

投资有风险，入市需谨慎

国债期货概念与本质解读

国元期货研究咨询部 许雯 20200825





目录

CONTENTS

01 ||

认识国债现货

02 ||

国债期货市场基础

03 ||

国债期货合约与规则

04 ||

互动交流



- ✓ 期货是由期货交易所统一制定的、规定在将来某一特定的时间和地点交割一定数量标的物的标准化合约。
- ✓ 金融期货是以各类金融资产做为标的资产的期货产品，金融期货中主要品种可以分为股权类期货、外汇类期货、利率类期货。
- ✓ 利率期货主要分为以利率本身作为标的、以债券作为标的两种。
- ✓ 国债期货是以债券作为标的的利率期货，是金融期货的一种。
- ✓ 我国的金融期货在中国金融期货交易所上市交易，目前有2013年9月6日上市的5年期国债期货、2015年3月20日上市的10年期国债期货、2018年8月17日上市的2年期国债期货，三个品种。



国债期货是专门针对利率风险管理需求而诞生的期货品种。

利率风险

- ✓ 重新定价风险：银行 资产、负债和表外业务到期期限(就固定利率而言)或重新定价期限(就浮动利率而言)所存在的差异
- ✓ 收益曲线风险：收益率曲线没有平行移动
- ✓ 利率定价基础风险：利息收入和利息支出所依据的基准利率变动不一致
- ✓ 期权性风险：来源于银行资产、负债和表外业务中所隐含的期权



目录

CONTENTS



01

国债现货基础知识

- 债券是一种有价证券，是社会各类经济主体为筹集资金而向投资者出具的、承诺按一定利率定期支付利息并到期偿还本金的债权债务凭证。
- 国债是国家以其信用为基础，按照债券的一般原则，通过向社会筹集资金所形成的债权债务关系。是中央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。
- 由于国债的发行主体是国家，所以它具有最高的信用等级，被公认为是最安全的投资工具。

国债的功能：

- 弥补财政赤字
- 充当金融工具
- 作为国家宏观调控的工具

我国国债的分类：

- 凭证式国债
- ✓ **记账式国债**
- 储蓄国债

实物国债

- 历史
- 是一种具有标准格式实物券面的债券。
- 不记名、不挂失，可上市流通



凭证式国债

- 是一种债权人认购债券的收款凭证，根据认购者实际认购情况填列缴款金额，以“凭证式国债收款凭证”记录债券。
- 可记名、挂失，不可上市流通，但可提前兑付，属于国家储蓄债。固定利率、到期一次还本付息。



储蓄国债 (电子式)

- 是一种政府面向个人投资者发行，以电子方式记录，以吸收个人储蓄资金为目的，满足长期储蓄性投资需求的国债
- 属于记名国债，采用实名制，不可上市流通

记帐式国债

- 是一种只电子簿记，没有实物形态的债券。通过无纸化方式发行和交易。
- 可记名、挂失，可上市流通，效率高，成本低
- 占比约90%

债券的基本要素

- ✓ 票面价值：指债券发行时所设定的票面金额，它代表着发行人借入并承诺未来债券到期日偿付给债券持有人的金额，是债券的本金。
- ✓ 偿还期限：是一个时间段，从债券发行日开始，到债券票面上标明的偿还日期为止。
- ✓ 票面利率（ c ）：指债券每年支付的利息与债券面值的比例，通常用年利率表示。
- ✓ 债券价格（ P ）：包括发行价格（第一次公开发售时的价格）和转让价格（在投资者之间买卖、转让时的价格）。

债券的收益率

- ✓ 到期收益率（Yield to Maturity, YTM）是使投资购买债券获得的未来现金流量的现值等于债券当前市场价格的贴现率。
- 当期收益率（Current Yield, CY）是指投资者所获得的年利息与债券当时的市场价格的比率。
- 赎回收益率（Yield to Call, YTC）是使债券在赎回日以前的现金流现值与当前的市场价格相等的贴现率。（与到期收益率的计算类似，用赎回日代替到期日，赎回价格代替面值）
- 持有期回报率（Holding Period Return, HPR）是债券在一定持有期内的收益（包括利息收入和资本利得或损失）相对于债券期初价格的比率。

国债在交易时采用净价交易、全价结算的方式：

- 应计利息，是债券自上一次付息后累计未付的利息。

$$\text{应计利息} = \text{票面利息} * (\text{上一次利息支付日距价格清算日之间的天数} / \text{利息支付期的天数})$$

- 净价交易，是以不含利息的价格进行的交易，这种交易方式是将债券的报价与应计利息分解。

- 全价结算，指交易后的结算价仍是全价，即结算价格为成交净价和每百元国债应计持有期利息额之和。

$$\text{全价} = \text{净价} + \text{应计利息}$$

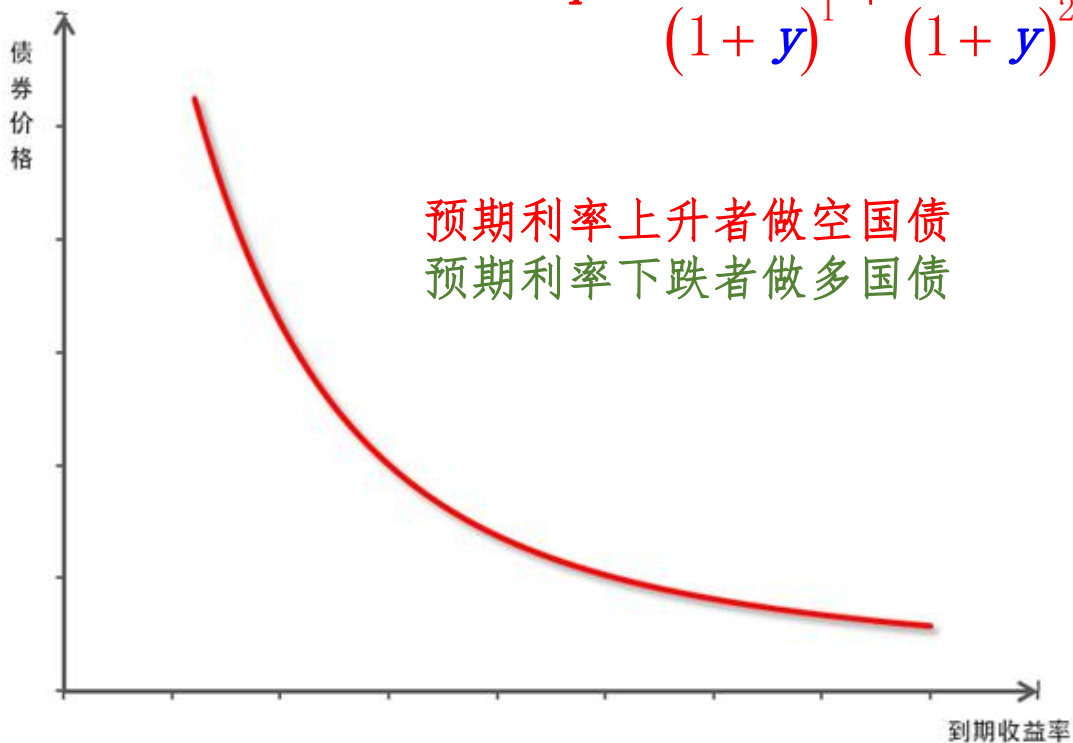
在净价交易制度下，债券报价（净价）并不是买卖债券实际支付的价格，债券的购买者除了向债券出售者按照报价进行支付外，还要支付应计利息。

