

### 30 年期国债期货热点系列之三：TL 上市 首周运行情况点评



走势评级： 国债：震荡  
报告日期： 2023 年 04 月 29 日

#### ★ TL 整体上涨，跨期价差先走阔后收窄

上市首周(04.21-04.28), TL 整体上涨。截至 28 日收盘, TL2306、2309 和 2312 合约分别收报 96.64 元、96.05 元和 95.59 元, 分别较挂盘基准价上涨 0.81%、0.79%和 0.83%。

根据中证估值数据, TL2306 合约的 CTD 券主要集中于 200004.IB 和 210014.IB 上。TL2306 合约 CTD 券基差走势基本和期价走势负相关, 先小幅收敛后有所反弹。截至 4 月 28 日, TL2306 合约的基差和净基差均高于 T2306, IRR 水平略低于 T2306, 正套反套机会暂不明显。上市首日, 投资者更倾向于用流动性更好的 06 合约做多, TL06-09 合约价差由 0.56 元走阔至 0.74 元。但此后几个交易日 09 合约上涨幅度相对更大。截至 28 日收盘, 06-09 合约价差收窄至 0.59 元。

#### ★ TL 交易较为活跃, 投机情绪逐渐下降

上市首日, 市场交投情绪活跃, TL 成交量达到 1.35 万手, 随后震荡回落至 28 日的 5331 手, 每日成交量均低于 T、TF 和 TS。但随着国债期货市场不断发展, 参与者逐渐增加, 就上市首周来看, TL 的日均成交量高于 T 和 TS, 持仓量高于 T、TF 和 TS。上市首日, 投机资金整体主导交易, TL 成交持仓比较高。但随后几个交易日, TL 成交持仓比震荡下行, 截至 28 日, 该数值降至 0.56, 已经和其余三种国债期货较为接近。

#### ★策略展望

单边策略: 不建议继续追高。虽然市场做多情绪不断发酵, 但政策利率下调的可能性不高, 叠加市场情绪逐渐转向过热, 做多安全边际不足, 仍建议保持一丝谨慎; 期现策略: 关注基差收敛后的空头套保机会; 跨期策略: 关注各合约 2306-09 价差收窄机会; 跨品种策略: 关注多 T 空 TL 策略。

