



期债市场功能正在显现，未来发展前景广阔

报告日期：2023 年 10 月 12 日

★中国国债期货市场的发展现状

上市 10 年以来，随着品种与参与者逐渐丰富、监管持续优化交易、交割规则，国债期货市场深度有所拓宽，截至今年 3 季度末，国债期货的日均成交量和持仓量分别达到 19.41 和 43.31 万手，按持仓规模计算，国债期货市值已经接近五千亿元。

★国债期货市场服务实体经济的功能正在逐步显现

从宏观层面来看，国债期货市场能够有效助力政府债券的发行，从而助力财政政策提升效能。中观层面上，国债期货能够有效提升现券市场的流动性。微观层面上，各类机构积极运用国债期货管理风险、增厚收益：1) 空头套保是公募基金用于对冲利率风险的常用策略，长期来看，使用了期债的中长期纯债型基金业绩明显超过同类产品；2) 险资期债业务策略同样以空头套保为主，另外，海外经验显示，险资使用拟买入期债策略管理久期缺口的效果良好；3) 券商自营在套利增厚收益的同时，期货市场的价格发现功能也在提升，另外，券商自营也在积极探索使用“国债期货+”对客模式服务客户。

★国债期货市场发展前景广阔，服务实体大有可为

相较于美国，我国国债期货市场发展的空间较大。在经济转型背景之下，期债市场的发展壮大是大势所趋。一方面，无论是从稳增长还是从提供公共物品的角度来看，中央政府都有必要加杠杆，国债现货市场将会扩容，这会奠定期债市场发展的基础，而期货市场也能够促进国债的一级发行、完善二级定价。另一方面，发展国债期货市场也能起到完善收益率曲线、助力利率市场化改革的作用，而定价合理的利率有助于新经济、新产业的发展。展望未来，国债期货市场的参与主体将显著增加，中金所正在积极引入中长期资金，对外开放也在布局。另外，当前面临的一些业务限制或将逐渐放松。随着机构充分进入，国债期货市场功能必将得到更好发挥。

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

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、中国国债期货市场的发展现状	5
2、国债期货市场服务实体经济的功能正在逐步显现	8
2.1、宏观层面助力政府债发行，中观层面提升现券市场流动性	8
2.2、微观层面：各类机构利用国债期货管理风险、增厚收益	10
3、国债期货发展前景广阔，服务各类实体大有可为	15
3.1、中国国债期货市场发展潜力较大	15
3.2、经济转型背景下，提升期债市场功能很有必要	16
3.3、如何更好发挥国债期货市场功能？——思考与展望	18

图表目录

图表 1: 中金所国债期货合约介绍.....	5
图表 2: 机构持仓量占比逐年上升.....	6
图表 3: 机构成交量占比逐年上升.....	6
图表 4: 国债期货市场规模年化增长率趋于稳定.....	7
图表 5: 分品种持仓年化增长率.....	7
图表 6: 国债期货各品种分季日均持仓量变化.....	7
图表 7: 国债期货各品种分季日均成交量变化.....	7
图表 8: 国债期货成交持仓比.....	8
图表 9: 套利参与机会逐渐下降.....	8
图表 10: 地方债收益率与同期限国债高度相关.....	8
图表 11: 地方债发行规模逐年上升.....	8
图表 12: 期债、现券市场流动性逐渐提升.....	9
图表 13: 期货、现货市场持仓规模持续上升.....	9
图表 14: TL 上市后, 部分被纳入可交割券的现券成交量超季节性回升.....	9
图表 15: 参与期债的基金管理人和产品数量逐步上升.....	10
图表 16: 公募基金国债期货持仓情况.....	10
图表 17: 22Q3-23Q2 配置国债期货的中长期纯债型基金业绩表现 (%).....	11
图表 18: 追踪产品多数跑赢指数.....	11
图表 19: 10Y 国债 vs 公募产品期债空头持仓占比.....	12
图表 20: 国债期货降低久期效果.....	12
图表 21: 30Y-10Y 利差持续压缩.....	12
图表 22: 3T2309-TL2309 策略在二季度的表现优异.....	12
图表 23: 保险资管参与国债期货的主要目的.....	13
图表 24: 保险资管国债期货业务策略.....	13
图表 25: 各国寿险资产负债久期缺口.....	13
图表 26: 美国超长期国债期货市场各类机构持仓结构.....	14
图表 27: 大都会人寿总投资构成.....	14
图表 28: 利率下行时, 大都会衍生品往往有正收益.....	14
图表 29: 大都会投资收益率稳定高于 10Y 美债收益率.....	14
图表 30: 春节后国债期货整体偏强.....	15
图表 31: 各品种主力合约基差快速压缩.....	15

图表 32: 美国国债期货持仓量	15
图表 33: 美国国债期货成交量	15
图表 34: 美债持有者结构 (23.06)	16
图表 35: 商业银行是我国最主要的国债持有者 (23.08)	16
图表 36: 人口老龄化问题逐渐凸显	17
图表 37: 私人部门杠杆率高, 中央政府杠杆率较低	17

1、中国国债期货市场的发展现状

经历了 10 年的发展，国债期货品种不断丰富，市场建设日趋完善。我国学习了海外发达经济体发展国债期货市场的经验，沿着收益率曲线的关键点位布局期货品种。2013 年，中金所推出了第一只国债期货，对应标的为 5 年期国债。2015 年和 2018 年，10 年期和 2 年期国债期货合约分别推出。2023 年 4 月，30 年期国债期货也迎来上市，目前我国的国债期货品种已经覆盖了收益率曲线上几个比较关键的节点。

图表 1：中金所国债期货合约介绍

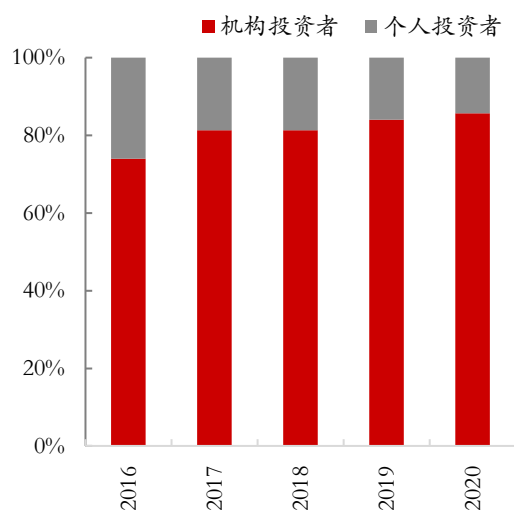
	TS (2 年期)	TF (5 年期)	T (10 年期)	TL (30 年期)
合约标的	面值为 200 万元人民币、票面利率为 3% 的名义中短期国债	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义国债		
可交割国债	发行期限不高于 5 年，合约到期月份首日剩余期限 1.5-2.25 年的记账式付息国债	发行期限不高于 7 年，合约到期月份首日剩余期限为 4-5.25 年的记账式付息国债	发行期限不高于 10 年，合约到期月份首日剩余期限不低于 6.5 年的记账式付息国债	发行期限不高于 30 年，合约到期月份首日剩余期限不低于 25 年的记账式付息国债
报价方式	百元净价报价			
最小变动单位	0.005 元			0.01 元
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）			
交易时间	9:30-11:30,13:00-15:15			
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的 ±0.5%	上一交易日结算价的 ±1.2%	上一交易日结算价的 ±2%	上一交易日结算价的 ±3.5%
最低交易保证金	合约价值的 0.5%	合约价值的 1%	合约价值的 2%	合约价值的 3.5%
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			
持仓限额制度（客户）	2000 手（一般月份） 600 手（交割月前一日起）	2000 手 600 手	4000 手 1200 手	2000 手 600 手
持仓限额制度（非期货公司会员）	4000 手（一般月份） 1200 手（交割月前一日起）	4000 手 1200 手	8000 手 2400 手	4000 手 1200 手