【例】某债券面值100元，票面利率为4%，每半年支付一次利息。该债券报价是93.32元，现在距上次利息支付已经过去了56天，求该债券购买者实际支付的价格是多少。

$$\text{支付价格} = 93.32 + 100 * (56/365) * 4\% = 93.32 + 0.61 = 93.93 \text{ 元}$$

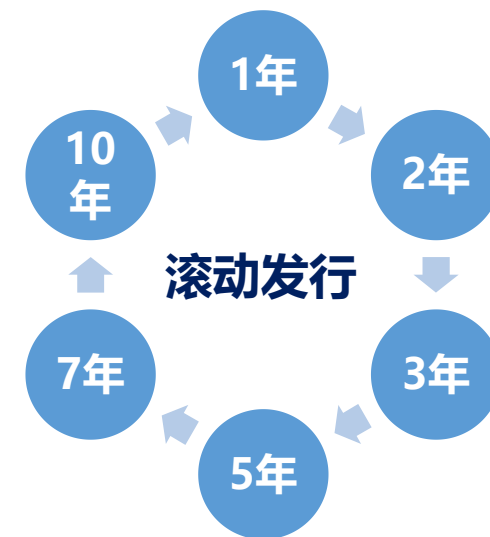
- 货币的时间价值，是指货币随着时间的推移而发生的增值。终值指现在的资金在未来某个时刻的价值。现值指未来某个时刻的资金在现在的价值。
- 债券定价：现金流贴现法。固息债价格和收益率一一对应且反向变动。
- 国债价格和到期收益率（YTM）一一对应且反向变动。研究国债价格变化就是研究国债收益率变化。

$$P = \frac{C_1}{(1+y)^1} + \frac{C_2}{(1+y)^2} + \frac{C_3}{(1+y)^3} + \frac{C_4}{(1+y)^4} + \dots$$

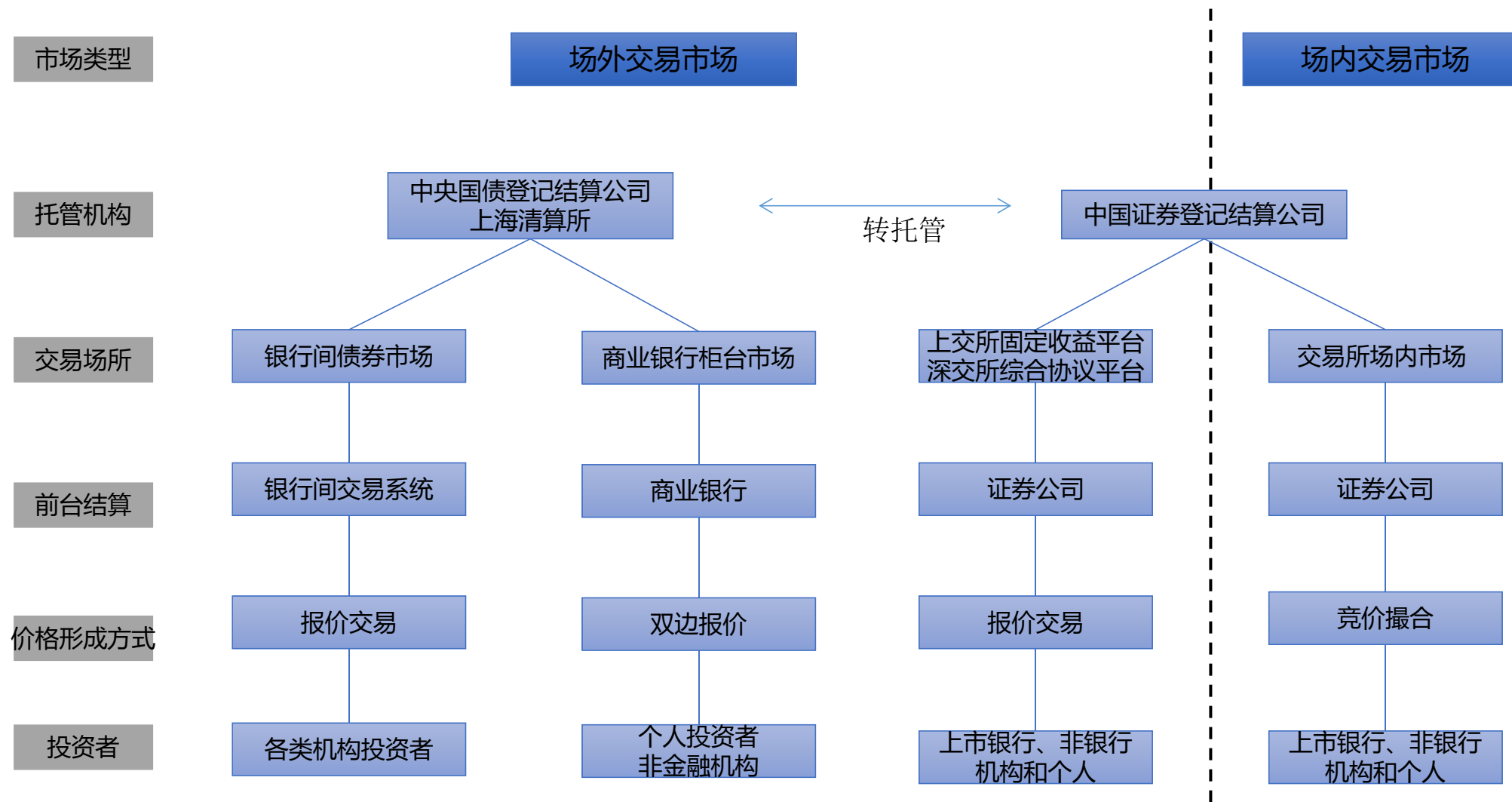


【例】某债券面值100元，票面利率为4%，每年付息，2年到期。目前两年期国债的到期收益率是2%，该债券价格是多少。
 价格= $4/1.02+104/1.02^2=103.89$ 元

