

# 国债期货市场深度提升，服务实体经济功能进一步完善：TL 上市运行情况回顾

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

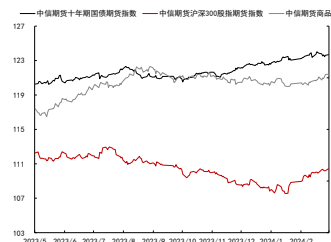
## 报告要点

TL 进一步丰富国债期货品种体系，自 2023 年 4 月 21 日上市以来，其成交持仓整体持续上行，市场交投活跃，国债期货市场深度进一步提升。TL 上市带动国债期货策略思路更加丰富，同时也带动现券活跃度提升。其更好满足了超长期利率风险管理需求，伴随 TL 推出，国债期货服务实体经济功能也进一步完善。

## 摘要：

- **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，截止今年一季度末时，TL 持仓量达到 7.42 万手。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。如果单从新品种的角度，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。伴随 TL 上市，国债期货市场整体成交持仓规模也继续上行，2023 年国债期货日均持仓量达到 39.91 万手、日均成交量达到 18.87 万手。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期套保策略需求。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 久期更长也吸引配置性力量以及看多债市的投资者积极介入。另外 TL 价格波动幅度相对较大，这也拓展国债期货策略空间。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。
- **TL 上市推动国债期货服务实体经济功能进一步增强。**TL 上市带动现券活跃度上升，TL 上市后，20-30Y 国债成交量明显提高。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。

中信期货商品指数走势



## 固定收益团队

研究员：  
张菁  
021-80401729  
zhangjing@citicsf.com  
从业资格号 F3022617  
投资咨询号 Z0013604

程小庆  
021-60819969  
chengxiaqing@citicsf.com  
从业资格号 F3083989  
投资咨询号 Z0018635

## 目 录

摘要:	1
一、TL 交投活跃，国债期货市场深度进一步提升	4
（一）TL 上市后交投活跃，成交持仓持续上行	4
（二）TL 带动国债期货市场深度进一步提升	6
二、TL 丰富策略思路，投资者参与热情较高	8
（一）TL 上市带动国债期货交易策略进一步丰富	8
（二）以公募为例，TL 带动其对国债期货参与度上升	12
三、TL 上市推动国债期货服务实体经济功能进一步增强	15
（一）TL 上市带动现券活跃度上升	15
（二）助力政府债顺利发行和财政政策实施	16
（三）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	18
免责声明	20

## 图目录

图表 1: TL 合约成交量与持仓量（手）	4
图表 2: TL 成交持仓比较高	4
图表 3: 各品种上市初期持仓表现（手）	5
图表 4: 各品种上市初期成交表现（手）	5
图表 5: 此前各品种上市后成交持仓表现（手）	5
图表 6: 国债期货各品种持仓量（手）	6
图表 7: 国债期货成交持仓进一步上行	7
图表 8: 不同品种成交持仓情况	7
图表 9: 国债期货相较于现券规模情况（亿元）	8
图表 10: 不同品种持仓情况（截至 2024 年 3 月底，亿元）	8
图表 11: 国债期货与国债相关性	9
图表 12: 国债期货与国开债相关性	9
图表 13: 2023 年至今债市利率整体下行（%）	9
图表 14: 国债期货表现偏强，且 TL 涨幅更大	9
图表 15: 不同品种标准差（MA10）	10
图表 16: 日内价格振幅（%）	10
图表 17: 国债期货各品种主力合约 CTD 基差	11
图表 18: TL IRR 波动也相对较大（%）	11
图表 19: 2023 年曲线平坦化（%）	12
图表 20: 曲线交易思路进一步丰富	12
图表 21: 公募基金参与国债期货情况（个，亿元）	12
图表 22: 公募国债期货持仓情况（亿元）	13
图表 23: 2023Q4 公募持仓分布（亿元）	13
图表 24: 2023Q4 持仓国债期货的基金公司与产品数量（个）	14

图表 25: 持仓 TL 的基金公司与基金产品分布（个） .....	14
图表 26: 公募基金使用 TL 情况（亿元） .....	14
图表 27: 持有 TL 的基金类型（2023Q4） .....	15
图表 28: 不同类型基金持有 TL 情况（亿元） .....	15
图表 29: 20Y-30Y 国债成交量（亿元） .....	16
图表 30: 长端活跃度受 TL 上市带动更大（亿元） .....	16
图表 31: 财政发力背景下，国债发行规模明显上升（亿元） .....	17
图表 32: 10 年期以上国债发行规模 .....	18
图表 33: 国债剩余期限分布（2023 年底） .....	18
图表 34: 主要券种托管规模情况（2023m3，亿元） .....	19
图表 35: 地方债剩余期限分布（2023 年底） .....	19
图表 36: 保险资金债券投资占比情况 .....	19
图表 37: 保险机构对超长期债券需求较大（亿元） .....	19

2023 年 4 月 21 日，30 年期国债期货上市，至今已运行 1 年左右时间。30 年期国债期货上市使得国债期货品种体系进一步丰富，并实现了国债期货对现券利率从短端到中端，长端，以及超长端的覆盖。这也带动了国债期货市场深度进一步提升，以及国债期货服务实体经济功能的进一步完善。站在当前时点，本篇报告主要分析 30 年期国债期货上市后运行情况及其影响与展望。

## 一、TL 交投活跃，国债期货市场深度进一步提升

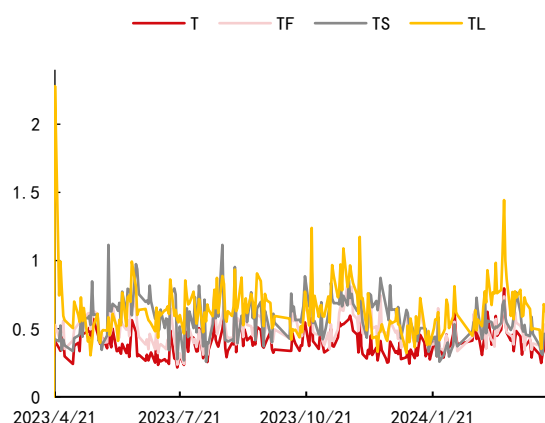
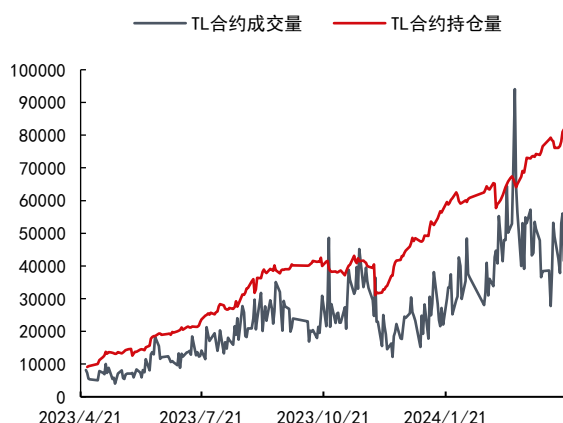
### （一）TL 上市后交投活跃，成交持仓持续上行

TL 上市后成交持仓规模整体呈持续上行，且成交持仓比较高。从成交持仓情况来看，自 2023 年 4 月 21 日上市以来，TL 整体呈现持续上行的趋势。以持仓量为例，上市首日 TL 品种总持仓量为 0.59 万手，截至 2023 年年中时（6 月底），TL 持仓量达到 1.97 万手，较上市首日增长 233%，截至 2023 年年底时，TL 持仓量进一步上行至 4.85 万手，较 2023 年年中增长 147%，截至 2024 年一季度末时，TL 持仓量达到 7.42 万手，较 2023 年年底增长 53%。另外成交量方面，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。

可以发现 TL 成交持仓比也整体较高。除了上市首日受新上市因素影响成交持仓比达到 2.28 外，后续其成交持仓比也相对较高。2023/04/24-2023/12/31 期间，TL 成交持仓比 0.64，同期 T、TF、TS 成交持仓比分别 0.39、0.50 和 0.61。且从今年一季度来看，TL 平均成交持仓比仍维持在 0.64 左右，略高于 T、TF、TS 品种。和其他品种上市初期的表现相比，T、TF、TS 上市一年左右成交持仓比平均分别为 0.45、0.56、0.17（不含上市首日）。TL 成交持仓比较高反映 TL 品种交投较为活跃。

