

交易咨询资格号：
证监许可[2012]112

宏观经济、国债期货
专题报告

2023 年 3 月 31 日

评级：

姓名：李荣凯

宏观经济与国债期货分析师

期货从业资格：F3012937

交易咨询资格：Z0015266

联系电话：0531-81678688

E-mail: lir@ztqh.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.ztqh.com

中泰期货研究所**中泰期货****策略概述**

- 从合约要素来看，TL 合约标的为面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义超长期国债。核心要素合约面值、名义券票面利率与已上市 TF、T 一致，保持了非常好的合约设计的连贯性。区别方面，由于 30 年国债超长久期特征，债券净价对于利率更为敏感，围绕这个方面 TL 合约在最小价格变动单位、涨跌停板、保证金水平小幅调高。
- 未来一段时间 30 年期国债收益率如果持续明显高于 3%，那么从理论上来说，30 年国债新券最优可能成为 TL-CTD，这将对 TL 买方更友好，有利于市场交投活跃和交割。从历史上来看国债期货新品种上市后 CTD 切换可能会比较频繁。这在一定程度上并不取决于市场程度，而是新品种上市后市场交投比较活跃，期货与现货之间有比较明显的相互促进作用。关注上市初期，由于市场交投活跃期现利差运行偏高后做窄期现利差套利机会。
- TL 上市将进一步丰富衍生品收益率曲线期限套利策略。以月作为观察频率，从市场运行的情况来看，2002 年以来 30-10 利差收窄特征明显，特别是近五年，30-10 利差（45bp）波动明显不如 10-2（约 80BP），这在一定程度上反映出国内近年来经济周期的运动在很大程度上缺乏革新性的技术推动，CPI+PPI 的综合通胀水平不高。从统计规律来看，近 5 年 30-10 利差运行水平偏低，明显低于 1/4 分位水平靠近 5 年最低水平。
- 未来 TL 上市，将完成填补我国在超长期期限利率管理工具上的空白，特别是对于保险（超长久期负债+低久期资产）和银行（超长久期资产+第久期负债）来说意义明显，将进一步丰富二者管理资产负债久期组合的工具，以更好地应对利率周期波动。
- 风险因素：TL 上市合约与《征求意见稿》稿有较大修改。

30 年国债期货上市在望

关注上市初期交投活跃带来的做窄期现利差套利机会

一、TL 合约设计延续已上市品种，在超长久期特征方面有小幅调整

- 2023 年 3 月中金所发布《关于 30 年期国债期货合约及相关规则向社会征求意见的通知》（简称“《征求意见》”）。从合约要素来看，TL 合约标的为面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义超长期国债。核心要素合约面值、名义券票面利率与已上市 TF、T 一致，保持了非常好的合约设计的连贯性。

图表 1：国债期货合约要素

	2 年期国债期货	5 年期国债期货	10 年期国债期货	30 年期国债期货（拟）
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% 的名义中期国债	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% 的名义超长期国债
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为 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			
最小变动价位	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	9:15 - 11:30, 13:00 - 15:15			
最后交易日交易时间	9:15 - 11:30			
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			
交易代码	TS	TF	T	TL
上市交易所	中国金融期货交易所			

来源：中金所

- 就区别方面，由于 30 年国债超长久期特征，债券净价对于利率更为敏感，围绕这个方面 TL 较已上市国债期货合约相比略有调整。以银行间市场交易活跃券来看，30 年期国债基点价值是 10 年国债 2.31 倍，是 5 年期国债的 4.2 倍，2 年期国债的 9.85 倍。因此在合约设计上，30 年国债期货最小价格变动单位为 0.01 元，与其他三个合约有明显区别，相应

涨跌停板和保证金水平也有所扩大，风控要素延续了保证金水平不高于涨跌停板幅度的设计。

图表 2：银行间市场活跃券要素

现券代码	债券简称	剩余期限(年)	YTM(%)	涨跌 (bp)	基点价值 (元)	修正久期 (%)	凸性
220024.IB	22 付息国债 24	29.58	3.23	(0.70)	0.187	18.848	474.31
220220.IB	22 国开 20	9.58	3.05	(0.29)	0.081	8.183	80.65
230004.IB	23 付息国债 04	9.92	2.86	(0.25)	0.086	8.556	83.93
220027.IB	22 付息国债 27	6.72	2.83	0.01	0.060	6.005	43.88
230002.IB	23 付息国债 02	4.81	2.68	0.85	0.045	4.436	24.66
230005.IB	23 付息国债 05	1.97	2.40	(0.24)	0.019	1.899	5.48