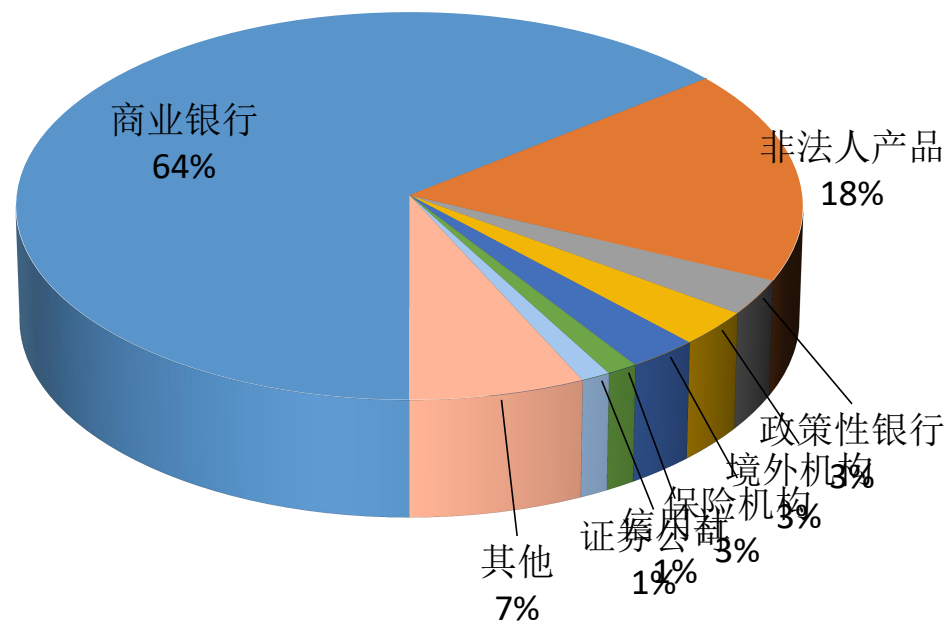
- 国债发行与交易市场化程度高：在国债一级发行市场上，记账式国债采用面对国债承销团成员进行公开价格招标的方式，一级发行利率由市场投标决定。在国债二级交易市场上，国债价格基本由市场供需关系决定，二级市场利率实现市场化。
- **关键期限国债**是指一种规定了一年中必定要发行的几个重要品种且做出时间安排上市交易的记账式国债。
- 财政部每年按时公布**关键年期国债发行计划**，市场对可交割国债供应量的预期明确、有效。2014年11月2日财政部在网站首次发布了中国关键期限国债收益率曲线。
- 可交割国债总量稳定增长，有效降低国债期货被操纵的可能性。2019年记账式国债发行3.76万亿，净增1.64万亿；储蓄式国债发行3727亿，净增767亿；国债共计发行4.13万亿元，净增1.72万亿。
- 财政部国债发行制度较为完善，目前财政部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**定期滚动发行制度**，关键年限国债每期发行约400多亿，目前各关键年期国债每月各发行一次。
- 2020年的付息国债发行计划中，**2年期品种首次纳入关键期限**，按照关键期限国债的发行频率每月发行一期。



中国债券市场是以银行间市场为主体、机构为主要投资者的多层次债券市场体系。截至2020年2月按照债券托管量，银行间债券市场63.1万亿占比95.9%，柜台市场8460亿占比1.3%，交易所市场1.86万亿占比2.8%。



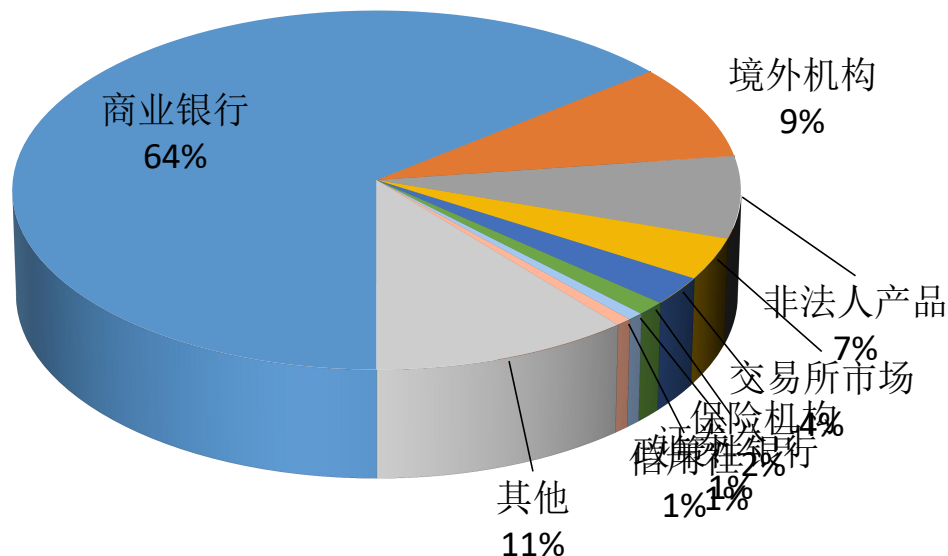
主要债券投资者债券托管量占比



投资者债券持有比例2020年2月

机构类型	托管金额（亿）	比例
商业银行	423143	64.3%
非法人产品	117529	17.8%
政策性银行	19516	3.0%
境外机构	19516	3.0%
保险机构	18101	2.7%
信用社	7950	1.2%
证券公司	7583	1.2%
其他	45195	6.9%

国债投资者持有结构



投资者国债持有比例2019年11月

机构类型	托管金额（亿）	比例
商业银行	95885	64.2%
境外机构	12883	8.6%
非法人产品	11019	7.4%
交易所市场	5586	3.7%
保险机构	3800	2.5%
证券公司	1821	1.2%
政策性银行	1021	0.7%
信用社	1012	0.7%
其他	16318	10.9%

- 2020年2月21日，经国务院同意，证监会与财政部、人民银行、银保监会联合发布公告，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，按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，参与中国金融期货交易所国债期货交易。
- 国债期货正是提高管理利率风险的一个非常重要的手段。商业银行、保险机构是债券市场的主要参与者，其参与国债期货市场有助于满足机构的利率风险管理需求，增强经营稳健性，进一步提升其服务实体经济的能力。
- 商业银行、保险机构参与国债期货将推进国债期现货市场协调发展，丰富期货市场投资者结构，促进国债期货功能发挥



目录

CONTENTS



02

国债期货市场基础

- 期货是由期货交易所统一制定的、规定在将来某一特定的时间和地点交割一定数量标的物的**标准化合约**。
- 金融期货是以各类金融资产做为标的资产的期货产品，金融期货中主要品种可以分为股权类期货、外汇类期货、利率类期货。
- 利率期货主要分为以利率本身作为标的、以债券作为标的两种。
- 国债期货是以债券作为标的的利率期货，是金融期货的一种。



