

近期移仓进度为何偏慢？

报告要点

移仓阶段部分资金在 2609 合约上增仓，移仓进度整体偏慢。其中，多头或是政治局会议前后博弈宽货币预期、以及对冲基本面下行有关；空头则可能与近期 IRR 呈现上行部分资金基于正套思路入场有关。

摘要

周度关注：1) 截至 8/14，T、TF、TS、TL2609 移仓进度分别达到 26.52%、25.68%、18.78%、29.68%，上周四品种移仓进度虽均有所加快。但移仓进度整体仍偏慢。2) 从季月合约持仓量来看，移仓前和移仓初期均有部分资金在各期限 2609 合约上出现阶段性增仓行为，移仓进度整体偏慢。且近期 20 大多头持仓占比持续回落，可能表明部分新进资金也有所入场。3) 从临近移仓期 2609 增仓背后逻辑看，多头或与政治局会议前后博弈宽货币预期升温、以及对冲基本面下行有关；空头则可能与近期债市情绪回暖，IRR 呈现上行，导致部分资金基于正套思路入场有关。4) 后续来看，随着移仓进入中后期，长端多头移仓进度可能加快，从而带动跨期价差可能有所下行；另外，随着移仓节奏的显著加快，也需警惕跨期价差波动可能加大的风险。

市场观点：上周国债期货继续上涨。一方面，7 天逆回购操作规模虽再现 0 亿，但资金面维持宽松；另一方面，财政存量政策未见明显加速，部分多头基于对冲基本面下行及博弈宽货币预期而增仓动力有所增强；另外，债市情绪回暖，带动 IRR 阶段性上行，正套策略入场动力增强。上周国债期货总持仓量均有所上升。同时上周长端相较于其他期限表现相对偏强，曲线有所走平。后续来看，当前长端利率下行至低位，债市多头趋势行情能否延续仍需关注央行降准降息能否落地。同时，近期 7 天逆回购操作规模再现 0 亿、6M 买断式逆回购净投放 0 亿、税期增加隔夜逆回购操作，央行资金面信号暂不明朗，后续也需关注资金面能否延续偏松。策略方面，当前 T、TF 主力合约 IRR 整体偏高，仍可关注长端正套机会。

操作建议：趋势策略：震荡。基差策略：关注 CTD 正套机会。曲线策略：曲线套利空间或不大。跨期移仓：跨期价差或再度呈现一定下行动力；多头或可适当加快移仓步伐，而空头或可把握跨期价差快速走低后的机会。

中期展望：震荡偏弱。Q3 存量政策或加快落地，地方债发行提速、信贷边际改善，央行持续维持资金面中性偏松，债市预计震荡偏弱。

风险因子：基本面表现好于预期；供给超预期；货币政策不及预期



扫描二维码 获取更多投研资讯

固定收益组：

研究员：

程小庆

chengxiaqing@citicsf.com

从业资格号 F3083989

投资咨询号 Z0018635

甘青

ganqing@citicsf.com

从业资格号 F03124127

投资咨询号 Z0023461

风险提示：本报告中发布的观点和信息存在分析可能不够全面的局限性，仅供参考。本公司及本公司有关的任何个人，均不会承担因阅读和使用本报告所造成的任何损失及产生的法律责任。您应自主决策并独立承担交易风险。研究报告的版权为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或者引用。市场有风险，投资需谨慎。

目录

一、 周度关注：近期移仓进度为何偏慢？	4
二、 拥挤度与大小单多空：大小单强弱指标指向多头情绪走强	9
三、 成交持仓：总持仓持续上升	11
四、 IRR：继续关注正套机会	13
五、 基差交易：短期基差可能延续震荡走势	14
六、 跨期移仓：跨期价差或再度呈现一定下行动力	16
七、 跨品种价差：曲线可能偏震荡	18
八、 套保成本跟踪	20

图表目录

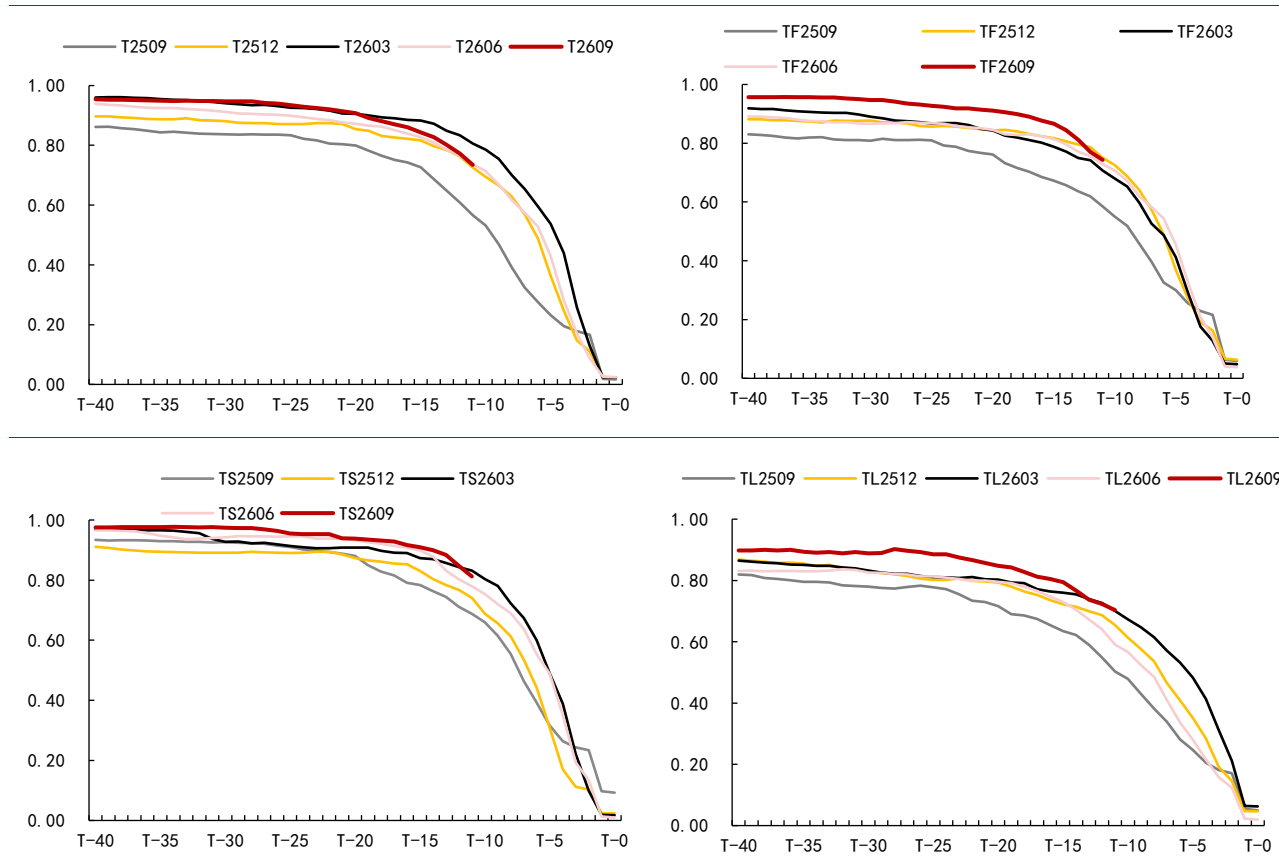
图表 1： 2609 合约移仓进度	4
图表 2： 当季合约与次季合约持仓量（手）	4
图表 3： TL2609 前二十大多头/空头持仓占比（%）	5
图表 4： 某席位在 7 月底和上周明显在 TL2609 合约上增加多头持仓	6
图表 5： 某席位自 8 月以来明显在 TF2609 合约上增加多头持仓	6
图表 6： 7 月制造业 PMI 下行幅度超季节性	6
图表 7： 政治局会议后新增专项债暂未明显提速	6
图表 8： 盘中可能出现阶段性正套机会，带动正套策略入场动力增强（%）	7
图表 9： 移仓期间部分席位基于正套思路在 2609 合约上增仓（元，手）	7
图表 10： 近月合约持仓量仍较高，后续移仓进度可能加快，关注跨期价差波动（手）	8
图表 11： 成交持仓比拥挤度	9
图表 12： 对冲压力比拥挤度	9
图表 13： 大小单多空强弱	9
图表 14： 前 20 大多头/空头持仓占比	9
图表 15： 多空拥挤度与市场表现	10
图表 16： 2609 合约成交量和持仓量（手）	11
图表 17： 2609 合约前 5 大席位净持仓（手）	11

图表 18: 国债期货所有合约总成交量（手）	12
图表 19: 国债期货所有合约总持仓量（手）	12
图表 20: 国债期货所有合约总成交/总持仓	12
图表 21: 2609 合约 CTD IRR 与存单收益率（%）	13
图表 22: 2609 合约活跃券 IRR（%）	13
图表 23: 2609 合约历史 CTD 基差（元）	14
图表 24: 2609 合约历史 CTD 净基差（元）	15
图表 25: 2609 合约活跃券基差（元）	15
图表 26: 跨期价差（当季一次季，元）	16
图表 27: 2609 合约移仓进度（手）	17
图表 28: 主力合约跨品种价差与期限利差（元，BP）	18
图表 29: 国债到期收益率曲线（中债），%	19
图表 30: 10 年期国债期货空头套保成本跟踪（元）	20
图表 31: 5 年期国债期货空头套保成本跟踪（元）	20
图表 32: 2 年期国债期货空头套保成本跟踪（元）	20
图表 33: 30 年期国债期货空头套保成本跟踪（元）	20

一、周度关注：近期移仓进度为何偏慢？

上周 2609 合约移仓进度有所加快，但相较于前期季月合约的移仓进度而言整体仍偏慢。截至 8 月 14 日，T、TF、TS、TL2609 合约移仓进度分别达到 26.52%、25.68%、18.78%、29.68%，环比来看，上周四个品种移仓进度均有所加快。但与过去 4 个季月合约相比，TF、TS、TL 移仓进度整体仍偏慢。近期移仓节奏为何偏慢？

