

国债期货基础概述

-----国债期货系列报告之一

撰写:

新湖期货国债研究小组

电话:

021-22155630

邮箱:

limingyu@xhqh.net.cn

内容提要:

◆国债期货推出的背景

国债期货是以政府债券为标的的期货合约，是一种利率风险管理工具，属于金融期货中利率期货的一种。全球最早推出国债期货的国家是美国，美国在 1976 年通货膨胀比较严重，利率波动剧烈，投资者迫切需要一种工具来规避利率波动的风险。可以说国债期货这个金融工具是出于美国财政政策和利率市场化的需求而产生的。在国内，曾于 1992 年开放国债期货交易，但由于当时市场成熟度不高，监管、风险控制制度不完善，国债期货交易在运行了短短三年之后即被叫停。

◆国债期货上市的意义和作用

国债期货的上市有助于完善债券市场体系；提高债券的定价效率，推动建立完善的基准利率体系，推进利率市场化进程；满足避险需要，提高债券市场的流动性；完善金融机构创新机制，促进金融产品创新；推进债券市场的统一互联。

◆国债期货的关键要素

转换因子是可交割国债转换成名义标准国债的比例。最便宜可交割券是在进行实物交割时，空方在可交割券范围选择的能够使自身收益最大化的国债现券。隐含回购利率是以现券报价买入现券，再以期货价格卖出所得到的净现金流入的理论收益率。国债基差是国债现货价格与其期货价格和转换因子乘积的差值。

◆国债期货的交易策略

国债期货交易的基本策略主要有：投机交易、套利交易、套期保值、资产配置等。

目 录

1. 国债期货及其基本交易制度	3
1.1 国债期货简介	3
1.2 国债期货推出背景	3
1.3 国债现货市场简介	4
1.4 国债期货的基本交易制度	7
2. 国债期货上市的意义和作用	8
2.1 国债期货上市条件已经成熟	8
2.2 国债期货上市的意义作用	9
2.3 国债期货价格影响因素	9
3. 国债期货的关键要素	14
3.1 虚拟债券	14
3.2 转换因子	14
3.3 国债基差	15
3.4 隐含回购利率	15
3.5 最便宜可交割债券	16
4. 国债期货交易策略	17
4.1 国债期货的投机交易	17
4.2 国债期货的套利交易	17
4.3 国债期货的套期保值交易	18
4.4 资产配置	19
5. 国债期货仿真交易情况	21
5.1 国债期货仿真合约解读	21
5.2 国债期货仿真合约开展情况	22
附 1 中国金融期货交易所国债期货标准合约	24

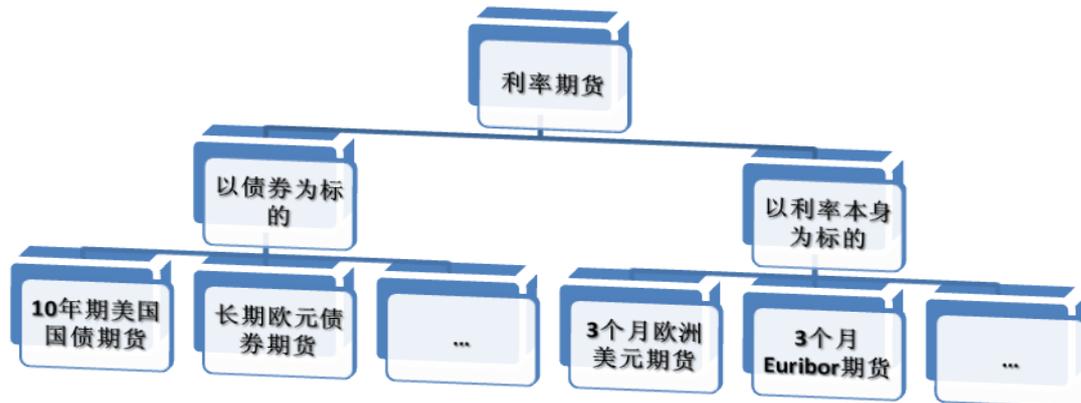
本文中所附图表如下：

- 图1 国债现券市场规模
- 图2 国债剩余期限结构图
- 图3 国债现券市场成交量
- 图4 经济周期与债券的关系图
- 图5 我国10年期国债收益率与GDP同比增速走势基本一致
- 图6 我国国债收益率走势与CPI同比增速密切相关
- 图7 上证指数和中债综合指数波动性
- 图8 债券价格与利率市场关系
- 图9 财政政策与国债价格关系
- 图10 2012年12月前的状况——TF1303（左）和TF1306
- 图11 2012年12月前的状况——TF1309（左）和TF1312
- 图12 去年12月之后的TF1303（左）和TF1306（右）
- 图13 去年12月之后的TF1309（左）和TF1312（右）
- 图14 合约TF1306（左）和TF1309（右）
- 表1 中国即将或正在发行的国债日程表
- 表2 2012年银行间利率衍生品交易情况
- 表3 相关期货法律、法规
- 表4 部分可交割国债在不同仿真合约中的转换因子
- 表5 可供交割国债报价及其转换因子
- 表6 国债期货仿真合约（标准合约附后）

1. 国债期货及其基本交易制度

1.1 国债期货简介

国债期货作为利率风险管理工具，属于金融期货中利率期货的一种，是一种高级的金融衍生工具，是指买卖双方通过有组织的交易场所，约定在未来特定时间，按预先确定的价格和数量进行券款交割的国债交易方式。



资料来源 新湖期货研究所

1.2 国债期货推出背景

国债市场在一国经济中发挥着重要的作用。除了弥补政府财政赤字，作为中央银行进行公开市场操作的工具等宏观经济作用以外，国债市场还在金融资产定价、对冲利率风险等多方面发挥着重要的微观经济作用。

国债期货是以政府债券为标的物的期货合约，最初于20世纪70年代产生于美国。以下是自20世纪70年代起，国债期货在世界各国的发展状况。

1977年8月，芝加哥期货交易所开办了30年期美国长期国债期货交易，这是美国国债期货发展史上的里程碑。

1978年9月，国际货币市场开办了1年期美国国债期货交易。

1979年7月，芝加哥期货交易所开办了4~6年期美国中期国债期货交易。

1982年，芝加哥期货交易所推出了10年期美国中期国债期货交易。

1983年，芝加哥期货交易所推出了2年期美国中期国债期货交易。

1988年，芝加哥期货交易所推出了5年期美国中期国债期货交易。

在美国国债期货发展的推动下，英、日、法、意、德等国也纷纷推出其他币种的国债期货品种。

1982年，英国成立伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)，同年11月推出英国长期国债期货合约。

1984年LIFFE推出美国长期国债期货，1987年LIFFE推出日本长期国债期货，1988年LIFFE推出德国长期国债期货，1991年LIFFE推出意大利长期国债期货，1993年LIFFE推出另一德国长期国债期货；LIFFE国际化特色十分明显。

1985年，日本东京证券交易所开办10年期国债期货交易；1986年法国国际金融期货交易所推出国债期货交易；1990年11月，德国推出长期国债期货交易。

中国的国债期货交易试点开始于1992年，结束于1995年5月，历时两年半。

1992年12月，上海证券交易所最先开放了国债期货交易。上交所共推出12个品种的国债期货合约，只对机构投资者开放。但在国债期货交易开放的近一年里，交易并不活跃。从1992年12月28日至1993年10月，国债期货成交金额只有5000万元。

1993年10月25日，上交所对国债期货合约进行了修订，并向个人投资者开放国债期货交易。1993

年12月，原北京商品交易所推出国债期货交易，成为中国第一家开展国债期货交易的期货交易所。随后，原广东联合期货交易所和武汉证券交易中心等地方证交中心也推出了国债期货交易。

1994年第二季度开始，国债期货交易逐渐趋于活跃，交易金额逐月递增。1994年结束时，上交所的全年国债期货交易总额达到1.9万亿元。1995年以后，国债期货交易更加火爆，经常出现日交易量达到400亿元的市况，而同期市场上流通的国债现券不到1 050亿元。由于可供交割的国债现券数量远小于国债期货的交易规模，因此，市场上的投机气氛越来越浓厚，风险也越来越大。

1995年2月，国债期货市场上发生了著名的“327”违规操作事件，对市场造成了沉重的打击。1995年2月25日，为规范整顿国债期货市场，中国证监会和财政部联合颁发了《国债期货交易管理暂行办法》；2月25日，中国证监会又向各个国债期货交易场所发出了《关于加强国债期货风险控制的紧急通知》，不仅提高了交易保证金比例，还将交易场所从原来的十几个收缩到沪、深、汉、京四大市场。

