

固收业务的必修工具-国债期货



摘要

- **国债期货市场概况：**国债期货是全球最主要的利率风险管理工具和交易最活跃的金融衍生品之一，期货与现券的相关性高达95%以上。我国国债期货市场自1992年发展至今，市场规模已扩大至4000亿，参与者包括国内银行、外资银行、保险机构、银行理财、基金、资管等主要债券投资者。
- **机构投资者参与情况：**在资管新规及净值化管理等监管要求下，债券类产品加强风险管理的必要性不断增强。在经历了2022年底的理财“赎回潮”后，各大理财公司均提出要做出“稳健”的差异化产品。截止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%。海外方面，以美国为例，银行在国债期货上的持仓占所有机构投资者比例近7%。
- **策略及应用效果：**国债期货具有风险管理和资产配置两大功能，由于其多空双向交易以及保证金制度，即可以对冲现券风险、调整组合久期、代替现券多头，也可以构建套利策略，丰富收益来源。从公募基金的表现来看，不管是空头对冲策略还是多头替代策略，均能起到平滑收益率曲线、增厚产品收益的效果，收益稳定性要明显优于同类型产品。



国债期货 市场概览

- ⊕ 市场基本情况介绍
- ⊕ 投资者结构及市场结构特征
- ⊕ 交易及参与规则要点

国债期货市场重要作用：在下跌行情中，期货盈利能覆盖现货亏损

	CTD券价格 (CF折算后)	期货价格
18.07.12	95.7370	95.7550
18.09.27	94.9626	94.7250
价格变化	-0.7744	1.03

	CTD券价格 (CF折算后)	期货价格
20.04.30	103.46	102.9475
20.07.09	98.435	98.8585
价格变化	-4.505	4.599

	CTD券价格 (CF折算后)	期货价格
22.10.31	102.0285	101.77
22.11.29	100.6484	99.2
价格变化	-1.3801	2.57



国债期货市场发展历程：投资者结构多样化，产品期限不断扩充

1992

1992年上交所曾推出国债期货品种，但受到“327”事件影响而停止交易

2013.9

国债期货在中金所重新上市，首个上市品种为**5年期**国债期货

2015.3

10年期国债期货上市

2015.9

国债期货**交割规则**改为空头举手制度，减少了交割难度，同时增加了空头合约的期权属性

2018.2

中金所**规则修订**，剔除老券、优化持仓限制、简化套保套利额度申请

2018.8

2年期国债期货上市

2019.1

国债期货**期转现**业务上线

2019.5

国债期货做市交易启动，首批8家**做市商**

2020

国债充抵保证金业务由2015年在国债期货试点逐步扩展至四大交易所

2020.2

商业银行、保险机构参与国债期货公告发布；五大行作为交易所结算会员首批试点。

2023.1

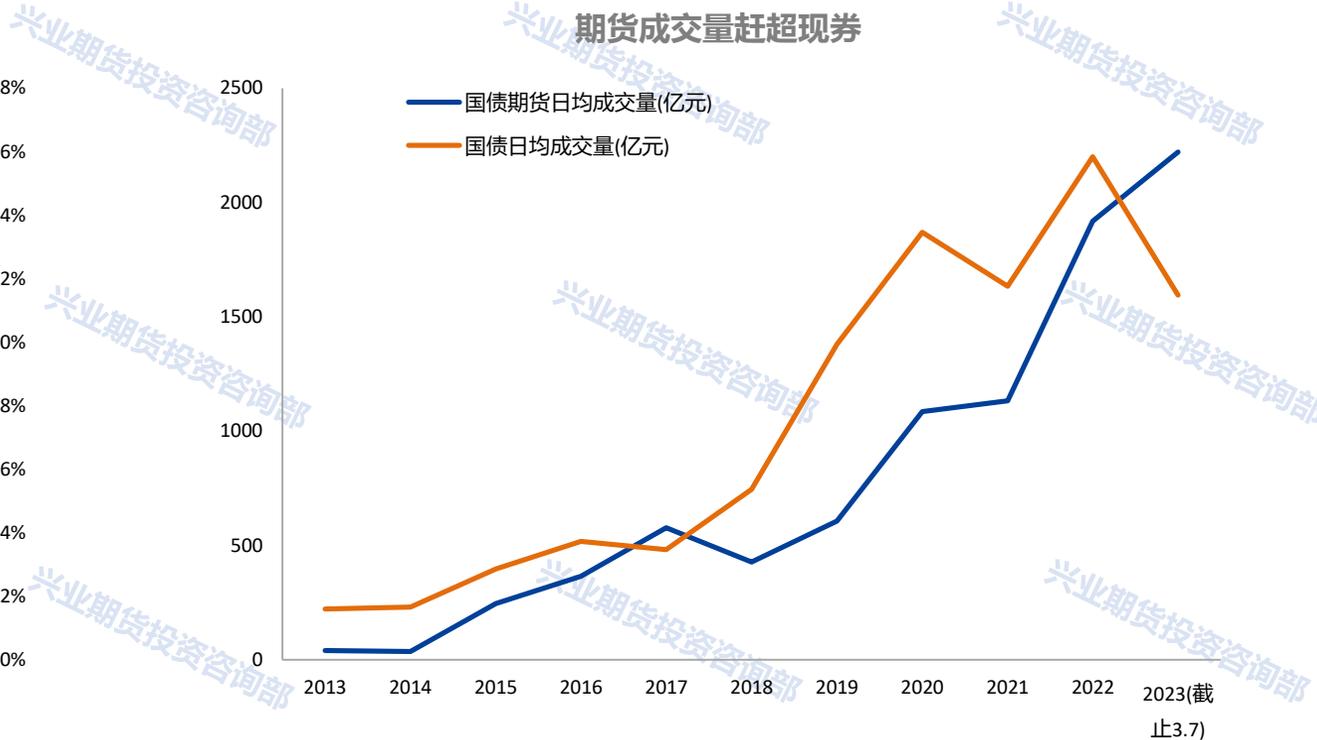
渣打中国成为国内首家获准参与国债期货交易的在华**外资银行**

国债期货品种介绍：短中长期均有合约，助力健全收益率曲线

	2年国债期货合约	5年国债期货	10年国债期货	30年国债期货(仿真)
合约标的	面值 200 万元人民币、票面利率2%的名义中短期国债	面值 100 万元人民币、票面利率3%的名义中期国债	面值 100 万元人民币、票面利率3%的名义长期国债	面值 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为 25-30年 的记账式付息国债
涨跌停板	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±4%
交易保证金 (市场一般标准)	合约价值的1%	合约价值的2.2%	合约价值的2.5%	合约价值的3%(仿真)
保证金估算 (手,2023.3.6)	20140元	22158.4元	24998.75元	
交易代码	TS	TF	T	TL
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）			
交割方式	实物交割			

国债期货市场容量：规模持续快速扩大，日均成交超过现券

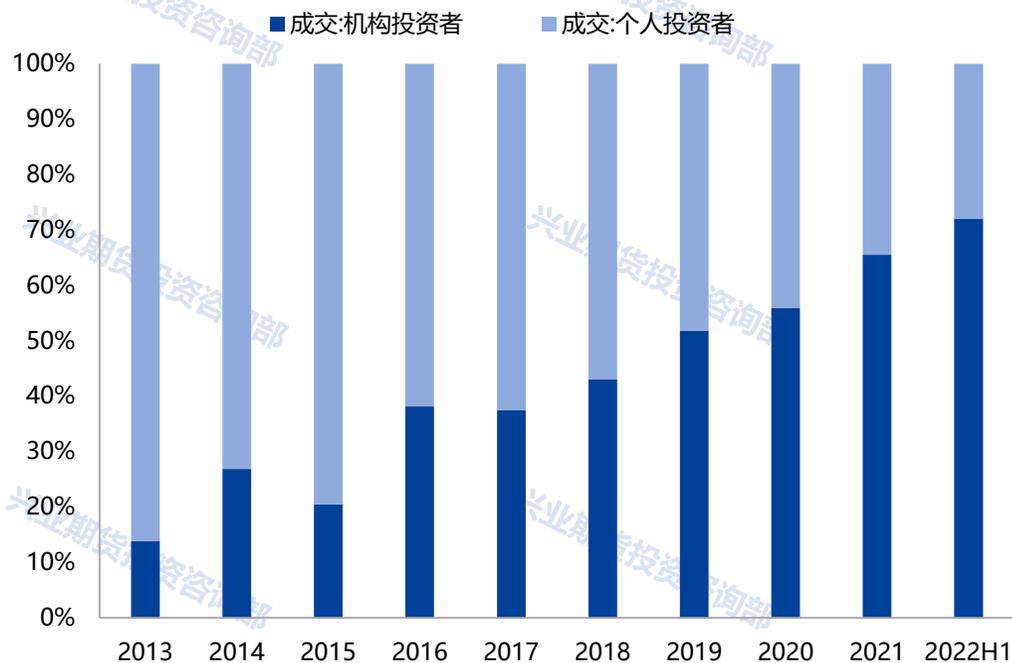
- 国债期货上市至今，市场规模扩大超100倍，三大品种中10年期国债期货最为活跃。截止2022年底，国债期货日均持仓量约4128亿元，进入2023年至今日均持仓量基本维持在4000亿元左右。目前国债现券规模基本维持在25.5万亿的水平，因此期货市场规模占现券规模约1.5%。
- 成交方面，由于国债期货的交易属性要强于国债现券，截止2022年底期货日均成交量1918亿元，现券日均成交量2199亿元。但在进入2023年后，目前日均成交量达到了2220亿元，现券日均成交量1595亿元。



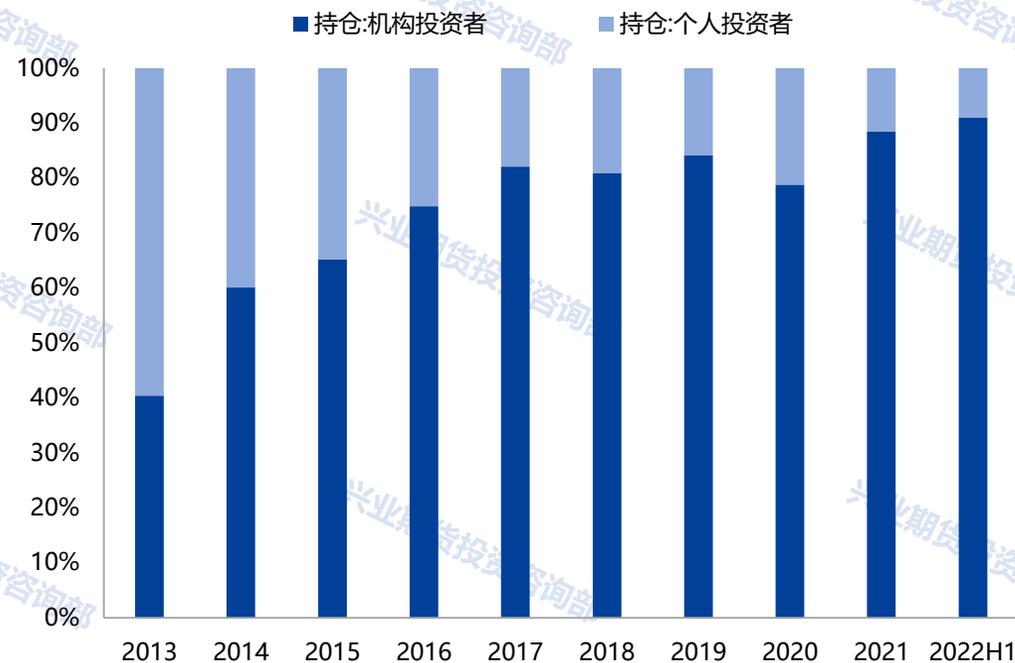
国债期货市场投资者结构：机构投资者为主体，参与者不断多元化

- 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。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。

