

《央行：当代金融家》杂志

商业银行入市国债期货的发展空间

方正中期期货研究院 王骏 牛秋乐

经国务院同意，中国证监会、财政部、中国人民银行、中国银保监会于 2020 年 2 月 21 日发布联合公告，允许符合条件的试点商业银行和具备投资管理能力的保险机构在依法合规、风险可控、商业可持续的前提下，分批推进参与中金所国债期货交易。目前第一批试点机构包括工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行。

经过 6 年多时间的发展，国内国债期货市场运行日益成熟，使得利用国债期货管理利率风险具备了很强的必要性，同时也有了很好的可行性。国债期货上市以来，部分资管产品和基金已经开始利用国债期货进行风险管理，但是银行、保险等大型金融机构仍然迟迟没有进入，相关资产仍然暴露于利率风险中，成为进行利率市场化改革中重要的风险点。为规避利率风险，部分银行和保险甚至通过委外的方式绕道其他机构进行利率风险的“代套”，可见其管理利率风险的迫切性。因此，本次银保获准入市参与国债期货一是满足市场迫切的利率风险管理需求，提升金融机构的抗风险能力。二是进一步加强债券场内、场外、期货、现货市场的联动，提升债券市场流动性，完善债券市场价格发现功能，从而健全市场收益率曲线，为当前国内金融开放以及利率市场化创造有利条件。

一、我国商业银行参与国债期货市场的重大意义

从国债存量看，最近 10 年国债存量从 2011 年的 11 万亿元稳步上升至目前的接近 100 万亿元，债券余额与当前国内 GDP 规模基本相当。我国国债无论在发行量、占 GDP 比重上，还是在期限分布上，都已和发达国家，特别是美国在同一数量级上。但从成交量角度看，我国国债的流动性相比成熟市场还有一定距离。原因在于占据国内债券市场托管规模 70% 的投资者为风险偏好较低的商业银行和保险，其主要采取被动的买入持有的资产管理策略。

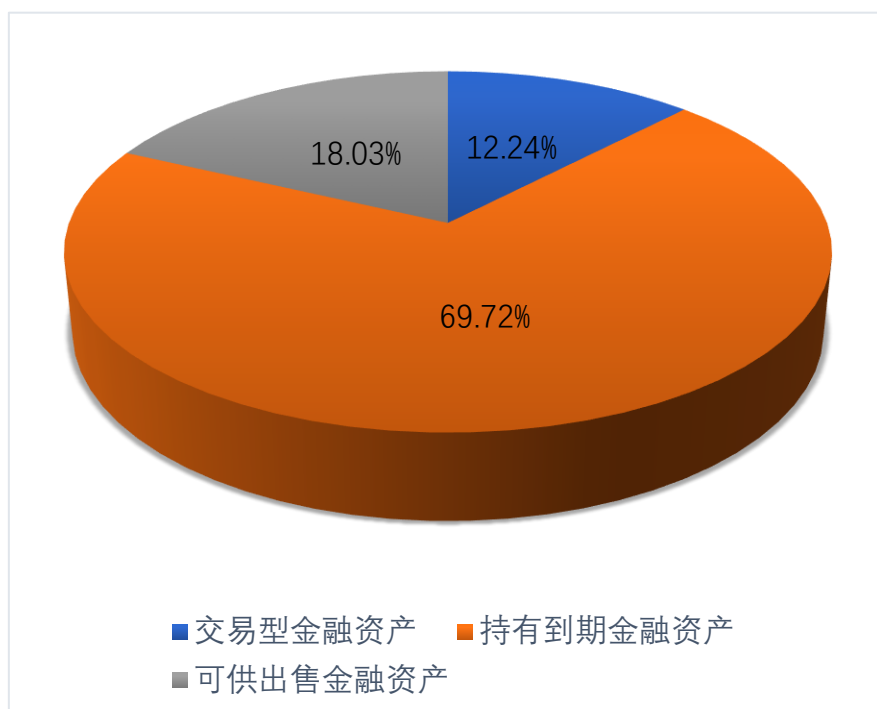
商业银行为最大的国债现货持有者，随着利率市场化的推进，我国银行无法长期享受制度红利，其利润空间受到挤压。所以银行必然采取更为主动的资产管理策略，同时获得

