

# 30 年期国债期货热点系列之一：TL 合约规则介绍及交易机会展望



走势评级： 国债：震荡  
报告日期： 2023 年 04 月 19 日

### ★ TL 合约规则及交割券情况介绍

TL 的最小变动单位和每日价格最大波动限制更高，这是由于 30Y 国债久期较长，即使利率变动不大，价格也会有较大的波动。另外，TL 最低交易保证金比例更高。根据规定，目前 TL2306 的可交割券总计有 10 只，余额达到 1.66 万亿元，高于 TS2306 和 TF2306 交割券的规模。230009.IB 和 220024.IB 两只债券成为 CTD 券的可能性比较高。

### ★ TL 市场运行及交易机会展望

根据历史经验，国债期货合约上市初期，交易往往是较为活跃的，但持续时间并不长。在市场运行稳定后，TL 的日均成交量可能会接近 TF，预计为 4-5 万手。

TL 上市后会带来较多的投资机会。首先关注基差变动带来的套利机会，其中反套机会出现的概率较高。预计上市初期，由于市场交投情绪活跃，叠加 TL 基差中的 carry 部分也会高于其余三种合约，TL 基差可能偏高，而随着交割月临近，基差或加速收敛。另外，新品种上市初期，基差波动往往较大，其中也会蕴藏一定的正套机会。其次，期货品种的推出能够推升现货市场的流动性，因此可以布局 30Y-10Y 利差收窄、多 TL 空 T 的相关策略。最后，套保策略可能要视基差收敛的节奏而定。

### ★ TL 上市的意义

首先，推出 30 年期国债期货能够提升市场流动性和定价效率，并完善收益率曲线。其次，市场参与者能够获得一种管理风险的利器，这既能助力超长期国债发行，也能够平抑二级市场价格的波动。最后，新工具的推出也能够起到丰富交易策略的作用。除空头套保、多头替代等策略外，投资者还可以充分利用不同品种之间的价差变化规律开展更为多元的套利交易。

### ★ 风险提示：

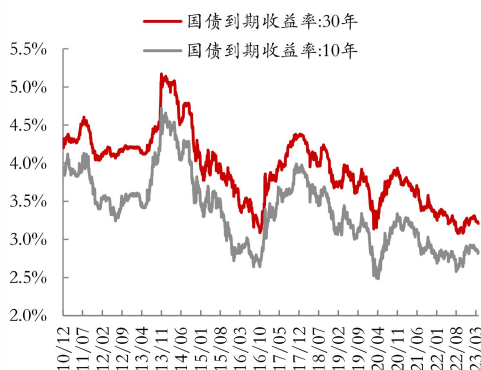
基差波动超预期，交割风险。

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、TL 合约规则及交割券情况介绍

图表 1：国债期货合约介绍

	TS	TF	T	TL
合约标的	面值为 200 万元人民币、票面利率为 3% 的名义中短期国债	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义国债		
可交割国债	发行期限不高于 5 年，合约到期月份首日剩余期限 1.5-2.25 年的记账式付息国债	发行期限不高于 7 年，合约到期月份首日剩余期限为 4-5.25 年的记账式付息国债	发行期限不高于 10 年、合约到期月份首日剩余期限不低于 6.5 年的记账式付息国债	发行期限不高于 30 年、合约到期月份首日剩余期限不低于 25 年的记账式付息国债
报价方式	百元净价报价			
最小变动单位	0.005 元			0.01 元
合约月份	最近的三个季月（3 月、6 月、9 月、12 月中的最近三个月循环）			
交易时间	9:30 - 11:30, 13:00 - 15:15			
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的 ±0.5%	上一交易日结算价的 ±1.2%	上一交易日结算价的 ±2%	上一交易日结算价的 ±3.5%
最低交易保证金	合约价值的 0.5%	合约价值的 1%	合约价值的 2%	合约价值的 3.5%
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五			
最后交割日	最后交易日后的第三个交易日			
交割方式	实物交割			
持仓限额制度（客户）	2000 手（一般月份） 600 手（交割月前一日起）	2000 手 600 手	4000 手 1200 手	2000 手 600 手
持仓限额制度（非期货公司会员）	4000 手（一般月份） 1200 手（交割月前一日起）	4000 手 1200 手	8000 手 2400 手	4000 手 1200 手

