

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

投资有风险，入市需谨慎

30年期国债期货上市一周年运行情况回顾

固定收益组 张菁

从业资格号：F3022617

投资咨询号：Z0013604

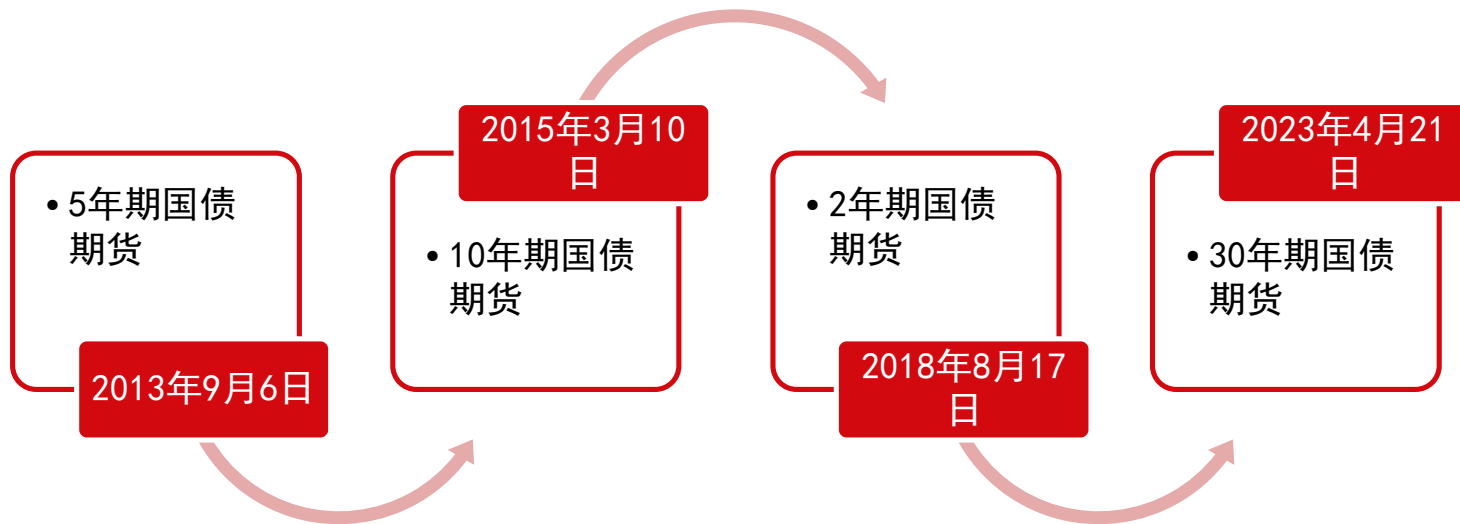


中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

2024年5月10日

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

国债期货添“新丁”



国债期货添“新丁”

填补超长久期利率
风险管理工具空白

助力政府债发行，
降低财政融资成本，
支持实体经济发展

提升超长期国债定
价的精确性，完善
收益率曲线建设，
助力利率政策传导，
引导资源配置

目录

第一章 TL交投活跃，国债期货市场深度进一步提升

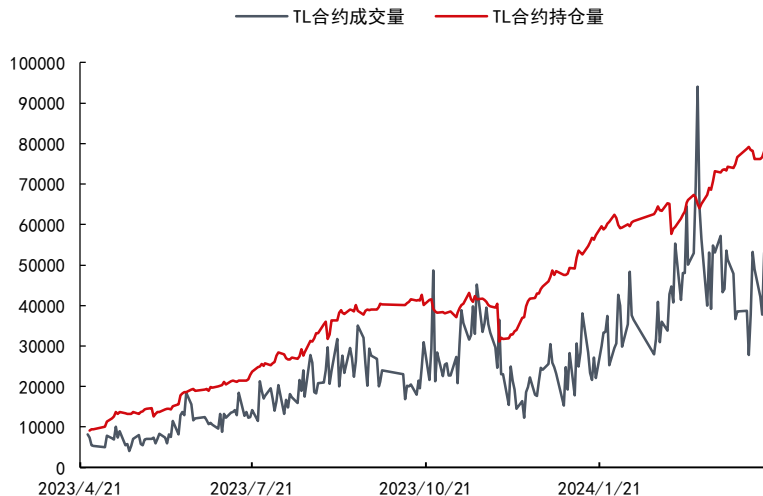
第二章 TL丰富策略思路，投资者参与热情较高

第三章 TL上市推动国债期货市场服务实体经济功能进一步增强

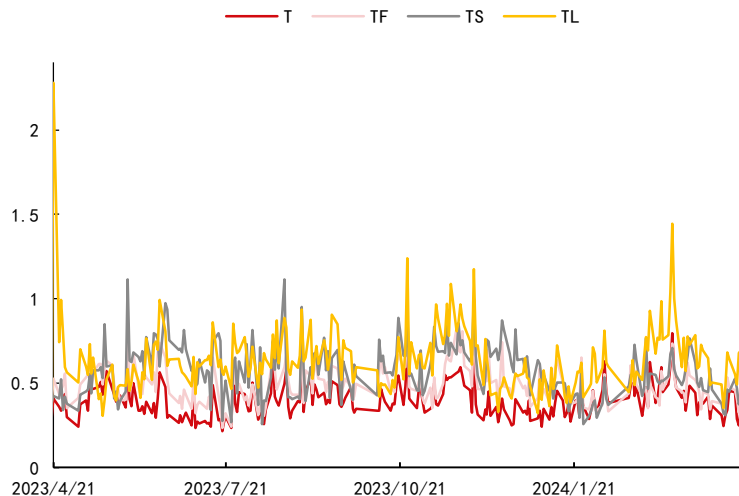
1、TL上市后交投活跃，成交持仓持续上行

- TL上市后成交持仓规模整体呈持续上行。持仓量快速上升，成交量虽然波动相对更大，但趋势上同样整体呈现不断上升的走势。
- TL成交持仓比也整体较高，反映TL品种交投较为活跃。

TL合约成交量与持仓量（手）



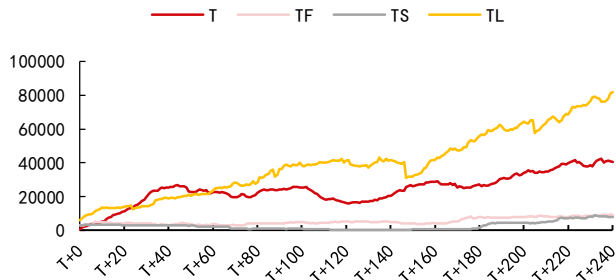
TL成交持仓比较高



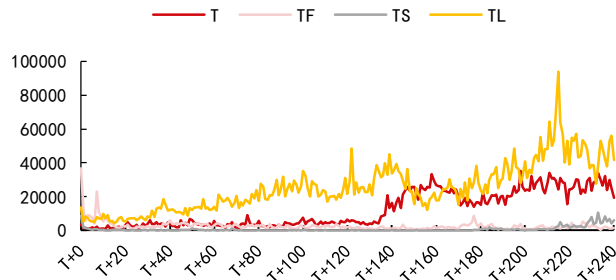
1、TL上市后交投活跃，成交持仓持续上行

- TL成交持仓的上行速度明显快于此前上市的品种，背后除了体现投资者的参与热情较高外，也反映了市场成熟度的提升。

各品种上市初期持仓表现（手）



各品种上市初期成交表现（手）



此前各品种上市后成交持仓表现（手）

	成交量				持仓量			
	上市首日	首日后 20 日平均	首日后 60 日平均	首日后 120 日平均	上市首日	首日后 20 日平均	首日后 60 日平均	首日后 120 日平均
TL	13472	6614	9657	15776	5907	11886	16181	25222
TF	36635	6468	4169	3276	2959	4150	3884	4035
T	3417	1577	2965	3445	862	6224	16756	19332
TS	8571	520	339	242	2981	3349	3056	2037