资产管理牌照后，可进行代客理财，在风险规避和追求收益的双重需求下，必然会提高流动性。国债存量和流动性的同步上升，直接决定未来国债期货的需求量将同步上升。

从利率市场化的角度来看，当前我国已经进入利率市场化的收尾阶段，利率市场波动幅度势必加大。目前商业银行金融资产账户中，交易性金融资产与可供出售金融资产均以公允价值计量，在市场上需要承担利率风险变动的风险。目前包括五大行在内的国内 16 大股份制银行其交易型金融资产的持仓占比已经超过 12%，所有以公允价值计量的非持有到期金融资产持仓占比已经超过 30%。随着利率市场化的推进，我国银行在资产的配置上必定越来越趋近发达国家银行，交易性金融资产和可供出售金融资产的占比会有很大的上升空间，从而对于国债期货的需求空间也会逐步释放。

商业银行利用国债期货进行风险对冲和资产负债管理也将进一步提升其风险管理能力，有效平抑利率波动对自身利润与资本充足率的冲击，增强自身防范和化解风险的能力。此外，场内、场外、期货、现货市场的打通和联动将有效带动国内债券市场流动性的提升，完善债券市场价格发现功能，从而健全市场收益率曲线。

从国债期货市场来说，银行进入国债期货市场将有效带动国债期货成交、持仓规模的上升，促进期现货市场联动的增强。作为债券市场绝对主力的持券机构，银行进入国债期货市场也会导致卖出套保力量的提高，从而对国债期货价格水平形成压制，并带动基差水平的提高。但国债期货以虚拟的名义标准券作为合约标的，其真实锚定的是市场的收益率水平。因此，即使像银行、保险这样的持券大户进入到国债期货市场，也不会对市场形成较大影响，更不会改变市场长期走势。