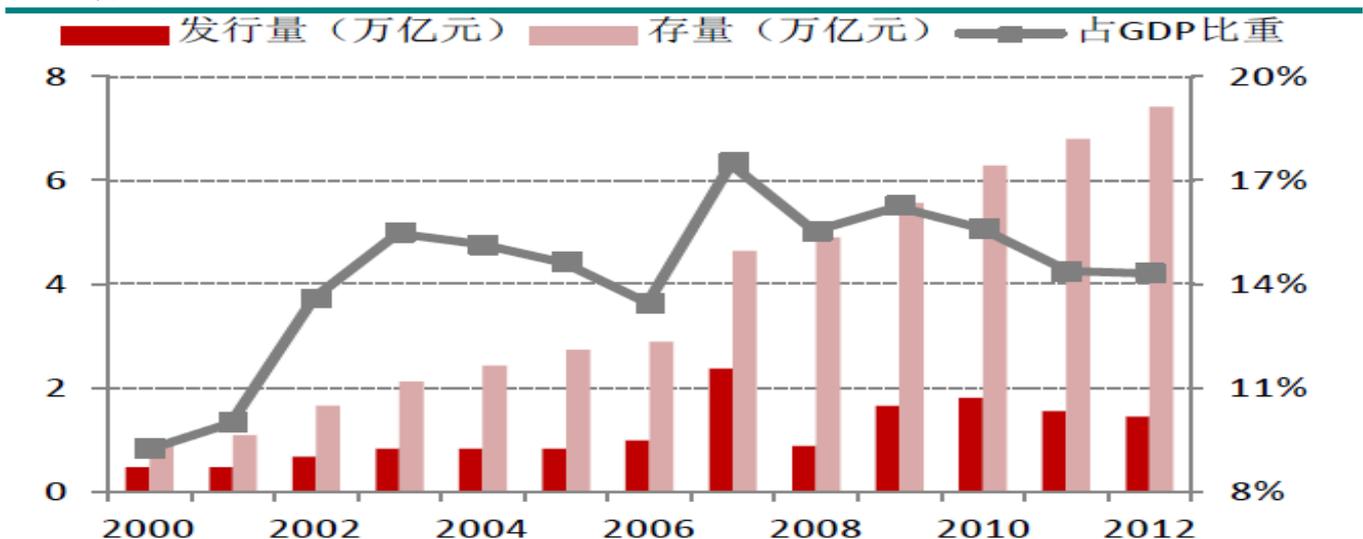
一系列的清理整顿措施并未有效抑制市场投机气氛，透支、超仓、内幕交易、恶意操纵等现象仍然十分严重，国债期货价格仍继续狂涨，1995年5月再次发生恶性违规事件——“319”事件。

1995年5月17日下午，中国证监会发出通知，决定暂停国债期货交易。各交易场所从5月18日起组织会员协议平仓；5月31日，全国十四个国债期货交易场所全部平仓完毕，中国首次国债期货交易试点以失败而告终。

1.3 国债现货市场简介

20世纪90年代，国债期货上市后短短两年半时间就被叫停，其中主要的原因就是可供交割的国债现券市场规模不足，难以满足国债期货的交易规模，最终导致逼仓事件的发生。但是在国债期货被叫停的18年间，我国的国债市场发展迅速，当前的国债市场在存量规模、期限结构、发行制度以及交易活跃度等都正逐步的走向成熟。从上世纪国债期货上市仅仅三年时间就被叫停的经验来看，国债期货交易的顺利展开需要一个颇具规模的国债现券市场作为重要支撑。国际上已经开展国债期货交易的各个国家，在开展国债期货交易之初，其国债存量规模在该国GDP中所占的比重都已经达到15%甚至更多。中国债券信息网最新的数据显示，截止2012年底，我国可流通的国债余额达到7万亿元，约占我国GDP的14%，约是1995年国债期货试点时期可流通国债存量的70倍，由此可见我国国债现券的存量已经达到了其他国家开展国债期货交易的的市场平均水平。

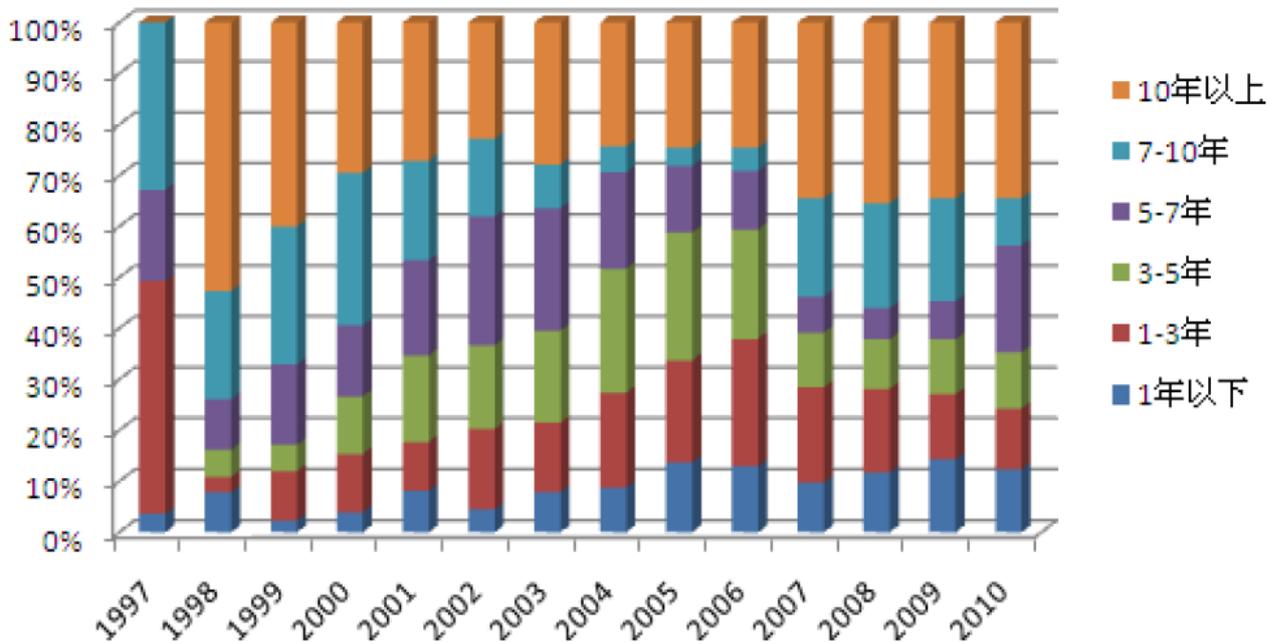
图1 国债现券市场规模



资料来源 Wind资讯 新湖期货研究所

在国债的期限结构方面，我国自2001年起开始采用贴现方式发行1年期以下的短期国债品种，同时开始发行10年期以上的长期国债，改变了之前国债发行只集中于3到5年期的中期品种的局面，国债的期限结构和收益率曲线得到了进一步的完善。

图2 国债剩余期限结构图



资料来源 Wind资讯 新湖期货研究所

财政部还建立起了一套完备的国债市场化发行机制，对1、3、5、7和10年期关键期限的国债品种采用定期滚动发行的制度，并按年、按季公布国债发行计划，最大程度地保证了国债市场供给的平稳。从目前的情况来看，各关键期限国债品种每季度至少发行一次，每期的发行规模约为300亿元人民币左右。由于国债期货仿真交易的可交割国债是剩余年限为4至7年的国债品种，涵盖了5年和7年两个关键期限，因此可交割国债的存量 and 供给都能够保持稳定，这就有效降低了国债期货被操纵的可能性。2012年财政部共发行了13期5年和7年期国债，总规模约4000亿元，截至目前市场可交割国债共有34只之多，存量规模已接近2万亿元。

表1 中国即将或正在发行的国债日程表

发债主体	规模	期限	票面利率	债券类型	发行时间	上市时间
财政部	300	10Y	--	记账式国债	*5/23-5/27	*5/29
财政部	260	2Y	--	记账式国债	*5/27-5/29	*5/31
财政部	300	7Y	3.28%	续发记账式国债	5/16-5/20	5月22日
财政部	200	50Y	4.24%	记账式国债	5/20-5/22	5月24日
财政部	--	5Y	--	记账式国债	5月29日	--
财政部	--	7Y	--	续发记账式国债	6月5日	--
财政部	--	3/5Y	--	凭证式储蓄国债	6月10日	--
财政部	--	9M	--	记账式贴现国债	6月14日	--
财政部	--	10Y	--	续发记账式国债	6月19日	--
财政部	--	1Y	--	记账式国债	7月3日	--
财政部	--	7Y	--	记账式国债	7月10日	--
财政部	--	3/5Y	--	电子式储蓄国债	7月10日	--
财政部	--	10Y	--	续发记账式国债	7月17日	--
财政部	--	5Y	--	续发记账式国债	7月24日	--
财政部	--	7Y	--	续发记账式国债	8月7日	--