1、TL上市后交投活跃，成交持仓持续上行

- 目前来看，TL持仓仍处于上行过程中。如果单从新品种的角度来看，在经历一年左右的快速上行后，后续其持仓上行速度可能会相对有所放缓，不过考虑后续超长期债券供给或将上升，这可能带动TL需求以及持仓进一步增加。

国债期货各品种持仓量（手）

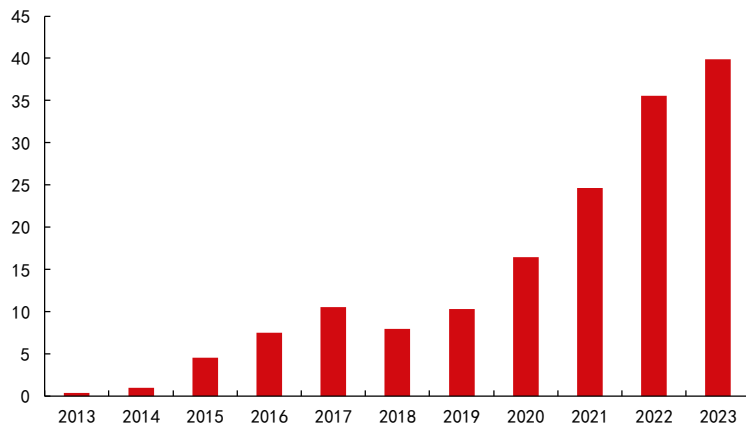


2、TL带动国债期货市场深度进一步提升

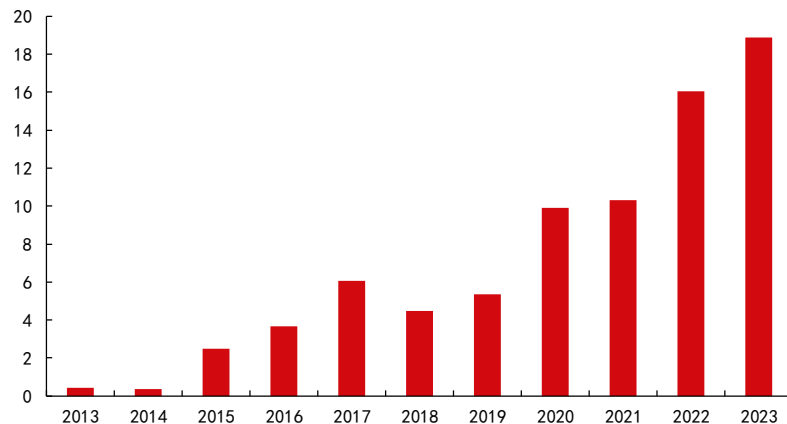
- 国债期货品种体系进一步完善，更好覆盖收益率曲线，并促进国债期货以及现券市场深度的提升。
- 伴随TL上市，国债期货市场整体成交持仓规模也继续上行，市场深度进一步提升。从国债期货市场整体成交持仓情况来看，2023年呈现进一步上行。2023年国债期货日均持仓量39.91万手、日均成交量18.87万手，分别较2022年增长12%和18%，对应到金额方面，2023年日均持仓金额和日均成交金额4678亿元和2305亿元，分别较2022年增长13%和20%。

国债期货成交持仓进一步上行

■ 日均持仓量（万手）



■ 日均成交量（万手）

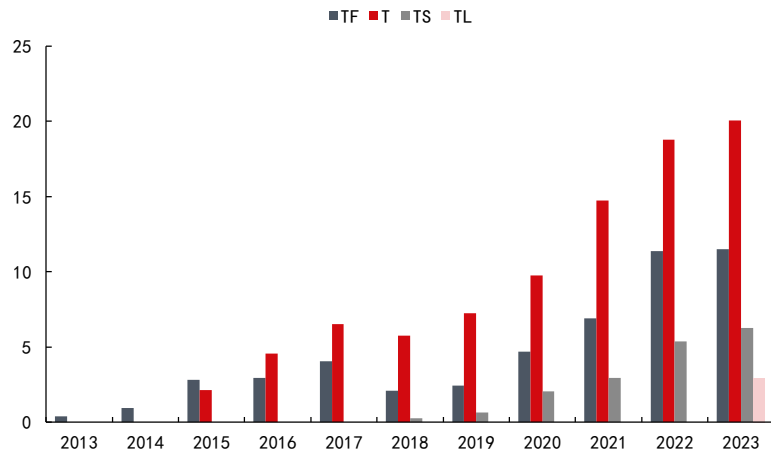


2、TL带动国债期货市场深度进一步提升

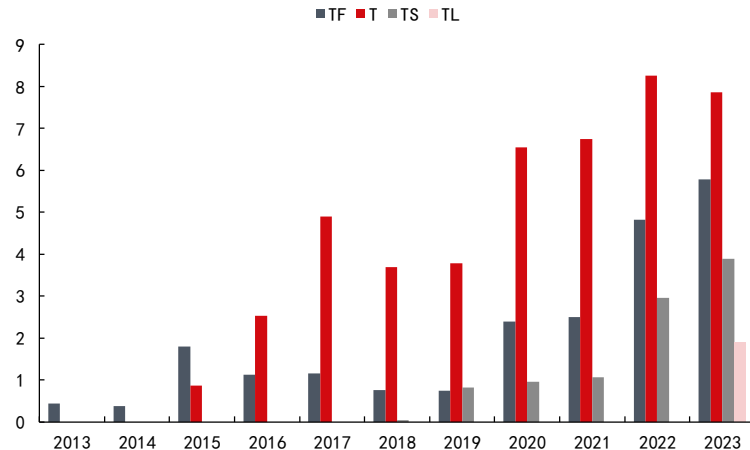
- 分不同品种来看，2023年T、TF、TS的日均持仓量分别增长7%、1%、17%，对应持仓量分别增加1.29万手、0.13万手和0.92万手。2023年TL日均持仓2.93万手，整体上看，2023年国债期货总持仓进一步上行受TL的直接带动作用较大。
- 成交持仓的上行，对应国债期货市场容量的上升，无论套保策略还是套利策略空间均有所上升。