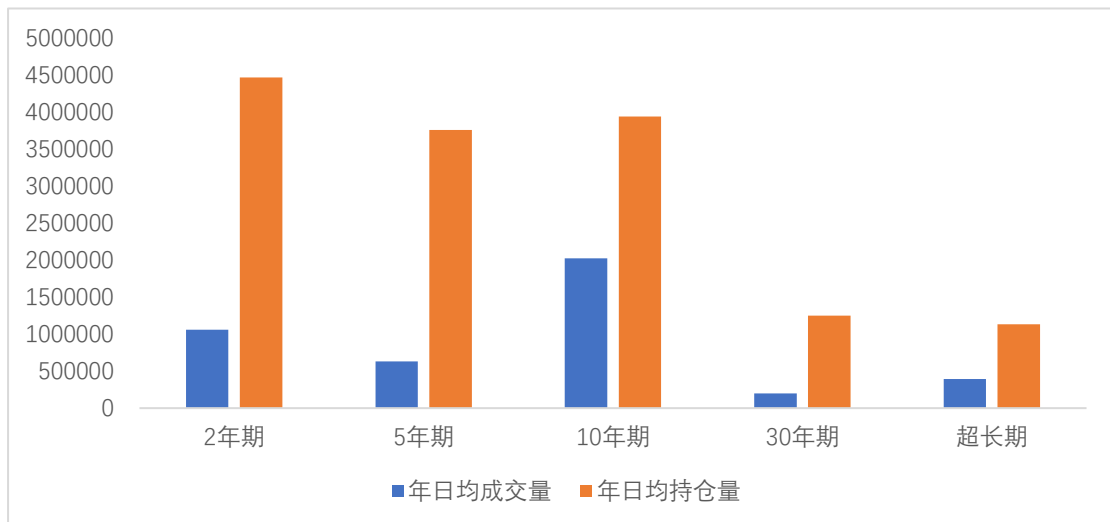


图：十六个国有及股份制银行金融资产分布

二、海外机构参与国债期货市场的借鉴意义

20 世纪 70 年代左右，随着利率自由化进程的加速，美国等发达国家纷纷开始利率市场化进程，国债期货作为有效防止利率风险的工具也得到加速发展。美国于 1976 年率先推出了国债期货，伴随着国债市场的逐步活跃，国债期货已经成为美国乃至许多发达国家交易最为活跃、应用最为广泛的品种之一。国债期货的对冲风险，价格发现的功能得到了充分发挥。发达国家国债期货经过四十多年的发展，已经非常完善，产品丰富，市场流动性强，产品投资者结构均衡，银行、保险、大型投资基金等占有核心地位，机构对国债期货的需求多为套期保值为主，以对冲频繁波动的利率风险，同时辅以套利及投机操作。制度完备、市场广大及产品的多元化、国际化等特征为机构进行多元化操作奠定了坚实的基础。

在海外主要的国债期货市场中，美国的国债期货市场最为发达，作为发展最早的国债期货市场之一，美国国债期货已经成为了养老基金、共同基金、州及地方政府等机构的重要多元化操作及避险工具，套期保值交易成为常规。同时，个人投资者和国际投资者为数众多也是美国国债期货市场的一大特色。亚洲国家中，日、韩则具有某些共同的特质，银行、保险均是国债的持仓大户。而对于国债期货而言，需求则更多的集中于套期保值交易，规避利率风险为主。



图：美国国债期货成交持仓

海外国债期货市场的主要参与者同时也是国债现券市场的参与者，主要包括养老金、保险基金、公募基金、对冲基金、银行、券商等大型机构，这些机构参与国债期货交易的目的主要有三种：套期保值、套利和趋势性交易，其中大型机构利用国债期货套期保值最为常见。虽然国外商业银行持有国债的比例差异较大，但各国商业银行的交易账户通常占比较高且交易活跃，代客持有及资产管理业务规模巨大，参与国债期货的需求也较大。因此，商业银行仍然是国债期货市场上的重要参与力量，主要目的多是规避利率波动风险，多参与套期保值及套利交易，往往呈现周转率高、交易频繁等特点。此外，美国的银行还可以通过为个人投资者的投资需求提供经纪服务，从而获取经纪收入。国外银行的客户交易方式有两种，一是客户委托银行在交易所下单进行交易；二是客户向银行提出要求，银行根据客户需求设计一笔特定的场外交易，与此同时，银行在交易所利用衍生品进行反向操作，对冲掉交易带来的风险敞口。总体而言，不论是进行套期保值还是代理服务，商业银行为对冲自身持有债券的利率风险而参与国债期货，可以控制债券交易风险，实现交易策略多元化，并对国债现货市场的发展起到稳定及促进作用。

