

对 30 年期国债行情的一些思考

走势评级：国债：震荡
报告日期：2024 年 03 月 01 日

★多重因素推动，30 年期国债走强

30 年期国债大幅走强，收益率曲线超长端明显变平是多重因素共同导致的。首先，市场对于长期基本面的预期正在发生变化。这包括“城投-地产”发展模式难以为继、人口总量下降以及老龄化现象的加剧、海外环境的挑战增加。其次，市场需求明显强于供给，资产荒格局持续。供给端，今年 1-2 月政府债、超长债净融资额低于过去两年同期水平，另外高息资产规模也在快速下降。需求端，货币政策处于宽松周期内，但实体融资需求改善节奏较慢，资金滞留在金融体系之中，银行对于非银机构的债权增速持续上升，各类机构购债的意愿普遍较强。基金、其他产品等交易盘是最近两个月净买入 30Y 国债的主要力量，保险机构主要买入 30Y 地方债，城商行去年四季度大量加仓，近期开始止盈。再次，TL 上市叠加交易力量逐渐入市，30Y 国债的活跃度不断上升，流动性溢价水平下降。最后，近期广谱利率下降的消息较多，超长债也有随之下行的动力。

★短期警惕调整风险，长期 30-10 或难持续倒挂

近期债市调整风险较高。市场过度博弈降息，但对于财政发力反应极为钝化。30Y-10Y 利差极低，若交易盘大量止盈，利差将会上行。长期来看，收益率曲线将会趋平，预计未来央行的非对称降息将成为常态。但收益率曲线持续倒挂的风险不高，1-10 年期利差存在政策利率的约束，预计后续财政会增加超长债的发行规模，尽可能维持正常的、倾斜向上的收益率曲线。

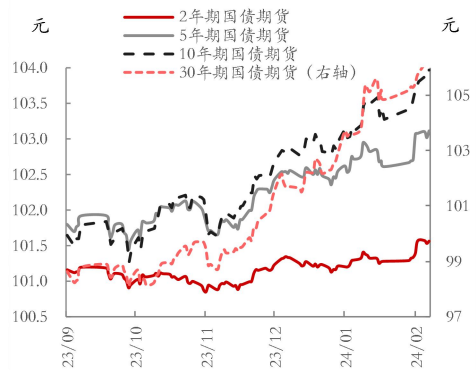
策略方面：1) 政策格局清晰之前不宜做多。2) 债市调整期间，30Y-10Y 利差大概率走阔，待市场重回多头逻辑后，若超长期政府债供应量偏低，利差有望再度压缩。3) 做阔基差策略主要博弈债市调整，应快进快出。4) 较为担忧债市调整的投资者可关注空头套保策略。5) 若同时博弈 30Y-10Y 利差的上行和 TL 基差的回升，可布局多 10 年期现货+空 TL 的策略。

★风险提示：

人民币汇率超预期贬值，输入性通胀压力上升。

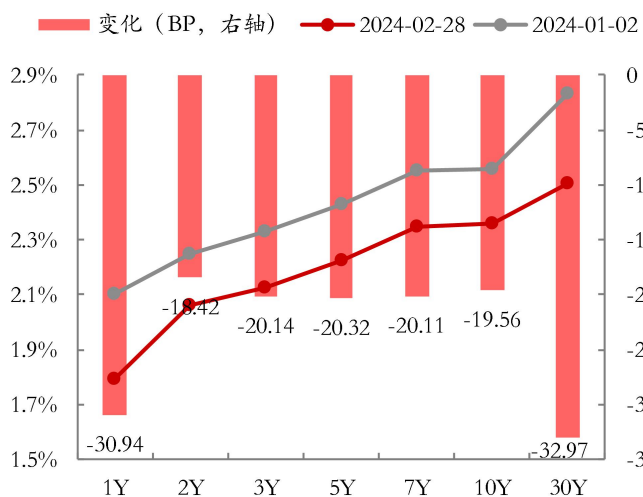


张粲东 宏观策略分析师
从业资格号：F3085356
投资咨询号：Z0018866
Tel: 63325888-1610
Email: candong.zhang@orientfutures.com



