

国债期货专题报告：

30 年国债期货周岁记

摘要：

TL 上市这一年中，流动性处于上升趋势中，对比现券市场，其市场规模不低，且 TL 上市后带动了超长期现券市场活跃度的提升，期现联动效应得以彰显。

虽然 TL 上市初期定价偏高，使得净基差处于偏低水平，但上市至今，其涨幅仍达到 12.77%，主因期间内 30 年国债到期收益率下行超 70bp，检验发现，期现之间的负相关关系超过 98%，TL 能较好地发挥价格发现的功能。

TL 提供给正套和套保参与者期限跨度更大的品种，极大地拓展对冲现券或参与套利时的期货品种选择空间并提升套利套保策略的灵活度。

中长期而言，我们建议投资者关注 TL 对冲现券的策略；但短期来看，当前做空 TL 的策略有性价比而无驱动力。

投资策略：

单边方向，谨慎观望，等待数据层面的更多指引

套保方面，中长期对冲品种仍首选 TL

套利方面，关注多 T 空 TL 的跨品种套利机会

风险提示：

利率曲线持续牛平。

国债期货专题报告

作者姓名：孙玉龙

邮箱：sunyulong@csc.com.cn

电话：023-81157336

期货交易咨询从业信息：Z0019397

发布日期：2024 年 4 月 21 日

目录

一、	规模篇.....	3
二、	价格篇.....	5
三、	策略篇.....	6

图表目录

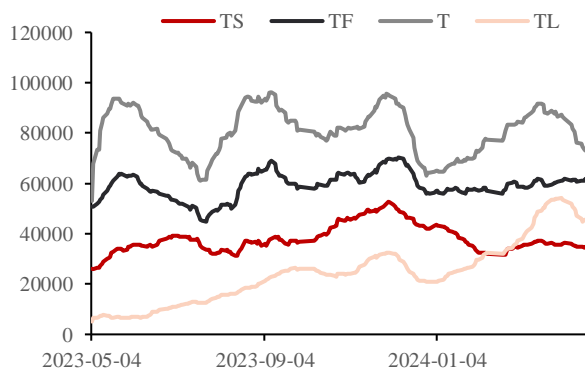
图表 1: TL 与其他品种的日均成交量对比(手).....	3
图表 2: TL 与其他品种的日均持仓量对比(手).....	3
图表 3: TL 成交市值/30Y 活跃券成交额	4
图表 4: TL 持仓市值/30Y 活跃券债券余额.....	4
图表 5: CTD 券的日成交笔数	4
图表 6: 30Y 活跃券的日成交笔数.....	4
图表 7: TL 与 30 年国债到期收益率显著负相关	5
图表 8: TL 涨跌幅与现券利率变化幅度的线性关系.....	5
图表 9: TL 净基差降中枢的现象不显著	6
图表 10: TL 近远月价差持续收敛后反弹.....	6
图表 11: 30Y-10Y 与 3T-TL 总体趋势相近	6
图表 12: 期货隐含利率曲线牛平为主.....	6
图表 13: 5 年现券多头+TF 空头和 5 年现券多头的净值比较	7
图表 14: 5 年现券多头+TL 空头和 5 年现券多头的净值比较.....	7
图表 15: 交割量(手).....	8
图表 16: 交割率(%)	8

一、规模篇

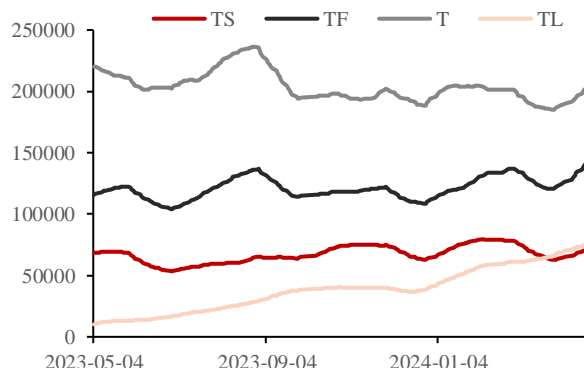
去年今日，30 年国债期货(TL)在万众期待的目光下上市交易，上市后的表现可圈可点，不仅期货市场的成交量和持仓量持续攀升，而且还带动超长期现券市场的成交活跃度显著改善，流动性持续提升的过程中，也为投资者提供了更加丰富的参与套利套保策略的工具。本节主要回顾 TL 上市这一年中的规模变化情况，探究 30 年国债期货交易对超长期现券成交的带动效果。