资料来源：中金所，东证衍生品研究院

伴随着期货品种不断丰富，在监管机构的积极推动之下，我国国债期货市场参与者类型增加，机构占比不断上升。国债期货上市以来，证券、私募、公募等机构相继参与到国债期货市场之中。2020 年后，监管层进一步加快了推动机构入市的节奏。2020 年 4 月，五大行获得参与国债期货交易的试点资格。五大行参与国债期货交易的首日，10 年、5 年和 2 年期国债期货主力合约前 20 个主力席位成交近 18 万手，环比提升超 8 万手。

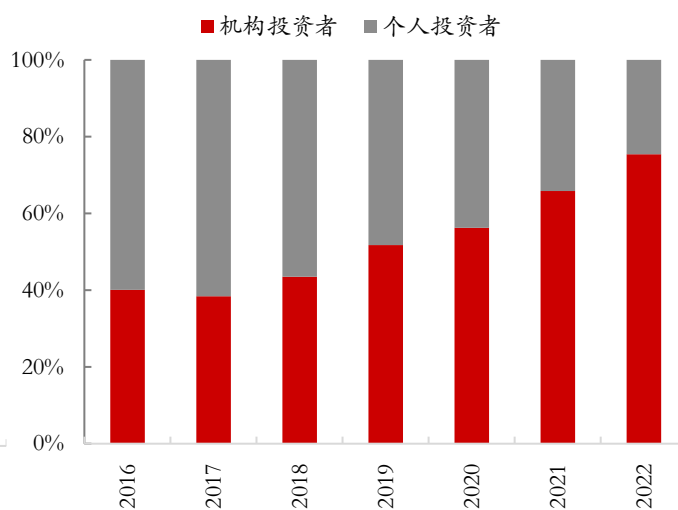
2020 年 7 月，保险资金参与国债期货的制度公布，首批 7 家保险机构于 2021 年参与到了国债期货交易之中，2022 年监管层又放开了第二批保险机构入市。2023 年 1 月 4 日，渣打银行成为首家获准参与国债期货交易的外资银行。大量不同类型的机构入市后，机构成交、持仓占比逐渐上升。2013 年上市初期，国债期货机构客户持仓和成交占比分别为 38.64% 和 14.58%，而截至 2022 年，国债期货市场中机构成交占比达 75.47%，持仓占比达 91.39%，机构投资者已成为国债期货市场的中坚力量。

图表 2：机构持仓量占比逐年上升



资料来源：中金所，东证衍生品研究院

图表 3：机构成交量占比逐年上升



资料来源：中金所，东证衍生品研究院

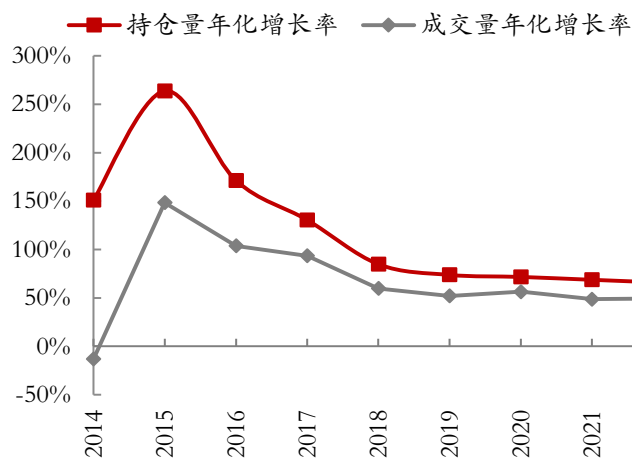
另外，监管机构也在持续优化国债期货的交易、交割制度。一是引入做市商制度，提升市场流动性。2019 年 TS 上市后，市场交易活跃度有待提升。当年 5 月，中金所同意东方证券等 8 家券商成为国债期货做市商。做市商制度的引入不仅能够提升市场流动性，也能进一步提升期货市场的价格发现功能。2022 年 1 月，中金所完善了做市商分级管理制度，在 8 家主做市商的基础上增加了 4 家一般做市商和 1 家预备做市商。二是开展国债期货的期转现交易，这有利于交易者锁定基差，能够满足交易者更为精细化的需求。三是 2017 年起，DVP 交割业务正式开展。DVP 模式下，券款兑付在同一天内完成，这提升了券款使用的效率，也降低了违约风险。四是开展国债作为保证金制度，由于国债期现货联动紧密，当国债期货价格发生波动时，作为保证金的现货价格也在变化，这就降低了追加保证金的概率。

随着品种完善、参与机构丰富、交易交割制度优化，国债期货市场的深度也在不断拓展。国债期货市场在 13-17 年处于高速发展期，2018 年后发展增速逐渐趋缓、趋稳。2013 年国债期货的日均成交量和持仓量分别仅为 4326.25 和 3737.46 手，而 2023 年 3 季度，国债期货的日均成交量和持仓量分别达到 19.41 和 43.31 万手。从持仓量推算，国债期货市场规模已经接近五千亿元。分品种来看，TF 和 T 已经进入了平稳发展期，持仓年均复合增长率分别处于 45% 和 37% 左右，TS 还在高速发展，持仓年均复合增长率能够

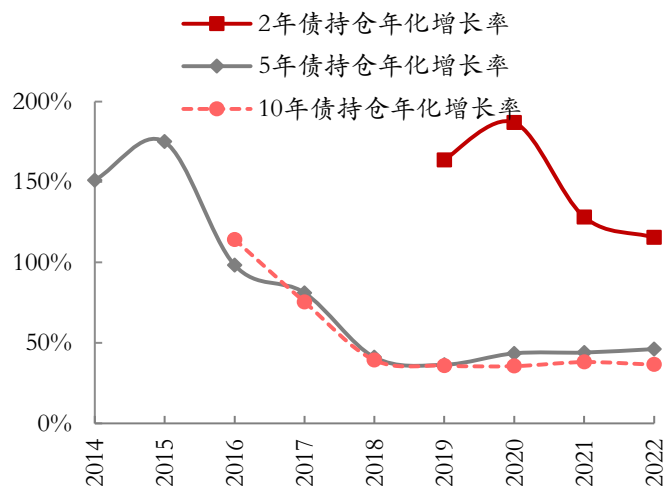
超过 100%。TL 上市后，增量资金陆续进入市场中。2023 年三季度，2 年、5 年、10 年和 30 年期国债期货日均成交量分别为 3.5、5.7、8.1 和 2.0 万手，日均持仓量分别为 6.3、12.4、21.6 和 3.0 万手。

