■ 备战国债期货之首战篇

国债期货今日首秀 平稳亮相概率大

私募、普通投资者将是初期主力

□本报记者 王辉 熊锋

国债期货6日正式挂牌。据业内人士预计，首日交易不会太过火爆，而参与交易的主体将是原来开过股指户的个人投资者以及私募，并且其玩法各有千秋。

对于近期走势，业内人士分析，主流机构仍倾向看淡短期债市表现，国债期货9月新上市后出现一段单边下行的行情可能性较大。

上市首日不会太过火爆

国债期货今日迎来重新起航后的首次亮相，众人无不充满期待。不过，业内人士不约而同地认为，国债期货市场活跃度应该有一定的培育过程，预计上市首日交易不会太过火爆。

中证期货副总经理景川表示，尽管目前现券数量、市场参与者、风险控制等各方面与3·27事件时相比有了根本性的变化，但无论是监管层还是市场参与者的态度都比较谨慎，因此市场的活跃程度会有一个逐步发展的过程，即“初期应尽量平稳，流动性将逐步增强”。同样，沪上某股份制银行的交易员也表示，预计上市首日的交易量不会很大。

值得一提的是，尽管十八载已过，但当年的一场“3·27”国债期货风波仍让一些期货业老人记忆犹新。据了解，在国债期货上市之初，用于国债期货交割的现券购买也主要从交易所市场获得，由于交易所市场现券交易量只占很少比重，这不免让一些投资者产生了“由于交易所债券市场流动性不足，导致逼空现象发生，重演3·27国债期货风波”的担心。不过，业内人士表示，历史不会重演，投资者不必过分忧虑。“当前市场环境与18年前已经不可同日而语，发生逼仓风险的概率很低”，银河期货国债期货分析师张国兵说。他表示，首先，国债期货合约的设计比较复杂，理性投资者需要计算隐含回购利率、久期、凸性等诸多指标，参与市场交易获利难度较大。其次，中金所为了防范逼仓风险，设定了如梯度保证金，滚动交割等制度，这些制度设计增加了操纵市场难度，并提高了参与该市场的交易成本。这样，发生逼仓风险的概率就会很低。

在张国兵看来，相对于逼空问题，市场的活跃程度倒是一个更值得关注的问题，因为市场活跃程度不高和进入交割月份进行实际交割数量不足，很可能产生国债期货价格与现货价格不回归现象的出现，导致国债期货价格的高估或低估。当然，这种市场的无效性，也给投资者带来了大量的投机与套利机会。

就国债期货上市首日可能的交易规模而言，国泰君安期货研究所总监陶金峰指出，金融属性明显的股指期货和黄金期货的交易情况有一定的参考价值，而从保证金角度看，国债期货介于股指期货与今年上市的黄金期货之间。当初上市首日，股指期货成交量为5.8万手，而黄金为12万手。“预计国债期货首日成交量将在8至10万手之间”，他称。

5年期合约相关条款

合约标的	面值为100万元人民币，票面利率为3%的名义中期国债				
可交割债券	合约到期月首日剩余期限为4-7年的记账式附息国债				
报价方式	百元净价报价	最小变动价位	0.002元	最低交易保证金	合约价值的3%
合约月份	最近的三个季月（3月、6月、9月、12月中的最近三个季月循环）				
交易时间	9:15-11:30，13:00-15:15	最后交易日	9:15-11:30		
每日价格最大波幅	上一交易日结算价的±2%	上市首日涨跌停幅度	挂盘基准价的±4%		
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五	最后交割日	最后交易日后的第三个交易日		
当日结算价	最后一小时成交价格按照成交量均加权平均价				
交割结算价	最后交易日全天成交量加权平均价				
交割方式	实物交割	最小交割数量	10手		
挂盘基准价	TF1312合约为94.168元，TF1403合约为94.188元，TF1406合约为94.218元。				
上市交易所	中国金融期货交易所	合约代码	TF		

CFP图片 合成/苏振

私募、普通投资者是初期主力

在交易主体方面，业内人士指出，个人投资者、私募基金等应该是国债期货上市首日参与的主体，证券公司、基金公司的参与度将有限，而银行、保险等机构暂时无缘国债期货的交易。

海通期货高级分析师徐莹分析，国债期货上市首日，参与交易的主要会是原来开过股指户的个人投资者以及私募；证券公司自营由于先前已经正式公布交易指引，再加上部分上市证券公司曾公布过参与国债期货的公告，因此将成为机构中的主力；基金的相关指引4日才正式公布，基金专户进入会快些，但公募因为涉及到契约条款更改以及内控制度的完善，所以首日暂时进不了。她表示，“从跟他们的交流中了解到，公募基金会维持一定时间的观望态度”。