国债期货的成交结构

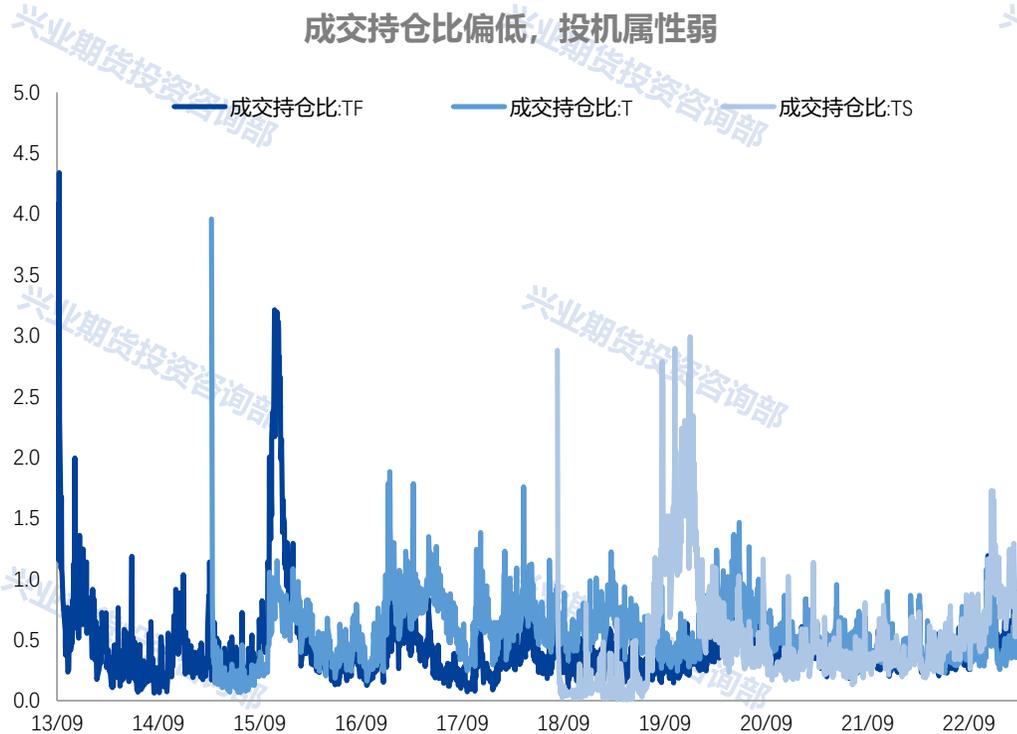


国债期货的持仓结构



国债期货市场特征：合约投机属性低，期现高度相关

- 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。



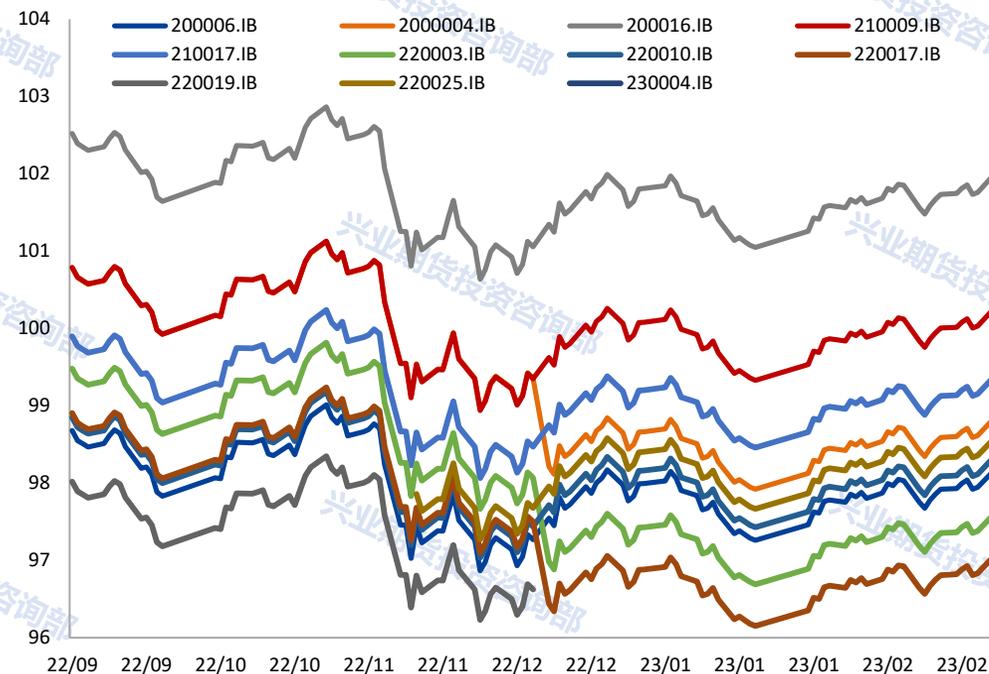
国债期货重要交易规则 (1) : 国债期货交割制度

- 由于国债期货采用实物交割的模式，因此交易所会对每个合约公布可用来交割的现券即可交割券，以及转化因子。
- 在一篮子可交割券中，由于存在流动性、转化因子误差、发行时间、市场利率结变动等因素，因此所有可交割券的价格无法完全一致。而由于国债期货采用空头举手制度，即空头会选择最便宜、最有利于自己的债券进行交割，便产生了最便宜可交割券-CTD券。

T合约可交割券信息

国债全称	票面利率	转换因子		
		T2303	T2306	T2309
2022年记账式付息（二十一期）国债	2.62	0.9778	--	--
2019年记账式付息（十五期）国债	3.13	1.0078	--	--
2022年记账式付息（二十七期）国债	2.79	0.9873	0.9877	--
2020年记账式付息（六期）国债	2.68	0.9795	0.9801	0.9808
2020年抗疫特别国债（三期）	2.77	0.9851	--	0.986
2020年抗疫特别国债（四期）	2.86	0.9908	0.9911	0.9914
2020年记账式付息（十六期）国债	3.27	1.0183	1.0178	1.0173
2021年记账式付息（九期）国债	3.02	1.0014	1.0014	1.0013
2021年记账式付息（十七期）国债	2.89	0.9916	0.9919	0.9921
2022年记账式付息（三期）国债	2.75	0.9806	0.981	0.9815
2022年记账式付息（十期）国债	2.76	0.9809	0.9813	0.9818
2022年记账式付息（十七期）国债	2.69	0.9747	0.9753	0.9759
2022年记账式付息（十九期）国债	2.6	--	0.9679	--
2022年记账式付息（二十五期）国债	2.8	0.9833	0.9837	0.9841
2023年记账式付息（四期）国债	2.88	0.9898	0.99	0.9902

不同现券的交割价格(T2306)

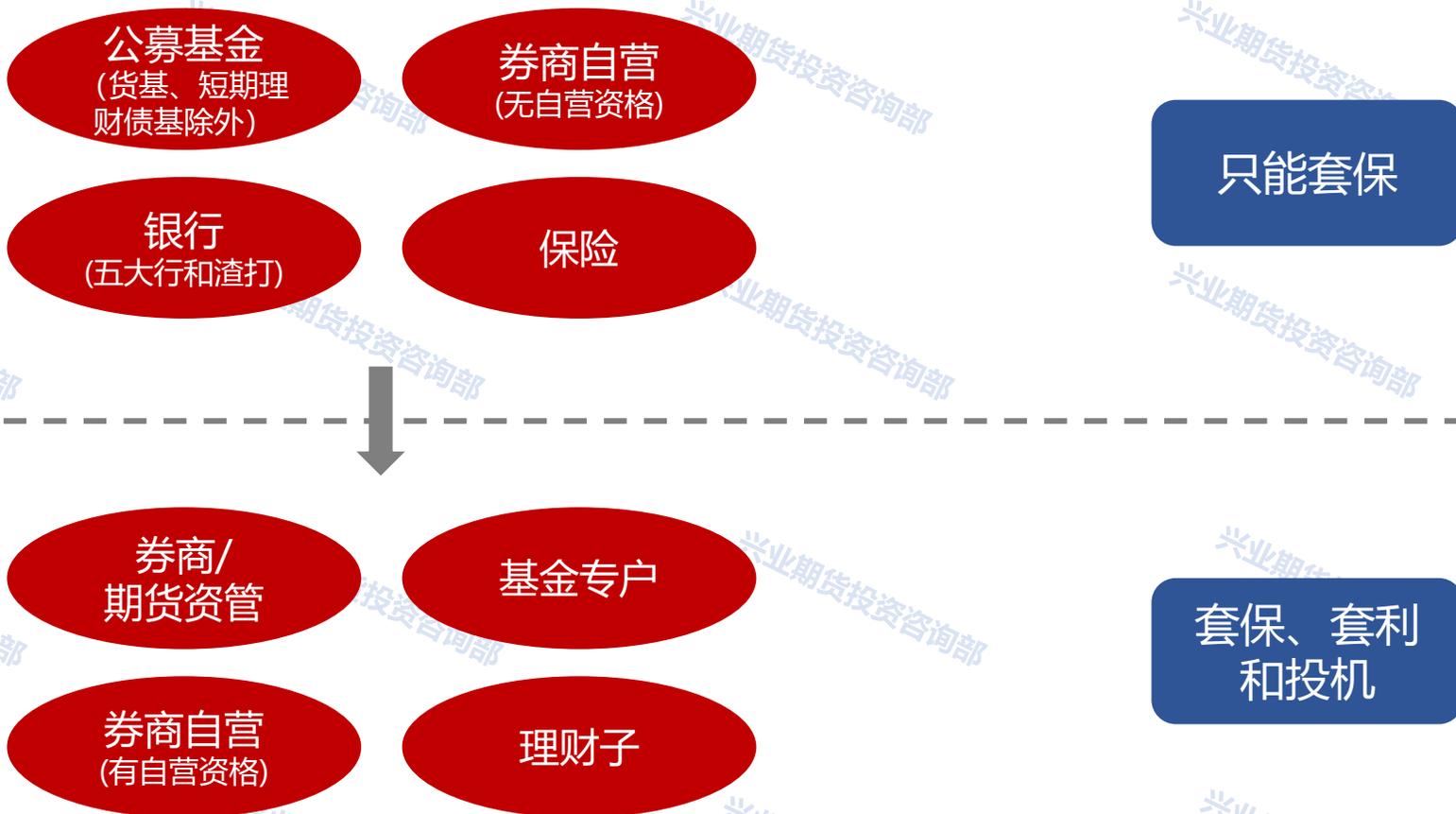


国债期货重要交易规则 (2) : CTD券判断方式

□ CTD券判断通常采用最大IRR或最小净基差两种方式。由于IRR和净基差的计算方式有所不同，IRR反应的是收益率，而净基差反应的是绝对收益，因此部分时间可能出现两者CTD券不一致的情况。目前市场上以IRR结果作为判断依据的比例较多。

日期	IRR	净基差															
2021-09-13	200006.IB	200006.IB	2021-11-03	2000004.IB	2000004.IB	2021-12-15	200006.IB	200006.IB	2022-01-27	200006.IB	200006.IB	2022-03-17	2000004.IB	2000004.IB	2022-05-05	2000004.IB	2000004.IB
2021-09-14	200006.IB	200006.IB	2021-11-04	2000004.IB	2000004.IB	2021-12-16	200006.IB	2000004.IB	2022-01-28	200006.IB	200006.IB	2022-03-18	2000004.IB	2000004.IB	2022-05-06	2000004.IB	2000004.IB
2021-09-15	200006.IB	200006.IB	2021-11-05	2000004.IB	2000004.IB	2021-12-17	200006.IB	200006.IB	2022-02-07	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-21	2000004.IB	2000004.IB	2022-05-09	2000004.IB	2000004.IB
2021-09-16	200006.IB	200006.IB	2021-11-08	2000004.IB	2000004.IB	2021-12-20	200006.IB	200006.IB	2022-02-08	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-22	2000004.IB	2000004.IB	2022-05-10	2000004.IB	2000004.IB
2021-09-17	200006.IB	200006.IB	2021-11-09	2000004.IB	2000004.IB	2021-12-21	2000004.IB	2000004.IB	2022-02-09	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-23	2000004.IB	2000004.IB	2022-05-11	200006.IB	200006.IB
2021-09-22	200006.IB	200006.IB	2021-11-10	200006.IB	200006.IB	2021-12-22	2000004.IB	2000004.IB	2022-02-10	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-24	200006.IB	200006.IB	2022-05-12	2000004.IB	2000004.IB
2021-09-23	200006.IB	200006.IB	2021-11-11	200006.IB	200006.IB	2021-12-23	2000004.IB	2000004.IB	2022-02-11	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-25	2000004.IB	2000004.IB	2022-05-13	2000004.IB	2000004.IB
2021-09-24	200006.IB	200006.IB	2021-11-12	200006.IB	200006.IB	2021-12-24	2000004.IB	2000004.IB	2022-02-14	200006.IB	200006.IB	2022-03-28	200006.IB	200006.IB	2022-05-16	2000004.IB	2000004.IB
2021-09-27	200006.IB	200006.IB	2021-11-15	2000004.IB	2000004.IB	2021-12-27	200006.IB	2000004.IB	2022-02-15	200006.IB	200006.IB	2022-03-29	200006.IB	200006.IB	2022-05-17	2000004.IB	2000004.IB
2021-09-28	200006.IB	200006.IB	2021-11-16	2000004.IB	2000004.IB	2021-12-28	200006.IB	200006.IB	2022-02-16	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-30	200006.IB	200006.IB	2022-05-18	200006.IB	200006.IB
2021-09-29	200006.IB	200006.IB	2021-11-17	200006.IB	200006.IB	2021-12-29	200006.IB	200006.IB	2022-02-17	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-31	200006.IB	200006.IB	2022-05-19	200006.IB	200006.IB
2021-09-30	200006.IB	200006.IB	2021-11-18	200006.IB	200006.IB	2021-12-30	190015.IB	190015.IB	2022-02-18	2000004.IB	2000004.IB	2022-04-01	200006.IB	200006.IB	2022-05-20	200006.IB	200006.IB
2021-10-08	200006.IB	200006.IB	2021-11-19	2000004.IB	2000004.IB	2021-12-31	190015.IB	190015.IB	2022-02-21	200006.IB	200006.IB	2022-04-06	200006.IB	200006.IB	2022-05-23	200006.IB	200006.IB
2021-10-11	200006.IB	200006.IB	2021-11-22	200006.IB	200006.IB	2022-01-04	2000004.IB	2000004.IB	2022-02-22	200006.IB	200006.IB	2022-04-07	200006.IB	200006.IB	2022-05-24	2000004.IB	2000004.IB
2021-10-12	200006.IB	200006.IB	2021-11-23	2000004.IB	2000004.IB	2022-01-05	200006.IB	2000004.IB	2022-02-23	200006.IB	200006.IB	2022-04-08	200006.IB	200006.IB	2022-05-25	200006.IB	200006.IB
2021-10-13	2000004.IB	2000004.IB	2021-11-24	2000004.IB	2000004.IB	2022-01-06	200006.IB	200006.IB	2022-02-24	200006.IB	200006.IB	2022-04-11	200006.IB	200006.IB	2022-05-26	2000004.IB	2000004.IB
2021-10-14	2000004.IB	2000004.IB	2021-11-25	2000004.IB	2000004.IB	2022-01-07	2000004.IB	2000004.IB	2022-02-25	200006.IB	200006.IB	2022-04-12	200006.IB	200006.IB	2022-05-27	2000004.IB	2000004.IB
2021-10-15	2000004.IB	2000004.IB	2021-11-26	2000004.IB	2000004.IB	2022-01-10	2000004.IB	2000004.IB	2022-02-28	2000004.IB	2000004.IB	2022-04-13	2000004.IB	2000004.IB	2022-05-30	2000004.IB	2000004.IB
2021-10-18	200006.IB	200006.IB	2021-11-29	2000004.IB	2000004.IB	2022-01-11	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-01	2000004.IB	2000004.IB	2022-04-14	200006.IB	200006.IB	2022-05-31	200006.IB	200006.IB
2021-10-19	200006.IB	200006.IB	2021-11-30	2000004.IB	2000004.IB	2022-01-12	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-02	2000004.IB	2000004.IB	2022-04-15	200006.IB	200006.IB	2022-06-01	2000004.IB	2000004.IB
2021-10-20	200006.IB	200006.IB	2021-12-01	200006.IB	200006.IB	2022-01-13	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-03	2000004.IB	2000004.IB	2022-04-18	2000004.IB	2000004.IB	2022-06-02	2000004.IB	2000004.IB
2021-10-21	200006.IB	200006.IB	2021-12-02	200006.IB	200006.IB	2022-01-14	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-04	2000004.IB	2000004.IB	2022-04-19	2000004.IB	2000004.IB	2022-06-06	2000004.IB	2000004.IB
2021-10-22	200006.IB	200006.IB	2021-12-03	200006.IB	200006.IB	2022-01-17	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-07	2000004.IB	2000004.IB	2022-04-20	2000004.IB	2000004.IB	2022-06-07	2000004.IB	2000004.IB
2021-10-25	200006.IB	200006.IB	2021-12-06	200006.IB	200006.IB	2022-01-18	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-08	2000004.IB	2000004.IB	2022-04-21	2000004.IB	2000004.IB	2022-06-08	2000004.IB	2000004.IB
2021-10-26	200006.IB	200006.IB	2021-12-07	200006.IB	200006.IB	2022-01-19	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-09	2000004.IB	2000004.IB	2022-04-22	2000004.IB	2000004.IB	2022-06-09	200006.IB	200006.IB
2021-10-27	200006.IB	200006.IB	2021-12-08	2000004.IB	2000004.IB	2022-01-20	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-10	2000004.IB	2000004.IB	2022-04-25	2000004.IB	2000004.IB	2022-06-10	2000004.IB	2000004.IB
2021-10-28	200006.IB	200006.IB	2021-12-09	2000004.IB	2000004.IB	2022-01-21	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-11	2000004.IB	2000004.IB	2022-04-26	2000004.IB	2000004.IB			
2021-10-29	200006.IB	200006.IB	2021-12-10	200006.IB	200006.IB	2022-01-24	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-14	2000004.IB	2000004.IB	2022-04-27	200006.IB	200006.IB			
2021-11-01	2000004.IB	2000004.IB	2021-12-13	2000004.IB	2000004.IB	2022-01-25	2000004.IB	2000004.IB	2022-03-15	200006.IB	200006.IB	2022-04-28	2000004.IB	2000004.IB			
2021-11-02	2000004.IB	2000004.IB	2021-12-14	200006.IB	200006.IB	2022-01-26	200006.IB	200006.IB	2022-03-16	2000004.IB	2000004.IB	2022-04-29	2000004.IB	2000004.IB			