1975年10月芝加哥期货交易所(CBOT)推出了世界上第一张利率期货合约，政府国民抵押协会抵押凭证期货合约

1976年1月芝加哥商业交易所(CME)的国际货币市场(IMM)分部推出了世界上第一个国债期货合约，91天美国国库券期货合约

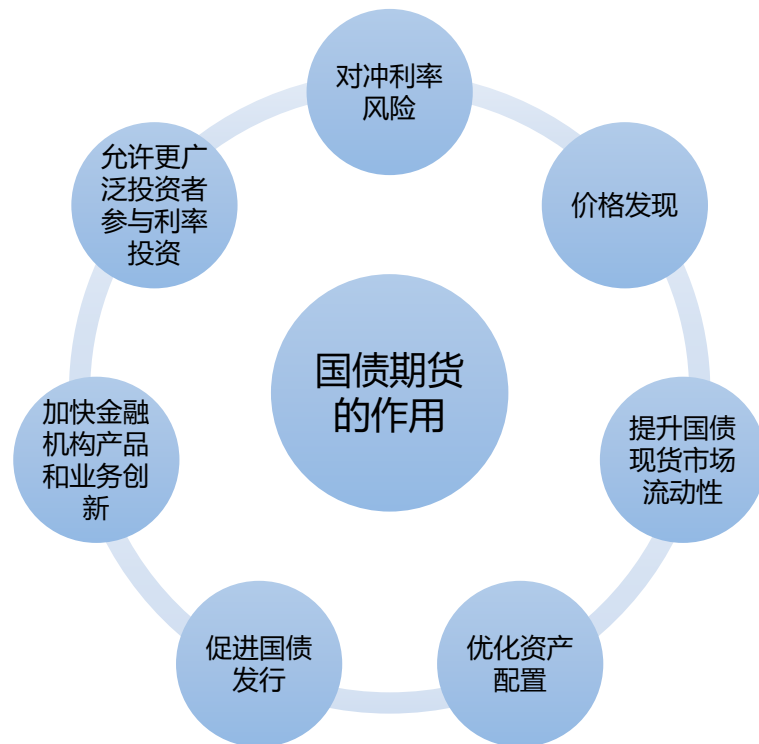
1992年12月上交所推出国债期货，于1995年停止交易。

2013年9月五年期国债期货在中金所(CFFEX)上市

2015年3月十年期国债期货上市

2018年8月两年期国债期货上市

- 国债期货是指买卖双方通过**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**。
- 中国的国债期货特指在中金所交易的以国债为标的物的期货品种。我国国债期货合约是票面利率为**3%**的名义标准券（虚拟券），面值为**100万元或200**。
- 国债期货是运行成熟使用广泛的基础风险管理工具，作为利率风险管理工具，属于金融期货中利率期货的一种。短期利率期货多以利率为标的；中长期利率期货多以债券为标的。目前中金所国债期货2、5、10年。



- 国债期货主要有投机、套保、套利这三种基本功能。
- 其他功能包括投资组合套期保值、资产负债管理、多样化交易与配置策略、市场信息揭示、丰富产品线等

投机

所谓投机是指预测价格变动趋势，承担价格变动风险，在国债期货市场上买进卖出期货合约，希望在价格的波动中获取收益的行为。

以预期作为行为的依据；以获取利润为目的；存在遭受较大损失的风险；充分利用市场价格波动；纯粹在国债期货市场交易，不涉及国债现货市场。

套期保值

国债期货市场的套期保值（Hedging）一般是指，投资者为了防御国债现货市场上价格的逆向运动而造成的损失所采取的抵消性的金融技术。

套利

利用国债现货市场和国债期货市场的价格差异赚取利润的交易行为。

套利行为的主要功能是将国债的现货市场与期货市场紧密联系在一起，使它们的价格能同方向变动，尤其在交割期间，国债期货的现货与期货的价格几乎是趋同的

项目	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
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
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
报价方式	百元净价报价		
最小变动价位	0.005元		
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		
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%
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%
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五		
最后交割日	最后交易日后第三个工作日		
交割方式	实物交割		
合约代码	TS	TF	T

为跟上现货市场的快速发展步伐，国债期货本身的市场、规则、制度等诸多方面也在不断地进行完善、变革与发展。更加合理、更加便利、更加市场化、更加贴近现货。

- **空头举手**：2015年9月，自TF/T1509合约开始，国债期货交割规则更改为空头举手交割，进入交割月后，只需要空头提出申请，交易所会匹配多头进行交割。空头举手交割较之双方申请匹配减少了交割难度，有利于期货到期收敛、套利，同时增加了空头合约的期权属性。
- **券款对付**：2017年6月14日，中金所和中央结算公司圆满完成了引入券款对付（DVP）交割机制后首次国债期货交割的全部流程，这是我国在国债期货市场和债券现货市场互联互通建设方面的重要进展。
- **期转现**：2019年1月17日，备受市场关注的国债期货期转现交易在中国金融期货交易所正式启动，这是我国金融期货市场改革创新发展的的重要一步。
- **国债作为期货保证金**：2019年1月21日起实施《中国金融期货交易所国债作为期货保证金业务指南》。
- **机构做市**：2019年5月10日，中国金融期货交易所发布《关于公布国债期货做市商名单的公告》，同意招商证券等8家机构成为国债期货做市商，拟于5月16日正式启动国债期货做市交易。

中金所于2013年推出国债期货以来已陆续上市了5年期、10年期、2年期国债期货品种，运行良好，市场效果显著。计划推出30年期品种。

- **成交持仓稳步增长、市场交易理性：**2019年末国债期货持仓量为8.01万手，较2013年增长23倍，年均增长率约70%；2019年国债期货日均成交量 5.34万手，较2013年增长11倍，年均增长率约52%；日均成交持仓比为0.52，市场交投理性。
- **期现联动紧密：**国债期货走势高度一致，从期限相关性来看，2019年2年期、5年期、10年期国债期货主力合约期限相关性均在97%以上，分别为97.48%、99.61%、99.59%。
- **机构投资者参与度高：**市场参与者以机构投资者为主，2019年以证券公司、基金公司、资管产品为代表的机构投资者日均持仓占比超过80%，国债期货机构市的特点日益突出，已成为我国机构持仓占比最高的期货品种。
- **交割流程平稳顺畅：**截至2019年末，中金所共完成了48个国债期货合约的交割，交割率为 4%，整体呈现交割率低，交割主体多元，交割流程顺畅，风险防范体系运转良好，未出现风险事件。