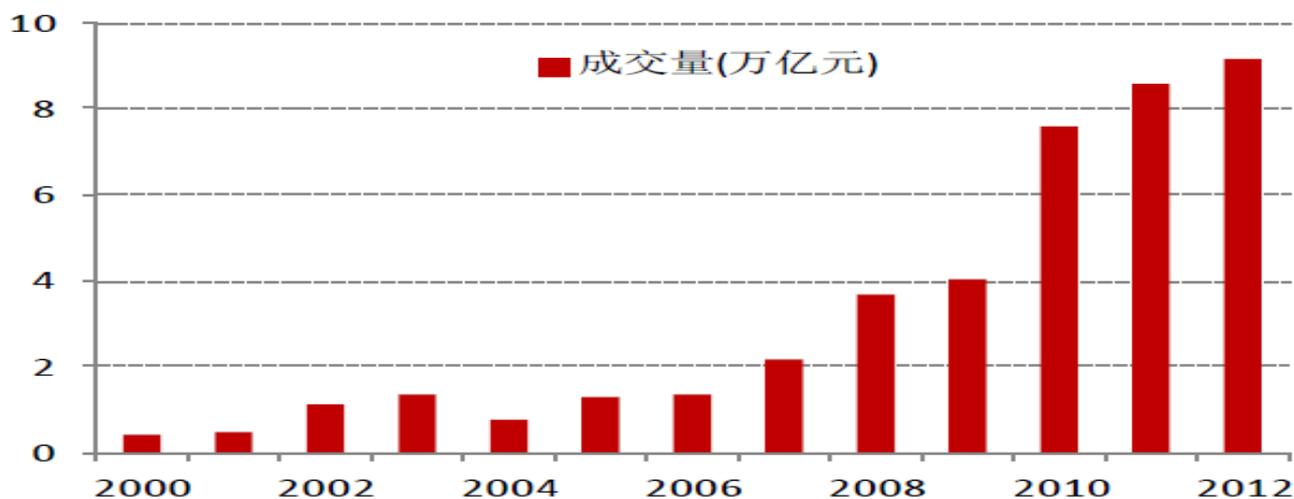
财政部	--	3/5Y	--	电子式储蓄国债	8月10日	--
财政部	--	3Y	--	记账式国债	8月14日	--
财政部	--	10Y	--	记账式国债	8月21日	--
财政部	--	3Y	--	续发记账式国债	9月4日	--
财政部	--	3/5Y	--	凭证式储蓄国债	9月10日	--
财政部	--	7Y	--	续发记账式国债	9月11日	--
财政部	--	3/5Y	--	电子式储蓄国债	10月10日	--
财政部	--	7Y	--	记账式国债	10月16日	--
财政部	--	10Y	--	续发记账式国债	10月23日	--
财政部	--	1Y	--	记账式国债	10月30日	--
财政部	--	5Y	--	记账式国债	11月6日	--
财政部	--	3/5Y	--	凭证式储蓄国债	11月10日	--
财政部	--	7Y	--	续发记账式国债	11月13日	--
财政部	--	10Y	--	续发记账式国债	11月20日	--
财政部	--	5Y	--	续发记账式国债	12月4日	--
财政部	--	7Y	--	续发记账式国债	12月11日	--

资料来源 Wind资讯 新湖期货研究所

我国债券的交易市场主要由交易所交易市场和场外交易市场（Over-the-counter, OTC）构成。场外交易市场又包括银行间债券市场和金融机构柜台市场。其中，银行间债券市场是最重要的债券交易市场，占债券总交易额的95%以上。另外，现有的国债交易主要有两种方式，分别是现货交易和回购交易。

活跃的国债现券市场能够有效降低国债期货交易的交割风险和过度投机倾向，而二级市场的成交情况则是决定国债现券市场活跃程度的直接表征。目前我国已经建立起了以银行间、交易所和商业银行柜台为基本子市场的债券二级市场体系，其中银行间市场是债券市场的主体，成交量占全市场的90%以上，商业银行柜台市场是银行间市场的延伸，交易所市场则是由除银行以外的投资者参与的集中撮合交易市场。交易品种方面，我国债券市场的主要交易品种包括现券交易、回购交易和远期交易。经过多年的发展，国债现券市场的交易已日趋活跃。以规模最大的银行间市场为例，2012年全年银行间市场的国债现券交易总额为9.14万亿元，回购交易总额规模更甚，相比90年代初国债现券基本沉淀于个人和机构单位手中的历史事实，当前国债的流动性已大为改观。

图3 国债现券市场成交量



资料来源 Wind资讯 新湖期货研究所

1.4 国债期货的基本交易制度

梯度保证金制度：中金所规定，国债期货每一张合约（一手）的最低交易保证金比例2%，对面额100万元的名义标准国债而言，除去交易手续费，投资者需缴纳最低保证金为2万元。此外，随着交割日临近，保证金比率将逐步提高，在交割月前一月中旬第一个交易日提高至3%，在之后的下旬第一个交易日起提高至4%，这使得杠杆倍数从50倍逐渐下降到25倍，从而达到降低逼仓风险的目的。

实物交割制度：中金所规定，国债期货合约采用实物交割的方式，并采用实物交割中滚动交割和集中交割相结合的方式，以保证交割顺利完成。其中，滚动交割是指在期货交易进入交割月后，持有交割月合约及标准仓单的卖方可在交割月第一个交易日至交割月最后交易日前一交易日的交易时间提出交割申请，并按交易所规定程序完成交割的交割方式。而集中交割则是指交割配对在最后交易日闭市后集中进行的交割模式。另外，可交割国债的期限为在交割月首日剩余期限为4-7年的固定利率国债；可交割国债的范围为银行间债券市场和交易所市场托管的记帐式国债。

交割违约处理：中金所规定，如果交割出现违约状况，由违约方支付罚金和违约金，守约方获取补偿金。其中，罚金为违约部分合约价值的2%。这里的合约价值=违约手数×交割结算价×合约面值/100。而补偿金为期货价格和现货价格的差价。此处期货价格是交割结算价，现货价格是基准券现券价格。因此，若卖方违约，则最大补偿守约买方的差额=基准券现券价格-交割结算价×转换因子；反之若买方违约，则最大补偿守约卖方的差额=交割结算价×转换因子-基准券现券价格。

每日结算(逐日盯市)制度：每日交易结束后，交易所按当日各合约结算价结算所有合约的盈亏、交易保证金及手续费、税金等费用，对应收应付的款项实行净额一次划转，相应增加或减少会员的结算准备金。中金所规定，国债期货的每日结算价为期货合约最后一小时成交量的加权平均价。

强行平仓制度：为了控制风险,中金所实行国债期货强行平仓制度，会员或者客户存在违规超仓、未按照规定及时追加保证金等违规行为或者交易所规定的其他情形的，交易所将对相关会员或客户采取强行平仓措施。

持仓限额制度：为了防范操纵市场价格的行为，中金所以对会员及客户的持仓数量进行限制，具体而言，一般月份中，进行投机交易的客户的单边持仓限额为1200手。在交割月前一月中旬，该持仓限额下降为600手。然后在交割月前一个月下旬，进行投机交易的某一合约客户单边持仓限额降至300手，直至交割。

大户报告制度：中金所实行大户报告制度，当会员或者客户对某一国债期货合约持仓达到交易所规定的持仓报告标准，会员或者客户应当向中金所报告。中金所将根据市场状况制订并调整持仓报告标准，以控制交易风险。

2. 国债期货上市的意义和作用

2.1 国债期货上市条件已经成熟

I 自从20世纪90年代国债期货上市仅仅三年时间就被暂停交易至今，我国国债现券市场不论是国债现券规模，还是实行的国债滚动发行制度，以及其他方面都有了长足的进步，到目前为止上市国债期货的条件已经成熟。

