

一季度证券市场创新动态----国债期货渐行渐进

创新动态研究报告

发布时间：2012年2月17日

投资要点：

1、国债期货仿真交易推出，国债期货正式推出渐行渐进。国债期货作为一种简单而又成熟的利率风险管理工具，其套期保值和价格发现功能已被市场认可，开启国债期货交易，能够为债券市场提供有效的定价基准和风险管理工具，从而建立由债券发行、交易以及风险管理三级市场构成的完整的债券市场体系。国债期货仿真交易2月13日开始，合约票面面额为100万元，最低保证金水平为3%，以5年期的中期国债为标的；但什么时候正式交易，有待于管理层的批准，不排除2012年下半年或2013年推出。

2、2月3日新修订的《中国金融期货交易所套期保值与套利交易管理办法》简化和优化了套期保值审批流程，引入了套利业务，有利于大资金客户套利活动。提升了机构投资者参与股指期货的效率，保证金、手续费优惠，而对基金专户、证券公司定向资产管理业务、限额特定资产管理业务、信托计划等，由于套利交易的推出将丰富其交易策略种类和产品设计。

3、固定收益产品创新受到重视，高收益债券市场有望正式启动。高收益债券信用等级差、发行利率高，具有高风险、高收益的特点。不排除管理层在2012年推出高收益债券，从长远看，高收益债发行可以缓解部分小微企业的融资困境，使部分风险偏好者挖掘高收益债的投资机会，尤其是引发一系列固定收益产品创新。

4、一季度IPO制度改革力度加大，是讨论的一个热点。新一轮IPO改革正在酝酿中，IPO预披露提前政策就是一个说明。新股定价市场化改革的关键在于完善询价和申购的报价约束机制，引入美国式招标方法，参与询价的机构投资者获配部分按其投标价格认购新股，长远看加快推进新股发行由审批制向备案制转变，同时加大对保荐人、承销商和中介机构的约束力度。

东北证券金融工程研究小组

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550511010005

TEL: (8621)20361161

FAX: (8621)20361138

E-mail: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市浦东新区源深路305号4楼

邮编 200135

一季度证券市场创新动态——国债期货渐行渐进

进入 2012 年 1 季度，中国资本市场各项创新活动相当活跃，国债期货仿真交易推出，跨境 ETF 进入审批程序后，跨市场 ETF 同时推进，证监会已正式受理，中国证监会网站披露信息显示，已正式受理华泰柏瑞沪深 300ETF 及其联接基金、嘉实沪深 300ETF。而三板市场也有重大的制度创新，新股发行制度改革也剑在炫上，固定收益产品创新也受到青睐。基于此，本报告试图对国债期货、套期保值与套利交易办法、高收益债券市场、IPO 制度改革等进行透视与跟踪。

一、国债期货仿真交易推出，国债期货正式推出渐行渐进，不排除年内推出的可能性

国债期货作为一种简单而又成熟的利率风险管理工具，其套期保值和价格发现功能已被市场认可，是全球最主要的金融期货品种之一。目前我国国债现货市场发展迅速，利率市场化步伐得到长足进展。开启国债期货交易，能够为债券市场提供有效的定价基准和风险管理工具，从而建立由债券发行、交易以及风险管理三级市场构成的完整的债券市场体系，对于中国债券市场的持续发展具有深远的意义。

国债期货仿真交易 2 月 13 日开始，但什么时候正式交易，有待于管理层的批准，不排除 2012 年下半年或 2013 年推出。作为利率期货标的的国债现货市场规模比较大，近两年国债发行量达到 1.7 万亿元，国债余额为 7.7 万亿元，相对于 1995 年国债发行总量不足 1000 亿元，可以说国债市场已经发生了很大的变化，其中大部分国债余额在银行。但国债现货市场交易并不活跃，而发展国债期货有助于国债二级市场的活跃。随着国债期货仿真交易的开展，投资者对国债期货关注也比较多。这次国债期货仿真交易合约大小适中，100 万元的票面面额，3%最低保证金水平，考虑期货公司保证金比例，估计 5 到 6 万元可做一手。但为 0.01 个点，每张合约最小变动 100 元，但由于国债现货日波动幅度比较小，并不适宜频繁操作。国债期货涨跌停板为 2%，如果考虑极端情况，隔日涨跌停的最大盈亏在 2 万元左右。值得一提的是，本次仿真交易选择 5 年期的中期国债作为标的，是由于我国 4-7 年剩余年限的国债存量最大，可交割国债量在 1.6 万亿元左右，日均成交量在 60 亿元左右，市场流动性强，具有良好的现货基础。在规避风险方面，其设计采用名义标准券，采用转换因子进行折算交割，选择“最便宜债券”交割，这在某种程度上控制了逼仓风险。

