

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



他山之石：美国超长期限国债期货市场深度解析

➤ 中金所30年国债期货上市进入倒计时阶段

3月31日，中金所，30年期国债期货上市进入倒计时阶段。

本篇报告我们聚焦海外，介绍美国超长期限国债期货合约规则、市场概况，并分析其不同类型投资者的参与情况、基差结构等方面内容，为投资者提供借鉴。

➤ 美国超长期限国债期货合约及市场介绍

自1976年至今，美国已经建立起了涵盖短、中、长以及超长期限共计8个品种的完整国债期货产品体系，是全球范围内品种覆盖最全、市场规模最大的国债期货市场。截至2023年3月，单边持仓量总计1511万手，市场规模约2万亿美元，占国债现券规模达6.35%，相较之下，我国国债期货市场占现券规模仅1.74%，未来发展空间十分广阔。

合约规则方面，美国超长期国债期货UB及长期国债期货US合约标的票面利率均为6%，但现券YTM近十年均为达到该水平，致使转换因子低于1。经转换因子调整的CTD券久期整体高于现券久期，UB合约上市以来均值为27.9，期货实际久期明显较高；US合约均值为15.9，未来中金所30年期国债期货TL或与其相当。其他合约规则中，中金所30年期国债期货TL与美国超长期、长期国债期货合约整体类似，但在报价单位、交易时间、保证金比例、涨跌停板以及最后交易日方面有所不同。

市场规模方面，美国超长期限国债期货市场整体呈持续增长态势，其中UB合约“后来居上”，持仓及市场规模以超越US合约。现阶段UB、US合约两者合计持仓超260万手，合计市场规模超3500亿美元。流动性方面，美国长期国债期货US合约成交整体较为活跃，日均成交量约25-50万手，日均换手率约1/3；UB合约流动性稍差，日均成交量约15-30万手，日均换手率维持在1/6附近。

➤ 美国超长期限国债期货投资者参与情况

在投资者结构方面，资产管理机构参与超长期限国债期货以多头配置为主，是超长期限国债期货的主要做多力量，占市场总额超70%，且多头头寸增速较为稳定。其对于空头对冲同样存在较大需求，占比约1/4，但会根据利率趋势、政策周期进行择时对冲。

杠杆基金参与超长期限国债期货以空头对冲为主，近年来持有的空头头寸稳步增加，占市场总额近50%。且其广泛参与跨期套利交易，持有的价差头寸呈明显季节性分布。

交易商主要为商业银行，其持有国债期货占比约5-10%，但呈现从短端到长端品种参与规模逐级下降的情况，超长期限品种占市场总额不足3%。其持仓多空方向没有明显偏好，会根据市场情况进行灵活调整，历史来看择时较为准确。

➤ 美国超长期限国债期货基差结构

在基差方面，持有损益是影响美国国债期货基差的主要因素。但剔除持有损益后，美国10年以下期限国债期货整体处于平水状态。2年、5年合约净基差波动区间在[-0.05,0.05]，10年合约在[-0.1,0.1]，振幅较小且整体较为稳定。主要原因在于：1、美国中短期国债期货市场多空力量较为均衡；2、CTD券较为稳定交割转换期权价值较低。

但在超长期限国债期货品种，剔除持有损益后整体处于贴水状态。US合约净基差波动区间在[0,0.2]，UB合约净基差波动区间在[-0.1,0.3]。主要原因在于：超长期限衍生品工具有限，且超长期限国债久期较长，利率波动风险较大，空头力量在超长期限国债期货聚集，致使其长期贴水。

前言

2023年3月17日，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。征求意见稿的发布意味着我国超长期限国债期货上市的脚步渐行渐近，国债期货合约上市的“十周年”之际再度迎来新品种，30年期国债期货TL将补全收益率曲线“最后环节”。

3月31日，中金所，30年期国债期货上市进入倒计时阶段。

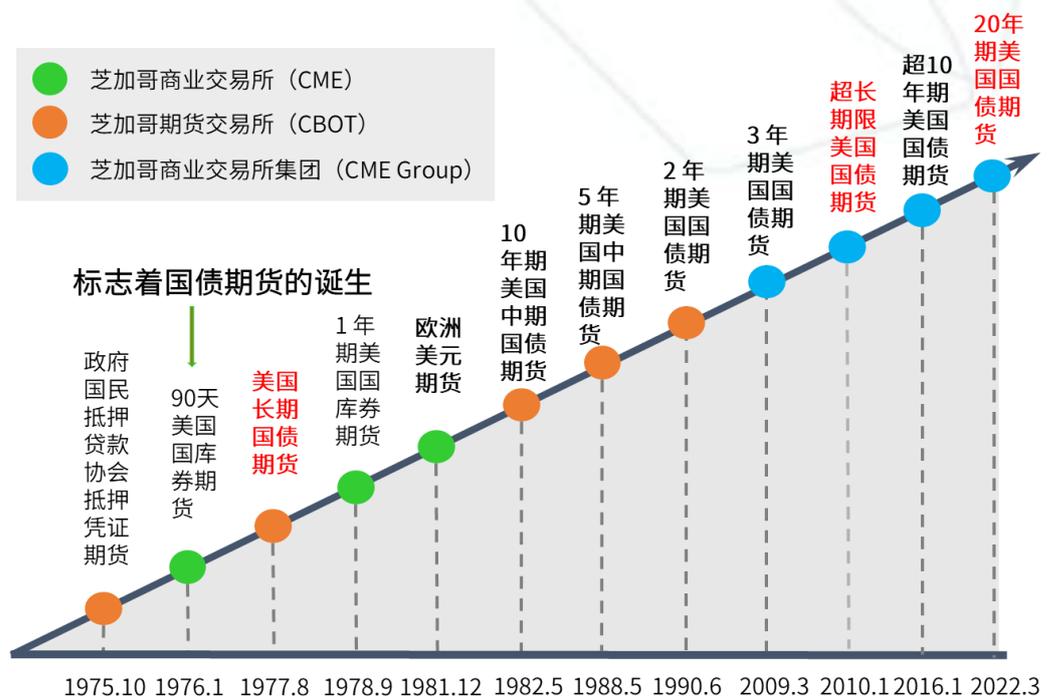
我们此前的热点报告[《千呼万唤始出来：中金所30年期国债期货征求意见稿解读》](#)详细介绍了征求意见稿中的合约设计。本篇报告我们聚焦海外，介绍美国超长期限国债期货合约规则、市场概况，并分析其不同类型投资者的参与情况、基差结构等方面内容，为投资者提供借鉴。

