

30 年期国债期货热点系列之二：30Y 现券市场面面观



走势评级： 国债：震荡
报告日期： 2023 年 04 月 19 日

★供给节奏趋于稳定，保险和公募分别是主要的配置盘和交易盘

1998 年至今，我国共发行了 38 只 30Y 国债，规模超过 3 万亿元。近年来，30Y 国债的供给节奏趋于稳定。至 2022 年，30Y 国债基本形成了每月发行 1 次、单只债券规模在 200 亿元-300 亿元之间、每只债券续发 5 期、发行日期选在周五的规律。需求方面，由于资产负债久期缺口较大，且 30Y 国债存在免税、无需计提信用风险等优势，保险机构是最为典型的配置盘。近期在继续加杠杆空间有限，而信用下沉受到限制的情况下，部分农商行选择通过增配 30Y 国债的方式来增厚收益。基金公司是主要的交易盘，外资银行买债也有交易盘特征。

★30Y 收益率和 10Y 走势一致，利差均值回复特征明显

30Y 国债收益率和 10Y 的走势基本一致，影响因素也基本相同，但人口等超长长期基本面因素对于 30Y 收益率的影响可能更大。30Y-10Y 利差主要主要有以下几个特征：其一，我国收益率曲线长端较为扁平，30Y-10Y 利差的绝对水平不高；其二，30Y-10Y 利差有着明显的均值回复特征；其三，当市场处于熊市以及牛市中前期时，30Y 国债市场交投情绪尚不高，30Y-10Y 利差与 10Y 利率负相关性较高，但在牛市后半程，投资者往往会选择增配较为被低估的 30Y 国债，30Y-10Y 利差多下行。

★谨慎看待市场走强

目前市场基本形成了复苏偏弱的共识，叠加货币政策尚未转向，债市持续偏多。但经济修复、通胀压力回升、货币政策宽松窗口期关闭的方向不能证伪，追涨存在风险。超长债行情往往处于牛市尾部，但当前的超长债成交量上升可能也受到了 30Y 国债期货即将推出的影响。随着流动性的逐渐改善，30Y-10Y 利差或有进一步下行的空间。

★风险提示：

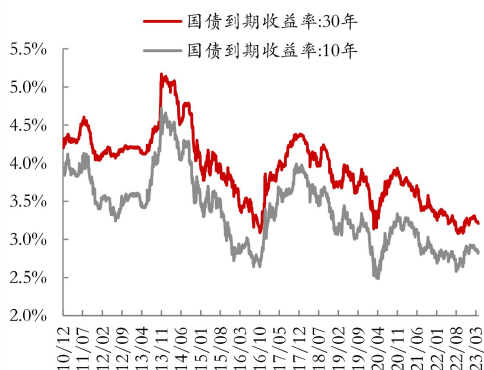
政策力度超预期，经济复苏超预期。

徐颖 FRM 宏观策略首席分析师
从业资格号： F3022608
投资咨询号： Z0013609
Tel: 63325888-1610
Email: ying.xu@orientfutures.com

联系人：

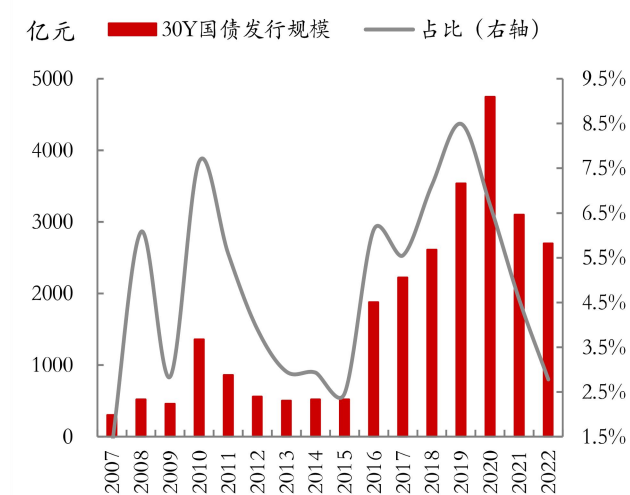
张粲东 宏观策略分析师
从业资格号： F3085356
Tel: 63325888-1610
Email: candong.zhang@orientfutures.com