对于首日的交易策略，徐莹也与不同类型的投资者有过沟通。她告诉记者，个人主要是做投机，因为目前从上交所、深交所的交易情况来看，最便宜可交割券几乎没成交，一点也不活跃，说明个人和私募这类没有银行间债券市场准入资格的投资者没有为了套利而买卖现券。

而就私募而言，徐莹表示，开始以为私募也会以投机为主，但是跟他们沟通之后，了解到他们还是以对冲为主，目的是对冲信用债的利率风险，让收益率曲线更为平滑。

银河期货国债期货分析师张国兵也认为，初期国债期货市场的参与者主要为基金、券商和一些个人投资者，预计个人投资者可能更多从事投机操作；而基金、券商等机构投资者，则可以利用自身现券交易以及金融工程方面的优势，在投机的同时执行套利、基差交易等高级策略操作。

主流机构仍看淡短期债市

在6月份市场钱荒重创债券市场之后，近两个多月来市场悲观情绪尽管曾出现多次小幅修正，但谨慎负面预期却始终难以消散。即便是8月末至今，在银行间市场资金利率出现显著下行、市场流动性回暖氛围有所上升的背景下，主流机构仍对于短期债市保持谨慎态度；不过，对于市场的中长期表现，机构预期则更倾向于相对乐观。

申银万国表示，近阶段资金面的宽松和债券一级市场的弱势形成鲜明对比，债券市场该涨不涨，对市场多头情绪的打压是非常明显的。目前来看，虽然商业银行的超储率有所上升，但银行备付金的上升幅度却更大，进而造成配债资金更少。综合各方面因素来看，目前压制债券市场的核心因素并没有改善，建议继续保持谨慎。

山西证券、招商证券等机构也认为，在宏观经济形势未出现强复苏、国际形势动荡的背景下，加上9月份有季末因素困扰，市场流动性将面临较大的不确定性，预计9月份债券市场整体较8月份难以有明显改善。考虑到未来不确定因素较多，债市持续性行情难度较大，中短期内可能只是交易性机会。

而国信证券则更具乐观倾向地指出，目前资金充裕与主流机构债券配置动力不足的情况并存，但预计不会一直延续。因为从宏观周期角度来看，现金为王的思路是在滞胀周期中出现的，而且具有长期性，但是目前更多是由于政策预期以及流动性谨慎心态所导致，因此不具有长期性。该机构表示，当流动性谨慎心态被消除后（例如三季末之后商业银行具备了自认为足够的资金安全垫），过剩的流动性必然涌向长期资产，因此，投资者不必过于担忧当前市场配置动力不足的问题，从更长时间来看，债市仍有机会重新回暖。

就期货走势而言，光大期货分析师刘瑾瑶指出，整个9月份中长期国债现券到期收益率很可能继续维持在当前的高位利率水平之上，不排除创出新高的可能。因此作为单边操作策略而言，国债期货9月新上市后出现一段单边下行的行情可能性较大。

■ 机构视点

华泰长城期货：预计上市首日将偏空震荡

挂牌价基本符合市场预期，保持了与仿真国债期货价格的连续性。由于目前可以参与国债期货的机构投资者有限，拥有大量现券的银行保险尚不能涉足，因此预计国债期货上市初期活跃度也有限，投资者多以投机策略为主。在经济基本面短期企稳、央行货币政策稳中偏紧、资金利率中枢整体上行以及三季度为国债供给高峰期等众多不利因素影响下，预计国债期货上市首日将呈现偏空震荡格局。由于国债期货交易手续费较为便宜，每手单边在10元左右（包括中金所和期货公司手续费），而国债期货最小波动为20元，基本可以覆盖交易成本，建议投资者短线适时博取价差。

中信建投期货：利用资金面特点跨期套利

重点关注资金面。货币政策“放短收长”的方向未变，市场对短期流动性缓解，长期流动性紧张的预期很强。近几天短期利率处于震荡并略微下滑的状态，反映到国债期货上很可能形成TF1309上涨，同时TF1403、TF1406涨幅较低甚至下降的局面。据此，建议投资者可以在市场回归理性后，利用这个特点形成一个跨期套利策略，既在市场回归理性后，买入TF1309，同时卖出TF1403，待价差扩大后可平仓退场。

东证期货：上市初期套利空间较大

结合股指期货的经验，国债期货在上市初期也会存在较大的套利空间。在套利策略方面，结合仿真期间正向套利收益率的状况，可以选择实施正向套利策略，现货方面可选择最便宜可交割券或者国债ETF。在我国国债期货市场还未成熟期间，国债期货合约的基差为负的概率较大，存在无风险套利机会，而等待市场逐渐成熟后，国债期货的套利机会也将减少。