图表1：TL 合约成交量与持仓量（手）

图表2：TL 成交持仓比较高



资料来源：Wind 中信期货研究所

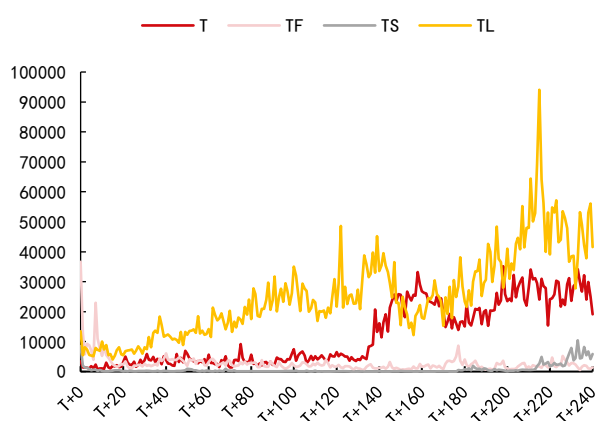
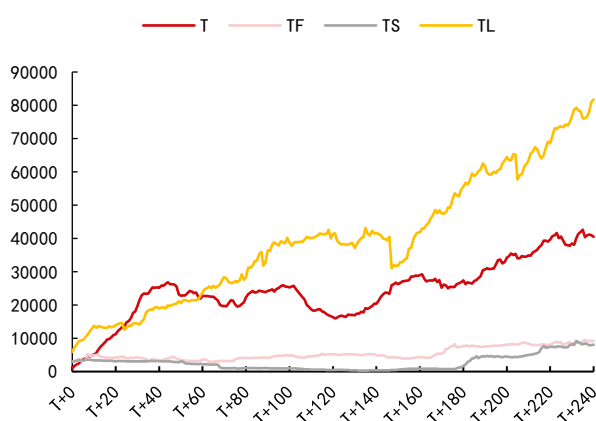
TL 成交持仓的上行速度明显快于此前上市的品种，背后除了体现投资者的参与热情较高外，也反映了市场成熟度的提升。可以发现，自上市以来，TL 成交持

仓不仅呈现了持续上行的态势，而且其持仓的累积速度以及成交上行速度也明显快于此前上市的其他国债期货品种。即使和当前最活跃的 10 年国债期货相比也略胜一筹。TL 上市首日后的 20 日的日均持仓量和成交量分别为 6614 手和 11886 手，上市后同样时间点 T 合约的日均持仓量和成交量分别为 1577 手和 6224 手。上市首日后的 120 日 TL 日均持仓量和成交量分别为 1.58 万手和 2.52 万手，T 日均持仓量和成交量分别为 3445 手和 1.93 万手。然而这也并不能表明，TL 品种成交持仓将会超过 T 品种。

TL 成交持仓上行斜率较高，一方面反映市场对 TL 的参与热情较高，另一方面也反映了市场成熟度的明显提升。经过多年的培育和发展，国债期货市场成熟度不断提升，投资者类型日益丰富，市场制度更加完善。投资者对国债期货认知度和使用熟练度的提高也使得 TL 在推出后，投资者具有快速参与的基础。可以发现，在 10 年期国债期货推出时，国债期货市场只有 TF 品种，且总持仓量仅有约 4 万手左右，而在 30 年期国债期货推出时，国债期货市场整体持仓量已达到约 39 万手。

图表3：各品种上市初期持仓表现（手）

图表4：各品种上市初期成交表现（手）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：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

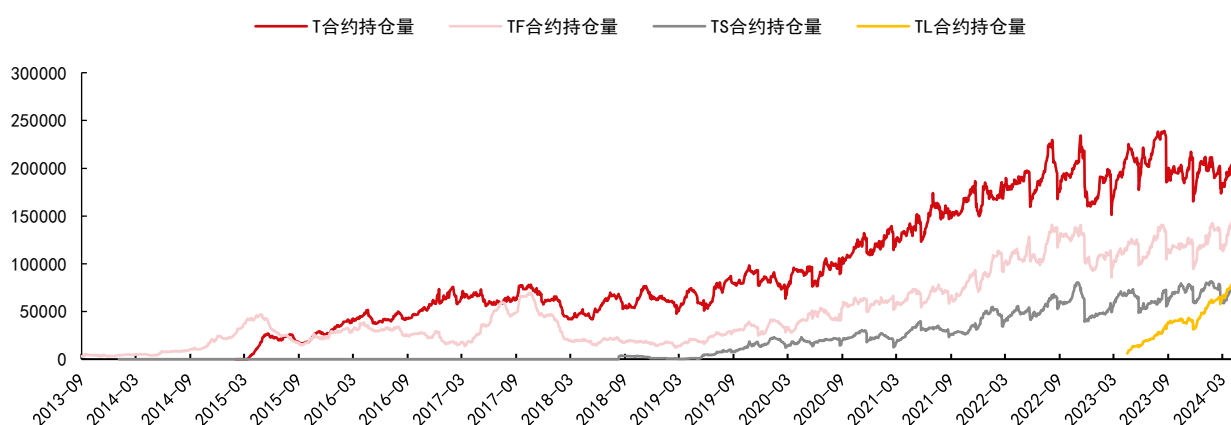
资料来源：Wind 中信期货研究所

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。可以发现，近期 TL 持仓已达到甚至超过 TS 持仓水平。截至 2024/03/04，TL 总持仓达到 6.15 万手，而 TS 总持仓为 6.06 万手，TL 持仓量超过 TS。且近期 TL 总持仓也整体高于 TS 合约。2024 年 3 月，TL 日均持仓量 6.78 万手，TS 日均持仓量 6.35 万手。从过去来看，作为一个新的品种，在上市后其持仓往往会呈现一段时间的快速上行，且或在 1 年左右时间进入相对成熟和稳定的阶段。以 TF 为例，上市第 1 年（2013.09-2014.08）其日均持仓量约 0.53 万手，第 2 年（2014.09-2015.08）和第 3 年（2015.09-2016.08），日均持仓量分别为 2.64 万手和 2.79 万手。T 合约则在上市一年左右在持仓量方面超过 TF 成为市场交易最活跃的品种。因此对于 30 年期国债期货来说，单从新品种的角度来看，在经历过去一年持仓的快速上行后，后续其持仓上行速度可能也会相对有所放缓。不过考虑今年有超长期特别国债推出，并将连续几年发行，这可能带动 TL 持仓量仍有较强上行动力。

图表6：国债期货各品种持仓量（手）



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）TL 带动国债期货市场深度进一步提升

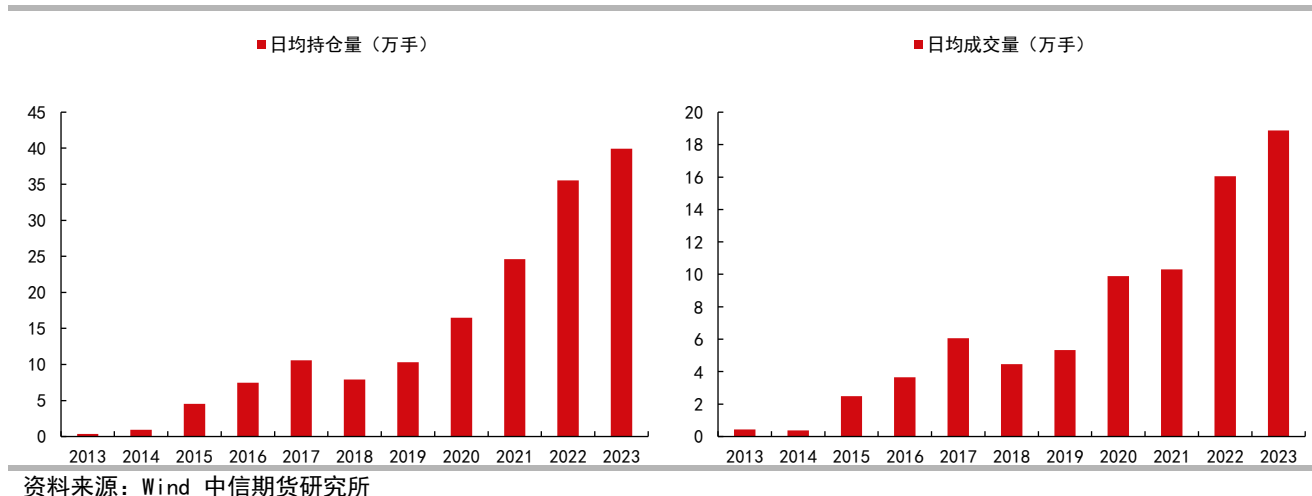
伴随 TL 上市，国债期货市场整体成交持仓规模也继续上行，市场深度进一步提升。30 年期国债期货上市填补了国债期货超长端的空白，其标的为面值 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义超长期国债，可交割券为发行期限不高于 30 年、合约到期月份首日剩余期限不低于 25 年的记账式附息国债，即剩余期限为 25-30 年的国债。而此前 TS 品种、TF 品种和 T 品种对应可交割券的期限分别为 1.5-2.25 年、4-5.25 年、6.5-10 年的国债。30 年期国债期货推出带动国债期货品种体系进一步完善，更好覆盖收益率曲线，并促进国债期货以及现券市场深度的提升。从国债期货市场整体成交持仓情况来看，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%。分不同品种来看，2023 年 T、TF、TS