我们首先对所有品种，其同一时间上市的三个季度合约成交量和持仓量加总求和后进行 20 日移动平均处理，得到图 1-2 的各品种日均成交和持仓对比。近一年日均成交金额和持仓金额的排序均是： $T > TF \approx TS > TL$ ，目前成交市值大约分别处于 800 亿、600 亿、700 亿和 500 亿附近，持仓市值大约分别处于 2000 亿、1500 亿、1400 亿和 800 亿附近。值得一提的是，TL 合约上市初期至 2023 年底的成交手数始终处于末位，但今年持续新高，成交手数显著上升并超过 TS，TL 上市这一年存在强化自身流动性的动能，这与超长期债牛行情密不可分。

图表 1：TL 与其他品种的日均成交量对比(手)



图表 2：TL 与其他品种的日均持仓量对比(手)



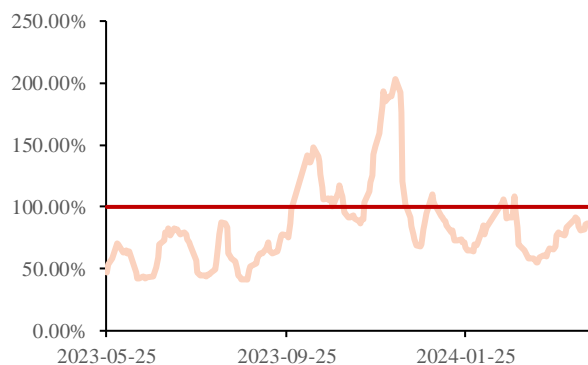
数据来源：Wind，中信建投期货整理

虽然 TL 成交和持仓市值均不及其他品种，但考虑到超长期现券的市场规模本身不算高，则相对于现券市场而言，目前 TL 的市场规模差强人意，尤其是成交规模上一度追赶现券市场。

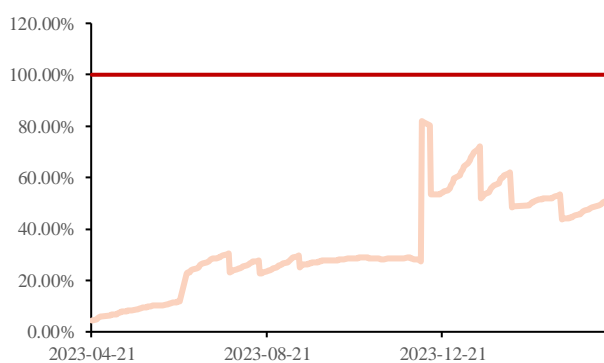
我们用期债日均成交金额/活跃现券日成交额(简称成交额比)及日均持仓金额/活跃现券日持仓额(简称持仓金额比)来近似反映期货市场规模较现券市场的差距，当该指标大于 1 时，说明期货市场的规模更大。可见 TL 与超长期现券市场的规模差距不太大，近期成交额比超过 80%，持仓额比接近 60%，这对于仅上市一年的 TL 合约而言，算是提交了一份较优秀的成绩单。