机构投资者参与规则：专户及资管产品参与自由度较高



银行

- 结算会员：2年期国债期货、5年期国债期货和10年期国债期货的单边持仓限额在一般月份分别是**4000手、4000手和8000手**，在交割月之前的一个交易日起，持仓限额降为**1200手、1200手和2400手**
- 期货公司会员：持有2年期国债期货、5年期国债期货和10年期国债期货的单边持仓限额在一般月份分别是**2000手、2000手和4000手**，在交割月之前的一个交易日起，持仓限额分别降为**600手、600手和1200手**
- 其他：管理规范、信息系统、人员配置等

保险

- 卖出国债期货合约价值：不得超过其对冲标的债券、债券型基金及其他净值型**固定收益类资产管理产品资产的账面价值**
- 买入国债期货合约价值：不得超过该**资产组合净值的50%**
- 持有的合并**轧差计算后**的国债期货合约价值不得超过本公司**上季末总资产的20%**
- 其他：管理规范、信息系统、人员配置、期货公司等

公募基金

- 卖出国债期货合约价值：不得超过基金持有的**债券总市值的30%**
- 买入国债期货合约价值：不得超过**基金资产净值的15%**
- 封闭式基金、开放式指数基金(不含增强型)、交易型开放式指数基金(ETF)持有的买入**国债期货和股指期货**合约价值与有价证券市值之和，不得超过**基金资产净值的100%**

国债期货业务 (1) : 国债充抵保证金

- 根据交易所规则，利用国债充抵保证金最高为市值的80%，且质押期间利息直接划付给客户。多数产品的国债持仓交易频率均极低甚至采用持有到期的策略，因此国债用于充抵保证金都不会对交易策略形成影响。
- 国债冲抵保证金除了能降低资金占用获取无风险收益外，还可以降低国债期现两端的对冲风险。即当债市出现快速上涨，期货套保空头面临需追加保证金的情况下，由于现券的同步上涨，其可充抵保证金额度也将出现抬升，从而避免了额外追保的风险。若以一手十债期货空头对应100万元现券进行套保为例，可以看到100万元现券最高可充抵的保证金额度远高于1手期货所需的保证金额度，同时在债券行情出现快速上涨时，保证金充抵额度的增幅也要高于追保需求。

充抵保证金进一步增厚收益

充抵保证金业务对冲价格波动风险

折扣比例

- ✓ 国债市值的80%;

现金配比

- ✓ 国债作为期货保证金的金额不超过货币资金的4倍;

质押期间利息

- ✓ 由中债登直接划付给客户

适用范围

- ✓ 中金所、大商所、郑商所、上期所、上期能源

	T1909		190006.IB	
	价格	保证金占用 (2%)	价格	可充抵保证金
2019.5.29	96.87	1.94万元	100.138	80.11万元
2019.7.4	98.215	1.96万元	101.227	80.98万元
资金变动		+200元		+8700元

国债期货业务 (2) : 做市商

- 中金所自2019年5月16日引入国债期货做市商，其在改善国债期货市场流动性、提升市场定价效率、增强市场稳定性等方面起到积极作用。2022年1月25日，中金所对做市商实施分级管理，8家证券公司为国债期货主做市商，4家证券公司为国债期货一般做市商，1家证券公司为国债期货预备做市商。

主做市商

招商证券

申万宏源证券

华泰证券

天风证券

中信证券

银河证券

东方证券

国金证券

一般做市商

国泰君安证券

中金公司

中信建投证券

中泰证券

预备做市商

平安证券



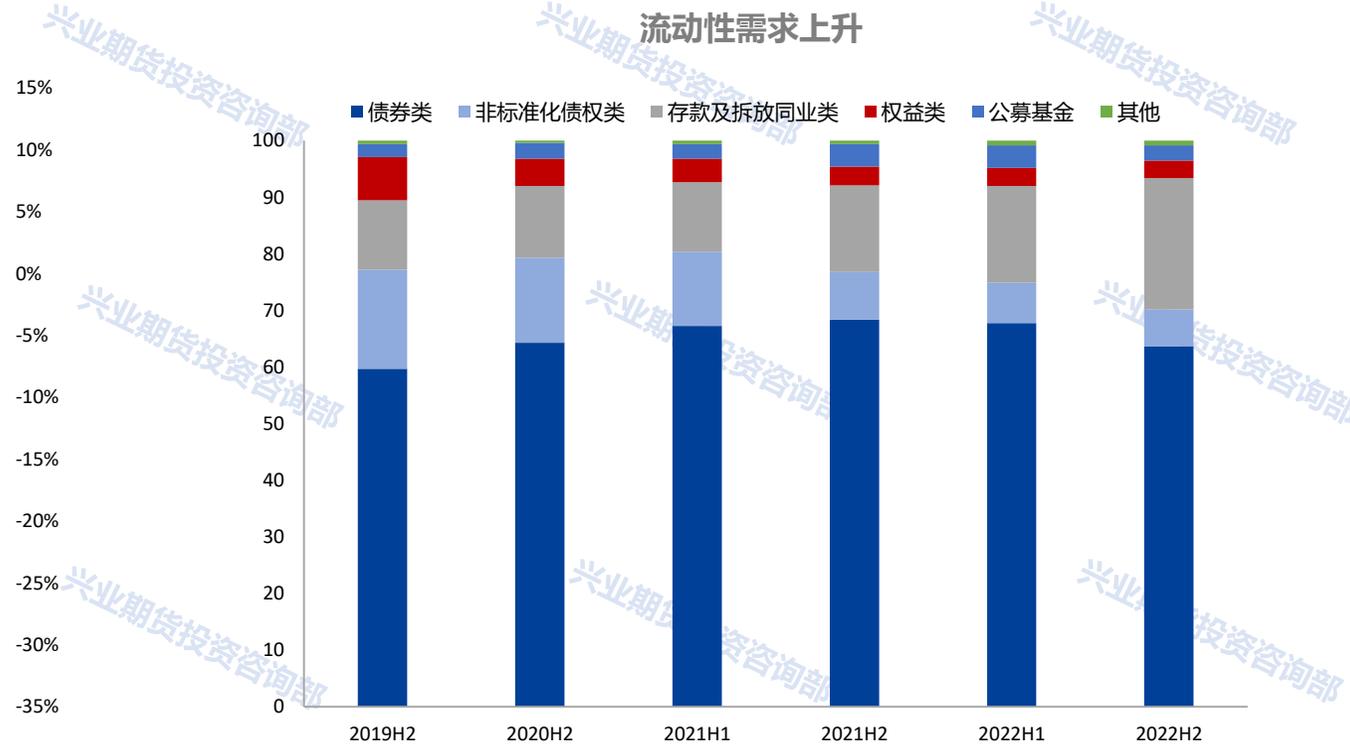
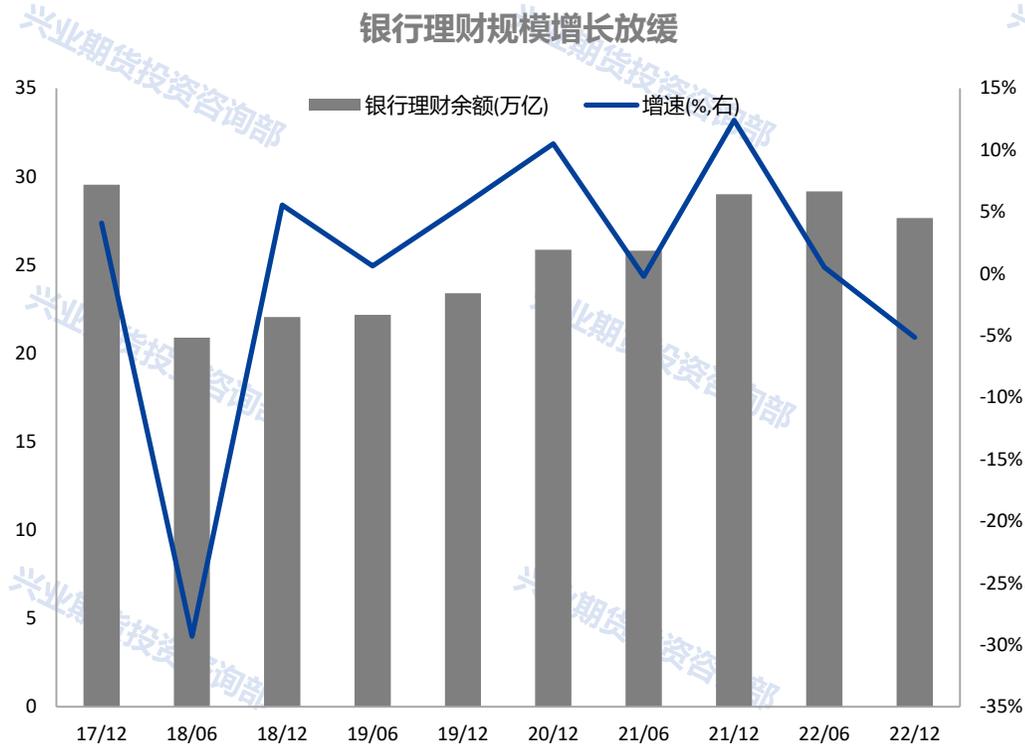
机构投资者参与情况

- ⊕ 银行理财参与必要性
- ⊕ 公募基金持仓现状
- ⊕ 海外机构投资者参与情况

银行理财参与必要性 (1)：净值化管理下，赎回压力及流动性需求抬升

2022年底，由于宏观环境发生了剧烈变化，债券收益率出现大幅波动，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。