图表1：2609 合约移仓进度

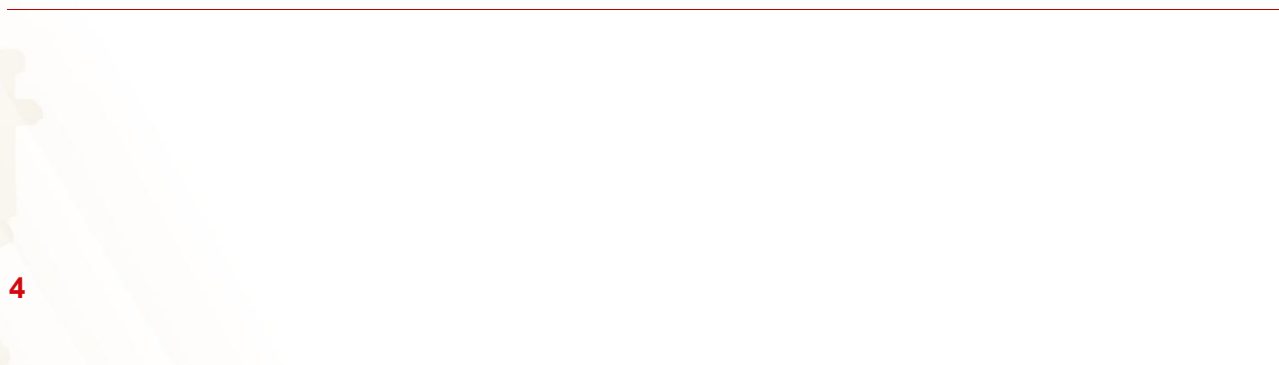


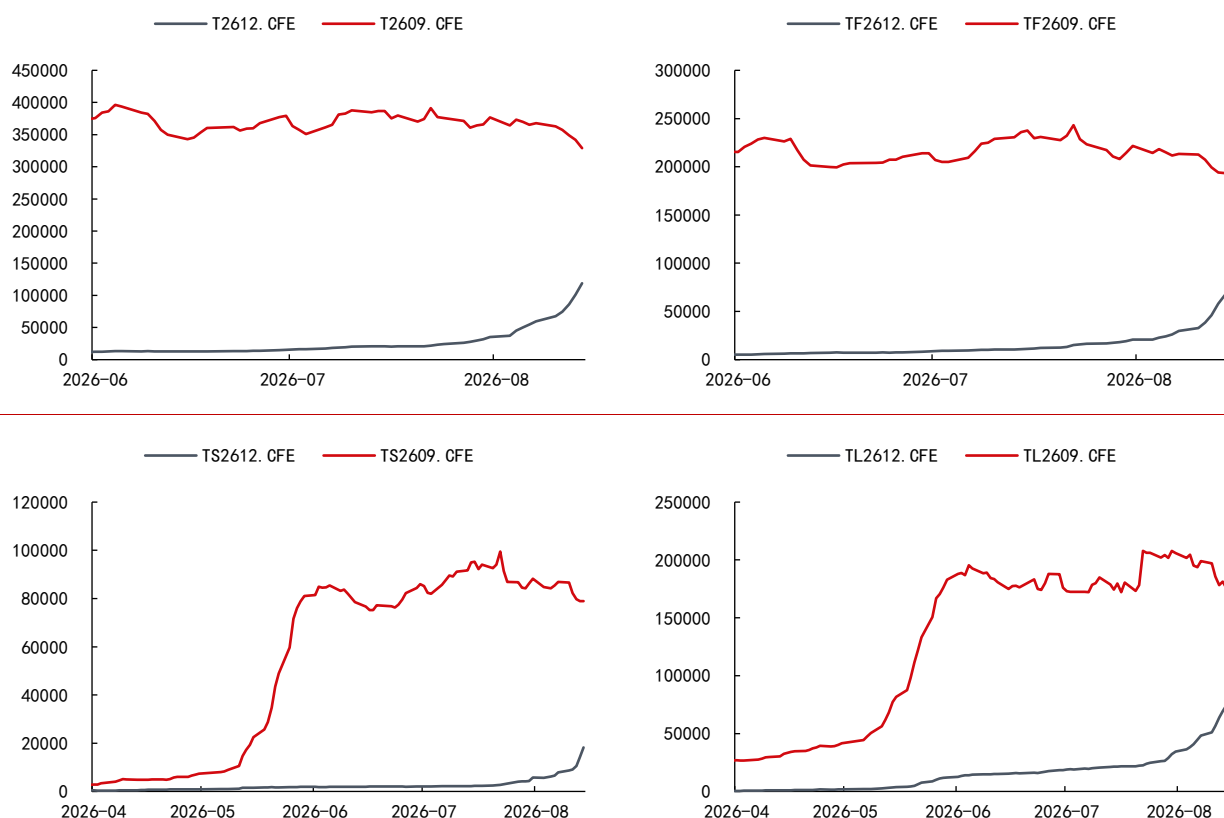
资料来源：Wind 中信期货研究所

（一）临近移仓前或移仓初期，部分资金在当季合约上仍有阶段性增仓

临近移仓前或移仓初期当季合约上仍有增仓，导致 2609 合约移仓进度整体偏慢。2609 合约在临近移仓前以及移仓换月初期，各期限当季合约的持仓量均出现阶段性上升，表明部分资金在临近移仓前或移仓初期增仓当季合约。例如 8 月初，在资金面偏松、宽货币预期持续影响下债市情绪有所回暖，T、TF、TL2609 合约持仓量均有所上升，其中 8 月 4 日、8 月 7 日 TL2609 合约持仓量分别上升约 2674 手、5381 手。

图表2：当季合约与次季合约持仓量（手）

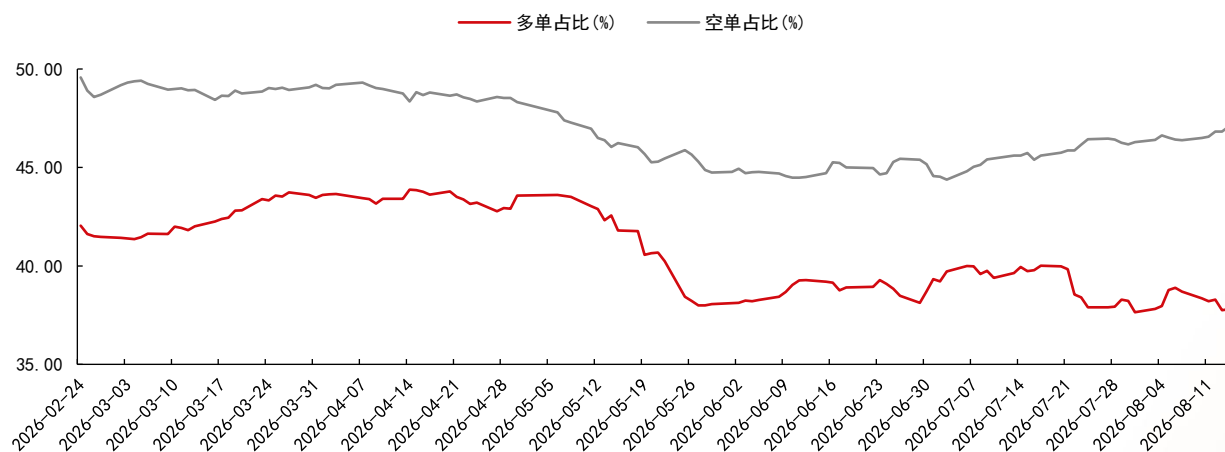




资料来源：Wind 中信期货研究所

多头增仓可能与部分资金对冲基本面下行或博弈宽货币预期有关，空头增仓可能与正套策略有关。在临近移仓前以及移仓换月初期，部分资金仍倾向于在当季合约上增仓。背后逻辑在于：部分新进资金基于基本面或博弈宽货币预期而在当季合约上增持多头持仓；空头增仓可能与正套策略有关。从前二十大持仓占比可以看出，8月以来 TL2609 合约前 20 大多头持仓占比下行、前 20 大空头持仓占比上行，也指向多头可能有部分新资金进场。

图表3：TL2609 前二十大多头/空头持仓占比（%）

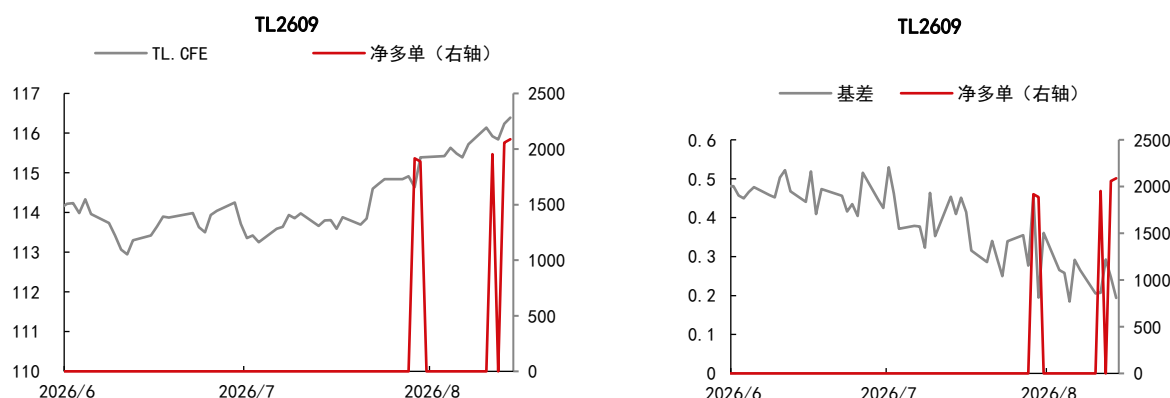


资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）多头因对冲基本面下行或博弈宽货币而在 2609 合约上入场动力增强

