

## 30 年期扬帆起航，市场分析及展望

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

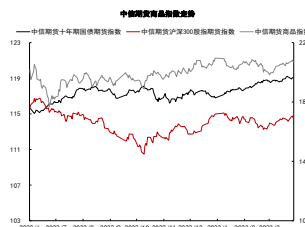
首批三个 30 年期国债期货合约将于 4 月 21 日上市交易，短期可关注挂牌价偏低、情绪偏暖以及配置需求共振带来的价格博弈和可能的正套机会。中长期可关注 30Y-10Y 的曲线做陡机会。

### 摘要：

首批三个 30 年期国债期货合约将于 4 月 21 日上市交易。4 月 20 日，中金所公布 30 年期国债期货挂牌基准价，TL2306 合约基准价为 95.86 元，TL2309 合约基准价为 95.3 元，TL2312 合约的挂盘基准价为 94.8 元。

- **挂牌价可能较低。**我们根据现公布的 30 年期期货可交割券及其转换因子，计算得出目前按照挂牌价，TL2306、TL2309 和 TL2312 的 CTD 大致集中在 220008 上。同时，考虑交割期权价值不高暂时忽略，计算得出的 TL2306、TL2309 和 TL2312 理论价格约为 95.8663 元、95.6284 元和 95.3904 元，略高于挂牌价 0.006 元、0.328 元和 0.59 元。
- **关注出现正向套利空间的可能。**其一，预计 30 年期国债期货的转换期权价值相对较小。因此，基差更多由 carry 所贡献。结合前文分析，TL2306、TL2309 和 TL2312 的预期 CTD 大致均集中在 220008，对应的基差不考虑期权价值的话，大致为 0.1700 元、0.4512 元和 0.7324 元。其二，考虑由于期货上市初期，挂盘价一般较低为给予市场买入机会。其三，从交易策略的层面看，不排除在当下市场情绪偏暖，配置需求与交易需求共振，引发一定的价格偏离，带来可能的正向套利空间。
- **首日流动性料表现较好，持仓有望稳步提升。**对比 3 个品种上市首日成交量和上市后不同时间段的成交量平均水平来看，首日流动性优势相对明显。预计市场进入成熟期后平均持仓量约为 7.7 万，平均成交量约为 4.5 万。
- **关注中长期做陡 30Y-10Y 曲线的机会。**考虑不降息的环境下收益率向下空间有限，同时二季度地方债供给继续释放因素抑制超长端收益率下行，再结合目前 30Y-10Y 国债利差分位数位于历史 5% 水平以下，我们认为，尽管短期市场氛围偏暖以及可能的挂牌价偏低影响，30 年期品种上市初期可能有所表现，但中长期维度来看关注参与 30Y-10Y 的做陡机会可能是更好的选择。

**风险因素：**疫情扰动加剧；地产表现超预期



### 固定收益团队

研究员：  
张菁  
021-80401729  
zhangjing@citicsf.com  
从业资格号 F3022617  
投资咨询号 Z0013604

程小庆  
021-60819969  
chengxiaqing@citicsf.com  
从业资格号 F3083989  
投资咨询号 Z0018635

## 目 录

摘要:	1
一、 挂牌价可能较低	3
二、 关注出现正向套利空间的可能	5
三、 首日流动性料表现较好，持仓有望稳步提升	6
四、 关注中长期做陡 30Y-10Y 曲线的机会	7
免责声明	10

## 图目录

图表 1: 根据挂牌价计算 TL2306 合约的基差及 IRR	3
图表 2: 根据挂牌价计算 TL2309 合约的基差及 IRR	3
图表 3: 根据挂牌价计算 TL2312 合约的基差及 IRR	4
图表 4: 此前的国债期货合约上市首日价格与挂牌基准价的差距	4
图表 5: 5 年期国债期货合约上市初期基差情况（元）	5
图表 6: 10 年期国债期货合约上市初期基差情况（元）	5
图表 7: 此前的国债期货合约上市后的成交量表现（手）	6
图表 8: 此前的国债期货合约上市后的持仓量表现（手）	6
图表 9: 目前 30Y-10Y 利差处于偏低水平	7
图表 10: 10Y 国债收益率拐点往往领先于 30Y 国债收益率（%）	8
图表 11: 专项债提前批额度与一季度发行情况（亿元）	8
图表 12: 专项债发行进度	8

