



国债期货

热点报告

2023年3月17日

研究总监：

黄少艺

010-59137331

huangshaoyi@cofco.com

从业资格证号：

F3015974

交易咨询证号：

Z0013226

联系人：

袁一品

010-59136922

yuanyipin@cofco.com

从业资格证号：

F3049708

交易咨询证号：

Z0015639

相关报告：

【热点报告】2月PMI数据点评：国内经济迎来全面复苏 20230301

【策略跟踪】2023年3月宏观大类资产配置模型策略跟踪 20230302

中粮期货机构服务部



千呼万唤始出来：中金所30年期国债期货征求意见稿解读

➤ 中金所30年期国债期货征求意见稿解读

3月17日，中国金融期货交易所（以下简称中金所）就《30年期国债期货合约》（征求意见稿）和《中国金融期货交易所30年期国债期货合约交易细则》（征求意见稿）向社会公开征求意见。本次征求意见稿的发布意味着我国超长期国债期货上市的脚步渐行渐近。征求意见稿中30年期国债期货合约TL与仿真合约的规则设置基本一致，但在交易保证金比例以及每日价格最大波动限制两个方面做出优化。其中，合约标的为面值100万元、票面利率3%的名义超长期国债；可交割券范围为发行期限不高于30年，合约到期月份首日剩余期限为25-30年的记账式附息国债；最小变动价位为0.01元；交易保证金执行标准为合约价值的3.5%；每日价格最大波动限制为上一交易日结算价的±3.5%。合约月份、交易时间、最后交易日、交割方式以及手续费等设置与现有的2年、5年以及10年期国债期货合约相同。

1、合约标的。票面利率设置为3%与现有品种一致。从国债期货定价出发，新发行的长久期30年国债易成为CTD券，且30年国债现券流动性溢价较10年期限更少，未来30年期国债期货的CTD券可能较为稳定，从而使得空头交割选择权的价值较小。结合保险资金使用30年期国债期货弥补资产负债久期缺口的多头需求，预期30年期国债期货合约不会出现基差持续高位、期货长期贴水的现象。

2、可交割国债期限。发行期限不高于30年的限定可以剔除流动性较差的50年期老券在未来进入可交割券范围，从而提高国债期货合约定价的精准性，有助于期货价格发现功能的进一步发挥。剩余期限25年的设定能够有效扩大可交割债券选取的范围，预期未来交割券范围总发行规模近3万亿元，超过2年、5年期合约的可交割券规模。若30年期国债期货合约上市后，其持仓市值能达到可交割券规模的3%，30年国债期货TL持仓量或能接近9万手。

3、最小变动点位、交易保证金及涨跌停板。最小变动点位为0.01元，较2年、5年以及10年期合约提高一倍，符合超长期国债期货合约的久期结构以及现券交易特征。交易保证金和涨跌停板为3.5%，较仿真合约的3.5%做出优化。考虑到久期因素，仅有现券收益率波动20bp以上时才可能触发3.5%的涨跌停板，近十年仅出现过一次。在能够有效控制价格波动幅度、降低30年期国债期货的市场风险的前提下，3.5%的保证金比例进一步提高资金使用效率，满足机构投资者的超长期利率风险管理需求。

➤ 中金所30年期国债期货推出的意义

30年期国债期货上市可以填补超长期利率风险管理工具的缺失，补全国债期货收益率曲线的“最后环节”，能够满足银保等中长期资金的利率风险管理的需求，也能够为现券市场提供更加敏锐、可靠的超长期价格信号，进一步提升超长期国债现券交易活跃度。

不仅如此，30年期国债期货的上市也能够为更多不同类型的机构投资者提供丰富的曲线交易机会、跨品种套利策略，从而进一步提高市场的深度、广度，促进国债期货市场的功能发挥，为现券市场带来正向的传导效应。

