



国债预发行研究专题之一

预发行机制初探

国债期货专题

摘要

1、上海证券交易所将于10月10日推出国债预发行业务，而首次参加预发行的国债有望是7年期国债。债券预发行机制在国外运作已经相对成熟，但在国内仍属空白。目前，在利率市场步伐加快的背景下推出，意义深远。

2、国债期货上市已将近一个月，成交量适中，交投惨淡，交易所市场内更是冷清，在此时期，上交所力推7年期国债预发行，可以进一步活跃交易所债券市场，同时也为国债期货注入活力。更为重要的是，根据目前收益率走势，此7年期国债极有可能成为国债期货的最便宜可交割券，因此预发行国债走势与TF1312走势的相关性程度值得期待。

3、在环节设计和风险管理上，国内预发行机制与国外存在较大差异。

4、国债预发行其本质上属于远期交易，因此如果价格区间变动出现偏离，将为套利交易创造空间。

作者：仇晓莉

邮箱 qiuxiaoli@csc.com.cn

电话 023-86769675

从业证书号：F0299859

发布日期：2013-09-30

目 录

一、引言	2
二、国外预发行交易	2
1、定义	2
2、交易模式	2
三、国内预发行模式	4
四、结论	5

一、引言

上海证券交易所将于 10 月 10 日推出国债预发行业务，而首次参加预发行的国债有望是 7 年期国债。其实，早在今年 3 月，财政部就已经联合人民银行、证监会宣布开展国债预发行试点，并发布了《关于国债预发行试点的通知》。如今，在国债期货推出 1 个月后，预发行业务紧随国债期货被推出，其意义可谓深远，除了配合利率市场化、活跃国债一级与二级市场之外，也将为目前并不活跃的国债期货市场注入活力。本文将以外预发行机制展开叙述，再根据 3 月财政部公布的《关于开展国债预发行试点的通知》对国内预发行机制进行初步解析。

二、国外预发行交易

1、定义

预发行交易（When-issued trading，简称 WI）是指证券虽已被授权核准招标发行，但尚未正式招标发行，市场就对该期债券先行买卖交易的行为。由于预发行交易是在当下对未来即将拍卖发行的债券的远期价格在即期进行买卖交易，但资金与债券的交割则发生在未来，因此预发行交易可视为一种短期的远期交易。

2、交易模式

（1）时间安排

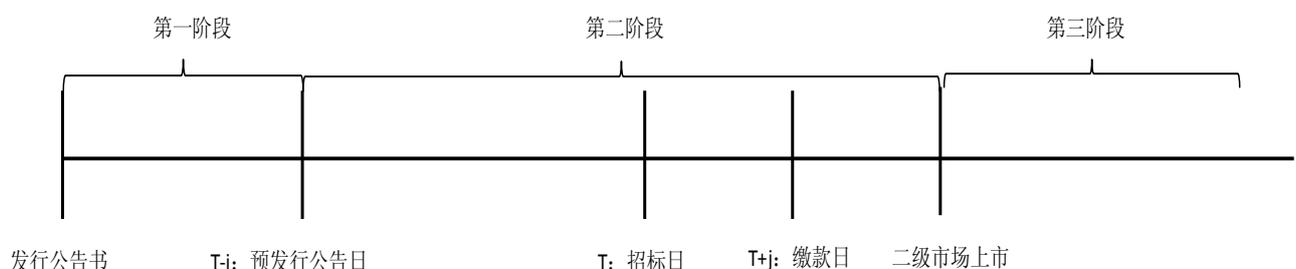
欧美发达国家均存在预发行交易模式，从其具体的时间安排上来看，不同国家的预发行交易时间略有不同。尽管如此，我们依然可以将预发行过程大致分为三个阶段：

第一阶段，政府发布招标公告至预发行交易开始之前，在这一阶段承销商需要从市场中搜集价格信息，初步设定新发债券的价格范围；

第二阶段，预发行交易期间，从预发行公告日开始至二级市场上市的前一个交易日为止。这一阶段又可以进一步细分，原因在于不同国家的招标日前后时间安排略有不同，例如加拿大的预发行交易在拍卖日之前进行，拍卖日后的一天为缴款交割日，而美国由于拍卖公告日至拍卖日间距较短，拍卖日距二级市场上市日时间较长（20 天左右），因此预发行交易主要集中于拍卖日之后。