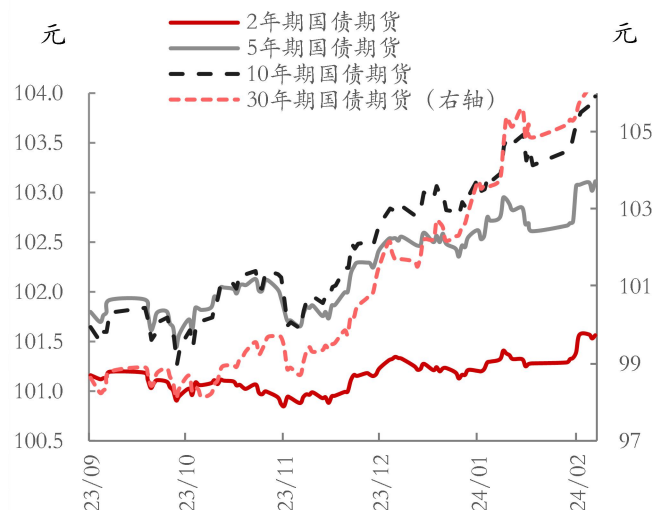
2024 年以来，30 年期国债表现十分亮眼。截止 2 月 28 日收盘，30 年期国债收益率（中证估值）为 2.50%，较 1 月 2 日下行 33BP；30Y-10Y 利差为 14BP，较 1 月 2 日压缩 13BP，创有数据以来的新低；TL2406 结算价为 106.73 元，较 1 月 2 日上涨 5.26 元，同样创上市以来的新高。那么，30 年期国债为何大幅走强？未来又会如何变化？期货上存在着何种投资机会？

图表 1：国债利率普遍下行，30 年表现尤为亮眼



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：国债期货均上涨，TL 涨幅更大



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

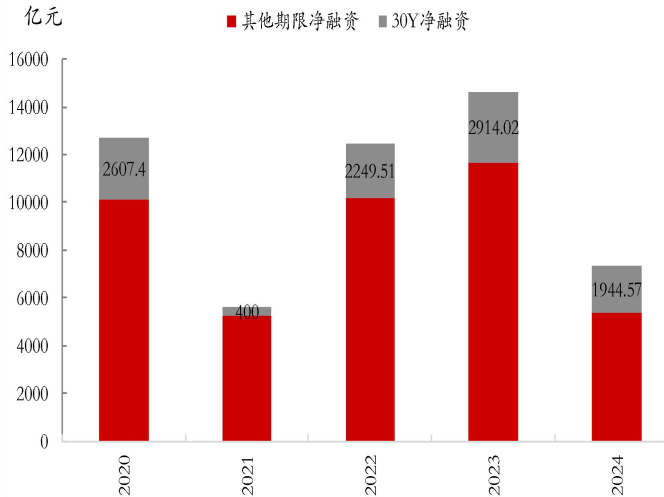
1、多重因素推动，30 年期国债走强

30 年期国债大幅走强，收益率曲线超长端明显变平是多重因素共同导致的。首先，市场对于长期基本面的预期正在发生变化。根据纯预期理论，收益率曲线反映了市场对于未来利率水平的预期。长期来看，基本面格局的变化会导致利率水平的下降。一者，随着居民杠杆率接近极限，作为主要货币创造渠道的地产行业难以持续高速发展，“城投-地产”发展模式难以为继，实体融资需求整体下降。其二，人口总量逐渐下降，老龄化问题正在加剧，这会进一步压低利率的水平。其三，海外正在进入“高波动、高通胀”的格局之中，挑战整体增加，也不利于预期的改善。从当前债市走势来看，超长债正在对长期基本面预期重新定价。

