



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

国债期货在企业经营中的应用

宏观金融

2024/01/18

蒋文斌（宏观金融组）



0755-23375128



jiangwb@wkqh.cn



从业资格号：F3048844



交易咨询号：Z0017196

目录

CONTENTS



01 概述

04 国债期货的企业应用

02 债券市场概况

05 总结

03 国债期货简介

01

概述

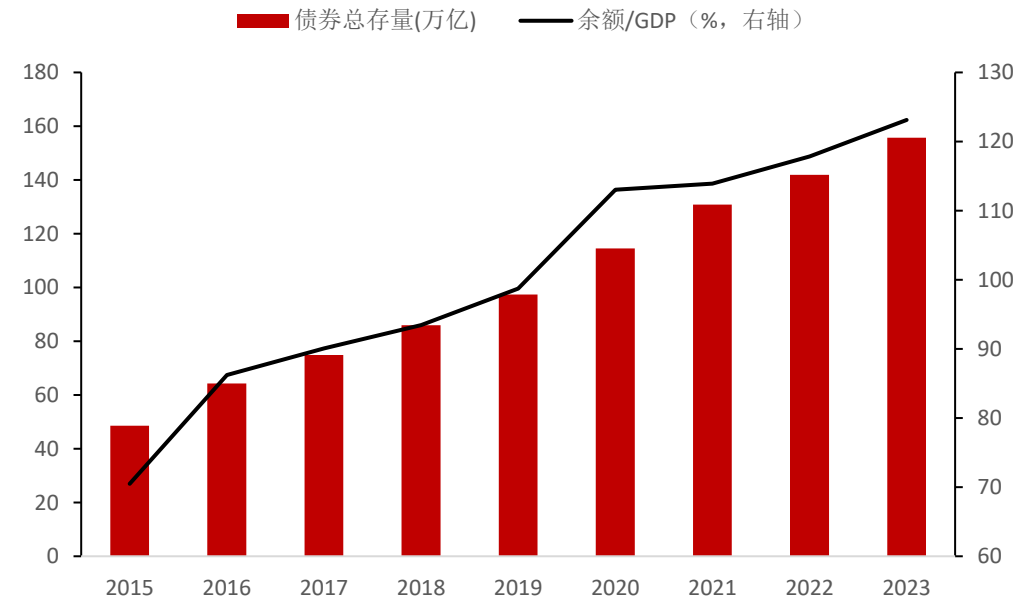
近年来，政府债及信用债的市场规模不断增长，占GDP的比值不断提升，未来将有更多的企业进入债券市场。但对于很多企业尤其是实体企业来说，还没有意识到管理利率风险的重要性。

随着国债期货的推出，越来越多的金融机构利用其来进行资产配置及套期保值。对于企业来说，我们可以通过国债期货来：1、判断宏观经济的运行情况；2、预判商品价格；3、利率定价；4、对冲风险；5、提高资金使用效率；6、汇率分析。