第三阶段，新发行国债正式在二级市场上市流通。

图 1：预发行交易模式时间安排



资料来源：中信建投期货

(2) 交易特点

预发行交易是短期的远期场外交易，交易信息通过参与者之间电话方式进行，有在线交易平台，也有双边做市商。市场的透明化令预发行交易能够揭示新发债券的价格以及需求量。在参与主体方面，尽管某些国家对参与主体不做硬性要求，但是交易的特性和结算方式对于大型机构投资者更为有利，从而在某种层面限制了中小投资者的参与活跃程度。此外，在风险控制方面，预发行交易期间无债券交付，故一般上不采用逐日盯市。同时，对于保证金的要求一般也比正规的远期或期货合约要低，交易双方均以对彼此的信用作为承诺。

表 1：国外预发行模式的交易特点

基本特点	场外交易	非标准合约
参与主体	德国	零散投资者和机构投资者（承销商被剔除，因被视为内部人士）
	英国	任何机构和个人（英格兰银行负责对市场做市商和交易商的一般性监督）
	美国	任何机构和个人（美国联邦储备银行负责）
交易结算	实物交割或现金结算	
风险控制	无（或少）保证金	无逐日盯市

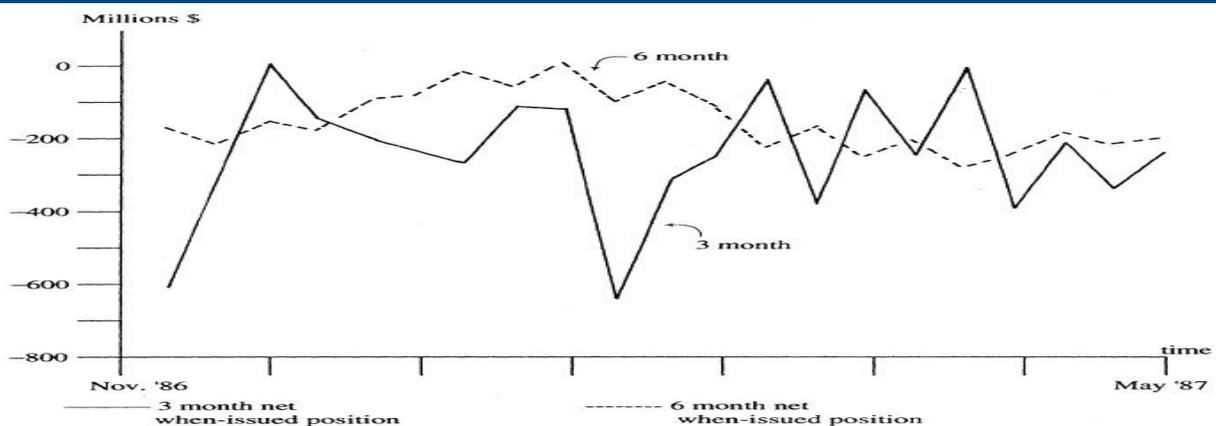
数据来源：中信建投期货

(3) 头寸特点

海外经验表明，预发行期间，机构更偏好持有空头头寸，这是因为机构普遍预期未来收益率会呈现上行趋势。实际的运行结果也显示，预发行阶段的成交收益率确实小于招标日所确定的发行利率，进一步证明机构为何愿意更多的持有空头头寸。

下图 2 为加拿大政府 3 个月和 6 个月国债预发行阶段，机构的净头寸走势图，从图中也可以显示出以上规律。

图 2：加拿大预发行期间机构多数持有空头头寸¹



资料来源：中信建投期货

¹ The When-Issued Market for Government of Canada Treasury Bills Author(s): Geoffrey Poitras Source: The Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d'Economique, Vol. 24, No. 3(Aug., 1991), pp. 604-623

(4) 价差变动

国外的预发行机制已经较为成熟，机构活跃的参与令预发行期间新发债券的买卖价差呈现递减走势，即随着招标日的临近，买卖价差逐渐缩小，并向真实价格区间靠拢。

图 3：加拿大预发行期间的买卖价差逐渐缩小²

TABLE 1
Average three-month w/ bid/offer spread, Friday–Wednesday: January 1986–May 1987

Day	Bid minus offer (basis points)	
	Full sample	Last 26 weeks
Friday	3.9	2.6
Monday	2.5	2.0
Tuesday	2.3	1.9
Wednesday	2.1	1.6

SOURCE: Securities Department, Bank of Canada.