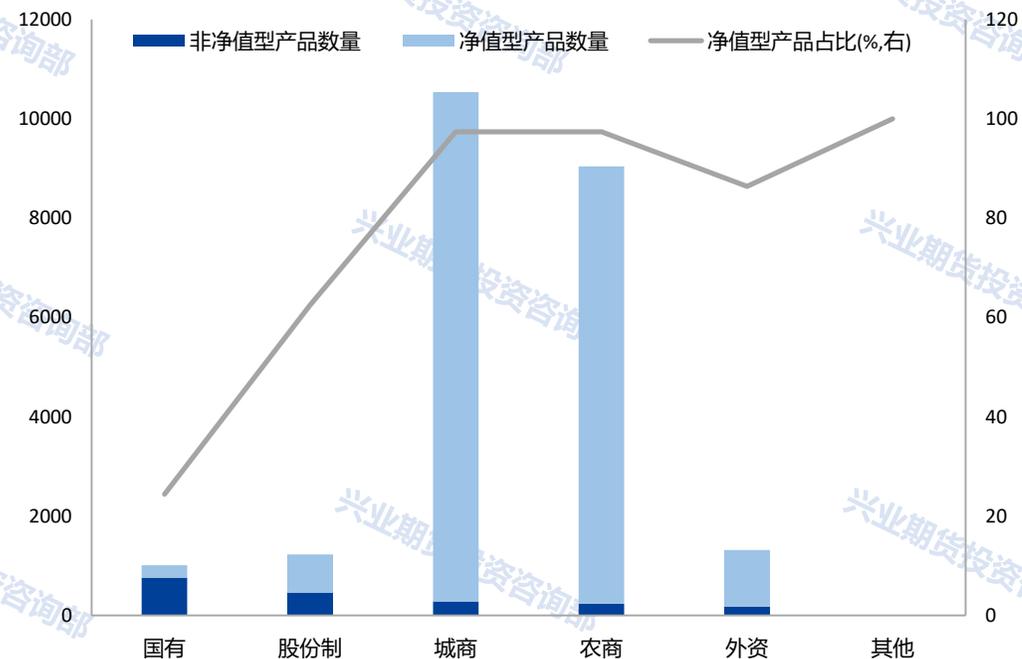
银行理财参与必要性 (2) : 摊余成本类产品同质化严重, 难以作为长期发展路径

- 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。股份制理财公司摊余成本封闭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, 但其并非理财未来的发展方向, 1.并非监管鼓励发展的方向; 2.封闭式理财产品期限普遍偏长, 不匹配客户需求; 3.难以做出差异化, 对客户吸引力有限。如何做出“稳健”的差异化才是理财机构的发展趋势。

“摊余成本法”产品实际估值方法

估值方法	产品系列	具体内容
100%摊余成本法	华夏理财固定收益纯债型	100%投向货币市场工具或标准化债权类资产。债券类资产估值采用摊余成本法。本理财产品投资债券类资产时, 采用买入并持有到期的投资策略, 所投的债券类资产的到期日(或回售日)不晚于理财产品到期日。
	苏银理财恒源封闭债权	采用摊余成本法估值, 100%配置于与产品期限相匹配的资产并持有到期。
	农银理财“农银匠心·灵珑”	产品采用摊余成本法估值, 严格遵循资产与产品期限匹配并持有到期的策略。
高比例摊余成本法	建信理财睿鑫-安心悠享	采取持有到期策略, 资产期限与产品期限匹配, 以获得票息为目标。
	广银理财幸福添利	持有至到期策略, 摊余成本法估值为主
	宁银理财宁欣	投资策略主要采取持有至到期策略
	中邮理财安鑫投	产品主要采用摊余成本法估值和期限匹配策略
	兴银理财增盈稳享	债券高比例持有到期策略
	南银理财珠联璧合鑫逸稳	债券以票息策略为主, 持有到期策略的债券采用摊余成本法估值
80%以上使用摊余成本法	江南农商行锦富	本产品绝大部分资产持仓以持有到期为目的并采用摊余成本法估值
	交银理财稳享固收、灵动慧利	产品主要配置存款及期限匹配的债券资产并持有到期
	招银理财招睿	主投期限匹配债券资产
	天津银行港湾财富	主投期限匹配债券资产
	杭银理财稳利低波款	主投期限匹配债券资产
80%以上使用摊余成本法	平安理财稳健精选、新启航	超80%债券资产: 摊余成本法估值。不足20%债券资产: 市值法估值
	民生理财富竹纯债	100%投资于期限匹配或估值稳定的资产, 买入债券主要以持有到期为目的; 不低于80%的资产可应用成本法估值。

理财产品净值化程度 (截止3.10)



银行理财参与必要性 (3) : “稳健” 的差异化是发展趋势

兴银理财

全面净值化，开启银行理财高质量发展之路

农银理财

“稳健守护价值、专业驱动成长” 的理念

中银理财

淬炼一支涵盖投研、产品、销售、风险、运营、数字化等各领域的专业队伍

中邮理财

加快实现投研一体化、内控精细化、数智一体化，全面提升理财规范化、专业化、市场化水平

平安理财

坚持发挥理财“稳健”的差异化特点，满足居民金融资产稳健增值的需求

浦银理财

加强资产获取能力，在多变的市场中获得相对稳定的投资收益，用更加丰富的产品体系满足客户多元化资产配置需求

南银理财

不断拓展自身能力圈，稳步构建全天候大类资产配置能力

青银理财

追求绝对收益是我们的重要理念，做好资产大类配置

汇华理财

打造差异化市场竞争力，努力探索一条适合中外合资理财公司

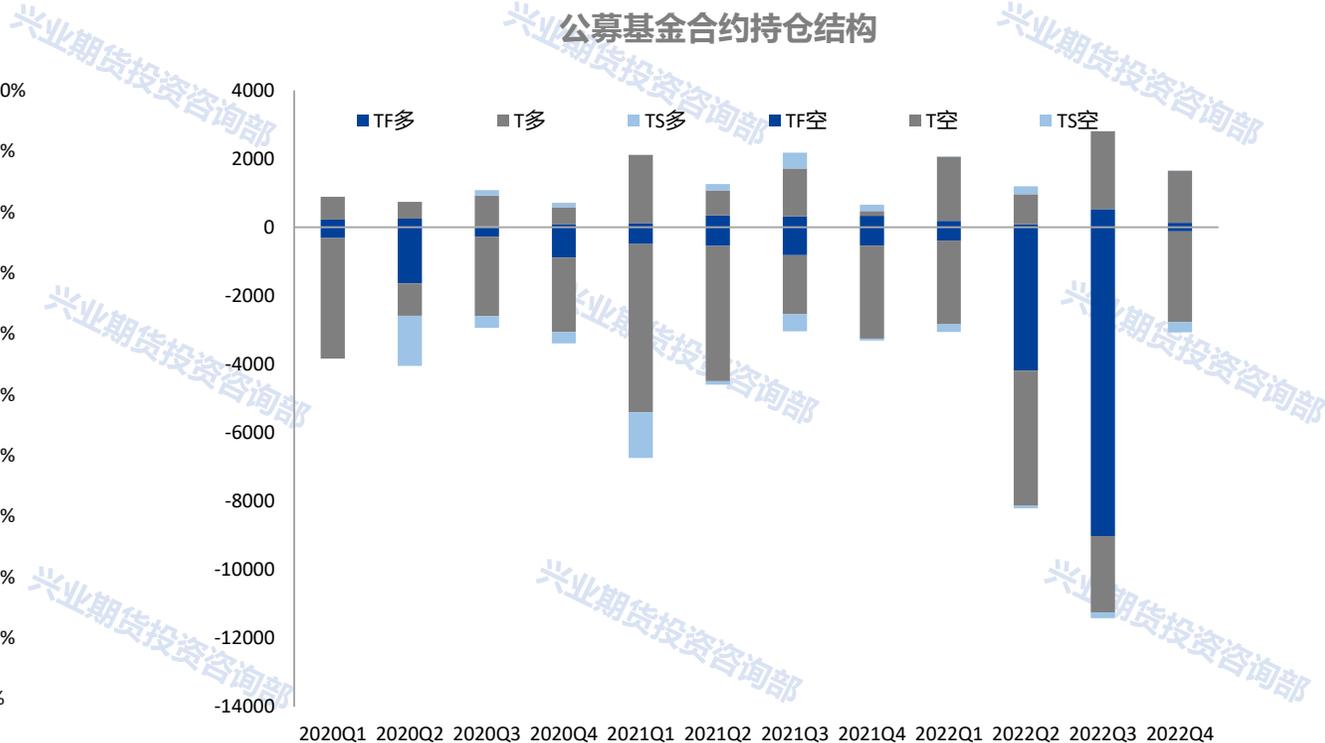
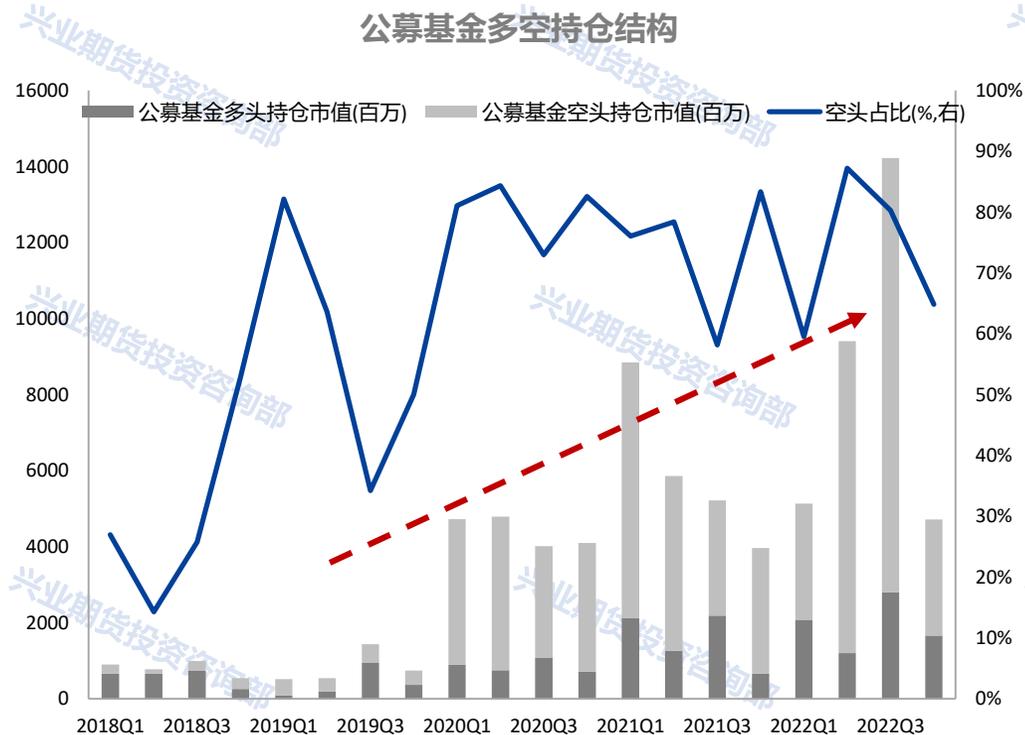
公募基金持仓情况 (1) : 最高单只产品期货持仓占比达到38%

根据2022年末数据，共有48只公募基金产品参与国债期货，且多只产品的国债期货持仓占其净值比例超过20%，部分产品多空总市值占比高达30%。

产品名称	多头合约市值	空头合约市值	合约总市值	产品净值	合约市值/净值
南方通利A	8019		8019	62451	13%
国寿安保尊益信用纯债		-6014	6014	70105	9%
易方达瑞财1		-8019	8019	114353	7%
平安惠盈A		-5030	5030	38322	13%
中加丰润纯债A		-100	100	72992	0%
长盛盛裕纯债A	15036		15036	130622	12%
万家鑫安纯债A	25060		25060	182361	14%
嘉实稳元纯债A		-1504	1504	140794	1%
嘉实稳华纯债A	14041	-48630	62671	181204	35%
平安中短债A		-2019	2019	255784	1%
泰康年年红一年定开		-30072	30072	620623	5%
鹏扬双利A		-1002	1002	41177	2%
格林泓鑫A	3407		3407	14504	23%
财通资管鸿益中短债A		-6014	6014	93992	6%
申万菱信安泰瑞利中短债A		-2018	2018	112243	2%
鹏扬添利增强A		-2406	2406	50666	5%
东方红聚利A		-40096	40096	254334	16%
嘉实汇达中短债A	3519		3519	38155	9%
泰康信用精选A		-25060	25060	515814	5%
长盛安逸纯债A	20121		20121	190678	11%
创金合信信用红利A		-501	501	211668	0%
国寿安保尊耀纯债A		-15036	15036	240417	6%
易方达恒盛3个月定开		-20048	20048	136149	15%
南方创利3个月定开债	10024		10024	209510	5%
鹏扬富利增强A	702		702	3174	22%
大成景悦A		-501	501	4740	11%
易方达恒裕一年定开		-20048	20048	289912	7%
博时荣升稳健添利A		-1002	1002	17949	6%
万家民瑞祥和6个月持有A	50120		50120	324097	15%
平安中债1-5年政策性金融债A		-9054	9054	163696	6%
南方崇元A		-6014	6014	44848	13%
鹏华安享一年持有A		-2005	2005	42165	5%
鹏华宁华一年持有A		-2005	2005	67883	3%
国寿安保稳鑫一年持有A		-10024	10024	244785	4%
鹏华民丰盈和6个月持有A		-2005	2005	80363	2%
鹏华安诚A		-2005	2005	48911	4%
鹏华安康一年持有A		-2005	2005	152840	1%
嘉实稳和6个月持有A	704	-2696	3401	8878	38%
嘉实鑫泰一年持有A		-1212	1212	12833	9%
鹏扬丰利一年定开A		-802	802	13126	6%
南方月月享30天滚动持有A		-200	200	1946	10%
大成惠源一年定开		-4010	4010	203792	2%
广发集远A	15036		15036	311869	5%
博道和瑞多元稳健6个月持有A		-301	301	14054	2%
海富通瑞福A		-10024	10024	301167	3%
海富通瑞祥一年定开		-15036	15036	124119	12%
招商资管睿丰三个月持有A		-1002	1002	37073	3%
长城证券中短债A		-501	501	30451	2%