宝城期货：参照风险承受能力寻求卖空

就个人投资者而言，可以在上市之初，建议参与TF1312合约的交易。从投机角度，个人投资者需要参照自己的风险承受能力，寻求卖空。对机构投资者而言，除了能够进行投机交易和捕捉套利机会之外，还可以通过国债期货进行对持有的现券进行套期保值，通过国债期货管理现货的久期和基点价值、资产配置和指数化投资。对于券商自营部门而言，基于对国债收益率上升的担忧，可以卖出相应的国债期货，现货组合久期会相应下降，可以避免或减少国债现货价格进一步下跌带来的损失。

首创期货：建议短线做多TF1312

针对最可能成为主力的TF1312而言，建议短线做多为主，并密切关注叙利亚战争的走势。就TF1312来说，若以13附息国债08作为CTD券来估计，期货价格约为97.600元，高于中金所的挂牌价94.168元。值得一提的是，如果用近期银行间成交最活跃的13附息国债15来估值，将会得到93.944元。由于国债期货上市初期债券的主要持有机构银行和保险公司的缺席，采用最活跃的国债作为估值最可信，也最能避免在交割环节出现风险。

国泰君安期货：TF1312开盘或在94.120-94.178元

预计国债期货TF1312合约首日开盘价位很可能在94.120–94.178元之间，投资者可以此作为开盘建仓的参考价位。交易策略上，以开盘15分钟TF1312成交量是否达到6000手作为首日成交是否足够活跃的判断标准，如果成交活跃，预计TF1312成交密集区间在93.658–94.316元，TF1403成交密集区间在93.770–94.428元；如果成交不活跃，预计TF1312成交密集区间在93.130–94.542元，TF1403成交密集区间在93.242–94.656元。日内交易投资者可在期货价格靠近区间上沿或者偏离区间上沿较远时做空。

招商期货：价差过小 关注跨期套利机会

建议投资者关注两点：一、短期看多。从收益率曲线上来看，周四5–6年期国债收益率上凸，有回归的要求，可能带动收益率下降，进而带动中期国债现货及期货价格升高。此外，目前上市券商只有招商证券和中信证券具有首日交易的条件，但是估计首日建仓量不大，公募基金交易指引4日才对外发布，首日参与可能性降低，而银行、保险等机构参与国债期货交易指引还未出台，这些都导致短期内金融机构做空力量有限。二、价差机会。从挂牌价来看，三个合约价差分别为0.02、0.03、0.05元，按照单利计算，年化收益率只有0.08%、0.06%、0.20%，价差明显过小，交易首日价差扩大应该是大概率事件，可关注跨期套利机会。（王超整理 更多报道见www.cs.com.cn）

机会远胜期指 期货公司充满期待

□本报记者 王超

“如果你错过了黄金的十年牛市，错过了股指期货上市初期的无风险套利机会，请不要再错过国债期货的盛宴！”中信建投期货总经理邵剑秋在电话中告诉记者，目前所有工作准备就绪，只待9月6日国债期货箭发。

多家期货公司负责人向中国证券报记者表示，他们对国债期货上市充满了期待，并在市场培育、资源整合和营销推广等方面为此做了充分准备。同时，为了严控风险，多数期货公司均将国债期货各合约交易保证金提高至5%，下周再恢复至4%。

对冲套利机会远胜期指

业内人士表示，随着我国利率市场化进程加快，未来利率波动幅度将会加大。利率管制的放开，有助于国债期货发挥价格发现功能，各类金融机构更加迫切地需要利用国债期货管理利率风险。随着中国经济增速的逐步放缓，美国量化宽松政策的渐次退出，未来金融市场的关注点可能将更多地集中到股指期货、国债期货等金融衍生产品。

而作为利率市场化改革的重要举措之一，国债期货的推出将在活跃现券交易、扩大直接融资比例、完善基准利率曲线、为各类金融资产提供定价依据等方面发挥重要作用。“由于国债期货实行实物交割，实际可用于交割的券种很多，其中蕴含的交易机会和衍生出的交易策略非常丰富。从理论上讲，国债期货对冲套利的机会远多于股指期货！”邵剑秋说。

