



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告|量化专题报告 2025-08-28

谁在增持 TL？

研究院 量化组

研究员

高天越

☎ 0755-23887993

✉ gaotianyue@htfc.com

从业资格号：F3055799

投资咨询号：Z0016156

李逸资

☎ 0755-23887993

✉ liyizi@htfc.com

从业资格号：F03105861

投资咨询号：Z0021365

李光庭

☎ 0755-23887993

✉ liguangting@htfc.com

从业资格号：F03108562

投资咨询号：Z0021506

联系人

黄煦然

☎ 0755-23887993

✉ huangxuran@htfc.com

从业资格号：F0310959

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

摘要

本报告针对 2025 年 8 月以来三十年期国债期货（TL）持仓量出现的反季节性增长现象展开分析。通过对比 TS、TF、T 等品种的持仓变化，发现 TL2512 合约为本轮持仓上升的主要推手，且并非简单由移仓换月所致。

本报告通过华泰期货 CFTI 指数对机构与零售类型资金行为进行分析，数据表明，自 8 月 20 日起两类资金均有所加仓，但两类型资金在 8 月 25 日后出现分化：零售类型大幅减仓，而机构类型继续增持，推动 TL 总持仓单日增长近 8000 手。净持仓数据显示，机构资金在 TL 超跌后持续增加净多头寸，表现出对年线支撑与 2.0%收益率的信心。报告结论指出，本轮 TL 持仓异动主要由机构类型资金在多头推动，可能是其对超跌反弹机会的积极捕捉。

目录

摘要 1

谁在增持 TL? 4

 ■ 行情回顾 4

 ■ 持仓量变化对比 5

 ■ 谁在增持 TL? 6

图表

图 1：近期 TL 持仓量和成交量变化 | 单位：万手、万手

4

图 2：TS 各合约持仓量随到期日变化 | 单位：手

5

图 3：TF 各合约持仓量随到期日变化 | 单位：手

5

图 4：T 各合约持仓量随到期日变化 | 单位：手

6

图 5：TL 各合约持仓量随到期日变化 | 单位：手

6

图 6：TL 机构类型席位和零售类型持仓 | 单位：万手

7

图 7：CFTI 三十年期国债期货净持仓数据

7

图 8：TL 零售类型多空持仓走势 | 单位：万手

8

图 9：TL 机构类型多空持仓走势 | 单位：万手

8

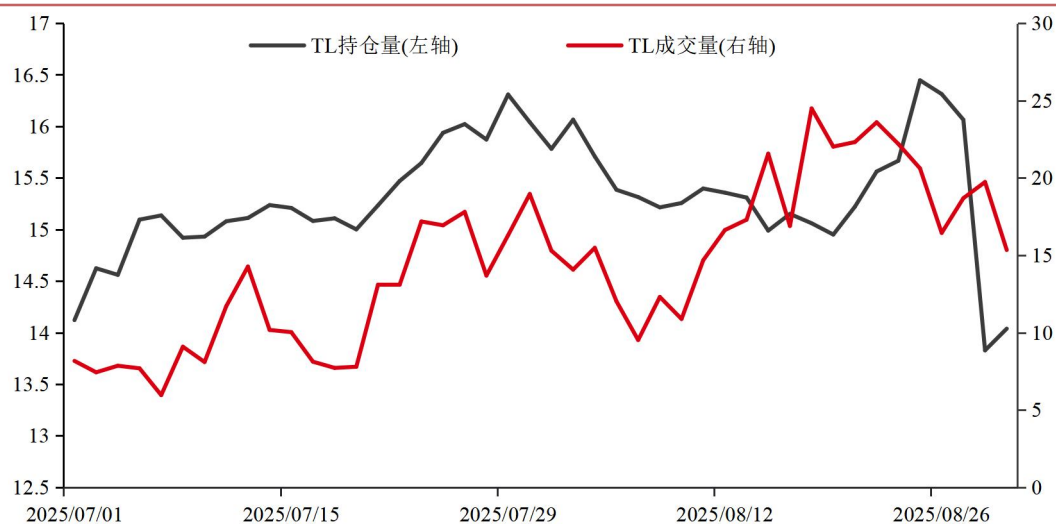
谁在增持 TL?