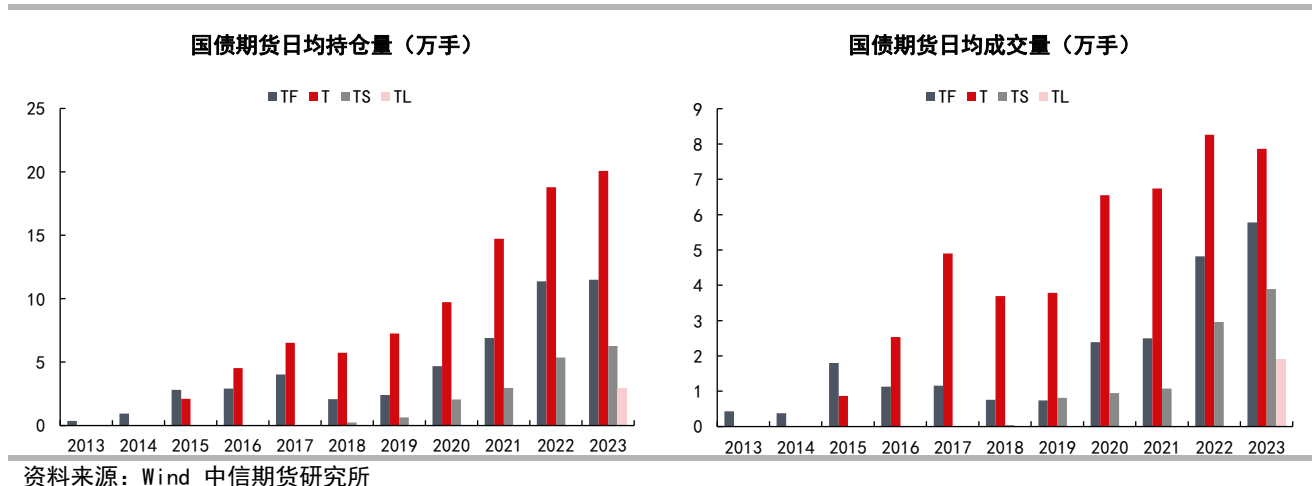
的日均持仓量分别增长 7%、1%、17%，对应持仓量分别增加 1.29 万手、0.13 万手和 0.92 万手。2023 年 TL 日均持仓 2.93 万手，整体上看，2023 年国债期货总持仓进一步上行受 TL 的直接带动作用较大。

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。且 30 年期国债期货其久期明显长于 10 年期国债期货等品种，如果从久期中性的角度出发，当前规模对应到能支持的现券套保规模也会大幅上升。

图表7：国债期货成交持仓进一步上行



图表8：不同品种成交持仓情况

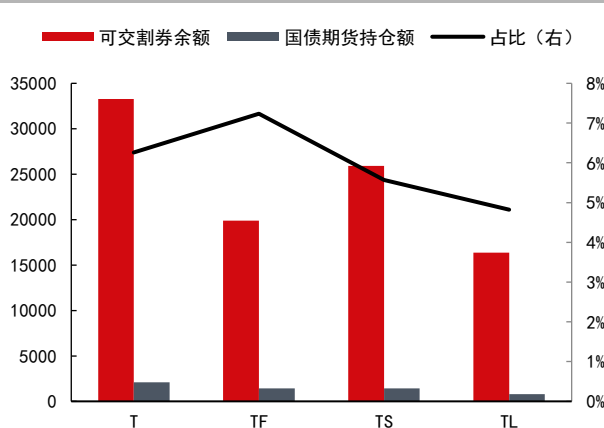
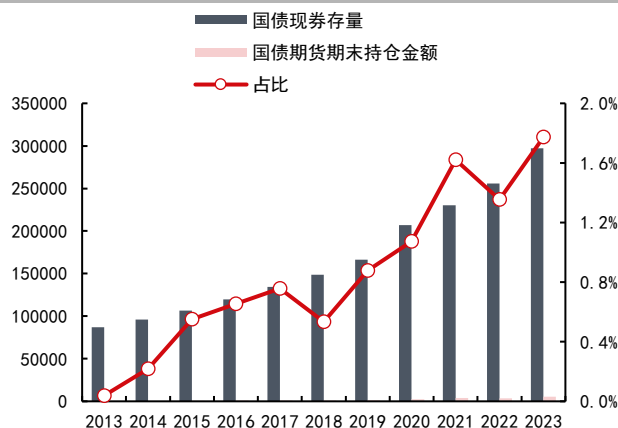


伴随 TL 的推出以及国债期货持仓的增长，国债期货规模相较于国债现券市场的占比也进一步上升。国债期货持仓金额占国债现券存量规模的比例整体不断上升。以期末持仓金额来看，截至 2023 年底，国债期货持仓金额 4773.8 亿元，占国债现券存量规模比例约 1.77%。2013 年底时仅有 0.04%，2019 年底时为 0.88%。在今年一季度末时，这一比例已上升至 1.9%。另外和可交割券的规模相比，截至今年一季度末时，T、TF、TS 持仓额相较于现券占比平均在 6%左右，TL 持仓额相

较于其可交割券规模占比约 4.8%，因此从这一角度看，TL 持仓仍有进一步上行空间。

图表9：国债期货相较于现券规模情况（亿元）

图表10：不同品种持仓情况（截至 2024 年 3 月底，亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

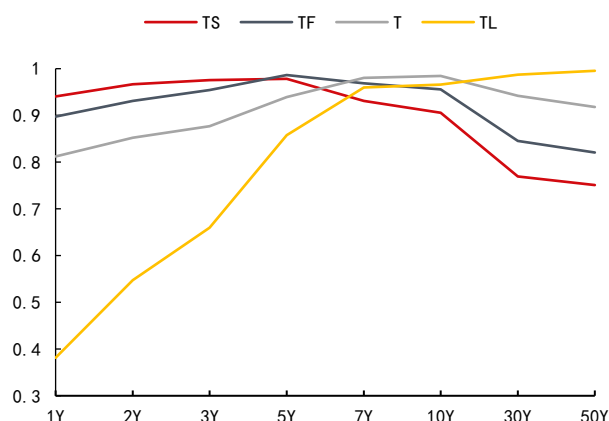
## 二、TL 丰富策略思路，投资者参与热情较高

### （一）TL 上市带动国债期货交易策略进一步丰富

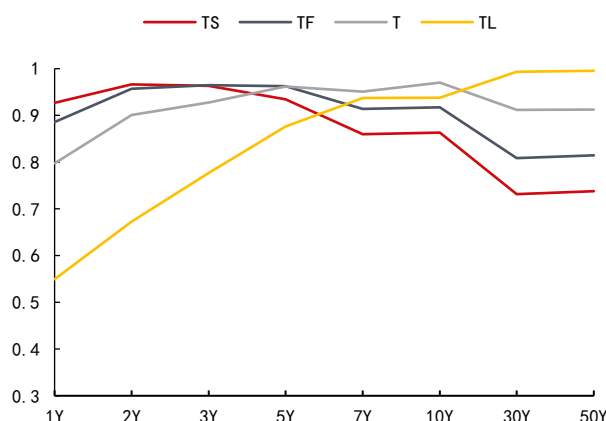
30 年期国债期货与长端利率具有较高相关性，能更好满足长端尤其是超长端套保策略需求。如前文所述，30 年期国债期货上市，填补了国债期货在超长端的空白。从国债期货与国债以及国开债的相关性情况来看，虽然国债期货整体与现券保持了较高的相关性，但是对应到超长期现券，TS、TF、T 品种与其相关性均有明显下降。尤其是 TS 和 TF，两者与 10Y 以上现券相关性相对偏低。在这一背景下，对于超长端利率风险具有较高对冲需求的中长期资金其可使用的工具或相对匮乏。另外考虑久期的因素，即使使用短期限的国债期货品种来对冲超长端利率风险，对应的国债期货持仓规模和比例也较高，实践中面临的制约因素较多。而 30 年期国债期货，其可交割券对应期限为 25-30Y 国债，这使得其与超长端现券的走势相关性更强。以下图为例，TL 与 10Y 以上国债的相关性在 0.95 以上，明显高于其他期货品种，且可以发现对于 7Y 以下现券品种，TL 与其相关性会有明显下降。TL 与超长端国债具有较高相关性，这也使得其能更好发挥对于超长端利率风险的管理功能。而这也带动具有超长端利率风险对冲需求的中长期资金入市意愿提升。