不同品种成交持仓情况

国债期货日均持仓量（万手）



国债期货日均成交量（万手）

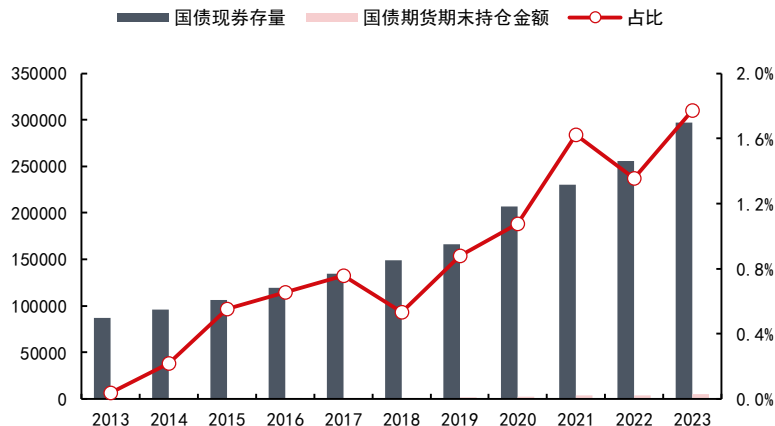


数据来源：Wind 中信期货研究所

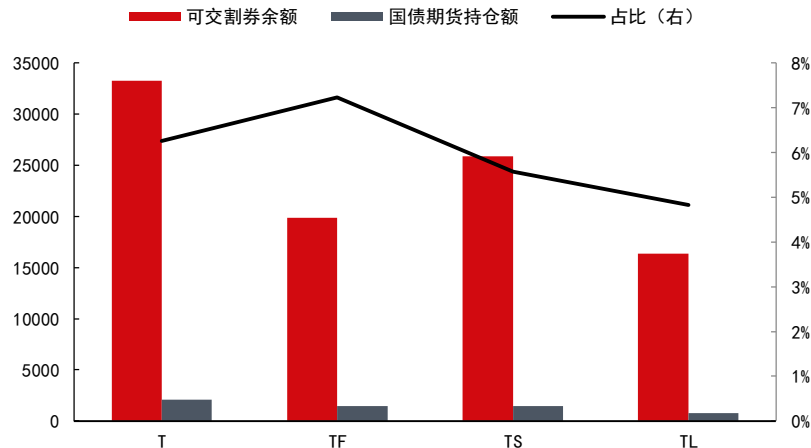
2、TL带动国债期货市场深度进一步提升

- 伴随TL的推出以及国债期货持仓的增长，国债期货规模相较于国债现券市场的占比也进一步上升。国债期货持仓金额占国债现券存量规模的比例整体不断上升。另外和可交割券的规模相比，TL持仓额相较于其可交割券规模占比约4.8%，仍有进一步上行空间。

国债期货相较于现券规模情况（亿元）



不同品种持仓情况（截至2024年3月底，亿元）



数据来源：Wind 中信期货研究所

目录

第一章 TL交投活跃，国债期货市场深度进一步提升

第二章 TL丰富策略思路，投资者参与热情较高

第三章 TL上市推动国债期货市场服务实体经济功能进一步增强

国债期货市场的多空交易者分别是谁？



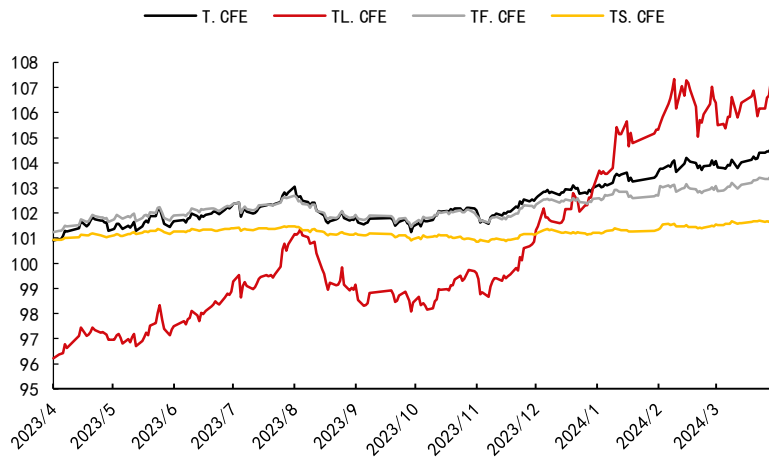
1、TL上市带动国债期货交易策略进一步丰富

- 2023年二季度以来债市利率呈现明显下行，国债期货表现偏强，TL久期更长，这也吸引配置性力量以及看多债市的投资者积极介入。2023年二季度以来，债市利率呈现明显下行，对应着国债期货走强，TL涨幅也显著高于其他品种。在融资需求相对偏弱以及引导融资成本下行的背景下，市场对宽货币预期较高，这也使得债市多头力量增强，并在国债期货TL品种上积极参与。

2023年至今债市利率整体下行（%）



国债期货表现偏强，且TL涨幅更大

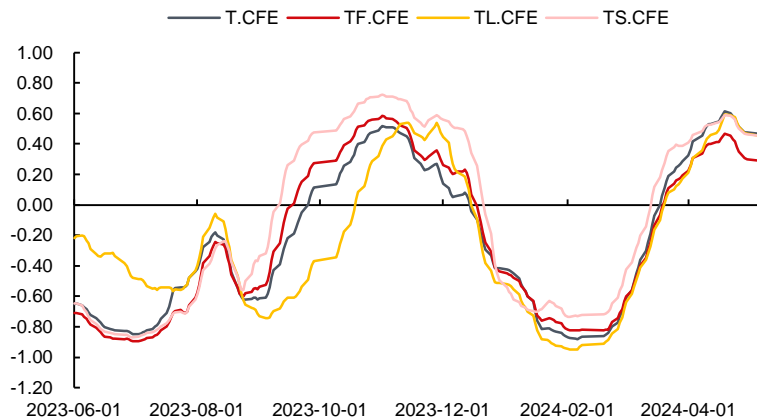


数据来源：Wind 中信期货研究所

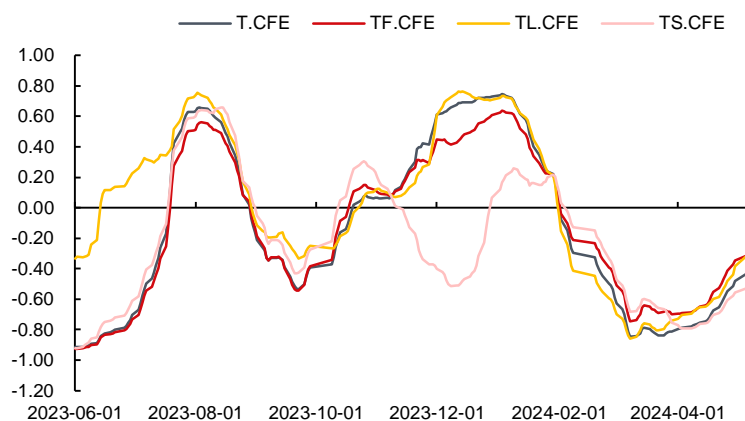
1、TL上市带动国债期货交易策略进一步丰富

- 2023年二季度以来债市利率呈现明显下行，国债期货表现偏强，TL久期更长，这也吸引配置性力量以及看多债市的投资者积极介入。2023年二季度以来，债市利率呈现明显下行，对应着国债期货走强，TL涨幅也显著高于其他品种。在融资需求相对偏弱以及引导融资成本下行的背景下，市场对宽货币预期较高，这也使得债市多头力量增强，并在国债期货TL品种上积极参与。