三、我国国债期货市场运行情况

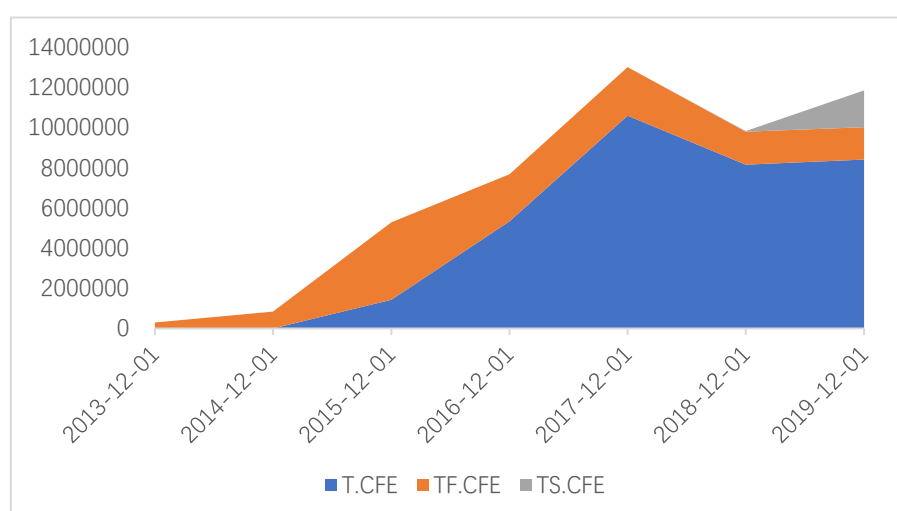
（一）中金所国债期货市场运行情况

自 2013 年 9 月 6 日国债期货在国内重新上市以来，成交与持仓规模均呈逐步上升态势，中金所也分别在 2015 年 3 月 20 日和 2018 年 8 月 17 日上市十年期和两年期国债期货品种，从而初步形成覆盖收益率曲线关键期限的品种体系，为相应期现现券市场提供风险

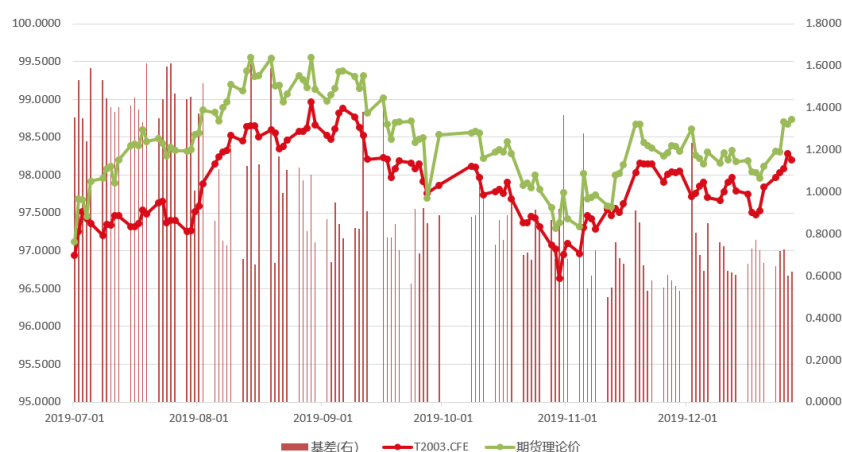
管理工具。最近一年中，2 年、5 年、10 年期国债期货日均持仓规模分别为 1.4 万手、3.1 万手、6.2 万手，对应名义价值分别为约 273 亿、309 亿、617 亿元。

在 6 年多的运行过程中，国债期现货市场联动紧密，国债期货市场价格与最便宜可交割国债（CTD）所确定的理论价格之间的相关度达到 97%以上，而且其相关性在日度行情上表现仍非常明显。期现货市场联动密切、相关度高、流动性较强，说明国债期货市场已经具备了良好的利率风险管理能力与市场收益率水平的定价能力。

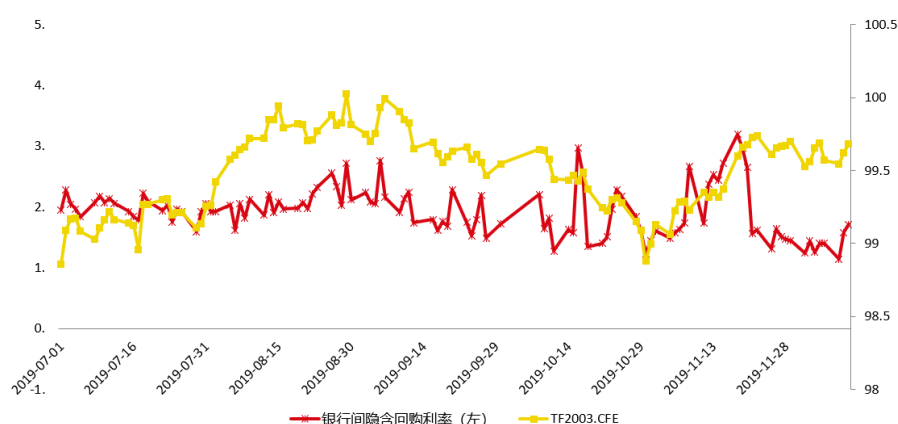
从期现货市场的套利关系上来看，代表期现套利收益水平的隐含回购利率（IRR）水平长期维持低位，IRR 中枢在 2%以下，说明期现套利机会较少，侧面反映期现货市场联动紧密。另外，虽然银行与保险等持券大户并未进入市场，但国债期货市场已经具备一定领先于现货市场的特征，尤其是在趋势性行情中，国债期货价格上涨会带动 IRR 的上行，说明现券价格表现出了明显的滞后性，国债期货在反映市场供求关系与价格影响因素过程中速度更快，效率更高。