#### ★风险提示:

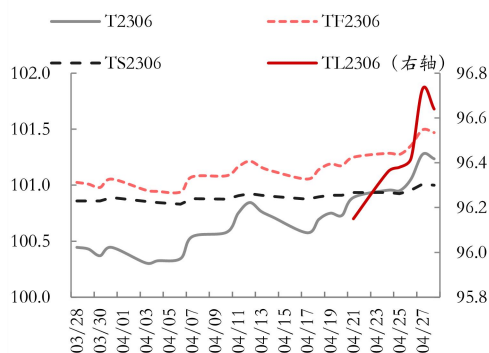
基差波动超预期, 交割风险。

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

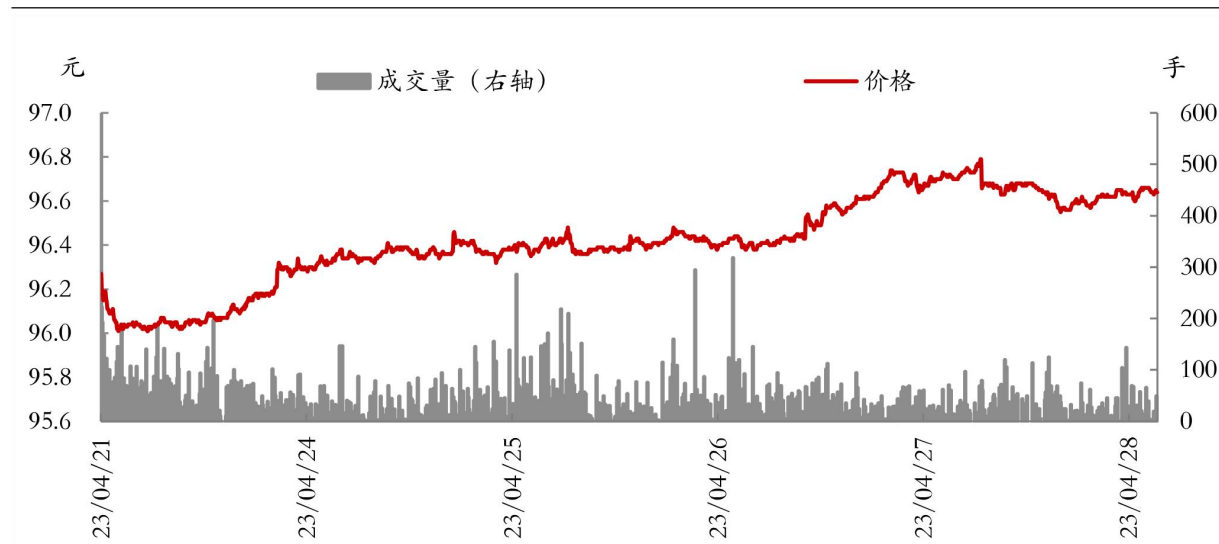
#### 主力合约行情走势图



## 1、TL 整体上涨，跨期价差先走阔后收窄

截至 2023 年 4 月 28 日，TL 合约已经上市了 6 个交易日。从价格方面来看，TL 整体上涨，仅 28 日小幅下跌。由于市场对于经济修复的可持续性存疑、对于政治局会议出台刺激政策的预期不断下修、部分银行下调存款利率后市场降息预期升温，叠加跨月资金面不紧，上市前 5 个交易日 TL 整体震荡上涨。但随着止盈力量出现，4 月 28 日 TL 有所下跌。截至 28 日收盘，TL2306、2309 和 2312 合约分别收报 96.64 元、96.05 元和 95.59 元，分别较挂盘基准价上涨 0.81%、0.79%和 0.83%。

图表 1：上市以来 TL2306 价格走势及成交量变化

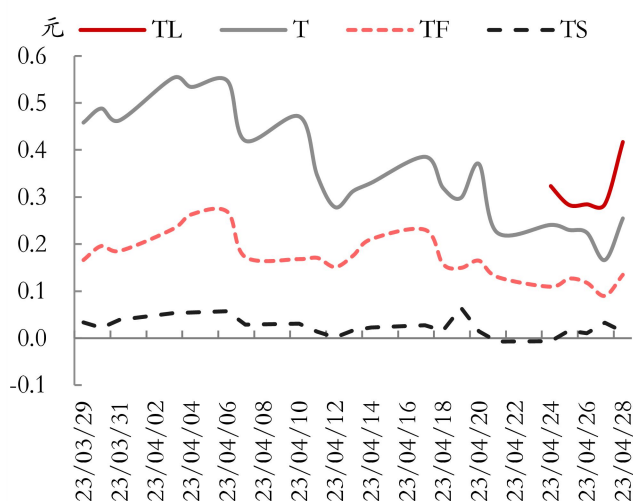


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

TL2306 合约 CTD 券基差先小幅收敛后有所走阔，目前正套反套机会均暂不明显。根据中证估值数据，TL2306 合约的 CTD 券主要集中于 200004.IB 和 210014.IB 上，前 5 个交易日 CTD 券基差分别为 0.30、0.32、0.28、0.28 和 0.28，虽然期货价格持续上涨，但现券收益率也在下行，基差仅小幅收敛。28 日期债普遍下跌，TL2306 合约 CTD 券基差反弹至 0.42，略高于 T2306 (0.25)；IRR 约为 0.05%，低于 T2306 (0.85%)，正套反套机会暂不明显。

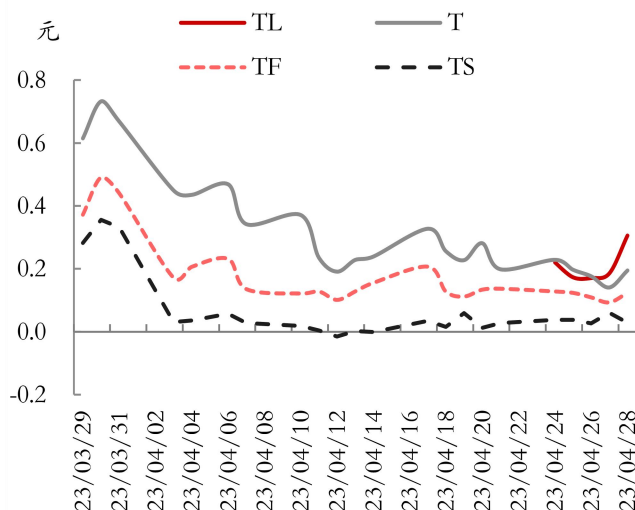
TL2306-TL2309 合约价差先走阔后收窄。上市首日，市场做多情绪不断发酵，投资者普遍选择用流动性较好的 06 合约做多，TL06-09 合约价差由 0.56 元走阔至 0.74 元。但由于价差相对过高，叠加 06 合约基差已经不高，做多 TL2309 合约性价比逐渐上升，此后几个交易日 09 合约上涨幅度相对更大，06-09 合约价差震荡收窄至 28 日的 0.59 元。