一、美国国债期货发展历史

上世纪 70 年代，在布雷顿森林体系解体和石油危机爆发的背景下，利率波动大幅加剧，市场迫切需要便利有效的利率风险管理工具来对冲风险。为满足市场需求，1975 年 10 月，美国芝加哥期货交易所（CBOT）率先推出了政府国民抵押贷款协会抵押凭证期货合约，开启了利率期货交易的先河，标志着美国乃至全球利率期货产品的诞生。仅仅 4 个月后，芝加哥商业交易所（CME）推出了 90 天国库券期货合约，标志着国债期货正式诞生，并于 1978 年再度推出 1 年期美国国库券期货合约。

为更好满足市场需求，丰富收益率曲线不同期限的衍生品工具，1977-1990 年，CBOT 先后推出长期、10 年、5 年、2 年期国债期货，并被市场迅速认可，市场规模快速扩大，成为了主流的国债期货品种。2007 CME 收购 CBOT 后，又于 2009-2022 年再度推出 3 年、超长期、超 10 年以及 20 年国债期货等品种，进一步覆盖收益率曲线中的各个期限。

图 1：美国国债期货发展历程



数据来源：CME、中粮期货机构服务部

至此，美国已经建立起了涵盖短、中、长以及超长期限共计 8 个品种的完整国债期货产品体系，是全球范围内覆盖最全、规模最大的国债期货市场。

表 1:美国国债期货品种持仓量及市场规模 (2023.3.30)

品种	持仓量 (万手)	市场规模 (亿美元)	可交割券期限
10 年期国债期货	418.76	4,815.77	6.5-10 年
5 年期国债期货	436.46	4,757.39	4.17-5.25 年
3 年期国债期货	0.96	20.29	2.75-3 年
2 年期国债期货	235.93	4,860.18	1.75-2 年
长期国债期货	120.73	1,569.53	15-25 年
超 10 年期国债期货	157.10	1,885.15	9.5-10 年
超长期国债期货	141.48	1,980.78	25 年以上
20 年国债期货	0.02	0.28	19.17-20 年
总计 (单边)	1,511.44	19,889.37	-

数据来源:CME、中粮期货机构服务部整理

截至 2023 年 3 月 30 日,美国国债期货市场单边持仓量总计 1511 万手,合计市场规模约 2 万亿美元,其国债现券存量规模约 31.5 万亿美元,因此国债期货市场规模约占国债现券规模的 6.35%。不仅如此,美国国债期货合约均有挂钩对应的国债期货期权合约,市场规模同样较为庞大,其国债衍生品市场占国债现券比例整体较高。相较之下,我国国债现券存量约 25.9 万亿元,而国债期货单边市场规模约 4500 亿元,仅占 1.74%,且现阶段尚未有国债期货期权品种上市,未来发展空间十分广阔。

二、美国超长期国债期货合约介绍

美国国债期货已上市品种中，合约标的超过 10 年期限国债期货品种包括 3 个：美国长期国债期货、美国 20 年国债期货以及美国超长期国债期货。其中，20 年期国债期货于 2022 年 3 月上市，运行时间较短，市场规模及流动性均较小。因此，本文主要介绍 1977 年上市的美长期国债期货 US 以及 2010 年上市的美超长期国债期货 UB。

表 2: 中金所 30 年期国债期货与美国长期、超长期国债期货合约规则

期货品种	30 年期国债期货 (征求意见稿)	美国超长期国债期货 (US ULTRA BOND)	美国长期国债期货 (US BOND)
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 10 万美元、票面利率为 6% 的名义美国国债	面值为 10 万美元、票面利率为 6% 的名义美国国债
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	交割月首日剩余期限为 25 年以上 的美国国债	交割月首日剩余期限为 15-25 年 的美国国债
报价方式	百元净价报价		
最小变动价位	0.01 元	1/32 点	
合约乘数	10000	1000	
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	UB	US
交易时间	09-30- 11:30, 13:00 - 15:15	CST/CDT 17:00-16:00	
交易保证金	合约价值的 3.5%	不同合约随市报价 UB2306 6500USD	不同合约随市报价 US2306 4200USD
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的 ±3.5%	上一交易日结算价的 ±8%	上一交易日结算价的 ±4.5%
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五	最后交割日前推七个交易日 (交割月 22-23 日)	
最后交割日	最后交易日后的第三个交易日	交割月份最后一个交易日	
交割方式	实物交割		

数据来源: 中金所、CME、中粮期货机构服务部整理

从合约标的来看，美国超长期国债期货 UB 及长期国债期货 US 均为面值为 10 万美元、票面利率为 6% 的名义美国国债，两者可交割国债的剩余期限设置分别为 25 年以上、15-25 年。

其中，美国超长期国债期货 UB 虽未设置发行期限不高于 30 年，但上一次美国财政部发行 50 年国债在 1911 年，40 年国债为 1955 年。现阶段市场中并无流通超过 30 年期限的美国国债。因此，中金所 30 年期国债期货 TL 与美国超长期国债期货 UB 的可交割券期限基本一致。