来源：IFinD，中泰期货

- 持仓限额方面，TL 与小于 T，与 TS、TF 相同。从现货来看，市场交易活跃的券主要是 10 年和 5 年，其余期限明显较小。因此横向对比 TF 看，TL 持仓限额料不会限制 30 年期国债期货交易活跃度和套保需要。

图表 3：国债期货持仓限额

	时点	TS	TF	T	TL
客户	合约上市首日起	2000 手	2000 手	4000 手	2000 手
	交割月份之前的一个交易日起	600 手	600 手	1200 手	600 手
非期货公司会员	合约上市首日起	4000 手	4000 手	8000 手	4000 手
	交割月份之前的一个交易日起	1200 手	1200 手	2400 手	1200 手

来源：中金所

二、当前收益率水平下 TL—CTD 偏向新券但上市初期切换可能比较频繁，关注上市初期可能出现的做窄期现利差套利机会

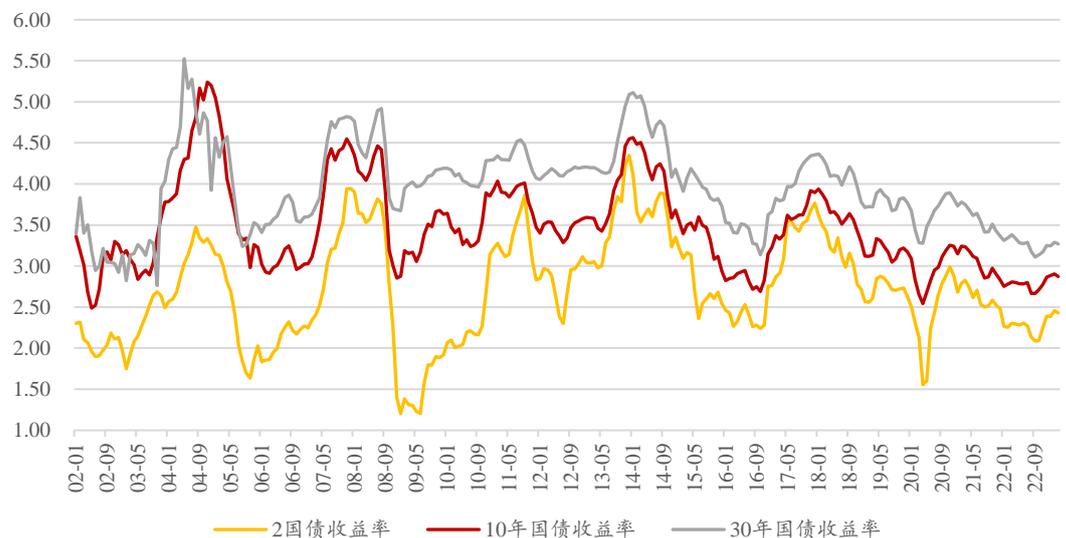
- 可交割债券方面，根据《征求意见稿》，TL 可交割国债为，发行期限不高于 30 年，合约到期月份首日剩余期限不低于 25 年的记账式付息国债。因此 TL 交割券的范围限定在 30 年期限的国债新券及在一定范围内的老债。根据上述规则经筛选，目前市场有 9 支 30 年国债满足可交割国债的要求，其中 22 付息国债 08、22 付息国债 24 两支券相对活跃，其余老券不活跃。
- 就 TL—CTD 来看，由于当前 30 年国债收益率明显 > 3%，根据经验法则，久期越大的券越有可能成为 CTD，也就是说 22 付息国债 24 成为 CTD 的可能性更大。往前看，未来一段时间 30 年期国债收益率如果明显高于 3%，那么从理论上来说，30 年国债新券最优可能成为 TL—CTD，这将对 TL 买方更友好，有利于市场交投活跃和交割。

图表 4: TL 可能的交割券

债券代码	发行期限(年)	剩余期限(年)	上市日期	到期日期	票面利率(%)	YTM(%)	久期	债券余额(亿)	月成交金额(亿)
180017.IB	30	25.32	2018-07-25	2048-07-23	3.9700	3.2296	16.6692	910	11.83
180024.IB	30	25.56	2018-10-24	2048-10-22	4.0800	3.2267	16.5458	2,011	14.16
190010.IB	30	26.31	2019-07-24	2049-07-22	3.8600	3.2475	17.1653	2,226	66.19
200004.IB	30	26.96	2020-03-18	2050-03-16	3.3900	3.2523	17.9539	2,646	147.68
200012.IB	30	27.46	2020-09-16	2050-09-14	3.8100	3.2500	17.7611	2,803	145.06
210005.IB	30	28.04	2021-04-14	2051-04-12	3.7200	3.2501	17.8216	1,620	195.91
210014.IB	30	28.55	2021-10-20	2051-10-18	3.5300	3.2475	18.2353	1,380	158.29
220008.IB	30	29.04	2022-04-19	2052-04-15	3.3200	3.2271	18.6751	1,500	617.94
220024.IB	30	29.57	2022-10-27	2052-10-25	3.1200	3.2274	19.1517	1,290	1907.51