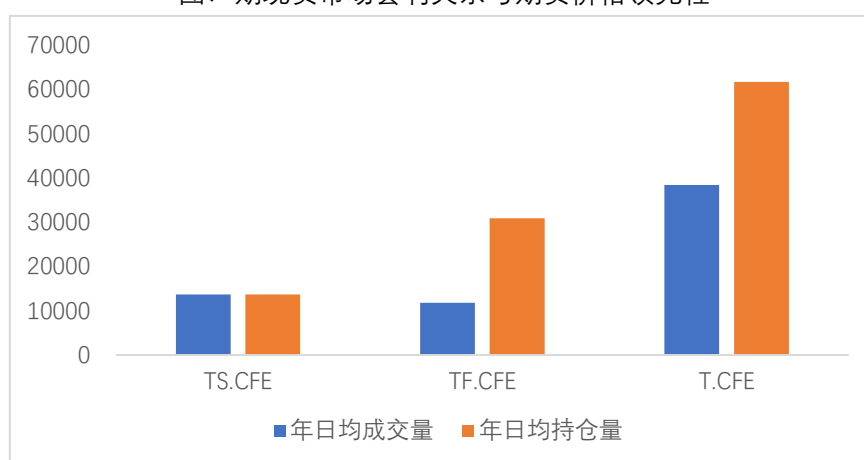
图：国债期货成交规模



图：期现货市场联动与基差



图：期现货市场套利关系与期货价格领先性



图：国债期货日均成交与持仓

（二）国债期货市场功能发挥

国债期货推出以来，在对完善收益率曲线发挥着重要的作用。在 6 年多的运行过程中，国债期货运行平稳，成交持仓规模逐步放大。同时，国债期货也带动了银行及交易所国债现货市场、国债互换市场现券成交量放大，流动性提高。推出以来，国债期货市场国债收益率曲线的完善起到了巨大的促进作用，有助于基准利率的形成。

利率市场化的核心是形成一条真正反映市场的核心基准收益率曲线，它不仅是反映收益率与债券剩余到期期限两者之间数量关系的曲线，而且是分析利率走势、进行各类金融资产定价的基础。有效的基准利率收益率曲线是一个发达资本市场的基石，也是利率市场化的核心。其不仅是反映国债市场的情况，同时也是衡量市场经济成熟程度的重要标志。能否充分反映市场供求，关键看交易形成的数据真实反映了市场的观点、态度、情绪，数据是否能真实、有效、完整。国债期货市场投资者种类不限于机构，个人投资者与机构投

资者广泛存在，交易目的涵盖风险对冲，套利与投机，市场流动性好，在反映经济基本面变化，政策预期以及金融市场波动方面速度更快，效率更高。

四、银行入市参与国债期货政策解读与分析

（一）商业银行参与国债期货市场制度要求

2020年3月1日，中国金融期货交易所（以下简称中金所）发布《关于商业银行参与国债期货业务试点有关事项的通知》（以下简称《试点通知》），修订并发布《中国金融期货交易所会员管理办法》等12个实施细则和《中国金融期货交易所期货公司会员资格管理业务指引》。修订后的实施细则和业务指引将于2020年3月9日起正式实施。

