

## 30 年期国债期货上市影响及展望

2023 年 3 月 27 日 星期一

兴证期货·研究咨询部

### 内容提要

近年来，银行、保险等中长期资金接连入场，国债市场投资者结构进一步丰富，国债期现市场匹配度进一步增加，服务实体经济的能力也显著提升。随着 30 年期国债期货的上市，进一步完善国内债券收益曲线，丰富国债期货交易策略，为超长期债券持有者提供套保工具，有助于进一步吸引长期资金入市。在此背景下，未来期货公司也需进行全面的备战工作。在交易系统、结算、IT、风控、研发、客服、资管等各个方面，做好充分的准备。

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人：周立朝

电话：0591-38117689

邮箱：zhoulc@xzfutures.com

## 报告目录

1. 国债现货及现状.....	3
2. 国债期货及现状.....	5
3. 30 年期国债期货合约规则解读.....	8
4. 30 年期国债期货推出后的影响.....	9
5. 期货公司准备事项.....	12

## 图表目录

图表 1 债券市场发行债券:国债(亿元).....	4
图表 2 国债成交占债券类比重 (%) .....	4
图表 3 银行间债券市场国债持仓主体(亿元).....	4
图表 4 上交所国债持仓主体 (亿元) .....	4
图表 5 存量国债期限分布.....	5
图表 6 主要国债现券发行次数.....	5
图表 7 符合 30 年期国债期货交割数量及余额.....	5
图表 8 我国国债期货发展历程.....	6
图表 9 国债期货成交量 (手) .....	7
图表 10 国债期货成交额 (亿元) .....	7
图表 11 国债期货与现货成交对比.....	7
图表 12 成交持仓比.....	8
图表 13 国债期货合约细则.....	9
图表 14 美国、德国、中国国债期货品种.....	9
图表 15 国债利率期限结构.....	10
图表 16 银行理财产品规模.....	12
图表 17 银行净值类产品占比.....	12

## 1. 国债现货及现状

国债是由国家发行的债券，是中央政府为筹集财政资金而发行的一种政府债券，是中央人民政府向投资者出具的、承诺在一定时期支付利息和到期偿还本金的债权债务凭证。国债作为一种以国家信用为基础的债券，具有以下主要特征：一是安全性高，以国家的信用作为国债还本付息的保证，几乎不存在违约风险；二是流动性强，信用等级高，在市场上容易变现；三是收益稳定，价格波动幅度较小。

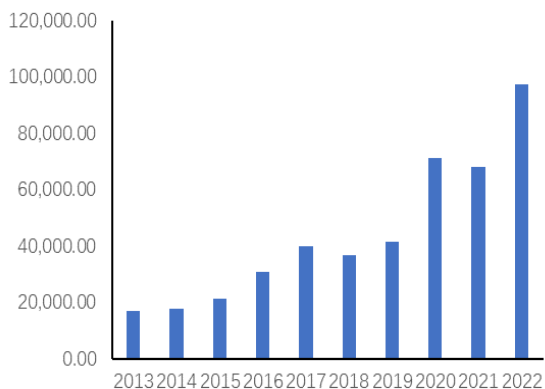
由于国债的发行主体是国家，所以它具有最高的信用，被公认为是安全的投资工具。通常宏观经济偏弱、货币政策环境宽松、国际不稳定因素对于避险资产尤其是债券资产形成利多共振，多重因素推升国债配置价值。按债券发行期限划分，可分为短期国债（1 年以内）、中期国债（1 年以上，10 年以下）和长期国债（10 年以上），30 年期国债为超长期国债。

短期国债期限短，高流动性、风险低、信誉高。工商企业、金融机构、个人乐于将短期资金投资到短期国债，以此来调节自己的流动资产结构，为短期国债创造了十分便利和发达的二级市场。中期国债的流动性介于短期与长期国债之间。中长期国债的优点就是利率较高，更有机会获得超额收益。保险机构是超长期国债的天然需求者。