■ 行情回顾

八月初以来，国债期货市场经历较大波动，总体呈现“先抑后扬”走势。上半月受股市走强、供给压力及风险偏好回升拖累，长端经历深度调整。在 8 月 18 日，受央行二季度货币政策执行报告的影响且叠加股市走强因素，彼时 TL 主力合约 TL2509 跌幅达到 -1.33%，次主力合约 TL2512 跌幅更是达到 -1.47%，TL 主力连续合约跳空跌破年线支撑位置。但由于流动性宽松和机构配置需求，短端则表现相对抗跌，债市总体呈现熊陡走势。其后，随着央行的流动性投放和股市回调推动资金回流，债市情绪回暖，8 月 25 日，TL 主力合约 TL2512 上涨 0.78%，回补 8 月 18 日的下跌缺口。

而从“量”的角度出发，TL 自 7 月下跌以来，成交量也在同步提升，8 月 18 日达到近极值 24.5 万手，接近今年 2 月 25 日 25.5 万手的历史极值，并在随后几日继续维持在高位。成交量的上升背后，固然离不开移仓换月的因素，但超出季节性的增长，依旧可以揭示出市场在年线支撑位附近产生的明显分歧。于此同时，TL 在持仓量上也展现出了和其余三个品种截然不同的现象。以往在交割月前一个月，国债期货各品种的持仓量往往趋向于平稳且逐步下降，并在临近进入交割月时，出于国债期货交割机制的设计，持仓量会呈现断崖式下降。但这次我们观测到了 TL 在 8 月 20 日开始，持仓量不降反升，且在 8 月 25 日大幅增加近 8000 手持仓，展现出反季节性变换。

