

# 商业银行参与国债期货符合内在需求

**摘要：**商业银行是金融市场的主要投资机构，积极参与国债、回购和同业拆借市场交易，对国债期货的需求广泛。第一，商业银行资产负债规模巨大，对利率波动敏感，具有强烈的利率风险管理需求；第二，商业银行利用国债期货进行高效的久期管理需求；第三，商业银行利用国债期货推动产品创新的需求，可以为客户提供多样化的产品；第四，商业银行利用国债期货扩大债券承销业务的需求。商业银行运用国债期货，可降低在债券承销业务中的利率风险及库存波动风险，提高债券承销积极性，扩大债券承销业务；第五，商业银行对国债期货帮助建立完善的基准利率体系的需求较强。利用国债期货可以提高债券市场定价效率，推动建立完善的基准利率体系，为商业银行的资产定价提供坚实依据；第六，商业银行对国债期货作为场外衍生品的补充的需求强烈。商业银行借助国债期货，运用场内外市场各自优势，实现资产组合的最佳配置，满足商业银行对利率衍生产品的多元化需求；第七，商业银行可以利用国债期货，来满足其提高资产收益率的需求。商业银行可利用国债期货的杠杆机制，减少占用资金，提升资金使用效率，提高资产收益率。本文从商业银行内部不同账户角度，分析商业银行参与国债期货符合其内在需求。

**关键词：**商业银行 国债期货 内在需求

国债期货作为一种标准化的场内利率衍生产品，市场透明度

较高、交易成本较低，其高效的风险管理功能已经得到国际金融市场的充分实践和认可。我国自2013年陆续上市5年、10年、2年以及30年国债期货以来，整体市场运行平稳，成交持仓稳步上升，对我国债券市场发展和维护金融市场稳定都起到了积极的作用。但是由于银行等主要持债机构迟迟未能参与国债期货市场，中国的国债期货市场和欧美等海外成熟市场相比仍有较大差距。尽管2020年以及2023年部分银行、保险机构参与进来，但是从具体参与深度来看，依旧可以忽略。从成交金额来看，我国国债期货市场规模约为美国国债市场的1%，约为德国市场的2%，中外国债期货市场差距较大，因此国内国债期货市场需要更多银行、保险等金融机构参与进来。此外，在推动利率市场化进程中，银行对利率风险管理的难度加大，同时在管理层将解决企业“融资难、融资贵”问题作为当前政府主要工作的背景下，银行等金融机构同样需要参与到国债期货市场中，发挥其在宏观经济领域的作用。本文根据商业银行持有债券的会计计量角度，从商业银行内部不同账户对国债期货的不同需求来分析商业银行参与国债期货市场符合内在需求。

## 一、国债存量以及国内商业银行参与国债现货市场的情况

我国自1981年恢复国债发行以来，国债市场发展迅速，一级发行市场上发行规模不断增大，品种日益完善，发行机制更加健全；二级市场交易日益活跃，总交易量大幅增加，流动性增强。其中，商业银行的国债持有和交易情况均占比最大，是整个债券市场的主导力量，在国债市场上发挥着重要作用。

从债券市场投资者持有结构来看，商业银行是我国债券市场的重要参与者，也是国债市场最大的持有者。截止2020年底，商业银行共持有国债约10.9万亿，在18.16万亿的可流通国债余额中占比60%，远远超过保险、证券、基金等机构。