目录

CONTENTS



03

国债期货合约与规则解读

国债期货标的的选择是合约设计的核心

- ✓ **名义标准券**：采用并不存在的“名义标准债券”作为交易标的，实际的国债可以用**转换因子**折算成名义标准债券进行交割
- ✓ **转换因子**：转换因子定义为面值1元的可交割国债，在假定到期期收益率为名义标准券票面利率下，在交割日的净价。期货合约上市时，由交易所计算各可交割券的转换因子并向市场公布
- ✓ **多券种替代交收**：剩余期限在一定范围内的国债都可以参与交割，交割时，由卖方选择对其最有利的券（即“最便宜可交割券”）进行交割，可有效防范逼仓风险

■ 可交割国债范围对国债期货市场的平稳运行意义重大

可交割券范围太小，可交割国债数量过少，可能导致逼仓事件发生；范围太大，可交割国债之间的替代性变差，会降低投资者参与的积极性

- 2年期国债期货可交割券：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
- 5年期国债期货可交割券：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（TF1512合约上市后，合约到期月份首日剩余期限由4-7年调整为4-5.25年，TF1812合约上市后，剔除发行期限7年以上老券）
- 10年期国债期货可交割券：发行期限不高于10年、合约到期月份首日剩余期限为6.5-10.25年的记账式付息国债（T1812合约上市后，剔除发行期限10年以上老券）

可交割国债信息

 产品:

 合约代码:

国债全称	国债代码			到期日	票面利率	转换因子		
	银行间	上交所	深交所			T2003	T2006	T2009
2016年记账式付息（二十三期）国债	160023	019551	101623	20261103	2.7	0.982	--	--
2019年记账式付息（十六期）国债	190016	019626	101916	20261205	3.12	1.0071	1.0069	--
2017年记账式付息（四期）国债	170004	019558	101704	20270209	3.4	1.0248	1.024	--
2017年记账式付息（十期）国债	170010	019564	101710	20270504	3.52	1.0333	1.0322	1.0312
2017年记账式付息（十八期）国债	170018	019572	101718	20270803	3.59	1.039	1.0378	1.0366
2017年记账式付息（二十五期）国债	170025	019580	101725	20271102	3.82	1.0558	1.0541	1.0525
2018年记账式付息（四期）国债	180004	019586	101804	20280201	3.85	1.0595	1.0578	1.0561
2018年记账式付息（十一期）国债	180011	019593	101811	20280517	3.69	1.0496	1.0483	1.0469
2018年记账式付息（十九期）国债	180019	019601	101819	20280816	3.54	1.0399	1.0388	1.0378
2018年记账式付息（二十七期）国债	180027	019609	101827	20281122	3.25	1.0189	1.0185	1.018
2019年记账式付息（六期）国债	190006	019616	101906	20290523	3.29	1.0231	1.0225	1.022
2019年记账式付息（十五期）国债	190015	019625	101915	20291121	3.13	1.0108	1.0106	1.0103

<http://www.cffex.com.cn/kjggzxx/>

期现联动

- ✓ 国债期货实际交割采用多券种替代交收，一篮子可交割国债通过用转换因子折算成名义标准券进行交割。
- ✓ 在期现价格关系中也使用转换因子折算

基差

- ✓ 基差=现券净价-期货价格 x 转换因子
- ✓ 经过转换因子调整后期货与现货之价差

净基差

- ✓ 净基差=基差 - 持有收益
- ✓ 持有收益=票息收入 - 资金成本
- ✓ 扣除持有收益之后的期货与现货之价差

- **2年期合约面值设置为200万元，大于5、10年期的100万元**
- **提高机构投资者参与国债期货策略交易的便利程度**
 - 国债期货市场以机构投资者参与为主
 - 相对于5年期和10年期国债期货，2年期国债期货久期短，波动较小，参与者预计以策略交易为主，200万面值有利于投资者构建策略
- **提高参与门槛，维护市场平稳运行**
 - 合约面值设置为200万元，每手合约保证金约为10000元，与目前5年期国债期货每手保证金水平接近，有利于维护产品平稳运行，促进市场健康发展

- 名义标准券票面利率是计算各可交割券转换因子的重要依据，对国债期货定价功能的发挥具有重要影响
- 最便宜可交割券
 - 国债期货对应一篮子可交割券，交割时由卖方指定具体使用哪一只券进行交割，交割货款根据国债期货交割结算价，经过**转换因子**转换后，计算得到
 - 经转换后，各可交割券之间仍然存在一定差异，卖方将选择对其最有利的可交割券进行交割，称为“最便宜可交割券”
 - 在充分套利的市场中，国债期货的价格走势与最便宜可交割券高度一致
- 名义标准票面利率与市场收益率水平的差异，会影响国债期货最便宜可交割券的选择，从而影响国债期货的定价
- 2年期、5年期和10年期国债期货标的票面利率均设为3%
 - 不同期限的国债期货产品设置相同的票面利率水平，符合国际经验
 - 与市场收益率水平较为接近，各可交割券间替代性较好，有利于防范交割风险

转换因子计算公式如下：

$$CF = \frac{1}{\left(1 + \frac{r}{f}\right)^{\frac{x}{12}}} \times \left[\frac{c}{f} + \frac{c}{r} + \left(1 - \frac{c}{r}\right) \times \frac{1}{\left(1 + \frac{r}{f}\right)^{n-1}} \right] - \frac{c}{f} \times \left(1 - \frac{x}{12}\right)$$

其中，

r：10年期国债期货合约票面利率3%；

x：交割月到下一付息月的月份数；

n：剩余付息次数；

c：可交割国债的票面利率；

f：可交割国债每年的付息次数；

计算结果四舍五入至小数点后4位。

- 每种国债和每个交割月份下的转换因子都是唯一的。
- 转换因子在交割周期里是保持不变的。
- 转换因子是被用来计算国债期货合约交割时国债的发票价格。
- 在接下来的交割月份，息票率高于3%国债的转换因子变得较小，这反应了随着到期日的临近其价格向票面价格漂移。相似的，息票率低于3%的国债的转换因子在接下来的交易月份中向上移动。
- 如果息票率大于3%，转换因子大于1；如果息票率小于3%，转换因子小于1。
- 交易所在每个合约上市时向市场发布各上市合约的可交割债券和转换因子。
- 转换因子与现货价格无关。
- **转换因子的缺陷在于，使用3%作为贴现率并不符合真实的收益率曲线结构，会造成交割时某些券的价格优于其他可交割券。**