股指期货IC和国债期货价格相关性



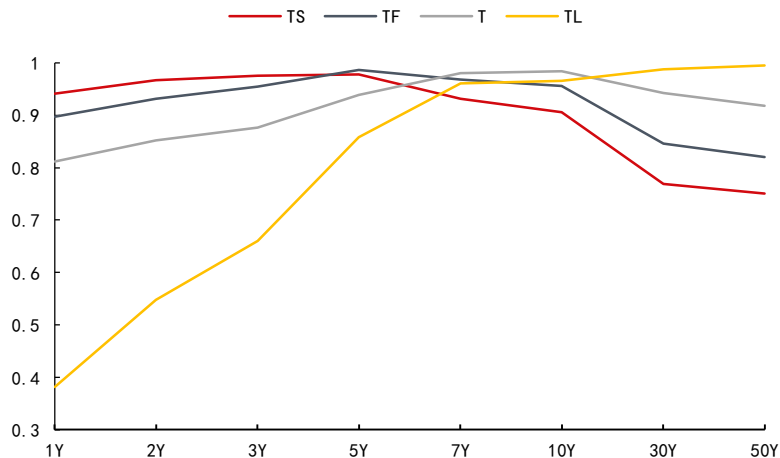
螺纹钢期货和国债期货价格相关性



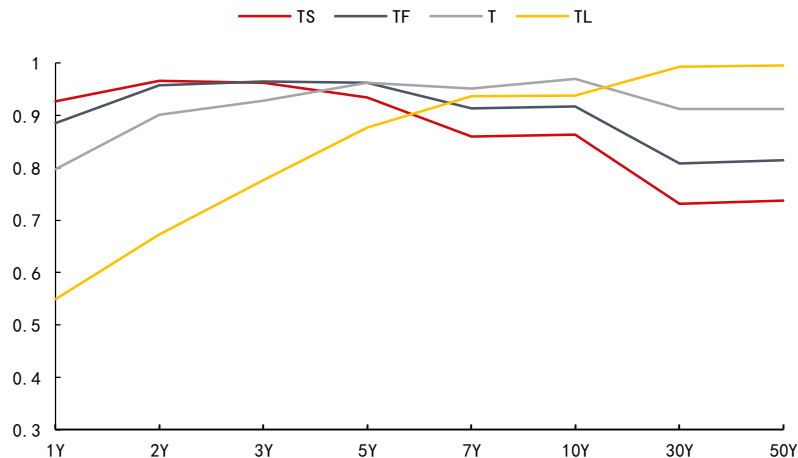
1、TL上市带动国债期货交易策略进一步丰富

- 30年期国债期货与长端利率具有较高相关性，能更好满足长端尤其是超长端套保策略需求。
 - 从国债期货与国债以及国开债的相关性情况来看，虽然国债期货整体与现券保持了较高的相关性，但是对应到超长期现券，TS、TF、T品种与其相关性均有明显下降。
 - 另外考虑久期的因素，即使使用短期限的国债期货品种来对冲超长端利率风险，对应的国债期货持仓规模和比例也较高，实践中面临的制约因素较多。

国债期货与国债相关性



国债期货与国开债相关性

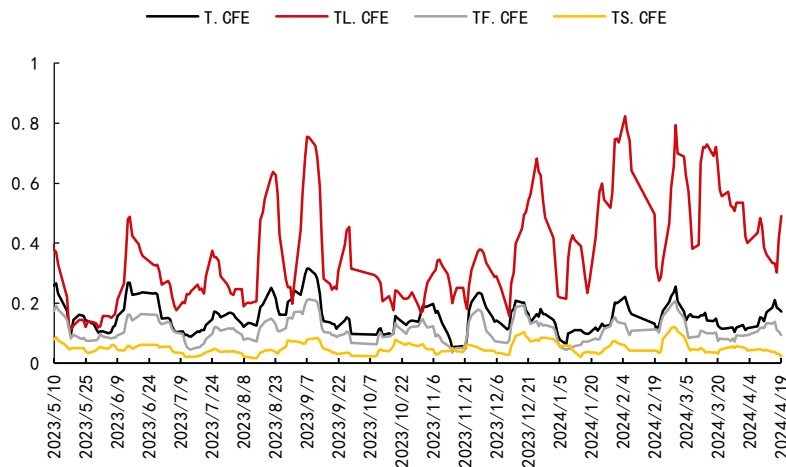


数据来源：Wind 中信期货研究所

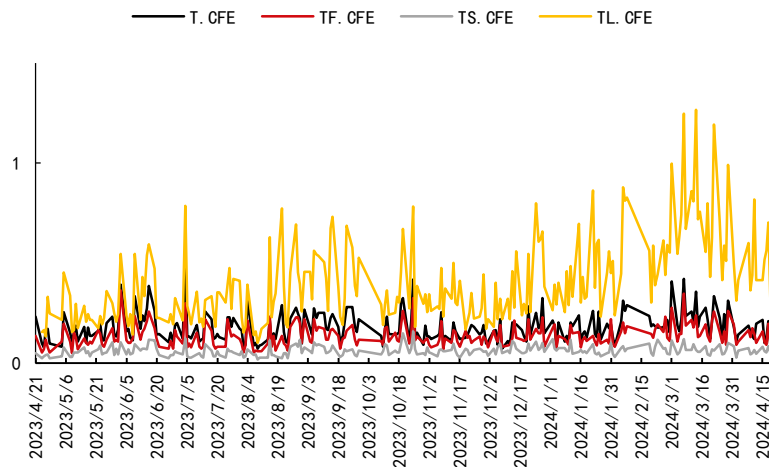
1、TL上市带动国债期货交易策略进一步丰富

- 30年期国债期货久期更长的特点叠加新上市，其价格波动幅度明显高于其他品种。从不同品种国债期货的价格波动情况来看，TL明显更高。
- TL品种相对于其他品种较大的变动可能也有助于扩充国债期货市场的策略空间，以及吸引部分风险偏好较高的投资者进入。

不同品种标准差 (MA10)



日内价格振幅 (%)

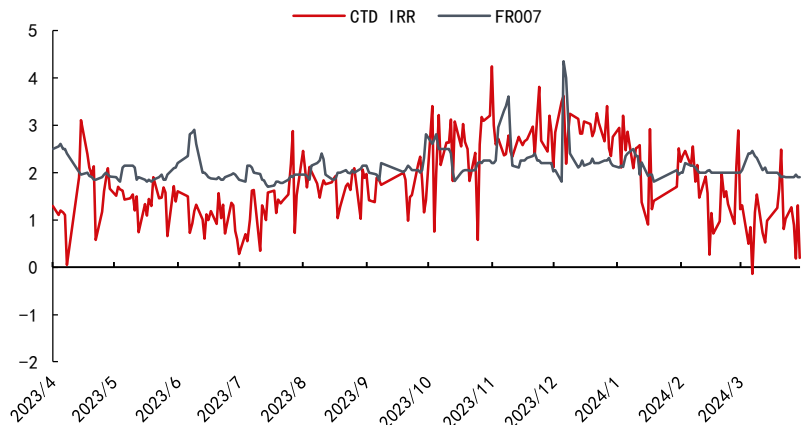


数据来源: Wind 中信期货研究所

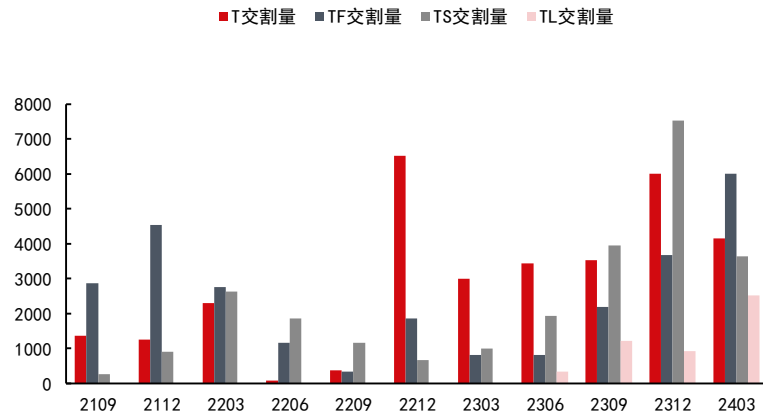
1、TL上市带动国债期货交易策略进一步丰富

- TL 价格的较大波动也带动其基差呈现较大波动，以及容易出现一些期现套利与基差交易机会。2023 年至今年一季度，TL 基差也明显波动更大。从策略层面来看，TL 基差的较大波动也使得 TL 上的基差交易机会或相对更多。从过去一年来看，由于TL基差的较大波动，使得 TL也呈现一定的正反套机会。TL CTD IRR 呈现阶段性偏高或偏低的状态，这也将带动期现套利的入场动力提升。而期现交易不仅带动国债期货市场活跃度上升，也会带动现券市场活跃度提升。