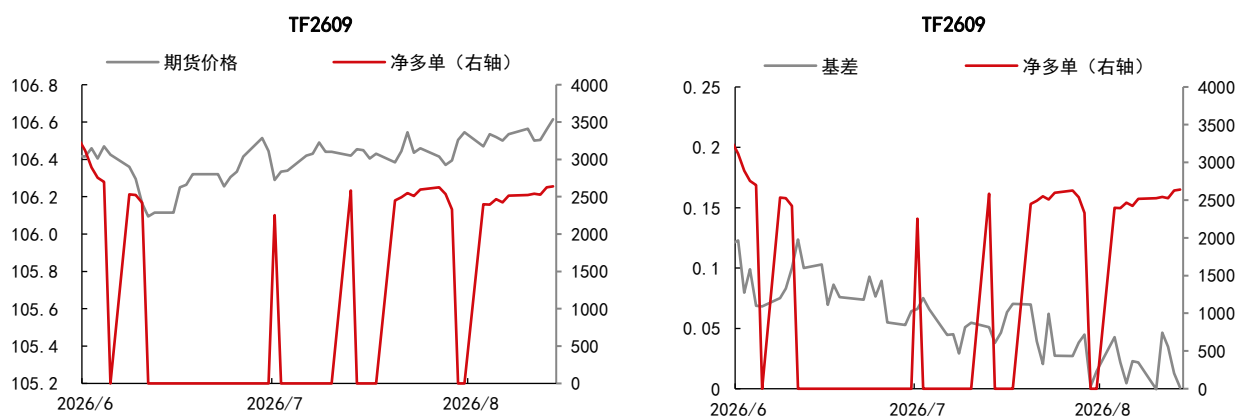
7 月下旬以来，部分多头在 TL2609 合约上增仓动力持续较强。从席位来看，某席位在政治局会议前和上周均出现阶段性明显多头增仓的行为，这类多头增仓出现在 TL2609 趋势性上涨行情当中，且与国债期货传统套利策略关系不大，其增仓动机可能是基本面对冲或博弈宽货币预期。与 TL 类似，中端品种 TF 上也有多头在上涨趋势中增仓，且 TF 增仓的时机与基差关系不大。

图表4：某席位在 7 月底和上周明显在 TL2609 合约上增加多头持仓



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：某席位自 8 月以来明显在 TF2609 合约上增加多头持仓

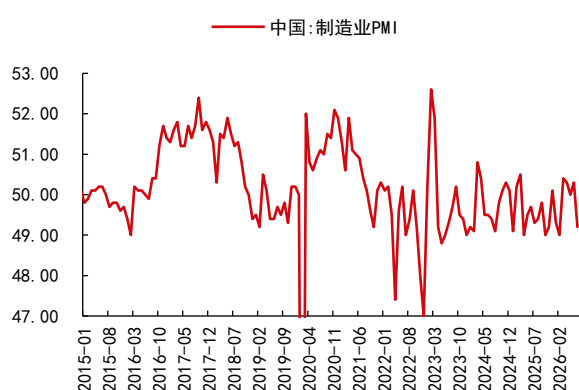


资料来源：Wind 中信期货研究所

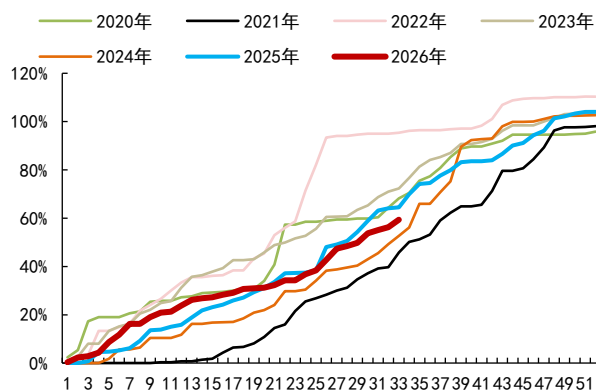
这一类多头增仓逻辑在于：一是，8 月以来公布的 7 月 PMI、通胀等数据表明基本面可能仍面临下行压力，而政治局会议后财政端存量政策加速落地迹象并不明显，地方新增专项债发行暂未提速，而从新增专项债发行到其转化为实物工作量可能仍需要一定时滞，短期基本面修复斜率可能偏慢。二是，政治局会议后，宏观政策基调边际转松，货币政策下阶段思路提及“综合运用并适时调整货币政策工具”，部分市场参与者宽货币预期有所升温。

图表6：7 月制造业 PMI 下行幅度超季节性

图表7：政治局会议后新增专项债暂未明显提速



资料来源：Wind 中信期货研究所

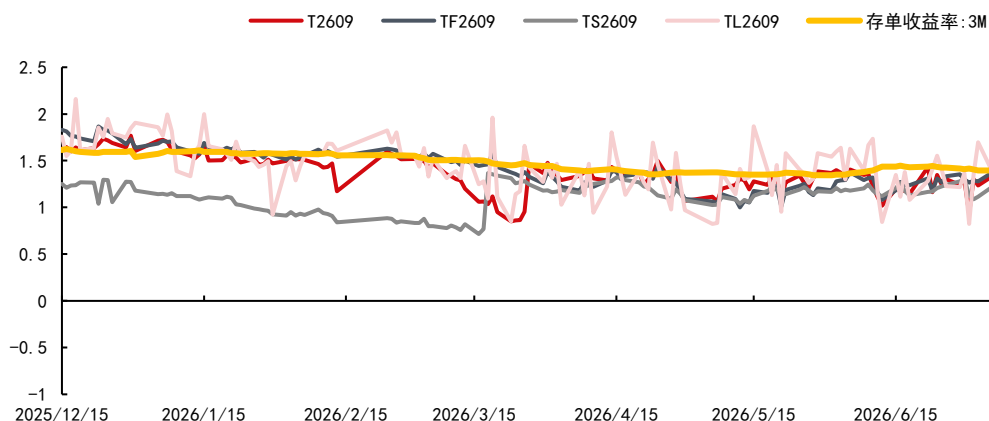


资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）空头则在正套策略带动下，在当季合约上增仓动力同样较强

7月中下旬以来，IRR有所上行，呈现一定正套机会。7月中下旬以来，内需延续偏弱，市场宽货币预期增强，债市情绪有所回暖，多头在期货端增仓动力有所增强。而期货端往往呈现领先现券上涨特征，使部分时段期货率先明显拉升，从而使得盘中可能出现阶段性正套机会，吸引正套策略入场，导致空头在当季合约上增仓动力同样较强。8月以来，多数期限品种主力合约IRR均有所上升。

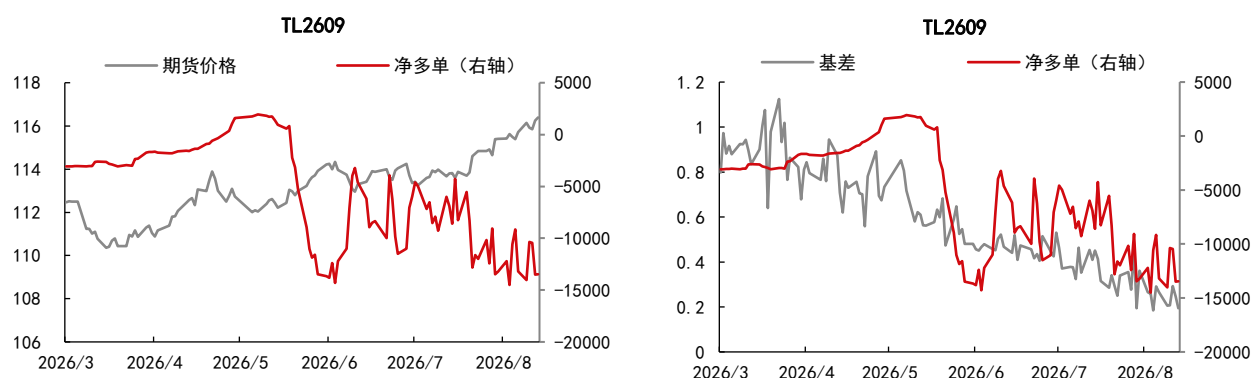
图表8：盘中可能出现阶段性正套机会，带动正套策略入场动力增强（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

移仓期间，部分席位或基于正套思路增持国债期货空头。从席位数据来看，部分席位在国债期货价格上涨过程中增持空头仓位，同时净空头持仓的变动与基差呈现同向变动，反映这类席位可能是基于正套思路增仓国债期货空头。

图表9：移仓期间部分席位基于正套思路在2609合约上增仓（元，手）



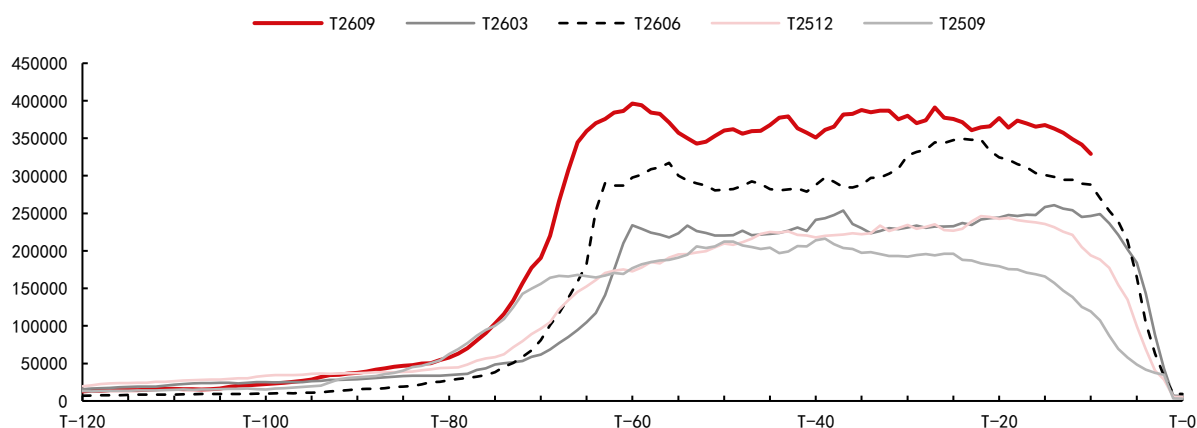
资料来源：Wind 中信期货研究所

整体来看，本轮移仓进度整体偏慢，可能由于临近移仓前或移仓初期部分资金在当季合约增仓动力仍偏强。其中，多头可能与部分资金对冲基本面下行或博弈宽货币预期有关；空头与正套策略入场有关。