- 考虑付息和到期日，可交割债券之间的区别是很大的，尽管使用了转换因子，在交割时，各可交割债券之间还是有差异的，有些会相对贵一些，有些则相对便宜些，合约卖方会选择最便宜，对他最有利的债券进行交割——这个券就是最便宜可交割债券（Cheapest To Deliver, CTD）
- 最便宜可交割券的价格决定了国债期货合约的价格
 - 确定方法：买入现货并用于期货交割的理论收益率，隐含收益率（IRR）最大化。
 - 由于存在一揽子债券交割的选择权，使得国债期货的空头附加了一种选择期权，因此导致国债期货的价格要低于国债远期的价格
- 最便宜可交割债券的价格是影响国债期货合约价格的重要因素。国债期货价格反应的就是最便宜可交割债券的远期价格，最便宜可交割债券随着各现券交易价格的相对变化会发生改变。

- 如果忽略应计利息，IRR约等于

$$IRR_{i,t} \approx \frac{F_t \times CF_i - S_{i,t}}{S_{i,t}} \times \frac{365}{T-t} = \left(\frac{F_t \times CF_i}{S_{i,t}} - 1 \right) \times \frac{365}{T-t} = \left(\frac{F_t}{\frac{S_{i,t}}{CF_i}} - 1 \right) \times \frac{365}{T-t}$$

F_t 为今天(t)的期货净价, $S_{i,t}$ 为第 i 个债券今天的现货净价, CF_i 为第 i 个债券的转换因子

- CF固定以3%计算

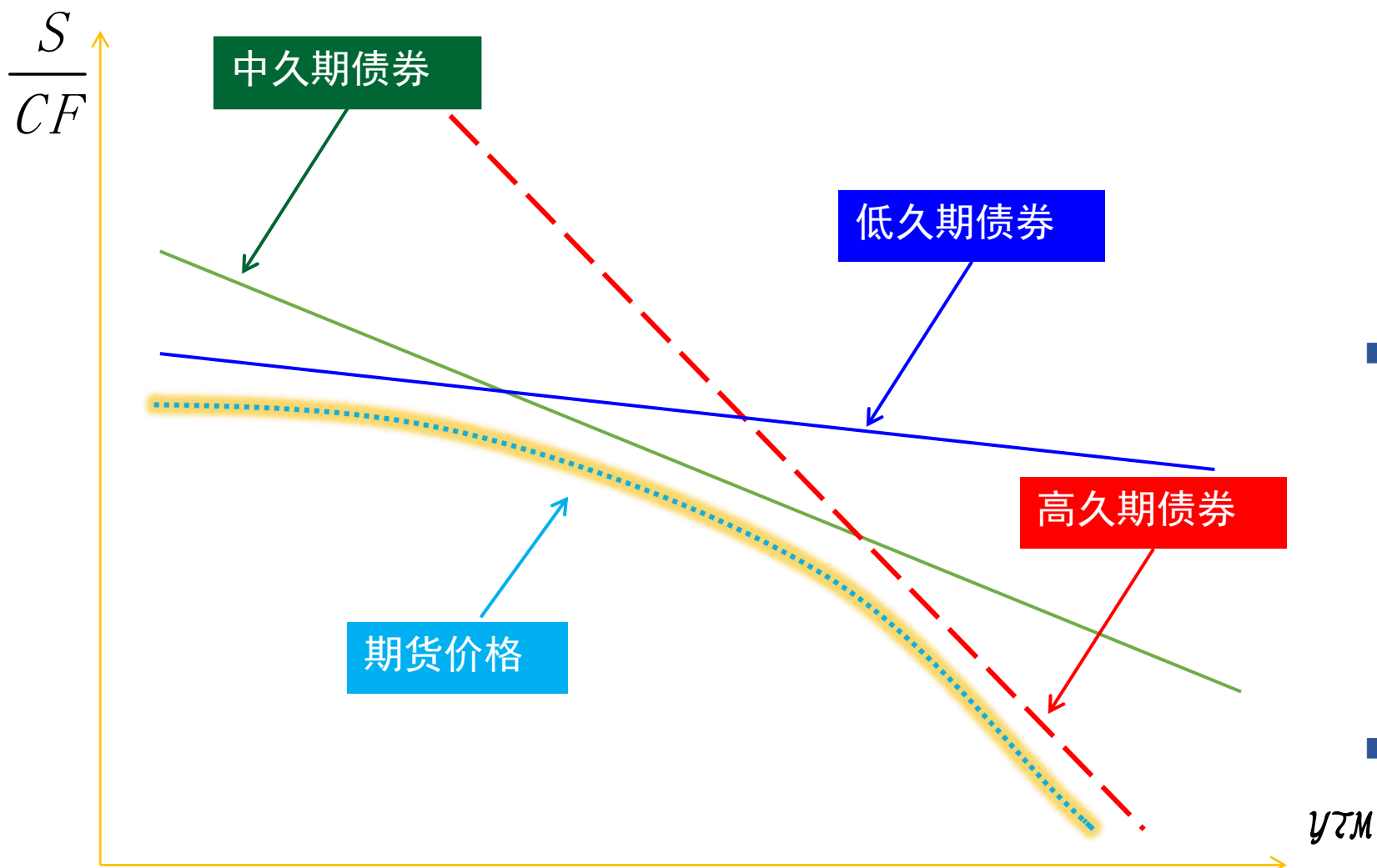
- 如果两个债券的合理YTM应为4%，CF出现高估，高估多者合算
- 如果两个债券的合理YTM应为2%，CF出现低估，低估少者合算

- **经验法则1**：两个YTM相同的债券

- YTM>3%，久期越大，越可能成为CTD
- YTM<3%，久期越小，越可能成为CTD

- **经验法则2**：两个久期相同的债券

- YTM较大的债券，更易成为CTD



- 当YTM大于3%时，收益率上升，高久期国债的价格跌幅更大，更容易成为CTD券，如果收益率下降，在降幅不是很大的时候，高久期国债的价格涨幅虽然大，但其价格绝对值却依旧偏低，因此此时仍是高久期国债是CTD。
- 当YTM小于3%时，收益率下降，低久期国债的价格涨幅更小，更容易成为CTD券。如果收益率上升，在升幅不是很大的时候，高久期国债的价格涨幅虽然更大，但其价格绝对值却依旧偏高，因此此时仍是低久期国债是CTD。
- 当YTM在3%附近时，中久期国债的价格绝对值变得比高久期国债价格绝对值更低，此时CTD向中久期国债转换。



投机客户持仓限额一般交易2000手；交割月之前的一个交易日起600手

2年期：一般交易日0.5%；交割月之前的两个交易日结算时起1%
5年期：一般交易日1.2%；交割月之前的两个交易日结算时起2%
10年期：一般交易日2%；交割月之前的两个交易日结算时起3%

金融期货
“三有一无”