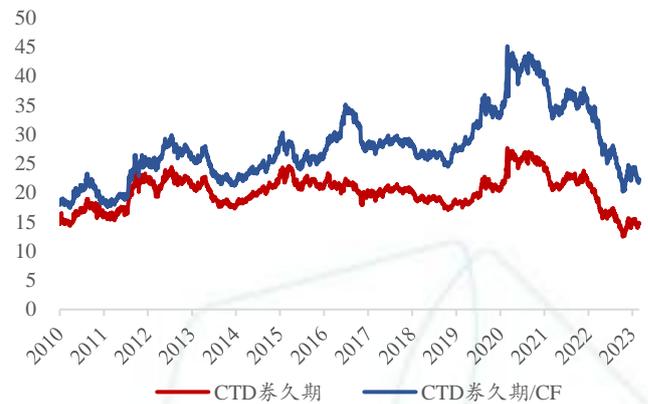
需要注意的是，2010 年以来 UB 主力合约的 CTD 券平均久期为 20.2，但 UB 合约标的中虚拟券票面利率为 6%，30 年期美债利率自 2010 年 UB 合约上市以来始终低于 6%，致使转换因子明显低于 1，经转换因子调整的 CTD 券久期整体高于现券久期(CTD 券久期/CF)，2010 年来均值为 27.9，期货实际久期明显较高。

图2：美国超长期UB主力合约CTD券利率及转换因子



数据来源：CME、彭博、中粮期货机构服务部

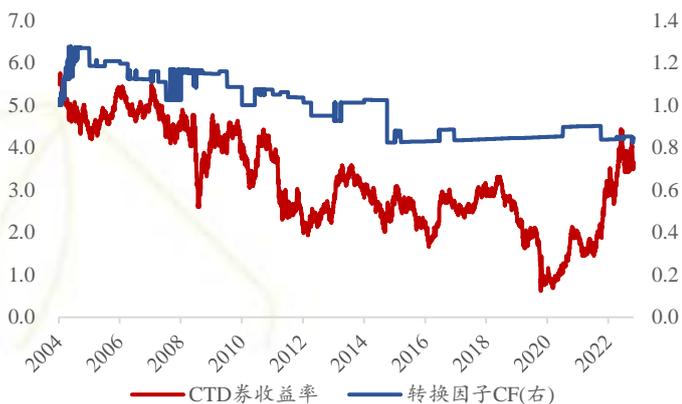
图3：美国超长期 UB 实际期货久期高于现券久期



数据来源：CME、彭博、中粮期货机构服务部

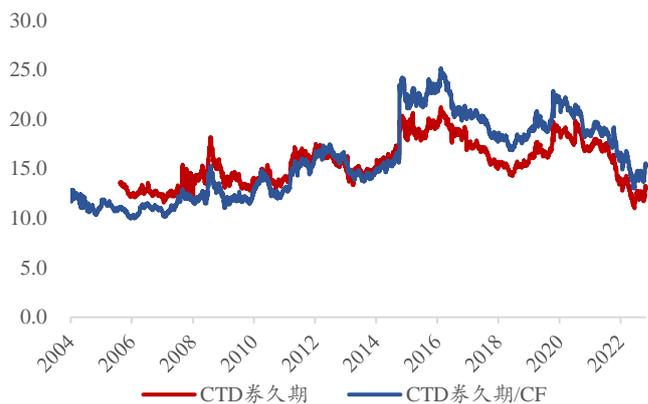
而美国长期国债期货 US 可交割券范围为剩余期限为 15-25 年的美国国债，自 2004 年以来其 CTD 券的平均久期为 15.6。虽然 US 合约标的虚拟券票面利率同样为 6%，转换因子整体低于 1，但相较超长期合约 UB 更为稳定，经转换因子调整的 CTD 券久期整体高于现券久期(CTD 券久期/CF)，2004 年来均值为 15.9。

图4：美国长期US主力合约CTD券利率及转换因子



数据来源：CME、彭博、中粮期货机构服务部

图5：美国长期 US 实际期货久期略高于现券久期



数据来源：CME、彭博、中粮期货机构服务部

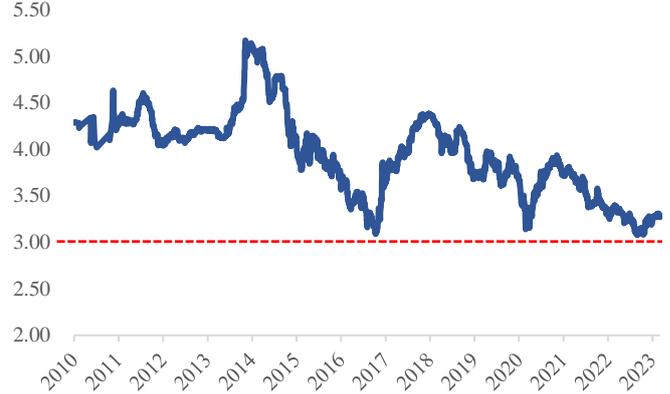
对比之下，我国中金所 30 年期国债期货 TL 可交割券久期约 16-18，且历史情况来看，我国 30 年国债利率均高于 3%，意味着可交割券的转换因子将大于 1，经转换因子调整的期货久期将略低于现券久期。因此，未来中金所 30 年期国债期货 TL 或与美长期国债期货 US 的实际期货久期相当。

图6：中金所30年国债期货可交割券剩余期限及久期(估)



数据来源：中粮期货机构服务部、wind

图7：30年国债利率整体高于3%



数据来源：中粮期货机构服务部、wind

其他合约规则中，中金所30年期国债期货TL与美国超长期、长期国债期货合约整体类似，但在报价单位、交易时间、保证金比例、涨跌停板以及最后交易日方面有所不同。

其中，中美国债期货市场均为百元净价报价，但中国市场为百分位进制，而美国市场为三十二分位进制，超长期UB、长期US的合约报价单位均为为32分之一的点数，即每个点数代表合约价格的1/32（折合百分位0.03125）。

交易时间上，中国国债期货市场为09:30-11:30，13:00-15:15进行交易，目前并无夜盘。而美国国债期货市场为吸引全球范围内的投资者参与，其交易时间为17:00-16:00，每天仅有1小时休市时间。

在交易保证金方面，CME并未给出各个合约的具体保证金比例，而是随合约报价，例如UB2306合约保证金为6500美元、US2306合约保证金为4200美元，按现阶段市场价格及合约名义价值计算，其保证金比例分别约4.6%、3.2%。