近日中国证监会同意中国金融期货交易所（以下简称中金所）30 年期国债期货注册。2023 年 4 月 14 日，中金所发布 30 年期国债期货合约及相关业务规则，以及《关于 30 年期国债期货合约上市交易有关事项的通知》（以下简称《通知》）。首批三个 30 年期国债期货合约将于 4 月 21 日上市交易。本篇报告意在 对 30 年期国债期货推出后可能出现的策略进行分析和展望。

## 一、挂牌价可能较低

4 月 20 日，中金所公布 30 年期国债期货挂牌基准价，TL2306 合约基准价为 95.86 元，TL2309 合约基准价为 95.3 元，TL2312 合约的挂盘基准价为 94.8 元。

我们根据现公布的 30 年期期货可交割券及其转换因子，计算得出目前按照挂牌价，TL2306、TL2309 和 TL2312 的 CTD 大致均集中在 220008 上。不过，值得关注的是，由于 180017 的流动性较差，且存在于 TL2306 的券池中，所以，一定程度上可能会对 TL2306 的 CTD 产生一定的影响。

图表1：根据挂牌价计算 TL2306 合约的基差及 IRR

计算日期	期货合约	挂牌价		
2023/4/20	TL2306.CFE	95.86		
可交割券	转换因子	现券净价（收盘价）	基差（挂牌价）	IRR（挂牌价）
180017.IB	1.1701	112.1611	-0.0047	3.5669
180024.IB	1.1907	115.0725	0.9320	-1.9007
190010.IB	1.1548	111.4509	0.7518	-1.0581
200004.IB	1.0714	103.0421	0.3377	1.1336
200012.IB	1.1500	110.8192	0.5802	-0.0337
210005.IB	1.1352	109.2717	0.4514	0.6453
210014.IB	1.1006	105.8491	0.3456	1.1568
<b>220008.IB</b>	<b>1.0614</b>	<b>101.9224</b>	<b>0.1766</b>	<b>2.1153</b>
220024.IB	1.0233	98.4982	0.4047	0.4158
230009.IB	1.0373	100.0303	0.5947	-0.7997

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表2：根据挂牌价计算 TL2309 合约的基差及 IRR

计算日期	期货合约	挂牌价		
2023/4/20	TL2309.CFE	95.3		
可交割券	转换因子	现券净价	基差（挂牌价）	IRR（挂牌价）
180024.IB	1.1894	115.0725	1.7227	-0.1938
190010.IB	1.1538	111.4509	1.4938	0.1194
210005.IB	1.1344	109.2717	1.1634	0.7541
210014.IB	1.1001	105.8491	1.0096	0.9620
<b>220008.IB</b>	<b>1.0611</b>	<b>101.9224</b>	<b>0.7996</b>	<b>1.3102</b>

220024. IB	1. 0232	98. 4982	0. 9872	0. 6706
230009. IB	1. 0371	100. 0303	1. 1947	0. 2102

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表3：根据挂牌价计算 TL2312 合约的基差及 IRR

计算日期	期货合约	挂牌价		
2023/4/20	TL2312. CFE	94. 8		
可交割券	转换因子	现券净价	基差（挂牌价）	IRR（挂牌价）
190010. IB	1. 1528	111. 4509	2. 1655	0. 4915
200004. IB	1. 0705	103. 0421	1. 5587	0. 9563
200012. IB	1. 1482	110. 8192	1. 9698	0. 6916
210005. IB	1. 1336	109. 2717	1. 8064	0. 8620
210014. IB	1. 0995	105. 8491	1. 6165	0. 9887
<b>220008. IB</b>	<b>1. 0608</b>	<b>101. 9224</b>	<b>1. 3586</b>	<b>1. 2149</b>
220024. IB	1. 0230	98. 4982	1. 5178	-1. 6670
230009. IB	1. 0369	100. 0303	1. 7322	0. 5188

资料来源：Wind 中信期货研究所

**挂牌价可能存在偏低。**按照目前 30 年期国债期货的 CTD 可能是 220008，同时考虑交割期权价值不高暂时忽略，计算得出的 TL2306、TL2309 和 TL2312 理论价格约为 95. 8663 元、95. 6284 元和 95. 3903 元，略高于挂牌价 0. 006 元、0. 328 元和 0. 59 元。