TL IRR波动相对较大(%)



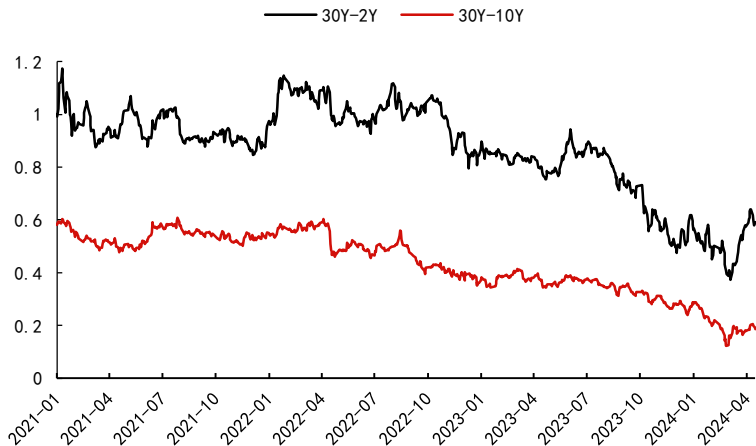
TL 交割量也明显提升(手)



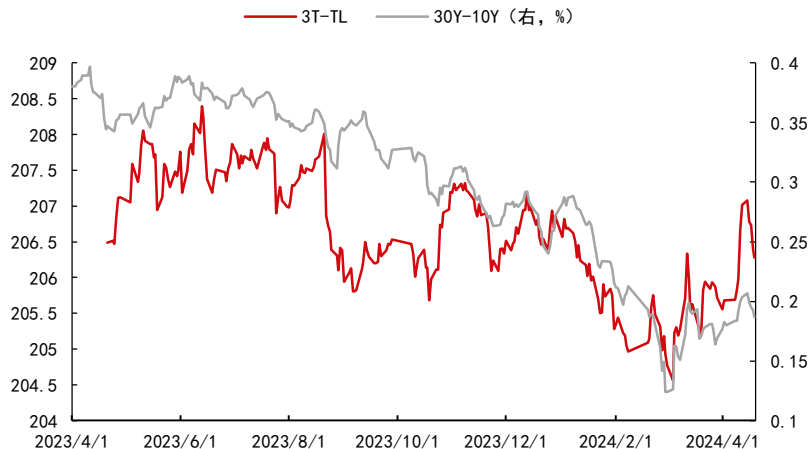
1、TL上市带动国债期货交易策略进一步丰富

- **曲线交易的思路进一步丰富。**除了可以根据两两品种之间构造跨品种交易组合外，也可以进一步综合更多品种构造蝶式的跨品种交易组合。尤其是在去年曲线呈现平坦化特征，市场分歧以及对此博弈的动力或有所增强。由于TL久期较长，因此在与其它品种国债期货构成跨品种组合时，需要其他品种的配平手数较多，而这也有助于其他品种以及国债期货市场整体活跃度的提升。

2023年曲线平坦化（%）



曲线交易思路进一步丰富

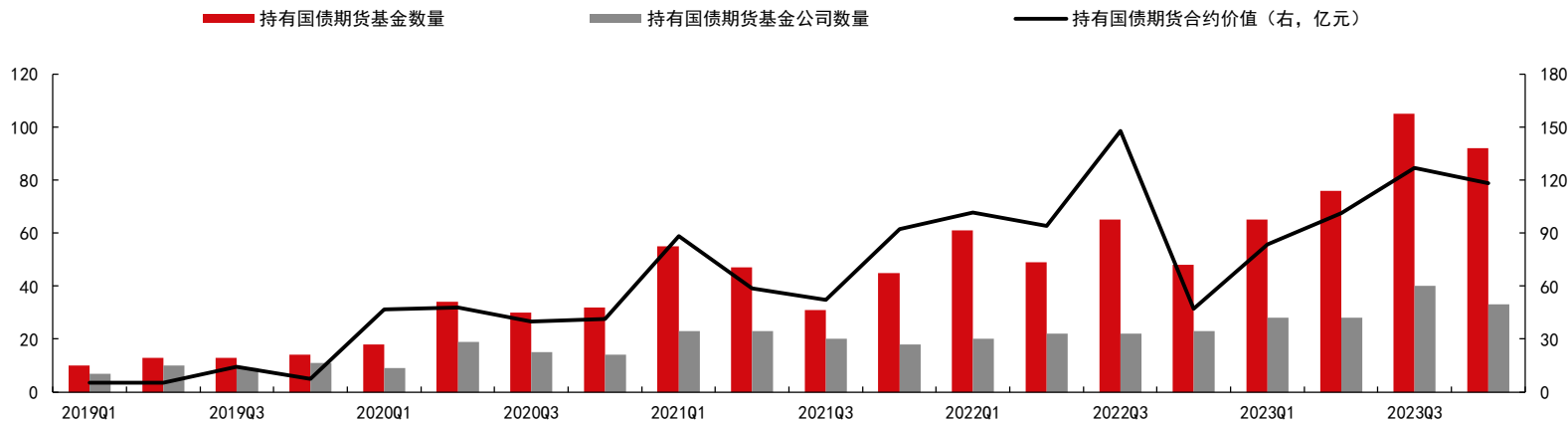


数据来源：Wind 中信期货研究所

2、以公募为例，TL带动其对国债期货参与度上升

- 2023年公募基金对国债期货参与度提升，持有国债期货产品以及管理人数目明显增多。从公募基金季报来看，2023年四季度末，有超过90只基金产品持有国债期货，对应超过30家基金公司参与到国债期货市场，持有国债期货的基金产品数量同比增长接近一倍，持有国债期货的基金公司数量也增长近一半。且从持有国债期货的合约价值来看，2023年也整体上行，从2023Q2开始均维持在100亿元以上规模。