图表11：国债期货与国债相关性



图表12：国债期货与国开债相关性



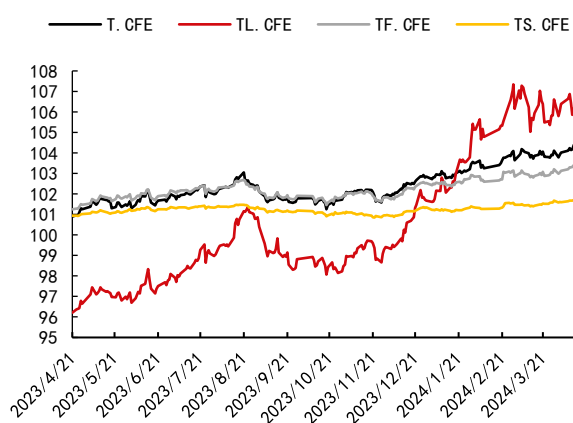
资料来源：Wind 中信期货研究所

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，尤其是 2023 年二季度以及今年一季度下降幅度较大。债市利率的下行对应着国债期货的走强，2023 年二季度以来，国债期货不同品种均呈现明显上涨，且 TL 涨幅也显著高于其他品种。TL 主力合约的久期特征在 17 左右，而 T 主力合约的久期特征为 6 左右，TF 和 TS 更低，这使得在利率下行过程中 TL 涨幅更大。另外可以发现在去年利率下行过程中，30Y 国债利率下行幅度更大，曲线平坦化也使得超长端表现相对偏强。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。

图表13：2023 年至今债市利率整体下行（%）



图表14：国债期货表现偏强，且 TL 涨幅更大



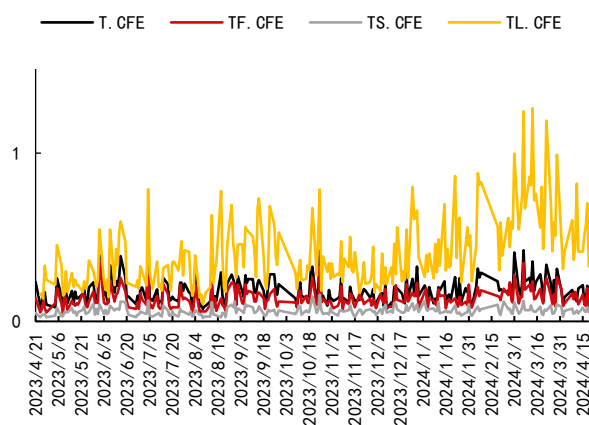
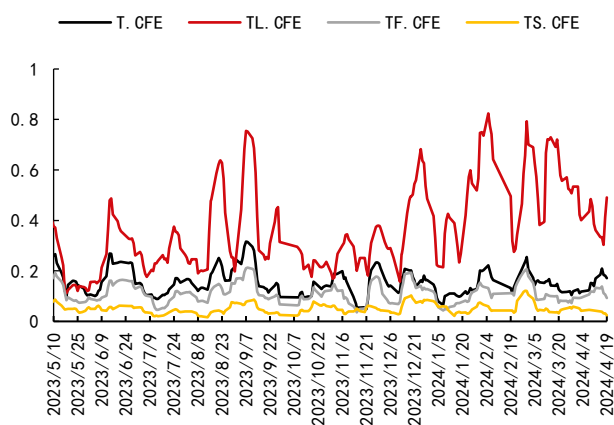
资料来源：Wind 中信期货研究所

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。日度变动方面，

截至今年一季度末，TL 主力合约价格标准差（MA10）平均为 0.37，同期 T、TF、TS 主力合约价格标准差分别为 0.16、0.11、0.05。在 2023 年 8-9 月以及 2024 年一季度，TL 主力合约价格呈现较大波动，其中 2023 年 8-9 月受供给因素影响，债市呈现一定调整，同期其他品种波动也均有所加大。2024 年一季度，超长债呈现大幅上涨以及 3 月份出现一定调整也带动价格波动放大。在日内价格波动方面，TL 主力合约振幅（（最高价-最低价）/前收盘价）平均为 0.4%，同期 T、TF、TS 主力合约价格日内振幅平均分别为 0.18%、0.14%、0.06%。过去一年左右，TL 主力合约最大振幅达到 1.27%，T、TF、TS 主力合约最大振幅分别为 0.51%、0.36%、0.16%。对应最大涨跌幅方面，TL 主力合约最大涨幅和最大跌幅分别达到 0.81%和 -1.20%。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。

图表15：不同品种标准差（MA10）

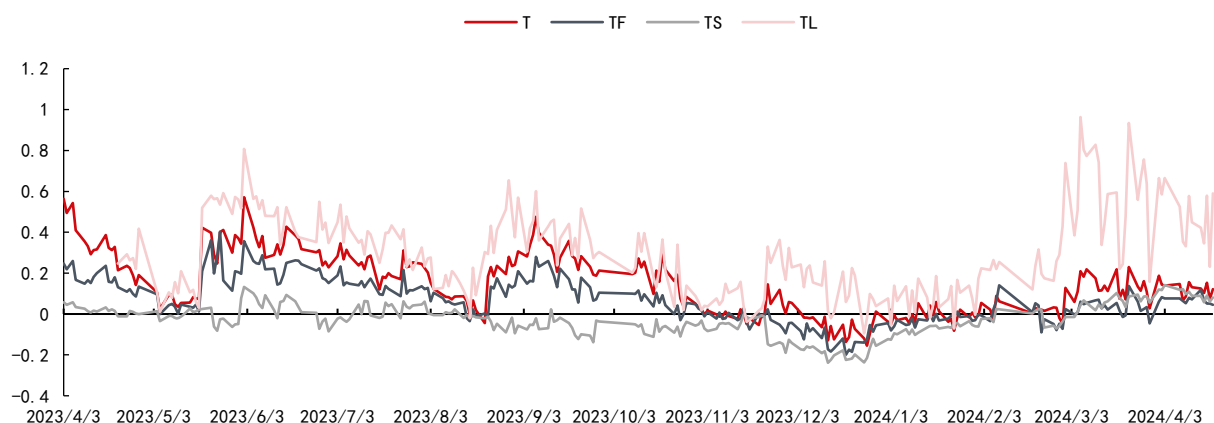
图表16：日内价格振幅（%）



资料来源：Wind 中信期货研究所

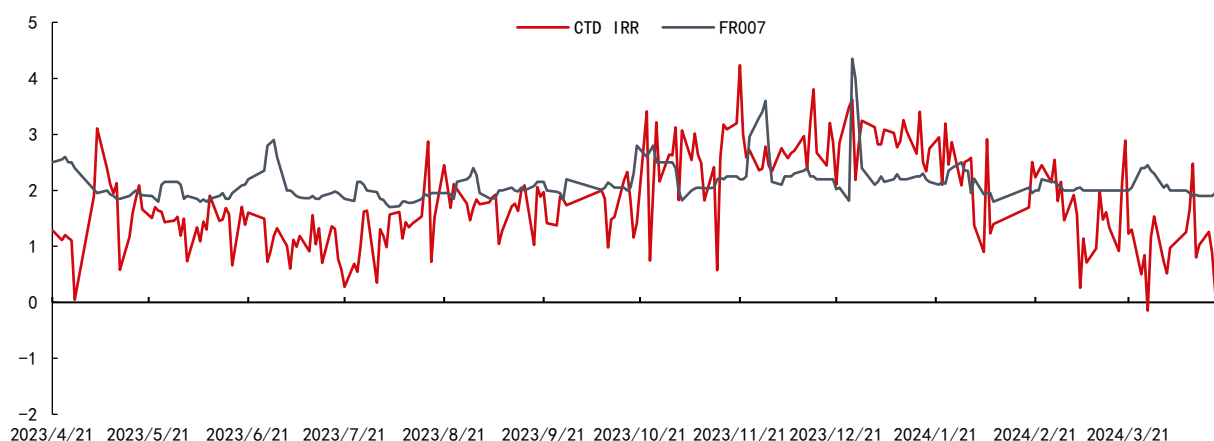
TL 价格的较大波动也带动其基差呈现较大波动，以及容易出现一些期现套利与基差交易机会。从基差走势上来看，2023 年国债期货基差整体呈现一定压缩，2023 年四季度处于较低水平，今年一季度基差有所抬升。可以发现，在这一过程中，TL 基差也明显波动更大。从策略层面来看，TL 基差的较大波动也使得 TL 上的基差交易机会或相对更多。从过去一年来看，因为 TL 基差的较大波动，使得 TL 也呈现一定的正反套机会。TL CTD IRR 呈现阶段性偏高或偏低的状态，这也将带动期现套利的入场动力提升。而期现交易不仅带动国债期货市场活跃度上升，也会带动现券市场活跃度提升。

