

## 中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：李佩珈 中国银行研究院

电话：010 - 6659 4312

签发人：陈卫东

审稿：周景彤

联系人：梁婧 叶银丹

电话：010 - 6659 6874

\* 对外公开

\*\* 全辖传阅

\*\*\* 内参材料

## 从商业银行视角看参与国债期货交易的 机遇与挑战\*

自2013年9月中国国债期货市场重启以来，商业银行是否放开参与国债期货一直是市场的关注点。2020年2月21日，银保监会等四部委发布通知，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参与国债期货交易，此后相关配套细则陆续出台。这是推进多层次资本市场建设，深化金融改革的重要一环，对于健全国债收益率曲线、促进利率体系完善，丰富国债期货市场主体等都将发挥重要作用。从商业银行角度看，参与国债期货交易也带来新的发展机遇，需要前瞻性做好业务布局。

## 从商业银行视角看参与国债期货交易的机遇与挑战

自2013年9月中国国债期货市场重启以来，商业银行是否放开参与国债期货一直是市场的关注点。2020年2月21日，银保监会等四部委发布通知，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参与国债期货交易，此后相关配套细则陆续出台。这是推进多层次资本市场建设，深化金融改革的重要一环，对于健全国债收益率曲线、促进利率体系完善，丰富国债期货市场主体等都将发挥重要作用。从商业银行角度看，参与国债期货交易也带来新的发展机遇，需要前瞻性做好业务布局。

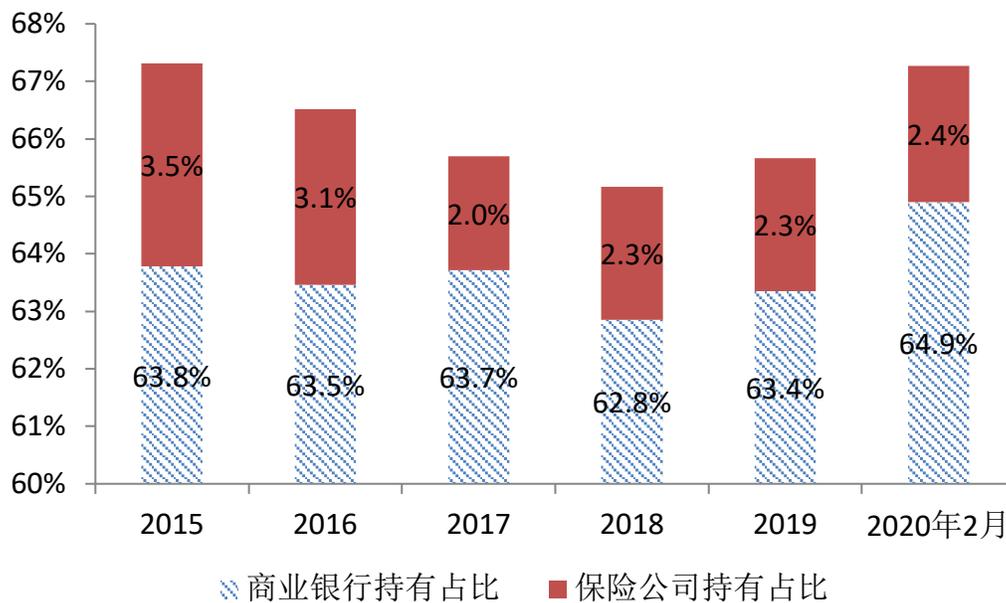
### 一、商业银行参与国债期货交易是深化金融改革的重要一步

商业银行和保险机构是中国债券市场特别是国债市场最主要的参与者。利率市场化背景下商业银行规避利率风险的需求日渐强烈。在当前利率市场化的背景下，由于LPR报价体制得以进一步改革，资金利率波动风险变大，这将进一步传导至债券利率使得债券投资所面临的利率风险加大。允许商业银行参与国债期货交易不仅对商业银行自身意义重大，这也是完善利率市场体系、提高债券市场流动性的重要举措。长期来看，这也有利于丰富宏观调控工具和加快人民币国际化。

**有利于完善利率市场体系，健全国债收益率曲线。**国债收益率曲线是无风险资产的利率水平，是金融产品的定价基准，也是衡量国债市场乃至债券市场成熟度的主要标志。十八届三中全会提出“健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”，将健全国债收益率曲线上升为金融战略高度。一直以来，受国债流动性不强，发行数量不足、交易所市场和银行间市场分割等多种因素影响，中国还未形成真正反应市场供求关系的国债收益率曲线。国际经验表明，作为标准化的场内利率衍生产品，国债期货通过提供套保、套利交易等机制，实现将市场利率的预期传导到基准利率体系，从而使国债收益率曲线更为合理。随着银保资金入市，国债期货市场的规模将会明显增加，这有利于更好地实现国债期货价格发现功能，提升国债收益率曲线定价基准的作用。