公募基金参与国债期货情况（个，亿元）

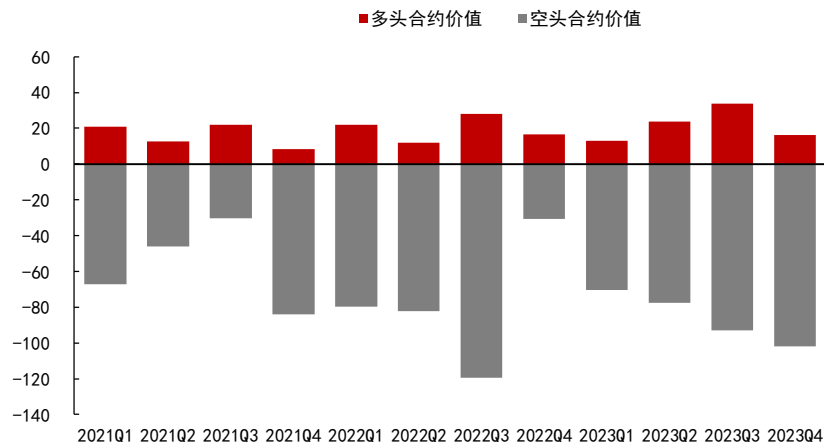


数据来源：Wind 中信期货研究所

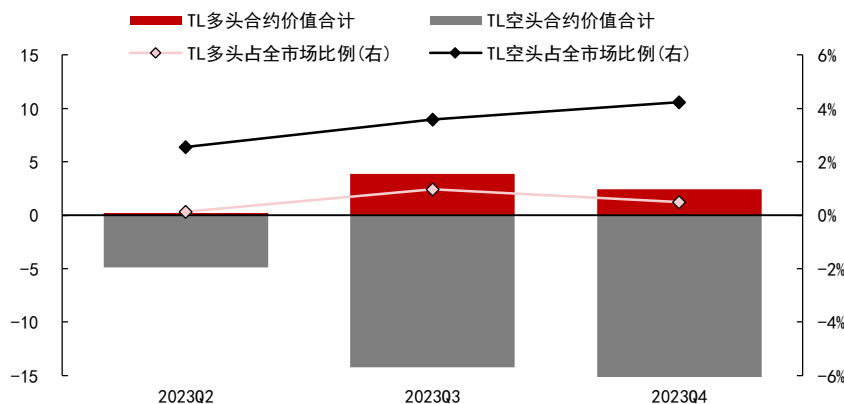
2、以公募为例，TL带动其对国债期货参与度上升

- 公募持仓以空头方向为主，背后对应其参与国债期货市场仍主要为空头套保思路。以2023Q4为例，公募基金在国债期货上空头持仓占比接近9成。公募参与国债期货或更多为空头套保思路。
- 公募基金持有TL空头头寸整体不断上行，且相对其他品种偏高。公募基金在30年期国债期货上参与度较高，一方面因考虑久期因素以及持仓限制，另一方面在利率整体有所下行的背景下，公募基金可能也增加对长期限债券的配置，而这也增加对于长期限利率风险的管理需求。

公募国债期货持仓情况（亿元）



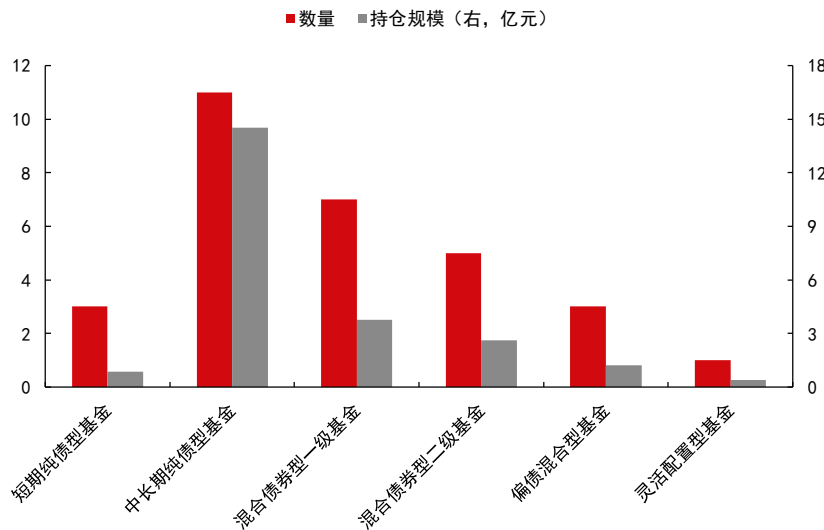
公募基金使用TL情况（亿元）



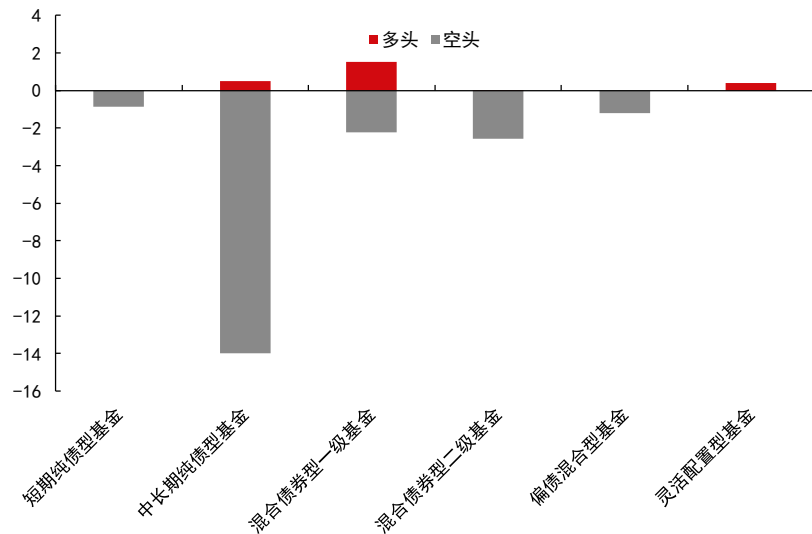
2、以公募为例，TL带动其对国债期货参与度上升

- 从不同基金类型来看，中长期纯债型基金持有TL规模最高。2023Q4，持仓TL的基金产品包含6种类型，分别为短期纯债型基金、中长期纯债型基金、混合债券型一级基金、混合债券型二级基金、偏债混合型基金、灵活配置型基金。其中中长期纯债型基金持有TL最多，2023Q4的30只持有TL的基金产品中11只为中长期纯债型基金，持有TL规模14.5亿元。从多空持仓来看，中长期纯债型基金持有TL以空头为主，2023Q4 TL多空持仓分别为0.51亿元和13.99亿元。

持有TL的基金类型（2023Q4）



不同类型基金持有TL情况（亿元）



目录

第一章 TL交投活跃，国债期货市场深度进一步提升

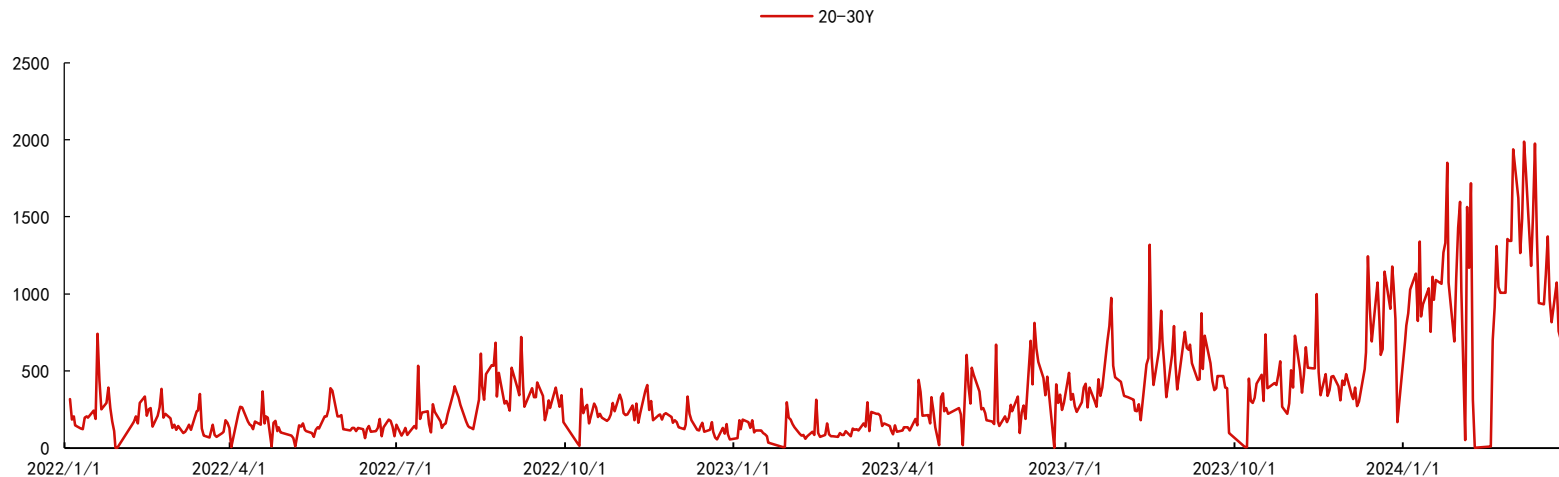
第二章 TL丰富策略思路，投资者参与热情较高

第三章 TL上市推动国债期货市场服务实体经济功能进一步增强

1、TL上市带动现券活跃度上升

- TL上市以及国债期货市场进一步完善也带动现券活跃度上升。TL上市一方面带动国债期货市场深度的进一步提升，另外也有助于提升现券市场的活跃度，尤其是对长端影响相对更大。可以发现，30 年期国债期货上市后对现券活跃度的带动作用较为明显。以20Y-30Y 国债为例，在 2023/04/21 日 TL 上市后，其成交量呈现快速上行。TL 上市后 20 日，20Y-30Y 国债日均成交量相较于上市前 20 日增长约 54%。