最后，我国超长期地方政府债存量及新发量较大。30年期国债期货的上市能够为超长期地方政府债的投资者、承销机构提供便捷、有效的对冲工具，从而稳定价格波动，助力地方债发行，进一步提升金融服务实体经济的能力。

3月17日，中国金融期货交易所（以下简称中金所）就《30年期国债期货合约》（征求意见稿）和《中国金融期货交易所30年期国债期货合约交易细则》（征求意见稿）向社会公开征求意见。

早在2018年12月，中金所已经面向全市场开展30年期国债期货的仿真交易，首批挂牌的仿真合约TL1903、TL1906和TL1909，时至今日已稳定运行超过四年。中金所也曾多次表态将进一步丰富国债期货产品体系，积极推进上市30年期国债期货，本次征求意见稿的发布意味着我国超长期国债期货上市的脚步渐行渐近。

本次中金所《30年期国债期货合约》（征求意见稿）与仿真合约的规则设置基本一致，但在**交易保证金比例以及每日价格最大波动限制**两个方面做出优化：30年期国债期货的合约标的为面值100万元、票面利率3%的名义超长期国债，可交割券范围为发行期限不高于30年，合约到期月份首日剩余期限为25-30年的记账式付息国债；最小变动价位为0.01元；交易保证金执行标准为合约价值的3.5%；每日价格最大波动限制为上一交易日结算价的±3.5%。合约月份、交易时间、最后交易日、交割方式以及手续费等设置与现有的2年、5年以及10年期国债期货合约相同。

表 1:30 年期国债期货仿真合约及征求意见稿合约对比

期货品种	30 年期国债期货仿真合约	30 年期国债期货合约(征求意见稿)
合约标的	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义超长期国债	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义超长期国债
可交割国债	发行期限不高于 30 年，合约到期月份首日剩余期限为 25-30 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为 25-30 年的记账式付息国债
报价方式	百元净价报价	百元净价报价
最小变动价位	0.01 元	0.01 元
合约乘数	10000	10000
合约价值	报价乘以合约乘数	报价乘以合约乘数
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)	最近的三个季月(3 月、6 月、9 月、12 月)中的最近三个月循环)
合约代码	TL	TL
交易时间	09-30- 11:30, 13:00 - 15:15	09-30- 11:30, 13:00 - 15:15
交易保证金	4%	3.5%
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的±4%	上一交易日结算价的±3.5%
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五	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	最后交易日后的第三个交易日
交割方式	实物交割	实物交割

数据来源:中金所、中粮期货机构服务部整理

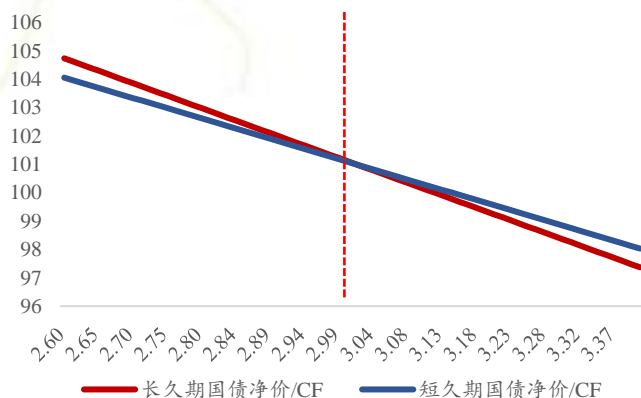
具体合约设计、品种对比及解读如下：

1、合约标的：面值为 100 万，票面利率为 3%

此前上市的 2 年期国债期货合约面值为 200 万元，主要考虑到其久期较短，通过增加期货合约面值更有利于兼顾曲线交易策略的平衡，即 1 手 2 年期国债期货合约即可与 1 手 5 年期国债期货合约达到久期匹配的效果。而 30 年期国债期货合约面值为 100 万元，与 5 年、10 年期合约保持一致，并未缩减面值为 50 万元。我们认为，主要原因在于：一方面，国债期货交割方式为实物交割，而一张国债现券的面值为 100 万元，50 万的面值会致使交割流程更加繁琐；另一方面，30 年国债现券的投资者主要为银行、保险等大型金融机构，50 万的面值或难以满足其较大规模的套期保值或调整资产负债久期的需求。整体来看，100 万的合约面值与现券市场更为匹配，能够更好地满足各类型投资者的超长端利率风险管理需求。