- (1) **国债现券市场规模大幅增长，能够支持国债期货的平稳运作。**截止2012年底，我国可流通国债余额达到7万亿元，约占GDP的14%，约是1995年国债期货试点时期可流通国债存量的70倍。国债现货市场交易日趋活跃，2012年一年银行间市场国债现券交易总额为8.3万亿元，国债的回购交易总额也高达40.5万亿元。
- (2) **财政部国债定期滚动发行制度日益成熟。**目前已经建立起一套完善的国债市场化发行机制，对1、3、5、7、10年期关键年限的国债品种采用定期滚动发行机制，关键年限国债每期发行约300亿元，各关键年期限国债每季度至少发行一次。这样一来，可用于交割的国债现券存量将持续稳定，这有效的降低了国债期货被操纵的可能性。
- (3) **国债的发行和交易已实现市场化，投资者的避险需求日趋激烈。**在国债现券的一级发行市场上记账式国债采用面对国债承销团成员进行公开价格招标的方式，一级发行利率由市场投标决定。在国债二级市场上，国债价格基本由市场供需关系决定，二级市场利率也实现市场化。投资者的避险需求日趋激烈。以当前国债现券存量7.01万亿元为例，当国债利率上升1个百分点时，国债的市值将减少3000亿元。
- (4) **场外衍生品市场交易已经起步、已经试水。**场外利率衍生品市场（债券远期、利率互换和远期利率协议）初具规模，显示了市场机构对利率风险管理的要求，为国债期货的上市奠定了基础。发展国债期货，可以促进场内场外写作发展。

表2 2012年银行间利率衍生品交易情况

品种	成交量
利率互换	26717 亿元
债券远期	166 亿元
远期利率协议	2 亿元
总成交	26885 亿元

资料来源 Wind资讯 新湖期货研究所

- (5) **法规日益健全，监管能力逐步提高，不会发生系统风险。**相关的法律、法规以及相关经验能够守住不发生系统风险的底线。

表3 相关期货法律、法规



资料来源 Wind资讯 新湖期货研究所

2.2 国债期货上市的意义作用

到目前为止，世界上发达国家都已经推出国债期货，并且国债期货也在各国经济发展中起到了重要作用。在我国适时推出国债期货，已经成为当前金融市场改革和发展的重要战略举措之一，主要体现如下：2012年3月，国务院《关于2012年深化经济体制改革重点工作的意见》提出“稳妥推进原油等大宗商品期货和国债期货市场建设”；2012年9月，《金融业发展和改革“十二五”规划》明确提出“适时推出国债期货”；党的十八大强调，要“加快发展多层次资本市场”，“稳步推进利率和汇率市场化改革，逐步实现人民币资本项目可兑换”；发展我国国债期货市场，成为落实加快发展多层次资本市场战略，促进债券市场改革发展的客观要求，也成为稳步推进利率市场化改革的重要保障。

上市国债期货的重要意义和作用如下：

- (1) 国债期货有助于完善债券市场体系。
- (2) 提高定价效率，推动建立完善的基准利率体系，推动利率市场化进程。我国利率市场化的进程正在有步骤地加速推进，而国债期货作为基准收益率曲线完善的重要工具、利率风险管理的重要手段以及远期利率的载体，能够从多方面极大地促进利率市场化的健康前行。
- (3) 满足避险需要，提高债券市场流动性。我国现阶段债券存量已经突破23万亿，利率很小的变动可能造成几千亿市值的变化，因此需要规避利率的变动的风险。国际市场经验及国债期货试点表明，国债期货交易能够活跃国债现货市场。
- (4) 完善金融机构创新机制，促进金融产品创新。国债期货作为基础性产品，它的交易策略多样化，主要有套期保值、资产配置、套利等交易策略；商业银行、证券公司可以通过国债期货提供保本产品，基金公司可以设计开发以国债期货为主要标的基金或转户产品等；可以提升市场交易技术含量，机构在人才、产品开发、技术、风控等方面优势逐步显现。银行等金融机构可以改变过度依靠存贷利差的经营模式，创新开发更多基于债券市场组合的金融产品，增加新的利润增长点，提升核心竞争力。
- (5) 推进债券市场的统一互联。国债期货的上市可以连接交易所市场与银行间市场的互联，国债期货产品是一个跨市场、互联互通的产品，在银行间以及交易所市场进行套利操作，可以消除统一券种在两个债券市场上的定价差异。

2.3 国债期货价格影响因素

(1)、经济周期的变化

在市场经济中，经济发展具有周期性，呈现出时而扩张、时而收缩的变化，投资盈利率也随之上升或下降。在经济周期过程中利率变动的一般特征表现为：在危机阶段，投资需求大量萎缩，导

致利率水平猛烈下降；进入萧条阶段，利率停止下跃但仍处于低水平上；转入复苏阶段，投资需求再度启动，由固定资本更新带动了其他投资和消费的增长，利率水平逐渐回升；到高涨阶段，供给和需求进一步快速增长，刺激利率也上升到较高水平。由于国债现券价格与利率水平是反向相关的，因此，国家经济形势趋好时，国债价格通常会下降；国家经济形势变差时，国债价格通常会上升。国债现券价格的周期性受功也反映到国债期货价格上，即期货价格变动也受到经济周期变化的影响。

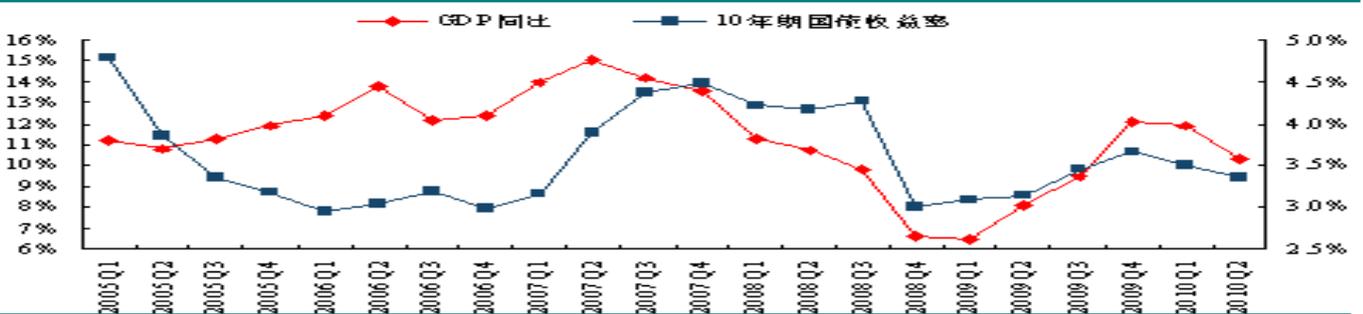
图 4 经济周期与债券的关系图



资料来源 Wind资讯 新湖期货研究所

从债券走势与经济增长的关系来看，债券价格与债券收益率呈反比关系。债券收益率走势与经济增长走势基本相同。债券市场有时也被称为宏观经济的“避风港”或者“对冲工具”。

图 5 我国 10 年期国债收益率与 GDP 同比增速走势基本一致



资料来源 Wind资讯 新湖期货研究所

(2)、金融市场的变化

金融市场的变化(如通货膨胀和其他投资工具收益率)也会通过国债现券价格影响到期货价格。通货膨胀通过影响市场利率来影响国债价格(市场利率 = 实际利率+通货膨胀率)。由于持有国债只能获得固定收益，通货膨胀会侵蚀这部分收益，不利于持有国债。一般情况下，如果发生通货膨胀，投资者会卖出国债，使国债市场需求减少，国债价格下降。因此，通货膨胀与国债价格的关系应是反向关系。其他投资工具指股票、房地产等，当其收益率上升时，国债持有者会抛出其所持国债将资金转移，此时投入国债市场的资金减少，国债价格下降；当其他投资工具的收益率下降时，投入国债市场的资金将增多，对国债的需求增加，国债的价格上升。

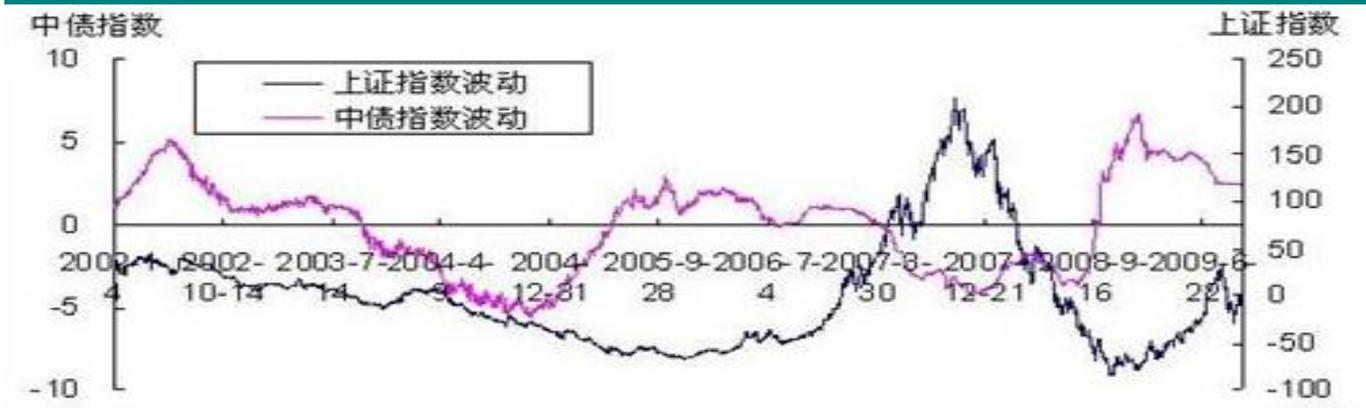
图 6 我国国债收益率走势与 CPI 同比增速密切相关



资料来源 Wind资讯 新湖期货研究所

股票市场与债券市场存在“跷跷板”关系。相对于股市来说，债券市场的风险较小，不妨假设债券市场是一个无风险市场，当股市波动性较高，预期收益较低时，投资者就会将资金从股市撤出，转而投资债券市场；反之股市波动性较低，预期收益较高时，投资者就会将资金从债券市场撤出，转而投资股票市场。那么，我们将会看到，在股票市场处于牛市阶段，债券市场将进入熊市；而股票市场进入熊市阶段，债券市场将进入牛市。这种关系称为股票市场和债券市场中的“跷跷板效应”。