业内人士还提醒，投资者应在充分了解交易规则的前提下进行参与和投资。

银河期货总经理姚广介绍，国债期货和股指期货最大的不同之处在于交割方式不同，股指期货采用现金交割，国债期货采用实物交割。国债期货的卖方必须拥有现券才能交割，没有现券却申报交割的话将面临违约风险；国债期货的买方收到的也将是国债现券，而不是像股指期货一样是现金，同时卖方拥有从一篮子可交割券里选择任意债券来交割的权利，所以国债期货的买方在申报交割前也应充分衡量是否真的需要交割拿券。

从严控制上市初期市场风险

据悉，在风险控制方面，针对国债期货交易的特点，许多期货公司有针对性的设计风险防范的规则、制度，为国债期货推出后能够平稳运行做好准备。

华泰长城期货总经理李杰告诉记者，在风控方面，交易所规定5年期国债期货各合约的交易保证金暂定为合约价值的3%，而该公司为从严控制上市初期市场风险，规定国债期货保证金率为5%，在交易所的基础上加收两个点。

记者了解到，多数期货公司均在首日将保证金比例提高到5%，待下周平稳运行之后再调低至4%。

此外，期货公司还纷纷积极开展投资者的教育，提升后台服务系统，并不断提升投研能力。长江期货总裁谭显荣介绍，作为券商背景期货公司，该公司依托长江证券，积极推进与证券研究部门、固定收益部门的合作，为机构投资者服务打下坚实基础。

据了解，首创期货成立了由总经理亲自挂帅，由多个部门着重对机构客户进行国债期货业务的推广和服务。公司研发的“久期调整计算器”可以满足机构投资者的对冲需求，而“国债期货基差套利策略系统”不但可以为机构投资者提供策略支持，还可以提供产品化服务，推动国债期货对冲产品和套利产品的发展。

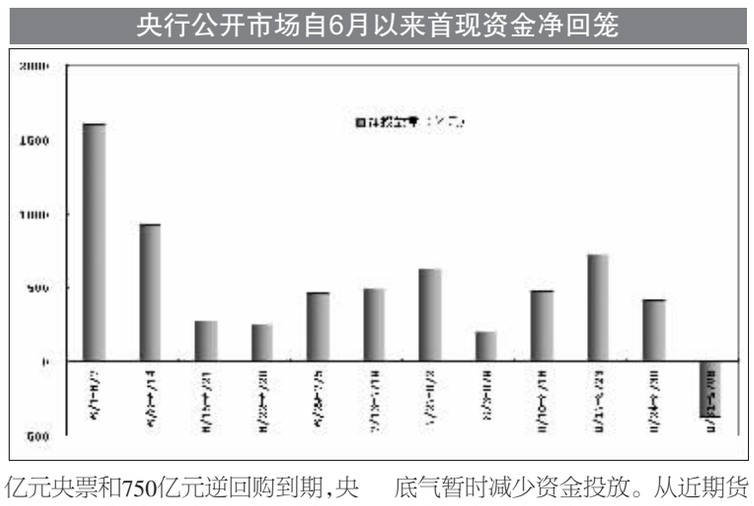
招商期货相关负责人于勇瑞介绍，截至目前，公司信息技术部三次全市场测试均全部通过，不存在任何问题；研究所4月份至今共计进行40余场次大型路演和培训，客户参与热情踊跃。“目前唯一的遗憾是银监会、保监会针对银行、保险等现货最大持有者的参与细则还未出台，初期暂时不能参与。”他表示。

资金面抗压能力增强 公开市场重现净回笼

□本报记者 张勤峰

伴随逆回购交易量萎缩，本周央行公开市场操作实现6月份以来的首次单周净回笼。分析人士认为，公开市场资金投放力度下降，侧面印证了资金市场趋稳、短期流动性需求减弱。同时，央行此时适度减少逆回购操作，也可避免增添下半月的资金投放压力。整体而言，鉴于当前银行体系较高的超储水平增强了资金面的安全边际，而且财政放款有望贡献新增流动性，9月资金面再现极端紧张的可能性不大。

央行公开市场自6月以来首现资金净回笼



6月以来首现单周净回笼

央行网站显示，央行周四开展了100亿元14天逆回购操作，中标利率持平于4.10%。此前，央行于周二开展了100亿元的7天期逆回购操作，中标利率亦持平于3.90%。与前一周操作相比，本周7天、14天逆回购双双呈量缩价平格局。

央行逆回购缩水，直接导致本周公开市场操作以净回笼收场。据Wind统计，本周（8月31日至9月6日）有180亿元央票和750亿元逆回购到期，央行开展两期共200亿元逆回购操作后，全周实现净回笼资金370亿元，为6月1日以来首次出现单周净回笼。