（四）债市：后续移仓进度可能有所加快，长端跨期价差可能有所下行

综上所述，部分多、空资金在当季合约上均存在策略博弈，导致临近移仓及移仓初期当季合约持仓量仍出现阶段性上升，移仓进度整体偏慢。上周移仓进度已有所加快，但当季合约持仓量仍较高。我们此前在《2609 移仓展望：跨期价差或再度呈现一定下行动力》中指出，本轮移仓长端空头可能相对占优，后续随着移仓进入中后期，长端多头移仓进度可能加快，从而带动跨期价差可能有所下行；另外，后续随着移仓节奏的显著加快，也需警惕跨期价差波动可能加大的风险。

图表10：近月合约持仓量仍较高，后续移仓进度可能加快，关注跨期价差波动（手）

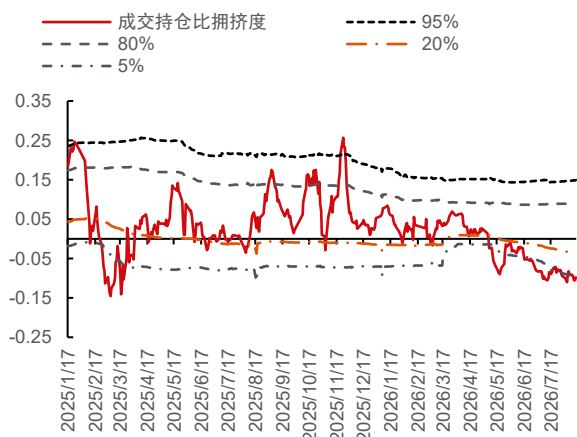


资料来源：Wind 中信期货研究所

二、拥挤度与大小单多空：大小单强弱指标指向多头情绪走强

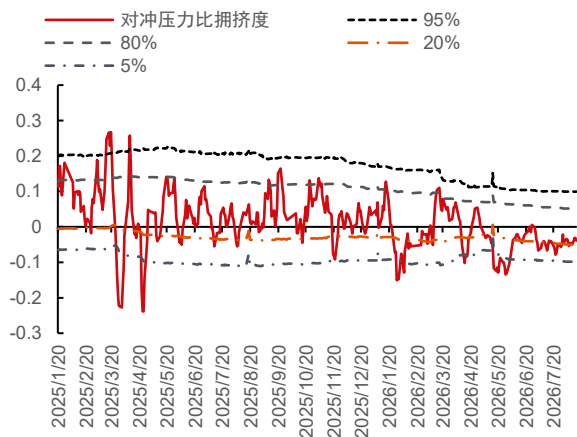
基于成交持仓比的多空拥挤度指标有所上升，位于 5% 水平，提示市场处于空头拥挤状态。大单强弱指标下行，小单强弱指标上行，提示小单指标有效性，表明市场多头情绪走强。移仓换月阶段，上述指标参考性或有所下降。

图表11：成交持仓比拥挤度



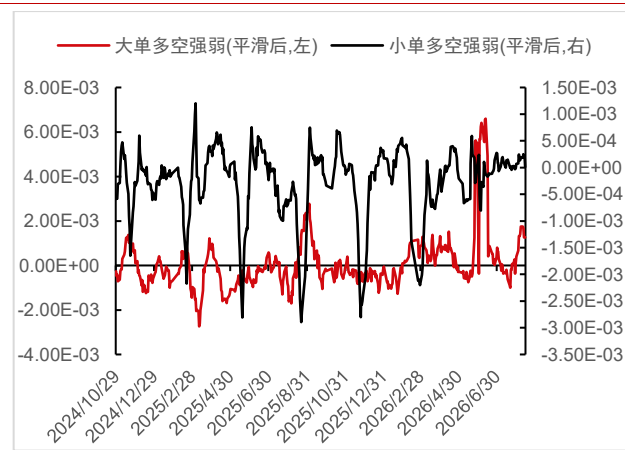
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表12：对冲压力比拥挤度



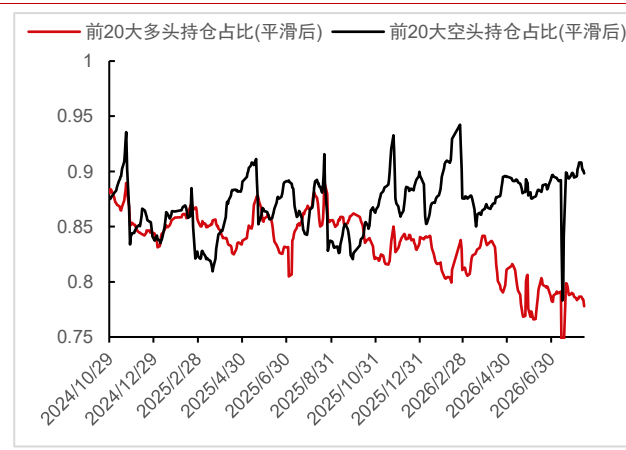
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表13：大小单多空强弱



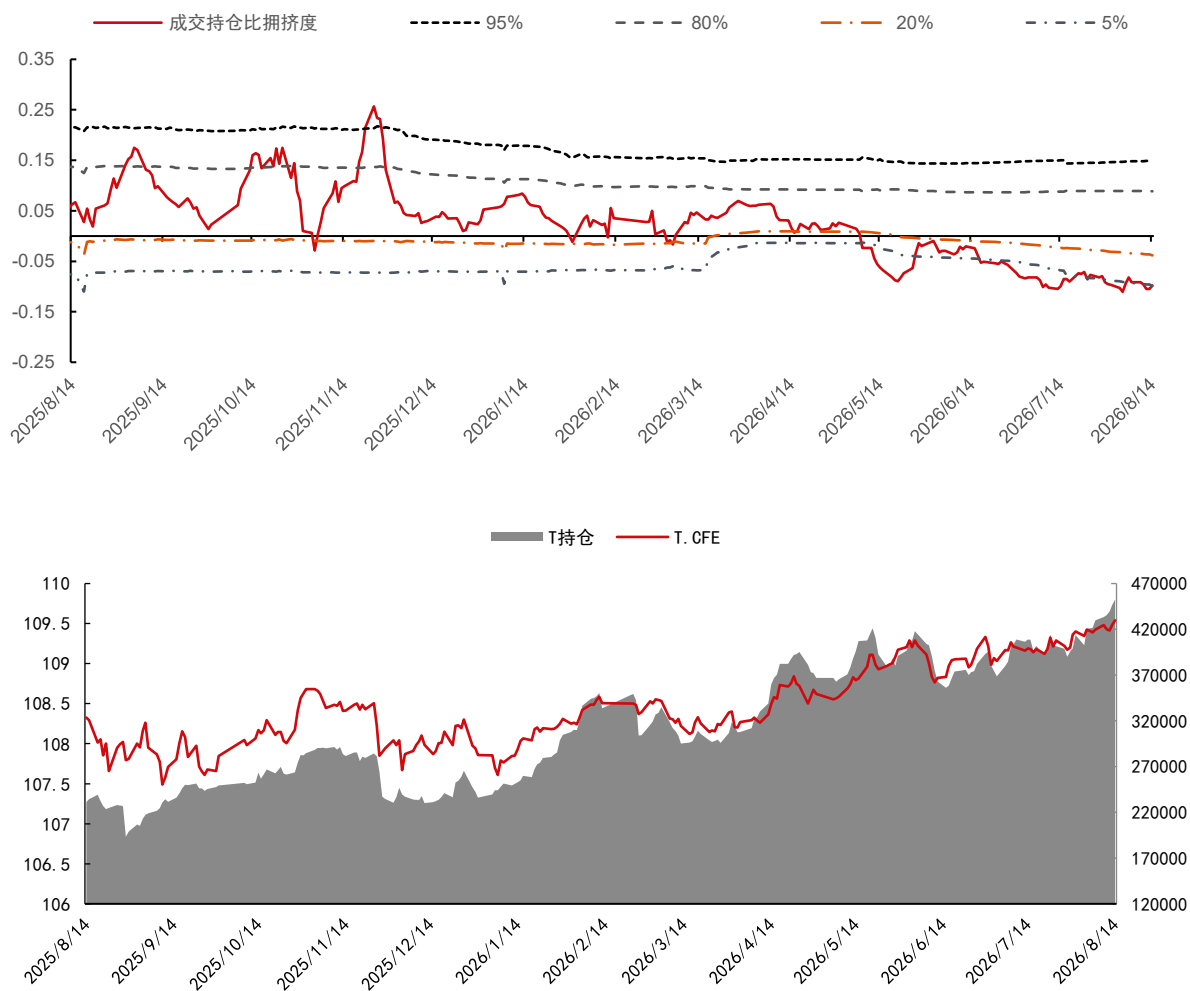
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表14：前 20 大多头/空头持仓占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表15：多空拥挤度与市场表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