图表17：国债期货各品种主力合约 CTD 基差



资料来源：Wind 中信期货研究所

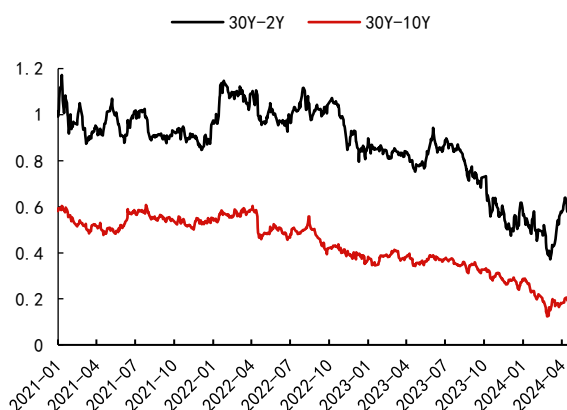
图表18：TL IRR 波动也相对较大（%）



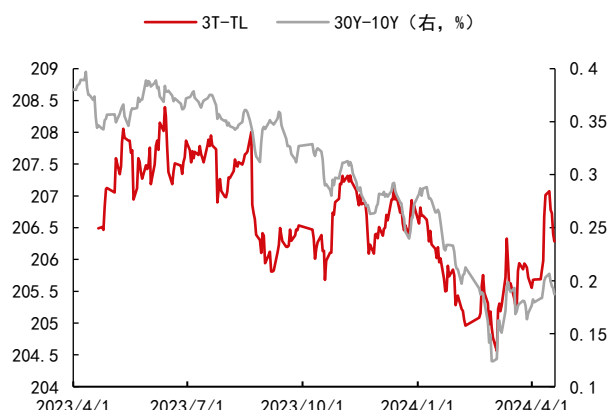
资料来源：Wind 中信期货研究所

**曲线交易的思路进一步丰富。**30 年期国债期货上市后，国债期货由此前 3 个品种增至 4 个品种，基于曲线逻辑的跨品种交易思路也进一步打开。除了可以根据两两品种之间构造跨品种交易组合外，如 30Y-10Y，30Y-2Y，也可以进一步综合更多品种构造蝶式的跨品种交易组合。尤其是在去年曲线形态呈现较大变化的情况下，期限利差大幅压缩，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。

图表19：2023 年曲线平坦化（%）



图表20：曲线交易思路进一步丰富

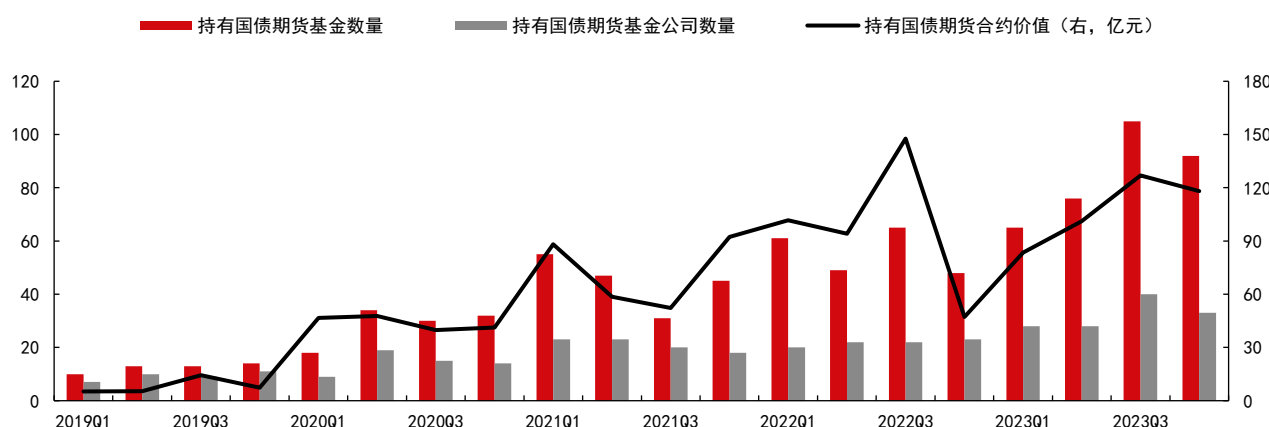


资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）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。**2023 年，参与国债期货市场的公募基金数量明显上升。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 家基金公司参与国债期货市场。且在 2023 年三季度时这一数值更高，持有国债期货的基金数量达到 105 只，持有国债期货的基金公司数量达到 40 家。整体相比于 2022 年呈现明显上升，2022Q4，持有国债期货的基金数量和基金公司数量分别为 48 只和 23 家。2023Q4 相比于 2022Q4，持有国债期货的基金产品数量增长接近一倍，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。

图表21：公募基金参与国债期货情况（个，亿元）

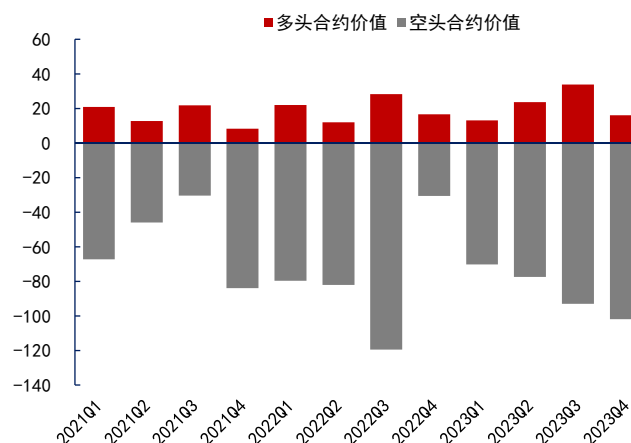


资料来源：Wind 中信期货研究所

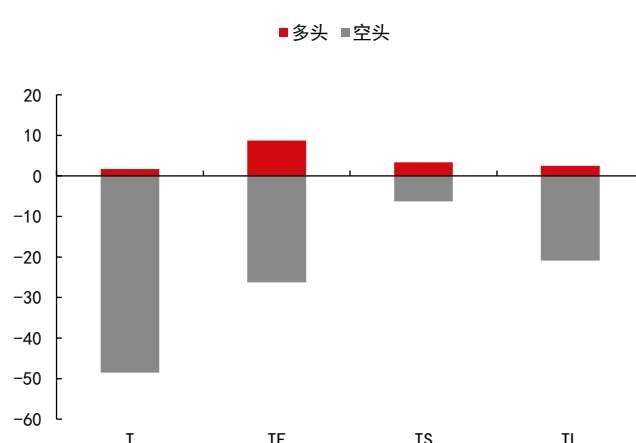
**公募持仓以空头方向为主，背后对应其参与国债期货市场仍主要为空头套保思路。**以 2023Q4 为例，公募基金在国债期货上空头持仓占比接近 9 成。公募参与国债期货或更多为空头套保思路，从过去来看，空头仓位也均明显高于多头仓位。