其实，相对于股指期货，国债自身价格波动比较小，自然国债期货的保证金和涨跌停板设计不可能像股指期货。标的物利率和市场利率之间的相关性影响着国债期货价格的波动。而国债期货的推出，实际上是为机构投资者尤其是银行提供了一种风险管理工具，更为重要的是，国债期货的推出，有利于推进利率市场化步伐，挖掘基准利率的收益率曲线，反过来，竞争充分的国债期货市场又会促进国债现货市场的发展，进而促进中国债券市场的长远发展。

二、套期保值与套利交易规则的完善丰富了机构投资者的交易策略与产品设计

2012 年 2 月 3 日新修订的《中国金融期货交易所套期保值与套利交易管理办法》出台，该《办法》优化了套期保值管理业务，引入了套利业务的制度措施，是股指期货上市以来中金所推出的一项重大改革创新举措。《办法》简化和优化了套期保值审批流程，引入了套利业务，新增了对套利交易的界定，加强并完善对套期保值与套利业务的管理，不断满足市场套保、套利需求，有利于大资金客户进行套利活动。如新改的条款，套期保值额度的有效期为自获批之日起 12 个月内，在某一合约最后 5 个交易日内获批的新增套期保值额度不得在该合约上使用，会员、客户在套期保值、套利额度期限届满后仍然需要进行套期保值、套利交易业务的，应当在额度有效期到期前 10 个交易日向交易所提出新的额度申请。那么办法出台对机构投资者有什么影响？由于公募基金、QFII、证券公司自营业务、证券公司集合资产管理业务（不含限额特定资产管理业务）等参与股指期货以套期保值为目的，套期保值与套利交易管理办法对于这类机构参与股指期货的申请和审批手续有所简化，保证金、手续费优惠，提升了其参与效率。而对基金专户、证券公司定向资产管理业务、限额特定资产管理业务、信托计划等参与股指期货并没有只是限于套期保值的规定，因此套利交易的推出将丰富交易方式、产品种类，而券商可以设计各类套利对冲类的理财产品。可见，对于这类机构来说，套利推出将丰富交易策略种类和产品设计，提升创新效率。

表 1 仿真交易国债期货条款

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 年期名义标准国债
报价方式	百元报价
最小变动价位	0.01 个点（每张合约最小变动 100 元）
合约月份	最近的三个季月（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：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 3%
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	在最后交割日剩余期限 4—7 年（不含 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

资料来源：根据中国金融期货交易所相关信息资料统计

三、固定收益产品创新受到重视，高收益债券市场有望正式启动

证监会主席郭树清 2011 年 12 月两次公开讲话都表示要鼓励发展高收益债，作为固定收益类金融产品的创新之一。而近期有关高收益债券市场有望启动的消息引起大家的关注，高收益债券，在西方国家称之为垃圾债券，其实就是信用等级低于投资级别的债券，鉴于其信用等级差、发行利率高，因此具有高风险、高收益的特点。如果发行高收益债，有利于缓解中小企业融资难题，丰富完善债券市场结构，为投资者提供更加多样化的投资产品。不排除管理层在 2012 年推出高收益债券，目前高收益债相关事宜主要由证监会和上海证券交易所推动，也将限于交易所市场流通。根据各方信息，高收益债券初步设想要点包括：发行不设行政审批，非公开发行，非上市公司也可发行，产品设计如期限、利息设计等高度市场化，划定合格投资者范围，先启动相关发行再建立回购、质押等交易制度。从这些讨论要点来看，高收益债券具有发行流程简单高效、回报率市场化等比较优势。

据估计，2011 年全球高收益债券即垃圾债发行规模接近 5000 亿美元，在海外市场，高收益债券通常是由信用等级较低或盈利能力较差的公司发行，美国对于垃圾债的定义是在 BBB 级以下，即投机级。我国是什么评级，目前还没有明确的规定。