三、成交持仓：总持仓持续上升

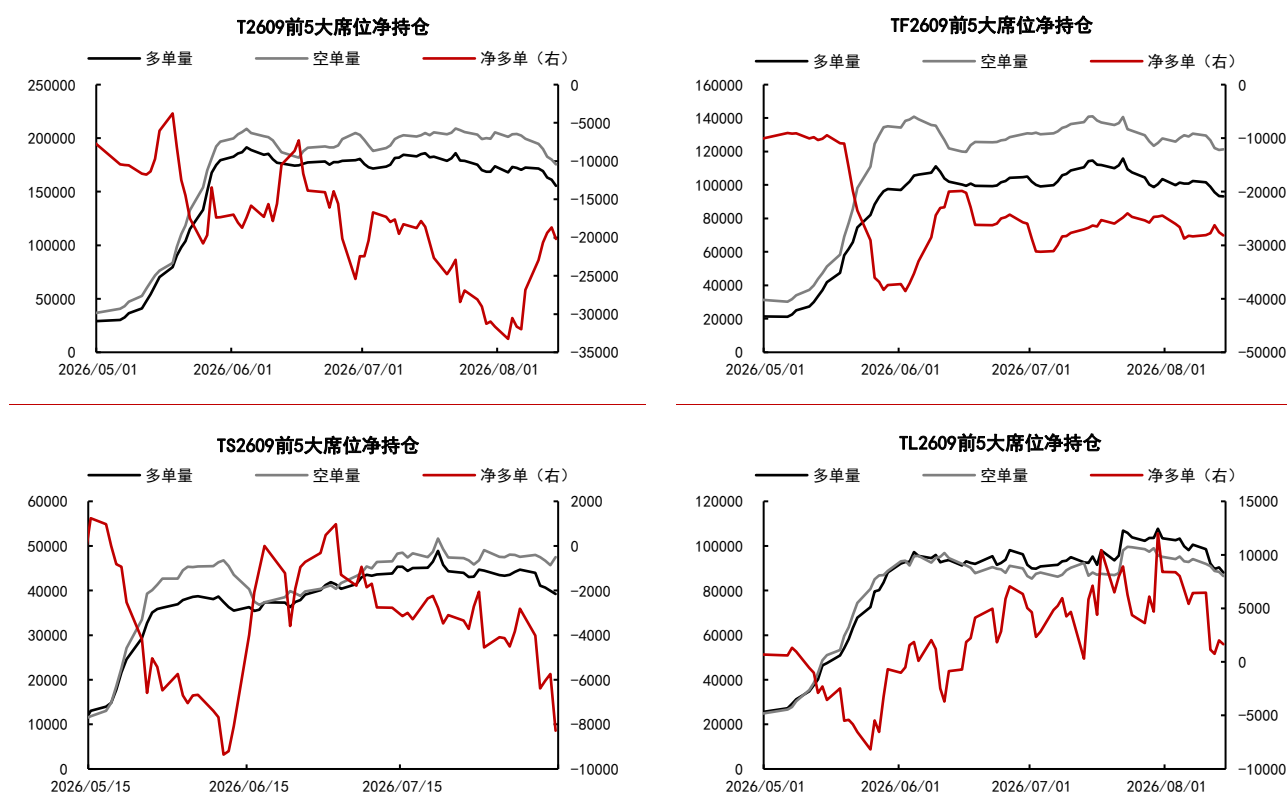
上周国债期货各品种总持仓量上升，其中 T、TF、TS、TL 总持仓量分别增加 2.27 万手、1.84 万手、0.26 万手、0.64 万手。上周，国债期货震荡上涨。周初，央行 7 天期逆回购操作规模再现 0 亿元，市场对资金面可能收紧的担忧上升，债市有所调整；但随后资金面并未明显收紧、央行公告将在 8 月税期增加隔夜逆回购操作，市场对资金面担忧有所缓解。另外，政治局会议前后，宽货币预期或有所持续，多头入场动力偏强；同时，周内也出现一定正套机会，空头增仓动力也有所增强，带动总持仓量呈现一定上升。

图表16：2609 合约成交量和持仓量（手）

合约	最新成交量	5D 变动	20D 变动	最新持仓量	5D 变动	20D 变动
T2609	97030	19506	15105	329068	-38506	-50875
TF2609	71903	15642	15358	193581	-19781	-37190
TS2609	37474	856	-4633	78876	-7971	-15153
TL2609	82340	-30248	-14167	175858	-23216	-4510

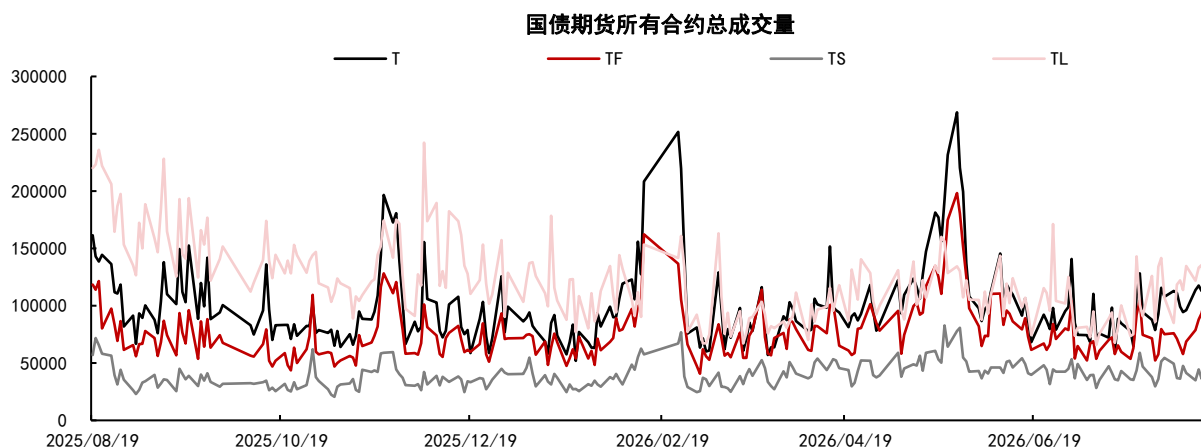
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表17：2609 合约前 5 大席位净持仓（手）



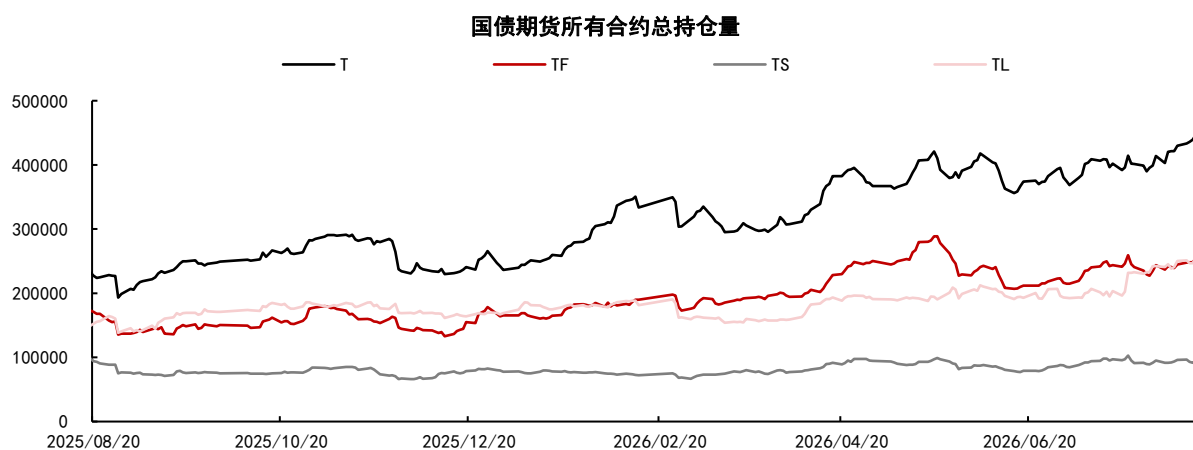
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18：国债期货所有合约总成交量（手）



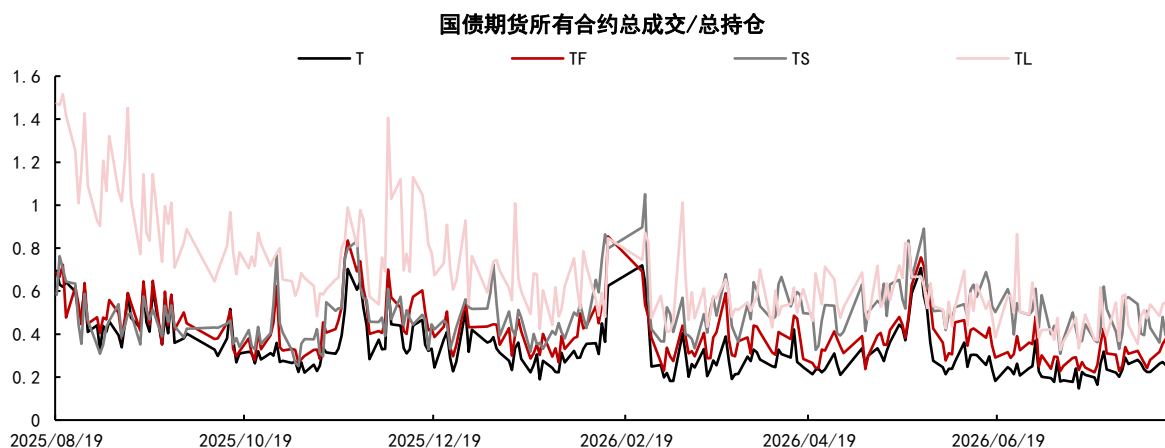
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表19：国债期货所有合约总持仓量（手）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表20：国债期货所有合约总成交/总持仓