其次，市场需求明显强于供给，资产荒格局持续。供给端，一者，2024 年利率债发行节奏偏慢，超长期债券的供给量是偏低的。截止 2 月 28 日，今年利率债净融资规模为 0.73 万亿，2022 和 2023 年同期分别为 1.24 和 1.46 万亿；今年 30Y 利率债净融资额为 1945 亿元，2022 和 2023 年同期分别为 2914 和 2250 亿元。从历史经验来看，当超长期利率债供给量较大时，30Y-10Y 利差更易上升，供给下降格局下，30Y-10Y 利差往往下行。二者，高收益资产规模整体下降。近年来，我国的高收益债券主要集中于城投领域，但是随着化债政策的逐渐落实，新增城投债规模快速减少，信用利差水平也在不

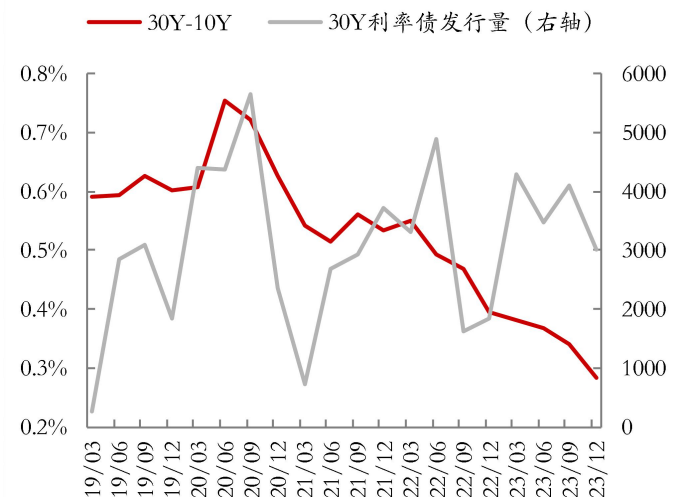
断被压缩。

图表3：今年1-2月利率债供给量偏低



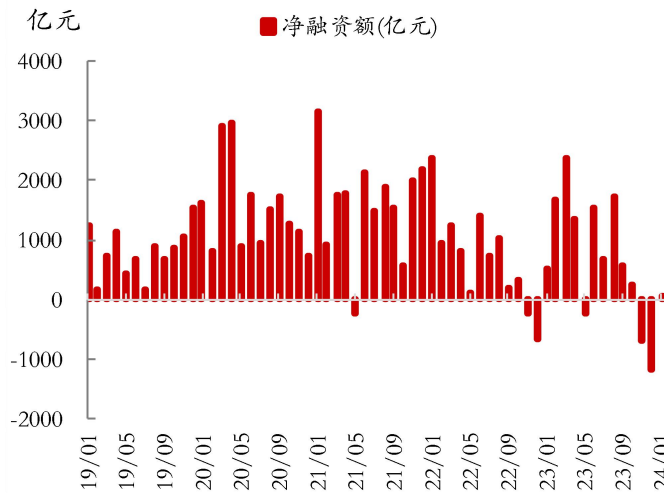
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表4：供给量下降时，30Y-10Y利差更易下行



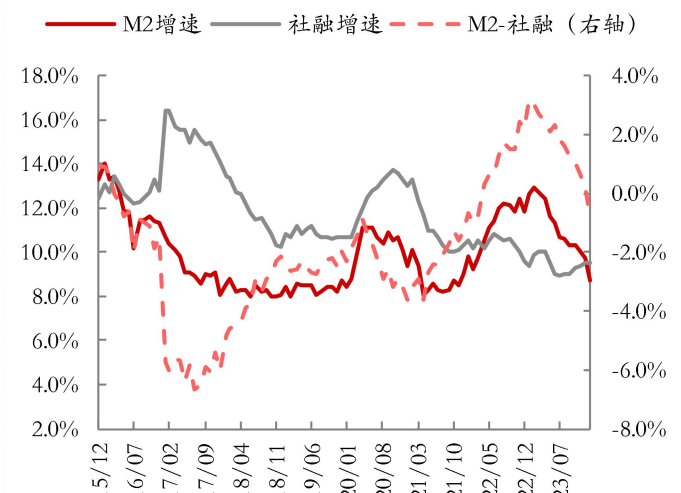
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表5：城投债供给量明显收缩