图表 4：国债期货市场规模年化增长率趋于稳定

图表 5：分品种持仓年化增长率



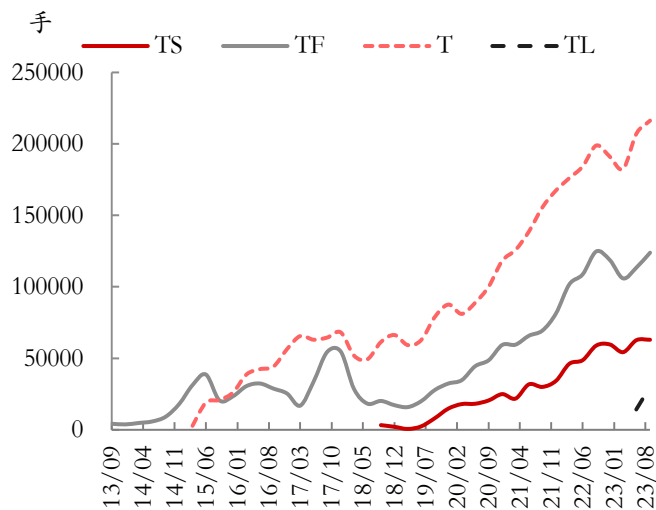
资料来源：Wind，东证衍生品研究院



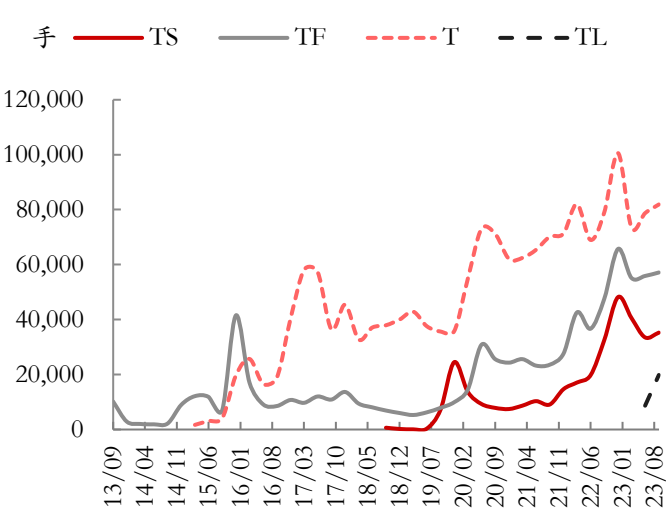
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：国债期货各品种分季日均持仓量变化

图表 7：国债期货各品种分季日均成交量变化



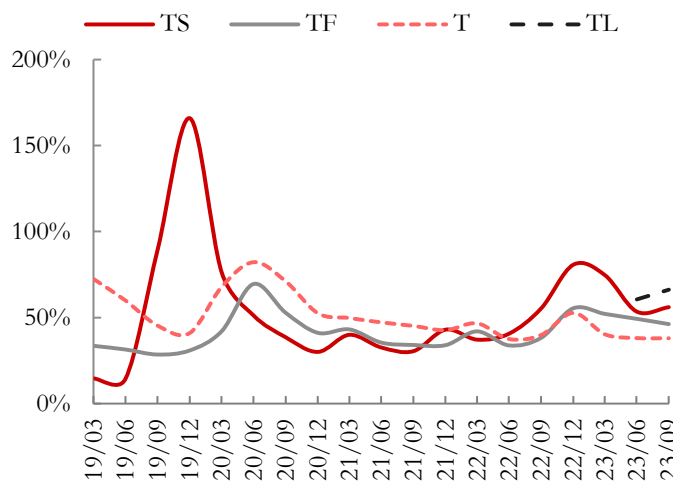
资料来源：Wind，东证衍生品研究院



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

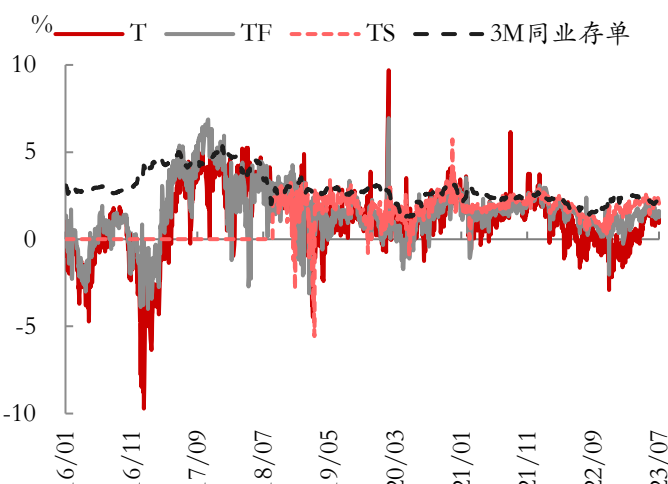
市场运行平稳，期现联动紧密。国债期货采用实物交割的模式，期货、现货市场联动较为紧密，期货的隐含收益率和现券利率走势高度相关，截至 2022 年，2、5 和 10 年期相关性均超过 98%。随着机构参与度逐渐增加、市场走向成熟，套利的机会也在逐渐下降。

图表 8: 国债期货成交持仓比



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 9: 套利参与机会逐渐下降



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

2、国债期货市场服务实体经济的功能正在逐步显现

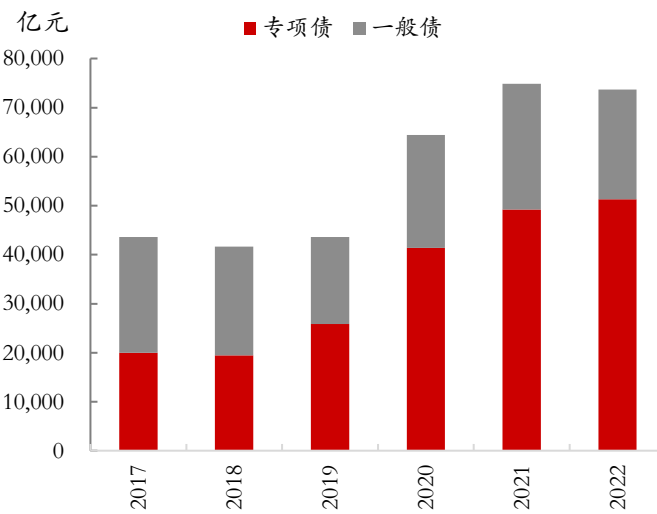
2.1、宏观层面助力政府债发行，中观层面提升现券市场流动性

图表 10: 地方债收益率与同期限国债高度相关



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 11: 地方债发行规模逐年上升

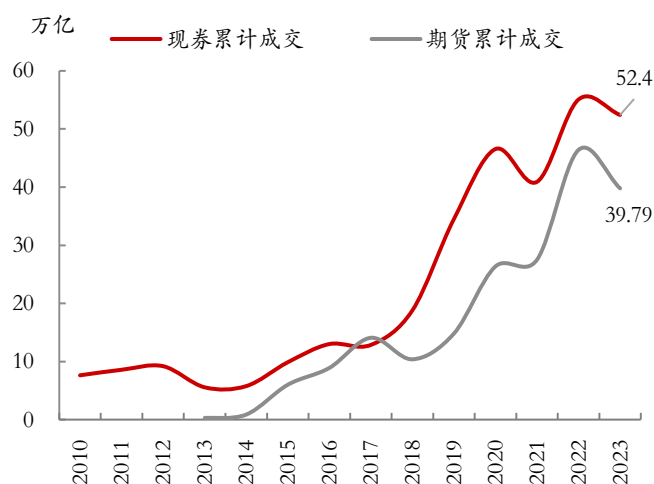


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

随着国债期货市场的不断完善，服务实体经济的功能也在逐渐显现。从宏观层面来看，国债期货市场能够有效助力政府债券的发行，从而助力财政政策提升效能。举例来看，2020 年中金所将抗疫特别国债纳入国债期货的可交割券范围，国债承销机构利用国债期货管理利率风险，认购抗疫特别国债的意愿有所上升。由此，国债发行更为