主力合约行情走势图



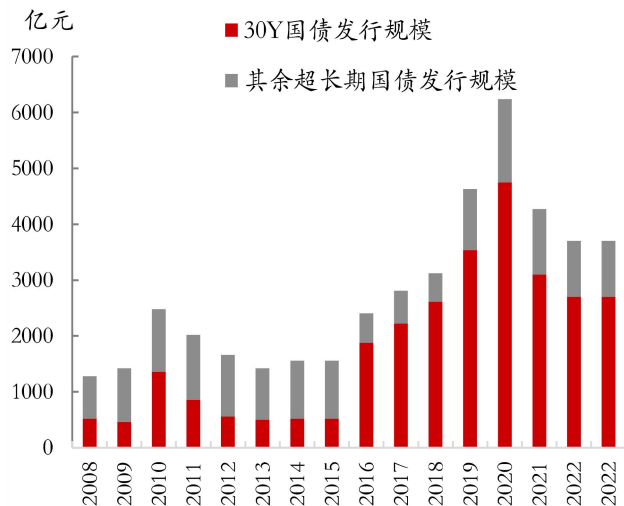
1、供给节奏趋于稳定，保险和公募分别是主要的配置盘和交易盘

图表 1：30Y 国债发行规模及占全部国债比重



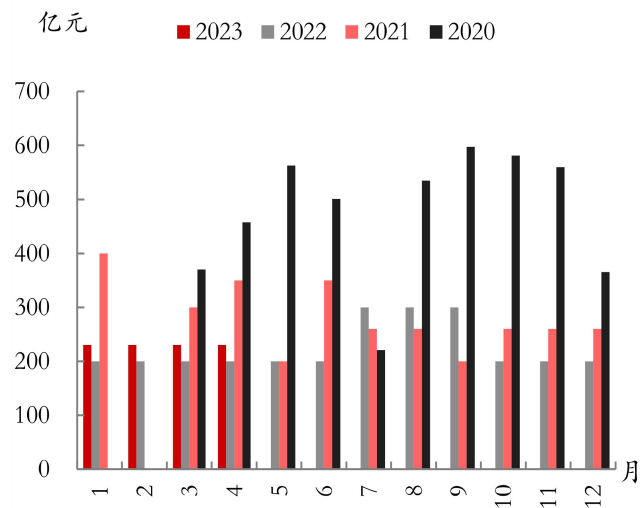
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：30Y 国债发行规模占超长期国债比重较高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3：30Y 国债发行规模的季节性分析



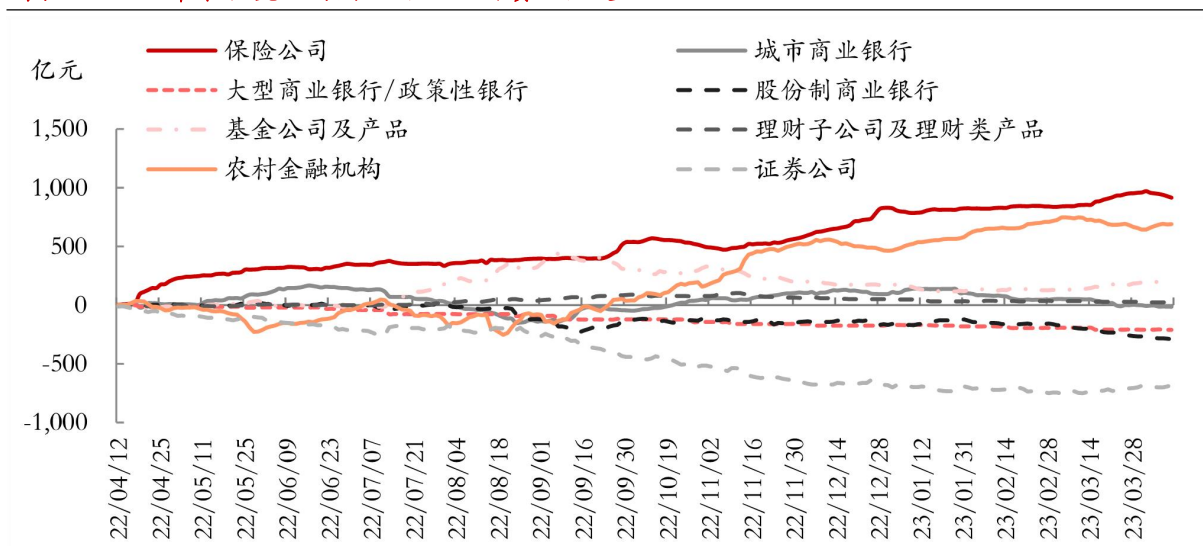
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