实施细则	主要修订内容
《中国金融期货交易所会员管理办法》	增设“非期货公司交易会员”，并规定其申请条件、材料与业务范围等
《中国金融期货交易所交易细则》	“非期货公司会员”参与期转现、申请套保、套利额度等规定
《中国金融期货交易所结算细则》	“非期货公司会员”在业务隔离，以及国债冲抵保证金相关事项
《中国金融期货交易所风险控制管理办法》	“非期货公司会员”强平以及强制减仓相关规定
《中国金融期货交易所国债期货合约交割细则》	“非期货公司会员”国债托管账户申报，以及交割要求
《中国金融期货交易所国债期货合约期转现交易细则》	“非期货公司会员”参与期转现业务规定
《中国金融期货交易所2年期国债期货合约交易细则》	“非期货公司会员”持仓限额与大户报告要求
《中国金融期货交易所5年期国债期货合约交易细则》	“非期货公司会员”持仓限额与大户报告要求
《中国金融期货交易所10年期国债期货合约交易细则》	“非期货公司会员”持仓限额与大户报告要求
《中国金融期货交易所违规违约处理办法》	“非期货公司会员”违规内容与处理方式
《中国金融期货交易所异常交易管理办法》	“非期货公司会员”异常交易行为与处理方式
《中国金融期货交易所指定存管银行管理办法》	保证金存管网点人员要求，由取得从业资格改为从业资格考试合格

（二）商业银行参与国债期货的要点解读

1、参与方式：

通过期货公司通道或直接申请“非期货公司交易结算会员”。

2、商业银行取得的“非期货公司交易结算会员”权限

交易结算会员具有在交易所进行交易的资格，只能为其自身办理结算、交割业务。

非期货公司交易结算会员和非期货公司全面结算会员，不得接受客户委托为其在交易所进行期货交易，也不得接受客户委托为其在交易所办理结算、交割业务。

3、商业银行可参与期转现、套保与套利交易

根据新修订的《中国金融期货交易所交易细则》规定，具备满足开展期转现交易业务需要的业务人员，技术系统，业务管理制度的结算会员可向交易所备案，开展期转现业务。

需要申请套期保值、套利额度的非期货公司会员，应当按照交易所有关规定分别开立套期保值、套利交易编码

4、商业银行作为“非期货公司交易结算会员”要做到业务隔离，并可以国债冲抵保证金

根据新修订的《中国金融期货交易所结算细则》。对于商业银行同时作为保证金存管银行以及“非期货公司交易结算会员”的，对相互存在利益冲突的各项业务进行有效隔离，严格控制相关信息的不当使用。

关于国债冲抵保证金，会员以国债作为保证金的，每次提交的国债面值不得低于 100 万元人民币。应当在当日 15:00 前向交易所申请，申请内容包括有价证券名称、数量以及托管账户等信息。应当确保托管账户中存有数量足够的、无其他权利瑕疵的有价证券。国债作为保证金期间发生兑息的，利息归非期货公司会员所有。

5、“非期货公司交易结算会员”直接向交易所备案后参与期转现交易

6、“非期货公司会员”持仓限额与大户报告要求

“非期货公司会员”持仓限额为普通客户的两倍。

10 年期国债期货 1．合约上市首日起，持仓限额为 8000 手；2．交割月份之前的一个交易日起，持仓限额为 2400 手。

2、5 年期国债期货 1. 合约上市首日起，持仓限额为 4000 手；2. 交割月份之前的一个交易日起，持仓限额为 1200 手。

大户报告要求：

标准一、1. 单个非期货公司会员、客户国债期货某一合约单边持仓（进行套期保值交易和套利交易的持仓除外）达到交易所规定的持仓限额 80%以上（含）的；2. 当全市场单边总持仓达到 5 万手时，单个非期货公司会员、客户国债期货单边总持仓占市场单边总持仓量超过 5%的。

标准二、1. 前 5 名非期货公司会员、客户国债期货单边总持仓占市场单边总持仓量超过 10%的；2. 前 10 名非期货公司会员、客户国债期货单边总持仓占市场单边总持仓量超过 20%的；