票面利率设置为 3% 与 2 年、5 年以及 10 年期国债期货合约设置相同，也与美国保持一致（美国国债期货合约短、中、长以及超长合约票面利率均为 6%）。从国债期货合约票面利率 3% 以及转换因子 CF 的计算出发，当收益率超过 3% 时，长久期国债价格下跌幅度较短久期国债更大，相对更便宜，易成为 CTD 券。历史情况来看，我国 30 年国债利率均高于 3%，意味着新发行的长久期国债经转换因子调整后价格相对更低，且我国 30 年国债现券流动性溢价较 10 年期限更少，未来 30 年期国债期货的 CTD 券可能较 10 年期国债期货更为稳定，从而使得空头交割选择权的价值较小，结合保险资金使用 30 年期国债期货弥补资产负债久期缺口的多头需求，预期 30 年期国债期货合约不会出现基差持续高位、期货长期贴水的现象。

图 1：现券收益率超 3% 时长久期国债易成为 CTD 券



数据来源：中粮期货机构服务部、wind

图 2：30 年国债利率整体高于 3%



数据来源：中粮期货机构服务部、wind

2、可交割国债期限：发行期限不高于 30 年、剩余期限在 25 年以上

发行期限不高于 30 年的限定可以剔除流动性较差的 50 年期老券在未来进入可交割券范围，可以较好预防新老券的流动性溢价问题，以及多头交割较为被动而放弃交割的现象，从而促进期现券得以更好收敛，提高国债期货合约定价的精准性，有助于期货价格发现功能的进一步发挥。

而剩余期限 25 年的设定能够有效扩大可交割债券选取的范围。若后续推进速度较快，上市合约包括 TL2306，则预期其可交割券范围内共有 9 只 30 年期国债现券，总发行规模达 29,813.8 亿元，整体将超过 2 年及 5 年期合约的可交割券规模。

表 2:TL2306 合约可交割券及规模预估

债券代码	债券简称	剩余期限(年) 2023-06-01	发行规模(亿元)
220024.IB	22 付息国债 24	29.40	2,380
220008.IB	22 付息国债 08	28.87	2,800
210014.IB	21 付息国债 14	28.38	2,500
210005.IB	21 付息国债 05	27.86	2,890
200012.IB	20 付息国债 12	27.29	5,009.5
200004.IB	20 付息国债 04	26.79	4,923.2
190010.IB	19 付息国债 10	26.14	4,074.3
180024.IB	18 付息国债 24	25.39	3,719.8
180017.IB	18 付息国债 17	25.14	1,517
TL2306 合约预计可交割券规模			29,813.8

数据来源:WIND、中粮期货机构服务部整理

考虑到 2 年、5 年以及 10 年期合约期货持仓市值占可交割券规模比例分别为 4.85%、3.63% 以及 3.27%，若 30 年期国债期货合约上市后，其持仓市值能达到可交割券规模的 3%，30 年国债期货 TL 持仓量或能接近 9 万手。此外，目前我国国债期货市值占现券市值比例仍然整体较低，随着投资者类型进一步丰富，超长端收益率曲线进一步健全，未来我国国债期货市场的发展空间仍然广阔。

表 3:现有国债期货合约市值占可交割券规模及 30 年期合约规模预估

	可交割券规模 (亿元)	期货持仓量 (手,单边)	期货持仓市值 (亿元,单边)	期货持仓市值 占可交割券规 模比例
2 年期 TS 合约	25,246.4	61,188	1,223.8	4.85%
5 年期 TF 合约	28,060.0	101,731	1,017.3	3.63%
10 年期 T 合约	54,118.4	176,805	1,768.1	3.27%
30 年期 TL 合约 (预估)	29,813.8	89,441	894.4	3.00%