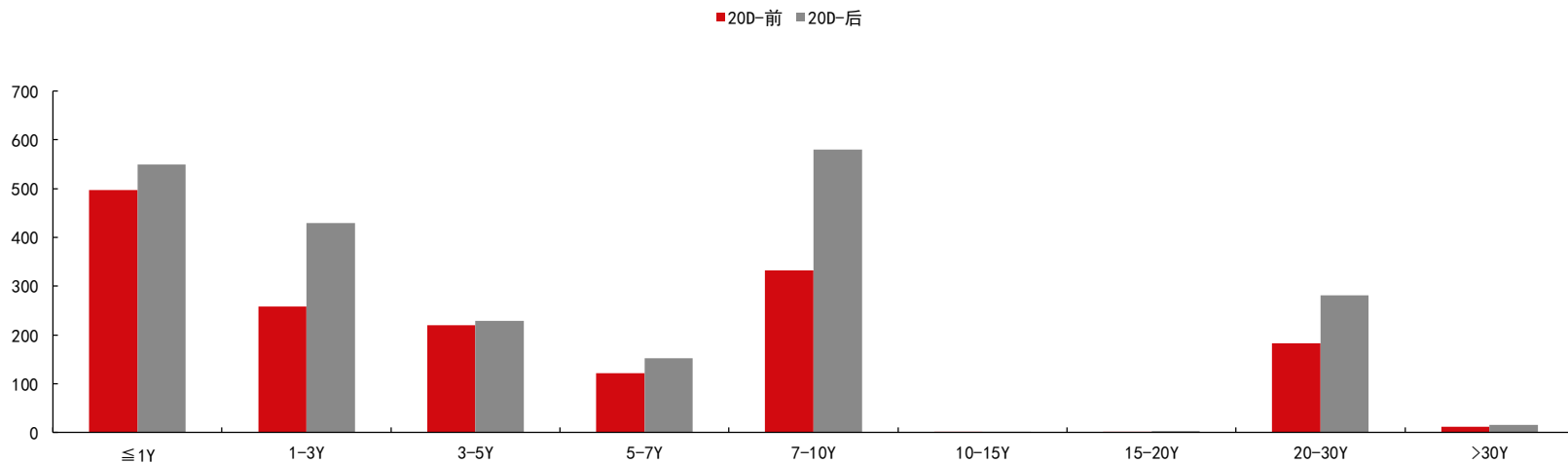
20Y-30Y国债成交量（亿元）



1、TL上市带动现券活跃度上升

- 另外从不同期限国债的成交量变化情况来看，TL 上市对长端现券活跃度的带动作用或更明显。TL 上市前后，7-10Y、20-30Y 国债成交量均呈现较明显上升，而 3-5Y 以及 5-7Y 则变动不大。另外根据中金所统计，银行间债券市场做市商运用 TL 管理存货风险，最新或次新 30 年期国债买卖利差由此前的 0.5BP 左右降至 0.25BP。TL上市对于现券市场深度提升也起到了促进作用。

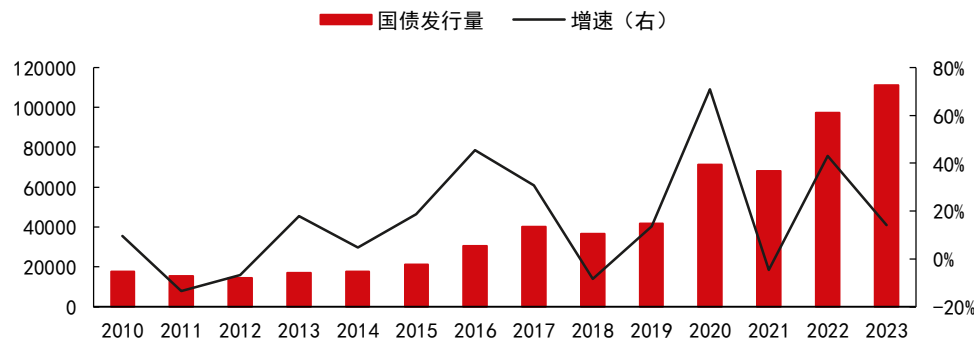
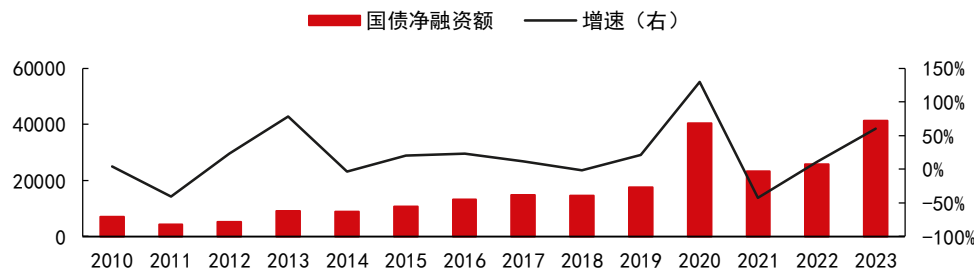
长端活跃度受TL上市带动更大（亿元）



2、助力政府债顺利发行和财政政策实施

- 财政政策积极发力，尤其是中央财政加杠杆，国债或成为稳增长重要抓手。近几年，受疫情影响，我国经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力。在这一背景下，政府部门呈现积极加杠杆，而国债则成为中央财政加杠杆以及稳增长的重要抓手。
- 国债发行规模不断上升，国债期货有助于保障国债顺利发行，进而促进财政政策的实施。国债期货对于保障国债顺利发行也发挥重要作用。一方面，国债期货可以为国债承销商提供利率风险对冲工具，另外国债纳入可交割券池也可以提高其流动性和持有意愿。

财政发力背景下，国债发行规模明显上升（亿元）

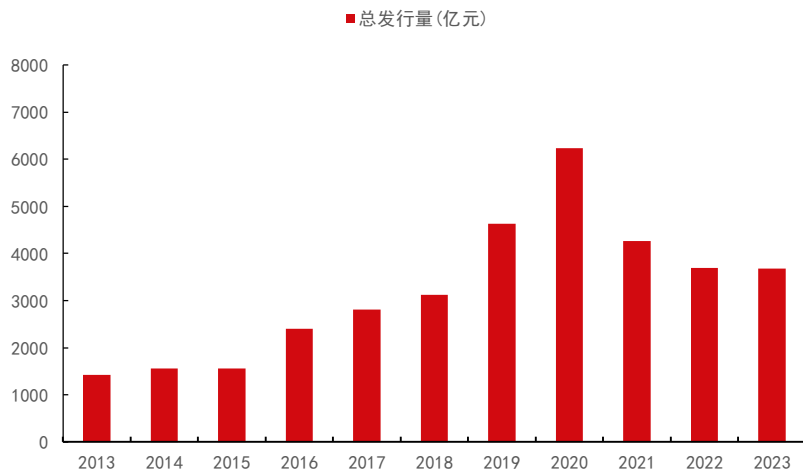


数据来源：Wind 中信期货研究所

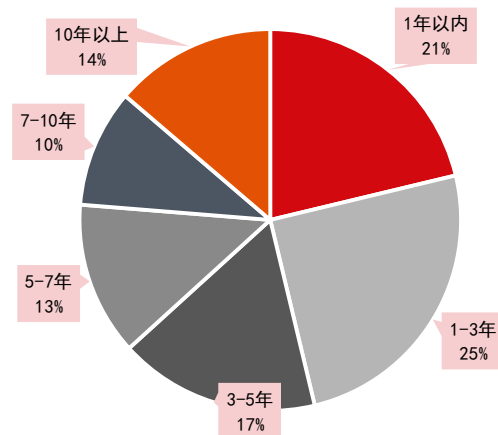
2、助力政府债顺利发行和财政政策实施

- 未来超长期债券供给或将上升，TL品种推出也有利于国债期货更好发挥其上述功能。今年政府工作报告提到，“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债”。因此后续，超长期国债的发行规模相较于此前将明显上升。30年期国债期货的上市填补了超长端的空白，使得国债期货对于现券利率的覆盖进一步完善，进而能更好助力国债顺利发行以及财政政策的顺利实施。且从另一方面来看，超长期债券供给的上升也将带动TL的需求与持仓量进一步上行。