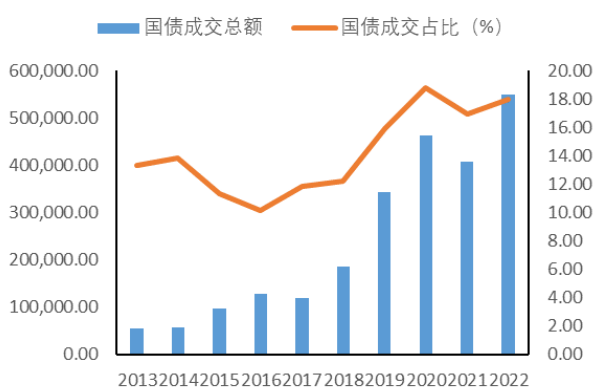
国债市场属于核心金融市场，国债市场发展水平决定了债券市场发展深度、债市开放的广度以及宏观调控效率。主要包括银行间市场、交易所、商业银行柜台三个市场。银行间市场是中国债券市场的主体，债券存量接近全市场的 90%，该市场属于大宗交易市场，参与者是各类机构投资者。近几年国债发行规模快速增长，2022 年，共发行 183 只国债，规模 9.7 万亿元，比去年增加 43%。年度成交近 55 万亿元，成交占有所有债券类比重近 18%，相比 2016 年至 2018 年得到较大幅度提升。商业银行和保险机构作为中国国债现货市场最主要的参与者，以及中国国债最主要的持有者（持有超过 60% 的国债）。二级市场上超长债的净买入机构主要是保险和农商行，基金也会少量参与。国有行、股份行等其它银行则可能主要参与超长债的一级市场。

本次《征求意见稿》规定 30 年国债期货的可交割国债为“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”。基本上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。我国从 1998 年起发行 30 年国债，至今共发行 38 支。2021 年-2022 年，30 年国债一级发行次数稳定在 12 次，与 2 年期、5 年期国债一级发行次数相同。截止 2023 年 3 月 19 日，已发行的 30 年国债现券中，剩余期限在 25 年以上的共有 9 支，存续余额总额约为 1.64 万亿元。9 支国债中，30 年国债新券 220024 换手率较高，成交较为活跃；其次是次新券 220008，其余老券换手率相对偏低。

图表 1:债券市场发行债券:国债 (亿元)

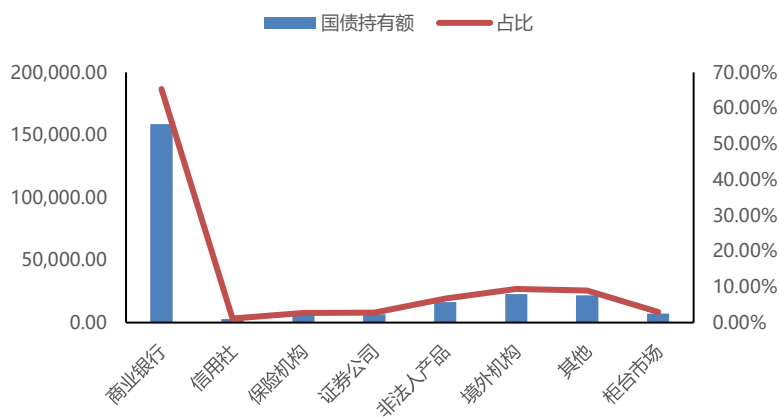


图表 2: 国债成交占债券类比重 (%)



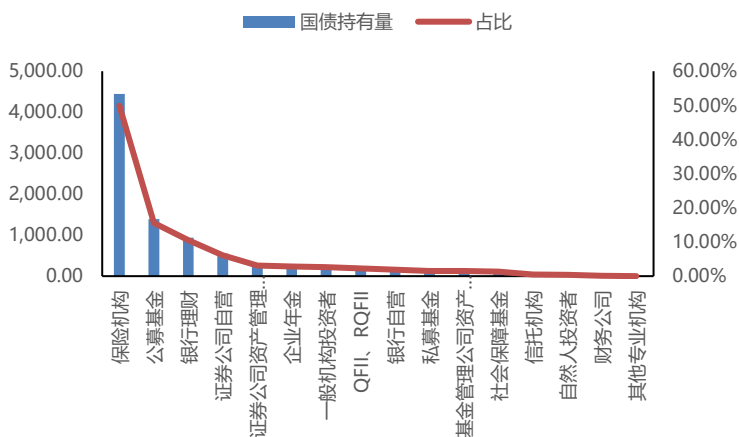
数据来源: Wind, 兴证期货咨询部

图表 3: 银行间债券市场国债持仓主体 (亿元)