图 7 上证指数和中债综合指数波动性



资料来源 Wind资讯 新湖期货研究所

从图中可以看出，股票市场和债券市场存在跷跷板效应，股市涨跌幅越大，债市相反方向的涨跌幅也越大；并且，股市下跌时债市涨幅更加明显。前一个特征表现出投资者在资产组合选择中对于风险的敏感性较高。后一个特征主要是由于股市通常上涨较慢，而下跌较快。因此，在股市上涨时期，债市资金总是通过缓慢的方式撤离；而一旦股市出现大跌，投资者为了避免损失，会快速从股市撤出资金，大量资金从股市流入债市带来的债券需求的突然增长，通常会较快的拉高债券价格。

(3)、货币政策

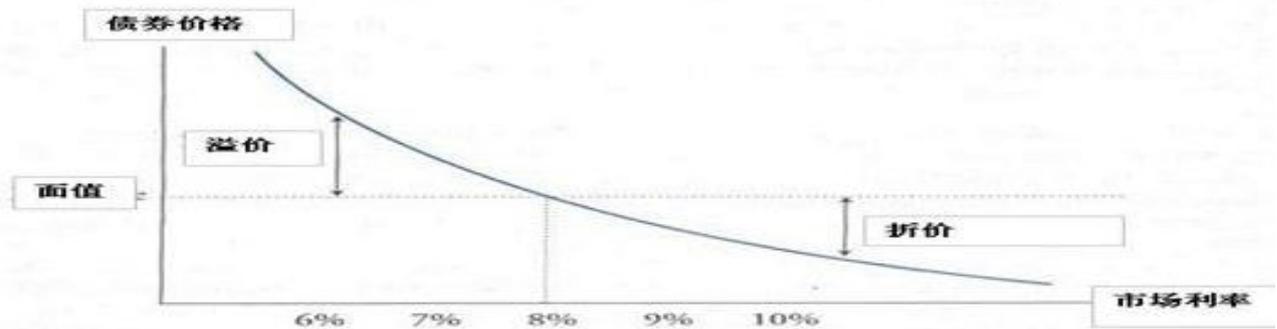
当货币供应不足时，利率上升；货币供应过剩时，利率下跌。因此，货币供给量通过利率对国债现货和期货价格产生了影响。中央银行通常以三种政策工具控制货币发行量。

(1) 中央银行在公开市场上买卖国债以调节金融市场。当央行从二级市场买入国债时，商业银行准备金增多，表示银根放松，利率可能下降，国债价格上扬；当央行卖出国债就表明它要收紧银

根，市场利率会上升，国债价格会下降。投资者可以根据央行公开市场业务动向来判断国债价格走势。

(2) 贴现率政策。贴现率是商业银行向央行借款时支付的利率。为了控制通货膨胀，央行可以提高贴现率；反之，则降低贴现率。当贴现率提高时，表明央行收紧银根，市场利率提高，国债价格将会下降；反之，则国债价格会上升。

图 8 债券价格与利率市场关系



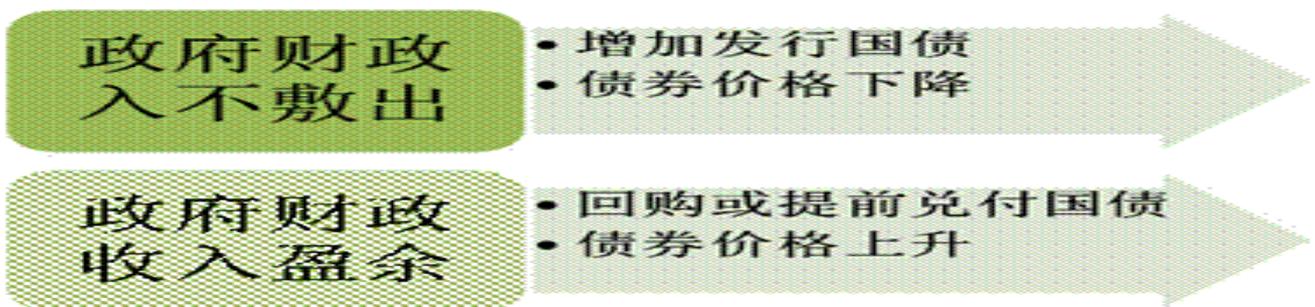
资料来源 Wind资讯 新湖期货研究所

(3) 法定准备金要求。在现代银行体系中，商业银行须根据央行的要求将吸收的存款按某个比例存入银行的准备金，这个比率是法定比率。央行提高这一比率意味着收缩银根，国债价格就会下跌；反之，则上升。上调存款准备金率会导致货币回流至央行，商业银行投资于债券的资金规模将有所减少，需求出现下降，收益率上行。

(4)、财政政策

在市场经济中，各国政府为了弥补“市场缺陷”，实现国民经济运行目标，除了上文的货币政策外，还会经常使用财政政策。一般而言，政府财政开支状况及其政策对国债价格也会产生影响。当政府财政入不敷出时，增加发行国债，使之供给增加而价格下降；财政收入有盈余时，可能回购或提前兑付国债，使之需求增加而价格上升。这种对现券价格的影响也会影响到期货价格。

图 9 财政政策与国债价格关系



资料来源 Wind资讯 新湖期货研究所

(5)、国债期货的市场环境和市场氛围

与股票市场相类似，国债市场管理者推出的每一项措施都会引起投资者对市场“利多”、“利空”的反映，从而引起国债价格的变动，例如 1994 年中国证监会发出公告严格禁止国债期货交易中的

卖空行为、并要求卖空者限期补仓，在这条消息的刺激下，国债价格上扬。同时，如果国债交易中投机操纵氛围较重，也会造成国债价格的较大波动。如大户有意哄抬或压低价格以达到造市的目的，常用手段为封盘，集合较大手的单，使国债价格按其目的或升或跌，以达到其操纵市场的目的。

(6)、投资意识及心理因素

随着居民个人金融投资意识越强，对国债需求越多，国债价格高；居民个人投资意识越弱，对国债需求亦越弱，则国债价格低。心理因素和行为因素有时也会对投资者行为产生重大影响，从而引起国债价格变化。所谓心理因素，是指交易者对市场的信心，即市场情绪。如对某种国债现券看好时，即使无任何利好因素，人们也会做多头，引起价格上涨；当对某种国债现券看淡时，即使无任何利空因素，人们也会做空头，引起价格下跌。所谓行为因素，是指交易者在市场上的交易行为。如有的交易者一次投入大量资金，持仓量过大，一旦价格出现不利的变化，又不愿认赔平仓，造成巨大损失；有些交易者相互转移持仓，联手操作造成大户操纵市场的局面。

3. 国债期货的关键要素

3.1 虚拟债券

虚拟债券又叫名义债券，是一种在这个世界上并不存在的债券。真实生活中的债券距离最后到期日过一天少一天，而国债期货合约的虚拟债券的剩余期限则是在任何时候都始终是 5 年（根据中金所目前的 5 年期国债期货仿真交易合约而言），这时国债期货合约非常有趣的一个地方。国债期货的标的物采取虚拟债券的形式是基于以下几个因素的考虑：

- 第一，每一期国债的发行量相对于资金而言都是有限的，因此如果采用某种债券作为国债期货的标的的话比较容易出现“多逼空”时间；
- 第二，结合虚拟债券的形式的交割制度往往是混合交割制度，这种交割制度扩大了可交割债券的范围，例如目前的中金所 5 年期国债期货合约的可交割债券范围为距离最后交割日剩余期限为 4-7 年的银行间和交易所市场的记账式国债，因此可以极大的避免“多逼空”事件的发生；
- 第三，虚拟债券往往采取固定剩余期限的形式，这种形式也使得计算出来的到期收益率非常直观，有利于形成关键期限的利率。