表 2 部分信用评级不高的企业债收益率统计（2 月 16 日）

证券简称	票面利率	发行信用等级	发债主体信用等级	最新信用等级	收盘价元	到期收益率
11 张保债	7.80%	AA	AA	AA	101.37	7.79%
11 泛海 01	8.80%	AA	AA	AA	101.59	8.78%
11 泛海 02	8.90%	AA	AA	AA	101.61	8.89%
08 奈伦债	8.00%	AA	A+	AA	104.85	8.67%
08 吉高速	5.65%	AA	AA	AA	98.40	7.84%
08 西城投	6.38%	AA	AA-	AA	97.78	7.64%
08 东特债	7.10%	AA	AA-	AA	101.05	7.08%
08 长兴债	8.13%	AA	AA-	AA	101.96	8.03%
09 渝水投	5.92%	AA	AA	AA	94.13	7.72%
09 怀化债	8.10%	AA	AA-	AA	107.26	8.30%
09 哈城投	7.08%	AA	AA	AA	101.58	8.03%
09 许继债	4.60%	AA	AA-	AA	104.18	5.06%
09 华西债	6.05%	AA	AA-	AA	97.86	8.52%
09 兖城投	6.80%	AA	AA-	AA	107.74	5.72%
11 富阳债	7.33%	AA	AA-	AA	101.82	8.46%
11 长交债	7.20%	AA	AA-	AA	99.50	9.23%

资料来源：根据 WIND 统计

从长远看，高收益债发行可以缓解部分微小企业的融资困境，另一方面可以使部分风险偏好者挖掘高收益债的投资机会，以与其投资能力相匹配，使得投资方式多元化。当然，高收益债的推出也有可能引发一系列固定收益产品创新，发行一些风险对冲的工具，如基金打包购买高收益债，这样可以降低风险。但高收益背后高风险不容忽视，投资者要承担可能的违约风险。如 11 海龙 CP01 的主体信用评级为 CCC，违约风险比较高，11 海龙 CP01 中债估值收益率高达 60%，可见风险比较高。高收益债券在交易所上市后，应实施合格投资人的分类管理，交易对象主要包括保险、券商、信托等在内的机构投资者，降低因风险出现而带来的社会成本，也可考虑引进更多海外投资者参与高收益债券。

四、IPO 制度改革力度加大，引入美国式招标方法可能是定价方向

中国证监会主席郭树清 1 月 8 日在 2012 年全国证券期货监管工作会议上表示，要完善新股价格形成机制，改革股票承销办法。可以说，新股发行制度改革是 2012 年中国证券市场不应忽视的主题。证监会近期发布了《关于加强新股询价申购管理有关问题的通知》，要求各基金管理公司应高度重视新股询价申购的管理工作，不得进行非理性报价。长期以来，新股发行的“三高”问题是市场关注的焦点，尤其是高发行市盈率最为典型，如 2010 年 1 月底，创业板新股三维丝发行市盈率高达 102.81 倍，而 2010 年 4 月，中小企业板新股海普瑞发行价格高至 148 元。新股发行的不合理，导致证券二级市场股票价格的不合理定价，使得投资者遭受损失。而发行制度的市场化，有助于证券市场资源配置效率的提升。新一轮 IPO 改革正在酝酿中，IPO 预披露提前政策就是一个反映，2 月 1 日证监会首次对外公开 IPO 审核工作流程及申报企业在审情况，截至 1 月 31 日，共有 515 家企业处于初审、落实反馈意见、已经预披露和中止审查状态。这无形提高了 IPO 过程中的信息披露程度，而新股定价市场化改革关键在于完善询价和申购的报价约束机制，借鉴海外成熟市场经验，加大机构投资者的网下申购比例，引入美国式招标方法，改变目前统一中标价格的方式，采用多重价格进行询价投标，参与询价的机构投资者获配部分按其投标价格认购新股（从高到低），改变相关方的博弈行为和模式，从根源上增加高报价风险而抑制报价虚高的问题，从而治理新股高价发行的困惑。长远看，就是要加快推进新股发行由审批制向备案制转变，同时加大对保荐人、承销商和中介机构的约束力度，若有违规行为，则加大对其惩罚力度。本次 IPO 改革如果成功，对于二级市场投资者是有