图表 2: 各期限国债期货主力合约 CTD 券基差



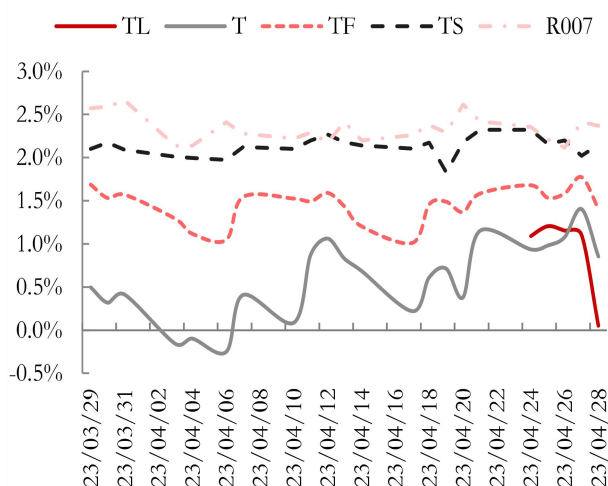
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 3: 各期限国债期货主力合约 CTD 券净基差



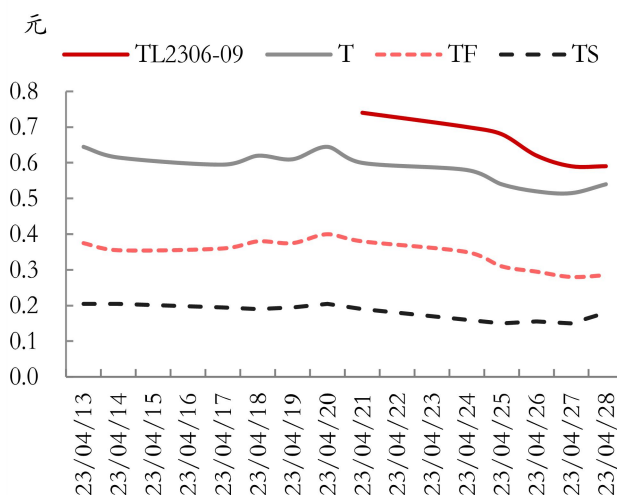
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 各期限国债期货主力合约 CTD 券 IRR



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 5: 各期限国债期货 06-09 合约价差



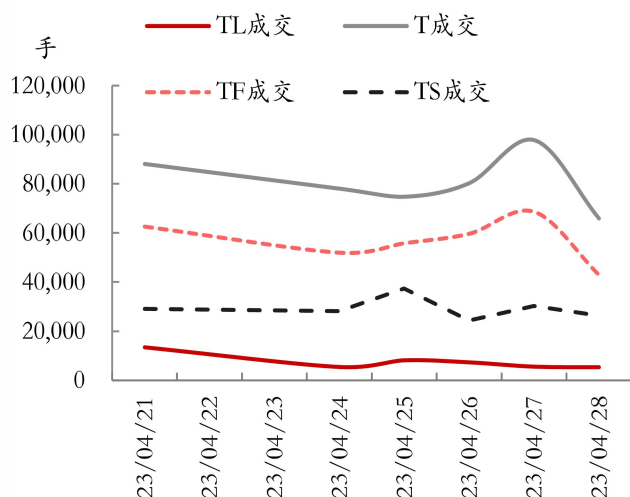
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

## 2、TL 交易较为活跃，投机情绪逐渐下降

21-28 日, TL 成交活跃度低于其余三种国债期货, 但就上市首周情况来看, TL 成交、持仓均好于 T 和 TS。上市首日, 市场交投情绪活跃, TL 成交量达到 1.35 万手, 随后几个交易日成交量有所回落。截至 4 月 28 日收盘, TL 成交量为 5331 手, 低于 T (6.5 万手)、TF (4.3 万手) 和 TS (2.6 万手)。但随着国债期货市场不断发展, 参与者逐渐增加, TL 上市首周的日均成交量达到 7541 手, 高于 T 和 TS 上市首周的日均成交量。TL 合约持仓