数据来源: Wind, 兴证期货咨询部

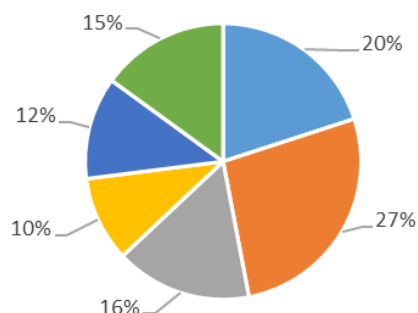
图表 4: 上交所国债持仓主体 (亿元)



数据来源: Wind, 兴证期货咨询部

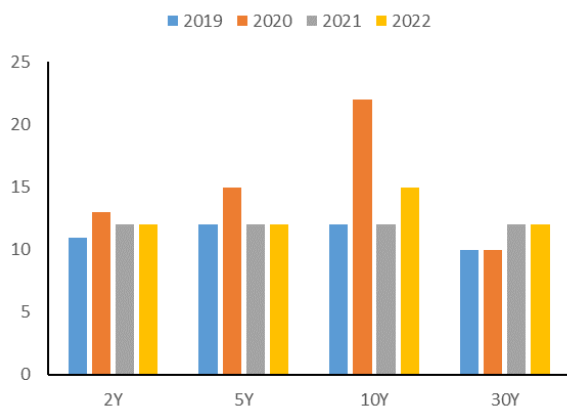
图表 5：存量国债期限分布

■ 1年以内 ■ 1-3年 ■ 3-5年 ■ 5-7年 ■ 7-10年 ■ 10年以上

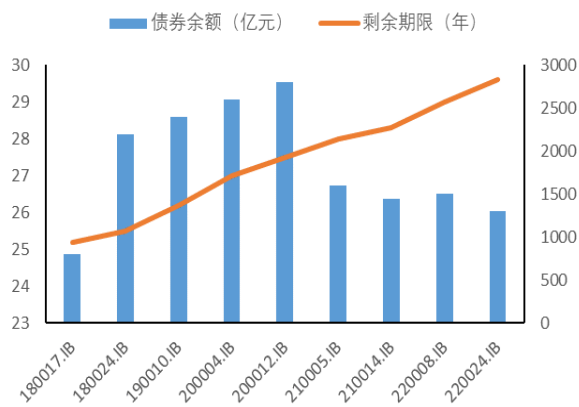


数据来源：Wind，兴证期货咨询部

图表 6：主要国债现券发行次数



图表 7：符合 30 年期国债期货交割数量及余额

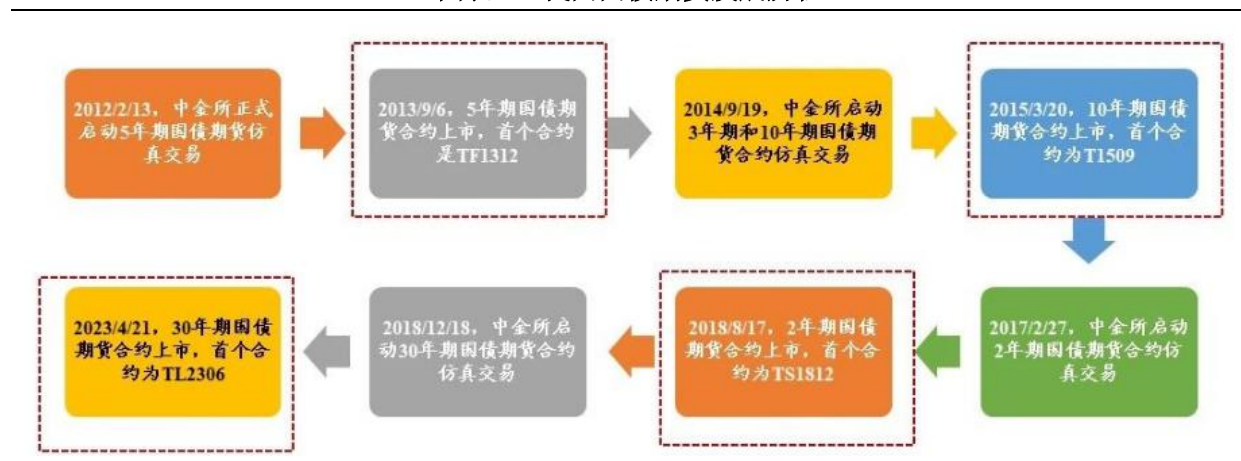


数据来源：Wind，兴证期货咨询部

## 2. 国债期货及现状

国债期货是指通过交易场所预先确定买卖价格并于未来特定时间内进行钱券交割的国债派生交易方式，属于金融期货的工具。国债期货可以提高国债发行效率，降低国债发行成本，促进现货交易的进一步活跃，提高现货市场流动性。提高现货市场定价效率，推进债券市场的统一互联。国内现有三个国债期货品种：2 年期（TS）、5 年期（TF）、10 年期（T）

图表 8：我国国债期货发展历程



数据来源：中金所，兴证期货咨询部

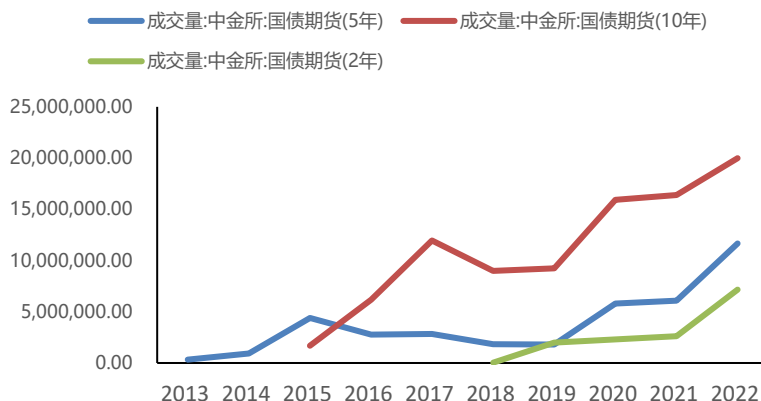