从发行规模上看，每年国债净融资规模受到赤字率的约束，但财政部可自由安排 30Y 等超长期国债的发行规模。1998 年至今，我国共发行了 38 只 30Y 国债，规模超过 3 万亿元。30Y 国债每年的发行规模以及占全部国债的发行量比重共经历了 4 个阶段的变化：1) 2011 年之前，每年 30 年期国债的发行规模波动较大，占比整体较高；2) 2011-2015 年，发行规模和占比均有所下降；3) 2016-2020 年，30 年期国债的发行量和占比均整体上升，2020 年发行规模达到 4749.9 亿元，为历年之最；4) 2020 年后，30 年期国债的发行规模和

占比均有所下降，2022 年发行规模为 2700 亿元，占比仅为 2.78%。

近年来，30Y 国债的供给节奏趋于稳定。至 2022 年，30Y 国债基本形成了每月发行 1 次、单只债券规模在 200 亿元-300 亿元之间、每只债券续发 5 期、发行日期选在周五的规律。财政部上半年会公布全年的国债发行计划，同时每个季度末也会公布下一季度的发行计划，投资者可以据此进行准备。

图表 4：近 1 年来各类机构买入的 30Y 国债规模变化



资料来源：iData，东证衍生品研究院

需求方面，30Y 国债的参与者可以分为配置盘和交易盘两大类，保险机构是最为典型的配置盘。其一，保险机构，尤其是寿险公司，“长钱短配”的问题较为明显。根据银保监会在 2019 年 8 月的统计，保险行业资产负债久期缺口高达 7.43 年。投资 30Y 国债等超长期限债券能够助力保险公司管理资产负债久期缺口。其二，30Y 国债收益率相对较高，且存在免税、无需计提信用风险等优势。在成本居高不下的情况下，30Y 国债自然会受到保险机构的追捧。近 1 年来，保险公司持有 30Y 国债的规模持续上升。只有当市场即将或正在发生调整之时，保险公司才会短暂卖出 30Y 国债。

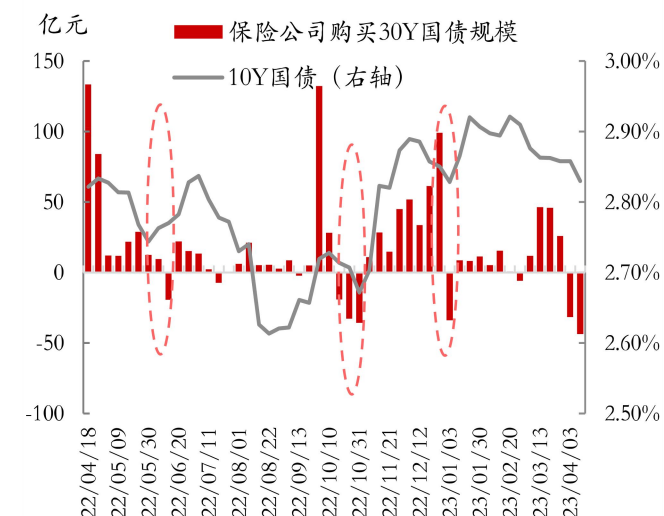
近期农村金融机构对于 30Y 国债的需求也有所上升。和国有大行、股份制银行不同，农村金融机构主要在二级市场而非一级市场上购入债券。在继续加杠杆空间有限，而信用下沉受到限制的情况下，部分农商行选择通过增配 30Y 国债的方式来增厚收益。农商行购债行为有着鲜明的配置盘特征，即当收益率上行时，往往增配 30Y 国债。

基金公司及产品是主要的交易盘。基金公司运用杠杆策略、信用下沉策略均会受到一定限制，其更多会运用久期策略来增厚收益。和农商行这类更为在意票息收益的配置盘不同，目前债基多用使用市值法估值，基金公司更为在意估值变化带来的收益。因此，当收益率下行时，基金公司往往会增加购买 30Y 国债的规模，而当利率上行时，降久期降