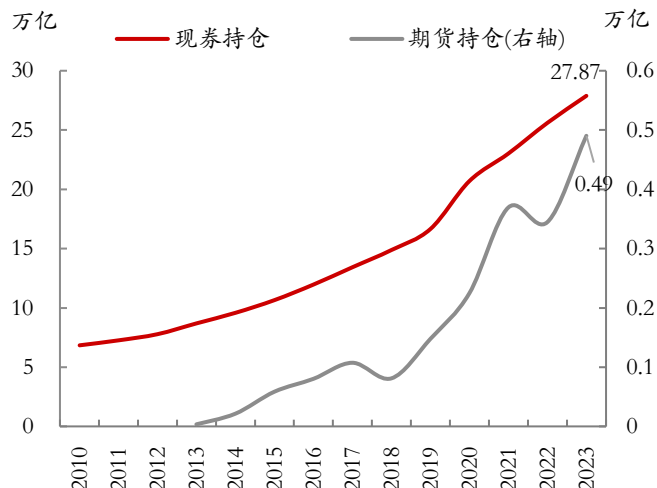
顺畅。中金所曾经举过例子，某证券公司于2020年6月23日在一级市场上中标了1亿元的抗疫特别国债，由于彼时利率风险较高，该券商做空国债期货进行套保，最终期现收益基本相等，风险得到了对冲。另外，由于地方债发行利率锚定国债收益率，承销机构也可以使用国债期货对冲利率风险。近年来，专项债发行额度不断增加，国债期货市场功能也在持续释放。

图表 12：期债、现券市场流动性逐渐提升



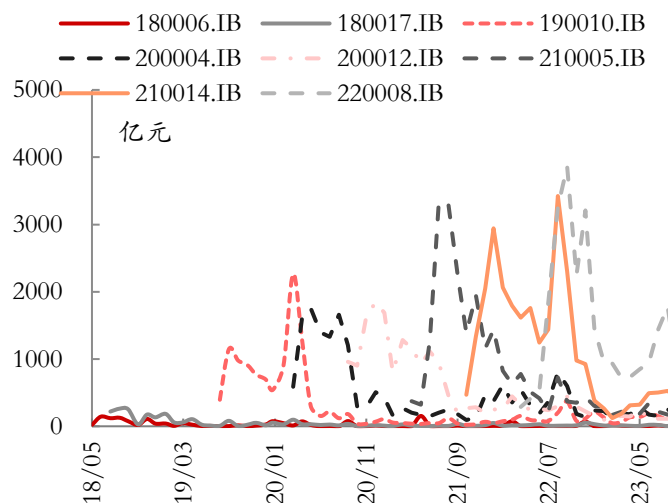
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 13：期货、现货市场持仓规模持续上升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 14：TL 上市后，部分被纳入可交割券的现券成交量超季节性回升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

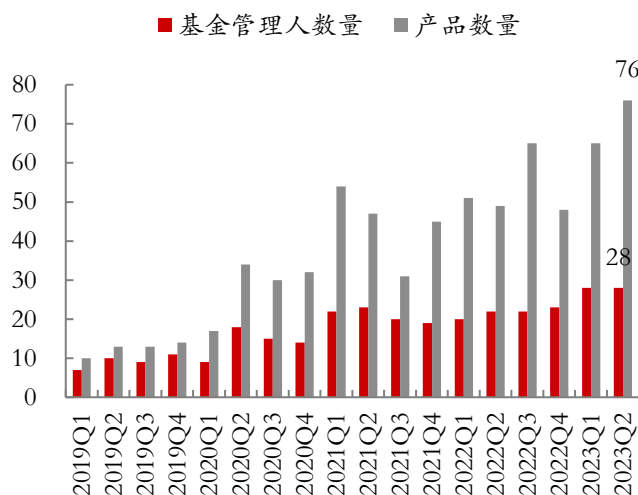
中观层面上，国债期货能够有效提升现券市场的流动性。一方面，助力财政政策的同时也是促进了国债的一级发行；另一方面，随着越来越多的投资者开展期现策略，二级市场的活跃程度也在逐步提升。当老券成为可交割券后，市场交易量会明显提升。李慕春（2023）指出，有两只发行超过 2 年的老国债成为 TF2203 合约的可交割券，而在 22 年 1 季度，这两只老券的交易量环比提升了 1.5 倍。笔者发现，30 年期国债市场中也存在着类似的现象。根据历史经验，30 年期国债现券在发行 2-3 个季度之后，市场流动性会快速衰减。但 TL 上市之后，部分在 2021 和 2022 年发行的 30 年期现券成交量反而有所上升。期货的推出正在提升现券市场的流动性。

2.2、微观层面：各类机构利用国债期货管理风险、增厚收益

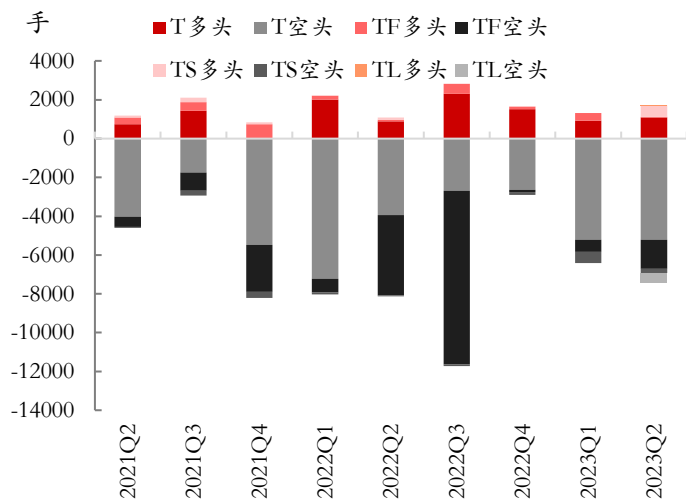
随着国债期货品种不断上市，各机构能够使用更为多元化的策略来规避利率风险、增厚收益。当然，机构的广泛参与也能够进一步提升国债期货的价格发现功能。

公募基金主要出于管理风险的目的参与国债期货，其数据也是较为透明的。2023 年二季度末，共有 28 家基金、76 只公募产品在季报中披露了国债期货持仓，单季参与国债期货交易的公司和产品数量均为历史最高值。公募基金共持有 9158 手国债期货，总市值达 101 亿元，占国债期货市场的比例为 1.2%。由于部分公募产品会交易国债期货，但在季末之前平仓，因此公募参与比例实际上是更高的。分品种来看，10 年期国债期货的持仓量最大，达到 6301 手，2 年期、5 年期和 30 年期的持仓分别为 792、1539 和 526 手。相较于其他品种，T 市场流动性更高，且长久期期货对冲中端久期现券产品可以节约期货仓位，因此公募机构更愿意交易 T。

图表 15：参与期债的基金管理人数量和产品数量逐步上升 图表 16：公募基金国债期货持仓情况



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

公募基金在定期报告中披露的策略主要包括几类：1) 空头套保策略。市场遭遇下跌风

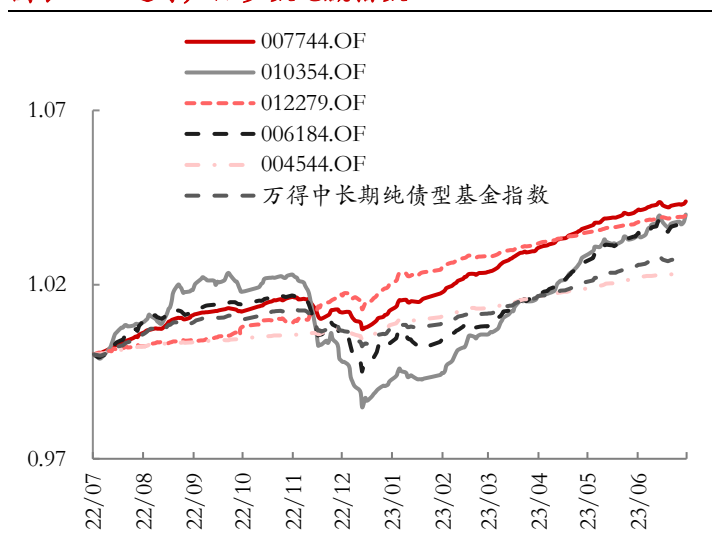
险时，做空头套保策略能够在有效降低产品回撤的同时缓解信用债抛售的问题，提升市场的稳定性。从仓位上看，公募基金做空国债期货的规模明显更高。截至今年 2 季度末，公募基金国债期货空头持仓占比约为 81%。从历史数据来看，公募基金择时具有一定胜率，这也意味着公募基金确实能够通过做空国债期货来规避利率风险。长期来看，使用了国债期货的中长期纯债型基金表现也是较为优异的。笔者选取了最近四个季度的定期报告均披露了国债期货持仓数据的中长期纯债型基金，共有 5 只，这 5 只产品中，年化收益超过同类产品的比重达到了 80%。