2023 年即将迎来国内国债期货上市十周年。过去十年，市场规模快速增长，市场流动性和定价能力均有十足进展，国债期货市场逐步趋于成熟，各项功能得到较好发挥。

一、国债期货规模快速扩大，日均成交量超过现券，长期国债期货更受投资者偏好，10 年期国债期货最为活跃。截止 2022 年底，国债期货日均持仓量约 4128 亿元，进入 2023 年今日均持仓量基本维持在 4000 亿元左右。目前国债现券规模基本维持在 25.5 万亿的水平，因此期货市场占现券规模约 1.5%。成交方面，由于国债期货的交易属性要强于国债现券，截止 2022 年底期货日均成交量 1918 亿元，现券日均成交量 2199 亿元。但在进入 2023 年后，目前日均成交量达到了 2220 亿元，现券日均成交量 1595 亿元。

二、机构投资者为主，参与者不断多元化。2020 年以来商业银行、保险机构、养老金、企业年金等中长期资金陆续获准参与国债期货市场。首批试点机构包括工农中建交五大国有商业银行。2021 年，首批 7 家保险机构参与国债期货交易全面落地，2023 年 1 月 4 日，渣打中国宣布，经相关监管机构同意，渣打中国成为首家获准参与国债期货交易的在华外资银行。渣打中国通过期货公司开户的方式，顺利完成首笔国债期货交易。2022 年上半年，国债期货市场中机构成交占比达 72%，持仓占比达 91%，机构投资者已成为国债期货市场的中坚力量，以机构投资者为主的风险管理市场逐步形成。