02

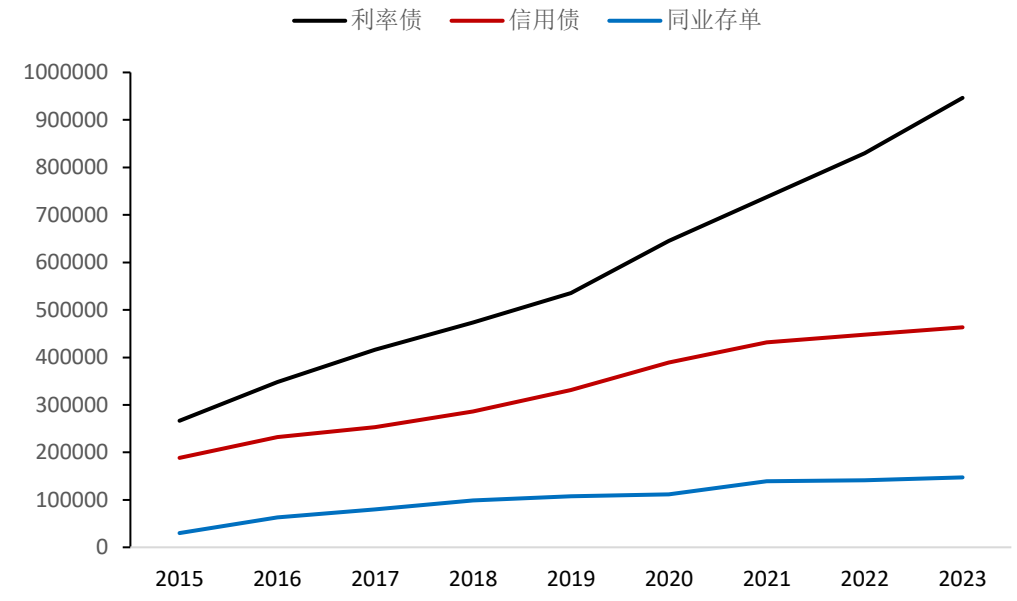
债券市场概况

图1：我国债市存量余额及GDP占比



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

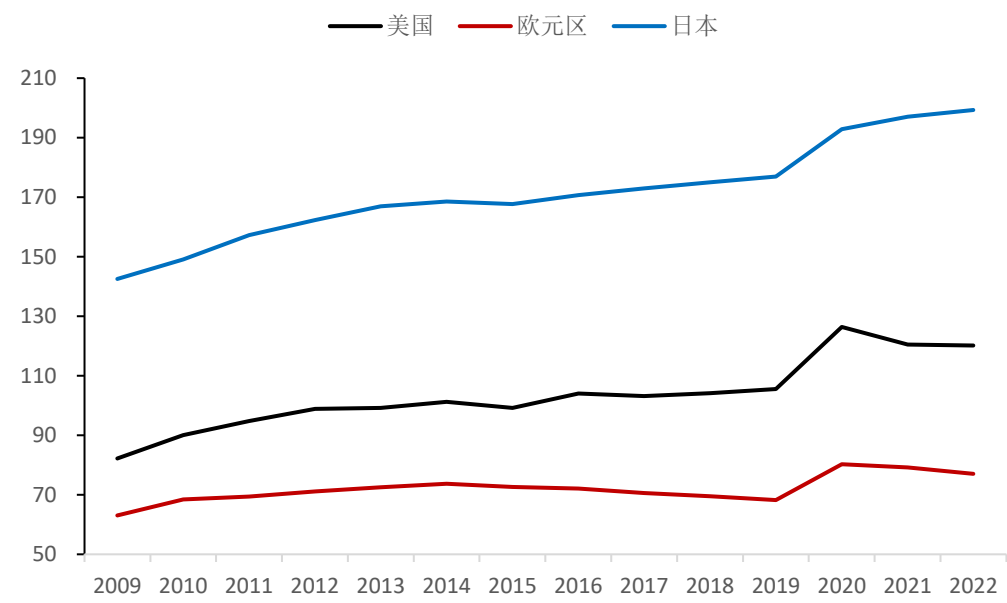
图2：各债券存量余额（亿）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

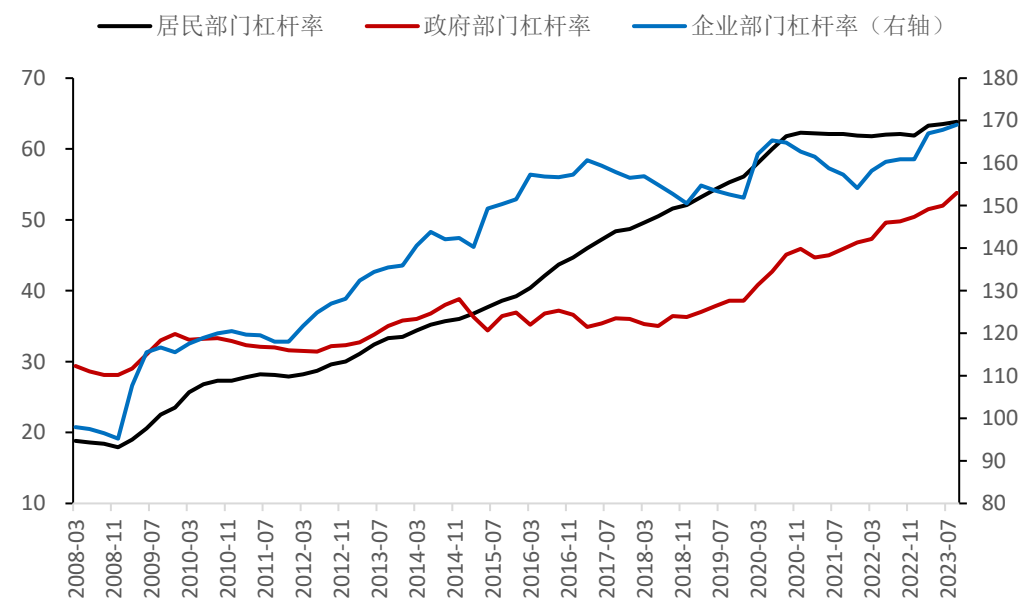
截止到2023年，我国债券市场存量156万亿，债券余额/GDP的比例为123%。从债券种类看，利率债（国债、地方债、央行票据、政策银行债）的规模增长最快，信用债（除利率债和同业存单外的所有债券，主要包括企业债、公司债、金融债、可转债、可交换债、中期票据、短融券等）次之。