净回笼“久违”重现，特别出现在季末月份，难免有点“扎眼”。但分析人士认为，逆回购缩量乃至净回笼的出现，侧面印证了资金市场趋稳、短期流动性需求减弱。

一位银行交易员表示，9月上半月几无扰动，机构心态稳定，因此央行有底气暂时减少资金投放。从近期货币市场表现来看也正是如此。自8月下旬以来，银行间回购利率处于持续回落过程中，到9月4日收盘，隔夜回购降至3%，7天回购则跌破了3.5%，这一利率水平已是很多机构预测的下限。据很多资金交易员反映，8月下旬财政缴款影响退潮后，资金面便回归相对宽松状态，短期的资金融出较多，融资难度下降。有交易员进一步指出，市场利率已明显低于逆回购利率，交易商即便有需求，参与逆回购交易的兴趣也不大，因此资金宽松、需求减弱是逆回购缩量的重要原因。

此外，也有市场人士认为，央行顺势调降逆回购交易规模，可避免过多增加9月中下旬的资金投放压力，因为目前逆回购期限偏短，一般在月内就会到期。

季末流动性风险可控

虽然央行公开市场再现净回笼，对市场资金面却没有产生太大的影响。周四银行间质押式回购市场资金利率保持下行态势，隔夜资金减点融出较多，加权利率跌破3%至2.89%，7天利率也续降约2基点至3.47%，反映资金面抗压能力比前期显著增强。

业内人士指出，货币市场流动性状况，主要取决于银行机构超储率水平，超储率越高，流动性就表现得越充裕。6月份货币市场流动性异常紧张的原因之一，就是银行超储率下降，难以抵御多种因素的叠加冲击。不过，有了6月份的教训，商业银行更加注重流动性管理，对自身资产负债表进行调整，普遍提高了备付金水平。在这一过程中，虽然机构减少资金融出，造成了资金面的紧平衡，并限制了资金利率下行，但是随着超储率的提升，整个金融体系抵御流动性负面冲击的能力也在增强。

据国信证券的测算，目前大型商业银行的超储率在2%以上，中小银行多超过3%，这个银行体系的超储率在2.3%附近，已经达到年内最高的水平，而2011年以来，商业银行超储率平均值在1.7%左右。如果将1.7%视为中性水平，则目前高出的约0.6个百分点超储率为资金面提供了相当大的安全边际。该机构据此认为，资金面应对9月季末冲击的问题不大。

此外，有交易员表示，财政存款恢复季节性的投放也有助于增添流动性来源。从过去两年情况看，9月份财政存款通常呈现负增长，一般会带来3000–4000亿元资金投放。

整体而言，考虑到月末前银行等机构不大可能主动降低超储水平，资金利率继续下行的空间可能有限，但是资金面抗压能力已非6、7月份可比，流动性再现极端紧张的可能性不大。

一级市场孱弱延续

口行新债中标利率再度高于预期

中国进出口银行9月5日招标发行了该行2013年第22期、23期固息金融债。由于近期利率债市场迟迟乌云难散、机构心态继续保持负面，两期口行债中标利率均明显高于市场预期。

昨日招标两期口行债中，1年期品种采用单一利率荷兰式招标，3年期采用多重利率美国式招标，计划发行规模分别不超过100亿元和80亿元。

发行结果显示，当期招标的100亿元1年期固息口行债中标利率为4.58%，高于此前多家机构4.54%的预测均值；80亿元3年期固息债加权中标利率为4.71%，也高于4.66%的市场预测均值。两期利率新债的投标倍数分别为1.54倍和4.33倍。交易员表示，三年期边际中标利率达4.74%，甚至有机构投标在4.80%以上，这在推高三年期品种认购倍数的同时，也彰显了市场博取边际的投机心理较为浓重。从当前市况来看，虽然本周以来资金面明显有所转暖，但市场对于债市及中长期资金面的负面预期却未见缓解，机构心态整体低迷。（王辉）

今年以来进出口银行部分新债招标结果

名称	招投标日期	期限（年）	中标利率（%）	中标利差（%）	实际发行总额（亿元）	认购倍数	最终票面利率（%）
13进出02	2013-2-20	3.00	3.62		200.00	1.33	3.62
13进出06	2013-4-12	3.00		-0.20	150.00	1.34	3.68
13进出08	2013-5-9	1.00	3.20		100.00	2.40	3.20
13进出11	2013-5-22	1.00	3.20		100.00	2.74	3.20
13进出14	2013-7-12	1.00	4.04		100.00	1.28	4.04
13进出22	2013-9-5	1.00	4.58		100.00	1.54	4.58
13进出23	2013-9-5	3.00	4.71		80.00	4.33	4.71