但需要注意的是，超长期UB、长期US合约的保证金比例均明显低于交易所设置的每日价格最大波动限制（涨跌停板），两者分别为上一交易日结算价的±8%以及±4.5%，但出现市场剧烈波动时，交易保证金将无法覆盖涨跌停板范围，极端环境下存在较大风险。相较之下，我国国债期货市场保证金比例与涨跌停板比例一致，即每日最大盈亏即已支付的合约保证金，能够有效防范极端市场下的风险。

在最后交易日及最后交割日方面，中美市场同样存在一定区别，中金所国债期货合约的最后交易日均为交割月份的第二个星期五，最后交割日为最后交易日后的第三个交易日。而美国国债期货市场中，短期限与长期限合约

之间存在一定差别，如 2 年、5 年等品种最后交易日为交割月份最后一个交易日，最后交割日为最后交易日后的第三个交易日；但 10 年及以上品种的合约到期时间明显前移，最后交割日为交割月份最后一个交易日，最后交易日则为最后交割日前推七个交易日(一般为交割月 22-23 日)。

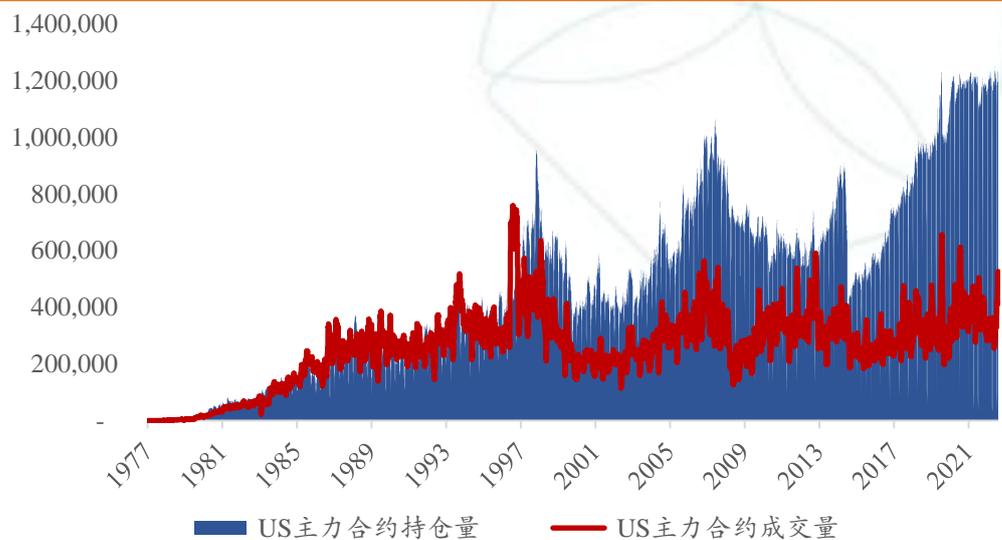
三、美国超长期国债期货市场运行情况

1、市场规模及流动性

自 1977 年美国长期国债期货 US 合约上市以来，其市场规模不断扩容，期间经历数次起伏，例如 2008 年金融危机后对衍生品监管趋严，且 2010 年《多德 - 弗兰克法案》落地后全球衍生品市场规模明显下降，使得美国国债期货市场整体滑坡。但 2016 年后，美国长期国债期货 US 市场规模再度攀升，截至 2023 年 3 月其单边持仓手数达 120 万手，市场规模超 1500 亿美元。

流动性方面，美国长期国债期货 US 合约成交整体较为活跃，2000 年之前日均成交量超过其持仓量，即每日换手率在 1 倍以上，此后 20 年多换手率虽有下降，但流动性始终较好，现阶段日均成交量在 25-50 万手之间波动，日均换手率约 1/3。

图 8：长期美国国债期货 US 成交及持仓量(手)



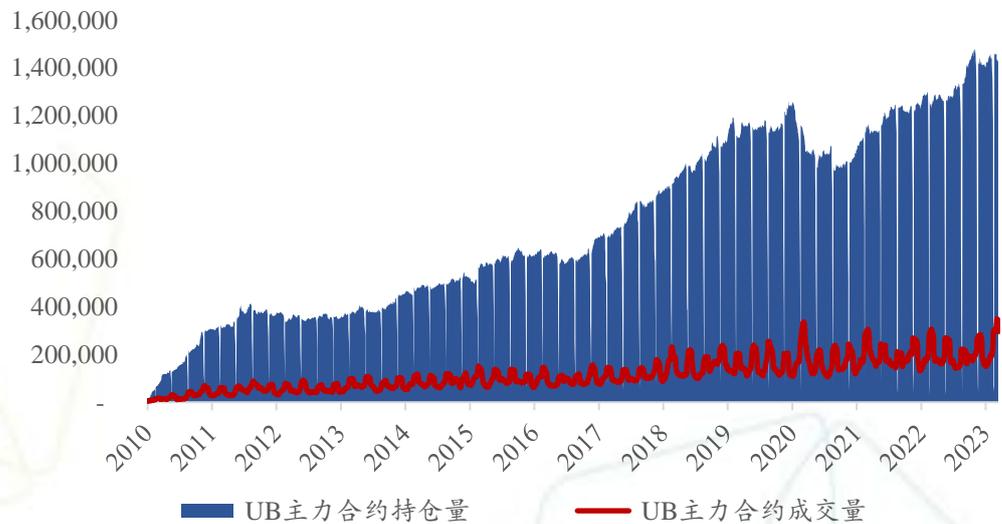
数据来源：CME、彭博、中粮期货机构服务部

2010 年，美国超长期国债期货 UB 上市，虽然监管环境对衍生品市场规模扩容整体不利。但伴随着 30 年美国国债发行量的稳步上升，超长端利率的风险对冲需求也明显增加，作为唯一的场内超长端利率风险对冲工具，超长期国债期货 UB 的市场持续增加。截至 2023 年 3 月，其单边持仓手数超 140 万手，市场规模近 2000 亿美元，已经超过美国长期国债期货 US 的市场规模。