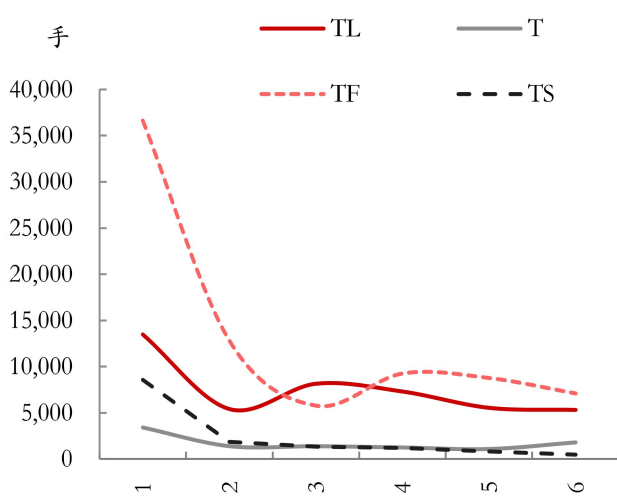
量由上市首日的 5907 手稳步上升至 28 日的 9468 手，也显著高于 T、TF 和 TS 上市首周的持仓量。展望未来，在市场运行稳定后，TL 的市场活跃度可能会和 TF 接近。

图表 6: TL 成交量低于另外三种国债期货



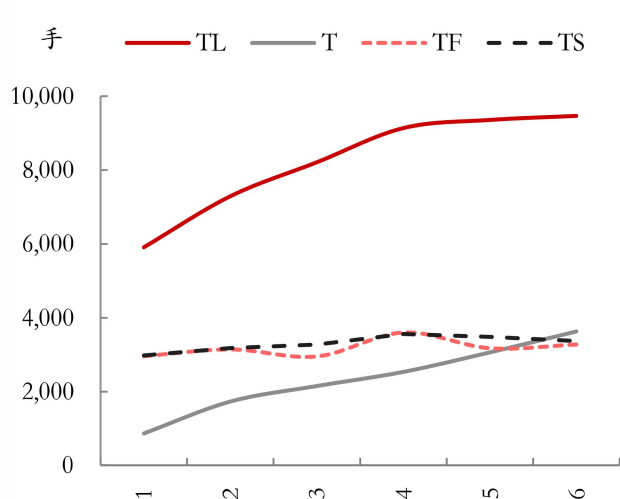
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 7: 上市首周, TL 成交量高于 T 和 TS



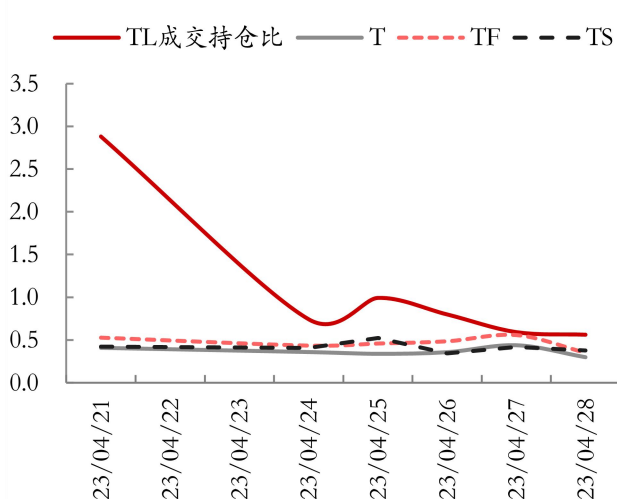
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 上市首周, TL 持仓量高于 T、TF 和 TS



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 9: TL 成交持仓比震荡回落

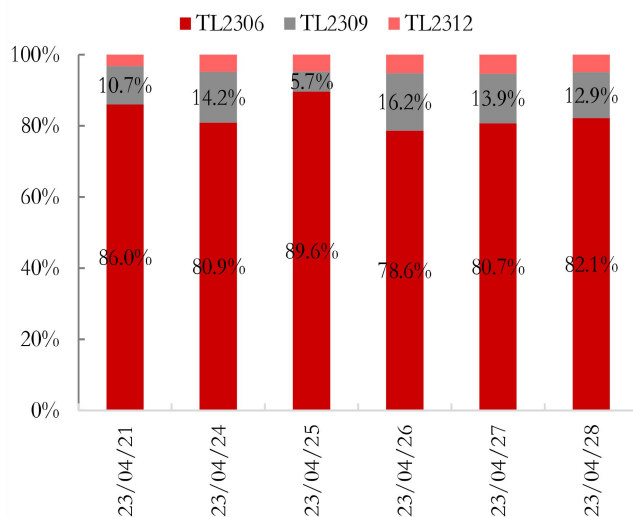


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

从成交结构上看,截至 4 月 28 日,TL2309 合约的成交占比低于另外三个品种,而 TL2312 合约占比高于另外三个品种。预计在市场稳定运行之后,TL 成交分布会向另外三个品种靠拢。