图 1: 近期 TL 持仓量和成交量变化 | 单位：万手、万手



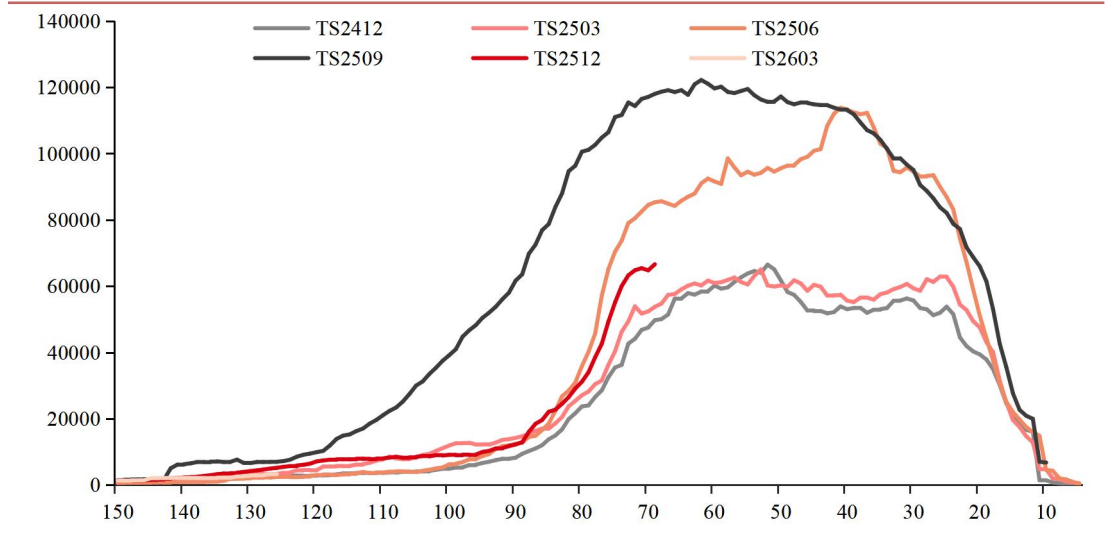
数据来源：Wind，华泰期货研究院

直至进入交割月前的倒数第三个交易日，TL 的持仓量才开始显著下降。

■ 持仓量变化对比

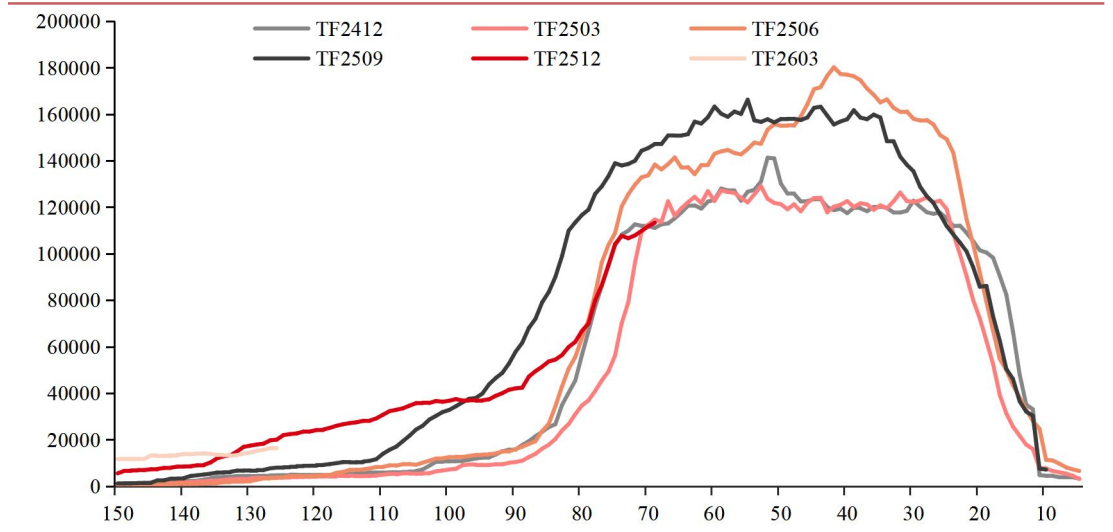
在具体分析 TL 的持仓变化前，我们首先参考其余三个品种的持仓量变化，

图 2: TS 各合约持仓量随到期日变化 | 单位：手



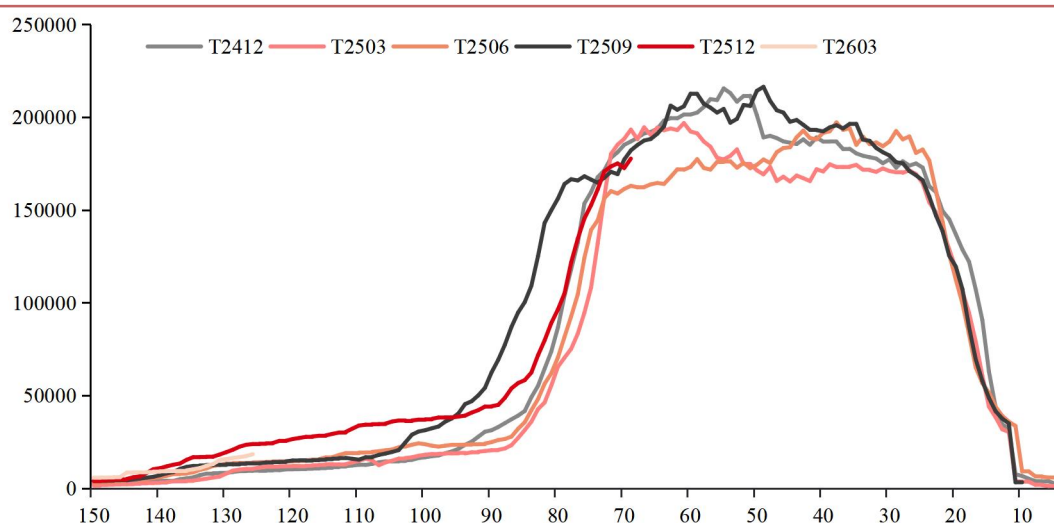
数据来源：Wind，华泰期货研究院

图 3: TF 各合约持仓量随到期日变化 | 单位：手



数据来源：Wind，华泰期货研究院

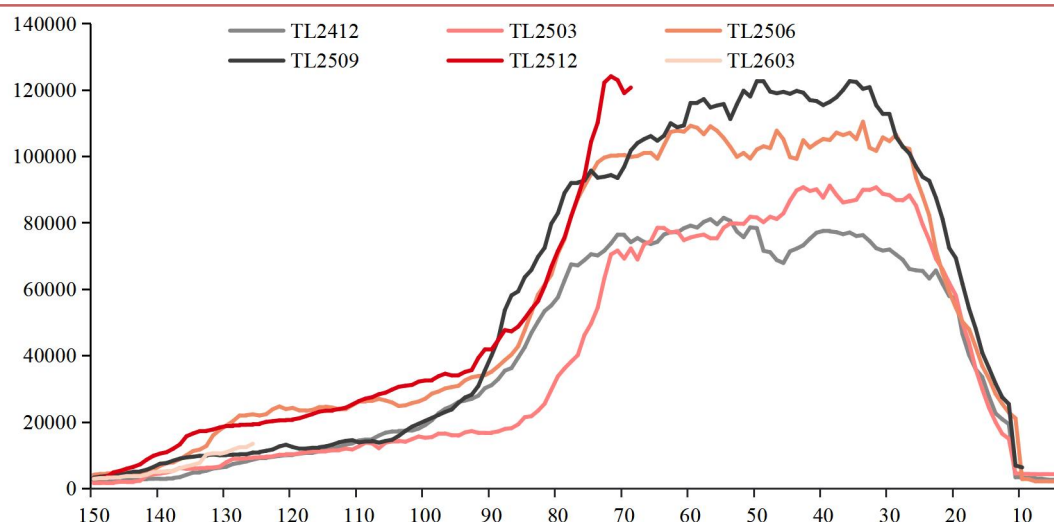
图 4: T 各合约持仓量随到期日变化 | 单位: 手