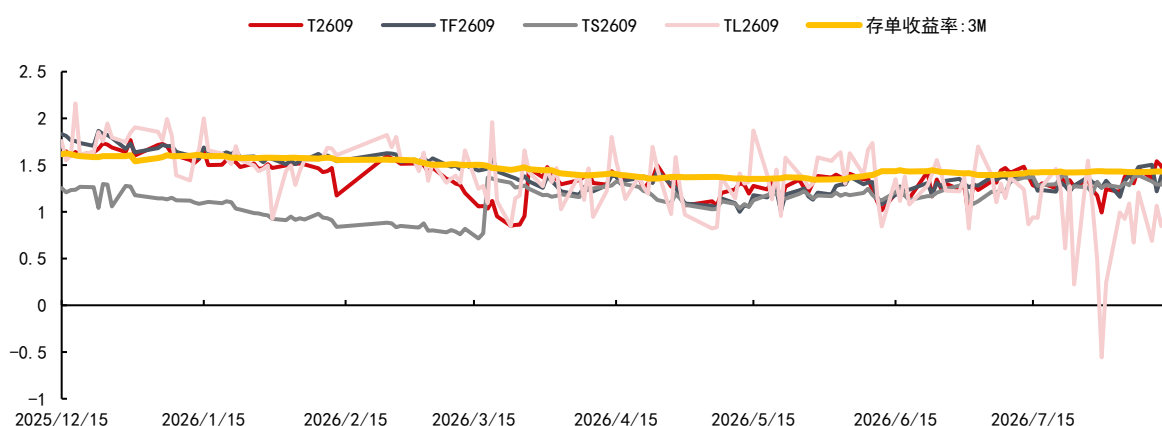
资料来源：Wind 中信期货研究所

四、IRR：继续关注正套机会

上周，T、TF、TS 和 TL 主力合约 CTD IRR 分别为 1.5689%、1.5371%、1.4035%、0.8209%。

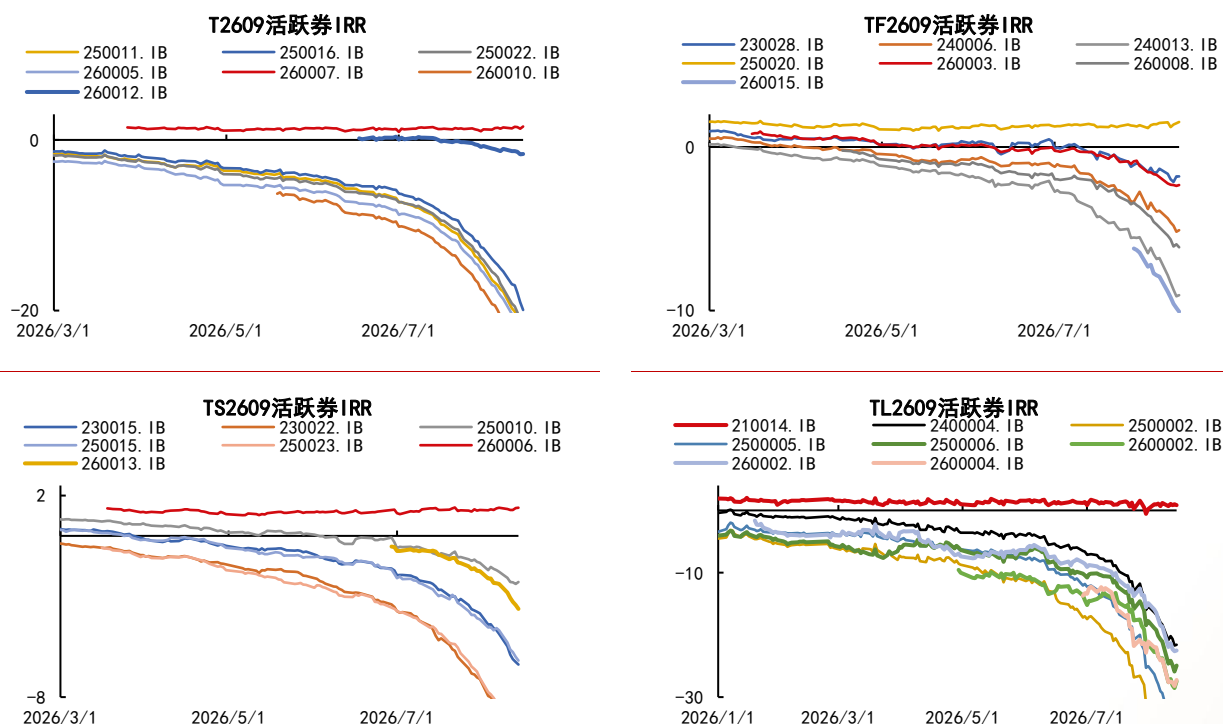
上周，国债期货各品种主力合约 IRR 多数上行。上周债市情绪延续偏暖，一方面，资金面延续宽松态势，叠加央行公告将在 8 月中增加隔夜逆回购操作，市场对资金面收紧担忧缓解，且全周来看资金面延续偏松，债市情绪延续偏暖。另一方面，基于基本面对冲或博弈宽货币预期的资金在国债期货上做多情绪整体仍较强。整体来看，期货端表现优于现券，带动 IRR 多数呈现上行。后续来看，当前 T、TF 上 IRR 仍阶段性偏高，建议继续关注 CTD 正套策略。

图表21：2609 合约 CTD IRR 与存单收益率（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表22：2609 合约活跃券 IRR（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

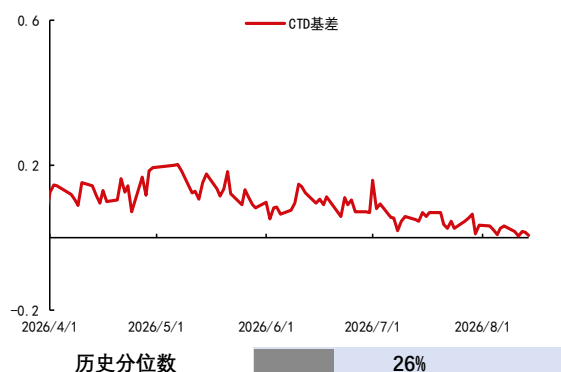
五、基差交易：短期基差可能延续震荡走势

上周，T、TF、TS 和 TL 主力合约基差分别为 0.0058 元、0.0007 元、-0.0146 元和 0.1943 元。

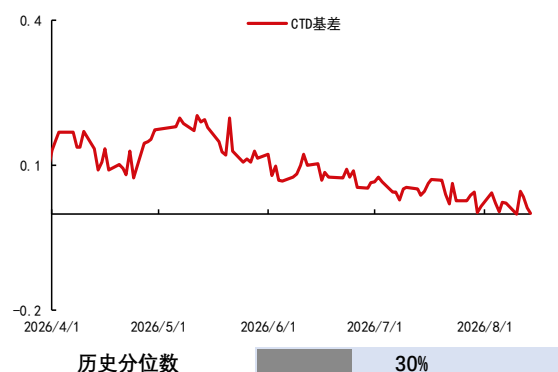
上周，国债期货各品种主力合约 CTD 基差多数下行。上周地方债发行仍未提速、央行增加隔夜逆回购操作频率，资金面维持偏松；同时，基本面对冲或博弈宽货币预期的多头入场动力仍较强；多头入场动力偏强，且多数期货端表现优于现券，基差下行。后续来看，目前 T、TF、TS2609 合约基差已回落至接近 0 附近，若短期降准降息未落地、而资金面维持不变，则债市可能延续窄幅震荡走势，对应基差表现可能也较为震荡；另外，临近交割月前，TL2609 合约基差偏高，后续可能呈现一定下行。

图表23：2609 合约历史 CTD 基差（元）

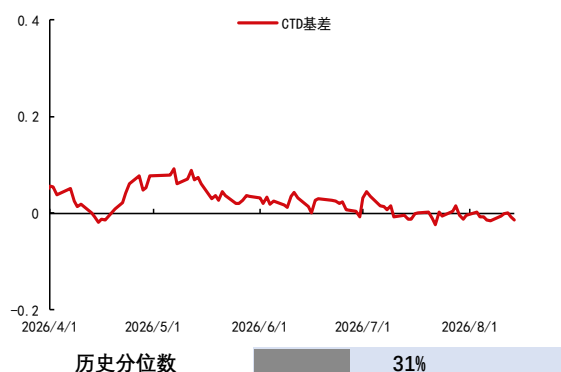
T2609		基差	一周涨跌
CTD	260007.IB	0.0058	▼ -0.0268
长久期券	260010.IB	2.4875	▲ 0.0405
短久期券	260007.IB	0.0058	▼ -0.0268



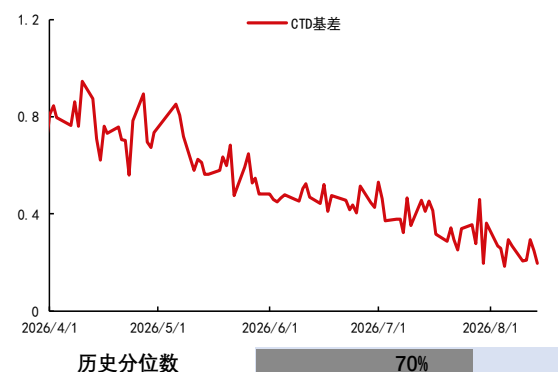
TF2609		基差	一周涨跌
CTD	250020.IB	0.0007	▼ -0.0210