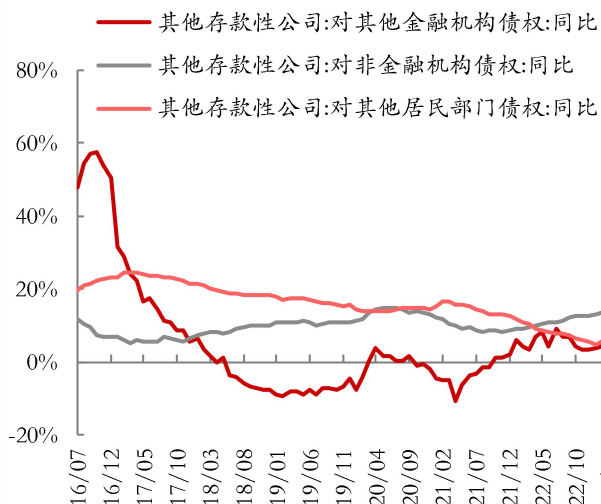
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表6：M2-社融之差处于高位，资产荒格局延续



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表7: 银行对非银债权增速上升, 对实体增速下降



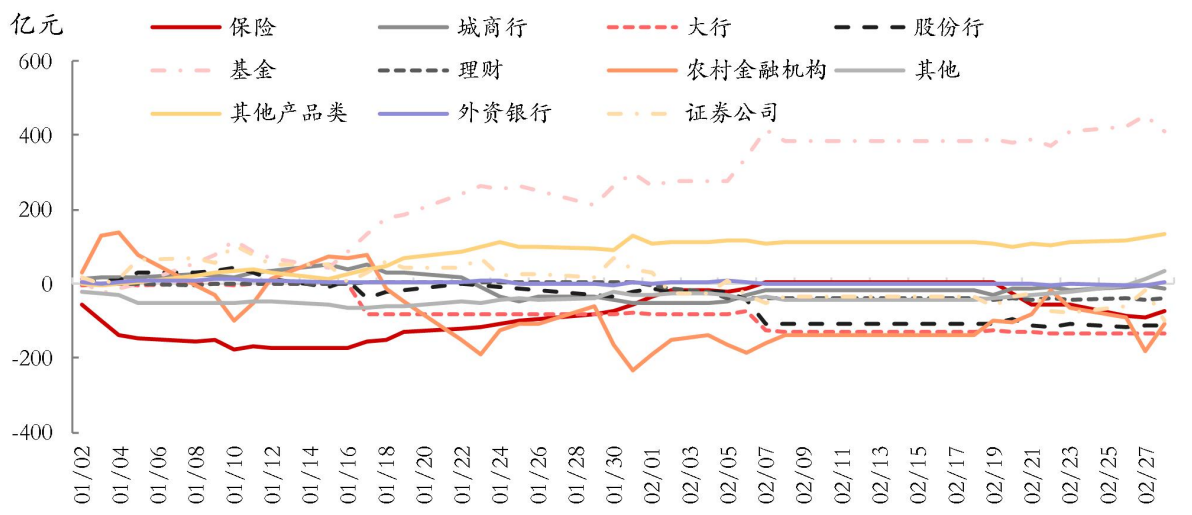
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表8: 利率上行时, 农商行往往买入 30Y 国债



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表9: 截止2月28日, 各类机构累计买入 30Y 国债规模