图表 17: 22Q3-23Q2 配置国债期货的中长期纯债型基金业绩表现 (%)

基金名称	代码	产品收益	百分比排名	最大回撤	年化波动率
长盛安逸纯债 A	007744.OF	4.42	4.02	-0.91	1.10
南方崇元 C	010354.OF	4.02	8.46	-3.75	3.49
嘉实稳和 6 个月持有 A	012279.OF	4.01	8.65	-0.45	0.61
格林泓鑫 A	006184.OF	3.92	10.64	-2.15	2.03
嘉实稳华纯债 A	004544.OF	2.33	81.68	-0.33	0.26

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (注: 标红色为战胜同类产品平均水平)

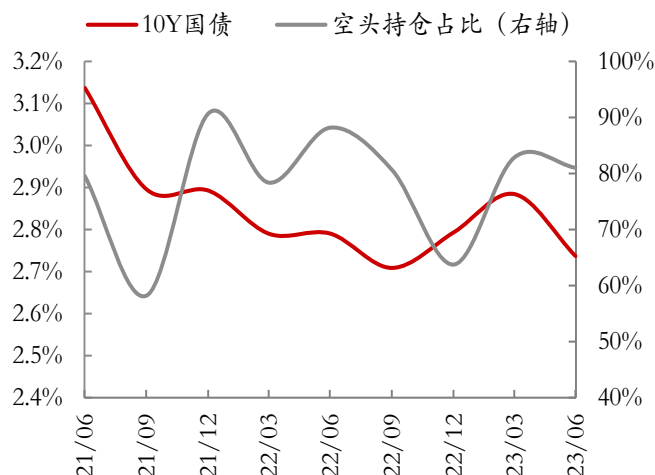
图表 18: 追踪产品多数跑赢指数



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

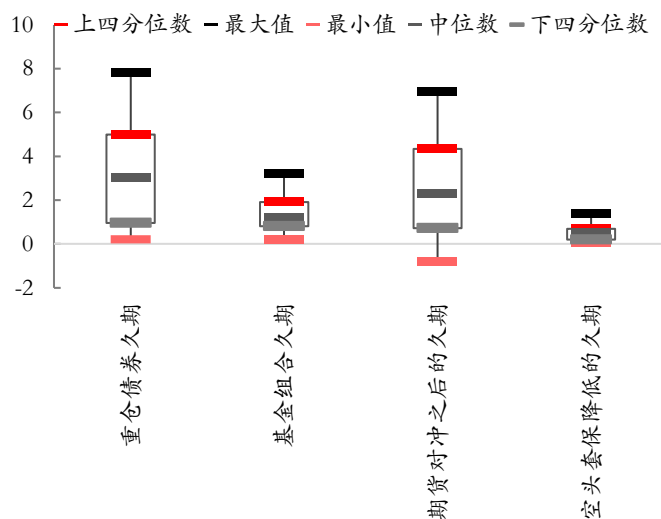
2) 调节久期。部分公募产品也会灵活运用国债期货进行久期管理。2 季度，公募产品通过做空国债期货所降低的久期的均值约为 0.5 年。3) 跨品种策略。部分产品会同时有不同国债期货品种方向相反的持仓。比如 2 季度，共有 7 只产品在有 T 多头的同时持有 TL 空头。由于 30Y-10Y 利差持续压缩，2 季度已经接近历史最低值，市场看陡长端曲线的力量有所增加，多 T 空 TL 的策略也在彼时录得了正收益。

图表 19: 10Y 国债 vs 公募产品期债空头持仓占比



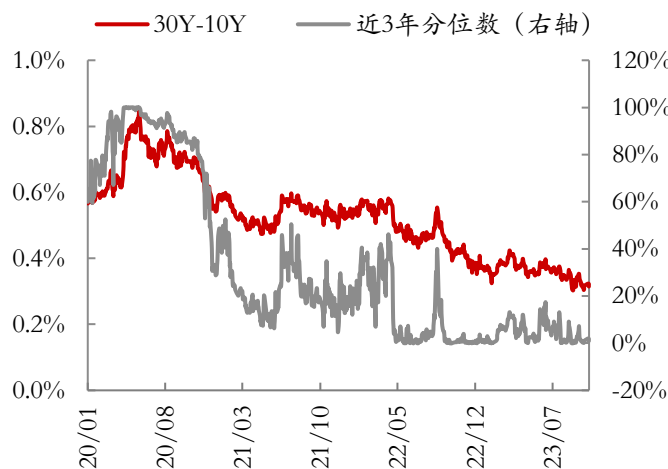
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 20: 国债期货降低久期效果



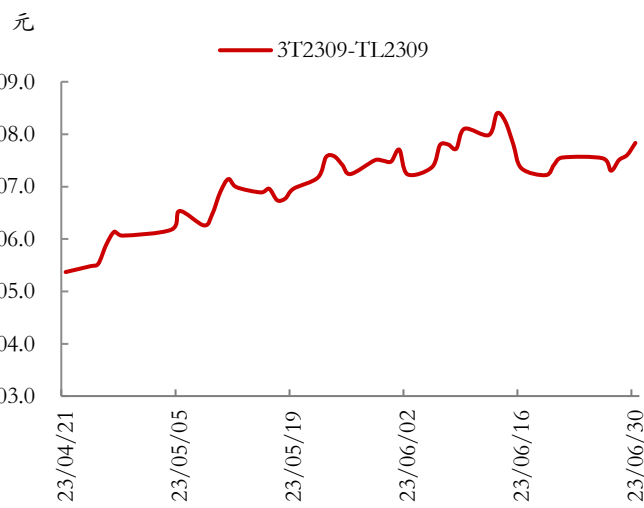
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 21: 30Y-10Y 利差持续压缩