但在流动性方面，美国超长期国债期货 UB 的成交量始终不及其他主要

期限活跃，自 2010 年上市以来其日均换手率均不足 20%，现阶段每日成交量在 15-30 万之间波动，较长期国债期货 US 合约明显不足。

图 9：长期美国国债期货 US 成交及持仓量(手)



数据来源：CME、彭博、中粮期货机构服务部

2、投资者结构及参与策略

在投资者结构方面，美国期货交易委员会（CFTC）将美国国债期货机构投资者分为四大类：资产管理机构、杠杆基金、交易商以及其他机构。

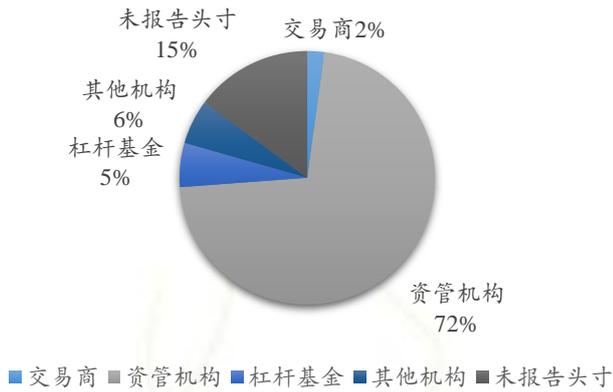
资产管理机构包含保险公司、养老基金以及共同基金等，其参与超长期限国债期货以多头配置为主。截至 2023 年 3 月，资产管理机构持有的 US+UB 合计多头头寸占比达 72%，是超长期限国债期货的主要做多力量。此外，资产管理机构也有较大规模的空头对冲需求，其持有的 US+UB 合计空头头寸占比也达到市场总量的 1/4；

杠杆基金主要包括私募基金、对冲基金、CTA 基金等，其参与超长期限国债期货以空头对冲为主。截至 2023 年 3 月，杠杆基金持有的 US+UB 合计空头头寸占比近一半（48%），是超长期限国债期货市场的最大空头参与者；

交易商主要是大型银行以及中间商，也是美国国债期货市场中的重要参与力量，在中短期品种中占比一般达 5-15%，但在超长期品种中占比相对较少，其持有的 US+UB 合计多头头寸占比仅 2%、空头持仓占比为 9%。

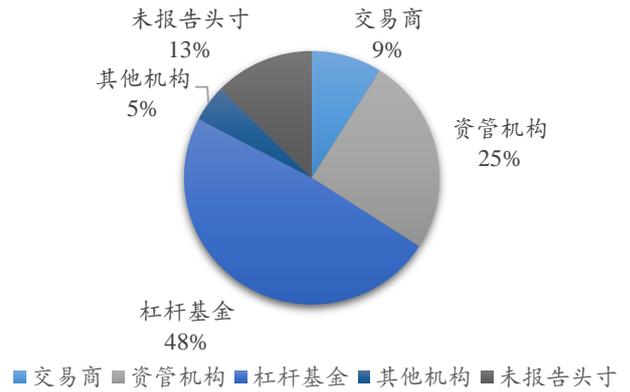
其他机构包括小型银行、财务公司以及抵押权人等，占市场份额约 5%。

图10: 美国超长期国债期货 US+UB多头持仓结构



数据来源: CFTC、中粮期货机构服务部

图11: 美国超长期国债期货 US+UB 空头持仓结构

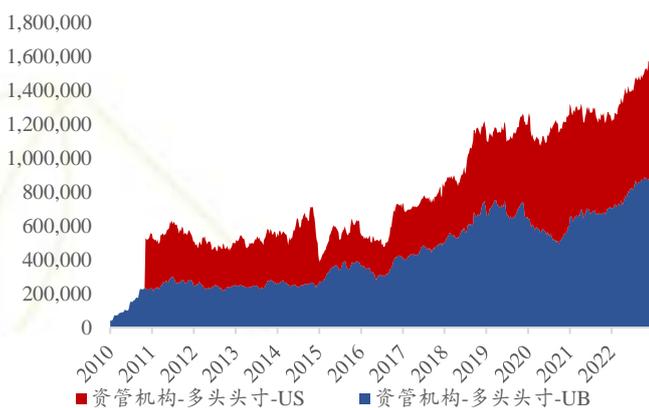


数据来源: CFTC、中粮期货机构服务部

通过统计不同类型机构的多空头寸的历史数据, 可以分析其需求变化情况及主要参与策略。作为最大的参与类型, 资产管理机构的多头配置需求较为稳定, 其持有的超长期国债期货多头头寸随着市场规模的增加而增加, 合并持仓手数自 2011 年的 50 万手上涨至 2023 年 3 月的 150 万手, 且增速十分稳定。

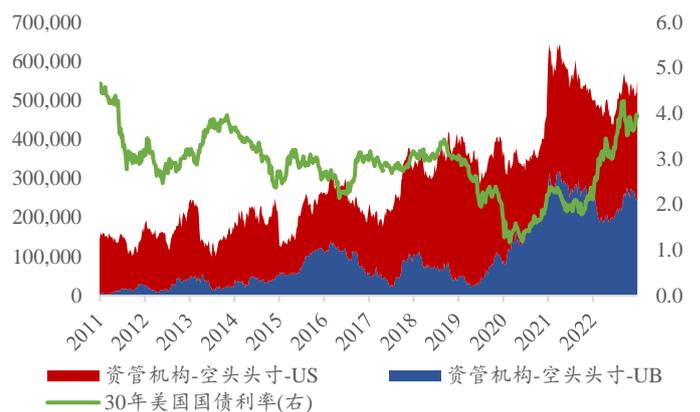
资产管理机构的空头头寸虽然整体增加, 但呈现较为明显的周期性, 其会根据利率趋势、政策周期择时对冲超长端利率风险。但利率下行时, 其会加大空头对冲需求, 增加空头头寸, 例如 2019-2021 年其空头头寸持续增加; 而利率上行时, 其会减少空头头寸, 例如 2022 年美联储进入加息周期后其空头头寸逐步减少, 即“越跌越买, 约涨越卖”。