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

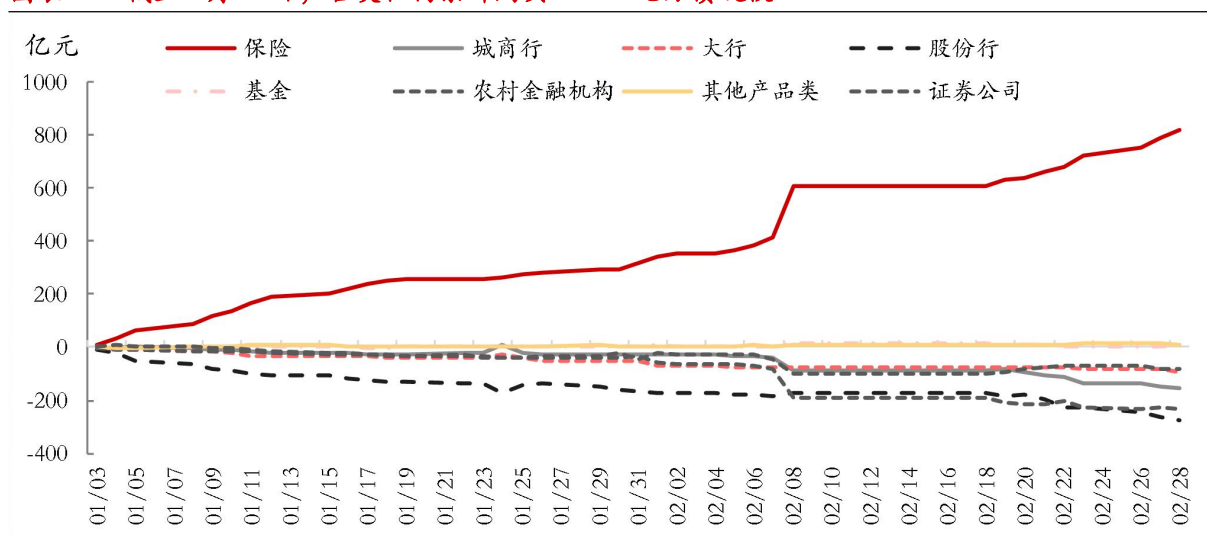
机构购债需求较强。货币政策处于宽松周期内, 但实体融资需求改善节奏较慢, M2 增速-社融增速之差整体偏高, 资金滞留在银行体系之中, 银行对于非银机构的债权增速也在持续上升, 各类机构购债的意愿普遍较强。为打击资金空转现象, 央行有意引导收益率曲线在中短端趋平, 资金利率水平未大幅下行, 对于过剩的资金而言, 拉久期策略的性价比高于加杠杆, 超长债利率由是下行。分机构来看, 2024 年以来, 交易类型的机构, 如基金、其他产品 (主要是券商资管等产品) 大量购入 30 年期国债, 而保险、农商行等机构累计净卖出。公募基金采取相对收益考核机制, 利率下行往往会增

加购债规模。另外，也有一些混合债基通过购入30年国债现货、期货来对冲权益端的风险。从公募披露的持仓数据来看，这种行为在去年四季度就有所显露，今年年初权益市场波动幅度较大，预计此类操作也会持续。

在贷款增速下降、存款利率下调的背景之下，农商行配债的意愿整体较强。但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。去年四季度债市调整时，农商行持续净买入30Y国债，今年开年以来以净卖出为主。2月之后，在继续加杠杆空间有限，而信用下沉受到限制的情况下，部分农商行也选择通过增配30Y国债的方式来增厚收益，这体现为30Y国债累计净卖出规模的下降。

长期来看，保险机构是稳定净买入30年期国债的。随着保费收入的不断增长，保险公司购债增速整体上升。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，超长债更易受到险资的青睐。保险机构从去年11月末开始大量购入30年期国债，今年初开始止盈卖出，但随着市场做多情绪不断发酵，1月中下旬期再度开始购买30Y国债。另外，年初至今，保险机构大量购入了超长期的地方债。