从套保角度来看，80%的成交额比基本能满足超长期现券（尤其是活跃券）市场的套保需求，因为在现有制度下，机构本身也很难实现 100% 的对冲仓位。

图表 3：TL成交市值/30Y活跃券成交额



图表 4：TL 持仓市值/30Y 活跃券债券余额

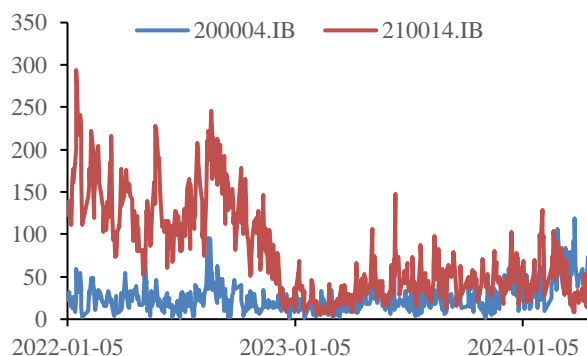


数据来源：Wind，中信建投期货整理

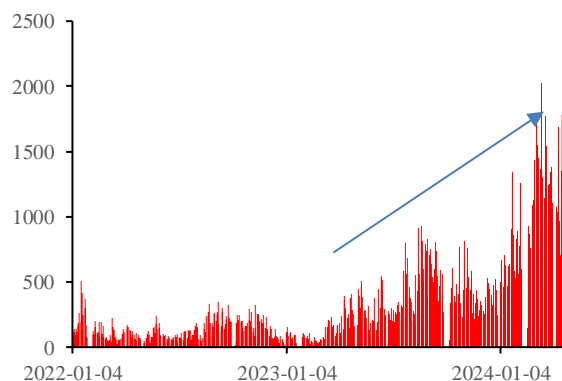
TL 上市后，较稳定的 CTD 券主要是集中在 200004.IB、210014.IB、210005.IB、190010.IB 这四只，几乎均是以老券为主，为了探究 TL 上市是否起到了增强现券市场流动性的作用，我们分别统计了近两年两只 CTD 券以及 30Y 活跃券的成交情况，如图 5-6 所示，显而易见，TL 上市后对 30Y 活跃现券的成交量的提升效果更显著，由上市前的不足 500 笔增长至上市后的上千笔，近期甚至一度接近 2000 笔。

考虑到 TL 上市后的流动性和市场规模尚处于上升趋势中，我们认为，TL 将进一步发挥其带动超长期现券市场活跃度提升的价值。

图表 5：CTD券的日成交笔数



图表 6：30Y 活跃券的日成交笔数

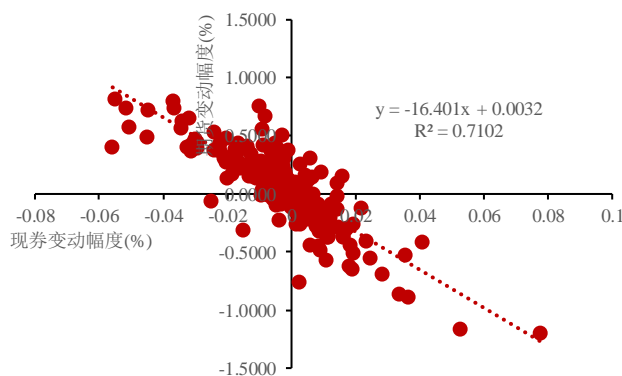


数据来源：Wind，中信建投期货整理

二、价格篇

TL 上市至今，其涨幅达到 12.77% (前复权)，期间内 30 年国债到期收益率下行超 70bp，期现之间的负相关关系超过 98%。同时，我们通过回归检验发现，30 年现券收益率每波动 1 个 bp 对应 TL 平均变化 0.16%。总体而言，30 年国债期货能较好地发挥价格发现的功能。