图3：欧美日的国债/GDP走势（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

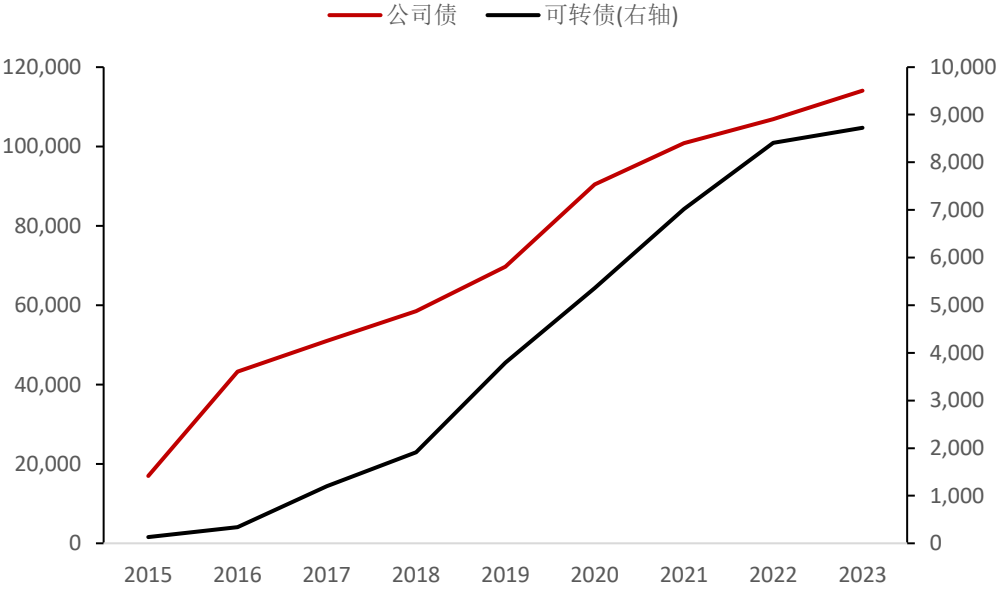
图4：我国各部门杠杆率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

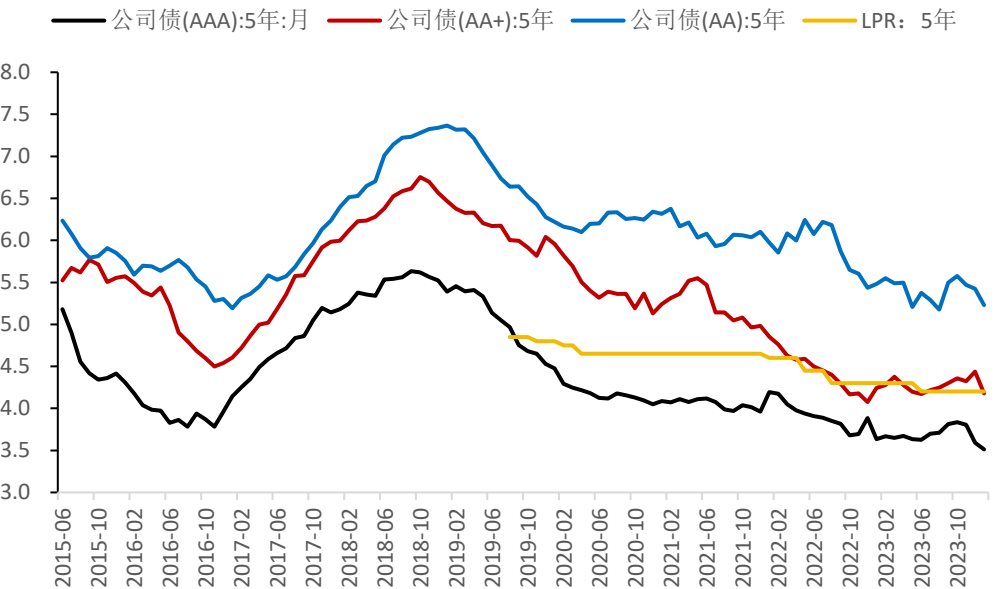
- 1、2008年金融危机后，主要发达经济体的通过财政发力来带动经济复苏，美欧日的国债余额/GDP的比例分别由2009年的82%、63%、143%增长到2022年的120%、77%、199%；
- 2、当下我国企业及居民部门杠杆率处在高位震荡，未来财政发力将带动政府债的市场规模持续增长。且随着地方化债政策的推进，预计以城投债为代表的企业债规模将受限，部分则以政府债的形式来替代。

图5：我国公司债及可转债余额（亿）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图6：5年期公司债发行利率（MA12）及5年期LPR利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