图表10：截止2月28日，各类机构累计购买入30Y地方债规模



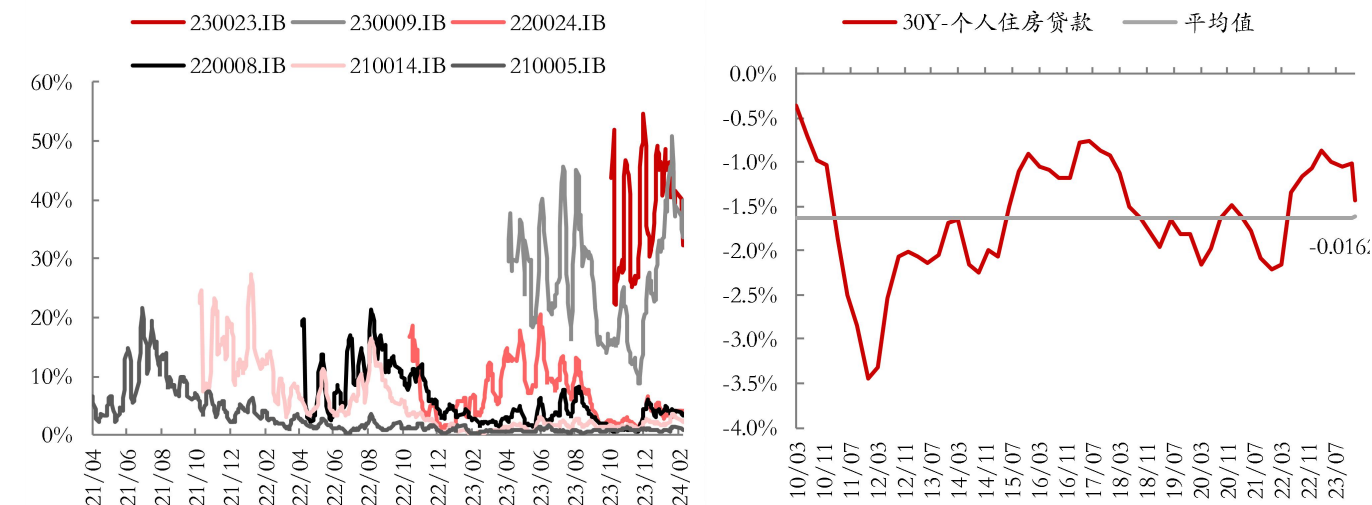
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

再次，超长债的交易活跃度正在上升，流动性溢价水平下降。历史上，30年期国债市场规模小，投资机构以配置盘为主，交易较不活跃。但近期出现了两个变化：一者，去年30年期国债期货上市，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，现货的流动性有所提升；二者，随着利率水平的快速下降，交易盘大量涌入30年期国债现券市场，活跃券换手率明显上升。流动性溢价下降也是导致30Y-10Y利差快速压缩的重要原因。

最后，近期广谱利率下降的消息较多，超长债也有随之下行的动力。一者，2月5年期以上LPR利率下降25BP，以此为锚的个人住房贷款利率水平随之下行，从利差水平来

看，30 年期国债水平略偏高，因此存在下行的动力。二者，存款和保险利率水平均在下降，银行和保险负债成本下行有利于国债利率中枢的下移。

图表 11：去年 4 月起，30Y 国债活跃券换手率逐渐上升 图表 12：30Y 国债利率 vs 个人住房贷款利率



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

2、短期警惕调整风险，长期 30-10 或难持续倒挂

短期来看，超长期国债调整风险较高。一方面，市场部分透支了未来政策面的利好，而对于潜在利空反应钝化。30 年期国债收益率一度下破 1 年期 MLF 利率，市场对于长期降息的预期已经充分计入，但目前海外降息的时间节点尚不清楚，短期内央行降息的概率并不高。年初以来，由于中央强调不搞强刺激，且多个债务压力较高的省份申请基建项目受到了更为严格的监管，市场对于财政发力的预期整体不高，目前债券价格基本未计入财政发力的预期。事实上，从提振通胀、拉动经济增长的效果来看，财政政策是要强于货币政策的，今年稳增长压力依然较高，且政府对于目标通胀的关注度进一步上升，这意味着财政政策势必要进行发力。另一方面，交易盘大量买入 30 年期国债，市场拥挤度整体有所上升，一旦风险事件发生，利率将会快速上行，且 30 年利率上行的幅度应大于 10 年。3 月 1 日，市场止盈情绪开始上升，国债收益率就开始了快速上行，后续还需持续关注政策端的变化。