丰富国债期货投资者结构，提高债券市场流动性及价格发现功能。自2013年9月6日经过重新设计的5年期国债期货合约重新挂牌上市以来，在期限品种、投资者范围、交易机制、市场活跃程度、价格发现功能上不断完善和丰富，但是长期以来，作为国债现券市场最大投资者，商业银行和保险资金一直缺席国债期货市场。截至2020年2月底，中国记账式国债总计15.2万亿元。其中，商业银行持有9.87万亿元，保险公司持有3597亿元，二者合计持有记账式国债占比为67.3%（图1）。而券商自营和资管产品持有的国债现货不足全市场的10%。国债期货与现货市场参与主体的结构性错位，降低了国债期货价格的代表性，也限制了国债期货功能的发挥。首次获批试点的5家商业银行进入国债期货市场后，不仅丰富了投资者结构，促进债券期现货市场的投资者主体匹配，还有利于实现交易需求的互补，提高国债期货市场的广度和深度以及国债期货的定价效率。据预测，5家商业银行入市，将首先带来约几十亿元的增量资金，后续随着其他市场参与者的陆续加入，国债期货市场规模将持续扩大。

图1：国债现货市场持有结构



资料来源：Wind，中国银行研究院

有利于提高债券市场对外开放水平，不断提高人民币国际化水平。近年来，中国债券市场开放程度不断提高，境外投资者对中国债券市场的投资比重也持续提高，随之而来的是境外机构的利率风险对冲需求不断提高。截至2020年2月末，境外投资者持有在岸人民币债券总规模约2.28万亿元，其中持有国债的占比为58.9%（图2）。同时，彭博巴克莱指数、摩根大通新兴市场债券指数相继纳入中国债券。但是，目前境外投资者无法参与国债期货交易以对冲风险，这是它们更大规模进入中国债券市场的主要障碍。可以预见，随着债券市场开放力度的加大，随着境外投资者持有中国债券的规模不断增大，它们对国债期货等利率衍生品的需求将更加迫切。近年来，商品期货市场特定品种实现对外开放，说明当前中国已具备引入境外机构投资者参与期货市场的能力。当前，随着政策“放行”商业银行和保险资金，业内对于允许境外机构参与国债期货交易的呼声也不断增多，可以预见推动国债期货对境外投资者开放，将是持续推动中国债券市场有序开放的重要方向，这对于提高债券市场对外开放水平，推动人民币国际化也将起到重要作用。

图2：境外机构持有的境内债券结构



资料来源：Wind，中国银行研究院

## 二、对商业银行的主要机遇

从商业银行视角看，在利率市场化加快的大背景下，允许商业银行参与国债期货交易具有重要意义。近年来随着利率市场化的加快，商业银行面临的利率风险明显上升。在缺乏利率衍生品的情况下，商业银行只能通过被动调整债券资产的期限结构来规避利率风险。由于国债期货具有流动性强、信用风险和交易成本低等特点，允许商业银行参与国债期货交易不仅为商业银行提供了新的利率风险管理工具，也为其提高资金使用效率和促进业务模式转型提供了新机遇。

**第一，有利于增强商业银行的利率风险管理能力。**目前，商业银行的利率风险对冲工具主要有利率互换、债券远期，但这些对冲工具覆盖产品多为短期限利率，且为非标准化合约，流动性低，不适合进行风险量化对冲。与利率互换和债券远期等利率风险对冲工具不同，国债期货是一种标准化期货合约且可以有效降低场外利率风险管理工具的“搜寻成本”，从而满足不同投资组合的套期保值需求，提高商业银行利率风险管理的主动性和灵活性。总的来说，国债期货由于具有流动性更好、期限较丰富等特性，可以为商业银行在从事国债承销、做市业务、债券交易、资产负债管理时提供更加高效的利率风险管理工具。例如，在债券发行的一级市场，承销团银行因包销、做市等因素持有债券，需要国债期货对冲持券的利率波动风险；在债券二级市场，银行需要国债期货管理债券交易的利率风险，平抑损益波动。

**第二，有利于提高资金效率，形成新的业务增长点。**当前，商业银行持有的债券资产约占其资产总额的 6%。当持有国债现券时，商业银行只有利率下降时才能实现盈

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_6153](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6153)

