利率债已经企稳，那么只能选择卖出信用债来规避风险，甚至极端情况下可以考虑做多国债期货来进行对冲。

5、总结

建议关注以下策略：

- 1) 单边策略：建议关注回调买入策略。期货多头替代效果一般；震荡市中，交易盘以波段思路对待。
- 2) 跨品种策略：月末资金面波动加大，建议待曲线走平、赔率提升后关注做阔4TS-T、1.5TF-T价差等策略。建议关注做阔TL2412-3T2412合约价差的策略。
- 3) 期现策略：建议关注T2409、TL2409、T2412等合约上的正套机会。近几个交易日基差以压缩为主，但继续压缩的空间非常有限，若出现超预期风险事件，基差将以震荡走阔为主。
- 4) 套保策略：若比较担忧赎回烈度及政策风险，建议关注空头套保策略，关注T2412合约的套保机会。但当前用国债期货为信用债套保的效果不佳。

6、风险提示

人民币汇率超预期贬值，输入性通胀压力上升。

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