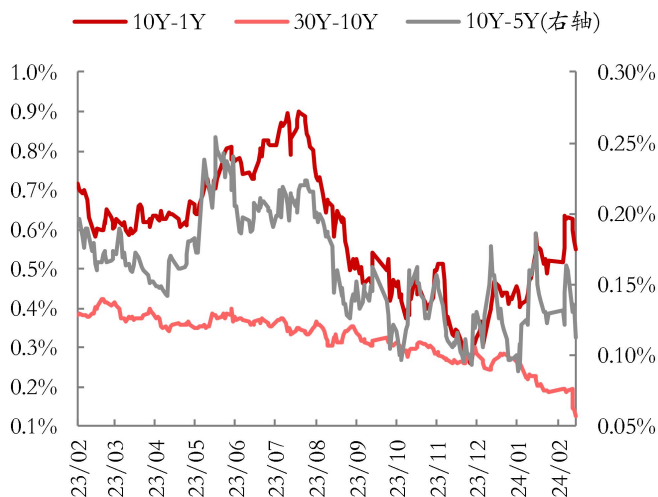
长期来看，在通胀压力未趋势性上升之前，国债利率应以下行为主，而由于基本面预期的变化，收益率曲线将会变得比较平坦。平坦的收益率曲线一方面有助于防止资金空转；另一方面也能够推动金融体系让利实体经济。预计未来央行的非对称降息将成为常态，1YMLF 利率下行的幅度应更大。

但收益率曲线持续倒挂的风险不高。1 年期和 10 年期国债倒挂的风险很小，我国独特的货币政策工具体系有助于保持正常的、倾斜向上的收益率曲线。7 天期逆回购利率是短端利率体系的锚，而从经验上看，1 年期 MLF 利率是 10 年期国债收益率的锚，只要

政策利率不到挂，1年期和10年期利率持续倒挂的风险就是很小的。30年期国债利率缺乏明确的政策锚，因此其下行幅度可以较大，若市场做多情绪较为极端，不排除30年期利率低于10年的可能性。但曲线过平乃至倒挂，商业银行的净息差压力就会进一步上升，对于货币政策的压力也较大，这可能不是政策层面所希望看到的。展望未来，超长期政府债供给量将进一步增加，财政通过增加超长债的供给尽可能对冲曲线倒挂的风险。

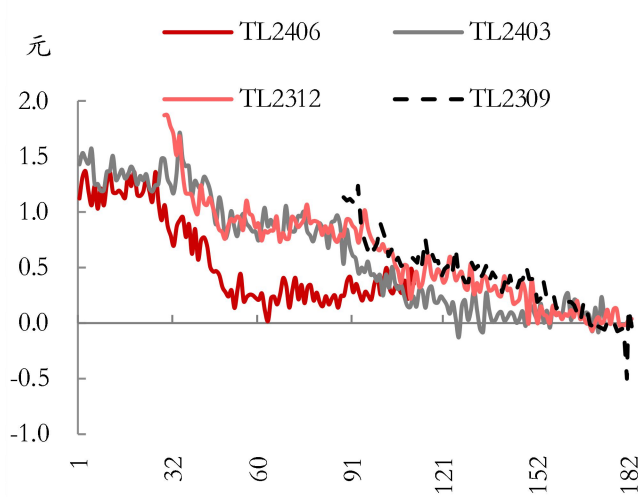
策略方面：1) 国债已经开始调整，政策格局清晰之前不宜做多。长期来看，债市偏多的格局仍未变化，随着利率上行动能趋缓，配置价值增强后，可逐渐加仓做多。2) 债市调整期间，30Y-10Y利差大概率走阔，待市场重回多头逻辑后，若超长期政府债供应量偏低，利差有望再度压缩。3) 随着1日盘中调整，TL2406合约基差水平有所回升，做阔基差策略主要博弈债市调整，应快进快出。待市场重回多头逻辑后，基差将再度回落。4) 较为担忧债市调整的投资者可关注空头套保策略。5) 若同时博弈30Y-10Y利差的上行和TL基差的回升，可布局多10年期现货+空TL的策略。

图表13：各期限国债利差变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表14：TL基差水平正在逐渐回归季节性



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3、风险提示

人民币汇率超预期贬值，输入性通胀压力上升。

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