资料来源：中金所，东证衍生品研究院

TL 的报价方式、合约月份、交易时间、交割方式等规则均和其余三种国债期货相同，其主要的关注点在于：1) TL 的最小变动单位和每日价格最大波动限制更高，这主要是因为 30 年期国债期货久期较长（均值约为 18 年，而 T 久期往往一般只有 7-8 年），即使利率变动不大，价格也会有较大的波动；2) 最低交易保证金比例更高，由于限制了杠杆倍数，这能够防范市场剧烈波动所带来的风险；3) TL 可交割券被设定为发行期限不高于 30 年、合约到期月份首日剩余期限不低于 25 年的记账式付息国债，这样的规则剔除了流动性较差的老券，同时也将可交割券的总规模控制在较为合理的范围。

根据规定，目前 TL2306 的可交割券总计有 10 只，余额达到 1.66 万亿元。而目前 TS2306、TF2306 和 T2306 分别有 6 只、5 只和 13 只可交割券，余额分别为 1.36 万亿元、1.37 万亿元和 3.07 亿元，相较之下，TL 的可交割券规模较为充足。但 30Y 国债的流动性整体不高，在新券上市后，老券的成交量便会逐渐下降。目前较为活跃的 220024.IB 存量规模仅有 1270

亿元，较 2Y、5Y 活跃券存量规模低。另外，30Y 国债的发行规模也相对较低。

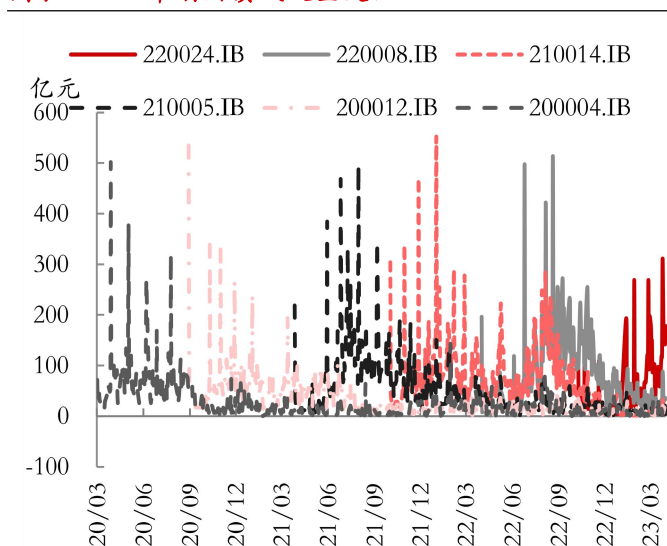
230009.IB 和 220024.IB 两只债券成为 CTD 券的可能性比较高。根据经验法则，当收益率大于 3% 时，长久期债券容易成为 CTD 券，目前 230009 和 220024 两只债券久期较长。另外，当前 220024 的成交量较高，而在发行约一周后，30Y 国债新券的流动性会逐渐上升，因此预计 220024 和 230009 均会成为较为活跃的交割券。

图表 2：TL 可交割券一览

代码	余额(截至 4 月 18 日, 亿元)	剩余期限(年)	发行日期	利率	期限(年)	久期(年)	3 月成交量(亿元)
230009.IB	230.00	30.00	2023-04-14	3.19%	30.00	19.56	--
220024.IB	1290.00	29.54	2022-10-24	3.12%	30.00	19.16	1604.24
220008.IB	1500.00	29.01	2022-04-14	3.32%	30.00	18.97	395.74
210014.IB	1380.00	28.52	2021-10-15	3.53%	30.00	18.54	157.56
210005.IB	1620.00	28.00	2021-04-09	3.72%	30.00	18.13	105.19
200012.IB	2803.30	27.42	2020-09-11	3.81%	30.00	17.76	120.20
200004.IB	2646.60	26.93	2020-03-13	3.39%	30.00	17.98	116.42
190010.IB	2226.60	26.28	2019-07-19	3.86%	30.00	17.16	98.90
180024.IB	2011.10	25.53	2018-10-19	4.08%	30.00	16.51	13.84
180017.IB	910.50	25.28	2018-07-20	3.97%	30.00	16.62	0.36