与此同时，参考过去几个合约上市首日挂牌价与开盘价以及收盘价的情况，均出现了挂牌价偏低的情况。由此，我们可以得到结论，30 年期国债期货的挂牌价依然存在略低的可能，由于期货上市首日的波动为±7%，预计首日价格将会出现上涨。

图表4：此前的国债期货合约上市首日价格与挂牌基准价的差距

	挂牌基准价	开盘价-挂牌基准价	收盘价-挂牌基准价	最高价-挂牌基准价	最低价-挂牌基准价
TF1312	94. 168	0. 052	0. 002	0. 372	(0. 028)
TF1403	94. 188	0. 506	0. 100	0. 506	0. 012
TF1406	94. 218	0. 712	0. 156	0. 712	0. 118
T1509	96. 150	0. 750	0. 940	1. 810	0. 380
T1512	96. 190	1. 290	1. 250	2. 470	0. 940
T1603	96. 230	1. 210	1. 600	2. 810	1. 160
TS1812	99. 360	0. 040	(0. 200)	0. 045	(0. 285)
TS1903	99. 080	0. 130	0. 095	0. 155	0. 060
TS1906	98. 960	(0. 255)	0. 030	0. 030	(0. 255)

资料来源：Wind 中信期货研究所

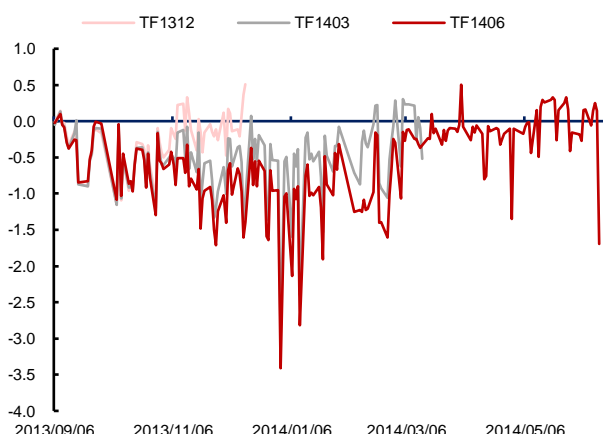
## 二、关注出现正向套利空间的可能

我们预计，30 年期国债期货的基差整体水平可能不高，可关注是否有出现正向套利空间的可能。主要理由如下：

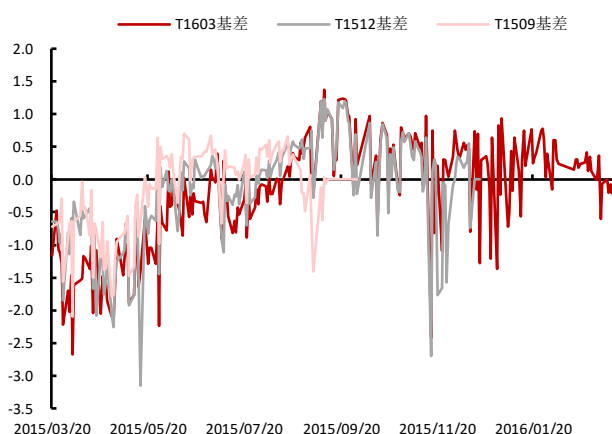
首先，不考虑流动性和参与者行为可能影响定价的情况下，由于目前 30 年期现券收益率整体偏高于合约票面利率 3%，因此，预计 30 年期国债期货的转换期权价值相对较小。因此，30 年期国债期货的基差更多由 carry 所贡献。结合前文分析，TL2306、TL2309 和 TL2312 的预期 CTD 大致均集中在 220008，对应的基差不考虑期权价值的话，大致为 0.1700 元、0.4512 元和 0.7324 元。

其次，考虑由于期货上市初期，挂盘价一般较低为给予市场买入机会，再叠加近期市场情绪偏暖，不排除买盘力量较大造成合约上市初期一段时间期货的价格较高，带来基差整体偏低的可能。