3.2 转换因子

在国债期货交易当中，转换因子通常由期货交易所计算并公布，其计算方法也是公开的。在计算某种可交割债券的转换因子时，首先必须确定该债券在国债期货到期日的剩余期限，然后以期货合约名义债券利率作为贴现率，将面值为 1 元的该种债券在其剩余期限内的所有现金流量折算为现值，这个现值就是该债券的转换因子。因此，直观上讲，转换因子实际上是一种债券价格，只不过这种债券价格是通过假定市场收益率为期货票面利率，且收益率曲线为水平时计算出来的对应可交割债券的债券价格。

转换因子的计算实际上就是对 1 元面值可交割国债在交割月份后的剩余期限内现金流进行贴现，所采用的贴现率是名义标准国债的票面利率，专员因子的具体计算公式如下：

$$CF = \frac{\frac{c}{f}}{\left(1 + \frac{y}{f}\right)^{\frac{d}{TS}}} + \frac{\frac{c}{f}}{\left(1 + \frac{y}{f}\right)^{\frac{d}{TS}+1}} + \dots + \frac{\frac{c}{f} + 1}{\left(1 + \frac{y}{f}\right)^{\frac{d}{TS}+n-1}} - \frac{c}{f} \times \left(1 - \frac{d}{TS}\right)$$

其中：c 为标的债券的票面利息，f 为每年付息次数，y 为续期债券票面利率，n 为可交割债券在剩余期限内的付息次数，d 为上一个付息日距离期货合约交割日的天数，TS 为可交割债券的付息间隔（每年付息一次的债券为 365 天，每年付息两次的债券为 182.5 天）。

上式是将可交割现券息票现金流对于国债期货合约虚拟债券虚拟息票现金流的一种“标准化”折算，最后一项是可交割现券在期货合约交割日当天应该补交的应计利息，因此可以将转换因子理解为到期收益率为期货合约名义国债的票面利率，面值为 1 元的可交割债券的净价。

表 4 部分可交割国债在不同仿真合约中的转换因子

债券简称	票面利率	TF1309	TF1312	TF1403
09 付息国债 27	3.68%	1.0380	1.0366	1.0230
09 付息国债 07	3.02%	1.0010	1.0010	1.0009
10 付息国债 02	3.43%	1.0249	1.0240	1.0231
10 付息国债 24	3.28%	1.0174	1.0168	1.0162
11 付息国债 21	3.65%	1.0302	1.0288	1.0273
11 付息国债 17	3.70%	1.0310	1.0294	1.0279
12 付息国债 10	3.14%	1.0072	1.0069	1.0066
13 付息国债 08	3.29%	1.0170	1.0164	1.0159
13 付息国债 03	3.42%	1.0238	1.0230	1.0221

资料来源 Wind资讯 新湖期货研究所

结合国债期货的仿真合约与规则说明，总结出转换因子具有以下几个方面的特征：

- 1、对于给定的交割月份和利率的国债期货合约而言，一种可交割债券的转换因子将是固定不变的，不会受时间改变和该债券价格变化以及期货价格变化的影响。
- 2、可交割债券实际票面利率越高，转换因子越大，实际票面利率越小，转换因子越小，即转换因子与可交割债券实际票面利率成反比例关系。
- 3、实际票面利率高于国债期货合约标准票面利率（3%）的可交割债券，其转换因子大于 1，而且剩余期限越长，转换因子越大；实际票面利率低于国债期货合约标准票面利率（3%），其转换因子小于 1，而且剩余期限越长，其转换因子越小。

3.3 国债基差

基差是期货交易中的一个常用术语，通常情况下是指特定商品在某一特定时间和地点的现货价格与该商品在期货市场的期货价格之差。但是在国债期货市场中，国债期货基差与一般商品的基差有一定的不同，国债基差是国债现券交易价格（净价）与期货价格（净价）的差值，公式如下：

$$Basis = BP_f - FP_f \times CF$$

其中： $Basis$ 代表国债期货的基差， BP_f 代表国债现券净价， FP_f 代表交易日国债期货的成交价格， CF 代表转换因子。

在商品期货合约中，其基差通常是负的，也就是说商品期货价格要高于其现货价格，这与商品期货价格中包含了商品未来的储存成本有关（比如煤炭的储存以及运输成本）。而国债期货是以电子记账的形式持有的

3.4 隐含回购利率

隐含回购利率主要是针对国债期货市场而言，在国债期货市场中，隐含回购利率是指利率期货价格中所隐含的为购买可交割债券而进行短期融资的成本。具体来说，购买国债现货，卖空对应的国债期货，然后持有到期把现货国债用于对应国债期货的交割，这样获得的理论收益率就是隐含回购利率。

如果在国债期货交割日之前没有利息支付，常见的隐含回购利率的公式如下：

$$\text{隐含回购利率} = \left(\frac{\text{发票价格} - \text{购买价格}}{\text{购买价格}} \right) \times \left(\frac{360}{n} \right)$$

其中：n 是交割日之前的天数。

如果在交割日之前有利息支付，此时的隐含回购利率就是使得国债远期价格等于国债期货合约发票价格的融资利率。相关计算假定期间的利息支付将会议隐含回购利率进行再投资，假定在交割日之前只有一次利息支付，隐含回购利率可以如下公式计算得出：

$$\text{隐含回购利率} = \frac{\left(\text{发票价格} + \frac{\text{年利息}}{2} - \text{购买价格} \right) \times 360}{\left(\text{购买价格} \times n \right) - \left(\frac{\text{年利息}}{2} \times n \right)}$$

其中：n 是从息票支付日到交割日之间的天数，一年按 360 天计算。

由此可见，国债期货的隐含回购利率本质上就是以现券报价购入国债，再以期货价格卖出所得到的净现金流入的理论收益率

3.5 最便宜可交割债券

对于期货上的空头而言，其成本=在现货市场上买券的价格-在期货市场上卖券的价格=（现货市场上的净价报价+应计利息）-（转换因子×期货合约交割结算价+应计利息）=现货市场上的净价报价-转换因子×期货合约交割结算价，对于每一张可交割券都可以计算一个卖方的成本，在这些成本里面一定有一种券使得这个卖券的成本是最小的，这个最小成本所对应的券就是“最便宜可交割债券”。由于在期货市场上交割卖方有交割选择权，因此卖方一般会选择最便宜可交割券来交割，但是不到最后往往最便宜可交割券是会发生变化的，因此这种设计制度使得“多逼空”更加困难了。

假设可供空头选择用于交割的三种国债的报价和转换因子如表 3.2 所示，而期货报价为 93-16，即 93.50 美元。请确定交割最合算的债券。

表 5 可供交割国债报价及其转换因子

国债	报价	转换因子
1	144.50	1.5186
2	120.00	1.2614
3	99.80	1.0380

根据以上数据，我们可以求出各种国债的交割差距为：

国债 1: $144.50 - (93.50 \times 1.5186) = 2.5109$

国债 2: $120.00 - (93.50 \times 1.2614) = 2.0591$

国债 3: $99.80 - (93.50 \times 1.0380) = 2.7470$

由此可见，交割最合算的国债是国债 2。

4. 国债期货交易策略

国债期货的交易策略根据目的的不同而不同，主要分为投机、套利、套期保值、资产配置等方式，每一种交易方式都具有不同的交易策略。

4.1 国债期货的投机交易

投机就是在价格的变动中通过低买高卖获得利润的交易行为。在未来，国债期货的价格也会随着基础资产国债现货价格的变动而变动，因此也会存在投机的交易行为。投机交易根据预测涨跌方向的不同而分为多头投机和空头投机。所谓多头投机就是预计未来价格将上涨，在当前价格低位时建立多头仓位，持券待涨，等价格上涨之后通过平仓或者对冲而获利，同理空头投机就是预计价格将下跌，建立空头仓位，等价格下跌之后再平仓获利。

在策略上，一般分为部位交易、当天交易和频繁交易。部位交易就是指投机者预测未来一段时间内将出现上涨行情或下跌行情，在当前建立相应头寸并在未来行情结束时进行对冲平仓。这是大多数专业投资者使用的策略。这种交易策略的特点就是持续时间较长，主要基于基本面走势的判断，是最常见的交易策略之一；当天交易就是指投机者只关注当天的市场变化，在早一些的时间建立仓位，在当天闭市之前结束交易的策略。这是少数非专业投机者使用的策略。这种交易属于搏短线，初级交易者或者消息派经常使用；频繁交易就是指投机者随时观察市场行情，即使波动幅度不大，也积极参与，迅速买进或卖出，每次交易的金额巨大，以赚取微薄利润。这样的策略特点是周转快，盈利小。一般是程序式量化投资方式或者操盘手操作方式。