图12: 资产管理机构超长期多头配置需求稳定增长



数据来源: CFTC、中粮期货机构服务部

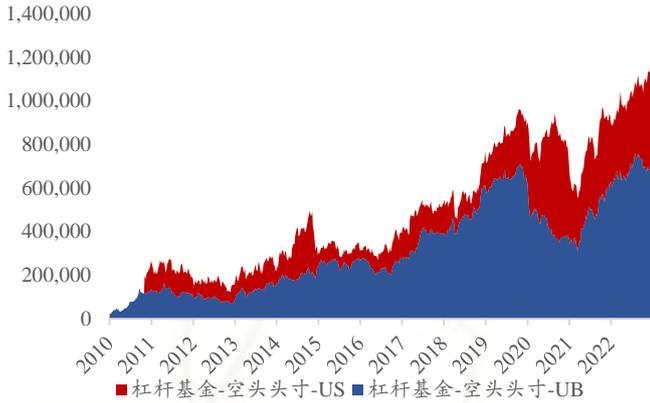
图13: 资产管理机构择时对冲超长端利率风险



数据来源: CFTC、中粮期货机构服务部

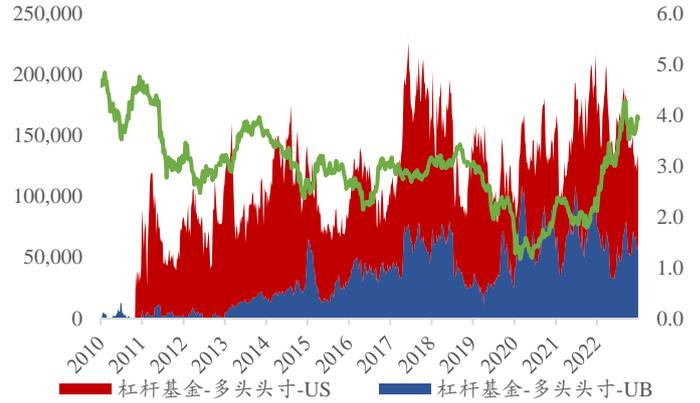
杠杆基金是美国超长期国债期货市场主要空头力量, 其空头套保需求较为稳定, 自 2010 年以来稳步增加, 目前 US+UB 合约累计空头持仓已近 120 万手。但其多头头寸整体较少且并无明显变化规律, 自 2010 年以来 US+UB 合约累计多头持仓未超过 20 万手。

图14：杠杆基金超长期限空头套保需求较为稳定增长



数据来源：CFTC、中粮期货机构服务部

图15：资产管理机构择时对冲超长端利率风险



数据来源：CFTC、中粮期货机构服务部

交易商分类中最主要的机构类型为商业银行，CFTC 会独立统计并公布商业银行持有的衍生品头寸并按月度进行披露，通过统计可以发现，其持有国债期货占比约 5-10%，略高于其国债现券持有比例（3-6%），且呈现从短端到长端参与规模逐渐下降趋势。例如 2 年、5 年期品种其持仓占比均接近 10%，10 年期品种为 5%，而超长期品种占比则不足 3%。

但美国商业银行对于国债期货持仓的多空方向没有明显偏好，会根据市场情况进行灵活调整，且历史来看择时较为准确。例如在 2019 年 Q1-Q2 出现降息预期时，美国商业银行的 10 年期国债期货头寸由多空均衡转为多头为主，2019 年 8 月进入降息周期后其持有的头寸仍然多头占比较高。

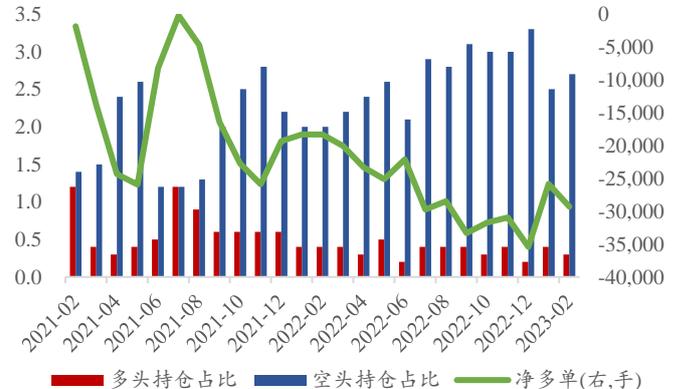
在超长期品种方面，其自 2021 年以来主要以空头套保为主，且 2022 年进入加息周期后空头头寸不断增加，直到 2023 年一季度其净空头头寸才有所减少，或表明其认为加息周期将进入尾声。