数据来源:WIND、中粮期货机构服务部整理 (3 月 16 日主力合约数据)

3、最小变动点位：0.01 元

征求意见稿中，30 年国债期货合约最小变动点位为 0.01 元，较 2 年、5 年以及 10 年期合约提高一倍，主要原因在于 30 年国债期货合约可交割券久期区间在 16-18，是 10 年期合约可交割券久期的一倍以上，收益率波动 1bp 带来的现券净价以及对对应期货合约的波动相对较大。因此，0.01 元的设定符合超长端国债期货合约的久期结构以及现券交易特征。

4、交易保证金、涨跌停板：3.5%

征求意见稿中，30 年国债期货合约交易保证金和涨跌停板均为 3.5%，较仿真合约的 3.5%做出优化。自 2013 年国债期货合约上市以来，运行整体稳定，国债期货合约与国债现券利率关联性极强，与对应中债净价指数相关性均在 98% 以上。对于未来的 30 年期国债期货合约，考虑到久期因素，仅有现券收益率波动 20bp 以上时才可能触发 3.5% 的涨跌停板（可交割券久期为 16-18）。从历史数据来看，近十年 30 年国债利率波动超过 20bp 的情况仅有一次，波动幅度在 10-20bp 仅有 8 次，其余时段波动均为 5bp 以下。

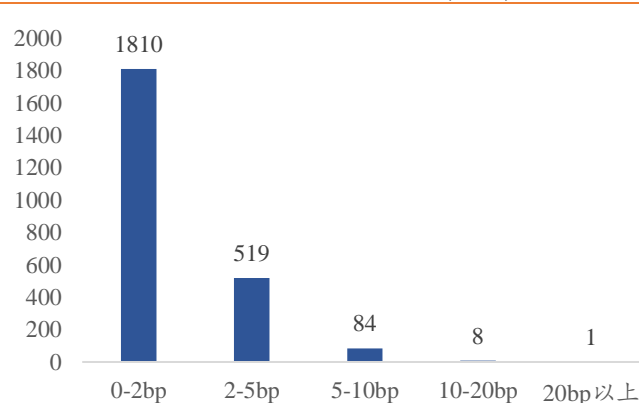
在保证金与涨跌停板同步的前提下，将 30 年期国债期货的涨跌停板设置在±3.5%较为合理，在能够有效控制价格波动幅度、降低 30 年期国债期货的市场风险的前提下，进一步提高资金使用效率，满足机构投资者的超长端利率风险管理需求。

图3：国债期货与现券联动较好，相关性较高



数据来源：中粮期货机构服务部、wind

图4：近十年30年国债利率波动分布(天数)



数据来源：中粮期货机构服务部、wind

表 4:30 年期国债期货合约(征求意见稿)与现有合约对比

期货品种	30 年期国债期货 (征求意见稿)	10 年期国债期货	5 年期国债期货	2 年期国债期货
合约标的	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义超长期国债	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义长期国债	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义中期国债	面值为 200 万元人民币、票面利率为 3% 的名义中短期国债
可交割国债	发行期限不高于 30 年，合约到期月份首日剩余期限为 25-30 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 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 5 年，合约到期月份首日剩余期限为 1.5-2.25 年的记账式付息国债
报价方式	百元净价报价			
最小变动价位	0.01 元	0.005 元		
合约乘数	10000			20000
合约价值	报价乘以合约乘数			
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)			
合约代码	TL	T	TF	TS
交易时间	09:30-11:30, 13:00-15:15			
现行交易保证金	合约价值的 3.5%	合约价值的 2%	合约价值的 1.2%	合约价值的 0.5%
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的 $\pm 3.5\%$	上一交易日结算价的 $\pm 2\%$	上一交易日结算价的 $\pm 1.2\%$	上一交易日结算价的 $\pm 0.5\%$
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			