2年期0.5%
5年期1.2%
10年期2%

■ 国债期货持仓限额同样分为一般月份和临近交割月份两级，切换时点为交割月份之前的两个交易日结算时。进行投机交易的客户某一合约在不同阶段的单边持仓限额规定如下：

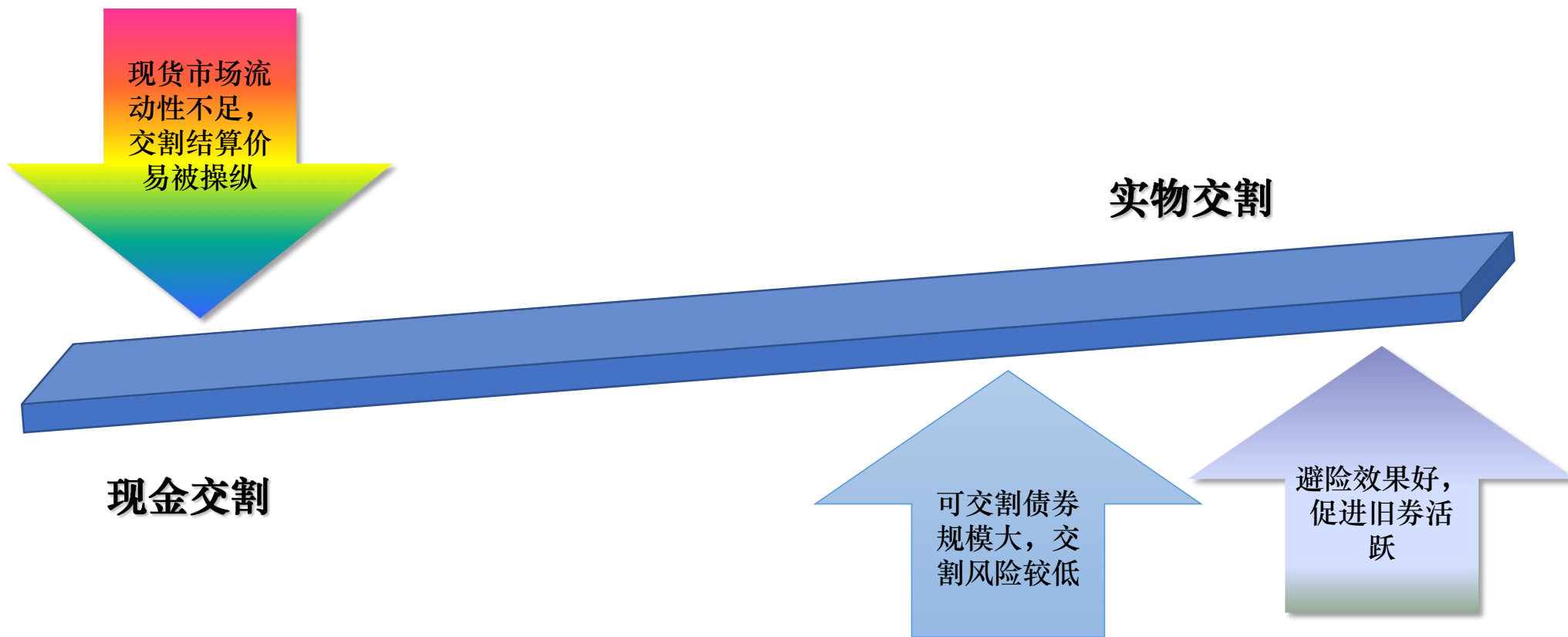
- 1. 合约上市首日起，持仓限额为2000手；
- 2. 交割月份之前的一个交易日起，持仓限额为600手。

- 境外目前只有日本和台湾地区设立涨跌停板，我国期国债期货都设有涨跌停板
- 市场出现极端行情时，涨跌停板可将投资者的损失限制在一定范围内，从而减小结算风险，有利于国债期货市场的稳定运行
- 从国债期货上市以来，5年期国债期货只有2次盘中触及涨跌停板，10年期国债期货只有1次盘中触及涨跌停板。从国债期货3次盘中“触板”而未“停板”的情况看，国债期货涨跌停板幅度设置基本合理
- 将5年期国债期货涨跌停板设置为1.2%，10年期国债期货涨跌停板设置为2%，基本能够覆盖现货市场的极端价格波动，控制结算风险的同时，不影响国债期货市场定价功能的发挥
- 2年期国债期货借鉴其经验，设立涨跌停板为 $\pm 0.5\%$
 - 根据2年期国债期货DV01与5年期、10年期国债期货的比值，参照5、10年期的涨跌停板幅度， $\pm 0.5\%$ 的涨跌停板设置较为合理
 - 2016年12月，国债期现货市场大幅波动，2年期国债收益率在12月15日和21日的到期收益率分别为2.90%和3.01%，较前一交易日分别波动16.3BP和9.6BP，对应的价格较前一交易日分别变化0.314%和0.185%，未超过0.5%

- 中金所采取严格的前端控制措施，实施保证金制度和限仓标准，同时也针对内幕交易等违法违规行为制定了监控和处理方案。
 - 基于风险控制与降低交易成本两方面的考虑，中金所将10年期国债期货**最低交易保证金**设定为2%，5年期国债期货最低交易保证金设定为1%，2年期国债期货最低交易保证金设定为0.5%。
 - 目前，10年期、5年期和2年期国债期货交易保证金的执行标准分别为2%、1.2%和0.5%，覆盖1个涨跌停板，可有效防范结算风险。

- 国债期货保证金分为一般月份和临近交割月份两级，切换时点为交割月份之前的两个交易日结算时。
 - 2年期国债期货一般月份保证金为0.5%，临近交割月份保证金为1%；
 - 5年期国债期货一般月份保证金为1.2%，临近交割月份保证金为2%；
 - 10年期国债期货一般月份保证金为2%，临近交割月份保证金为3%。