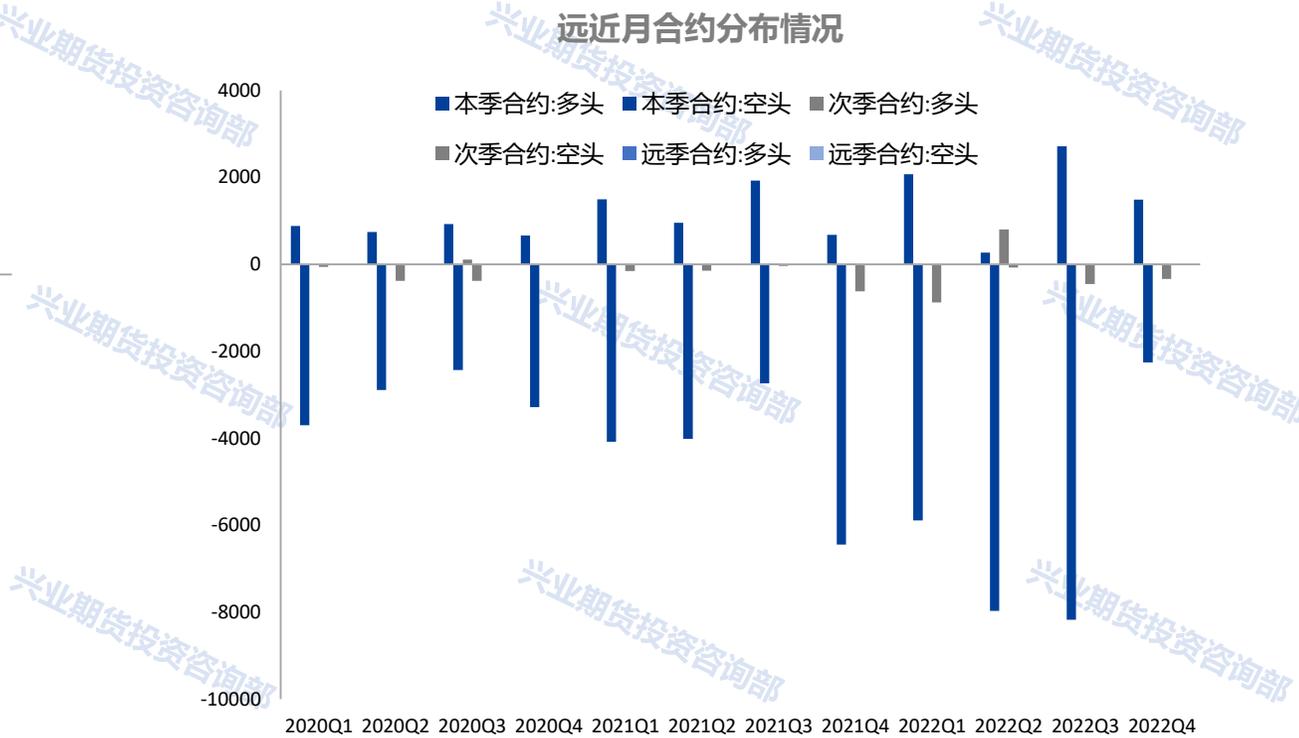
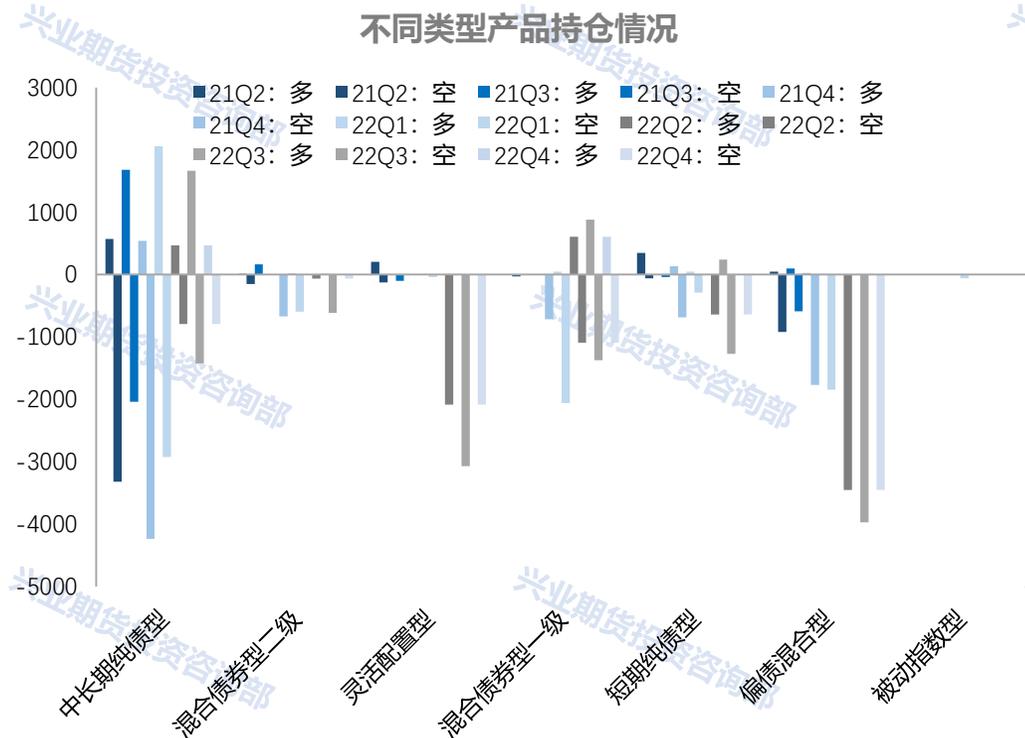
公募基金持仓情况 (2)：方向以空头为主，合约以T为主

- 由于公募基金投资范围存在限制，仅能套期保值参与国债期货，因此公募基金在国债期货上的持仓呈现出了明显空头为主的格局，空头持仓占比通常在60%以上，在部分阶段空头持仓占比达到近90%。
- 在合约选择上，活跃度最好的十年期国债期货始终是公募基金最主要的持仓品种，且多空相对均衡。但同时TF合约也会出现阶段性的持仓大幅增加，且主要以空头为主。即TF合约多数用于空头对冲，而T合约则在空头对冲和多头替代上均有应用。



公募基金持仓情况 (3) : 各类产品均有参与, 债基占比较高

- 目前参与国债期货的公募基金主要是债券型基金和灵活配置型基金。其中中长期纯债型基金在多空上均有布局, 而其他债基和灵活配置型基金这主要以空头持仓为主。
- 而在远近月合约的选择上, 本季合约占比基本维持在90%以上, 且次季合约基本以空头套保为主。



海外国债期货市场情况：国内暂缺超长期限合约

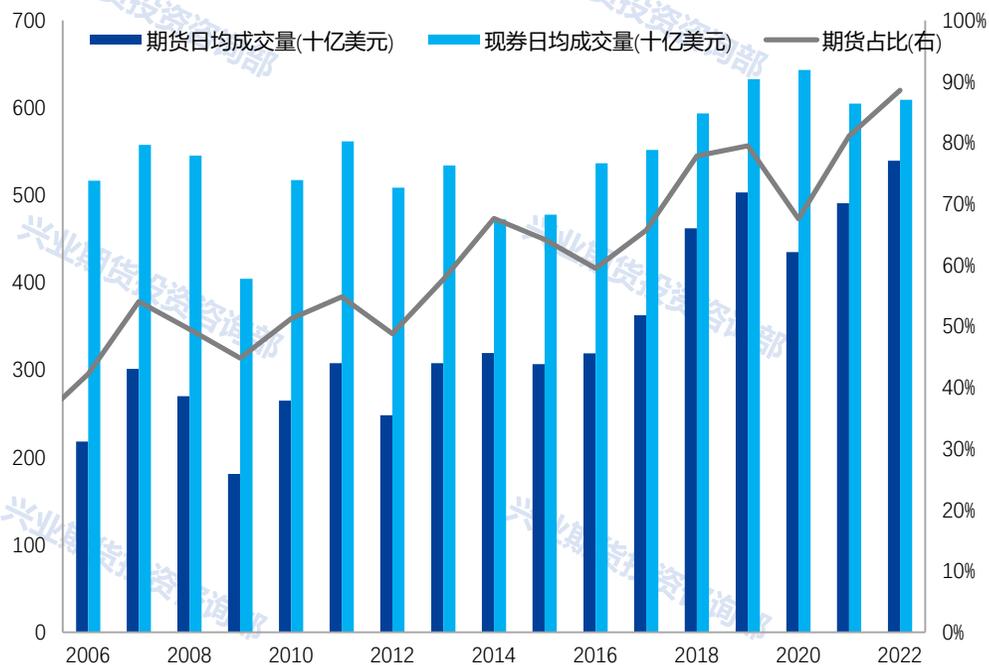
从最为成熟的美国和德国市场来看，其国债期货的分布期限从2年期到30年期均有合约，而目前国内国债期货市场在短、中、长期合约都已经发布，但超长期国债期货合约仍较为缺乏。

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年-25年				
1982	10年期中期国债期货	6.5-10年				
1988	5年期中期国债期货	4年2个月-5.25年				
1990	2年期中期国债期货	1.75年-2年	长期（10年）国债期货	8.5-10.5年		
1991			中期（5年）国债期货	4.5-5.5年		
1997			短期（2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年期中期国债期货	9年5个月-10年				
2018					2年期国债期货	1.5-2.25年

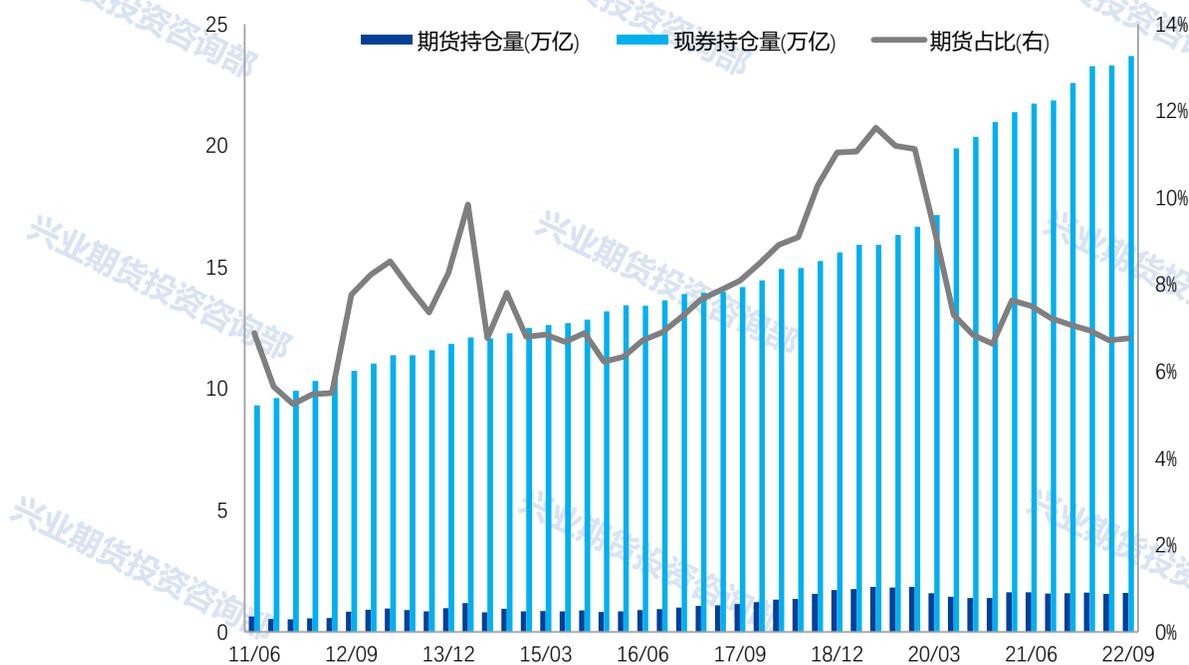
美国国债期货市场情况 (1) : 成交量占比89%，持仓占比6.8%

- 从期现情况看，在成交量上，2022年底美国国债期货日均成交量大约为5300亿元，而同期国债现券日均成交量约为6100亿元，期货成交量渗透率达到了89%；在持仓量上，2022年3季度美国国债期货未平仓量大约为1.6万亿，而同期国债现券未偿还量大约为23.69万亿，占比大约为6.8%，曾经在19年2季度一度达到近12%。