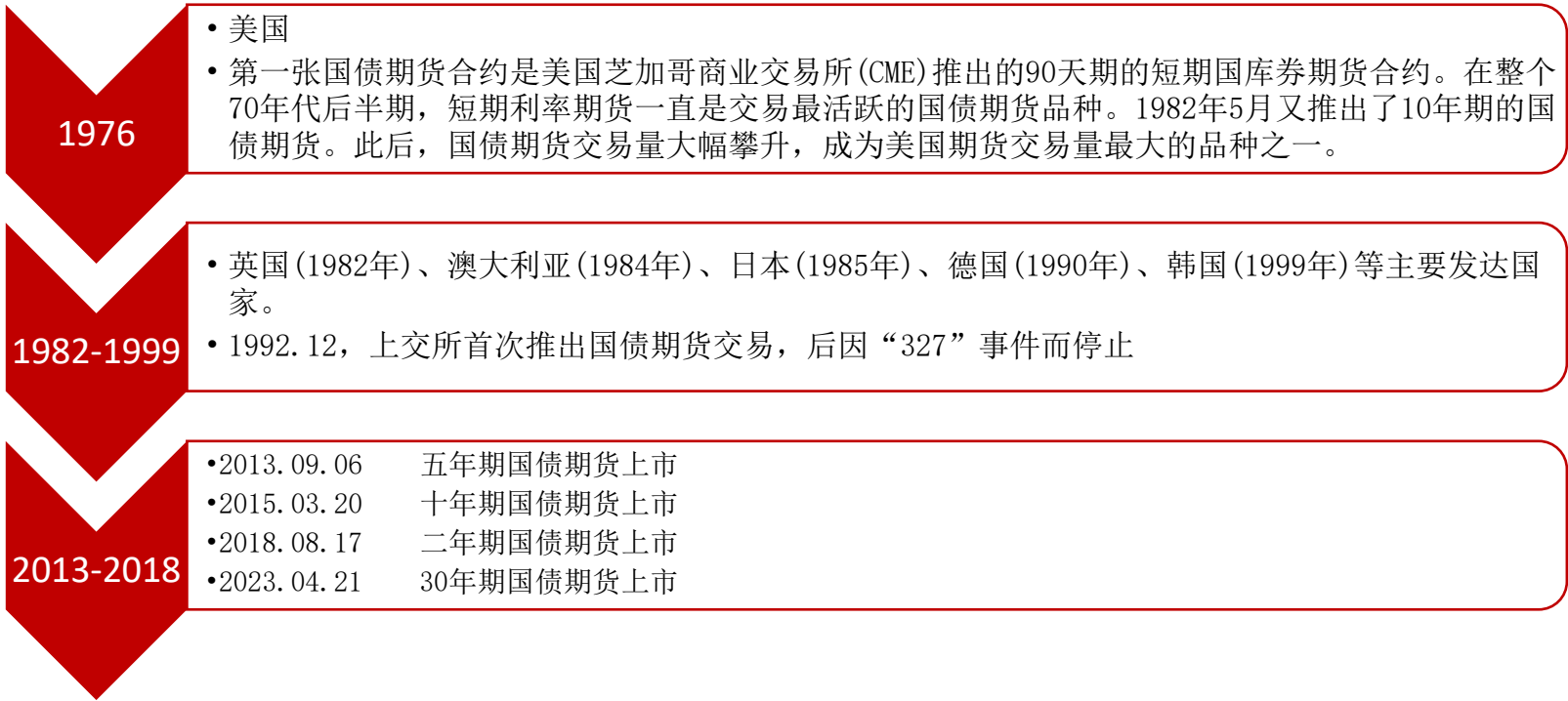
- 1、提高直接融资比例是政策鼓励方向，但在权益市场投融资平衡的大背景下，推动多种融资方式的发展是未来的大趋势，债券市场将为企业融资提供重要渠道。
- 2、相比政策利率，债券市场的发行利率更为市场化。过去一段时间，市场利率快速下行，企业通过债券市场融资的成本显著下降。相比银行贷款，有两方面的优势，即信用等级高的企业融资成本低，信用等级低的企业可通过提高利率水平来募资。

03

国债期货简介

国债期货属于金融期货的一种，它是在20世纪70年代美国金融市场不稳定的背景下，为满足投资者规避利率风险的需求而产生的。美国当时先后发生的两次“石油危机”导致美国通胀日趋严重，利率波动频繁。固定利率国债的持有者对风险管理和债券保值的强烈需求，使得具备套期保值功能的国债期货应运而生。由于推出国债期货对国债现货市场发展的要求较高，要求有一定规模、流动性较强的国债现货市场，世界上推出国债期货市场的国家并不是太多，主要集中在少数发达国家和我国。

