

## 2 年期国债期货上市前瞻

邵菁菁

投资咨询号: Z0013193

电话:

0571-28132630

邮箱: shaojingjing@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物资大厦

1125室、1127室、12楼和16楼

全国统一服务电话:

4006-728-728

信达期货网址: [www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com)

### 内容概要

2018年8月3日,证监会正式批准中国金融期货交易所开展2年期国债期货交易,合约正式挂牌交易时间为2018年8月17日。目前,国内上市运行的国债期货产品主要包括2013年上市的5年期国债期货以及2015年上市的10年期国债期货,现有国债期货产品在规避中长端利率风险上有着非常好的对冲效果。

从2年期国债期货合约规则来看,新期货日内最大波幅要求更严、面额更大、最低保证金要求更低,与现已挂牌的5年期、10年期合约的主要区别有:(1)合约面额扩大为200万;(2)可交割国债在合约到期月份首日的剩余期限为1.5-2.25年;(3)每日波动限制降低至上一日结算价的正负0.5%;(4)最低保证金率为合约价值的0.5%,即理论杠杆最高可达200倍。其余条款与现行国债期货合约相同。

2年期国债期货推出后,中金所的国债期货产品线已覆盖了短、中、长三个主要期限,这将进一步促进国债期货风险管理功能的发挥,不同久期的国债(也包括其他债券)可选用对应的期货合约来进行更精确的套保。2年期国债期货将与现有5年期及10年期国债期货一起,助力收益率曲线的进一步完善,这一点在我国利率市场化改革脚步加快的过程中显得尤为重要。2年期国债期货的设置更加丰富了国债期货的策略类型,使得基于国债期货的蝶式套利策略成为可能。

## 一. 相关基本概念

### 1. 国债期货的标的物是什么？

由于市场上的国债种类多样，相对于期货的交易规模，每个具体国债品种的发行量都是很有限的。为确保期货市场具有很好的流动性，尽量避免逼仓的情况，国债期货合约的标的资产往往设为虚拟的标准券。虚拟标准券是实际上并不存在的虚拟国债，其中，5年期国债期货合约的标的是面值为100万元人民币、票面利率为3%的名义中期国债，10年期国债期货合约的标的是面值为100万元人民币、票面利率为3%的名义长期国债，新上市的2年期国债期货合约的标的是面值为200万元人民币、票面利率为3%的名义中短期国债。由于国债期货合约的标的资产是并不存在的虚拟国债，实际进行交割时，可以使用与合约标的资产相近的满足剩余期限要求的一篮子债券中的任何一种进行交割。

表 1： 2 年期国债期货仿真交易活跃合约 TS1812 可交割券

简称	代码	转换因子	剩余年限	久期	凸性	余额（亿）
18 付息国债 15	180015	1.0175	1.9342	1.912	5.2822	290.5
18 付息国债 02	180002	1.0315	2.474	2.3809	7.7332	600
17 付息国债 23	170023	1.0285	2.2247	2.1307	6.4453	941.2
17 付息国债 16	170016	1.0225	1.9753	1.9502	5.457	1082.8
16 付息国债 06	160002	1.0107	2.4438	2.3779	7.6726	600

资料来源：中金所，信达期货研发中心

### 2. 什么是转换因子？

因为不同的债券有不同的票面利率、到期期限，转换成国债期货对应的标的虚拟标准券时，需要按照一定的比例进行转换，这个转换比例就被称为转换因子。在国债期货合约发行之初，交易所就会公布所有可交割国债的转换因子，其数值在合约存续期间不变。投资者不必深究转换因子的细节计算，只需要理解它代表的概念即可。其具体计算公式如下：

$$CF = (1+r)^{-d/y} \times [ C \times \sum_{i=0}^n (1+r)^{-i} + 1 \times (1+r)^{-n} ] - C \times (y-d)/y$$

其中，CF：转换因子；

r：国债期货合约标准票面利率；

C：以年利率表示的可交割国债票面利率；

n：可交割国债在到期日之前的剩余期限完整年数；

d：合约第三交割日与随后可交割国债第一次利息支付之间的实际天数；

y：可交割国债在相邻两次利息支付期间的实际间隔天数。

### 3. 什么是最便宜可交割券（CTD）？

在交割期，期货合约的空头有权利选择一只券给期货合约多头，由于国债的价值与利率和到期时间的关系是非常复杂的，但计算转换因子时忽略了利率的期限结构等因素，进行了简化，因此卖方可以使用最便宜可交割券来最小化交割成本，最大化交割利润。使得卖方获得交割利润最大化的那种国债，就称之为最便宜可交割债券（cheapest to deliver, CTD）。

我们可以通过隐含回购利率（IRR）来简便地判断最便宜可交割券。通过购买国债现货，卖空对应的国债期货，持有到期把国债现货用于国债期货的交割，这样获得的理论收益率就是隐含回购利率，其具体的计算公式如下：