美国期货成交量占比

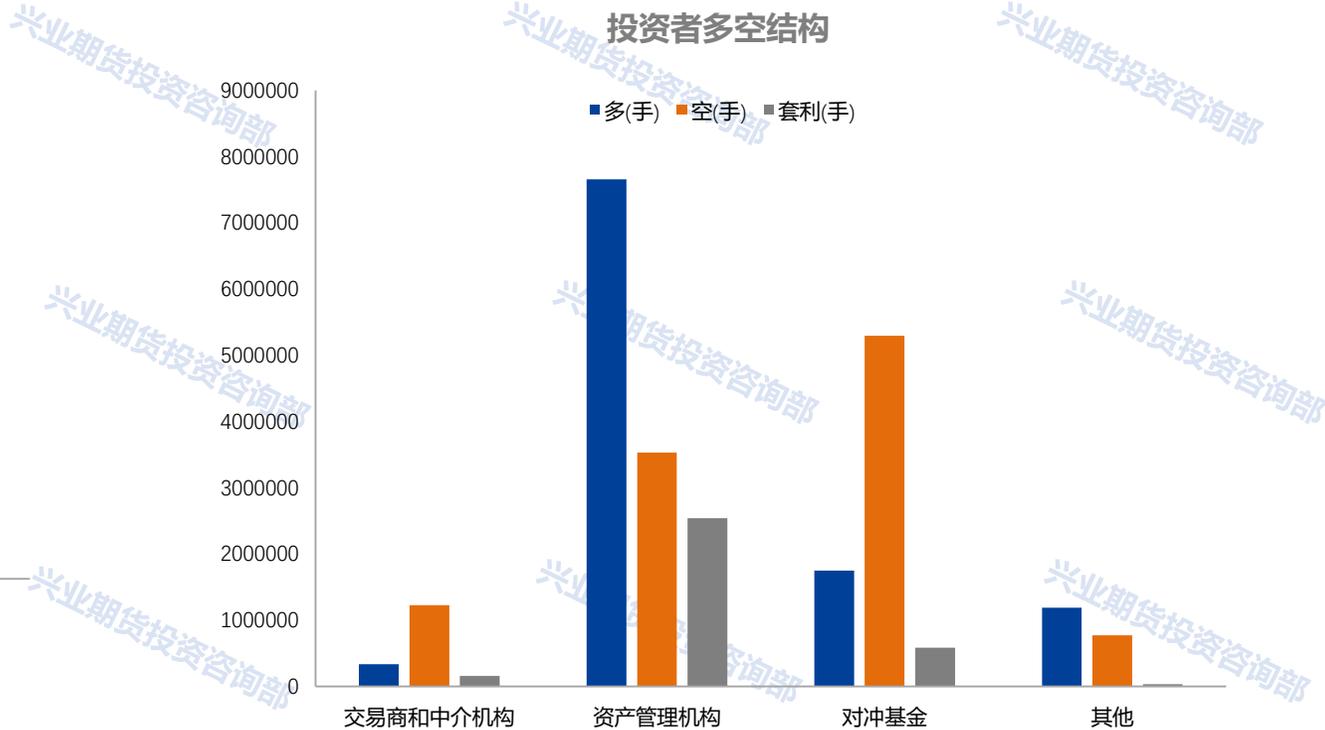
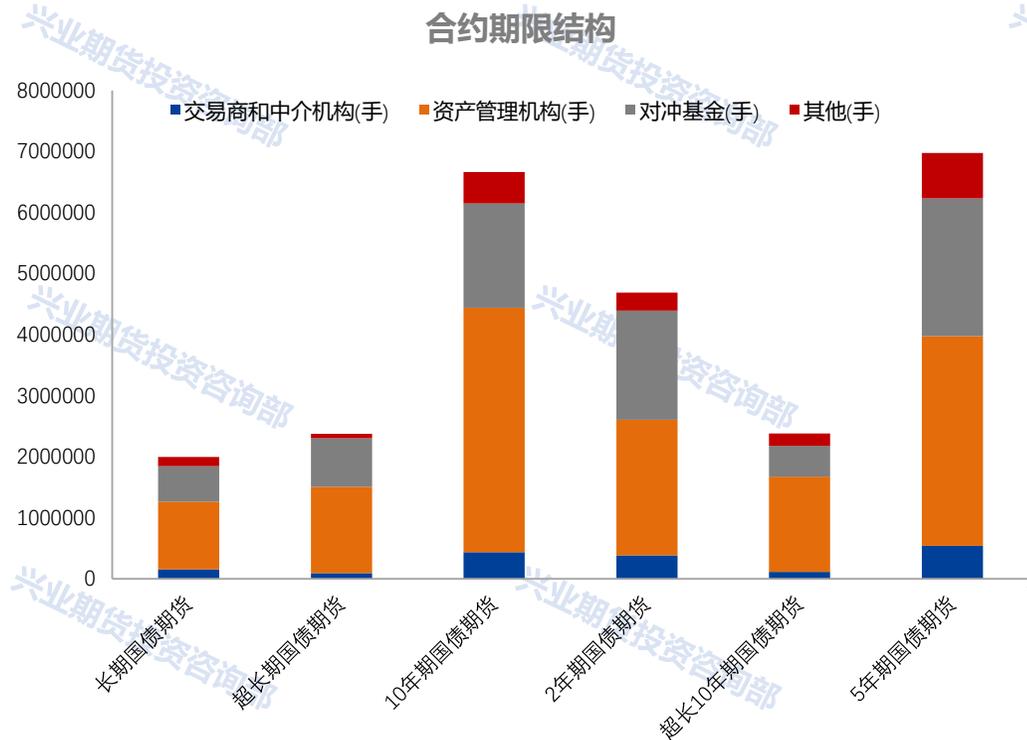


美国期货持仓量占比



美国国债期货市场情况 (2)：机构偏好5年和10年合约，银行持仓占比约7%

- 美国国债期货市场参与者主要可分为四类：1.以商业银行和投资银行为主的交易所或中介机构；2.资产管理机构，如：保险公司、养老金管理公司、共同基金等；3.以风险投资为主的对冲基金；4.其他金融机构：如财务公司、信用社等。
- 从最新截止2023年2月21日的CFTC持仓报告上来看，在期限上5年和10年期国债期货的持仓最多，其次是2年期国债期货。在投资者结构上，资产管理公司是最主要的多头参与者，而以风险投资为主的对冲基金则是最主要的空头参与者。银行主要以空头为主，在机构投资者中的持仓占比约7%。



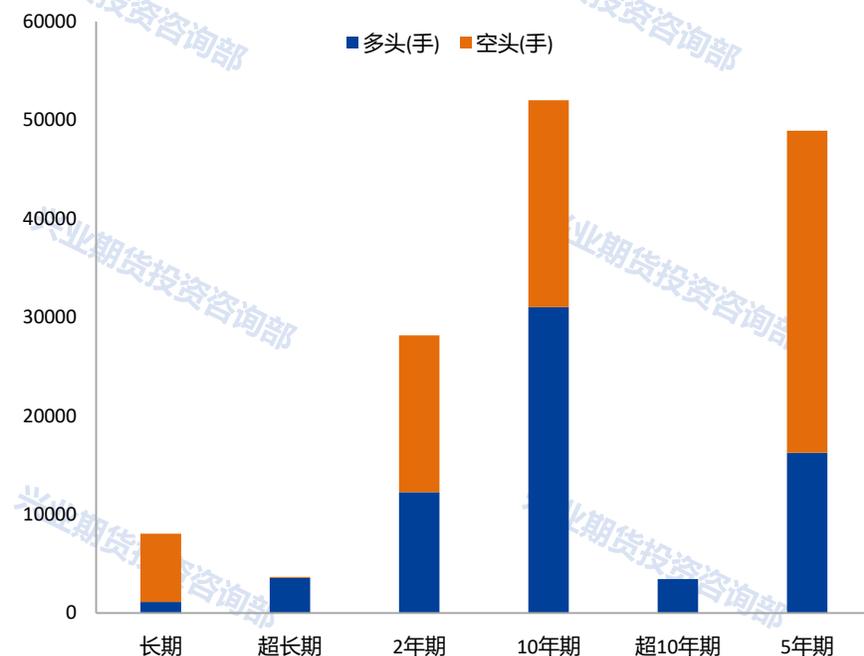
美国国债期货市场情况 (3) : 多数银行参与期货市场, 期债多空均有参与

- 根据OCC数据, 截止2020年Q2, 美国前25家银行中共24家银行有参与期货交易, 多数银行的期货持仓占其衍生品持仓的2%-5%之间, 部分银行期货占比达到近30%。
- 从国债期货持仓结构来看, 银行多空均有所参与, 尤其是在10年期及更长期限的合约上多头占比更多。

美国前25家银行衍生品持仓情况(2020Q2)

(百万美元)	全部资产	全部衍生品	期货(交易所)	期权(交易所)	远期(场外)	互换(场外)	期权(场外)	信用衍生品(场外)	期货/资产	期货/衍生品
JPMORGAN CHASE & CO.	3,213,115	52,298,483	1,260,921	2,610,220	10,904,477	28,111,329	8,161,091	1,250,445	39.24%	2.41%
GOLDMAN SACHS GROUP, INC., THE	1,141,526	42,509,967	1,465,848	3,378,792	6,274,318	20,570,145	9,714,469	1,106,395	128.41%	3.45%
CITIGROUP INC.	2,232,715	41,702,798	793,824	2,155,663	7,669,635	24,464,476	5,400,295	1,218,905	35.55%	1.90%
BANK OF AMERICA CORPORATION	2,741,688	36,843,470	1,162,030	1,030,137	9,531,200	20,124,732	4,092,967	902,404	42.38%	3.15%
MORGAN STANLEY	975,363	31,316,101	733,052	1,443,796	4,829,797	16,070,464	7,754,019	484,973	75.16%	2.34%
WELLS FARGO & COMPANY	1,968,766	12,591,448	266,061	228,901	5,716,602	4,646,959	1,652,709	80,216	13.51%	2.11%
MIZUHO AMERICAS LLC	47,522	6,242,131	22,690	12,472	775,918	5,280,850	144,813	5,388	47.75%	0.36%
HSBC NORTH AMERICA HOLDINGS INC.	283,450	5,705,802	300,762	479,274	955,905	3,567,105	319,479	83,278	106.11%	5.27%
SMBC AMERICAS HOLDINGS, INC.	24,757	5,242,763	148,259	1,309,186	1,507,648	1,467,580	808,867	1,223	598.86%	2.83%
STATE STREET CORPORATION	280,242	2,583,881	3,936	-	2,531,515	17,298	31,132	-	1.40%	0.15%
BANK OF NEW YORK MELLON CORPORATION, THE	442,316	964,561	7,287	158	288,057	642,367	26,527	165	1.65%	0.76%
U.S. BANCORP	546,652	650,766	15,226	500	107,725	373,338	142,815	11,162	2.79%	2.34%
BARCLAYS US LLC	148,325	637,226	13,356	240,212	325,600	14,567	-	43,491	9.00%	2.10%
RBC US GROUP HOLDINGS LLC	141,563	572,778	164,077	268,369	22,099	117,213	579	440	115.90%	28.65%
PNC FINANCIAL SERVICES GROUP, INC., THE	459,038	475,516	3,733	4,016	32,419	390,953	33,283	11,110	0.81%	0.79%
CREDIT SUISSE HOLDINGS (USA), INC.	121,584	439,085	8,919	3,531	208,385	115,701	11,069	91,478	7.34%	2.03%
TRUIST FINANCIAL CORPORATION	504,336	321,542	4,282	22,910	28,915	196,850	58,320	10,265	0.85%	1.33%
TD GROUP US HOLDINGS LLC	475,631	280,341	15,310	-	11,730	251,775	1,527	-	3.22%	5.46%
CAPITAL ONE FINANCIAL CORPORATION	421,296	269,698	6,751	-	11,807	243,965	1,308	5,867	1.60%	2.50%
NORTHERN TRUST CORPORATION	151,433	267,728	-	-	251,061	16,034	633	-	0.00%	0.00%
CITIZENS FINANCIAL GROUP, INC.	180,246	220,615	2,282	-	23,675	176,557	15,375	2,727	1.27%	1.03%
MUFG AMERICAS HOLDINGS CORPORATION	167,350	218,598	5,819	582	104,990	101,123	5,988	97	3.48%	2.66%
FIFTH THIRD BANCORP	202,906	144,376	1,130	181	8,039	99,505	30,437	5,085	0.56%	0.78%
AMERIPRISE FINANCIAL, INC.	154,916	135,991	5,611	5,674	270	66,974	54,880	2,581	3.62%	4.13%
KEYCORP	172,039	135,022	2,258	-	10,059	101,510	20,604	591	1.31%	1.67%

国债期货持仓情况(23.02)