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

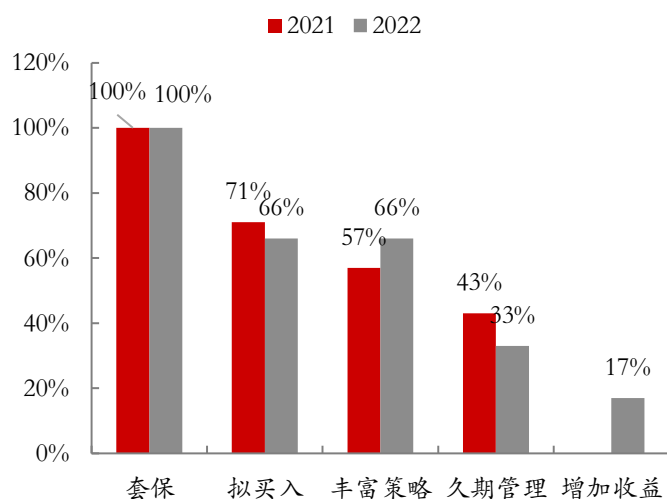
图表 22: 3T2309-TL2309 策略在二季度的表现优异



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

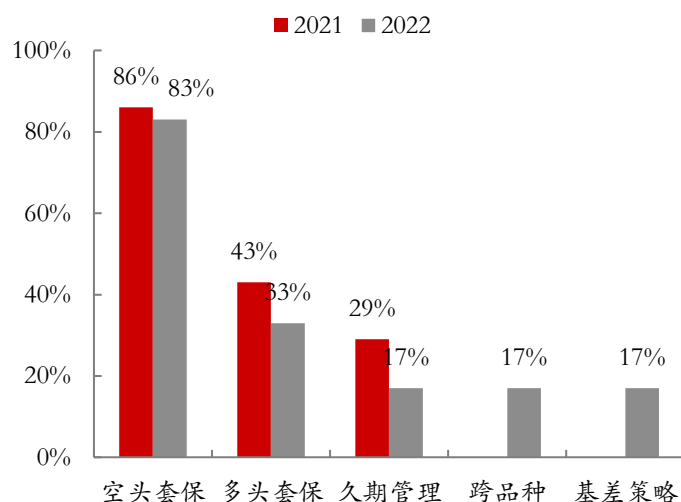
保险机构参与国债期货市场的主要目的也是管理风险。根据保险资产管理业协会的数据, 2022 年共有 6 家保险资管公司开展国债期货业务, 有 3 家公司日均持仓量超过 100 手。空头套保是保险公司最常用到的策略, 其次是多头套保 (拟买入)、久期管理、跨品种等策略。2022 年年末, 风险偏好提振与资金面收紧共同引发了债市的流动性危机, 10 年期国债收益率由 11 月 10 日的 2.70% 快速上行至 1 月 20 日的 2.93%, 险资若在此时进行国债期货的空头套保, 将有效化解资产暴跌风险。

图表 23: 保险资管参与国债期货的主要目的



资料来源: 中国保险资产管理业协会, 东证衍生品研究院

图表 24: 保险资管国债期货业务策略



资料来源: 中国保险资产管理业协会, 东证衍生品研究院

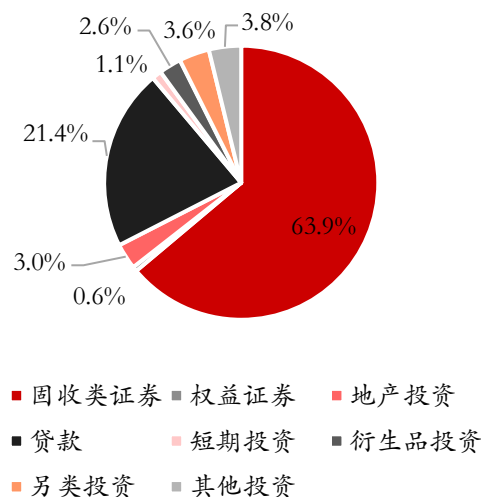
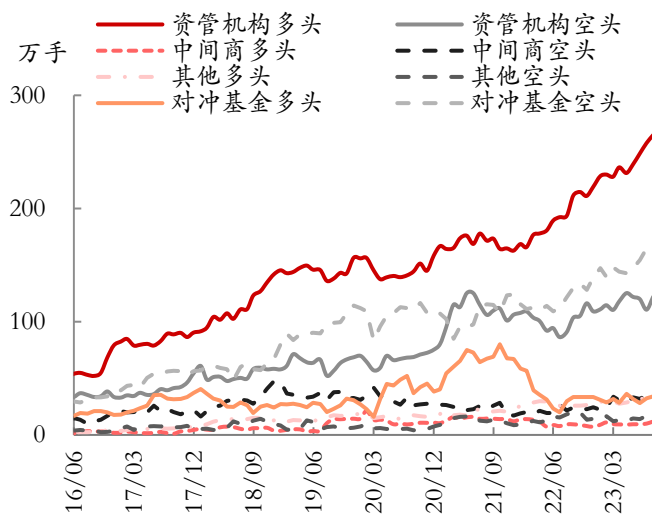
虽然从目前来看, 险资尚未完全参与到国债期货市场之中, 但从海外经验来看, 未来我国国债市场服务险资的能力将得到进一步提升。保险公司, 尤其是寿险公司的资产负债久期缺口往往较长, 若超长债市场较为发达, 保险公司便能够通过做多国债期货来弥补久期缺口。美国在超长期国债期货市场上的布局是比较完善的, 共有超 10 年期、长期和超长期 3 种期限较长的国债期货合约, 截至今年 9 月末, 美国超长期国债期货市场的持仓量和成交量分别达到 485 万手和 2194 万手。在这样的背景下, 能够发现包含保险公司的资管机构是超长期期债市场上最主要的多头参与者, 其策略就是以现券替代为主的, 而美国险资也确实实现了良好的久期缺口管理, 整体错配风险较低。具体到公司, 大都会人寿 (MET.N) 是美国的最著名的寿险公司之一, 其长期使用利率期货对冲投资组合资产与负债久期的不匹配风险。另外, 国债期货也是大都会增收的利器, 在利率下行时, 大都会利率衍生品往往能有正收益。长期来看, 大都会灵活使用各种投资工具, 其总投资回报率稳定高于 10Y 美债收益率。

图表 25: 各国寿险资产负债久期缺口

国家	久期缺口
德国	大于 10 年
中国	6-9 年
日本	2-5 年
法国	2-5 年
美国	小于 1 年

资料来源: 穆迪 (2015), 东证衍生品研究院

图表 26: 美国超长期国债期货市场各类机构持仓结构 图表 27: 大都会人寿总投资构成

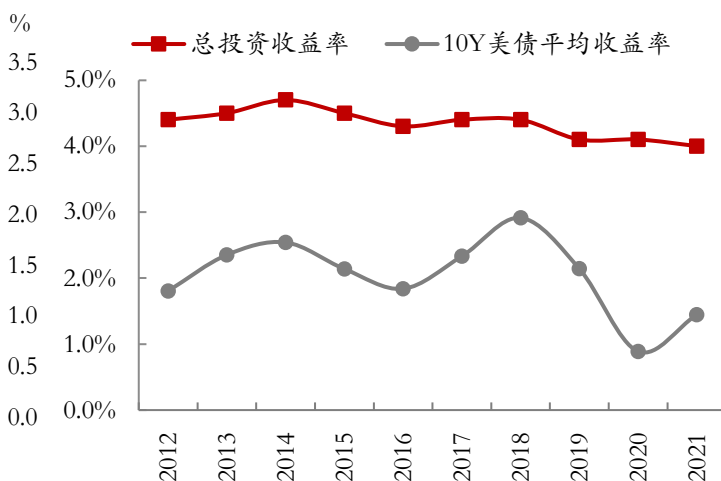
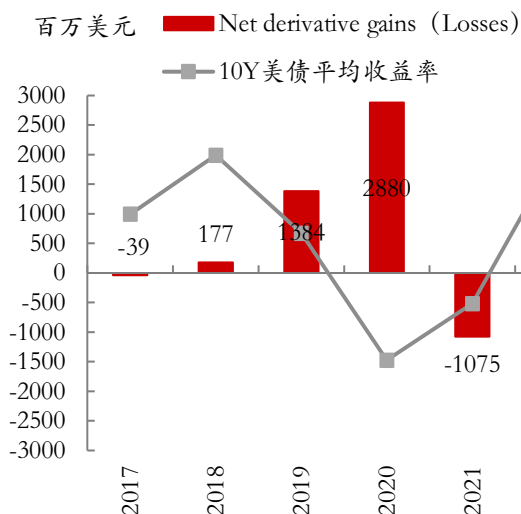