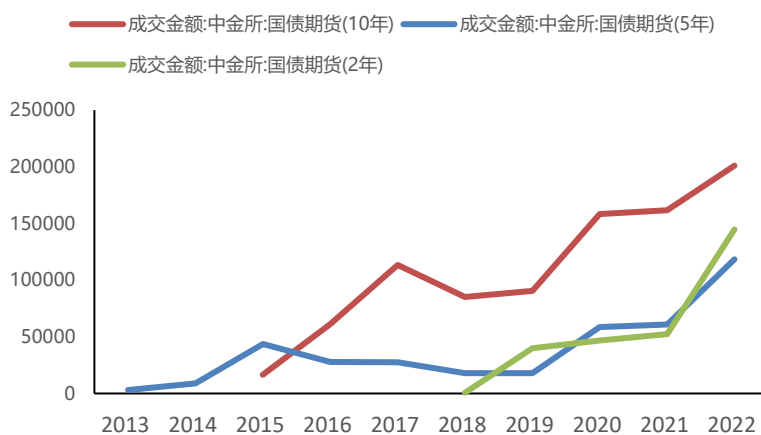
三、合约投机属性低，期现相关性高。三大期货合约自 2019 年至今的成交持仓比均值分别为 0.41、0.53 和 0.54，始终处于较为合理的状态，其投机属性明显弱于其他期货品种。由于国债期货采用实物交割的模式，因此国债期货走势与现券走势高度一致。以最为活跃的 10 年期国债期货为例，其上市至今的期现相关性高达 98.37%，2 年期国债期货和 5 年前国债期货相关性也均在 95% 以上。

图表 9 国债期货成交量（手）



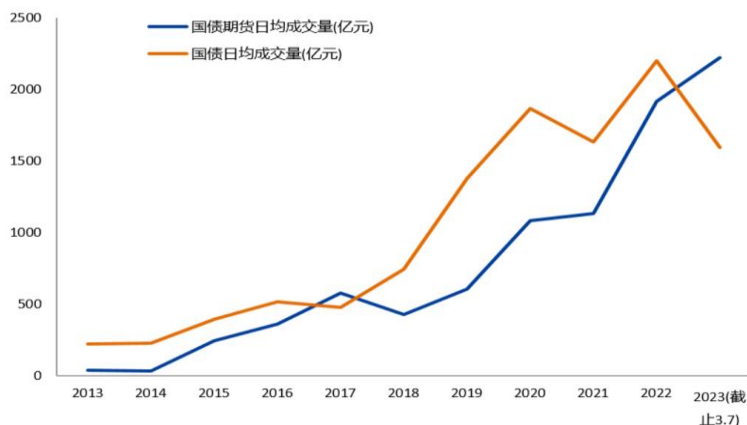
数据来源：Wind，兴证期货咨询部

图表 10 国债期货成交额（亿元）



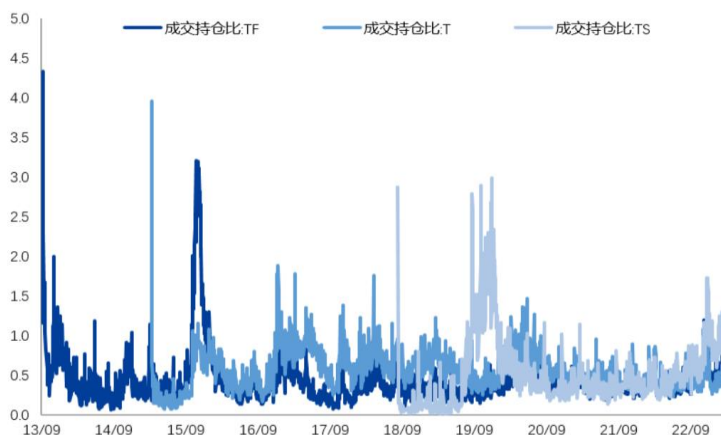
数据来源：Wind，兴证期货咨询部

图表 11 国债期货与现货成交对比



数据来源：Wind，兴证期货咨询部

图表 12 成交持仓比



数据来源：Wind，兴证期货咨询部

### 3. 30 年期国债期货合约规则解读

近年来，银行、保险等中长期资金接连入场，市场投资者结构进一步丰富，期现市场匹配度进一步增加，服务实体经济的能力也显著提升。在此过程中，国债期货市场呼声最高的便是超长期国债期货的问世。2023 年 3 月 17 日，中国金融期货交易所发布《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》，经过多年的 30 年期国债期货仿真交易模拟，30 年期国债期货上市取得新进展，我国超长期国债期货品种有望在不久的将来正式上市交易。