仓位。

图表 5: (预期) 市场下跌时, 保险机构往往卖出

图表 6: 利率上行时, 农商行往往买入



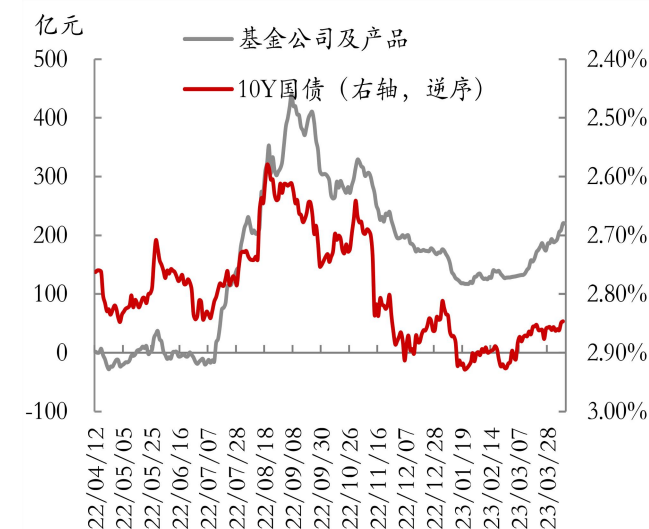
资料来源: iData, 东证衍生品研究院



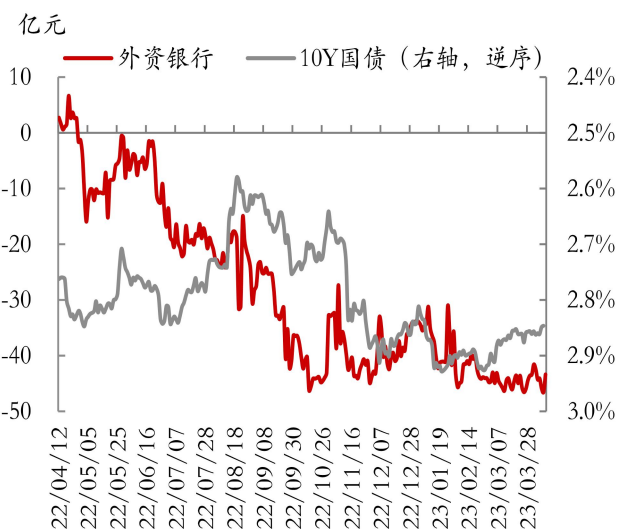
资料来源: iData, 东证衍生品研究院

图表 7: 基金公司购债规模变化

图表 8: 外资银行购债规模变化



资料来源: iData, 东证衍生品研究院



资料来源: iData, 东证衍生品研究院

随着我国债市对外开放程度上升, 市场对于外资机构的关注度有所增加, 整体来看, 近 1 年来外资银行以卖出 30Y 国债为主, 这可能是中美国债利差持续倒挂所导致的。从操作风格上看, 外资银行也可被归入交易盘一类。

交易盘的介入能够显著影响到 30Y 国债市场的交投情绪。牛市时期, 随着交易盘的大量

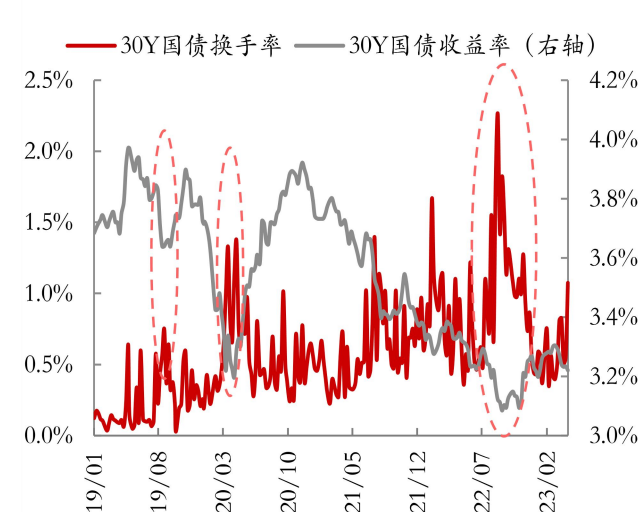
购入，30Y 市场的换手率也会明显上升，而当 30Y 国债换手率达到较高水平、市场情绪过热时，调整的概率随之增加。进入熊市后，换手率往往降至较低水平。

图表 9：中美收益率曲线持续倒挂



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：30Y 换手率冲高后，市场调整风险往往上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、30Y 收益率和 10Y 走势一致，利差均值回复特征明显