资料来源：中信建投期货

三、国内预发行模式

国内对于预发行机制的尝试尚属首次，因此无论从交易安排、环节设计、风险管理均与国外存在较大差别。根据财政部于今年 3 月公布的《关于国债预发行试点的通知》，我国预发行期间主要集中于国债发行公告日的后一天至招标日的前一天，共四天，具体时间安排初步为：

表 2：国内预发行交易的时间安排

预发行时间安排	相关安排
T-5（国债发行公告日）	财政部公布国债发行公告；上交所根据财政部发行公告公布国债预发行业务通知。
T-4（预发行交易日首日）	投资者进行国债预发行交易；券商在接受投资者委托时通过柜台系统冻结相应的客户保证金；中国债券登记结算公司在每个交易日日终核算应收保证金金额并于次日向结算参与者收取，同时对预发行交易的营收付国债进行清算。
T（新发或续发国债招标日）	国债承销团成员在国债招标完成后向上交所提交该期国债在中国结算的托管量和场外分销计划量；国债招标闭市后，中国债券结算登记公司对国债发行交易进行证券交收。中国结算将国债承销团成员在中国结算的托管数量扣减其场外分销计划量后，用于预发行交易国债的交收。同时，对于国债预发行交易进行资金清算；对于续发国债的预发行交易，同期存量国债可用于其交收。
T+1（预发行交易交收日）	中国债券登记结算公司完成资金交收。

数据来源：中信建投期货

² The When-Issued Market for Government of Canada Treasury Bills Author(s): Geoffrey Poitras Source: The Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d'Economique, Vol. 24, No. 3(Aug., 1991), pp. 604-623

在交易环节方面，国内预发行与国外有所差别，差别之一是国内的风险控制较国外更为严格，价格区间、持仓限制以及保证金交易降低了国内预发行的交易风险。此外，T+0 交易的设计，便于机构进行套利。

表 3：国内预发行模式的环节设计

市场参与者	国债承销商、其他专业投资者	
交易品种	1 年、3 年、5 年、7 年、10 年（其中 7 年为此次试点券种）	
交易时间	集中竞价	上午 9：15—9：25，9：30—11：30；下午 1：00—3：00
	大宗交易	上午 9：30—11：30；下午 1：00—3：30
T+0 交易	当日买入的国债当日可以卖出	
撮合原则	价格（收益率）优先、时间优先	
风险管理	价格控制	利率招标国债预发行收益率申报区间为发行公告日前一交易日该期限国债二级市场到期收益率加减 75BP；价格招标国债预发行收益率申报区间为发行公告日前一交易日该期国债理论估值价格加减 3 元。
	持仓规模控制	国债承销团成员在财政部规定的额度内进行卖空（甲类承销团卖空额度不得超过当期国债当次发行量的 6%，乙类承销团提前分销额度不得超过当期国债当次发行量的 1.5%，单个参与者单边净买入余额不得超过当期国债当次发行量的 6%），其他专业投资者只允许在多头的情況下卖出。
	保证金制度	履约保证金和价差保证金

数据来源：中信建投期货

四、结论

1、债券预发行机制在国外运作已经相对成熟，但在国内仍属空白。目前，在利率市场步伐加快期间推出，意义深远。

2、国债期货上市已将近一个月，成交量适中，交投惨淡，交易所市场内更是冷清，在此时期，上交所力推 7 年期国债预发行，可以进一步活跃交易所债券市场，同时也为国债期货注入活力。更为重要的是，根据目前收益率走势，此 7 年期国债极有可能成为国债期货的最便宜可交割券，因此预发行国债走势与 TF1312 走势的相关性程度值得期待。

3、在环节设计和风险管理上，国内预发行机制与国外存在较大差异。

4、国债预发行其本质上属于短期远期交易，因此如果价格区间变动出现偏离，将为套利交易创造空间。

0.2853	0.6612	0.0000	9.9654	-0.1237	-0.0233
0.2836	0.6613	0.0000	10.1295	0.1640	0.2946

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，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状况。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路107号皇冠大厦11楼
邮编：400014
电话：023-86769605

上海营业部

地址：上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦8楼808-811单元
邮编：200122
电话：021-68765927

长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道800号中隆国际大厦903号
邮编：410011
电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：江西南昌西湖区八一大道96号华龙国际大厦1303-1305
邮编：330003
电话：0791-6700300

廊坊营业部

地址：河北省廊坊市广阳区广阳道20号中太大厦7楼
邮编：065000
电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：福建省漳州市芗城区南昌路华联商厦七楼
邮编：363000
电话：0596-6161566

合肥营业部

地址：合肥市马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室
邮编：230011
电话：0551-2876855

北京营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室
邮编：100027
电话：010-85282866

济南营业部

地址：济南市泺源大街150号中信广场6楼606房间
邮编：250011
电话：0531-85180636

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路129号国际金融中心A座期货大厦2904号房间
邮编：116023
电话：0411-84806305

郑州营业部

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2211、2205室
邮编：450008
电话：0371-65612397

广州营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号时代地产中心605室
邮编：510030
电话：020-28325288

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路5号扬子江商务中心10楼2号、5号
邮编：401147
电话：023-88502020

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com