10年期以上国债发行规模



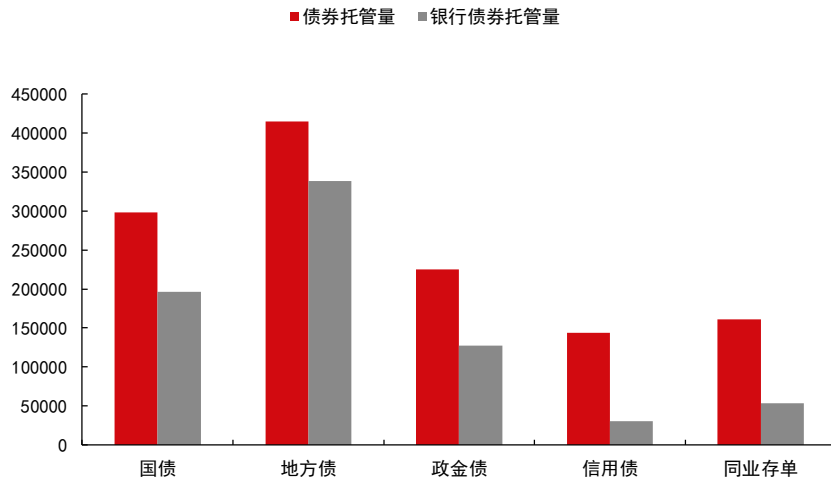
国债剩余期限分布（2023年底）



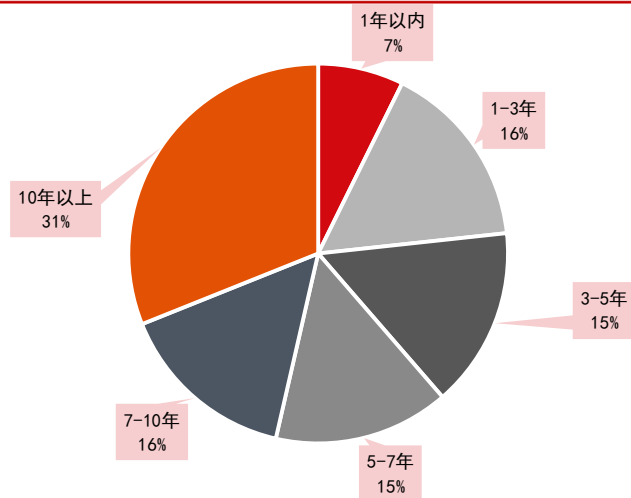
3、TL完善国债期货市场风险管理功能以及带动中长期资金入市

- TL上市能更好满足银行保险等中长期资金的利率风险管理诉求，并带动其参与国债期货市场动力提升。银行和保险是债券市场的重要参与者和配置力量。类似于国债，在财政发力背景下，近年来地方债发行规模整体也有所上升，且银行是地方债主要配置机构。值得注意的是，地方债在期限分布上相较于国债或更长。截止2023年底，在地方债剩余期限分布中，10年以上地方债占比达到31%，高于国债。银行资产负债存在一定期限错配，且资产端期限更长，这也使得其利率风险管理的诉求较强。TL的上市可以为银行对冲长端利率风险提供有效的工具。

主要券种托管规模情况（2024m3，亿元）



地方债剩余期限分布（2023年底）

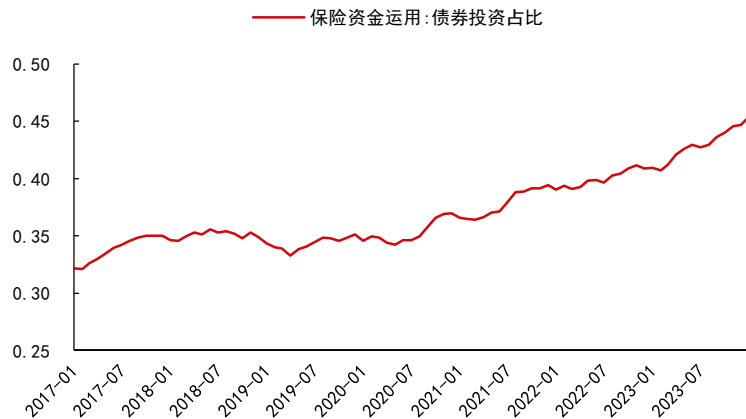


数据来源：Wind 中信期货研究所

3、TL完善国债期货市场风险管理功能以及带动中长期资金入市

- 保险方面，其持有债券规模同样较大，配债以及利率风险管理需求较强。从保险资金运用情况来看，近些年债券投资占比整体不断上升。保险资金同样存在资产负债的期限错配问题，因此保险机构对超长期债券的配置需求较强，从过去来看保险资金对地方债配置积极性同样较高，地方债发行放量时保险机构往往积极买入。然而超长期债券的供给规模以及节奏具有不确定性，这使得其进行利率风险管理的必要性同样较高。TL 作为超长期品种，其上市可以更好满足保险资金的利率风险管理诉求，通过多头替代和久期管理的手段，缓解资产负债期限风险。

保险资金债券投资占比情况



保险机构对超长期债券需求较大（亿元）



总结

- **TL交投活跃，国债期货市场深度进一步提升。**TL上市后成交持仓规模整体呈持续上行，且自2024年3月初以来，TL持仓整体超过TS持仓。目前来看，TL持仓仍处于上行过程中。考虑后续超长期债券供给或将上升，这可能带动TL需求以及持仓进一步增加。伴随TL上市，国债期货市场整体成交持仓规模也继续上行，国债期货规模相较于国债现券市场的占比也进一步上升。
- **TL丰富策略思路，投资者参与热情较高。**30年期国债期货与长端利率具有较高相关性，能更好满足长端尤其是超长端套保策略需求。另外TL价格波动幅度相对较大，这也带动其基差呈现较大波动，以及容易出现一些期现套利与基差交易机会。如公募基金在TL上的参与度较高。
- **TL上市推动国债期货服务实体经济功能进一步增强。**当前在财政发力背景下，国债发行规模上升，而国债期货有助于保障国债顺利发行，进而促进财政政策的实施。另外，TL上市能更好满足银行保险等中长期资金的利率风险管理诉求，并带动其对于国债期货市场参与动力的提升。银行保险是现券市场重要参与力量，其参与国债期货市场对于国债期货市场进一步发展也至关重要，并有助于促进期现市场以及服务实体经济的正向循环。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。



中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

总部地址：

深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）
北座13层1301-1305室、14层

上海地址：

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场
3号楼23层

致謝