30 年期国债期货合约的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。30 年期国债期货采用两个英文字母作为交易代码，其合约代码设定为 TL。

30 年期国债期货合约与 10 年、5 年和 2 年期合约相比，合约月份、最后交易日、最后交割日、交易时间、交割方式在内的大部分条款与其他国债期货合约保持一致。

与目前的其他三个合约有较大差别的方面包括最小变动价位、每日价格最大波动限制，以及最低交易保证金。30 年期国债期货的最小变动价位设为 0.01 元，是 2 年期、5 年期、10 年期国债期货最小变动价位的两倍。30 年期国债期货每日价格最大波动限制拟定为上一交易日结算价的 $\pm 3.5\%$ ，目前的 2 年期、5 年期和 10 年期合约则为 $\pm 0.5\%$ 、 $\pm 1.2\%$ 和 $\pm 2\%$ 。而 30 年期国债期货最低交易保证金为合约价值的 3.5%，与之对比，2 年期、5 年期和 10 年期最低交易保证金则为合约价值的 0.5%、1%和 2%。



图表 13 国债期货合约细则

	2年期国债期货合约表	5年期国债期货合约表	10年期国债期货合约表	30年期国债期货合约表(征求意见稿)
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
最小变动价位	0.005元	0.005元	0.005元	0.01元
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%
交易代码	TS	TF	T	TL
报价方式	百元净价报价			
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			
最后交易日交易时间	9:30 - 11:30			
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			
上市交易所	中国金融期货交易所			

数据来源：中金所，兴证期货咨询部

## 4. 30年期国债期货推出后的影响

随着30年期国债期货的上市，可以进一步完善国内债券收益曲线，丰富国债期货交易策略，为超长期债券持有者提供套保工具，进一步吸引长期资金入市：

一、完善国内债券市场。若30年国债期货顺利上市，这意味着超长期限国债有了利率对冲工具，是国内衍生品市场的进一步发展，也是向国际水平的进一步接轨（美国、德国等国均有30年国债期货产品）。目前欧美地区超长期国债期货发展较为成熟，美国超长期品种多头需求以资管机构替代现货配置为主，空头以杠杆基金持有进行长期对冲为主。我国30年期国债主要由银行、保险等配置型机构持有，预期我国30年期国债期货上市后将为配置型机构提供有效的长久期利率风险管理工具，吸引长期资金入市，进一步完善国内债券市场。

图表 14 美国、德国、中国国债期货品种

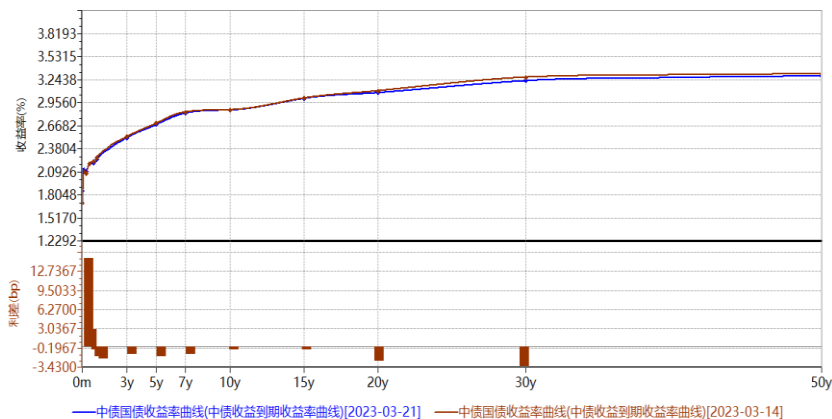
时间	美国		德国		中国	
	名称	剩余期限	名称	剩余期限	名称	剩余期限
1977	长期国债期货	15-25年				
1982	10年期中期国债期货	6.5-10年				
1988	5年期中期国	4年2个月-5.25年				