不过也可以发现，2023Q3 公募多头持仓规模也相对较高，当资金面偏紧以及对资金面转松有较强预期时，多头替代的参与动力或增强，但整体仍以空头套保思路为主。

图表22：公募国债期货持仓情况（亿元）



图表23：2023Q4 公募持仓分布（亿元）



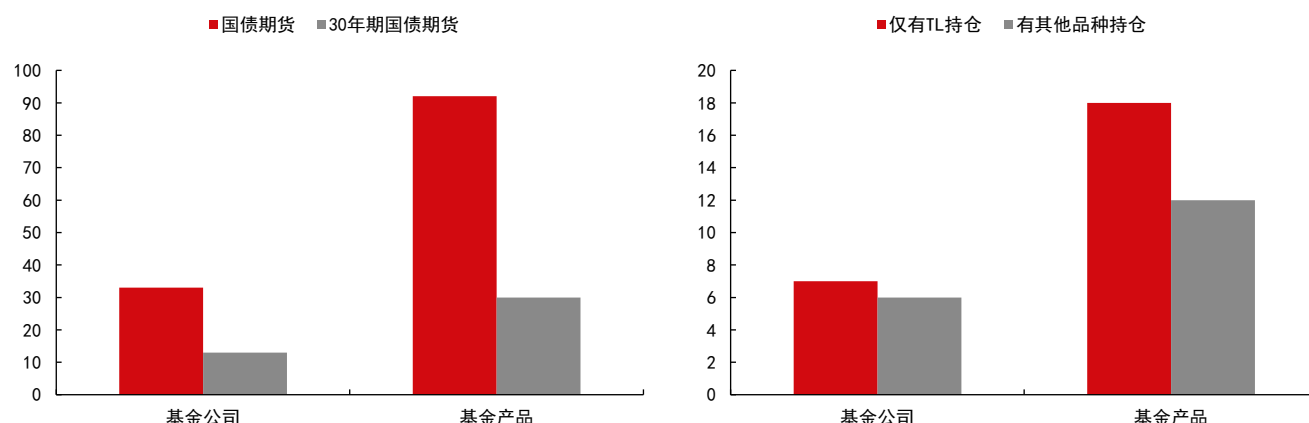
资料来源：Wind 中信期货研究所

**30 年期国债期货上市对公募基金参与国债期货市场产生较强带动。**公募基金参与 TL 的热情较高，2023 年 4 月 21 日 30 年期国债期货推出，而根据公募基金季报，2023 二季度末持仓 TL 的基金公司数目已达到 7 家，涉及基金产品 14 只。公募基金参与 TL 的热情较高，2023 年参与国债期货市场的基金产品和基金公司数据呈现明显上升，其背后也受到 TL 上市的较大带动。2023Q4 持有 TL 的基金公司与基金产品数量分别为 13 家和 30 只，在持有国债期货的基金公司和基金产品数量中占比均超过三成。

而且值得注意的是，如果进一步从持有 TL 的基金公司与基金产品的国债期货参与情况来看，13 家持有 TL 的基金公司中有 7 家仅有 TL 持仓，2023 四季度末无其他品种持仓，另外 30 只持有 TL 的基金产品中有 18 只仅有 TL 持仓，无其他品种持仓。30 年期国债期货久期较长，2023Q4 TL 主力合约 CTD 久期平均约为 17，因此可以更好满足长期限债券的利率风险对冲需求。而且考虑到公募基金在使用国债期货过程中的持仓比例限制，TL 可能也更容易满足对冲久期的需求。

图表24：2023Q4 持仓国债期货的基金公司数量（个）

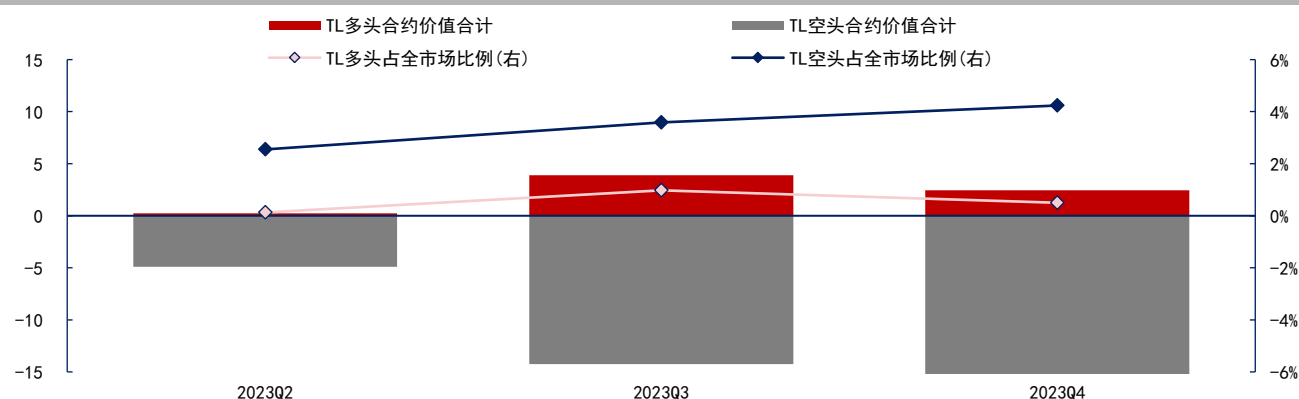
图表25：持仓 TL 的基金公司数量与基金产品分布（个）



资料来源：Wind 中信期货研究所

2023Q2、2023Q3、2023Q4 公募基金持仓 TL 合约的规模分别为 5.16 亿元、18.15 亿元、23.36 亿元，其中空头持仓规模分别为 4.91 亿元、14.27 亿元、20.90 亿元。公募基金在 TL 上主要以空头套保思路为主，虽然目前整体规模相较于 T 和 TF 来说还偏低，但是在 2023Q4 已超过其在 TS 上的持仓。另外，2023Q2、2023Q3、2023Q4 公募基金持有 TL 空头头寸在 market 占比分别为 2.55%、3.59%、4.24%，整体不断上行，且相对其他品种偏高。2023Q4，公募基金持有 T、TF、TS 空头头寸在 market 占比分别为 2.30%、2.16%、0.43%。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。

图表26：公募基金使用 TL 情况（亿元）



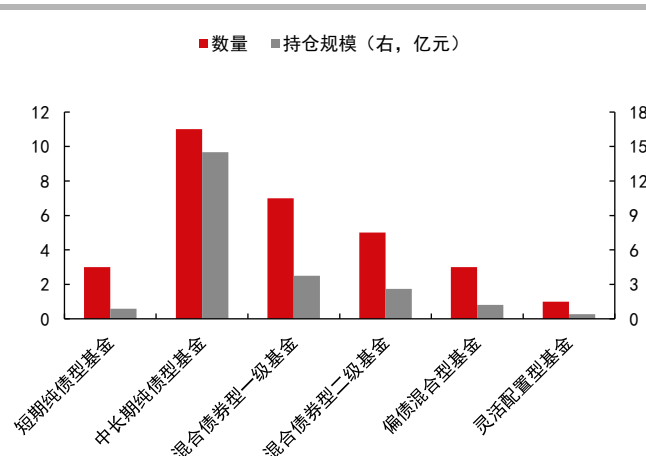
资料来源：Wind 中信期货研究所

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

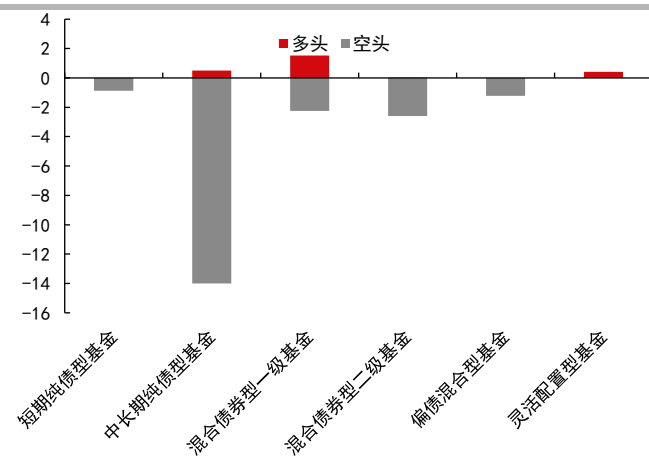


中中长期纯债型基金持有 TL 最多，2023Q4 的 30 只持有 TL 的基金产品中 11 只为中长期纯债型基金，持有 TL 规模 14.5 亿元。从多空持仓来看，中长期纯债型基金持有 TL 以空头为主，2023Q4 TL 多空持仓分别为 0.51 亿元和 13.99 亿元。