利的，保护了中小投资者的权益，在某种程度上也会优化新股供给需求机制，长远看有利于提高证券市场资源配置效率。

表 3 部分中小板和创业板新股发行统计

名称	发行价格	上市板	PE(发行后)	PE(发行前)	预计募资	实际募资	中签率(%)	上市日期
安科瑞	30.00	创业板	32.97	24.79	1.037086	2.6010	1.14	2012-1-13
国瓷材料	26.00	创业板	55.32	41.94	1.7001	4.0560	1.63	2012-1-13
江南嘉捷	12.40	主板	24.80	18.51	3.454797	6.9440	4.54	2012-1-16
海思科	20.00	中小板	32.87	29.58	6.473513	8.0200	3.14	2012-1-17
扬子新材	10.10	中小板	18.74	14.07	2.84517	2.6947	0.46	2012-1-19
飞利信	15.00	创业板	37.50	28.30	1.4019	3.1500	1.54	2012-2-1
华录百纳	45.00	创业板	82.46	61.85	2.52	6.7500	4.61	2012-2-9
N东风	13.20	主板	18.08	16.30	7.700862	7.3920	1.94	2012-2-16
N荣科	11.11	创业板	23.15	17.63	1.287016	1.8887	0.71	2012-2-16
N利德曼	13.00	创业板	37.14	27.66	1.8514	4.9920	2.29	2012-2-16
N朗玛	22.44	创业板	34.00	25.50	2.369397	3.0070	2.30	2012-2-16
共达电声	11.00	中小板	29.73	22.45	3.0083	3.3000	0.79	2012-2-17
万润科技	12.00	中小板	30.00	22.64	2.45553	2.6400	0.54	2012-2-17

资料来源:根据 WIND 统计和东北证券

附录 1 中金所套期保值与套利交易管理办法

第一章 总则

第一条为规范套期保值与套利交易业务管理，发挥期货市场功能，促进期货市场规范发展，根据《中国金融期货交易所交易规则》，制定本办法。

第二条 本办法所称套期保值包括买入套期保值和卖出套期保值。

第三条 本办法所称套利包括期现套利、跨期套利和跨品种套利等。

第四条 会员、客户在中国金融期货交易所(以下简称交易所)从事套期保值、套利交易业务应当遵守本办法。

第二章 额度申请与审批

第五条 交易所实行套期保值、套利额度审批制度。客户申请套期保值、套利额度的，应当向其开户的会员申报，会员对申报材料进行审核后向交易所办理申请手续。会员申请套期保值、套利额度的，直接向交易所办理申请手续。

第六条 会员、客户申请套期保值、套利额度，应当向交易所提交下列申请材料：

(一)套期保值、套利额度申请:

(二)套期保值、套利交易方案:

(三)申请人的有效身份证明材料;

(四) 近期证券交易市场交易情况及相关明

(五) 历史套期保值、利交易情况说明:

(六)交易所要求的其他材料。

第七条 证券交易所根据市场交易情况以及申请人的申请材料、资信状况审批其套期保值、其套期保值、其套期保值、利额度。

第八条 交易所在正式受理套期保值、利额度申请后受理套期保值 5 个交易日内作出审批决定。交易所在
审批过程中交易所在审批过程中交易所在审批过程中交易所在审批过程中交易所在审批过程中交易所在审

批过程中交易所在审批过程中交易所在审批过程中交易所在审批过程中可以要求申请人对申请材料进行补充说明，补充材料时间不计入审批时间。

第九条 获批套期保值、套利额度可以在同一品种多个月份合约使用，同一品种各合约同一方向套期保值、套利持仓合计不得超过该方向获批的套期保值、套利额度。

第十条 套期保值、套利额度自获批之日起 12 个月内有效，有效期内可以重复使用。会员、客户在套期保值、套利额度期限届满后仍然需要进行套期保值、套利交易业务的，应当在额度有效期到期前 10 个交易日向交易所提出新的额度申请。