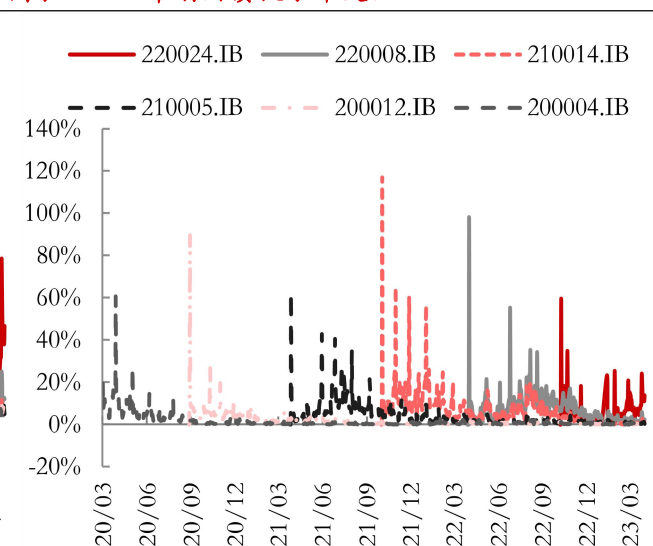
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3：30 年期国债成交量变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：30 年期国债换手率变化



资料来源：iData，东证衍生品研究院

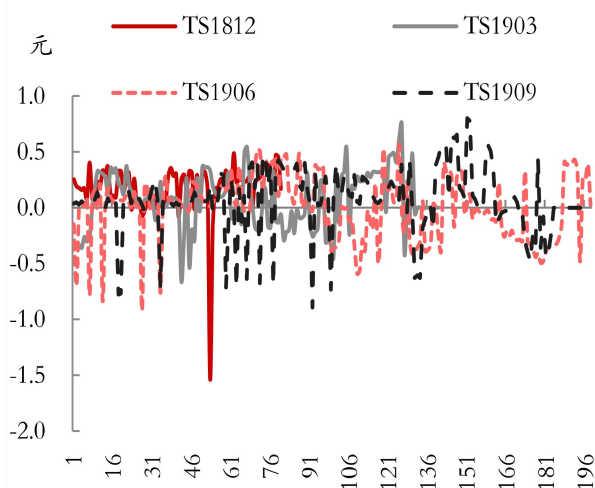
## 2、TL 市场运行及交易机会展望

根据历史经验，国债期货合约上市初期，交易往往是较为活跃的，但持续时间并不长。在新品种上市初期，机构尝试参与的热情较高，且这一时期往往会出现较多的套利机会。但在品种运行趋向稳定，成交量往往会回落。

在市场运行稳定后，TL 的市场活跃度可能会和 TF 接近。从现券规模来看，TL 的可交割券规模高于 TS 和 TF，低于 T，但活跃券规模整体偏低；从规则设定来看，TL 的持仓额度与 TS 和 TF 持平；从套保需求来看，由于久期较长，使用 TL 进行套保的主体可能主要为保险等特定机构。综合来看，预计 TL 的流动性可能会和 TF 接近，日均成交量大约为 4-5 万手，日均持仓量大约为 10-12 万手。