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

通过上述三个品种的各合约持仓量走势, 我们可以看到都基本符合其季节性变化, 说明 TL 的持仓量反季节性变化属于三十年期特定期限的变化。

图 5: TL 各合约持仓量随到期日变化 | 单位: 手



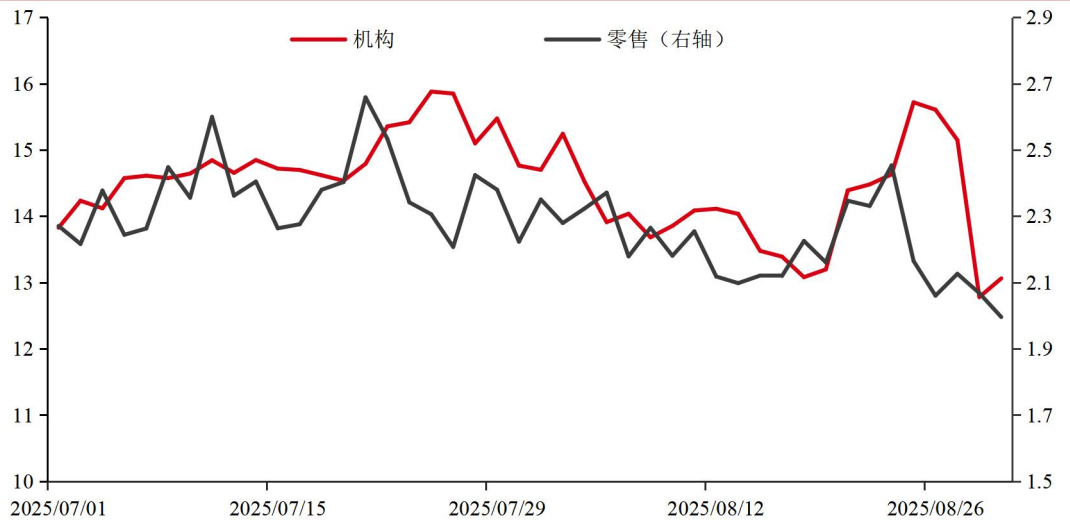
数据来源: Wind, 华泰期货研究院

而从 TL 各合约的持仓量走势可以总结出两个关键点, 第一, **TL2512 呈现出了超越季节性的增长, 是本轮 TL 持仓量反季节性增长的主要推手**。第二, TL2509 的持仓量并没有超越季节性下跌, 说明 TL2512 持仓量的反常增长, 并不是移仓换月节奏变化带来的。但这还并不能回答我们, 推动 TL 持仓量上涨的原因以及资金类型。

■ 谁在增持 TL?