图表5：5 年期国债期货合约上市初期基差情况（元）



图表6：10 年期国债期货合约上市初期基差情况（元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

最后，不排除在当下市场情绪偏暖，配置需求与交易需求共振，引发一定的价格偏离。此前我们在《30 年期国债期货上线在即点评：超长端利率风险管理的利器》中已经对于 30 年期国债期货主要参与者及交易策略类型进行了展望。考虑目前 30 年期国债期货可能的交易需求包括：1) 配置型机构基于 30 年期国债期货的多头替代策略值得关注。特别是在收益率偏高的情况下，CTD 大概率以新发 30 年国债为主，通过提前买入并交割的策略可以在节省资金的情况下，实现高效配置。2) 30 年期国债期货的长久期以及高波动也可能吸引偏投机性的投资者的关注和参与。3) 借助于 30 年期国债期货也可进一步丰富曲线策略，使得曲线策略进一步向 30-10Y 拓展；4) 另外考虑 30Y 国债收益率受政府债供给影响更明显，也可重点关注相应的跨品种策略。我们认为，不排除在当下市场情绪偏暖，配置需求与交易需求共振，引发一定的价格偏离，带来可能的正向套利空间。

### 三、首日流动性料表现较好，持仓有望稳步提升

对比前三个国债期货品种上市首日成交量和上市后不同时间段的成交量平均水平来看，首日流动性优势相对明显。三个品种上市首日成交量分别为 34248 手、3332 手和 8559 手，均显著高于首日后 60 个交易日的平均水平 3495 手、2897 手和 319 手。因此，参考 5 年期、10 年期和 2 年期国债期货上市初期的成交量和持仓量的表现，我们认为，30 年期国债期货大概率也会呈现出首日流动性表现较好的特征。结合前文对于挂牌价相对偏低的分析，我们认为，在流动性的保障下，首日具备一定的交易参与价值。

市场进入成熟期后交易量和持仓量料不足为虑。一方面，参考三个国债期货品种持仓量变化，基本呈现出逐步积累的特征，上市首日持仓量分别为 2625 手、817 手和 2973 手，低于或持平于首日后 60 个交易日的平均水平 2977 手、16411 手和 2905 手。结合此前我们对于 30 年期品种存在 4 类相对确定性的交易需求分析，我们认为，随着市场的逐步发展，成熟期后交易量和持仓量料不足为虑。另一方面，从目前我国现有国债期货品种及对应的可交割券的规模来看，30 年期国债期货可交割券的存量占有所有国债期货品种可交割券存量的比率为 20.55%，日均成交量占有所有国债期货品种可交割券日均成交量的比重为 24.56%。按照该比例折算后，预计市场进入成熟期后平均持仓量约为 7.7 万，平均成交量约为 4.5 万，整体接近于 TF 合约。

图表7：此前的国债期货合约上市后的成交量表现（手）

	上市首日	首日后 5 天平均	首日后 20 天平均	首日后 60 天平均
TF1312	34248	8263	6218	3495
TF1403	1840	400	192	622
TF1406	547	72	58	52
T1509	3332	1373	1567	2897
T1512	63	3	6	66
T1603	22	2	4	3
TS1812	8559	1142	517	319
TS1903	8	1	2	19
TS1906	4	0	1	0

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8：此前的国债期货合约上市后的持仓量表现（手）

	上市首日	首日后 5 天平均	首日后 20 天平均	首日后 60 天平均
TF1312	2625	2934	3834	2977
TF1403	218	199	207	764
TF1406	116	96	109	143
T1509	817	2572	6148	16411