策略及 应用效果

- ⊕ 空头套保策略及案例
- ⊕ 多头替代策略及案例
- ⊕ 套利策略及案例

风险管理

久期管理：通过国债期货调整组合久期，在利率上行时，减少组合价值损失

多头替代：在仓位调整或建仓难度较大时，可利用国债期货先行建仓

套期保值：在利率上行时，利用国债期货对冲利率风险

国债期货

资产配置

方向交易：在期货合约上建立多头或者空头，获取收益率下行或上行的收益

跨期套利：主力合约和次主力合约之间的组合套利

跨品种套利：二、五和十年期合约之间的组合套利

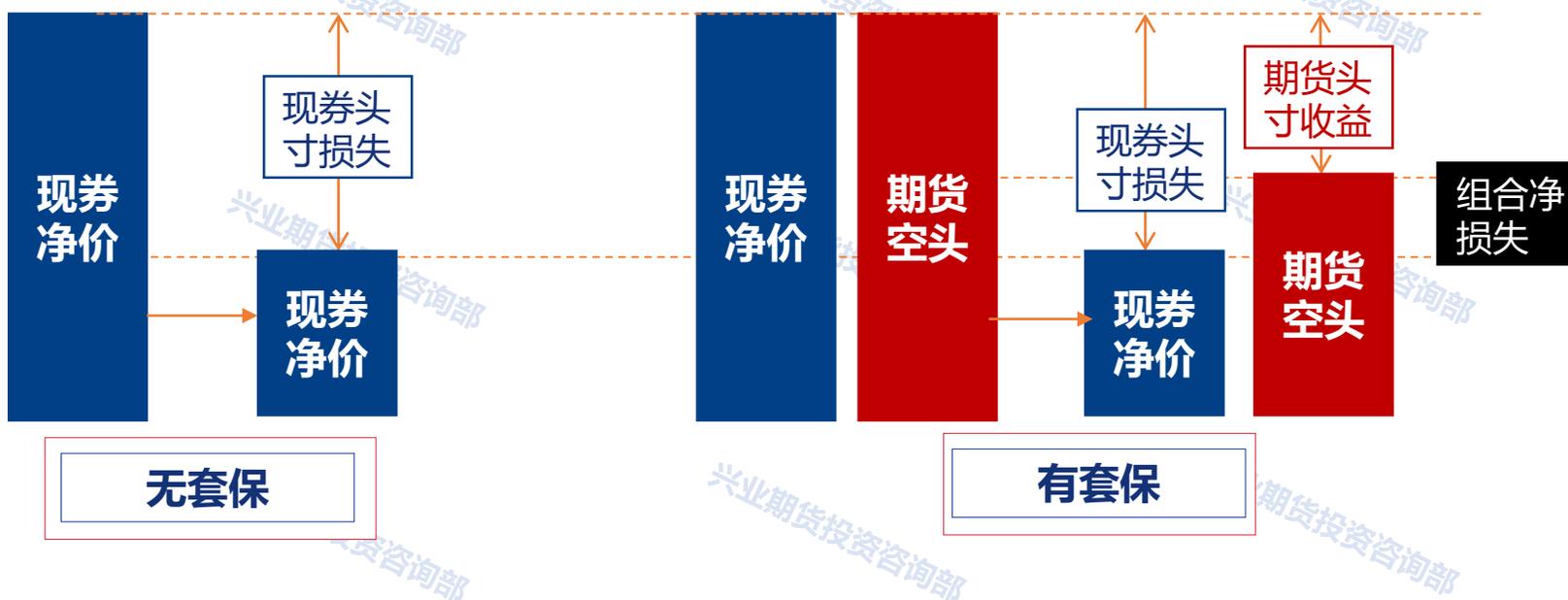
基差交易：期货合约和现券之间的组合套利，获取基差变动的收益

IRR套利：期货合约和现券之间的组合套利，持有至到期，获得无风险收益

交叉策略：期货合约与非可交割券（政金债、利率债等）组合套利

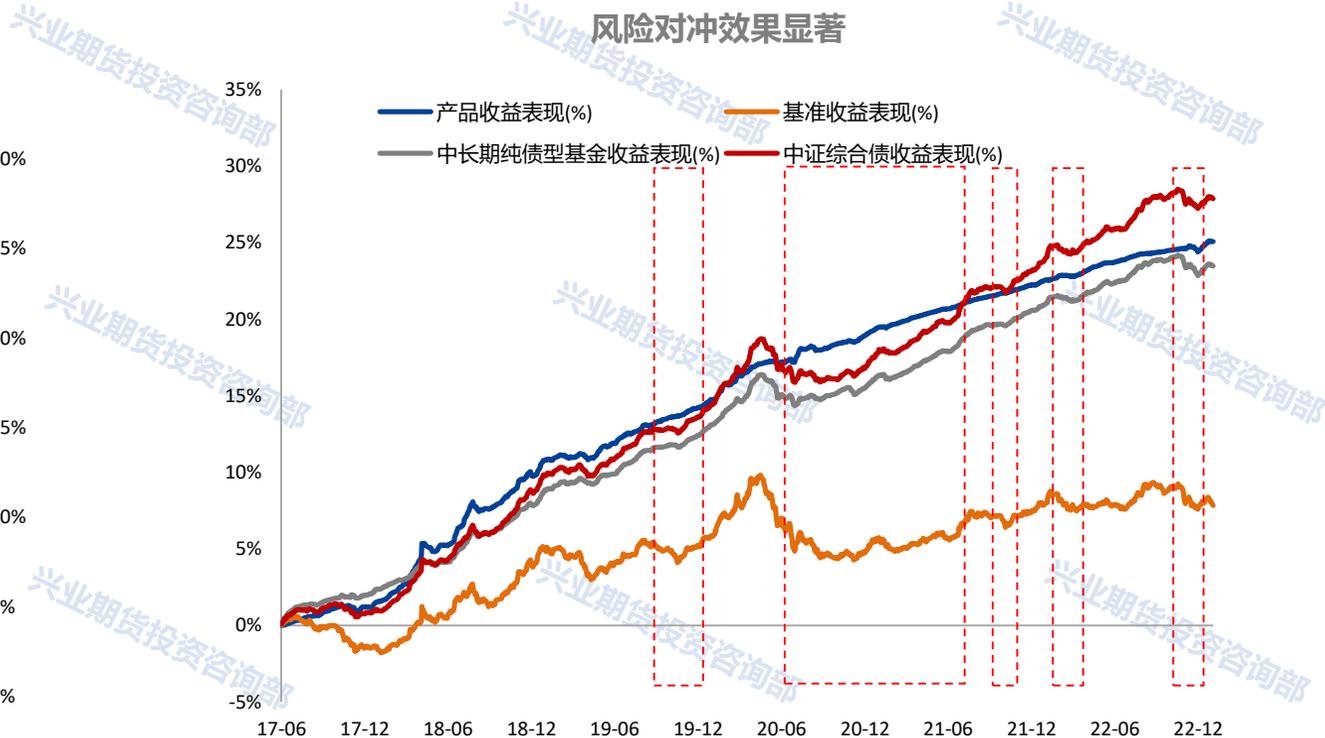
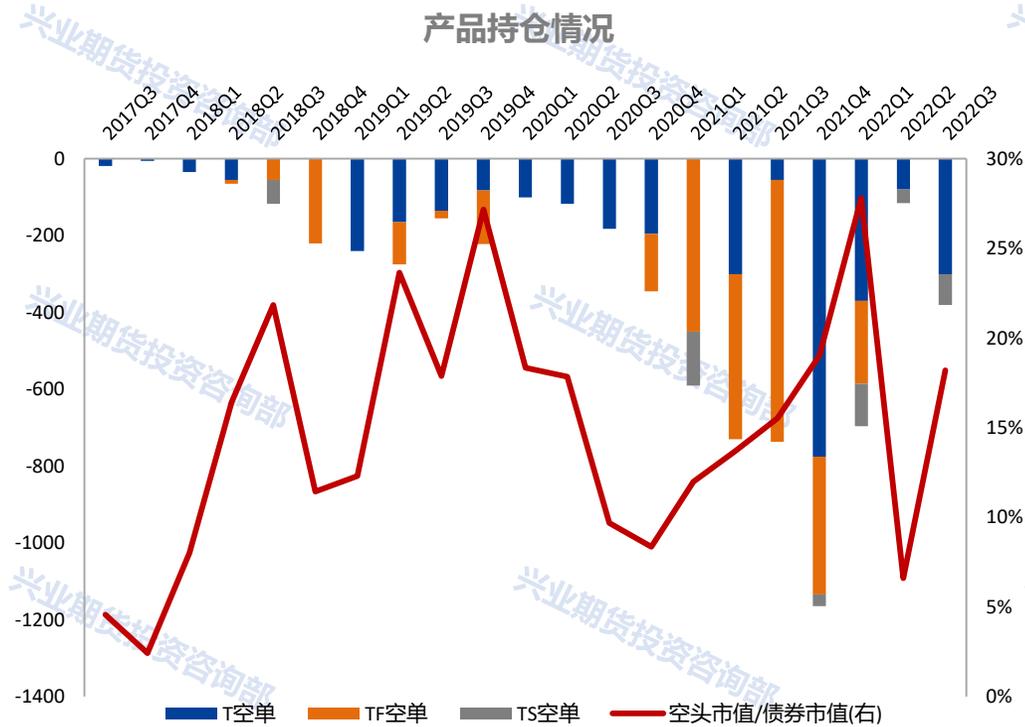
空头套保策略 (1) : 期现相关性高, 套保作用良好

□ 国债期货空头套保: 已经持有国债现券头寸, 但预期收益率会上行, 在期货端建立空头头寸, 以对冲现券价值下跌的损失。



空头套保策略 (2) : 控制回撤, 降低波动

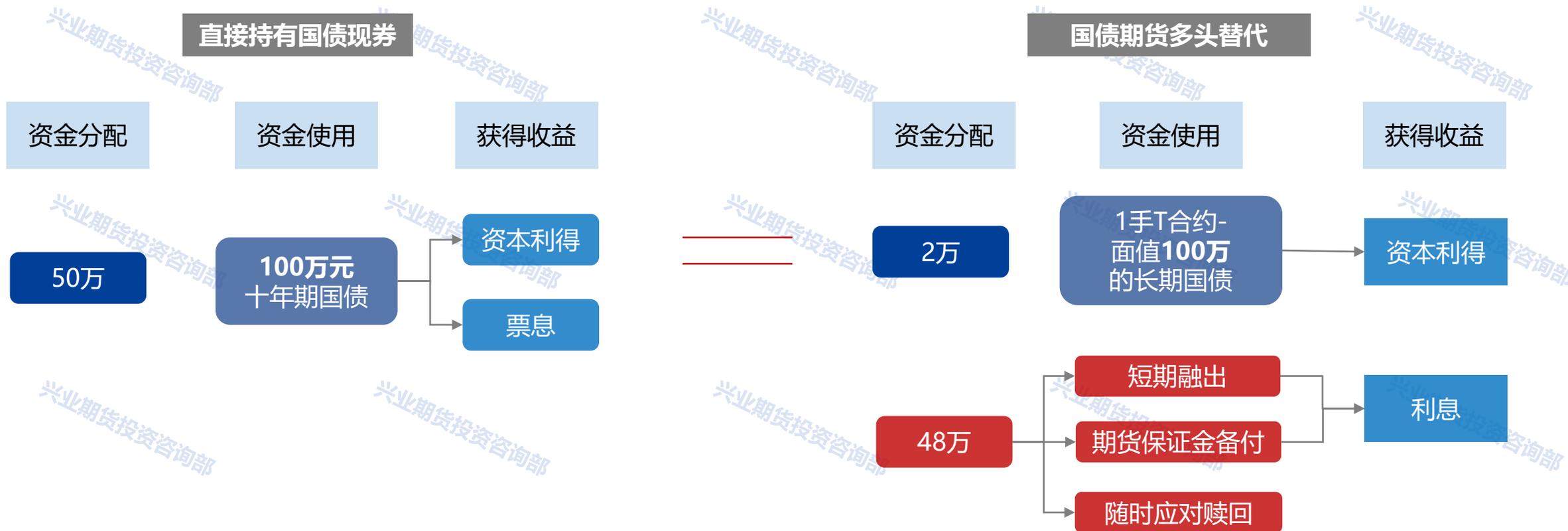
- 以某只中长期纯债基金为例, 其在2017年6月成立, 根据其季度报告显示, 从2017年3季度起就持续有国债期货持仓, 在空头持仓上, 以十年期国债期货为主, 但也会阶段性布局五年甚至两年期国债期货, 在其公告中称“国债期货操作主要通过国开债与国债期货配合交易, 并在国开置换中起到了对冲作用, 另外在市场波动的情形下, 通过国债期货的套保把握了波段机会。”
- 从业绩表现来看, 该基金在整体债市下跌期间表现明显要优于债市整体行情及同类产品表现。