数据来源:中金所、中粮期货机构服务部整理

5、中金所 30 年期国债期货推出的意义

2023 年即将迎来国债期货上市十周年。回顾过去十年，市场规模快速增长，市场流动性和定价能力均有十足进展，国债期货市场逐步趋于成熟，各项功能得到较好发挥。而近年来，银行、保险、年金等中长期资金接连获准入场，市场投资者结构进一步丰富，期现市场匹配度进一步增加，服务实体经济的能力也显著提升。在此过程中，国债期货市场呼声最高的便是超长期限国债期货的问世。

我国超长期国债主要由保险、商业银行等配置型机构持有，二级市场的流动性相对较差，而自 2020 年银保机构入市后对于超长期限债券的套期保值、久期管理需求较大，但此时尚未有能够有效对冲超长期利率风险的衍生工具，从而导致银保机构入市较慢，特别是保险机构在先后两批共计 10 家获批资格后仍然参与程度较低。

30年期国债期货上市可以填补超长久期利率风险管理工具的缺失，补全国债期货收益率曲线的“最后环节”，能够满足银保等机构的利率风险管理的需求，也能够为现券市场提供更加敏锐、可靠的超长端价格信号，进一步提升超长期国债现券交易活跃度，助力货币政策更加迅速、有效地传导。

不仅如此，30年期国债期货的上市也能够为更多不同类型的机构投资者提供丰富的曲线交易机会、跨品种套利策略，从而吸引更多投资者参与到国债期货交易中来，进一步提高市场的深度、广度，促进国债期货市场的功能发挥，为现券市场带来正向的传导效应。

最后，我国拥有较大规模的超长期地方政府债存量及新发量，其利率波动与国债高度相关。30年期国债期货的上市能够为超长期地方政府债的投资者、承销机构提供便捷、有效的对冲工具，从而稳定价格波动，助力地方债发行，助推区域经济发展，进一步提升金融期货服务实体经济的能力。

中粮期货机构服务部 (Institute Service Department of COFCO Futures Co., Ltd)

地址(address): 北京市东城区东直门南大街5号中青旅大厦4层 邮政编码: 100007

4th Floor, CYTS Plaza No.5 Dongzhimen South Ave, Beijing P.C: 100007



部门经理:	韩旭	电话: 010-59137067	邮箱: han-xu@cofco.com
产业客户:	韩迦南	电话: 010-59136909	邮箱: hanjianan@cofco.com
金融客户:	梁中艳	电话: 010-59137097	邮箱: liangzhongyan@cofco.com
境外客户:	仲鹤依	电话: 010-59137360	邮箱: zhongheyi@cofco.com
投研支持:	黄少艺	电话: 010-59137331	邮箱: huangshaoyi@cofco.com
	袁一品	电话: 010-59136922	邮箱: yuanyipin@cofco.com
	孟阳	电话: 010-59137019	邮箱: mengyang20@cofco.com
开户管理:	张旭	电话: 010-59136936	邮箱: zhangxu2@cofco.com
风控结算:	牟文婷	电话: 010-59137340	邮箱: muwenting@cofco.com
	陈秋羽	电话: 010-59136961	邮箱: chenqiuyu@cofco.com

中粮期货机构服务部是中粮期货总部直属大客户服务部门, 致力于为集团客户、大型产业客户与金融机构客户提供“一站式”期货业务服务。我们通过举办周度投研报告精选、定期的沙龙交流追踪热点、行业交流会议和大型产业论坛, 为客户提供期货业务体系培训; 投资、套保与风控部门搭建; 机制与流程设计与创新; 交易方案及策略辅助; 交易顺畅保障与个性化 IT 创新软件; 交割与质押等后续服务工作; 市场分析与研发; VIP 交易通道和定制化结算服务。

【法律声明】

中粮期货有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格(证监会批文号: 证监许可[2011]1453)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道, 中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正, 但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断, 仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果, 概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有, 为非公开资料, 仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权, 任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。