图表27：持有 TL 的基金类型（2023Q4）



图表28：不同类型基金持有 TL 情况（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

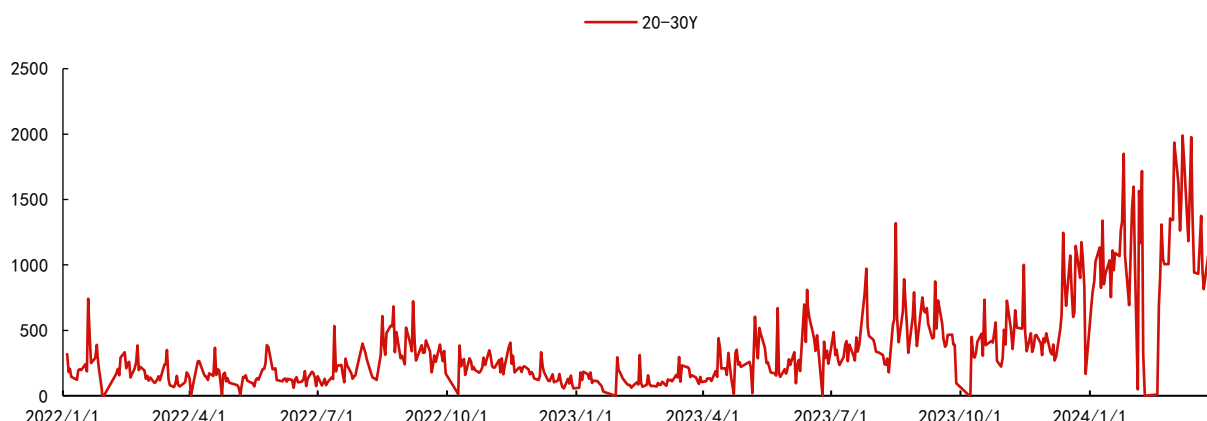
## 三、TL 上市推动国债期货服务实体经济功能进一步增强

### （一）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。国债期货作为一类重要的利率风险管理工具，国债期货市场的完善和深度的提升，也有利于推动现券市场发展。尤其是超长期债券，其久期更长，受利率波动风险影响较大，如果流动性不足，那么也将影响投资者持有和交易的意愿。而 30 年期国债期货上市以及国债期货场内交易的特性，可以有效弥补流动性不足的问题，进而提升投资者对于现券尤其是超长期债券的持有意愿。另外，期现交易等策略也会促进现券市场流动性提升。

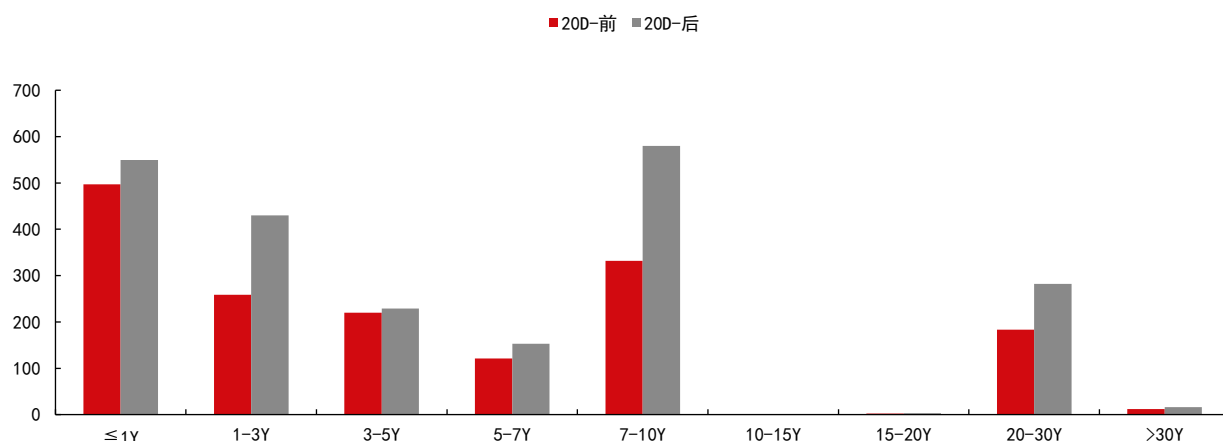
可以发现，30 年期国债期货上市后对现券活跃度的带动作用较为明显。以 20Y-30Y 国债为例，在 2023/04/21 日 TL 上市后，其成交量呈现快速上行。TL 上市后 20 日，20Y-30Y 国债日均成交量相较于上市前 20 日增长约 54%。另外从不同期限国债的成交量变化情况来看，TL 上市对长端现券活跃度的带动作用或更明显。TL 上市前后，7-10Y、20-30Y 国债成交量均呈现较明显上升，而 3-5Y 以及 5-7Y 则变动不大。另外根据中金所统计，银行间债券市场做市商运用 TL 管理存货风险，最新或次新 30 年期国债买卖利差由此前的 0.5BP 左右降至 0.25BP。TL 上市对于现券市场深度提升也起到了促进作用。

图表29：20Y-30Y 国债成交量（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表30：长端活跃度受 TL 上市带动更大（亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

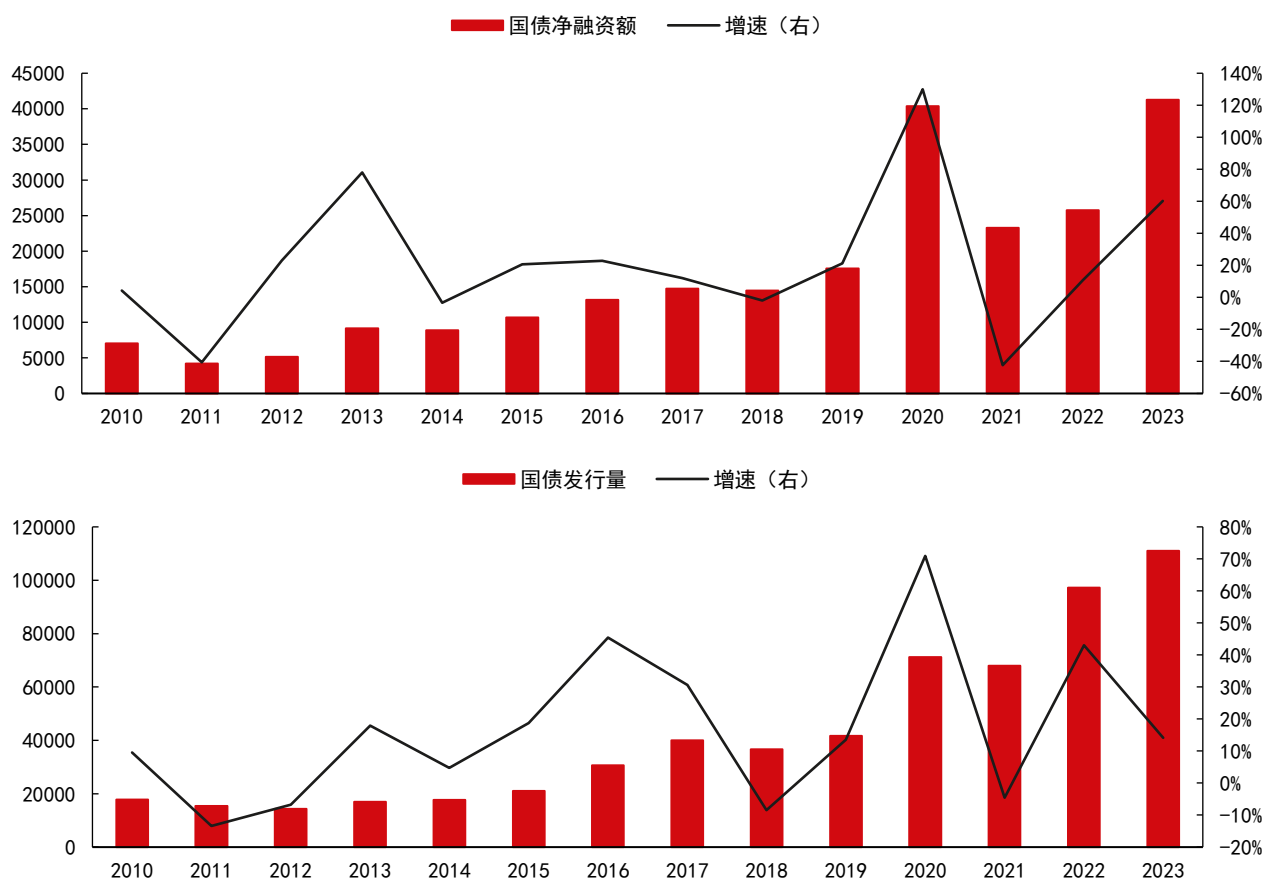
## （二）助力政府债顺利发行和财政政策实施

**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，受疫情超预期冲击影响，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，财政政策逆周期发力必要性上升，政府部门呈现积极加杠杆，发挥稳增长和托底经济作用。自 2019 年四季度以来，政府部门杠杆率由 38.6%（2019Q4）增至 55.9%（2023Q4），增长 17.3%。另外，考虑地方政府债务压力较大，中央财政发力，积极加杠杆的必要性上升。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。**在财政政策积极发力的背景下，国债净融资规模和发行规模也明显上升。2020 年，受疫情影响，财政积极发力，财政赤字比前一年增加 1 万亿元，同时推出 1 万亿元抗疫特别国债，用以保就业、保基本民生、保市场主体。2020