图7：全球国债期货发展历程



资料来源：五矿期货研究中心

◆ 价格发现

期货交易者会根据各因素对未来现货价格进行判断而作出买卖决策，因此期货和现货价格差异会反映出市场未来的走向，并成为现货价格的参考。

◆ 风险转移

当债券价格面临利率变动风险时，可以通过国债期货交易来转移相关利率的不利变动风险。

◆ 投资组合久期调节

进行债券组合管理时，通过直接买卖现券改变久期存在诸多弊端，包括流动性问题、不同债券信用状况的差异，而使用国债期货可以在不改变现券持仓的情况下改变组合的久期。

组合的久期=（初始组合久期*初始组合市值+期货久期*期货市值）/初始组合市值

◆ 提高资金运用效率

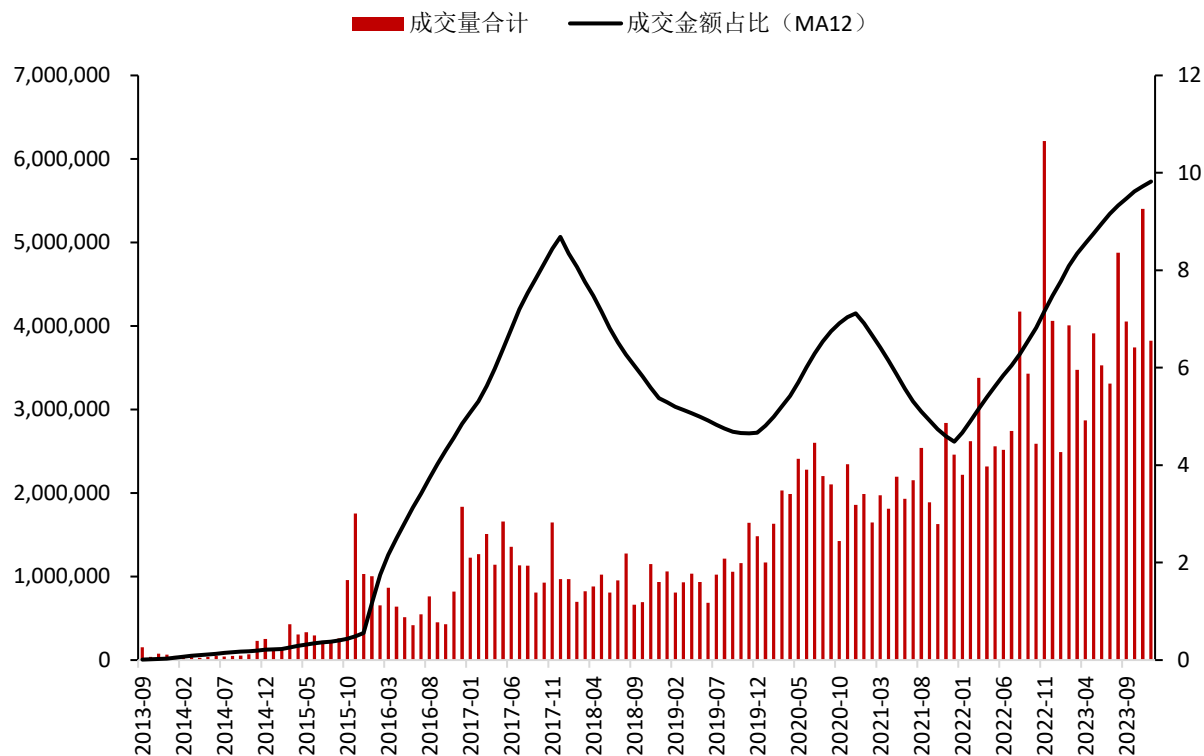
期货交易可通过保证金进行，因此只需通过小比例的保证金就能进行大额交易，剩余的资金则可做其他用途，从而提高资金运用效率。

◆ 促进国债发行和活跃市场流动性

国债期货为国债发行市场的承销商提供了规避风险的工具，可以促进承销商积极参与到国债一级和二级市场，提高了一级交易商参与的积极性，进而促进国债的一级市场的发行及定价。