图16：美国商业银行10年期国债期货多空持仓占比



数据来源：CFTC、中粮期货机构服务部

图17：美国商业银行长期国债期货 US 多空持仓占比

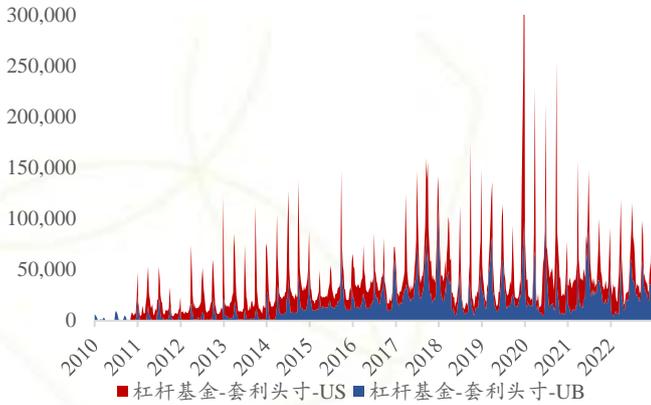


数据来源：CFTC、中粮期货机构服务部

除各类型机构的多空头寸外，CFTC 还会公布其持有的价差头寸（套利头寸），主要参与者为资产管理机构和杠杆基金，且其两者的参与策略类型

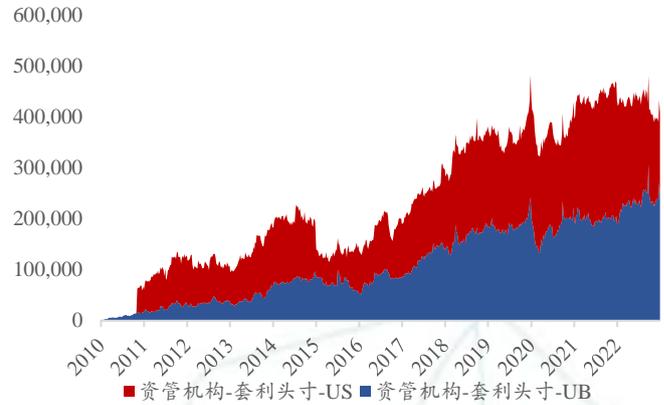
存在较大不同。其中，杠杆基金套利规模相对较小，但呈明显季节性分布，每次合约换月时其持有的套利头寸均会陡增，表明其策略以跨期套利为主；而资产管理机构的套利头寸规模较大，且其头寸呈逐年增加态势，并无明显的季节性分布情况，其参与套利交易或以曲线策略为主。

图18：杠杆基金套利头寸呈明显季节性分布



数据来源：CFTC、中粮期货机构服务部

图19：资管机构套利头寸呈逐年增加态势

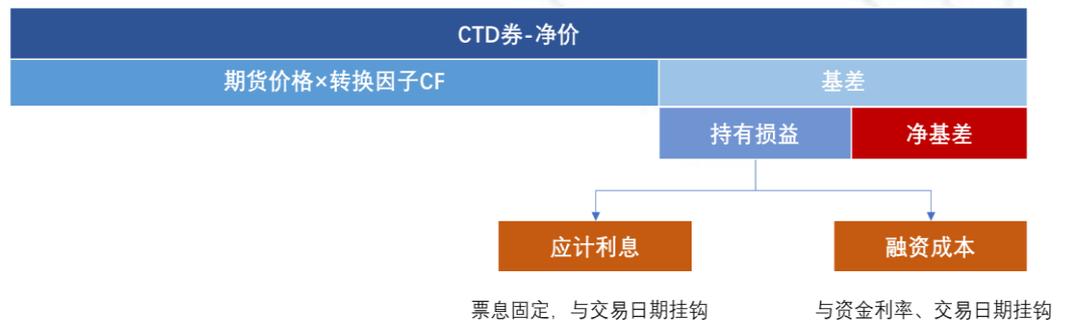


数据来源：CFTC、中粮期货机构服务部

3、市场基差情况

从理论上讲，国债期货的基差(现券-期货)可拆分为持有损益+净基差，其中持有损益与息差(票息与资金利率的差值)直接挂钩。

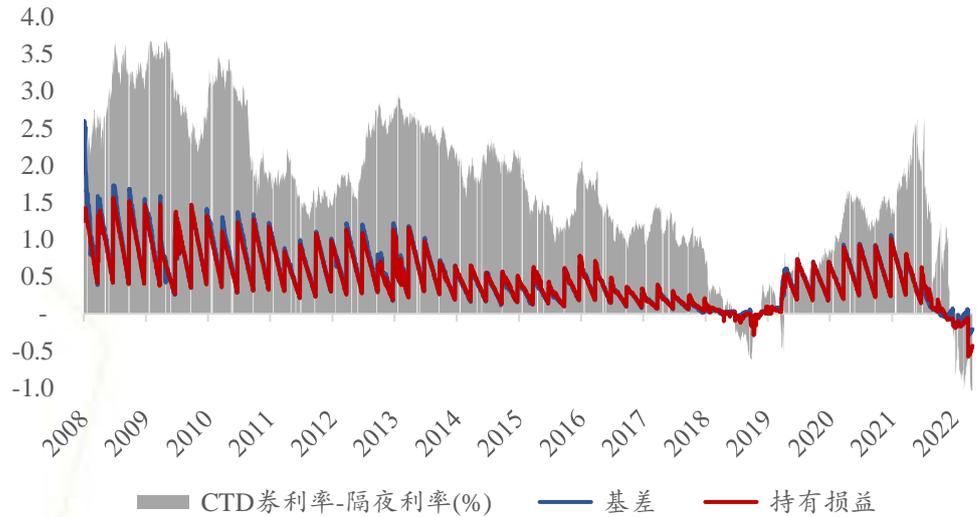
图20：国债期货基差拆分



数据来源：中粮期货机构服务部

在美国国债期货市场中，持有损益是影响美国国债期货基差的主要因素，当收益率曲线斜率为正时，持有损益 >0 ，基差 >0 ，此时美国国债期货市场整体贴水；当收益率曲线倒挂时，票息低于融资成本(隔夜利率)，此时持有损益 <0 ，基差 <0 ，此时国债期货市场呈升水格局，例如2022年加息周期以来，随着衰退预期加重，美国收益率曲线深度倒挂，长端利率低于短端利率，国债期货CTD券利率低于资金利率，使得各期限国债期货均出现升水情况。

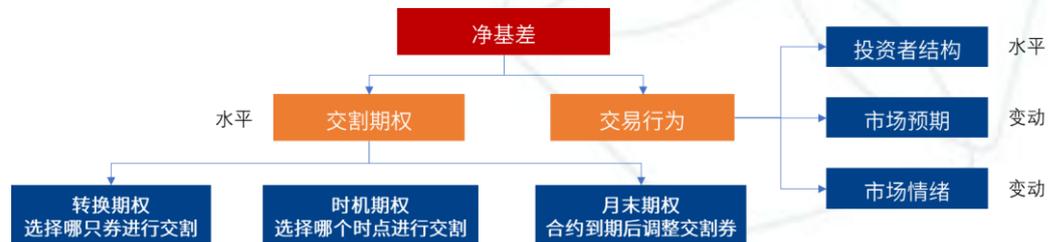
图 21: 10 年期美国国债期货基差、持有损益及利息差



数据来源：彭博、中粮期货机构服务部

但剔除持有损益后，国债期货的净基差包含交割期权价值和市场交易行为，其中交割期权价值源自于国债期货实物交割制度赋予卖方的权利大于买方；市场情绪则受投资者结构、市场预期以及市场情绪等多方面因素影响。