T1512	31	32	52	307
T1603	14	15	25	38
TS1812	2973	3366	3327	2905
TS1903	5	4	15	144
TS1906	3	3	7	8

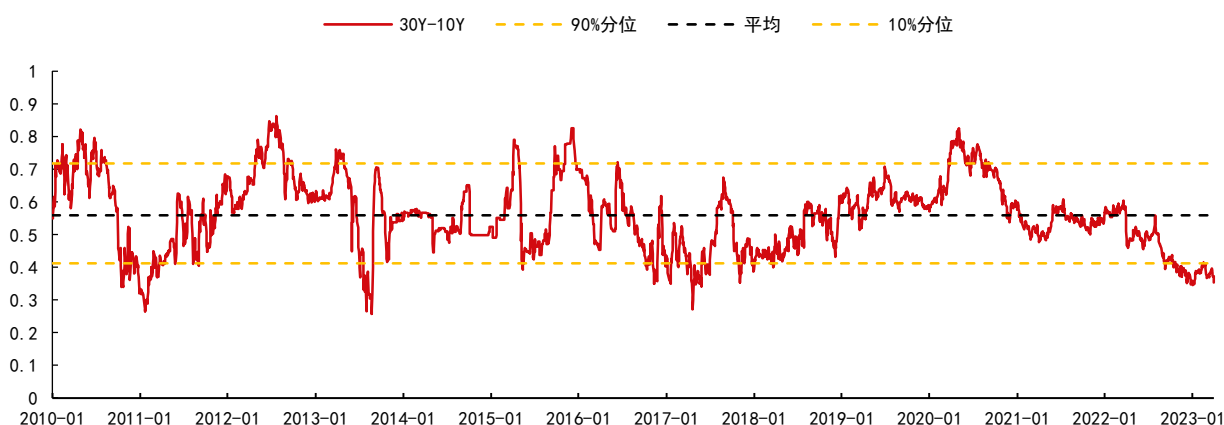
资料来源：Wind 中信期货研究所

## 四、关注中长期做陡 30Y-10Y 曲线的机会

我们之前在《从跨品种交易角度看 30 年期国债期货》中曾指出，30 年期国债期货推出后也将进一步丰富跨品种交易机会，尤其是基于 30Y-10Y 利差的曲线交易值得关注。从交易逻辑来看，可关注三条逻辑线索：

**其一，过去看，30Y-10Y 利差具有一定的均值回归特性。**从 30Y-10Y 期限利差的波动情况来看，2010 年以来其均值约为 55.8BP，2020 年以来均值约为 55.5BP，30Y-10Y 期限利差整体围绕着这一水平上下波动，呈现一定的均值回归特性。2010 年以来，其最大值、最小值以及 90%和 10%分位数分别为 86.3BP、25.7BP、71.7BP 和 41.1BP。目前，这一利差在 35bp，处于历史分位数 1%以内。

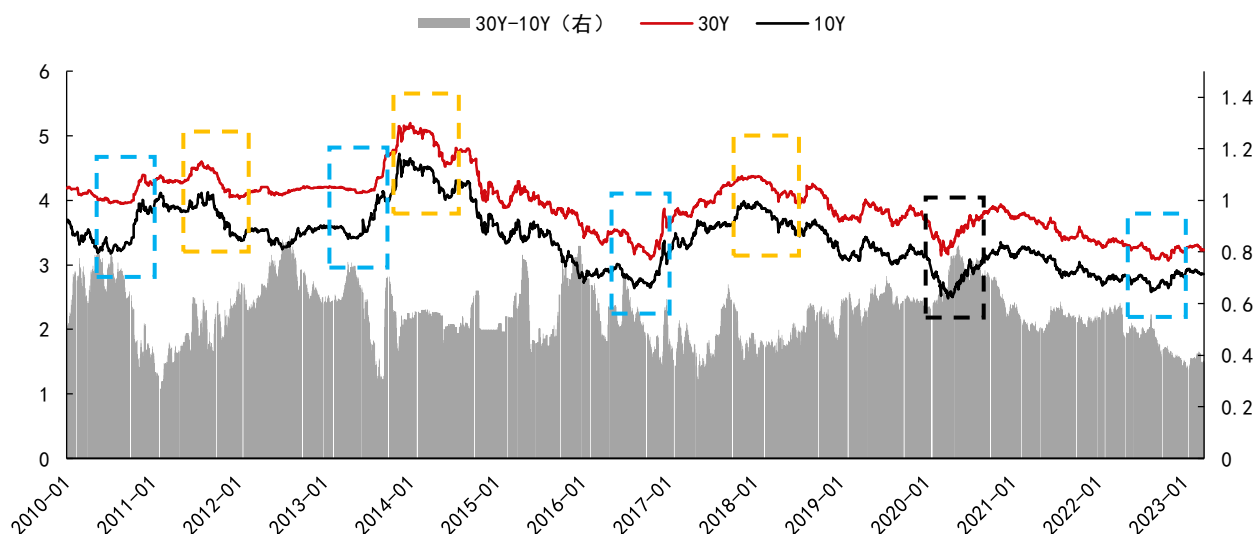
图表9：目前 30Y-10Y 利差处于偏低水平



资料来源：Wind 中信期货研究所

**其二，过去看，牛熊拐点可能也会产生超长端的跨品种交易机会。**在牛熊拐点，10Y 国债收益率变动往往领先于 30Y 国债收益率，对应 30Y-10Y 利差在牛转熊时往往先收窄再走阔，而熊转牛时则相反。结合我们基本面的观点，在目前的点位下，能够驱动牛市行情的只有央行降息，但从信贷需求、出口环境、央行中介目标、近期央行表态来看，尚未有足够证据指向降息操作，因此，收益率下行空间可能有限，即便短期市场可能氛围依然偏暖，但我们认为，持续带动 30Y-10Y 的利差进一步压缩的动力可能不足。