图表 7：TL 与 30 年国债到期收益率显著负相关 图表 8：TL 涨跌幅与现券利率变化幅度的线性关系

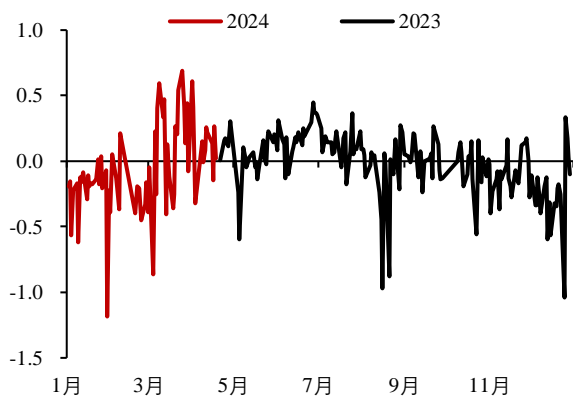


数据来源：Wind，中信建投期货整理

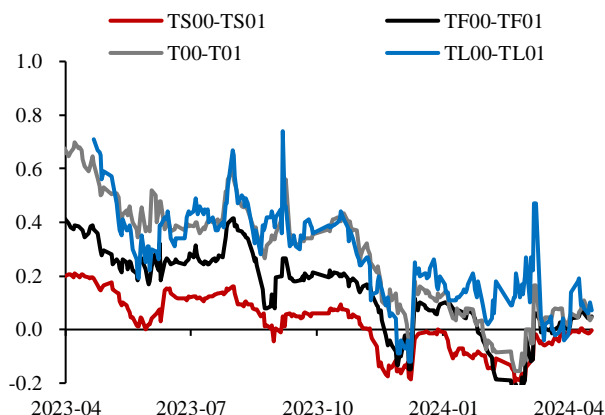
我们认为，去年 TL 刚上市时定价总体偏高，导致初始净基差水平低于市场预期，TL2309 合约成为主力合约初期的平均水平为 0.16，与 T 合约相近，考虑久期匹配则 TL 净基差明显被低估。结合四个品种来看，虽然过去一年债市多头情绪强盛致各品种的净基差中枢逐季下滑，但 TL 净基差保持着较明显的韧性，在今年 2 月 2406 合约成为主力合约时，其余品种净基差均转负的情形下，TL 净基差仍处于正值。然而，目前 TL 净基差水平仍处于低估状态，这与过去一年利率曲线持续牛平密不可分，一旦未来曲线略有熊陡倾向，则 TL 净基差中枢或更快回升。

两个重要的合约间价差 (跨期和跨品种价差) 与基差的运行逻辑类似。TL 近远月价差在过去一年持续收敛，由高位的 0.74 跌至当前的 0.1；同时，短期限合约多数情况下表现弱于长期限，TL 最为强势，3T-TL 由最高的 208.5 跌至最低的 204.56，一旦未来曲线略有熊陡倾向，则 TL 近远月价差及 3T-TL 均有较大概率转为扩张状态。

图表 9：TL 净基差降中枢的现象不显著



图表 10：TL 近远月价差持续收敛后反弹

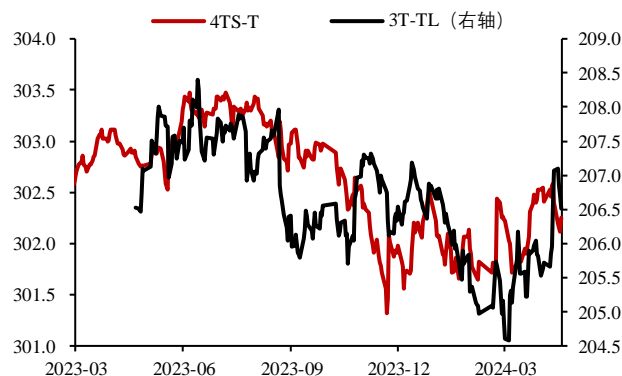


数据来源：Wind，中信建投期货整理

图表 11：30Y-10Y 与 3T-TL 总体趋势相近



图表 12：期货隐含利率曲线牛平为主



数据来源：Wind，中信建投期货整理

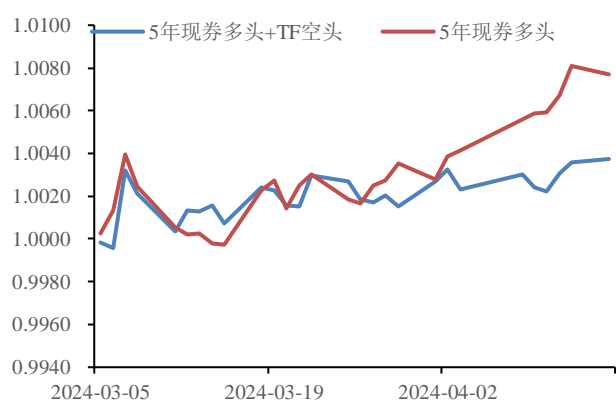
三、策略篇

在 TL 上市初期的专题报告中，我们曾提出 TL 上市将有助于完善期货市场的收益率曲线，主要体现在两个层面：一是 TL 为套保投资者提供了期限跨度更大的对冲品种；二是 TL 进一步丰富了跨品种套利策略，比如前文提及的过去一年多 TL 空 T 取得显著的超额收益。这里我们重点探讨第一个层面的内容。