国债期货的成交量快速增长

图8：国债期货成交量及成交金额占比（%）

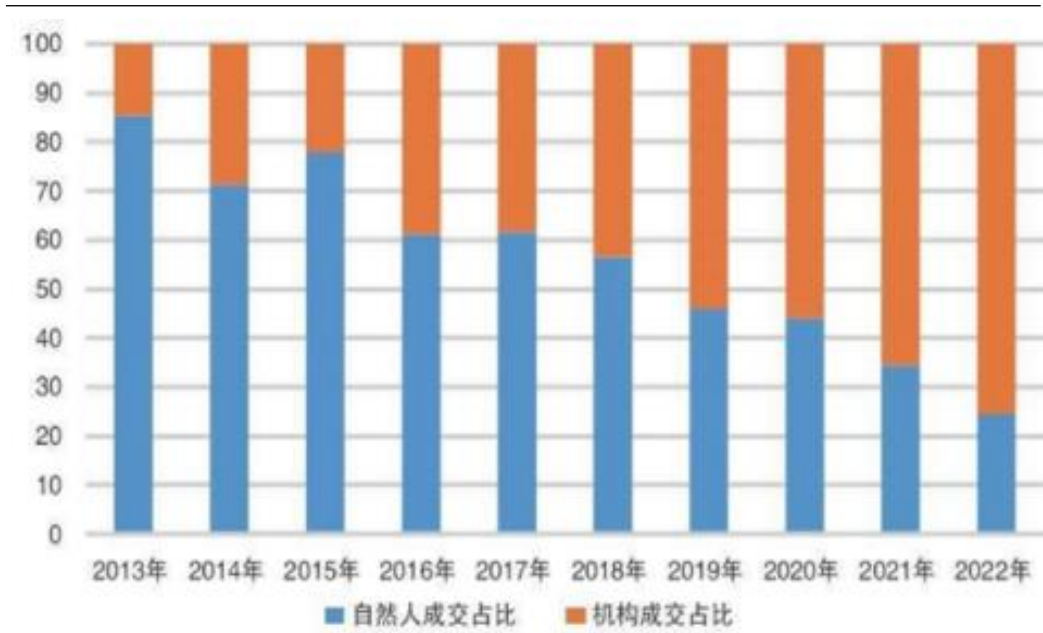


- 1、自国债期货推出以来，其成交量不断攀升，目前各合约月均成交量已由疫情前2019年的108.6万手增加到2023年的406.0万手。2023年月均成交金额4.65万亿。
- 2、从成交份额的变动看，国债期货具有明显的避险效果，比如2017年市场利率的快速攀升，带来国债成交量的大幅增长，同样的2020年利率的反弹，也带来了国债期货成交量的上涨。最为明显的是2022年11月份，防疫政策的调整以及房地产“三支箭”等政策的推出，带来了利率的快速反弹，导致部分理财产品收益出现了快速回落，市场避险需求大幅增长，当月国债成交量621.4万手，创历史新高。
- 3、值得注意的是，近两年利率的震荡下行并没有导致国债成交量的回落，反而在不断走高，表明参与国债期货交易的资金在不断流入。主要是近两年的债牛，带来了配置型资金占比增加所致。

资料来源： WIND、中金所、五矿期货研究中心

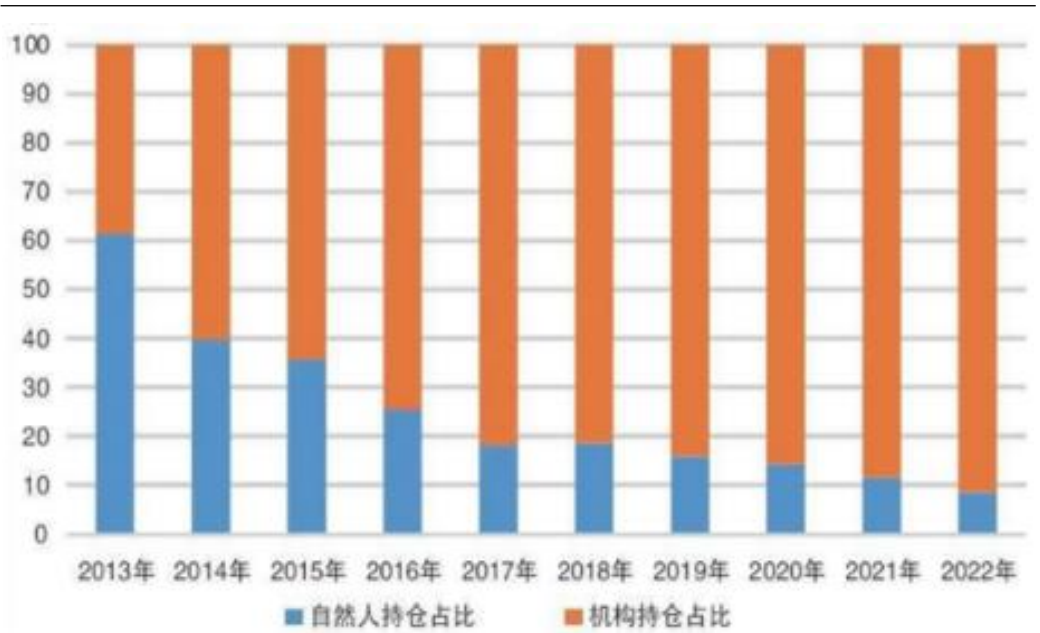
国债期货的机构投资者占比不断提高

图9：国债期货成交占比(%)