图 22: 国债期货净基差拆分



数据来源：中粮期货机构服务部

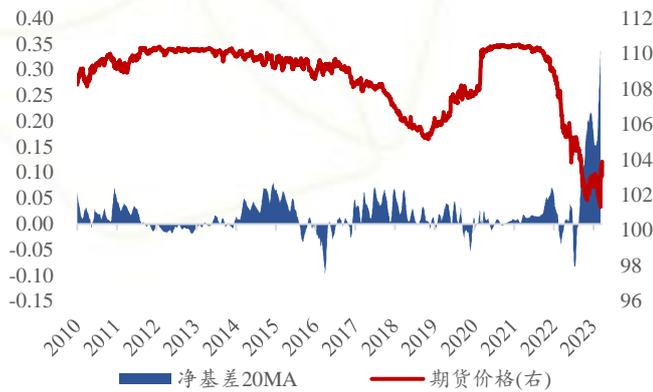
历史来看，剔除持有损益后，美国 10 年以下期限国债期货整体处于平水状态。其中 2 年、5 年主力合约 CTD 券的净基差波动区间在 $[-0.05, 0.05]$ ，10 年主力合约 CTD 券净基差波动区间在 $[-0.1, 0.1]$ ，振幅较小且整体较为稳定，显著低于我国同期限国债期货合约的净基差水平。主要原因在于：1、美国中短期限衍生品工具丰富，互换、期权、远期等工具应用广泛，国债期货市场多空力量较为均衡；2、可交割券实际利率与合约标的虚拟券 6% 的利率距离较远，且市场流动性溢价较小，致使 CTD 券较为稳定，交割转换期权的价值较低。

但 2022 年四季度以来，随着美联储加息进程延续、表态偏鹰且超出市场预期，国债期货市场空头力量明显增强，中短期合约净基差快速飙升近 0.3，出现明显贴水现象。2023 年 3 月，美国 10 年期国债期货净基差水平升

至 0.25 附近，整体居于历史高位，且在银行风险事件后贴水也并未修复。

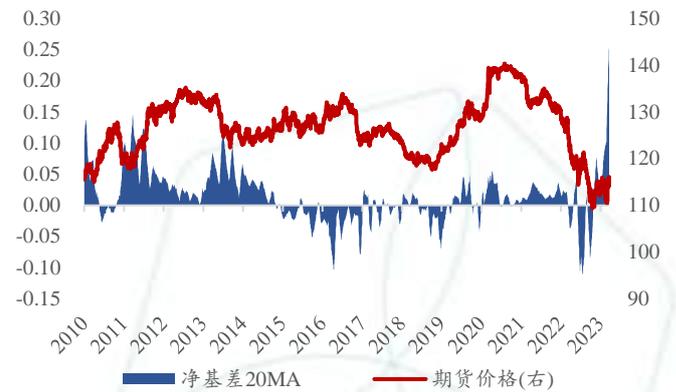
对此，我们认为：一方面，参与国债期货的投资者对于美联储货币政策的制定仍然较为谨慎，对停止加息乃至提前进入降息周期并不乐观；另一方面，美国银行风险事件后，全球风险偏好快速下降，资金从风险资产快速撤出并进入债券市场，而美国国债现券市场流动性相对不足，致使现券收益率大幅下行，价格快速上涨，且其涨幅超过同期限国债期货价格，从而导致贴水进一步加深。

图23：2年期美国国债期货价格、净基差20MA



数据来源：CFTC、中粮期货机构服务部

图24：10年期美国国债期货价格、净基差20MA



数据来源：CFTC、中粮期货机构服务部

但在超长期限国债期货市场中，整体与 10 年以下期限品种的基差结构明显不同，剔除持有损益后整体仍处于贴水状态。2010 年以来，美国长期国债期货 US 净基差波动区间在 $[0,0.2]$ ，而超长期国债期货 UB 净基差波动区间在 $[-0.1,0.3]$ 。我们认为美国超长端国债期货市场贴水的主要原因在于：美国中短期限衍生品工具丰富，而超长期限工具有限，且超长期限国债久期较长，利率波动风险较大，空头力量聚集在超长期限国债期货进行风险对冲，致使其长期贴水。

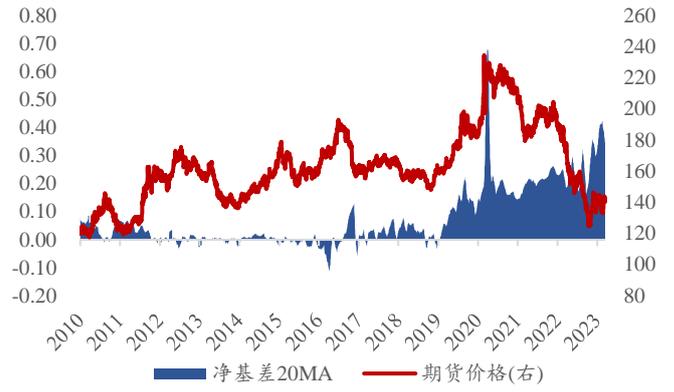
不仅如此，长期 US 合约及超长期 UB 合约两者之间的基差结构同样有所区别。US 合约的基差较为稳定，仅有 2020 年疫情期间出现大幅波动，且整体无明显趋势；但 UB 合约在 2010-2019 年间贴水幅度较小，而 2020 年疫情后大幅贴水，或与宏观环境不稳定、美联储政策剧烈变化相关，投资者对外来的不确定性的套保需求大幅，且 UB 合约的流动性明显不及 US 合约，致使净基差中枢逐级抬高，期货贴水显著增加。

图25：长期美国国债期货US价格、净基差20MA



数据来源：CFITC、中粮期货机构服务部

图 26：超长期美国国债期货 UB 价格、净基差 20MA



数据来源：CFITC、中粮期货机构服务部

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



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
	刘若洋	电话: 010-59136909	邮箱: liuruoyang@cofco.com
	汪梦鸥	电话: 15622753481	邮箱: wangmengou@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。