	债期货					
1990	2 年期中期国债期货	1.75 年-2 年	长期 (30 年) 国债期货	8.5-10.5 年		
1991			中期 (30 年) 国债期货	4.5-5.5 年		
1997			短期 (30 年) 国债期货	1.75-2.25 年		
1998			超长期 (30 年) 国债期货	24-35 年		
2010	超长期国债期货	25 年以上				
2013					5 年期国债期货	4-5.25 年
2015					10 年期国债期货	6.5-10 年
2016	超级 10 年中期国债期货	9 年 5 个月-10 年				
2018					2 年期国债期货	1.5-2.25 年

数据来源：中金所，公开市场资料，兴证期货咨询部

二、健全收益率曲线结构，更加直观地反映市场对于中长期利率和货币政策的预期。30 年期国债期货上市可以填补超长久期利率风险管理工具的缺失，补全国债期货收益率曲线的“最后环节”，也能够为现券市场提供更加敏锐、可靠的超长端价格信号，进一步提升超长期国债现券交易活跃度。借助于 30 年期国债期货也可进一步丰富曲线策略，使得曲线策略进一步向 30-10Y 拓展。随着 30 年国债期货的推出将优化国债收益率曲线结构并提升 30 年国债的流动性，同时给市场参与者提供更多交易工具。国债收益率曲线结构将更为合理，相比 10-5 和 10-2 的国债利差，由于 30 年国债长期以来利率被低估，随着 30 年国债期货的推出，收益率曲线长端过于扁平化的特征将有所改善，整体 30 年国债的流动性也将有所提升。

图表 15 国债利率期限结构



数据来源：wind，兴证期货咨询部

三、进一步丰富债市策略空间，满足投资者多样化策略需求。套期保值、投机、套利是国债期货常用的投资方式。在 30 年期及 50 年期国债发行规模明显放量的情况下，我国金融机构对于长周期国债的套保需求无法得到完美解决。过去机构对于中长期国债现券的套期保值，只能退而求其次采用 10 年期国债期货品种，导致套期保值效果不甚理想。30 年期国债期货的上市能够为更多不同类型的机构投资者提供丰富的曲线交易机会、跨品种套利策略，超长期限债券的套保策略成为可执行的策略，持有超长债的机构可以通过 30 年国债期货进行套期保值。

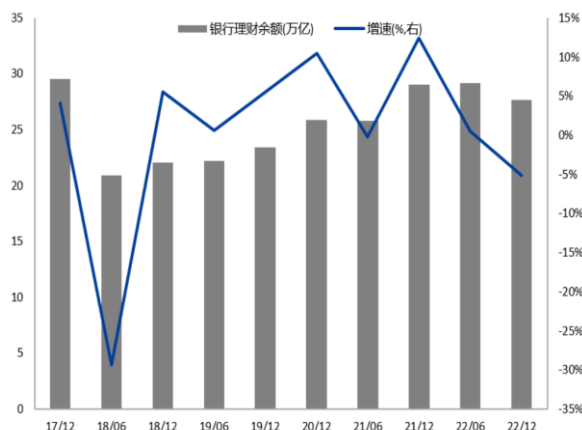
此外，30 年期国债期货亦可为债券承销商提供对冲承销期间长期利率风险的手段，提高债券承销商的积极性，降低国债以及地方债发行的风险和成本。

四、满足保险机构对于超长期国债期货的需求，加快保险机构入市步伐。当前保险机构虽然可以参与国债期货市场，但目前为止参与程度不深。保险机构偏好超长期国债现券，由于此前 30 年期国债期货未上市，大部分保险机构仍然以做配置和持有至到期策略，二级市场上活跃度并不高。若 30 年国债期货顺利上市，则可能有助于提升超长债的流动性：一方面，除了二级市场现券交易，持有超长债的投资者也可以通过期货交割机制卖出手中的现券。另一方面，超长债的现券多头也可以通过多期货合约并进入交割来获取现券。美国最大的寿险公司大都会人寿公司（MetLife），其衍生品投资主要为基于风险管理目的的稳健投资，运用了多种类型的衍生品，基本实现了场内、场外衍生品的综合运用，包括国债期货在内的利率类衍生品在场内衍生品交易中占主导地位，占比达 40% 以上。