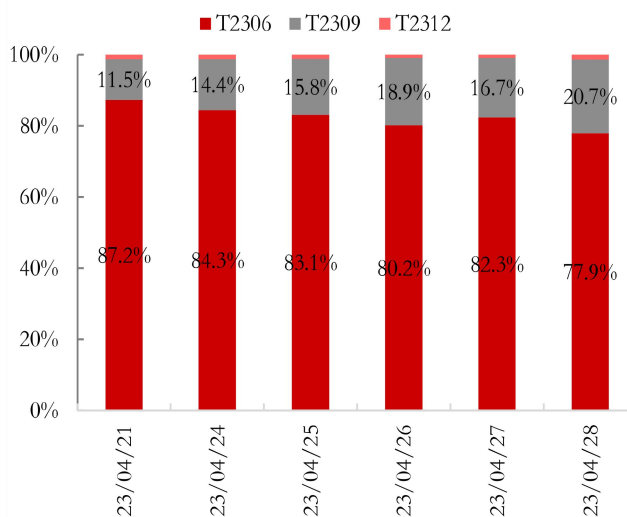
上市首周，投机资金整体主导交易，但成交持仓比也在逐渐降低。上市首日，TL 成交持仓比达到 2.28，显著高于另外三种国债期货，显示市场投机情绪较为浓厚，套保资金参与度相对较低。随后几个交易日，TL 成交持仓比震荡下行，截至 28 日，该数值降至 0.56，已经和其余三种国债期货较为接近。

图表 10: TL 成交分布情况



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 11: T 成交分布情况



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

### 3、策略展望

单边策略方面，不建议继续追高。虽然近期债市持续走强，但未来债市的走强可能难以持续，仍需保留一丝谨慎。一者当前经济的修复呈现分化态势，消费等相关指标改善幅度较为明显，且央行已经明确说明，国内经济未陷入通缩之中；二者政策利率下调的可能性比较低，国债收益率下行的空间较为有限；三者收益率曲线已经较为扁平，而杠杆率、30Y 国债换手率等情绪指标均指向市场情绪正在逐渐走向过热；四者 30Y 国债收益率距离去年 9 月的低点已经不足 10BP，因此不建议继续追多。

期现策略方面，目前各期限国债期货主力合约 CTD 券 IRR 均较为适中，正套反套机会暂不明显。另外，虽然目前市场持续走强，但监管层已经开始关注资金空转等问题，不排除后续债市调整的风险，而随着国债期货基差的持续收敛，关注空头套保的机会。

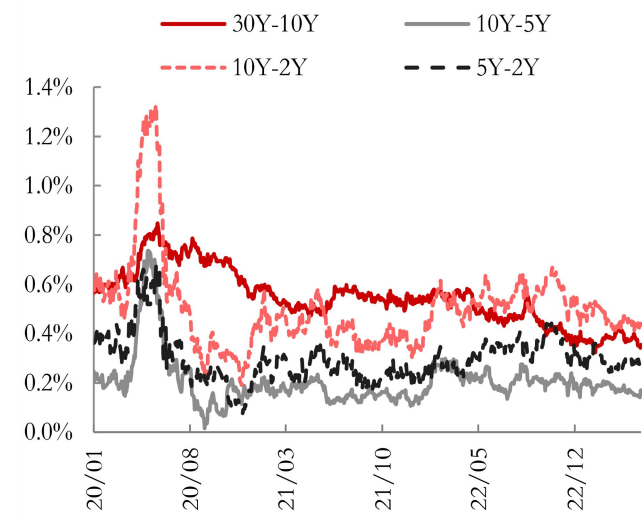
跨期策略方面，考虑到近期债市走强，各品种 2306 合约基差持续收敛，未来进一步收敛的空间相对不高，因此可以布局做窄 06-09 合约价差的相关策略。但值得注意的是，随着市场情绪逐渐走向过热，债券市场调整的风险也在积累，若市场转弱，则 06-09 合约价差可能会走阔，因此需密切关注交易数据以及市场情绪的变化。

图表 12: 30Y 国债收益率距离前低不足 10BP



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 各期限利差均被压缩至较低水平



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

曲线策略方面, 目前收益率曲线已经非常扁平, 做陡收益率曲线的策略性价比可能逐渐上升。期货方面, 目前 30Y-10Y 利差近乎压缩至 2020 年以来的最低点, 继续大幅下行的空间有限, 而目前多 2.76 手 T 空 1 手 TL 的 carry 约为 +0.3, 因此可以择机尝试参与多 T 空 TL 的策略。

#### 4、风险提示

- 1) TL2306 的 CTD 券集中于 200004.IB 和 210014.IB 上, 上述两只债券近 5 个交易日的日均成交量分别只有 21.75 亿元和 8.09 亿元, 流动性较差, 临近移仓换月, 警惕交割风险。
- 2) 上市初期基差波动可能较高。



### 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)