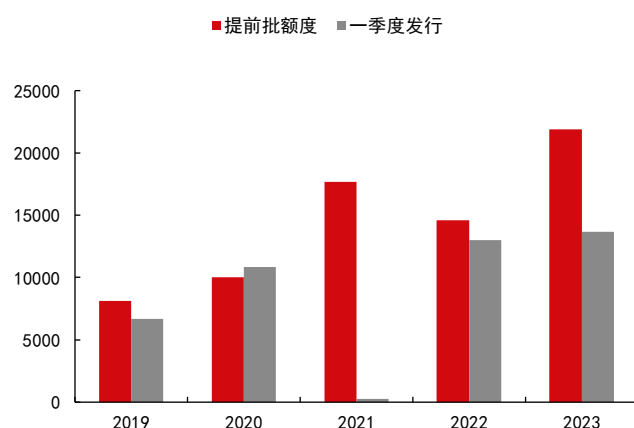
图表10：10Y 国债收益率拐点往往领先于 30Y 国债收益率（%）



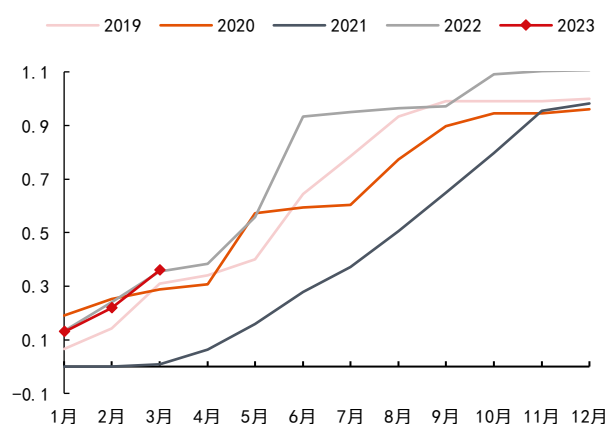
资料来源：Wind 中信期货研究所

其三，相比于其他品种，超长端跨品种价差受政府债供给影响或更大。当政府债供给规模较大时，一般来说 30Y 债券的供给规模也会上升，这可能也导致 30Y-10Y 的利差走阔。考虑今年依然是财政前置发力的年份，但和提前批额度相比，地方债前置发行程度不及预期。2022 年提前批额度 1.46 万亿元，一季度发行 1.3 万亿元，占比近 90%，而今年一季度发行占比仅有约 62%。后期地方债的供给持续释放，也会对利差收窄构成一定的抑制。

图表11：专项债提前批额度与一季度发行情况（亿元）



图表12：专项债发行进度



资料来源：Wind 中信期货研究所

因此，综合以上三条逻辑来看，考虑不降息的环境下收益率向下空间有限，同时二季度地方债供给继续释放因素抑制超长端收益率下行，再结合目前 30Y-10Y 国债利差分位数位于历史 5% 水平以下，我们认为，尽管短期市场氛围偏暖以及可能的挂牌价偏低影响，30 年期品种上市初期可能有所表现，但中长期维度来



看关注参与 30Y-10Y 的做陡机会可能是更好的选择。

#### 风险提示

**1、疫情反复。**去年稳增长诉求较强，但受疫情的超预期冲击，稳增长效果也明显受到影响。当前疫情已经达峰，但从国外经验来看，疫情阶段性地可能也会有所加剧，因此如果疫情出现一定反复可能也会影响经济修复进程，利率存在下行风险。

**2、地产表现超预期。**当前地产端整体呈现企稳表现，如果后续地产端进一步反弹，且表现强劲，那么也将明显改变市场对经济修复的预期，带来利率大幅上行的风险。

## 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。

## 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>