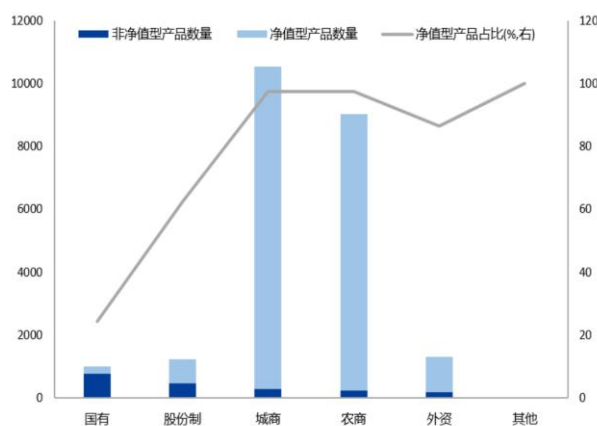
五、提高银行的参与度。在净值化管理下，银行理财产品差异化是发展趋势。2022 年底，由于宏观环境发生了剧烈变化，整个债券市场出现大幅波动，导致银行理财净值表现不佳。在此背景下银行理财呈现出了以下特征：1. 赎回潮：理财规模在 2022 年一季度和四季度分别下降了 0.63 万亿和 2.95 万亿，全年下降了 1.35 万亿；2. 备付性流动性需求上升：大幅增持存款及拆放同业类资产。在“赎回潮”后，摊余成本法封闭式理财成为了理财机构的宣介重点。

股份制银行摊余成本封闭式理财产品发行占比达到近 40%。但多数产品的运行模式为“摊余成本估值+持有到期策略”，其估值方法多为摊余成本法为主、兼用市值法的混合估值法。也有部分产品在宣传时就将“混合估值法”作为重点。摊余成本法产品虽然能在一定程度上减少净值化的冲击，但封闭式理财产品期限普遍偏长，不匹配客户需求；难以做出差异化，对客户吸引力有限。多家理财公司在公开场合表示要加强专业化、丰富产品体系、打造差异化竞争力，对比“摊余成本估值+持有到期策略”，产品的差异化优势更加重要，国债期货将成为银行做出“稳健”差异化理财产品的重要工具。

图表 16 银行理财产品规模



图表 17 银行净值类产品占比



数据来源: wind, 兴证期货咨询部

## 5. 期货公司准备事项

在国债期货新品种上市之际, 期货公司也需进行全面的备战工作。在交易系统、结算、IT、风控、研发、客服、资管等各个方面, 做好充分的准备。

一、加强公司国债期货研究力量, 深入国债期货策略研究, 满足机构投资者的策略服务需求, 助力分支拓展机构客户。

二、开展国债期货系列培训, 强化员工对国债期货业务流程、交易规则、基础策略及展业要点的熟悉, 为业务发展打下良好基础。

三、持续关注现有的“国债现货大户”。借此机会与银行和保险机构建立更为紧密的合作关系, 共同探索创新业务模式。银行、保险为优质目标客户群体。

保险机构方面, 在国内上市超长期国债期货前, 保险公司以持券到期吃利息的方式增加收益, 超长期国债期货上市后, 保险公司对于国债期货工具的使用需求有望增长。

银行方面, 虽然目前仅有五大行与渣打银行可以直接参与国债期货交易, 但是随着后市监管陆续放开银行入市权限, 银行业务口的潜力巨大。五大行可以直接向中金所申请会员席位, 若以交易所会员身份参与国债期货, 商业银行需要建立一整套期货研究、交易、结算、风控、IT 系统, 这需要建立相应的人员队伍和内控机制, 部分银行一时恐将难以建立起成熟团队。

四、系统支持、运营支持。对于期货公司而言, 专业机构对期货公司在系统、风控、运营支持等各方面提出了更高要求。公司需要为金融机构客户提供高效完善的服务体系, 全方位满足客户需求。提供稳定的交易环境、高效的运营服务。同时在业务模式层面和交易操作层面坚守风控合规准则, 确保业务合规。

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。