7、“非期货公司交易结算会员”可直接向交易所申报交割意向，参与国债期货交割

五、商业银行风险管理方式与衍生品市场优势

（一）商业银行传统利率风险管理方式

在利率市场化过程中如何管理利率风险成为商业银行面临的主要问题之一。理论上讲，只要银行的利率敏感资产与利率敏感负债存在差额，就面临利率风险的冲击。银行面临的风险主要分为三种类型，缺口风险、选择权风险和利率结构风险。其中，缺口风险主要来自于利率敏感资产与利率敏感负债在数量与期限结构方面的不匹配。选择权风险主要来自于储户提前支取存款、客户提前归还本息。银行对于选择权风险往往只能被动接受。利率结构风险主要是自于存款利率与贷款利率之间变动不一致，从而产生利差风险。这在国内比较常见，尤其是目前利率市场化过程中，存款利率波动区间不断放宽，而贷款利率已经实现市场化。在银行为争夺市场份额和存款资源的过程中，存款利率成为主要的竞争手段，导致存贷利差不断收窄。

为管理利率风险，目前商业银行的通行做法是通过资产负债管理的方式，采取相机抉择的资金管理。在操作上银行通过主动控制资金的配置状态，整体上维持正的净资本和正的净利息差额。但是，不管是缺口管理还是相机抉择的资金管理均是建立在对未来利率走势预测的基础上，而市场上利率走势受到多种因素的影响，即使专业的机构也无法对未来走势做出准确预测。因此，传统的利率管理方式仍然使银行处于利率风险之中。银行属于

风险厌恶型企业，以获取固定存贷利差为主要目标。因此传统的缺口管理和相机抉择理论并不符合银行的经营目标。从另一方面来讲，利率市场往往形成一致性预期，这使得在需要时转变缺口的难度大大增加。因此，传统的缺口管理确实存在较大的理论与实际操作上的缺陷。尤其是在资产或负债难以变现或者利率出现较快波动的情况下。

为解决传统利率风险管理遇到的问题，人们对缺口管理进行了改进。在传统利率敏感性缺口（GAP）的基础上发展了持续期缺口（Duration GAP）。通过经时间加权的资产与负债价值之差来衡量缺口对利率变动的敏感性，该方式弥补了缺口管理计算上的不足，但并未解决需要对未来利率做主观预测的根本性缺陷。

因此，传统利率管理手段的不足主要表现在试图通过对未来资产与负债价值的变动进行预测，从而针对利率敏感性缺口进行提前调整，以消除利率不利方向变动的影响，或增加有利方向变动的收益。从理论上讲，根据预测有针对性地调整资产负债配置结构，可以消除利率风险并增加收益。但在实际操作中则受到多种因素的影响，如对利率变动预测的准确性、资产负债调整的操作成本、交易对手的可得性等。

（二）利用金融衍生品管理利率风险的优势

从国外银行的经验来看，进行利率风险管理的方式主要有两类——表内管理方法和表外管理方法。表内管理方法即上述的缺口管理或资产负债管理的方式。而表外管理方式则主要利用金融衍生工具来管理利率风险。在金融衍生工具较为丰富的欧美国家，期货、期权、远期、互换均是可以采用的工具。它们可以在不改变资产负债结构的前提下调整银行风险敞口，不仅可以满足流动性需求而且与银行的经营目标相符。

由于金融衍生品市场的高杠杆性、高流动性、参与者众多等特点，金融衍生品市场可以看作是完全竞争市场。利率期货市场形成的价格具有更高的透明度并难以被操控，因此更能反映市场的供需情况，并接近于供求均衡价格。它对于利率市场化进程中关键的基准利率形成具有实质性意义。

银行利用利率期货等衍生品管理利率风险属于表外业务，一方面不会影响金融机构的资产负债结构。利用利率期货的高流动性和高杠杆性又可以在短时间内完成对利率风险敞口的调整，解决了传统利率管理方式的两大缺陷。而且，利用利率期货进行风险敞口管理并不需要对未来利率进行预测，银行只需要根据自身资产规模确定可以接受的利率敞口水平，剩余部分即可用利率期货进行对冲，在保证收益稳定性的基础上也增加了银行经营的

灵活性。除了管理利率风险缺口外，银行还可以利用利率期货提前锁定融资成本，在利率大幅波动的情况下，可以以合理的价格获得资金，缓解高价位的融资压力。