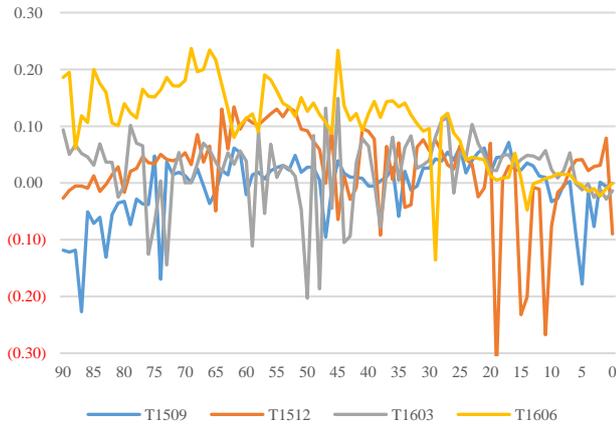
来源：IFinD，中泰期货

- 但是需要注意的是，从历史上来看国债期货新品种上市后 CTD 切换可能会比较频繁。例如，从 T 上市后隐含收益率与 CTD 之间的期现利差跳跃性比较大，原因是 CTD 经常发生切换。10 年期合约 T1509 于 2015 年 3 月 20 日上市，彼时 10 年期国债收益率基本处于 3.5% 附近，明显高于 3%。因此 CTD 的切换可能并非是，市场利率处于 3% 附近导致的长短久期的可交割券的频繁摇摆导致的 CTD 切换。

图表 5: 国债到期收益率 (%)


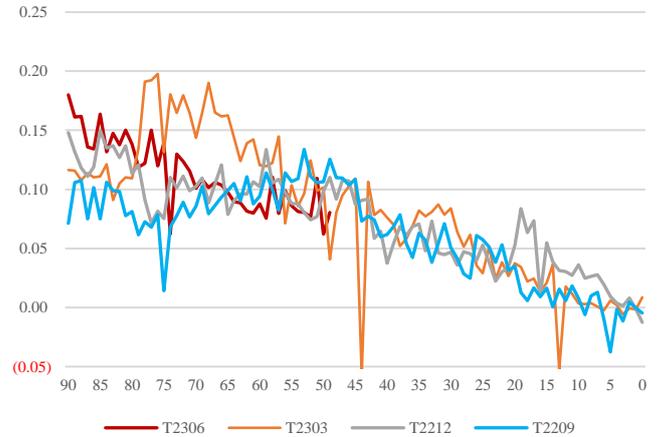
来源：IFinD，中泰期货

图表 6: T 上市初期期现利差 (%)



数据来源：IFinD，中泰期货整理

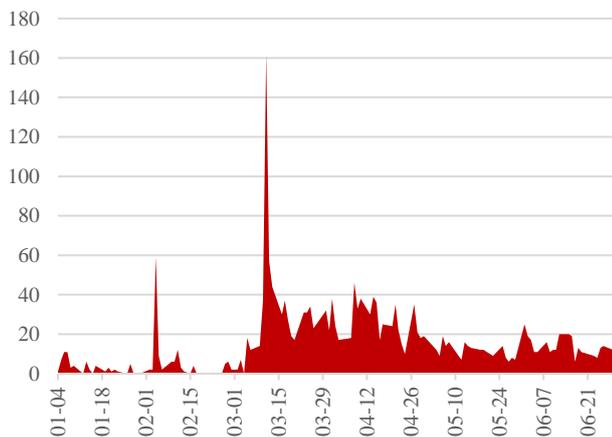
图表 7: T 运行平稳后期期现利差 (%)