- 我国国债现货存量充足，财政部国债发行日趋规律化，债券市场日益成熟，国债期货采用实物交割制度的条件已经具备。



集中交割

- 操作简便，管理便捷
- 市场预期准确，准备比较充分

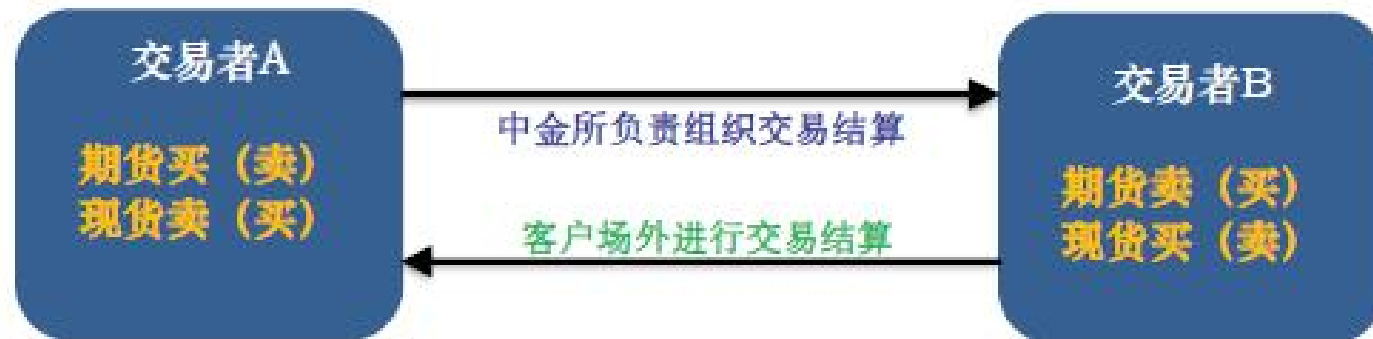
集中交割 & 滚动交割

滚动交割

- 赋予客户提前交割的权利
- 卖方举手，增加买方“多逼空”的成本的难度
- 防止集中买入和卖出现券，减轻交割对现货市场的冲击

交割模式选择

- 期转现交易（Exchange for Physicals, EFP）：交易双方协商一致，同时买入（卖出）交易所期货合约交易和卖出（买入）交易所规定的有价证券或者其他相关合约的交易行为。



■ 期转现交易三特点

- 一笔期转现交易既包括期货端，又包括现货端；
- 期货端既可以平仓，也可以开仓；
- 期现货端交易同时协商达成。

■ 有价证券或相关合约范围

- 记账式付息固定利率国债；记账式付息固定利率地方政府债券；国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行发行的记账式付息固定利率金融债券；以上述债券为标的的债券远期合约；其他交易所规定的。



目录

CONTENTS



04

国债期货规则调整

- 国债期货上市6年多来，中金所根据市场情况先后对国债期货交易、结算、交割和风控等各项业务细则进行调整，使市场运行效率和安全水平不断提升

规则	产品	实施时间	调整
平今仓手续费	5年期国债期货	2013年9月6日	手续费每手3元
		2014年1月2日	平今仓交易免收手续费
		2015年12月1日	平今仓交易手续费调整为每手3元
		2018年2月5日	平今仓交易免收手续费
	10年期国债期货	2015年3月20日	平今仓交易免收手续费
调整可交割券范围	5年期国债期货	TF1512合约上市后	合约到期月份首日剩余期限由4-7年调整为4-5.25年
	5年期国债期货	TF1812合约上市后	剔除发行期限7年以上老券
	10年期国债期货	T1812合约上市后	剔除发行期限10年以上老券
最小变动价位	5年期国债期货	2013年9月6日	0.002元
		2015年3月16日	0.005元
	10年期国债期货	2015年3月20日	0.005元

详见中金所网站国债期货交易细则：<http://www.cffex.com.cn/flfg/jysgz/>

规则	产品	实施时间	调整
保证金调整	5年期国债期货	2013年9月6日	3%-4%-5%
		2014年1月2日结算起	2%-3%-5%
		2014年11月3日结算起	1.5%-2%-3%
		2015年3月16日	1.2%-1.5%-2%
		2018年2月13日	1.2%-2%
	10年期国债期货	2015年3月20日	2%-3%-4%
		2018年2月13日	2%-3%
实施国债冲抵保证金	-	2015年1月1日	国债期货产品开展国债作为保证金业务试点
实施单向大边保证金	-	2014年10月27日	同一客户在同一会员处的同品种双向持仓，按照交易保证金单边较大者收取
实施跨品种单向大边保证金	-	2015年7月10日	对5年期国债期货和10年期国债期货的跨品种双向持仓，按照交易保证金单边较大者收取交易保证金。

详见中金所网站国债期货交易细则：<http://www.cffex.com.cn/flfg/jysgz/>

规则	产品	实施时间	调整
涨跌停板幅度	5年期国债期货	2013年9月6日	2%（上市首日4%）
		2014年11月3日	1.5%（上市首日3%）
		2015年3月16日	1.2%（上市首日2.4%）
	10年期国债期货	2015年3月20日	2%（上市首日4%）
梯度限仓	5年期国债期货	2013年9月6日	1000-500-100
		2014年11月3日	1000-600-300
		2018年2月13日	2000-600
	10年期国债期货	2015年3月20日	1000-600-300
		2018年2月13日	2000-600

详见中金所网站国债期货交易细则：<http://www.cffex.com.cn/flfg/jysgz/>

规则	产品	实施时间	调整
申报国债托管账户	-	2015年7月1日	参与交割的客户应当事先通过会员向交易所申报国债托管账户。在交割月份之前的二个交易日尚未通过国债托管账户审核的客户，自交割月份之前的一个交易日至最后交易日，其在该国债期货交割月份合约的持仓应当为0手
卖方举手交割模式	-	2015年7月1日	进入交割月份后的最后交易日之前，由卖方主动提出交割申报，并由交易所组织匹配双方在规定的时间内完成交割。
双向持仓对冲	-	2017年4月1日	自交割月份之前的二个交易日起至最后交易日之前一个交易日，每日收市后，同一交易编码的交割月份合约双向持仓对冲，平仓价格为该合约前一交易日的结算价。对冲平仓结果不计入当日结算价的计算
国债期货券款对付（DVP）交割	-	2017年4月1日	买卖双方均以中央结算公司开立的国债托管账户参与交割的，可通过DVP方式进行交割，实现指定结算日买卖双方债券和资金的同步交收

详见中金所网站国债期货交割细则：<http://www.cffex.com.cn/flfg/jysgz/>

		“327”国债风险事件发生时	当前情况
市场环境	利率市场化程度	未开始	国债发行和交易利率实现市场化
	现货市场发达程度	1000亿	国债定期滚动发行，现货存量7万亿
	法律法规健全程度	不健全	《期货交易管理条例》等一系列法律法规
	公司内控	不健全	机构内部管理和控制机制日臻完善
	市场风险控制	证券交易所的期货系统无有效的前端控制机制	中金所的期货交易系统具有有效的前端控制机制（如：持仓限额、可用资金）
合约设计	标的	1992年发行于1995年6月到期的3年期国债	名义标准券为标的，对应“一篮子”可交割券
	票面利率	票息+保值贴补率+贴息形成的浮动利率	固定利率
	保证金	自营会员保证金为1%	5年期国债期货1.2%、10年期国债期货2%的最低交易保证金
	涨跌停板	没有	有
	交割方式	单一券种交割，后改为多券种混合交收	多券种替代交收
	报价方式	全价（包含应计利息）	净价（不包含应计利息）
	交易前端控制	无	有



国元期货
GUOYUAN FUTURES



谢谢观赏

团结、敬业、求实、创新

Solidarity, Professionalism, Factualism, Innovation

全国统一客户热线：400-8888-218
www.guoyuanqh.com