为了回答这一个问题, 我们将使用华泰期货推出的 CFTI 指数进行分析, 具体指数情况投资者可以在华泰天玑系统上进行后续了解。

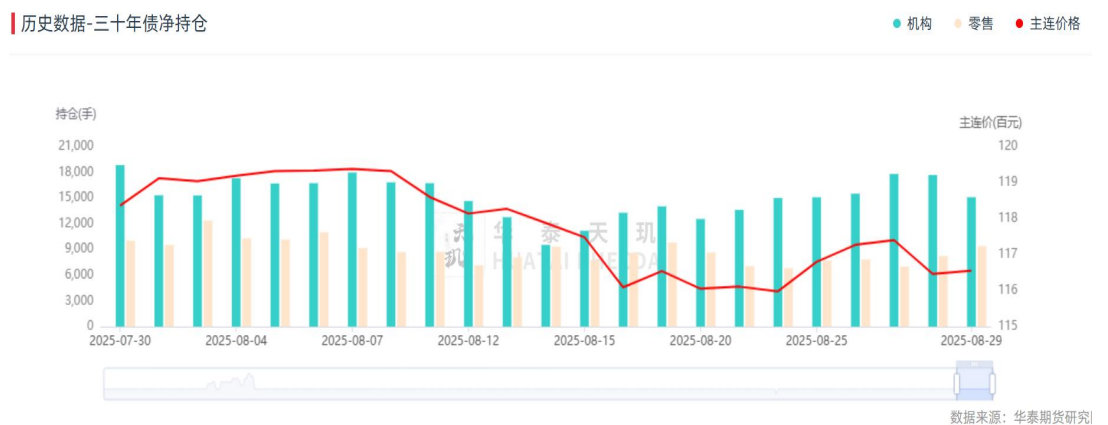
图 6: TL 机构类型席位和零售类型持仓 | 单位: 万手



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

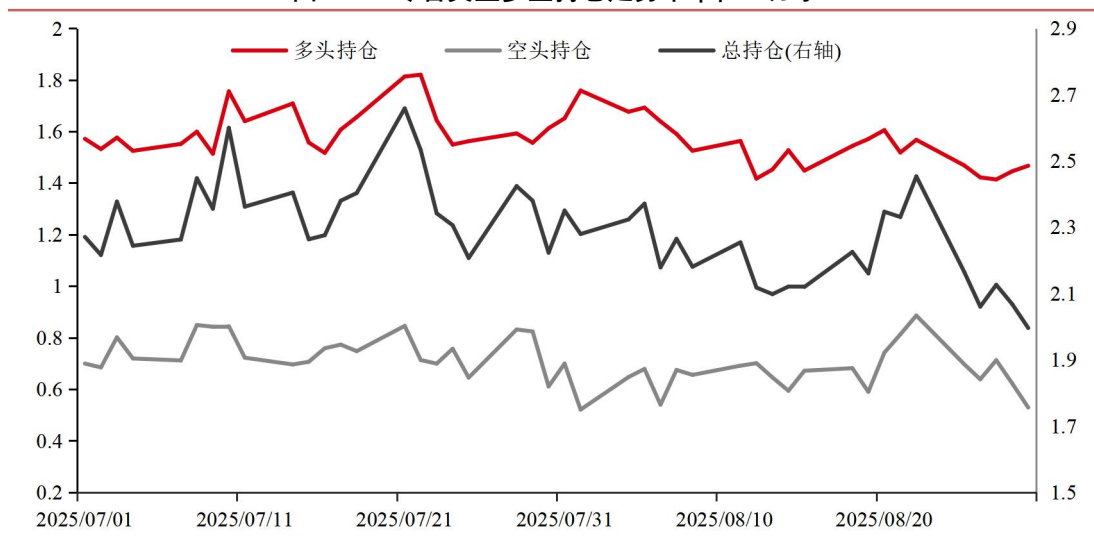
从持仓走势图看, 从 8 月 20 日开始, 无论是零售类型席位还是机构类型席位, 都在陆续进行加仓, 双方持仓量的分歧点发生在 8 月 25 日。在这一天, 零售类型席位选择了大幅减少其持仓, 而相反地, 机构类型席位却逆势继续增加持仓, 最后反映在 TL 上的, 则是当天大幅增加了近 8000 手的持仓。零售型席位对交割月的临近, 相较于机构类型席位来说, 会更为敏感, 所以能一定程度上解释零售类型席位的持仓量下降。同时, 也更能突出机构类型席位在本轮 TL 持仓量异变中所扮演的角色。但机构类型席位增仓的行为又是出于何种动机呢? 下面是我们在华泰天玑系统上所展示的各类型席位净持仓走势图。