4.2 国债期货的套利交易

套利就是指利用两种商品之间不合理的价格关系，通过买进或卖出低估或高估的商品，在未来价格重新回归合理过程中获取价差收益的交易行为。在国债期货市场中，不合理的关系包括的情况有同种期货合约在不同市场之间的价格关系，不同交割月份间的价格关系，不同交割国债期货的价格关系。根据这三种不同的价格关系，套利可以分为跨市场套利、跨期套利和跨品种套利。

跨市套利是在不同交易所之间的套利交易行为。当同一期货商品合约在两个或更多的交易所进行交易时，由于区域间的地理差别，各商品合约间存在一定的价差关系。目前中国金融市场上在不同市场上发行和交易的国债品种和数量很多，基本上每年每期国债都可以在银行间市场和交易所市场上市交易，但在交易所交易活跃的品种并不多，跨市场套利时有出现，并不经常。当前国债期货更只是在中金所（中国金融期货交易所）上市，而非1994年推出的国债期货，在北京、上海、深圳等交易所上市。以后发行的国债基本上在交易所基本无交易，难以做到跨市场套利。

跨期套利是套利交易中最普遍的一种，它是利用同一商品但不同交割月份之间正常的价格差距出现异常变化时进行对冲而获利的，又可以分为牛市套利和熊市套利两种形式。例如在进行国债期货的牛市套利时，买入近期交割月份的国债期货合约，同时卖出远期交割月份的国债期货合约，希望近期合约价格上涨幅度大于远期合约价格上涨的幅度，而熊市套利则相反。

跨品种套利指的是利用两种不同的、但相关联品种之间的价差进行交易。这两种商品之间具有相互替代性或受同一供求因素制约。跨品种套利的交易形式是同时买进和卖出相同交割月份但不同

种类的期货合约。目前在国内做跨品种套利不是很容易，主要是相互之间的关系度不高，一般很难有稳定的套利空间。但是，并不是不存在可以进行跨品种套利的情况，比如可以用沪深 300 和 10 年期国债进行跨品种套利，大部分时间沪深 300 指数与 10 年期国债收益率走势都一致，但并非完全一致，当出现背离时就是做跨品种套利的机会。

交易者之所以进行套利交易，主要是因为套利的风险较低，套利交易可以为避免始料未及的或因价格剧烈波动而引起的损失提供某种保护，但套利的盈利能力也较直接交易小。套利的主要作用一是帮助扭曲的市场价格回复到正常水平，二是增强市场的流动性。

4.3 国债期货的套期保值交易

套期保值就是在现货市场和期货市场对同一类商品进行数量相等但方向相反的买卖活动，或者通过构建不同的组合来避免未来价格变化带来损失的交易。套期保值可以分为单个保值和组合保值。

单个保值。我们还是利用刚刚发行的 130013 和刚刚启动仿真交易的期货品种国债 1403，介绍一下如何进行套期保值。如果投资者在 6 月 17 日购买 130013 时，不知道未来利率是上升还是下降，这时需要对其进行套期保值，转移其利率风险，获取其利息收入。那这个时候在期货市场上卖出国债 1403 即可。

套期保值

	130013 (票面为 3.09%)	国债期货 TF1403	备注
2013 年 6 月 17 日	99.1426	97.616	
操作	买入	卖出	
2013 年 6 月 20 日	98.8666	97.340	
盈亏	-0.276	0.276	正好不出现亏损

如果国债 TF1403 在 6 月 20 日的价格高于 97.34，则亏损加大；如果低于，则出现盈利，但对于只购买 130013 来说，都使得亏损的金额和概率大幅减少。

组合保值。当然如果不是用 5 年的国债现货与其共同构建套期保值，那么国债期货还具有快速修正组合久期的作用。目前国债期货保证金是合约价值的 3%，而合约标的均为票面利率 3%、票面价格为 100 的 5 年期国债，因此其久期如下表排列：

国债期货久期

到期收益率	修正久期
2.0%	4.64
2.5%	4.63
3.0%	4.61
3.5%	4.60
4.0%	4.58

4.5%	4.56
5.0%	4.55

假设当前到期收益率为 3%，购买国债期货为了降低组合久期，那么反向的建仓会通过保证金优势而快速达到效果，国债期货对调整组合久期的影响如下：

国债期货调整后组合久期

保证金占组合比例	起始久期 2	起始久期 3	起始久期 5	起始久期 7	起始久期 10
3%	-2.67	-1.70	0.24	2.18	5.09
4%	-4.23	-3.27	-1.35	0.57	3.45
5%	-5.79	-4.84	-2.94	-1.04	1.81
6%	-7.34	-6.40	-4.52	-2.64	0.18
7%	-8.90	-7.97	-6.11	-4.25	-1.46
8%	-10.46	-9.54	-7.70	-5.86	-3.10
9%	-12.01	-11.10	-9.28	-7.46	-4.73
10%	-13.57	-12.67	-10.87	-9.07	-6.37

可以看出，由于杠杆放大了 $100/3=33.33$ 倍，组合久期被快速下降。

4.4 资产配置

国债期货可以为有国债配置需求的机构投资者提供更有效的资产配置工具，这主要体现在：(1) 低成本管理流动性和久期。投资者可以在保持资产组合不变的情况下，运用国债期货流动性好、交易成本低的优势，通过买入或卖出期货来更好地管理资产流动性和调节组合久期。(2) 构建合成资产，提高债券组合收益。资产组合管理者可以通过卖出债券现货，将资金投资于短期货币市场工具并建立期货多头头寸的方式来获取超额收益率。

常见的资产配置策略有：动态资产配置策略和合成资产策略。动态资产配置策略是指资产组合管理者需要根究市场价格变化预期，调整组合中各类资产的比例，如股票、债券和现金的比例，例如用卖出债券期货、买入股指期货代替卖出债券和买入股票；合成资产策略是指资产组合管理者可以用国债期货来构建合成资产，改变资产组合的风险收益特征，例如合成公司债券。

案例：假设一投资者需要经常平衡其投资组合国债与股票的投资分配比例。最近美国股市处于牛市当中，这令他考虑增持股票组合同时坚持国债组合。在 8 月份，该投资者持有 20 万美元指数成分股组合及 20 万美元国债组合。投资者希望借股市前景和获利，打算把股票组合分配增值 75%，国债组合减至 25%。其中，投资者所管理的国债市场价为 101.125 美元，9 月到期的国债价格为 101.625 美元，道琼斯工业平均指数为 6300 点，9 月到期的道琼斯工业平均指数期货价格为 6340 点。

该投资者可以采取的策略如下：卖出最早到期（9 月）的国债期货，买入 9 月到期的股指期货。上述期货市场操作取代买入 10 万美元成分股、卖出 10 万美元国债两种现货市场活动。

期货合约价值的计算：美国国债每张合约价值=期货价格×1000 美元

DJIA 每张合约价值=直属店报价×10 美元

所需卖出的国债期货合约数量=10 万美元/（101.125×1000 美元）=1 张

所需买入的股指期货合约数量=10 万美元/（6300×10 美元）=2 张

在 9 月份结算时 DJIA 为 6552 点，相当于 4% 的回报；国债市价为 100.25 美元，相当于 -1% 的回报。
结算时的组合总值：

原有组合价值=20 万美元×1.04+20 万美元×0.99=406000 美元

期货持仓总值=10 美元×2×（6552-6340）+1000 美元×1×（101.625×100.25）
=5615 美元

投资者所持现货与期货总价值=406000+5615=411615 美元

如果是买卖现货，则组合总值=30 万美元×1.04+10 万美元×0.99
=411000 美元

由此可见：利用买进期指、卖出国债期货替代现货市场的买入股票、卖出国债进行资产配置，所得到的结果与传统方法相近，但是所需的时间、劳力及交易费用则大大降低。

5. 国债期货仿真交易情况

5.1 国债期货仿真合约解读

表 6 国债期货仿真合约（标准合约附后）

项目	内容
合约标的	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的 5 年期名义标准国债
报价方式	百元报价
最小变动价位	0.002 个点
合约月份	最近的三个季月（即三、六、九、十二月月循环）
交易时间	上午交易时间：9:15—11:30 下午交易时间：13:00—15:15 最后交易日交易时间：上午 9:15—11:30
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的 $\pm 2\%$
最低交易保证金	合约价值的 2%
当日结算价	最后一小时成交价格按成交量加权平均价
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五
交割方式	实物交割
交割日期	最后交易日后连续三个工作日
可交割债券	在最后交割日期剩余期限 4-7 年的固定利息国债
交割结算价	最后交易日全天成交量加权平均价
合约代码	TF
上市交易所	中国金融期货交易所