资料来源：中金所、五矿期货研究中心

图10：国债期货持仓占比(%)



资料来源：中金所、五矿期货研究中心

近年来，专业机构投资者的占比不断提升。2022年，国债期货市场机构投资者成交占比为75.47%，持仓占比为91.39%，较2021年分别上升9.95、2.98个百分点。但相对来说，实体企业对国债期货的参与度仍较低。

04

国债期货的企业应用

1、宏观经济晴雨表

图11：制造业PMI及10年期国债收益率走势（%）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

1、近年来，相对品种本身的基本面，宏观环境及政策的变化日渐成为主导行情大幅波动的主要因素。

2、海外如22年开启的美联储加息周期对全球各类资产价格产生重大影响。

3、国内如2022年11月份的防疫政策调整及房地产“三支箭”政策，带来黑色系商品的大涨。

而国债期货的价格是宏观环境的整体反应，基本面、流动性、政策等因素都能反应到对应价格的变动上。通常来说，10年及30年期的国债期货更反映经济及政策预期的变化，而2年期等短期国债期货的价格对流动性的反应更为敏感。

2、商品价格预判

图12：螺纹钢指数和10年期国债收益率（时间推迟两个月，%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图13：南华有色金属指数和美国债实际收益率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

相对来说，国内宏观主导的黑色系表现和国债的走势相关性更强，且国债期货价格走势具有2-3个月的领先性。有色系由于国内外价格关联度较高，海外宏观的影响较大，比如美债实际收益率对有色金属的行情具有重大影响。对于企业来说，可以利用国债期货的价格走势来合理安排企业的生产经营活动。

3、利率定价

图14：国债收益率领先政策利率走势（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图15：国债收益率和公司债收益率高度相关（%）



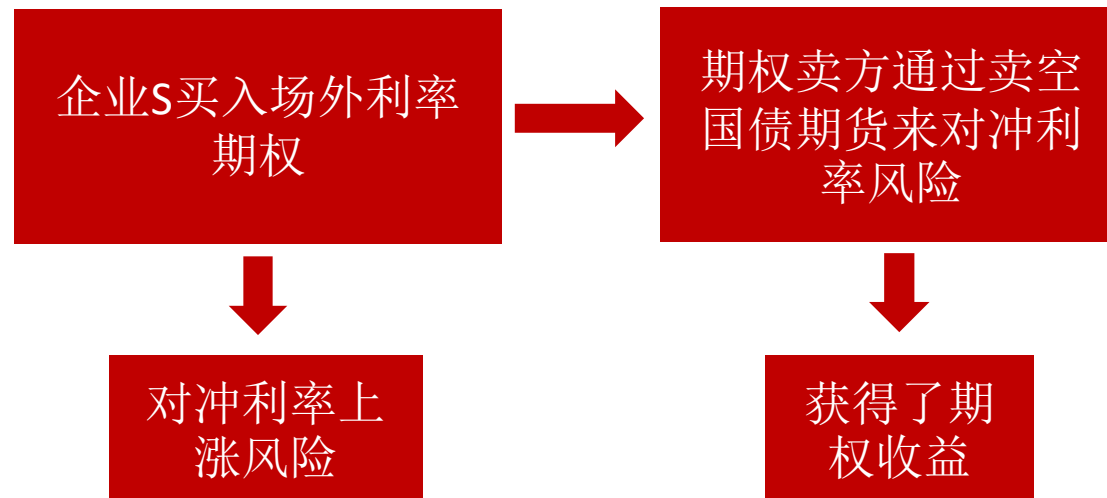
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

一般来说，市场利率领先政策利率，当市场利率大幅走高时，政策利率容易上调，反之则容易下调。而公司债利率走势和国债收益率高度相关，且国债收益率稍具领先性。因此，企业可通过国债期货的走势来预判未来利率的变化，并对投融资政策做出合理的安排。

4、风险对冲-案例1

对于实体企业来说，投融资是企业发展壮大的重要途径。但是资金成本以及利率波动带来的风险，通常会对企业日常的经营带来巨大的影响。比如某AAA的信用评级企业S，拟收购某矿山的资金需求120亿，需对外融资100亿。最新的AAA级企业五年期公司债平均发行收益率为2.87%左右，是多年来仅次于2020年疫情期间的低位，未来随着经济的企稳和政策的发力，利率水平可能出现反弹。则企业S可以通过券商等金融机构购买“挂钩5年期国债期货的场外利率期权”来锁定融资利率上限。而券商则可以在卖出期权的同时，通过卖空5年期国债期货来对冲利率风险。