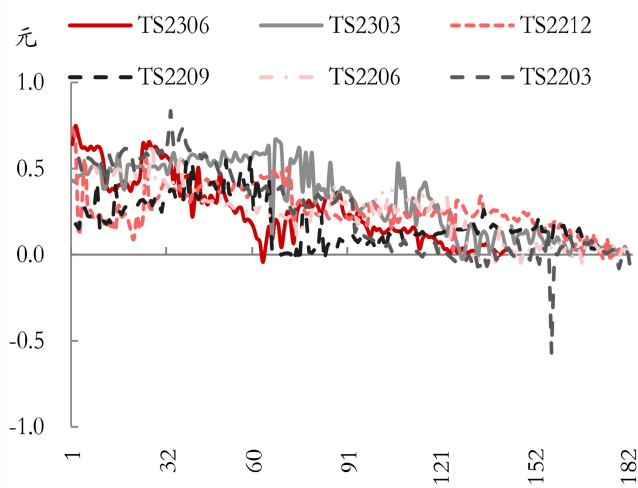
TL 上市后会带来较多的投资机会。首先关注基差变动带来的套利机会，其中反套机会出现的概率较高。预计上市初期，TL2306 合约的基差会偏高。一者虽然 30Y 国债收益率持续高于 3%，CTD 券在长短久期国债之间切换的概率很低，但在上市初期，市场交投情绪较为活跃，叠加新发行的 230009 流动性也会逐渐上升，CTD 券可能并不固定，对应的期权价值会偏高；二者由于期限较长，TL 基差中的 carry 部分也会高于其余三种合约；三者随着交割月临近，基差存在加速收敛的规律，因此建议投资者关注基差收敛带来的反套或是多头替代交易机会。另外，根据历史经验，新品种上市初期，基差波动往往较大，TL 可能也不例外。一者从理论上讲，TL 基差中的 carry 部分要高于 T，但期权价值大概率要小于 T，且由于缺乏历史数据，市场可能并不清楚 TL 基差的合理定价区间；二者新品种甫一上市，市场交易热情较高，预计 TL 基差波动可能也会较大，其中也会蕴藏一定的正套机会。

图表 5：TS 刚上市时，基差波动较大



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：近期 TS 基差变化情况



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

其次，在品种流动性较为合适的情况下，可以布局多 TL，空 T 的策略。一方面，TL 上

市初期基差可能偏高，未来或将逐渐收敛，而目前 T2306 合约的基差已经逐渐回归季节性正常水平；另一方面，TL 的上市也会有有效提升现券市场的流动性，30Y-10Y 利差有望进一步收窄。当然，也可直接布局 30Y-10Y 利差收窄相关的策略。

再次，关注可能出现的跨期套利机会，但也要关注相应风险。首支 TL 合约 TL2306，上市不久就会面临移仓换月，预计基差能够逐渐收敛，06-09 合约基差存在着一定的收敛空间。但也要关注基差定价风险以及市场流动性风险。

最后，套保策略可能要视基差收敛的节奏而定。在基差偏高的情况下，空头套保的成本可能会较高，若基差能够迅速收敛，则可以布局空头套保策略。

### 3、TL 上市的意义

首先，推出 30 年期国债期货能够提升市场流动性和定价效率，并完善收益率曲线。推出期货品种后，期现套利策略的应用以及实物的交割能够促进国债期货与现货市场联动，现券的交易活跃度有望提升。另外，期货价格代表了市场对于未来现货价格的预期，能够为现券提供更为高效的价格发现形式。而随国债期货不同品种合约不断推出，收益率曲线也会得到完善。

其次，市场参与者能够获得一种管理风险的利器。超长期限现券的持有机构可以利用 30 年期国债期货构建空头套保策略，从而助力国债现券的顺利发行、平抑二级市场价格波动。另外，寿险等机构也可以使用 30 年期国债期货来管理久期缺口。

最后，新工具的推出也能够起到丰富交易策略的作用。除空头套保、多头替代等策略外，投资者还可以充分利用不同品种之间的价差变化规律开展更为多元的套利交易。

### 4、风险提示

- 1) 首支 TL 合约 TL2306，上市不久就会面临移仓换月，基差定价风险较高。
- 2) 30Y 国债可交割券存量规模较高，但活跃券规模比较低，发行量占国债比重也不高，不排除发生交割风险的可能。



### 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](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)