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

资料来源: 22 年大都会人寿公司年报, 东证衍生品研究院

图表 28: 利率下行时, 大都会衍生品往往有正收益

图表 29: 大都会投资收益率稳定高于 10Y 美债收益率



资料来源: 22 年大都会人寿公司年报, 东证衍生品研究院

资料来源: 大都会人寿公司年报, 东证衍生品研究院

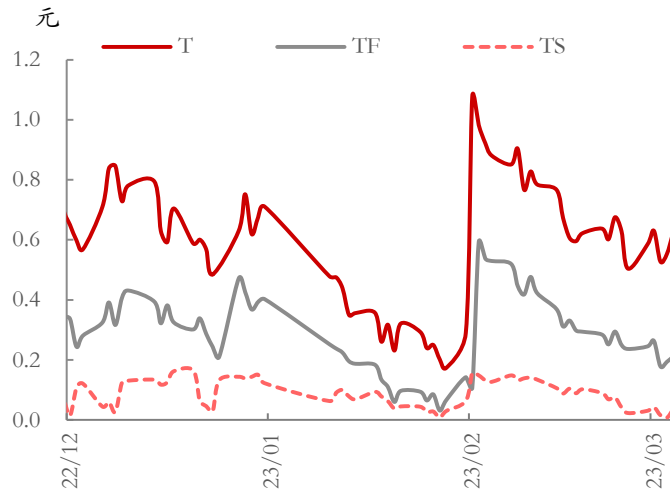
券商自营是国债期货市场上最为活跃的一类交易主体, 和公募、险资不同, 其投资目的主要是获取无风险收益。券商自营的策略是较为灵活的。其一, 券商自营通过套利策略增厚了收益, 而在此过程中, 国债期货市场的价格发现功能也得以体现。举例而言, 去年末, “赎回” 行情下债市大幅走弱, 期债贴水程度加深, 反套机会不时出现, 在今年年初, 以券商自营和部分私募为主的资金抓住了基差过高这一定价偏差, 大举做多国债期货。随着后续利率的不断下行, 做多国债期货的收益相当可观, 而二季度后基差也回到了相对合理的范围内。

图表 30: 春节后国债期货整体偏强



资料来源：22 年大都会人寿公司年报，东证衍生品研究院

图表 31: 各品种主力合约基差快速压缩



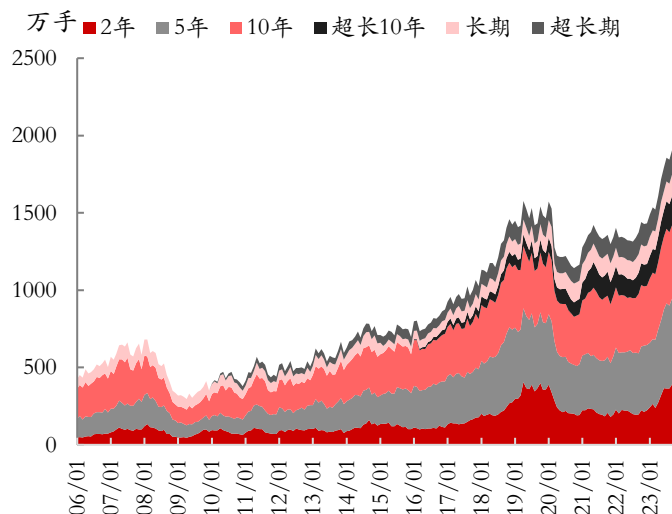
资料来源：大都会人寿公司年报，东证衍生品研究院

其二，灵活使用国债期货同样有助于券商自营服务实体客户。比如，部分券商自营通过开展“国债期货+”对客服务模式帮助实体企业管理利率风险。其三，如前文所述，券商自营同样可以利用国债期货管理风险，比如在开展做市业务时，如果市场单边走弱，现券抛压加大，这时可以使用国债期货来进行对冲。

3、国债期货发展前景广阔，服务各类实体大有可为

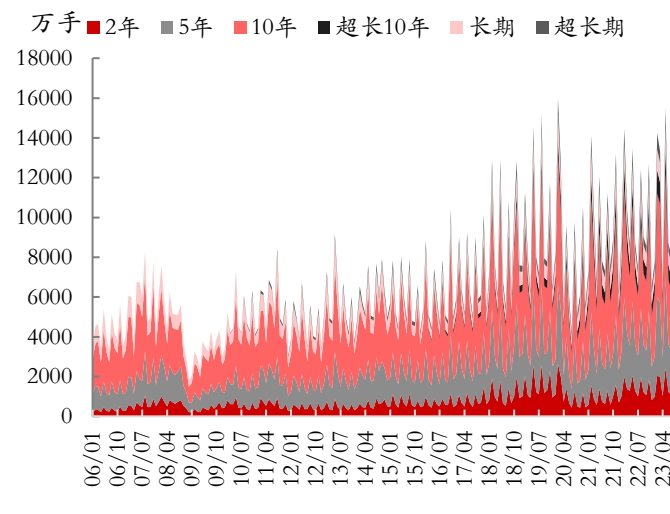
3.1、中国国债期货市场发展潜力较大

图表 32: 美国国债期货持仓量



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 33: 美国国债期货成交量

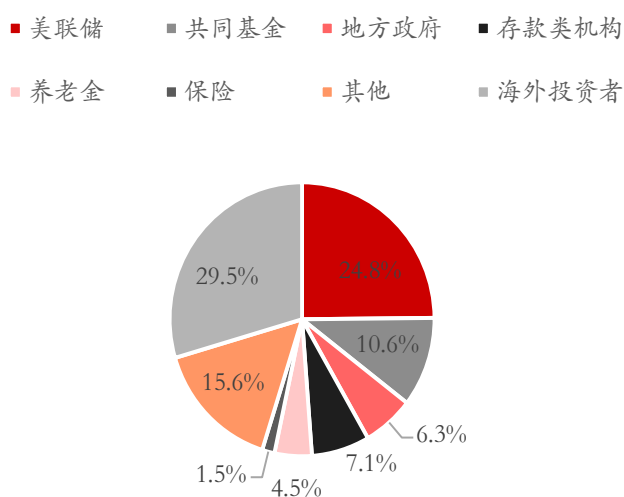


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

和美国等海外发达经济体相比，中国国债期货市场起步较晚，发展的潜力较大。一者，美国国债期货市场深度更高。截至 2022 年末，美国国债期货的日均持仓额度为 1.59 万亿美元。二者，美国国债期货、现货市场的匹配度更高。从日均成交量和持仓量的角度分别来看，美国国债期货对现货市场的覆盖度分别大约是我国的 5 倍和 4 倍。三者，美国国债期货日均持仓规模占 GDP 的比重约为 6.23%，而中国仅为 0.34%。

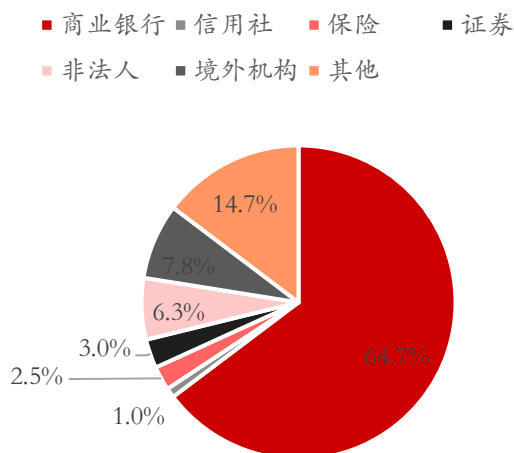
另外，我国期货和现货市场的参与结构存在差异，尚有大量机构等待进入国债期货市场。CFTC 将美国国债期货市场的参与者分为资管机构（主要是保险公司、养老基金和共同基金）、杠杆基金（主要是风险投资基金和 CTA 基金等）、交易商（主要是银行和中间商）和其他机构（财务公司等）四类，囊括了主要的各类机构。整体来看，资管机构的持仓量最高，截至今今年 9 月末，其多头、空头持仓比重分别达到 67%和 27%。而在美国现货市场，资管机构同样是最主要的参与者之一，其现券持仓占比超过 15%，占比仅低于海外投资者和美联储。另外，以大型银行为主体的交易商期货多头、空头持仓比重分别为 3%和 13%，这也和银行的现货持仓占比基本匹配。在我国，券商自营是国债期货市场上最为活跃的交易者，但截至今今年 8 月末，其持有的现券占比仅为 3%左右。商业银行是我国现券市场的主要参与者，但参与期货的比例仍然不高。整体来看，国债期货和现券市场的主导群体是不同的，比如今年上半年，农商行买债积极性较高，成为利率下行的主要驱动力量，但期货市场的主导者则是券商自营和私募基金。