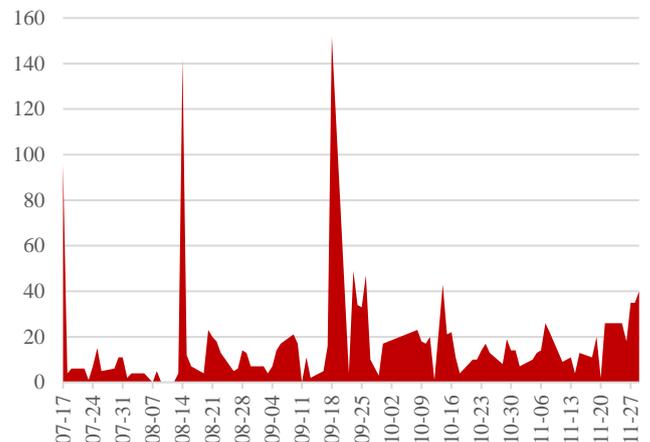
数据来源：IFinD，中泰期货整理

- 从期现利差来看，10 年期第一个国债期货 T1509 上市，期货与 CTD 的期现利差在距离最后 90 个交易日的观察期内，多数时间处于 0 轴以下位置，显示期货合约有一定的超买，没有将持有现券 CARRY 部分进行合理计价。在 T1512 合约运行期间，由于 2015 年四季度 10 年期利率快速下行突破 3%，CTD 有一定的切换，表现在 T 运行后期，期现利差波动加大，但是前期利差处于偏低水平。并且可以发现，随着新上市品种运行时间增加，期现利差也逐步靠近当前结构。
- 我们认为这一现象从市场成熟度上来分析说服力并不强，因为在 T1512 上市前 TF 已经上市运行有 1 年半的时间，并且 TS 上市后也出现了这种情况。更为合理的解释是，新品种上市后市场交投比较活跃，期货与现货之间有明显的相互促进作用。特别是在 CTD 一廉券上体现的更为明显。比如 2015 年 3 月 20 日 T1512 上市后，一廉券 140029.IB 成交笔数有明显提升，2013 年 9 月 6 日 TF1312 上市后，一廉券 130015.IB 成交笔数也有小幅提升。

图表 8: T1509 一廉券 140029.IB 成交 (笔)



图表 9: TF1312 一廉券 130015.IB 成交 (笔)



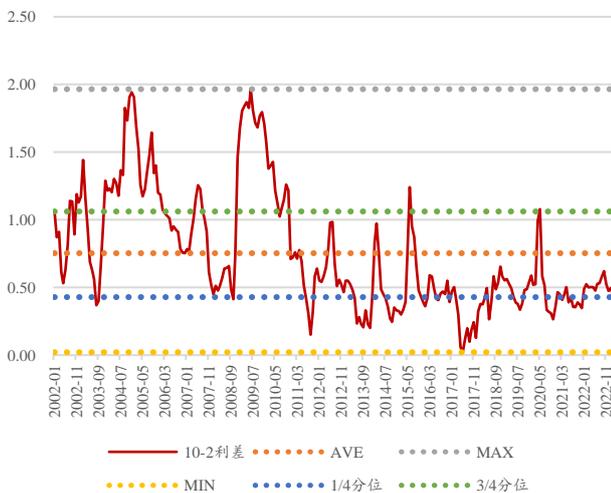
数据来源：WIND，中泰期货

数据来源：WIND，中泰期货

三、TL 上市将进一步丰富衍生品收益率曲线期限套利策略

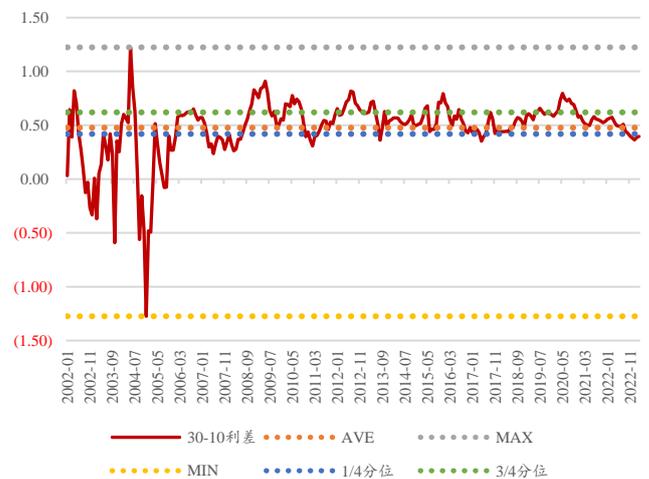
- 当前国债期货曲线策略主要是 10Y-2Y，10Y-5Y，5Y-2Y 这 3 个部分，30 年国债期货上市将增加 30Y-10Y 曲线策略的空间。但是从本质上来看，主要逻辑仍然是短久期债券交易流动性（货币政策），长久期债交易经济增长（潜在增长）。此外，TL 上市后蝶式套利策略也将进一步丰富，投资者不但可以参与 2Y-5Y-10Y 的蝶式策略，可以进一步延伸至 2Y-10Y-30Y 蝶式套利策略。
- 以月作为观察频率，从市场运行的情况来看，2002 年以来 30-10 利差收窄特征明显，特别是近五年，30-10 利差（45bp）波动明显不如 10-2（约 80BP），这在一定程度上反映出国内近年来经济周期的运动在很大程度上缺乏革新性的技术推动，CPI+PPI 的综合通胀水平不高。尽管从当前基本面来看这一局面或将延续，但是往前看均值回归未必不会发生，周期性的波动在积累到足够的矛盾后，利差统计规律也可能也会以出乎意料情况修复。从统计规律来看，近 5 年 30-10 利差运行水平偏低，明显低于 1/4 分位水平靠近 5 年最低水平。