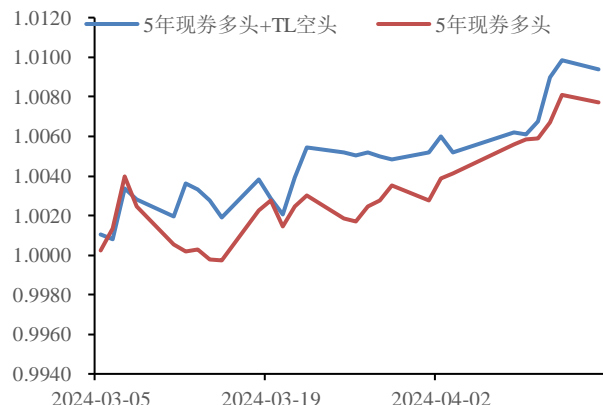
我们构建的基差中枢+PMI 组合指标在今年 3 月 1 日曾发出参与套保的信号，于是于 3 月 4 日建立模拟的活跃券套保组合(分别考虑了 TF 对冲 5 年活跃现券和 TL 对冲 5 年活跃现券两类情境)，套保组合持有至今，图 13-14 展示两类情境下，套保组合和未套保组合的净值对比。在我们的例子中，TL 对冲取得显著的

超额收益，TF 对冲反而降低了仅持有现券的收益，显而易见，品种的选择对于套保效果的影响非常深刻，甚至产生截然相反的效果。从该角度而言，TL 上市的最重要的策略意义在于，极大地拓展对冲现券时的期货品种选择空间并提升套保策略的灵活度。

图表 13: 5 年现券多头+TF 空头和 5 年现券多头的净值比较



图表 14: 5 年现券多头+TL 空头和 5 年现券多头的净值比较



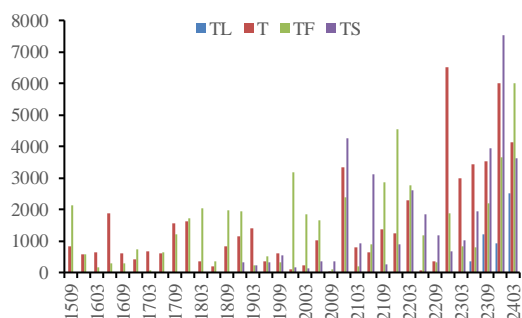
数据来源: Wind, 中信建投期货整理

在过去一年中，多头参与 TL 交割的积极性只增不减。2024 年 3 月上旬，2403 合约已全部完成交割。交割量方面，四个品种总共交割 16296 手，与 2312 合约的交割量相比，下降 1839 手。具体而言，TL、T、TF 和 TS 的交割量分别为 2519 手、4146 手、5997 手和 3634 手，分别较 2312 合约变动 1590 手、-1864 手、2331 手和-3896 手，在 T 和 TS 的交割量大幅下降拖累总交割量的过程中，TL 和 TF 的交割量上升成为主要支撑力，2403 合约是 TL 自上市以来交割量最高的合约。

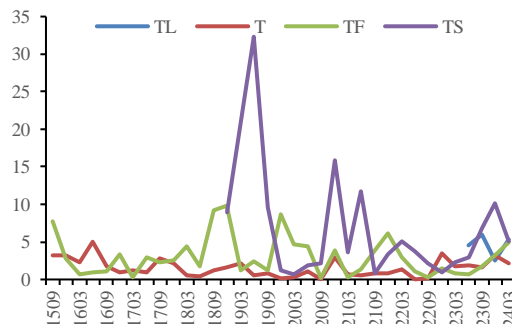
交割率（交割量/最大持仓量衡量）方面，四个品种的交割率之和为 17.47%，与 2312 合约的交割率相比，下降 1.55%。具体而言，TL、T、TF 和 TS 的交割率分别为 5.28%、2.15%、4.99%和 5.05%，分别较 2312 合约变动 2.76%、-1.01%、1.74%和-5.04%，TL 交割率处于四个品种之首。

TL 交割情况表现不俗或来源于两方面原因：一是过去一年中超长期债券表现最亮眼；二是 TL 的基差中枢持续偏低，支撑移仓阶段参与正套并交割的力量增强。

图表 15: 交割量(手)



图表 16: 交割率(%)



数据来源: Wind, 中信建投期货

展望后市, 中长期而言, 我们建议投资者关注 TL 对冲现券的策略, 主因过去一年 TL 持续处于高估状态, 未来基差中枢抬升是阻力最小的方向。但短期来看, 债券供需不均衡的背景下, “资产荒” 格局未明显扭转, 对于超长期债券仍有一定支撑力, 则当前做空 TL 的策略有性价比而无驱动力。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相

关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、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不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com