图表 34：美债持有者结构 (23.06)



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 35：商业银行是我国最主要的国债持有者 (23.08)



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

3.2、经济转型背景下，提升期债市场功能很有必要

和海外市场相比，我国国债期货市场发展确有所不足。但在经济转型背景之下，国债市场的重要性将逐渐凸显，而国债期货市场能够有效提升现券市场流动性，因而长期

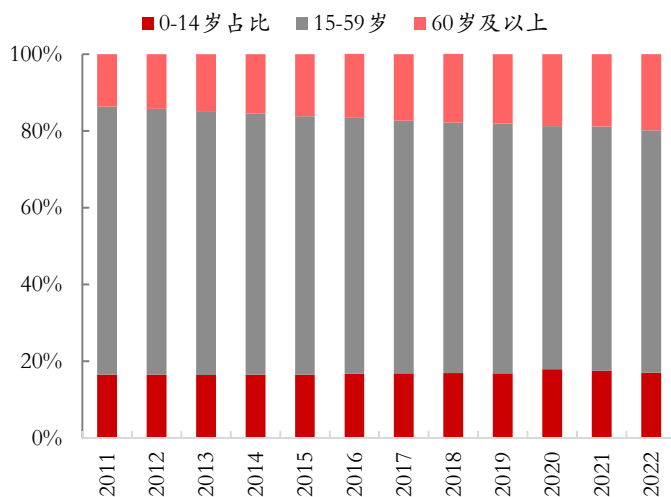
来看，期债市场深度的拓宽是大势所趋。

一方面，经济转型背景下，中央政府加杠杆的必要性有所上升，国债现货市场的规模将逐渐扩大。在人口红利与城镇化率不断提升的背景下，居民加杠杆购房的意愿较为旺盛，而各地在开展基础设施建设的过程中，大量城投平台承担政府融资职能，地方隐债问题开始积累。但目前形势已经发生了变化：一是私人部门杠杆率已经高企，城投-地产发展模式难以为继；二是人口老龄化问题逐渐凸显，居民部门对于住房的需求减少，而对于养老、民生的需求有所上升，政府需要提供更多的公共产品；三是地方政府隐性债务压力较大，而中央政府尚有加杠杆的空间。中长期来看，中央政府有必要进一步提高赤字的水平，这也意味着国债市场将不断扩容。

国债现货和期货市场相辅相成，未来国债期货市场的深度也将拓宽。一方面，规模不断扩大的现货市场本身就奠定了期货市场发展的基础；另一方面，期货市场蓬勃发展，不仅能够促进国债现券的发行，也能够提升现券市场的流动性。

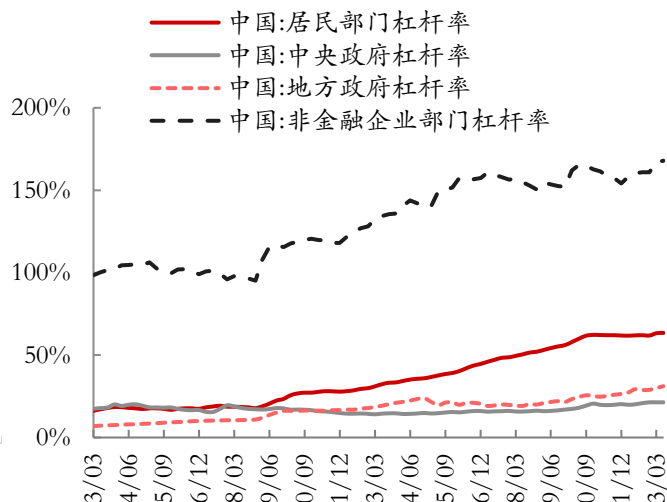
另一方面，利率市场化改革不断推进，国债收益率曲线的定价基准作用正在凸显。鼓励高新技术产业、中小企业发展也是经济转型的重要发力方向，而发展上述产业需要金融系统为之提供市场化的金融服务，打破预算软约束、厘清财政和货币金融之间的关系。我国的利率市场化改革尚面临着利率市场较为割裂的阻碍：政策利率虽然能够直接分别影响货币市场和存贷款市场的利率，但货币市场利率向存贷款利率传导的效率尚不高。上述问题可能需要通过完善国债收益率曲线来解决。资金利率变化后，短端的国债收益率随之变化并通过收益率曲线传导至长端国债，而 10Y 国债收益率又是存款利率的锚。另外，银行负债成本的变化以及套利力量的存在也能够推动贷款利率向债券利率靠拢。

图表 36：人口老龄化问题逐渐凸显



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 37：私人部门杠杆率高，中央政府杠杆率较低



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

完善国债收益率曲线，同样需要国债期货市场的助力。一方面，期货市场的发展提升了现券市场的流动性，价格发现功能有所凸显，收益率曲线得以完善。另一方面，国债期货能够有效联通银行间和交易所两个市场，缓和分割所带来的定价偏差问题。综合来看，国债期货市场的发展壮大是大势所趋。

3.3、如何更好发挥国债期货市场功能？——思考与展望

国债期货市场将怎么发展？监管约束逐渐放开、市场参与者增加是能够预料到的变化。一方面，中金所正在积极推动银行、保险和年金等中长期资金入市。银保机构是现券市场的主要参与者，套保需求较大。另外，不同类型的机构多空偏好有所不同，比如险资的投资风格偏配置型，是潜在的国债期货多头投资者，而公募基金、券商资管以及部分银行机构做空套保的意愿较高，积极引入各类投资者也意味着做交易时对手盘力量会逐渐增加，市场深度由此得到提升，极端行情下的市场风险也将得到对冲。

另一方面，境外投资者将逐渐参与到国债期货市场中来。近年来，境外投资者持有的国内债券规模整体上升，对于交易国债期货的需求也在增加，另外，大量的境外投资者也具备参与海外利率衍生品的经验。国债期货市场对外开放，不仅能够满足境外投资者资产配置、风险管理的需求，同样也有助于完善国债基准利率曲线、推动人民币国际化。

另外，预计监管机构也将推动已经获得国债期货交易资格的机构深度开展国债期货相关业务。目前来看，即使放开了交易国债期货的限制，但诸如公募基金和险资等机构的参与度仍不够高，其原因是较为多元的，比如业务受限于国债期货市场的流动性和深度、申请国债期货交易资格流程较为复杂、存在较多外部和内部监管方面的约束，套保需求无法充分满足等等。随着国债期货市场的发展，上述问题也将逐渐得到解决。

在期债市场逐渐发展的时代背景下，各类机构也会积极探索期债新的应用场景。比如，目前银行资金参与度尚有待进一步提升，而净值化背景下，理财更为倾向于稳健投资，若能灵活利用国债期货策略、利用国债期货合成资产，则能够显著对冲利率风险、增厚收益。

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