第十一条 在某一合约最后 5 个交易日内获批的新增套期保值额度不得在该合约上使用。

第十二条 会员、客户需要调整套期保值、套利额度的，应当向交易所提出书面变更申请。获批调整后的套期保值、套利额度自获批之日起 12 个月内有效。

第三章 交易

第十三条 会员、客户进行买入套期保值套期保值或者卖出套期或者卖出套期保值交易的，应当按照套期保值方案执行。

第十四条 会员、客户进行期现套利交易的，应当在买入(卖出)期货市场合约的同时或者相近刻在证券上卖出(买入) 出(买入) 价值相当的股票、基金等有价证券。

第十五条 会员、客户进行跨期套利交易的，应当在同时或者相近时间进行价值相当、方向反的交易。

第十六条 会员、客户进行跨品种套利交易的，应当在同时或者相近刻在不同品种的合约间进行价值相当、方向相当、方向相反的交易。

第十七条 会员、客户期货套利净持仓的合约价值应当与会员、客户期货套利净持仓的合约价值应当与其相对应的证券资产价值当、方向反。

第十八条 交易所可以对套期保值、利的手续费等采取优惠措施。

第四章 监督管理

第十九条 交易所可以对申请人的有关经营状况、资信情况及期货、证券市场交易行为进行监督和调查，会员及相关客户应当予以协助和配合。交易所可以要求申请人报告其在期货市场、证券市场的交易情况。

第二十条 交易所可以对申请人获批套期保值、套利额度的使用情况进行监督管理，可以根据市场情况对申请人的套期保值、套利额度进行调整。

第二十一条 会员、客户套期保值持仓、套利持仓超过其相应的证券资产配比要求的，交易所可以要求其限期调整；逾期末进行调整或者调整后仍不符合要求的，交易所可以对其采取谈话提醒、书面警示、限制开仓、限期平仓、强行平仓、调整或者取消其套期保值、套利额度等措施。

第二十二條 會員、客戶同一品種各合約同一方向套期保值持倉、套利持倉合計超過該方向获批套期保值、套利額度的，应当在下一交易日第一节交易結束前自行調整；逾期末進行調整或者調整后仍不符合要求的，交易所可以對其採取談話提醒、書面警示、限制開倉、限期平倉、強行平倉、調整或者取消其套期保值、套利額度等措施。

第二十三条 会员、客户未在规定期限内申请新的套期保值、套利额度的，应当在套期保值、套利额度有效期到期前对套期保值、套利持仓进行平仓；逾期不平仓的，交易所可以对其采取谈话提醒、书面警示、限制开仓、限期平仓、强行平仓等措施。

第二十四条 进行套期保值交易的会员、客户频繁进行开平仓交易的，交易所可以对其采取谈话提醒、书面警示、限制开仓、限期平仓、强行平仓、调整或者取消其套期保值额度等措施。

第二十五条 会员、客户利用套期保值、套利额度进行影响期货合约价格等违法违规行为的，交易所可以对其采取谈话提醒、书面警示、限制开仓、限期平仓、强行平仓、调整或者取消其套期保值、利额度整或者取消其套期保值、利额度整或者取消其套期保值、利额度整或者取消其套期保值、利额度整或者取消其套期保值、利额度等措施。

第二十六条 会员、客户未按照规定履行报告义务的，交易所交易所可以对其采取对其采取谈话提醒、书面警示、限制开仓、限制开仓、限制开仓、期平仓、强行调整或者取消其套期保值利额度等措平仓、强行调整或者取消其套期保值利额度等措施。

第二十七条 会员、客户在进行套期保值、套利申请和交易时，存在欺诈或者违反法律法规和交易所规定的其他行为的，交易所可以不受理其套期保值、套利额度申请，调整或者取消其套期保值、套利额度，将其已经建立的相关套期保值、套利持仓予以部分或者全部强行平仓，并按照《中国金融期货交易所违规违约处理办法》的有关规定处理。

第五章 附则

第二十八条 违反本办法规定的，交易所按照本办法和《中国金融期货交易所违规违约处理办法》的有关规定处理。

第二十九条 本办法由交易所负责解释。

第三十条 本办法自 2012 年 2 月 3 日起实施。2010 年 2 月 20 日发布的《中国金融期货交易所套期保值管理办法》同时废止。

资料来源：中国金融期货交易所网站 2012-02-03 18:59

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。