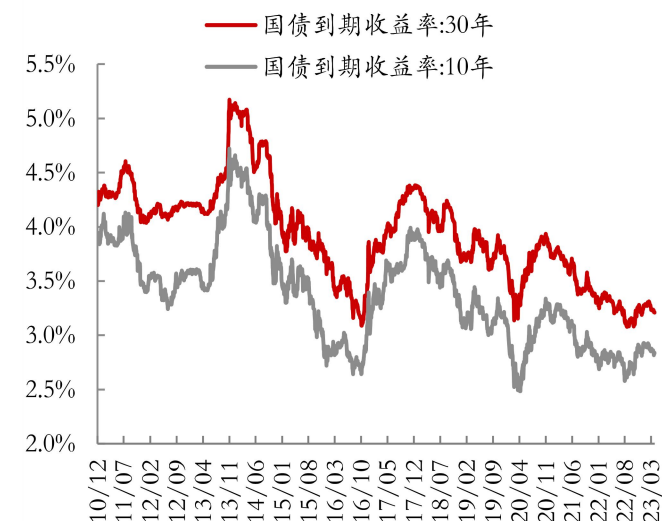
30Y 国债收益率和 10Y 的走势基本一致，均可用“增长-通胀”和“货币-信用”等经典框架来进行分析。但影响二者的因素也略有差异，一般而言，短端收益率受短期的资金面影响较大，而长期经济变化对于长端收益率的影响更为明显。10Y 和 30Y 收益率虽然均受长期经济增长、通胀等因素的影响，但人口等超长期基本面因素对于 30Y 收益率的影响可能更大。

30Y-10Y 利差主要主要有以下几个特征：其一，我国收益率曲线长端较为扁平，30Y-10Y 利差的绝对水平不高，近 10 年中枢仅为 0.54%，低于 10Y-1Y 利差。其二，30Y-10Y 利差有着明显的均值回复特征，当利差处于较高的历史分位数时，买入 30Y 国债的性价比高于 10Y。

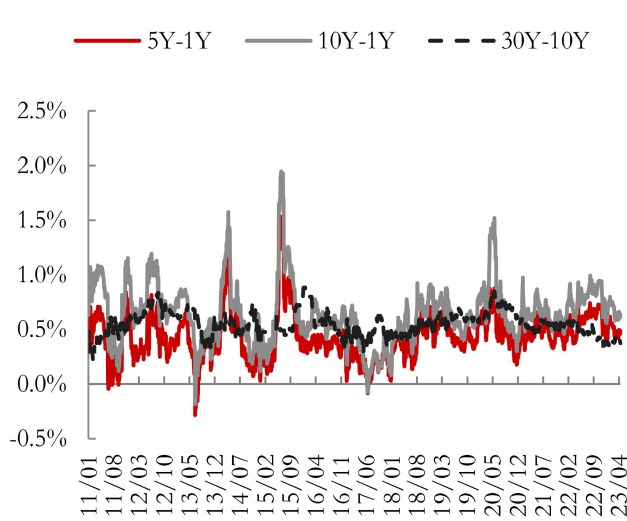
其三，30Y-10Y 利差走势整体与 10Y 收益率负相关，但也有例外。一般来说，短端收益率波动更大，往往主导了期限利差的变化方向，但由于 10Y 和 30Y 国债的市场结构存在差异，利差和 10Y 收益率也并非完全负相关。在牛市刚开启时，30Y 国债市场交投情绪尚不高，10Y 国债收益率下行的幅度较大。但若牛市持续时间较长，市场看多情绪较为旺盛，牛市后半程投资者往往会选择增配较为被低估的 30Y 国债，市场交投情绪上升，30Y-10Y 利差快速下行，比如在 2022 年 Q2 和 Q3，疫情冲击叠加地产风险进一步显性化，市场做多情绪高涨，基金公司等交易盘大幅增持 30Y 国债，30Y-10Y 利差明显下行。待市场转熊之后，30Y 国债活跃度下降，10Y 国债利率上行幅度更大，整体主导利差变化。