图16：企业风险对冲逻辑

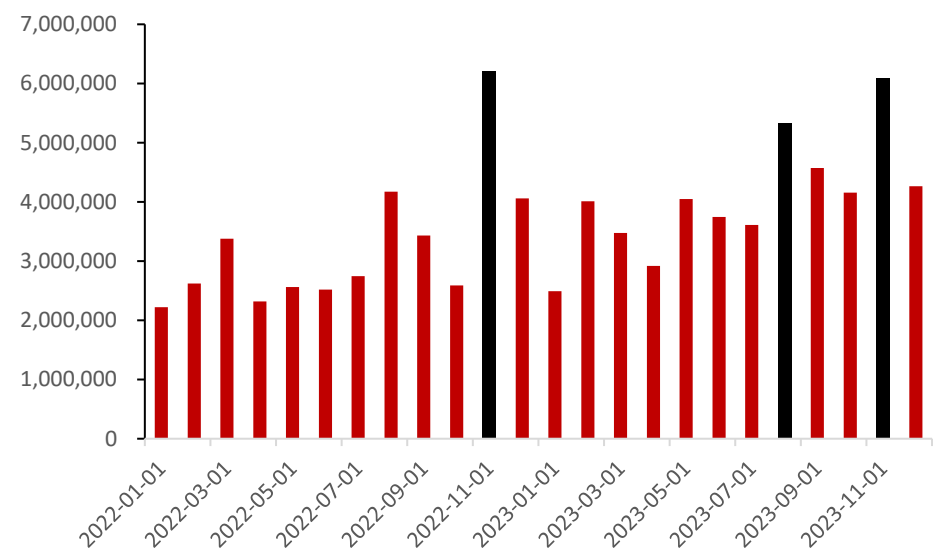


资料来源：五矿期货研究中心

4、风险对冲-案例2

2022年11月份，防疫政策优化以及房地产调控政策的放松，带来了市场利率的快速反弹，导致大量持有利率债及信用债的理财产品收益率出现大幅回撤，特别是某些产品因为流动性或仓位限制（如公募的债券类产品要求债券持仓不低于一定比例）无法及时平仓来降低风险，则可以通过空国债期货来对冲利率上涨风险，实际上近年来国债期货市场的成交量放大有明显对冲利率风险的迹象。

图17：近两年国债期货成交量（手）



资料来源： WIND、中金所、五矿期货研究中心

- ◆ 2022年11月，防疫政策优化及房地产调控政策放松；
- ◆ 2023年8月，政治局会议后的房地产等利好政策密集落地；
- ◆ 2023年11月，政府债发行导致市场流动性持续偏紧，12月“中央政治局会议”及“中央经济工作会议”利好政策预期。
- ◆ 风险事件：2023年硅谷银行破产事件。

5、提高资金使用效率

国债期货具有低波动、高杠杆等特征，目前中金所规定的2、5、10、30年期的国债期货的最低保证金比例分别为：0.5%、1%、2%、3.5%。当某企业准备投资国债或其他债券时，由于投资规模大，资金暂未到账。则可以通过少量资金买入国债期货来实现目标。剩余资金到账后则可以用来做其他投资来提高资金收益。

表1：投资国债期货及现券收益对比（单位：万元）

项目	国债现券	国债期货
投入本金	10000	10000
利息收入	300	0
价差收益	100	100
贴水收益	0	100
再投资收益	0	294
总收益	400	494

资料来源：五矿期货研究中心

假设：某企业准备10000万投资10年期国债，假如国债年化利息收益为3%，当年国债价格上涨了1%。如果投资国债期货，除2%保证金外，剩余98%的资金再投资年化收益3%，期货年化贴水收益1%。

6、汇率分析

过去一段时间以来，随着美联储的大幅加息，新兴市场货币汇率及资产价格大幅波动。从而给有色及外贸业务占比较高的企业带来了巨大的影响。怎样应对汇率波动的风险也是相关行业面临的难题。而实际上，汇率的波动主要和跨境资本的流动有较高的相关性，而决定性因素则是不同国家的资本收益率。因此我们可以用国债期货的收益率为代替各国的收益水平。从而等较好的分析两国间的汇率波动风险。

表18：人民币汇率和中美利差（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

22年美联储开启加息周期，人民币汇率和中美国债收益率的利差走势高度相关。

05

总结

随着债券市场的发展，未来将有更多的资金进入债券市场，资金对利率风险的管理需求也将不断增加，特别是在社会整体收益率下行的背景下，提高资金收益或降低资金成本的难度在增加，需要各企业掌握各种专业知识及工具。

国债期货为企业的资金管理、风险对冲、价格判断及宏观环境感知上提供了一个较好的选择。

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博