年国债发行规模达到 7.12 万亿元、净融资规模 4.04 万亿元。2023 年下半年，稳增长压力上升，财政发力加码，财政预算调整并增发国债 1 万亿元，2023 年国债整体发行规模和净融资规模分别达到 11.1 万亿元和 4.12 万亿元。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。2020 年抗疫特别国债发行过程中，中金所第一时间将其纳入国债期货可交割券，助力抗疫国债顺利发行。另外，根据中金所调研数据，某甲类承销团成员在去年 5 月 19 日 30Y 国债的招标发行过程中，通过 TL 空头对冲承销风险，其投标份额占当期竞争性招标额的比例较高，达到 22%，远高于财政部对甲类承销团员的考核标准。

图表31：财政发力背景下，国债发行规模明显上升（亿元）



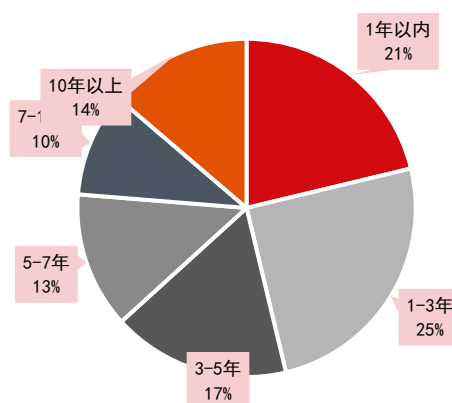
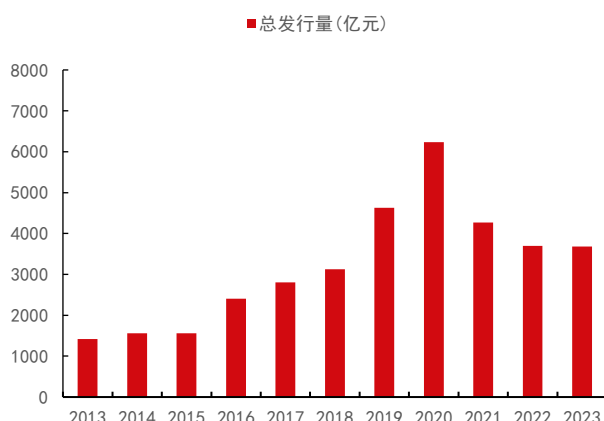
资料来源：Wind 中信期货研究所

**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，“为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元”。未来超长期债券供给或将明显上升，根据过去几年情况来看，2021-2023 年，10 年期以上国

债发行规模平均每年为 3883 亿元。截止 2023 年底,国债余额合计 29.71 万亿元,其中剩余期限在 10 年以上的超长期国债余额 4.08 万亿元,占比约 14%。因此今年以及后续几年来看,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。

图表32：10 年期以上国债发行规模

图表33：国债剩余期限分布（2023 年底）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### （三）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

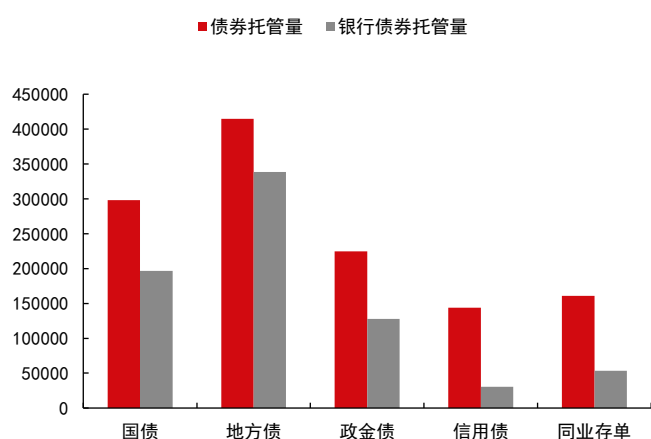
TL 上市能更好满足银行保险等中长期资金的利率风险管理诉求,并带动其参与国债期货市场动力提升。银行和保险是债券市场的重要参与者和配置力量。以银行为例,截至 2024 年 3 月,中债登+上清所债券托管总量约 143 万亿元,其中商业银行托管总量约 81 万亿元,占比近六成,且利率债占比更高。截止 2024 年 3 月,中债登利率债托管总量约 94 万亿元,商业银行持有利率债在市场占比达到 71%,其中国债占比 66%、地方债占比 82%、政金债占比 57%。类似于国债,在财政发力背景下,近年来地方债发行规模整体也有所上升,且银行是地方债主要配置机构。值得注意的是,地方债在期限分布上相较于国债或更长。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。

另外保险方面,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。截至 2023 年 12 月,保险资金运用中债券投资占比达到约 45%,也即接近一半资金投资于债市,而在 2019 年 12 月时,这一比例约为 35%。保险资金同样存在资产负债的期限错配问题,而和银行不同,保险资金期限错配问题体现为负债端久期偏长,而资产端久期偏短,存在一定久期缺口。因此保险机构对超长期债券的配置需求较强,

可以发现，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。

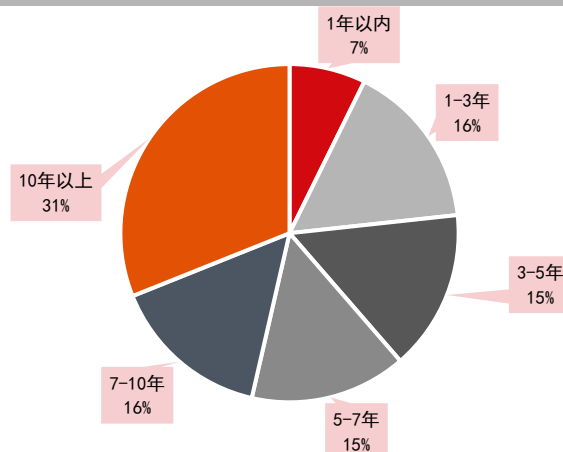
**银行保险作为现券市场的重要参与者，其逐步参与到国债期货市场对于国债期货进一步发展也不可或缺。**2020 年，商业银行、保险机构获批参与国债期货市场交易。根据中金所，2023 年第二批银行、保险参与国债期货全面落地。30 年期国债期货的推出，有助于带动国债期货市场深度的提升，同时提高国债期货市场为中长期资金的服务能力，借助国债期货进行空头套保或多头替代可以有效降低银行保险等资产负债错配和利率波动风险，提高中长期资金参与国债期货市场积极性，而这也有助于促进期现市场以及服务实体经济的正向循环。

图表34：主要券种托管规模情况（2024m3，亿元）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表35：地方债剩余期限分布（2023 年底）

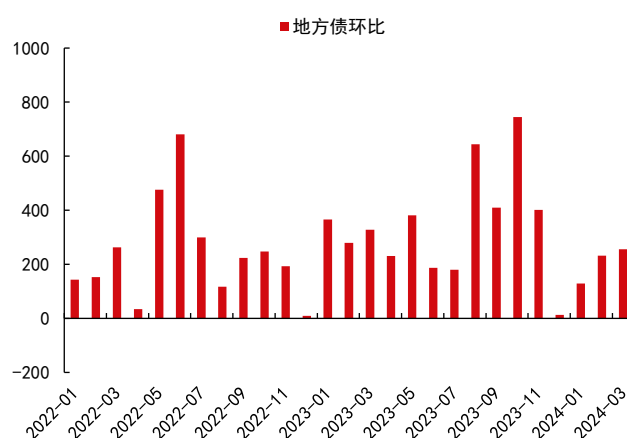


图表36：保险资金债券投资占比情况



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表37：保险机构对超长期债券需求较大（亿元）



## 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。

## 深圳总部

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、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>