图 7: CFTI 三十年期国债期货净持仓数据



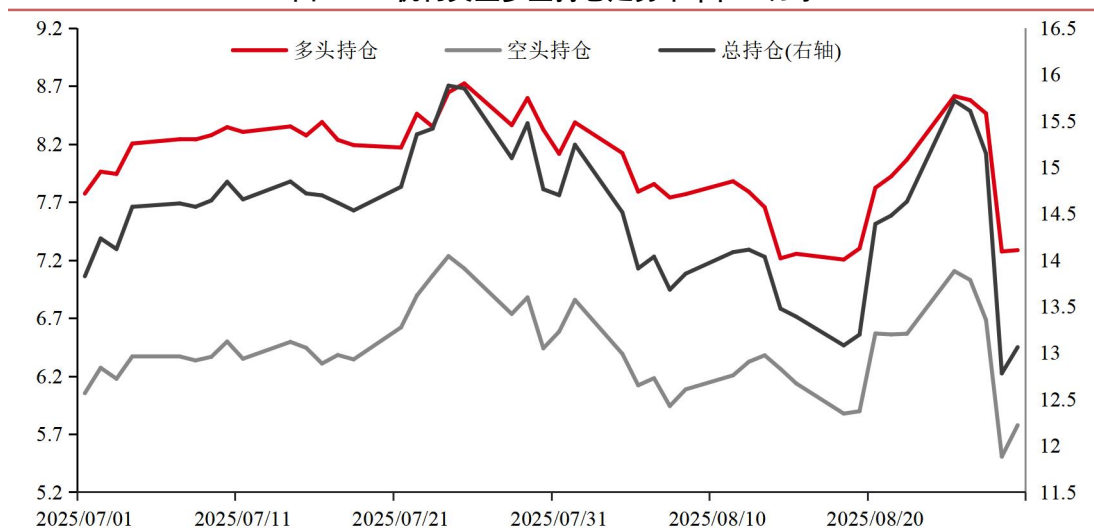
数据来源: 华泰期货研究院

图 8: TL 零售类型多空持仓走势 | 单位: 万手



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

图 9: TL 机构类型多空持仓走势 | 单位: 万手



数据来源: Wind, 华泰期货研究院

从图片中我们可以看到, 虽然零售类型席位和机构类型席位近期都维持着净多头头寸, 但在 8 月 14 日以来, 双方的净持仓变化趋势却是相反, 其中零售类型席位的净多头持仓总体呈现下降趋势, 表明零售类型资金的多头情绪转弱。反观机构类型席位则是总体上增加净多头寸, 即使在 8 月 18 日大跌之后, 仍延续增多趋势, 表达出对年线支撑位以及 2.0%收益率的信心。而市场在后续的行市表现中, 也的确在该关键位置表现出一定的坚韧性, 后续行情和资金的动向也仍待观察。

根据我们的上述分析, 可以总结出我们的关键观点如下: **第一, 本轮 TL 持仓量超季节性上升的主要推手是机构类型资金; 第二, 机构类型资金主要多头方向上进行增仓; 第三, 机构类型资金可能是在 TL 超跌之后通过国债期货进行反弹机会的捕捉。**

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com