TS2609		基差	一周涨跌
CTD	260006.IB	-0.0146	▲ 0.0010

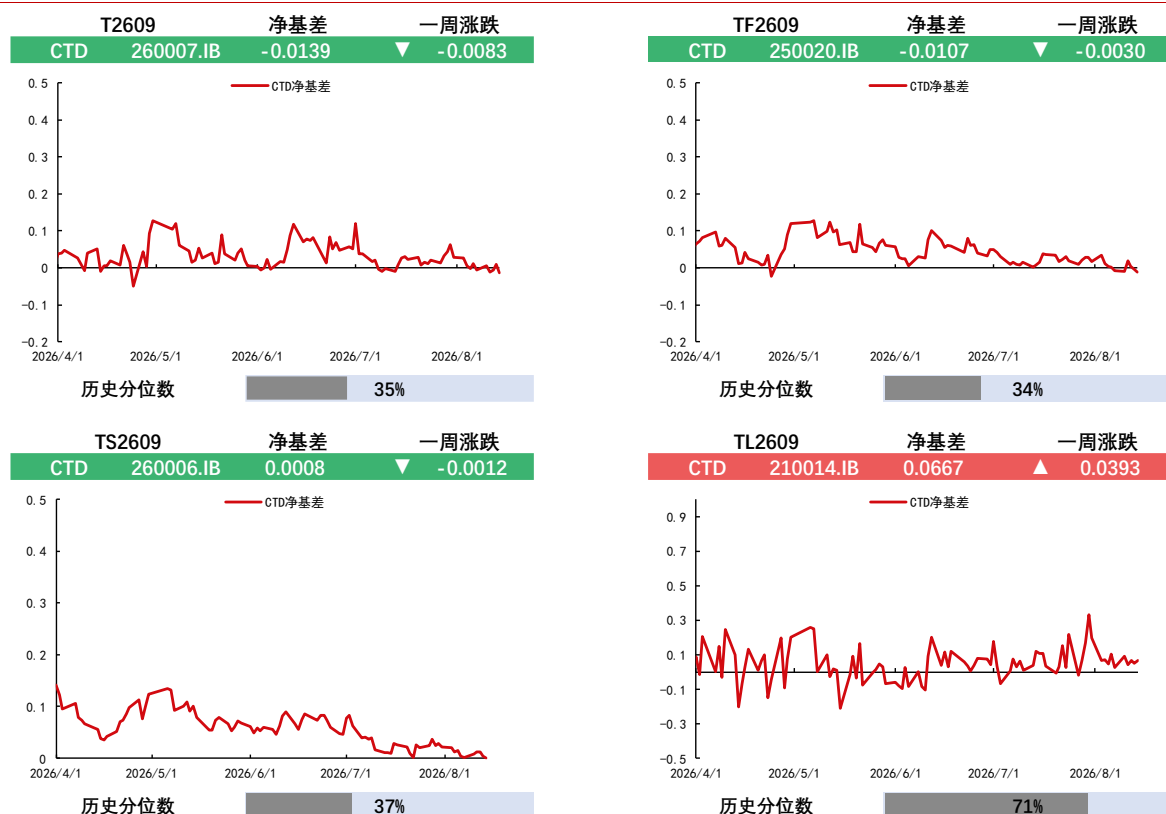


TL2609		基差	一周涨跌
CTD	210014.IB	0.1943	▼ -0.0713



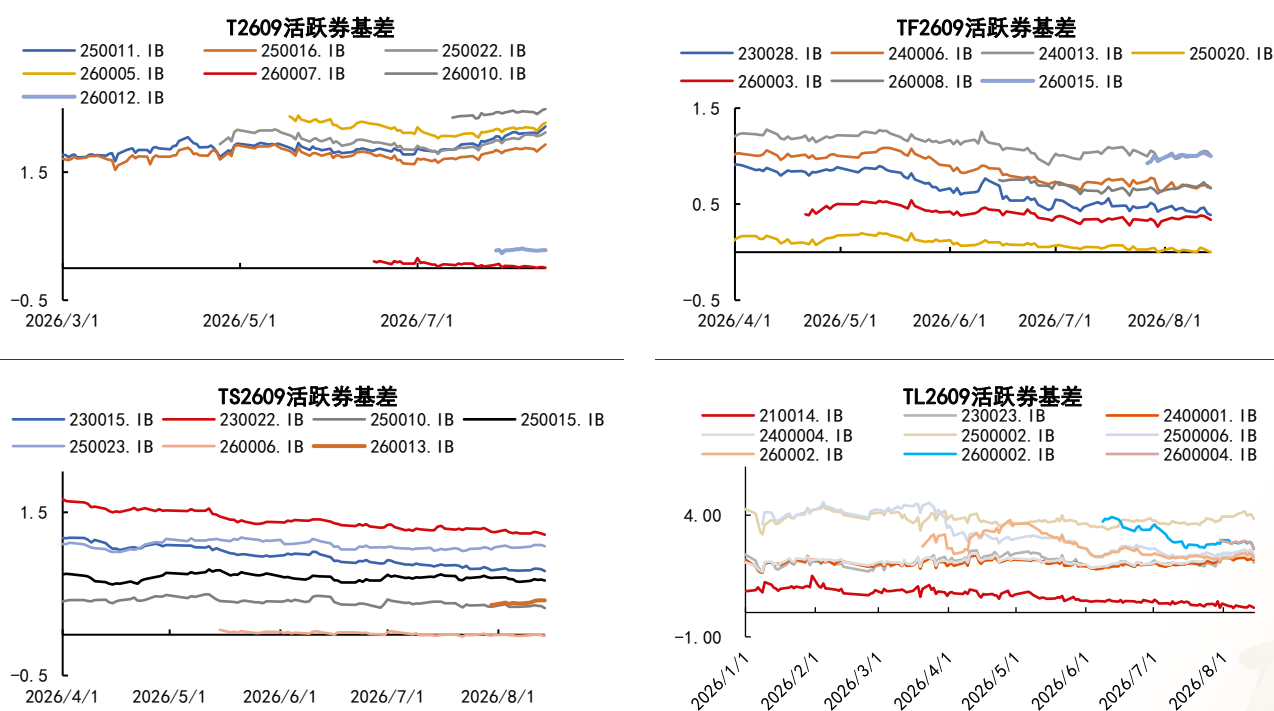
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表24：2609 合约历史 CTD 净基差（元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表25：2609 合约活跃券基差（元）



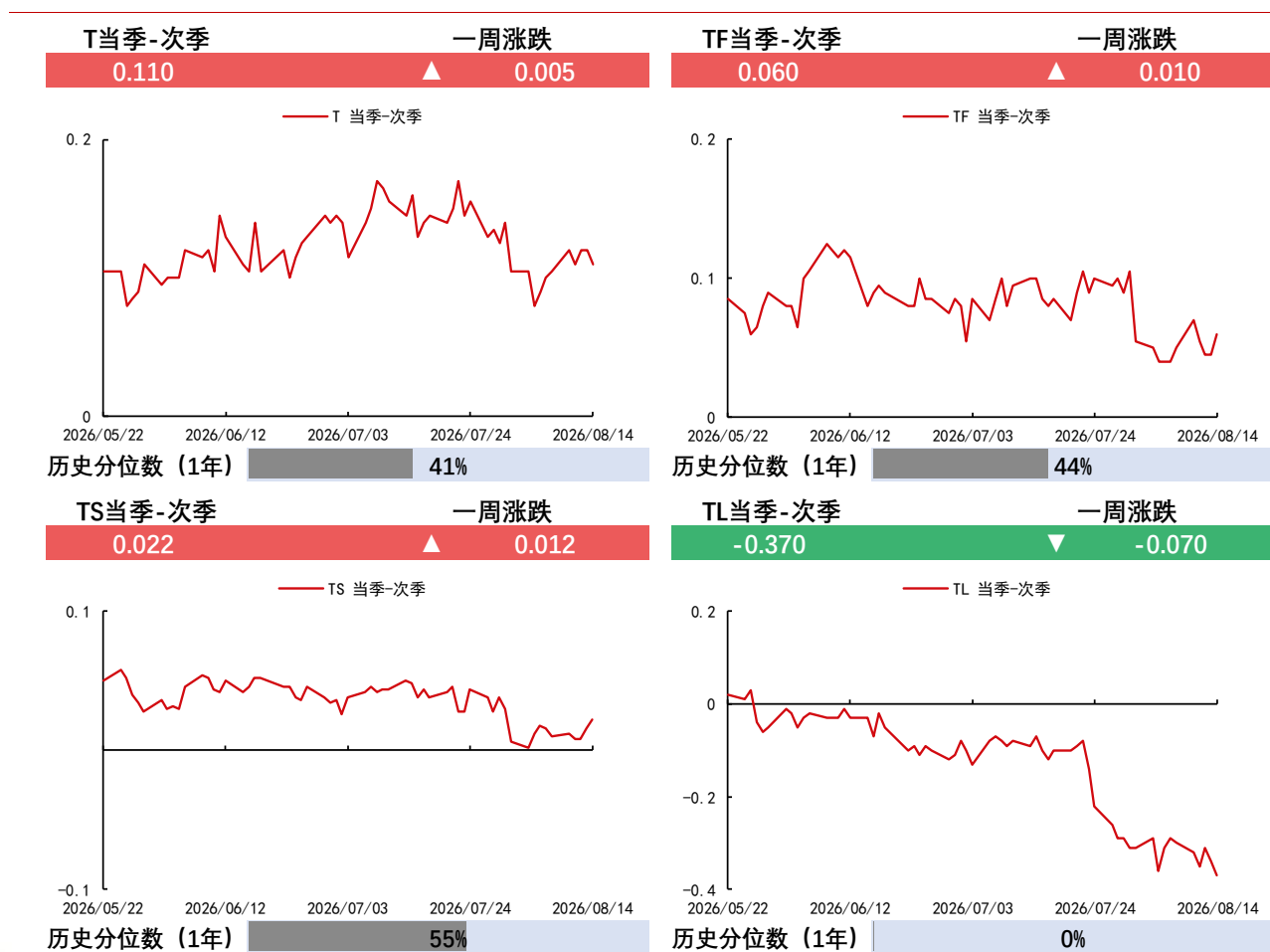
资料来源：Wind 中信期货研究所

六、跨期移仓：跨期价差或再度呈现一定下行动力

上周跨期价差多数上行，不过 TL 跨期价差呈现明显下行。上周 T、TF、TS 和 TL 跨期价差分别为 0.110、0.060 元、0.022 元和 -0.370 元，一周分别变化 0.005 元、0.010 元、0.012 元和 -0.070 元。从趋势上看，上周移仓节奏整体有所加快，TL 上多头移仓节奏或有所加快，带动 TL 跨期价差有所下行。

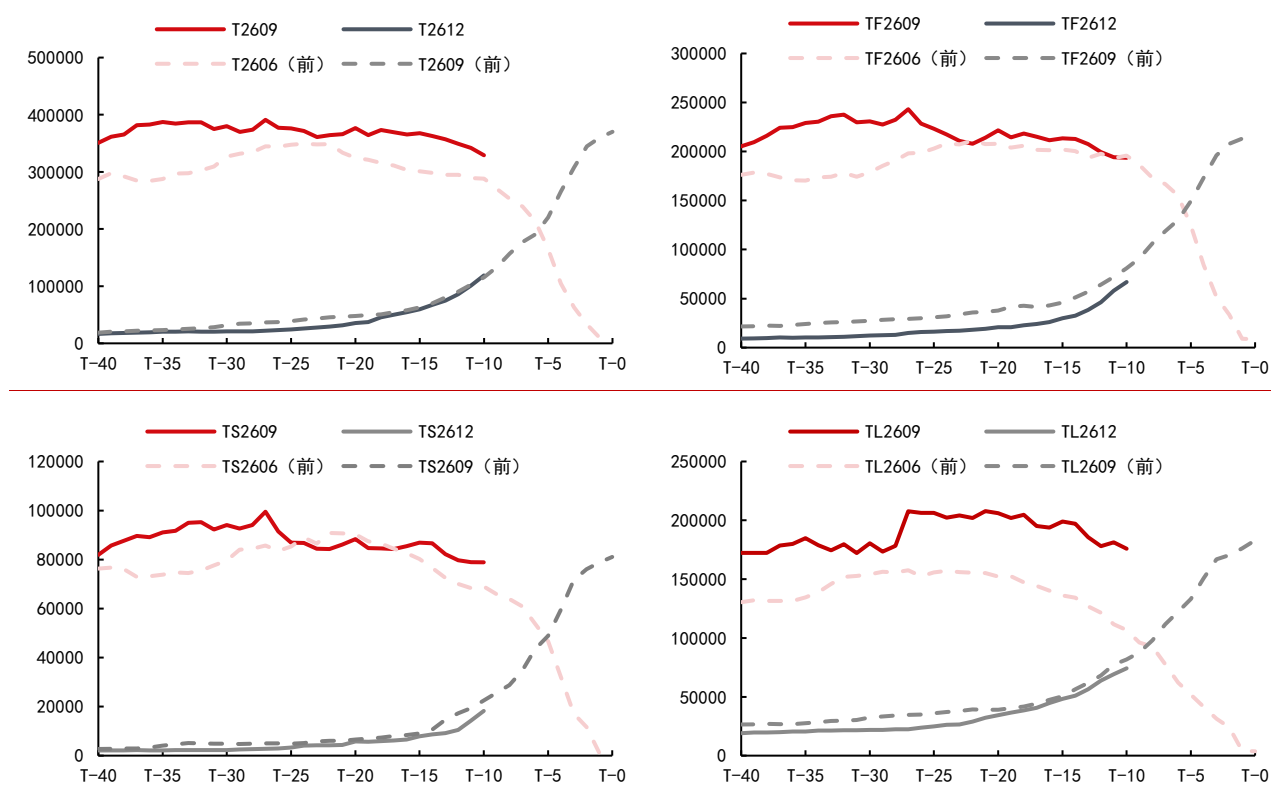
本轮跨期价差或再度呈现一定下行动力，尤其是长端品种。受正套策略等影响，长端多空移仓矛盾或相对突出，空头整体略占优，而短端多空或相对均衡。另外 CTD 因素可能也偏向下行带动。移仓方面，多头或可适当加快移仓步伐，而空头或也可把握跨期价差快速走低后的机会加速移仓。高持仓背景下，多空均需关注移仓窗口期。跨期价差方面，T、TF、TS、TL（当季-次季）或在 0 至 0.20 元、-0.05 至 0.15 元、-0.05 至 0.05 元、-0.40 至 -0.10 元附近。另外也需关注市场情绪因素的影响。详见移仓展望报告《【中信期货固定收益(国债)】2609 移仓展望：跨期价差或再度呈现一定下行动力-专题报告 20260731》。