隐含回购利率（IRR）= [（国债期货价格 × 可交割国债的转换因子 + 可交割国债的应付利息 - 可交割国债的市场价格） / 可交割国债的市场价格 ] × （365 / 期限组合构建日到交割日的天数）

## 二. 2年期国债期货合约规则要点解析

截至发稿，中金所尚未正式公布合约及相关制度，在此根据《2年期国债期货合约》（修订征求意见稿）内容，结合5年和10年国债期货品种做简要对比梳理。

表2：2年期、5年期、10年期国债期货合约要素对比

	2年期国债期货	5年期国债期货	10年期国债期货
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	9:15-11:30, 13:00-15:15; 最后交易日: 9:15-11:30		
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±2.0%
最低交易保证金	合约价值的0.5%	合约价值的1.0%	合约价值的2.0%
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交易日		
交易代码	TS	TF	T

从 2 年期国债期货合约规则来看，新期货日内最大波幅要求更严、面额更大、最低保证金要求更低，与现已挂牌的 5 年期、10 年期合约的主要区别有：（1）合约面额扩大为 200 万；（2）可交割国债在合约到期月份首日的剩余期限为 1.5-2.25 年；（3）每日波动限制降低至上一日结算价的正负 0.5%；（4）最低保证金率为合约价值的 0.5%，即理论杠杆最高可达 200 倍。其余条款与现行国债期货合约相同，

在当前交割流程下，若空/多方未在规定期限内缴纳券/款，可以采取差额补偿方式了结未平仓合约，进行差额补偿的，需按照一定标准向交易所缴纳惩罚性违约金，按照最新交割细则规定：2 年期国债期货惩罚性违约金比例为 0.5%，5 年期国债期货惩罚性违约金比例为 0.8%，10 年期国债期货惩罚性违约金比例为 1.0%。而若多空双方未能在规定期限内如数交付券/款，交易所向双方分别收取惩罚性违约金，按照最新交割细则规定：2 年期国债期货惩罚性违约金比例为 1.0%，5 年期国债期货惩罚性违约金比例为 1.6%，10 年期国债期货惩罚性违约金比例为 2.0%。

除合约要素之外，持仓限额、大户持仓报告等制度均相同。国债期货采用梯度保证金制度，其中，2 年期国债期货最低交易保证金标准为合约价值的 0.5%，自交割月份之前的两个交易日结算起，交易保证金标准为合约价值的 1.0%。5 年期国债期货的最低交易保证金为 1.0%，自交割月份之前的两个交易日结算起，交易保证金标准为合约价值的 2.0%。10 年期国债期货的最低交易保证金为 2.0%，自交割月份之前的两个交易日结算起，交易保证金标准为合约价值的 3.0%。2 年期、5 年期、10 年期国债期货梯度限仓均为 2000-600 手。

### 三. 2 年期国债期货上市，短、中、长期限利率衍生工具初步完备

党的十九大提出，深化利率和汇率市场化改革，下一步央行将加快市场基准利率体系建设，培育 Shibor 和国债收益率为代表的金融市场基准利率体系。2 年期国债期货将与现有 5 年期及 10 年期国债期货一起，助力收益率曲线的进一步完善，这一点在我国利率市场化改革脚步加快的过程中显得尤为重要。2 年期国债期货推出后，中金所的国债期货产品线已覆盖了短、中、长三个主要期限，这将进一步促进国债期货风险管理功能的发挥，不同久期的国债（也包括其他债券）可选用对应的期货合约来进行更精确的套保，这将为金融机构利率风险管理提供更加完备的工具，同时更加丰富了国债期货的策略类型。

## 公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货经纪业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会批准成立，核发《期货经纪业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册(注册号 330000000014832)，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货经纪公司之一。公司全新改版后的新网站 [www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com) 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您的交易提供最优的服务。

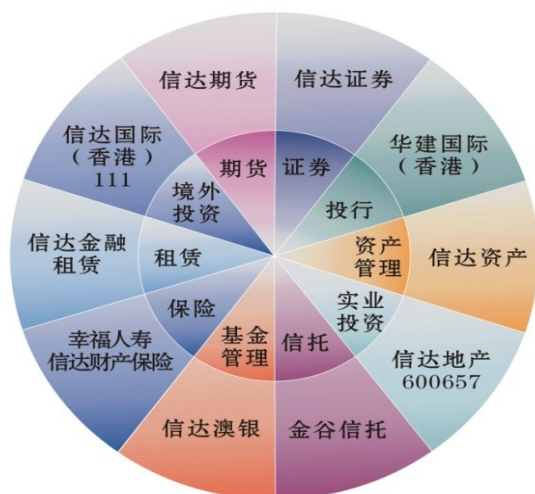
公司总部设在杭州，下设 18 家分支机构：包括深圳、金华、台州 3 家分公司，以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、温州、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭 15 家营业部，公司将合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

## 雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

### 信达资产拥有全牌照金融服务平台



## 全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A (咨询电话: 0755-83739066)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间  
(咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 (咨询电话: 0577-88128810)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室 (咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)

## 重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。