多头替代策略 (1) : 杠杆属性降低资金占用, 提升流动性

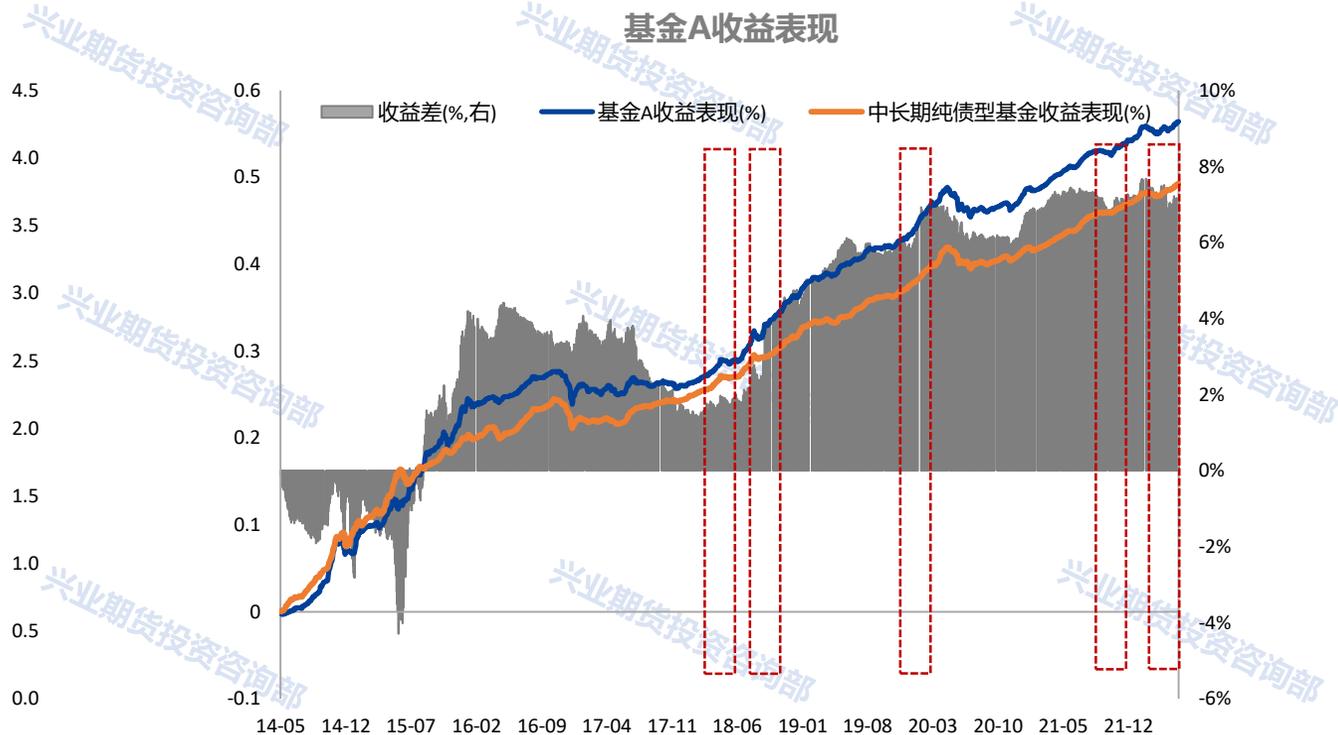
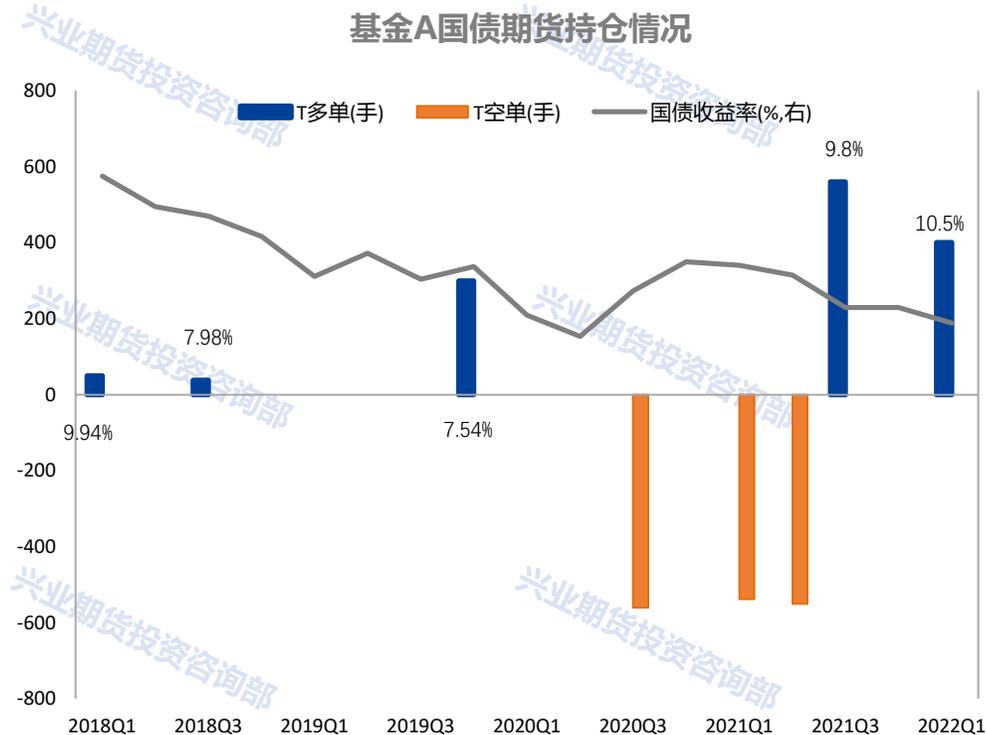
若想要配置面值100万的国债, 在现券市场通过质押回购的方式, 通常的杠杆率为2倍, 因此所需资金约为50万元, 而在期货市场, 利用国债期货保证金交易, 则仅需2万元就可获得对应100万国债现券的资本利得。与现券相比则多出48万可进行灵活分配, 既可用于期货保证金的备付, 也可用于短期资金的融出获得利息收益, 在年末资金相对紧张, 或赎回压力较大的情况下, 多数资金可随时用于应对赎回。

利用现券和国债期货配置价值100万的国债



多头替代策略 (2) : 杠杆作用, 增厚收益

- 从公募基金的实际使用案例来看, 利用国债期货采用多头替代策略能对收益起到增厚作用。以某只中长期纯债基金, 其成立于2014年, 并在2018年起使用国债期货。其在公告中提到, “运用国债期货对冲系统性风险、对冲特殊情况下的流动性风险; 利用金融衍生品的杠杆作用”等。而其收益表现在使用国债期货期间明显要好于同类型指数的表现。



套利模式

策略构建

策略要点

跨期套利

做多价差: 预期价差将扩大时, 买入近月合约同时卖出远月合约;
做空价差: 预期价差将缩小时, 卖出近月合约同时买入远月合约。

受到流动性因素的影响, 一般选择当季-次季的跨期组合

跨品种套利

做陡曲线: 当预期收益率曲线变陡时, 建立买TF-卖T组合;
做平曲线: 当预期收益率曲线变平时, 建立买T-卖TF组合;
碟式套利: 预期收益率曲线中端相对于长短端升幅度更大或降幅更小, 建立买T-卖TF-买TS组合; 预期收益率曲线中端相对于长短端升幅更小或降幅更大, 建立卖T-买TF-卖TS组合。

组合配比时, 一般按久期进行配比。

期现套利

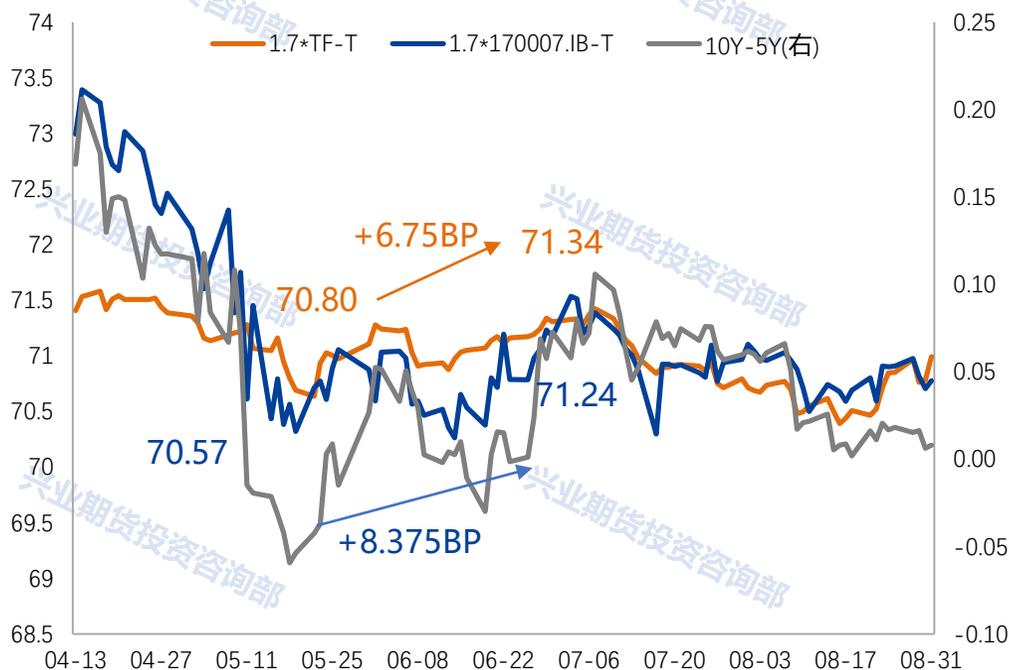
基差套利: 预期基差将会扩大, 买入国债现券、卖出国债期货; 预期基差将会缩小, 卖出国债现券、买入国债期货;
IRR套利: 当 $IRR > \text{资金成本}$, 则存在正向套利机会(买入现货卖出期货), 当 $IRR < 0$, 期债深度贴水, 存在反向套利机会(卖出现货买入期货)。

基差套利: 转换期权价值
IRR套利: 反向套利较难参与, 存在CTD切换的风险。

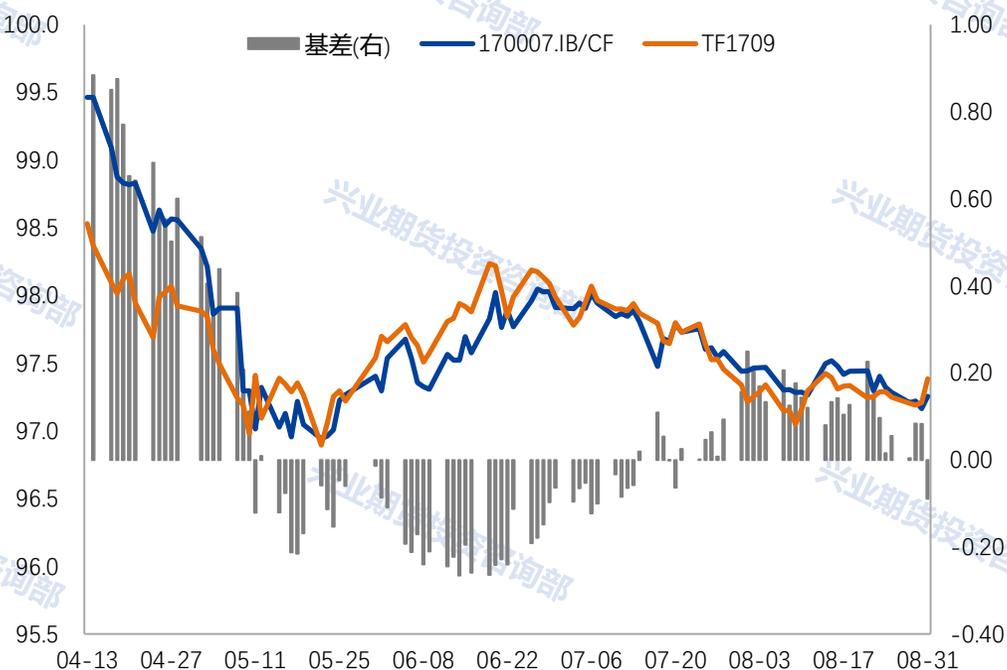
套利策略 (2) : 交叉策略, 获取双份收益

- 国债期货和国债现券的同步性表现较好, 但同时国债期货和现货之间仍存在基差, 基差的变动会对曲线策略收益造成影响, 获得超额收益。
- 现券做空难度较高, 容易形成较大的误差, 因此一般采用做多现券做空期货构建曲线策略。因此当基差处于较低位, 若利用现券做多, 则可以获得基差抬升所带来的。
- 以做陡收益率曲线为例, 受市场情绪的影响现货出现贴水, 基差为负。在预判后市基差将向上修复的情况下, 选择做多5年期活跃国债170007.IB, 做空T1709构建曲线策略, 其效果比用TF与T构建曲线策略多1.6个BP。

现券与期货构建收益率曲线策略



基差走强带来额外收益





附： 业务流程

- ⊕ 交易账户开立
- ⊕ 套保额度申请

国债期货业务流程 (1) : 交易账户开立

□ 小贴士：若于交易日14:45之前进行开户资料报送，当天编码可申请成功。



一般法人客户

- 1、三证（或五证）合一的营业执照副本原件扫描件及复印件；
- 2、开户许可证复印件；
- 3、开户代理人身份证原件扫描件及复印件；
- 4、法定代表人、指令下达人、资金调拨人、结算单确认人身份证复印件；
- 5、期货保证金存管银行任一家或多家账户；
- 6、客户携带公章、法人章等。

国债期货业务流程 (2) : 套保额度申请

- 小贴士：1.产品额度期现届满后仍然需要使用额度的，应当在产品额度有效期到期日前十个交易日之前向交易所提出新的产品额度申请；2.客户若已获得国债期货套期保值产品额度，可自动获得临近交割月份合约额度



额度类型	适用产品	申请方式	申请时间	额度有效期
产品额度	国债期货	按品种	申请时间无限制	自审核通过日的下一交易日起十二个月内有效
临近交割月份合约额度	国债期货	按合约	合约交割月份前两个月的第一个交易日至交割月份前的第五个交易日期间	自该合约交割月份之前的一个交易日至该合约最后交易日期间有效
申请材料		<ol style="list-style-type: none">《中国金融期货交易所套期保值与套利额度申请表》套期保值与套利交易方案申请临近交割月份合约额度的，应当向交易所报告机构净资产规模或产品资产净值以及持有的可交割国债相关信息。额度使用情况说明（续期、调整额度时提供）《中国金融期货交易所套期保值与套利客户信息登记表》交易所要求的其他材料。 <p>✳首次申请股指期货和国债期货产品额度请提供1、2、5申请材料，续期请提供1、2、4、5申请材料；申请国债期货临近交割月额度请提供1-5申请材料。</p>		

致 谢



地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城路167号兴业银行大厦11楼 邮编：200120

网址：www.cifutures.com.cn

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo, 315040, China

Tel: 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386