图表 11: 30Y 国债和 10Y 国债收益率走势基本一致

图表 12: 30Y-10Y 利差绝对水平不高



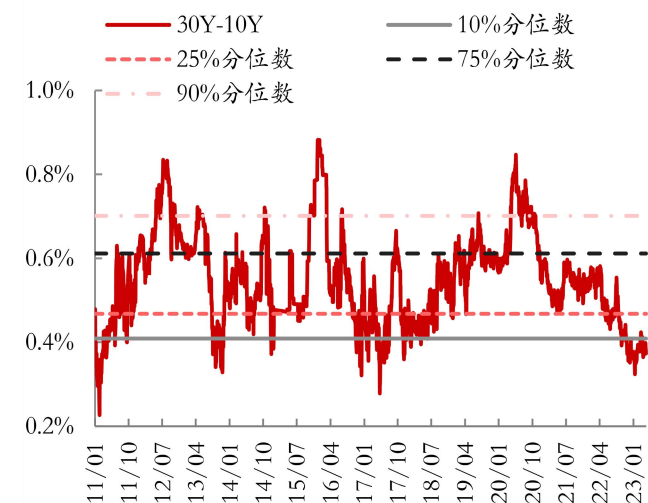
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院



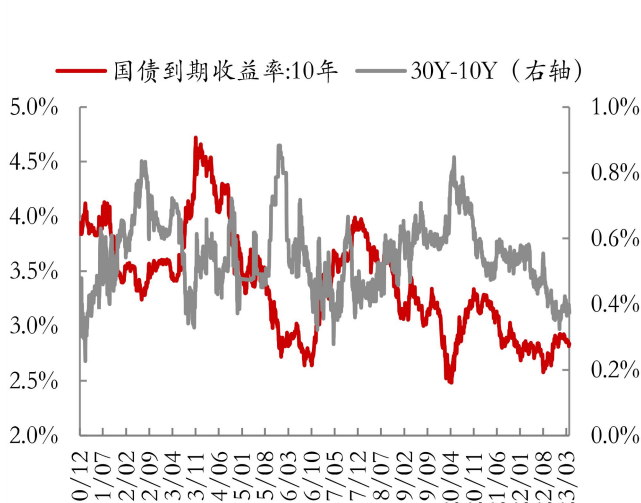
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 30Y-10Y 利差均值回复特征明显

图表 14: 30Y-10Y 利差与 10Y 国债收益率负相关



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

3、警惕看待债市走强

由于较为担忧内生性通缩压力, 叠加配置需求不断释放, 春节节后债市持续走强。春节节后, 债市对于利多消息非常敏感, 而对于利空的反应较为钝化。从基本面的角度来看, 市场担忧本轮复苏的可持续性以及空间, 因为根据历史经验, 地产企稳是经济企稳的重要条件, 而在居民部门进一步加杠杆乏力、供给侧风险尚未完全释放的情况下, 市场对

于短期数据的改善存在质疑。由于内需的修复较为乏力，大量的货币仍旧存在空转问题，叠加季节性因素的影响，机构的购债意愿较为强烈，农商行和基金公司先后成为购买利率债的主力机构。在这样的多头行情下，市场也更愿意相信利多消息，比如即使在降息可能性不高的客观情况下，降息预期也不时发酵。

但债市走强的空间或相对有限，建议谨慎看待，不建议继续追多。从基本面的角度来看，当前经济修复的方向是比较确定的，也并未陷入全面通缩的环境中，且从中长期来看，随着政策提振内需，通胀压力仍有回升的可能。而根据多个会议及部门的表态，稳增长或以财政、产业等政策为主，货币政策宽松的窗口期将会逐渐关闭。

近期 30Y 国债成交量、换手率快速上升，而 30Y-10Y 利差持续收窄，这些指标的变化可能还受到了 30Y 国债期货即将推出的影响。3 月中下旬以来，30Y 国债的主力买盘从农村金融机构、保险等配置类机构逐渐转为基金、证券等交易类机构，这固然可能与近期市场做多情绪偏高有关，但公募债基、证券公司等机构也可能在提前储备现券，以参与到未来的期现策略中去。

随着 30Y 国债期货的推出，现券市场流动性也会得到改善，预计近期 30Y-10Y 利差或将进一步下行。但目前利差分位数已经偏低，随着市场情绪逐渐转向谨慎，未来 30Y-10Y 利差可能会出现上行。

策略方面：1) 不建议继续追多，现券方面逐渐转向防御；2) 当前 T2306 合约基差已经收敛至 0.3 元附近，继续做多国债期货的性价比正在逐渐降低，基差收敛策略待临近交割月时可再度介入；3) 30Y-10Y 利差或将进一步下行；4) 关注基差收敛后的套保机会。

4、风险提示

政策力度超预期，经济复苏超预期。

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