

本报记者 陈嘉玲 北京报道

期货市场“上新”又有新动态。

近日，中国金融期货交易所（以下简称“中金所”）发布通知称，就30年期国债期货合约及相关规则向社会征求意见。这是自2018年以来，又一次的预备上市国债系列期货合约。中金所分别在2013年9月、2015年3月及2018年8月分别上市了5年期、10年期及2年期国债期货合约。

对于30年期国债期货即将“隆重”登场，业内人士分析认为将进一步完善国债期货产品体系，给长期利率提供风险管理工具，提升服务实体经济的能力。从市场角度来看，国债收益率曲线结构将更为合理，将极大丰富国债期货曲线交易的策略空间，还将为交易型机构带来更多的品种与策略选择空间，量化机构策略有望更灵活。

提供长期利率风险对冲工具

根据中金所发布的《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》，30年期国债期货的交易代码为TL，合约标的是面值为100万元人民币、票面利率为3%的名义超长期国债。

“目前，中金所已经上市了2年期国债期货（短期）、5年期国债期货（中期）和10年期国债期货（长期），就缺乏超长期国债期货。”广州金控期货研究中心副总经理程小勇在接受《中国经营报》记者采访时分析指出：“30年期国债期货的推出将完善国债期货产品体系，给长期利率提供风险管理工具，提升国债期货服务实体经济的能力。从海外金融期货发展的经验来看，国债期货包括短期国债、中期国债、长期国债和超长期国债期货，可以满足不同机构的需求。”

据了解，当前，海外金融市场上市的超长期国债期货包括：芝加哥商品交易所集团（以下简称“芝商所”）推出的经典国债期货和超长期国债期货、欧洲期货交易所推出的德国超长期国债期货，以及美国洲际交易所推出的英国超长期金边国债期货。其中，芝商所的长期和超长期国债期货，交易较为活跃。

“根据海外上市30年期国债期货经验，超长期品种相对短、中、长期品种成交量占比较低，交易频率相对更低、投资周期较长，更多为配置型机构持有。”广发期货发展研究中心研究员叶倩宁在研报中分析认为，30年期国债期货上市将带来超长期利率风险对冲工具，进一步吸引长期资金入市，完善市场投资者结构。

“2020年开始，银保机构逐步入市，但市场缺乏超长期债券套保和久期管理工具，一定程度上影响银保机构参与市场程度不高，保险机构曾着重提出对超长期风险对

冲产品的需求。”叶倩宁认为，30年期国债期货的推出为超长端利率资产提供高效的风险对冲工具，将进一步提升银保等配置型机构的参与意愿，逐步丰富市场投资者结构，提升市场定价效率。

程小勇认为，推出30年期国债期货将为金融机构提供更多资产配置的工具。超长期国债投资周期较长，适合金融机构进行长期资产配置。一方面，推出超长期国债期货，可以构建中性投资组合，降低资产配置的系统性风险。另一方面，场内期货流动性较好，通过30年期国债期货可以替代现券的多头策略，也可以更好地进行久期管理。

### 激发机构参与热情

本报记者注意到，目前中金所的3个国债期货主力合约成交量整体稳定在较高水平，10年期国债期货始终受到市场较明显的偏好，近年来日成交量基本稳定在4万手至6万手之间，当前近20日平均日成交量为6.21万手。

参与热度不断提升，侧面说明国债期货正在被市场更多参与者所接受。从国债期货上市以来的表现来看，参与者主要以金融机构为主，包括券商固定收益部，自营部，公募基金和私募基金，以及允许符合条件的试点商业银行和具备投资管理能力的保险机构。

某股份制银行一位托管部人士告诉本报记者，目前在国债期货市场中较为活跃的群体是券商自营，其中个别中小型券商较有特色；同时一部分量化基金也在积极参与。此外，银行委外也有不少资金参与其中。

而从美国超长期品种多头投资者结构来看，60%以上的多头持仓为配置型资产管理机构持有；50%以上的空头持仓为杠杆基金持有。也就是说，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时期对冲为主。

叶倩宁分析指出，由于我国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，吸引长期资金进入国债期货市场，进一步完善市场投资者结构。

在程小勇看来，随着30年期国债期货的上市，将有更多的金融机构参与国债期货，尤其是商业银行和保险公司，商业银行作为现券的主要持有方面，亟待需要国债期货对现券进行风险管理，包括价格对冲和久期管理。

“30年期国债期货的推出将直接激发保险机构的参与热情。”一位期货公司国债期货研究员分析指出，保险机构尤其是寿险公司的负债久期偏长，而国债期货具备成

本低、流动性好、灵活性高的优点，保险机构通过参与30年期国债期货，可以在不调整资产结构的前提下快速完成对债券投资组合的久期调整。

南华期货债券分析师高翔亦对本报记者分析表示，一直以来超长期限对应标的的缺失，使得以持有长久期现券为主的保险机构在套保的时候面临期限错配的问题，因此30年期国债期货合约的问世能够进一步促进保险机构参与国债期货交易的积极性。

除了银行、保险等主要债券投资者外，公募基金也是其中重要参与者，其持仓呈现不断增长趋势。兴业期货一份最新研报显示，截至2022年年底，在债券型基金和灵活配置型公募基金中，有约2%的产品参与了国债期货，其中有多只产品在国债期货上的持仓市值占其产品净值超过20%，最高占比达到38%。

### 极大丰富策略工具箱

在国债期货的操作中，中性套保策略是众多基金较为一致的选择。也有基金采取曲线操作的策略，比如有债基去年二季度时同时做多2年期和5年期合约，做空10年期合约，利用收益率曲线的特点进行操作。

据了解，国债期货策略主要分为风险管理策略和资产配置策略，其中风险管理策略包括久期管理、多头替代和空头套保等；资产配置策略包括方向交易、跨期套利、跨品种套利、基差套利以及交叉策略等。

“30年期国债期货品种的上市，对于一些以对冲策略为主的基金而言，极大地丰富了策略工具箱，丰富了收益率曲线和套利交易策略。”程小勇分析指出，30年期品种上市后将极大丰富国债期货上曲线交易的策略空间，不仅可以进行期现套利，也可以进行跨期交易。

在叶倩宁看来，30年期国债期货作为新的长久期资产，将为机构带来更加丰富的策略选择空间。从套利策略来看，30年期品种上市后将极大丰富国债期货上曲线交易的策略空间，投资者可以灵活运用国债期货进行10~30利差等曲线策略交易、超长期品种期现套利交易等。除资金占用低的优势外，考虑到期货的基差因素，在特定时间利用国债期货进行曲线交易，还可能获得相较现券更高的资本利得。

除了曲线交易策略外，中信期货发布研报还指出，配置型机构基于30年期国债期货的多头替代策略值得关注。特别是在收益率偏高的情况下，最便宜可交割债券（Cheapest To Deliver，以下简称“CTD”）大概率以新发30年国债为主，通过提前买入并交割的策略可以在节省资金的情况下，实现高效配置。此外，30年期国债期货的长久期以及高波动也可能吸引偏投机性的投资者的关注和参与。

多位受访人士提到，30年期国债期货上市将为交易型机构带来更多的品种与策略选择空间，量化机构策略有望更灵活。

从量化策略来看，程小勇指出：“除了高频量化依靠技术分析之外，基本面量化策略分为策略趋势、对冲策略等。而30年期国债期货推出之后，可以丰富对冲套利组合，例如期现套利、10~30年和5~30年等跨期套利，而且可以通过选择CTD券构建更适合的套利策略。未来量化机构在固定收益方面的策略将更加多元化，增加业绩的稳定性。”