图表 10: 10-2 利差 (%)



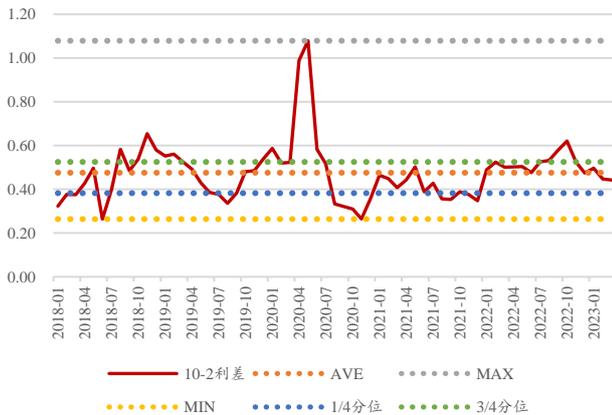
数据来源：IFinD，中泰期货整理

图表 11: 30-10 利差 (%)



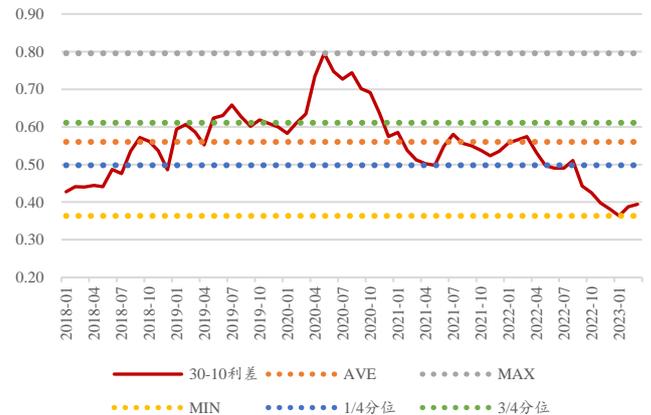
数据来源：IFinD，中泰期货整理

图表 12: 10-2 利差 (近 5 年, %)



数据来源: IFinD, 中泰期货整理

图表 13: 30-10 利差 (近 5 年, %)



数据来源: IFinD, 中泰期货整理

四、小结与展望

- 从合约要素来看, TL 合约标的为面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义超长期国债。核心要素合约面值、名义券票面利率与已上市 TF、T 一致, 保持了非常好的合约设计的连贯性。区别方面, 由于 30 年国债超长久期特征, 债券净价对于利率更为敏感, 围绕这个方面 TL 合约在最小价格变动单位、涨跌停板、保证金水平小幅调高。
- 未来一段时间 30 年期国债收益率如果持续明显高于 3%, 那么从理论上来说, 30 年国债新券最优可能成为 TL-CTD, 这将对 TL 买方更友好, 有利于市场交投活跃和交割。从历史上来看国债期货新品种上市后 CTD 切换可能会比较频繁。这在一定程度上并不取决于市场成熟度, 而是新品种上市后市场交投比较活跃, 期货与现货之间有比较明显的相互促进作用。关注上市初期, 由于市场交投活跃期现利差运行偏高后做窄期现利差套利机会。
- TL 上市将进一步丰富衍生品收益率曲线期限套利策略。以月作为观察频率, 从市场运行的情况来看, 2002 年以来 30-10 利差收窄特征明显, 特别是近五年, 30-10 利差 (45bp) 波动明显不如 10-2 (约 80BP), 这在一定程度上反映出国内近年来经济周期的运动在很大程度上缺乏革新性的技术推动, CPI+PPI 的综合通胀水平不高。从统计规律来看, 近 5 年 30-10 利差运行水平偏低, 明显低于 1/4 分位水平靠近 5 年最低水平。
- 未来 TL 上市, 将完成填补我国在超长年期限利率管理工具上的空白, 特别是对于保险 (超长久期负债+低久期资产) 和银行 (超长久期资产+第久期负债) 来说意义明显, 将进一步丰富二者管理资产负债久期组合的工具, 以更好地应对利率周期波动。
- 风险因素: TL 上市合约与《征求意见稿》稿有较大修改。

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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交易建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。