图表26：跨期价差（当季-次季，元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表27：2609 合约移仓进度（手）



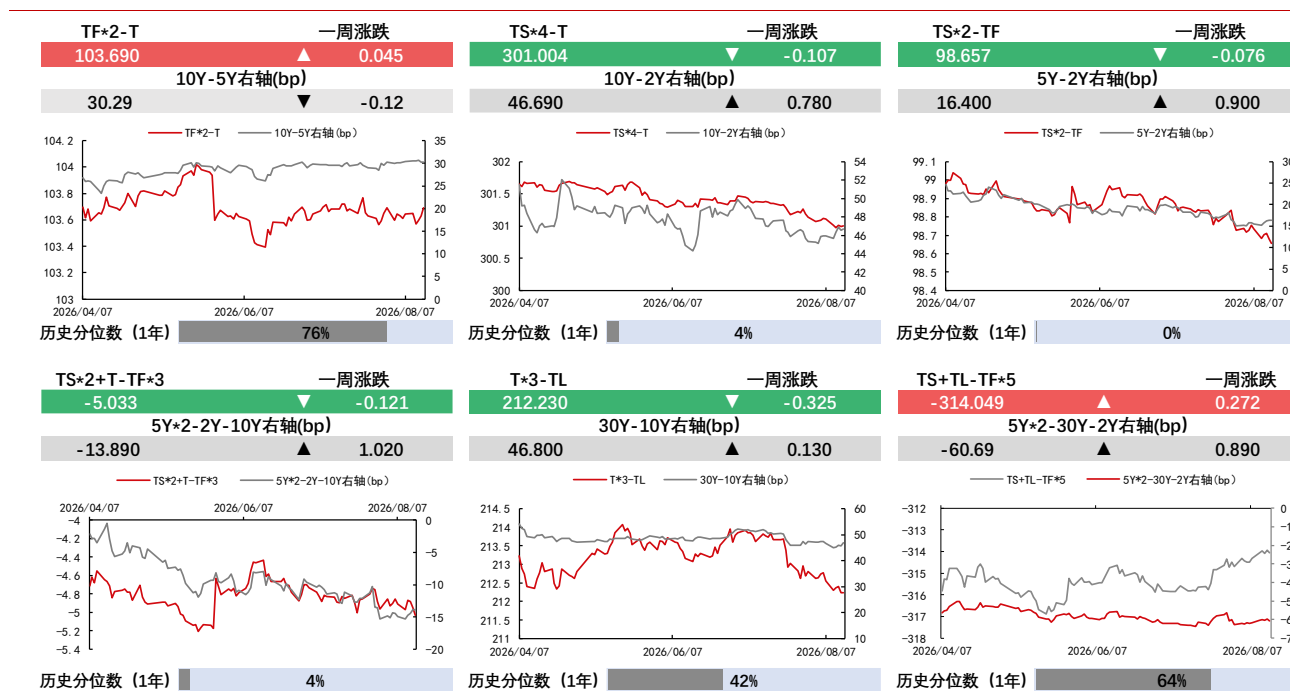
资料来源：Wind 中信期货研究所

七、跨品种价差：曲线可能偏震荡

上周，TF*2-T、TS*4-T、TS*2-TF、T*3-TL 价差分别变化 0.045 元、-0.107 元、-0.076 元、-0.325 元，蝶式策略 TS*2+T-TF*3 和 TS+TL-TF*5 价差变化-0.121 元和 0.272 元。

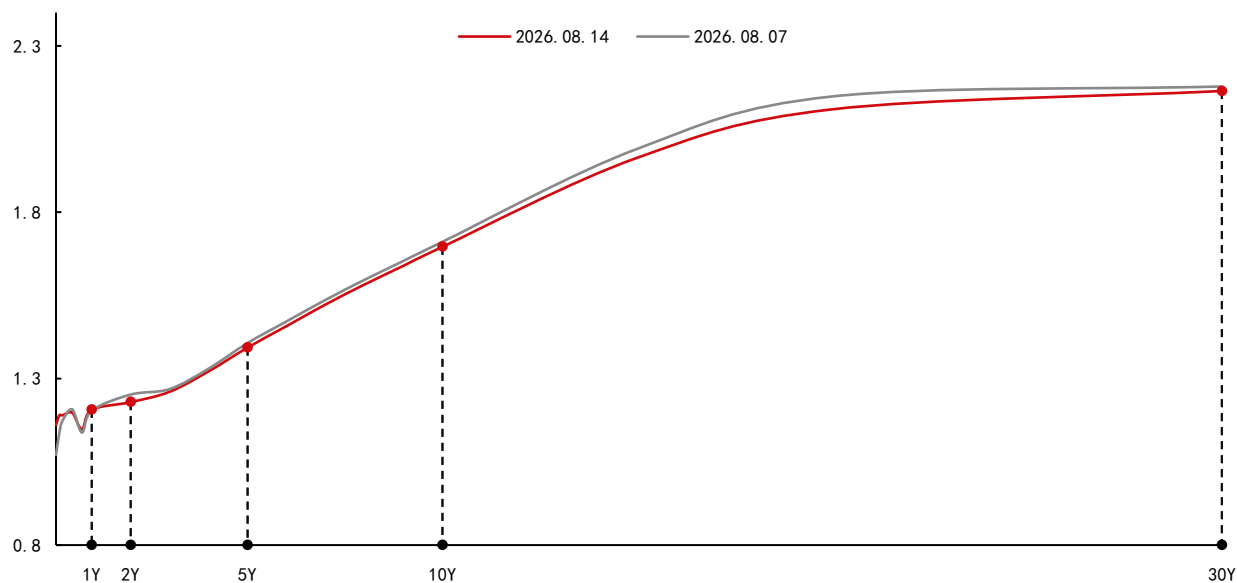
上周曲线延续走平。一方面央行 7 天逆回购操作重现 0 亿，但资金面暂未明显收紧；另一方面基于基本面对冲或博弈宽货币预期的多头在期货端增仓动力整体较强，带动长端现券情绪偏暖，而 7 月新增信贷为负，进一步支撑长端做多势头；另外，政治局会议以来，地方债发行暂未出现明显提速迹象，长端供给压力或暂未显现。后续来看，长端表现需继续关注资金面能否持续转松以及降准降息能否兑现。央行 6 个月期买断式逆回购等量续作、增加隔夜逆回购操作意味着央行对流动性的管控更强，需关注资金面能否持续转松；同时也需关注降准降息能否落地以及资金面能否持续转松。当前，30Y-10Y 利差已回落至 46.8BP，若降准降息未落地、或资金面未持续转松，30Y-10Y 期限利差进一步压缩空间可能有限，短期曲线整体或偏震荡。

图表28：主力合约跨品种价差与期限利差（元，BP）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表29：国债到期收益率曲线（中债），%



资料来源：Wind 中信期货研究所

八、套保成本跟踪

图表30：10年期国债期货空头套保成本跟踪（元）

	基差（CTD）	最新跨期价差	最近三次移仓期跨期价差均值	总成本	成本率	5D 变动
T2609	0.0058	0.1100	0.1243	0.3643	0.36%	-0.02%
T2612	0.0668	0.0850	0.1243	0.2761	0.28%	0.00%
T2703	1.0388		0.1243	1.1631	1.16%	0.02%

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表31：5年期国债期货空头套保成本跟踪（元）

	基差（CTD）	最新跨期价差	最近三次移仓期跨期价差均值	总成本	成本率	5D 变动
TF2609	0.0007	0.0600	0.0637	0.1882	0.19%	-0.01%
TF2612	0.0529	0.0650	0.0637	0.1817	0.18%	0.00%
TF2703	0.0947		0.0637	0.1584	0.16%	0.00%

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表32：2年期国债期货空头套保成本跟踪（元）

	基差（CTD）	最新跨期价差	最近三次移仓期跨期价差均值	总成本	成本率	5D 变动
TS2609	-0.0146	0.0220	0.0234	0.0541	0.05%	0.01%
TS2612	0.0108	0.0220	0.0234	0.0562	0.06%	0.04%
TS2703	0.3671		0.0234	0.3905	0.39%	-0.58%

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表33：30年期国债期货空头套保成本跟踪（元）

	基差（CTD）	最新跨期价差	最近三次移仓期跨期价差均值	总成本	成本率	5D 变动
TL2609	0.1943	-0.3700	0.1319	0.0881	0.09%	-0.14%
TL2612	0.5170	0.3100	0.1319	0.9589	0.96%	-0.02%
TL2703	0.8911		0.1319	1.0230	1.02%	-0.02%

资料来源：Wind 中信期货研究所

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>