资料来源：中国金融期货交易所 新湖期货研究所

（一）、国债期货合约设计原则

考虑套期保值效果，使市场参与者能通过国债期货市场有效规避利率风险；保障国债期货市场的价格发现功能得以有效发挥；有效防止价格操纵行为的发生，强化风险控制

（二）、国债期货合约标的选取的原则

市场代表性：选择存量较大、流动性强且是发行关键期限的国债品种作为合约标的；抗操纵性：选择市场规模大、参与者数量众多、流动性好、竞争充分的品种作为合约标的，有效防止市场操纵行为的发生。避险需求的广泛性：选择最适合广大市场机构进行保值避险的产品。

4-7年期国债存量较大、流动性较好，市场代表性广泛：4-7年期国债共有35只，存量规模为1.9万亿；4-7年期国债日成交量约94亿元，7-10年期国债日成交量月60亿元，4-7年期国债日成交量高于7-10年期。5年期和7年期国债供应量充足，抗操纵性强：5年期和7年期均为财政部国债发行关键年限；2013年将发行5年期和7年期国债共18期，约5400亿元，相比2012年分别增加2期和3期，增加约1500亿元；5年期和7年期国债发行增加将进一步活跃可交割债券的交易，增强5年期国债期货合约的防逼仓和抗操纵能力，提高国债期货合约价格和现货市场价格的联动性。

（三）、合约面额设计原则

境外国债期货合约面值约为60至130万元人民币，国内银行间债券市场的现券单笔成交金额在1-2亿元，交易所债券市场的国债单笔成交金额一般低于100万元。综合考虑机构投资者的套保、套利需求，确定5年期国债期货的合约面额为100万元

（四）、合约交割月份设计原则

境外国债期货多采用季月合约，同时存在的合约数大多数是3个，最多的是5个（CME）；我国债

券期货交割月份采用3、6、9、12季月循环中最近的3个季月，符合国际惯例；可以避免春节、国庆假期，债券期货价格的波动较少受到长假等因素的影响。

（五）、报价方式

国际市场上，除澳大利亚国债期货以收益率报价外，其他国债期货都采用百元报价；百元报价指以面额一百元的国债价格为单位进行报价。参照国际惯例，我国5年期国债期货的报价方式也采用百元报价。

（六）、最小价格变动

成熟市场国债期货的最小价格变动价位一般设置为0.01或0.005；银行间市场采用收益率报价，议价到0.01%或者0.005%，转换到价格，相应5年期国债价格最小变动为0.02元；交易算平台的最小变动单位通常为0.01元，只有上交所固定收益平台债券价格的最小变动价位为0.001元。考虑到国债价格波动性较小，结合我国现货市场特点，我国5年期国债期货最小变动价位定位0.002元。

（七）、交易时间的设定

现券市场交易时间：交易所市场为9:30-11:30, 13:00-15:00, 银行间市场为9:00-12:00, 13:30-16:30; 方便交易所运维、会员结算和参与客户资金管理，银行间市场在9:30-15:00成交金额占全天的91.28%。考虑到上述原因，国债期货交易时间设定为：上午9:15-11:30，下午13:00-15:15，覆盖交易所和银行间市场的活跃交易时段。

（八）、最后交易日交易时间

交易时间为上午9:15-11:30，与国际上的交易管理相符合，交割卖方有更多的时间融券，减少客户的违约风险，有利于交割的顺利进行。

最后交割日为季月的第二个周五，季末有资金和监管的压力，金融机构资金紧张，回购利率波动剧烈，需要避开每季下旬。

5.2 国债期货仿真合约开展情况

2012年2月国债仿真交易逐步开始，在经历了起初的试探后，仿真合约大幅波动，这显示了投资者探索国债期货这一投资工具的各种可能性的尝试，进而反映出了投资者从认识到熟悉国债期货的过程。在这几个月中，中金所也做了对国债期货的推广比赛活动，从交易量数据可以看到，投资者对于国债期货是很有热情的（3月、6月和12月合约持仓最多时均超过5万手）。如下图所示：

图 10 2012年12月前的状况——TF1303（左）和 TF1306



资料来源 文华财经 新湖期货研究所

图 11 2012 年 12 月前的状况——TF1309（左）和 TF1312



资料来源 文华财经 新湖期货研究所

自 2012 年 12 月城镇化消息推高股市之后，国债仿真期货归于平稳，不过主力合约交易量仍然呈增长趋势，走势也与债券现货逐渐趋于一致。

图 12 去年 12 月之后的 TF1303（左）和 TF1306（右）



资料来源 文华财经 新湖期货研究所

图 13 去年 12 月之后的 TF1309（左）和 TF1312（右）



资料来源 文华财经 新湖期货研究所

由下图可以看出，主力合约正在由 TF1306 向 TF1309 转移。并且随着仿真合约运转的平稳，跨期套利的机会也越来越少。

图 14 合约 TF1306（左）和 TF1309（右）



资料来源 文华财经 新湖期货研究所

不过仿真交易也并不能总是反映债券市场的变化，比如3月的债市风波就曾导致仿真期货合约和现货市场一度背道而行。

附1 中国金融期货交易所国债期货标准合约

5年期国债期货标准合约

项目	内容
合约标的	面额为100万元人民币，票面利率为3%的5年期名义中期国债
报价方式	百元净价报价
最小变动价位	0.002个点（每张合约最小变动20元）
合约月份	最近的三个季月（即三、六、九、十二月循环）
交易时间	上午交易时间：9:15—11:30 下午交易时间：13:00—15:15 最后交易日交易时间：上午9:15—11:30
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的±2%
最低交易保证金	合约价值的2%
当日结算价	最后一小时成交价格按成交量加权平均价
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五
交割方式	实物交割
最后交割日	最后交易日后的第三个交易日
可交割债券	合约到期月首日剩余期限4-7年的记账式付息国债
交割结算价	最后交易日全天成交量加权平均价
合约代码	TF
上市交易所	中国金融期货交易所

资料来源：中国金融期货交易所 新湖期货研究所

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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

联系我们**公司总部**

地址：上海市闸北区裕通路100号上海浦西洲际商务中心36层

邮编：200070

电话：400-8888-398

传真：021-22155575

E-mail: kf@xhqh.net.cn

新湖期货研究所

上海总部：上海市闸北区裕通路100号上海浦西洲际商务中心36层

杭州：杭州市江干区剧院路358号宏程国际25楼2502

大连：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座期货大厦2702

嘉兴营业部

地址：嘉兴市中环广场东区A座1203室

邮编：314000

传真：0573-82052419

电话：0573-82090662

温州营业部

地址：温州市市府路48号新益大厦1102室

邮编：325000

传真：0577-88988026

电话：0577-88988020

临海营业部

地址：临海市东方大道8号建设大楼4层

邮编：317000

电话：0576-85485566

传真：0576-85470860

青岛营业部

地址：青岛市东海西路39号世纪大厦1809室

邮编：266071

传真：0532-85790098

电话：0532-85796000

上海营业部

地址：上海浦东新区世纪大道1589号
长泰国际金融大厦1801-04单元

邮编：200122

传真：021-61657211

电话：021-61657295

郑州营业部

地址：郑州未来大道69号未来大厦1410室

邮编：450008

传真：0371-65612810

电话：0371-65617198

福州营业部

地址：福州市鼓楼区华林路201号华林大厦1908室

邮编：350001

传真：0591-83337962

电话：0591-87878217

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座期货大厦2702

邮编：160023

传真：0411-84807519

电话：0411-84807691

深圳营业部

地址：深圳福田区金田路4028号荣超经贸中心2405

邮编：518035

传真：0755-23811800

电话：0755-23811813

海口营业部

地址：海南海口市国贸大道2号海南时代广场15层

邮编：570125

传真：0898-36627135

电话：0898-36627000

沈阳营业部

地址：沈阳市沈河区惠工街10号卓越大厦1507室

邮编：110013

电话：024-31060016

传真：024-31060013

北京营业部

地址：北京东城区东直门南大街甲3号居然大厦501

邮编：100007

传真：010-64006010

电话：010-64006876

济南营业部（筹）

地址：山东省济南市历山路157号天鹅大厦601

邮编：250013

传真：0531-80969454

电话：0531-80969456

杭州营业部（筹）

地址：杭州市江干区剧院路358号宏程国际25楼2502

邮编：310000

传真：0571-87782203

电话：0571-87923130