表 1：2020 年底主要券种投资者持有结构（单位：亿元）

	国债	地方债	政策性金融债	政府支持机构债券	商业银行债	企业债券	资产支持证券	中期票据
1.政策性银行	1,128.85	16,052.86	525.90	488.56	700.80	44.88	23.51	24.80
2.商业银行	109,391.45	206,632.32	98,060.87	9,071.97	15,389.37	5,026.96	10,091.91	323.43
3.信用社	1,233.88	1,616.22	5,575.54	177.62	344.39	117.23	1.90	15.90
4.保险机构	3,928.64	3,402.14	5,921.99	2,002.86	2,675.86	703.62	63.77	140.67
5.证券公司	2,216.04	955.63	2,196.80	259.91	149.66	1,828.21	213.94	27.93
6.基金公司及基金会	73.15	0.00	23.73	0.00	0.00	1.15	2.78	0.45
7.其他金融机构	773.70	289.30	285.71	57.37	52.20	67.25	595.45	3.61
8.非金融机构	7.20	0.00	0.20	0.21	2.00	1.78	0.00	0.00
9.非法人产品	11,446.11	5,298.89	50,267.63	4,494.13	23,314.29	13,001.10	7,347.79	500.41
10.境外机构	15,386.83	27.45	7,397.72	53.09	152.92	103.32	253.28	26.22
11.其他	17,853.53	0.00	466.35	8.40	0.00	19.35	0.00	0.20
12.柜台市场	66.58	21.88	305.93	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
13.交易所市场	6,301.52	5,055.83	0.00	460.87	0.00	8,272.62	0.00	0.00
14.自贸区市场	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总计	169,807.47	239,352.51	171,028.38	17,075.00	42,781.48	29,187.48	18,594.33	1,063.63
商业银行占比	64.4%	86.3%	57.3%	53.1%	36.0%	17.2%	54.3%	30.4%

数据来源：WIND 资讯 新潮期货研究所

可见，无论是国债还是政策性金融债，最大持有机构均为商业银行，其次为保险资管。此两大机构在资产管理策略上，注重资产负债的匹配度，所以主要采用买入持有的策略，不重视国债的交易性投资机会，遂市场流动性较低。而擅长经济基本面分析，善于把握趋势性机会，注重交易性机会的券商和基金，因为国债持有量占比却很小，无法对国债流动性起决定作用。

从发达国家成熟金融市场经验分析可知，随着利率市场化和人民币国际化的推进，我们的银行无法长期享受制度红利，其利润空间必然受到挤压。如此背景下，银行必然采取更为主动的资产管理策略，流动性会逐步向成熟市场趋近。其次，商业银行在获得资产管理牌照后，可进行代客理财，风险规避和追求收益的双重需求下，必然会提高流动性，同样对国债期货的需求也较大。

从国债新发量看，2010年以来国债每年的发行量急剧上升。

表 2：2010 年以来国债存量占 GDP 比重

时间	当年发行量 (亿元)	发行只数	国债存量 (亿元)	GDP (亿元)	国债存 量占 GDP 比重
2022 年	99,082.70	183	255,888.91	1,210,207.00	21.14%
2021 年	61,999.45	169	230,141.32	1,149,237.00	20.02%
2020 年	76,252.85	176	206,858.65	1,013,567.00	20.40%
2019 年	41,979.01	166	166,505.34	990,865.10	16.8%
2018 年	36,781.72	162	148,803.67	919,281.10	16.2%

2017年	40,158.43	169	134,344.97	832,035.90	16.1%
2016年	30,657.69	148	119,698.74	746,395.10	16.0%
2015年	21,075.38	99	106,610.95	688,858.20	15.5%
2014年	17,747.32	78	95,911.24	643,563.10	14.9%
2013年	16,944.01	70	87,043.36	592,963.20	14.7%
2012年	14,362.26	61	77,877.86	538,580.00	14.5%
2011年	15,397.90	73	72,728.57	487,940.20	14.9%
2010年	17,778.17	82	68,543.44	412,119.30	16.6%

数据来源：WIND 资讯 新湖期货研究所

从国债存量看以及和GDP占比来看，最近10年国债存量从2010年的68543亿元稳步上升至2022年底的255889亿元，占GDP比重基本维持于百分之二十以上。在现有的263只国债中，最短期限为0.5年，最长为50年。总体来看，目前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。

## 二、国内金融机构持有国债的会计计量

通常来讲，银行和保险等金融机构注重资产负债匹配度，而券商基金等金融机构注重盈利性，这就直接决定前后两者投资风格的差异和资产会计确认的差异，不同的计量方式，由于收益和损失的确认不同，对会计报表影响也不同，需要分别说明。

我国金融资产主要有交易性金融资产、持有至到期金融资产、贷款和应收、可供出售金融资产四种。由于持有债券的会计计量主要涉及交易性金融资产、持有至到期金融资产、可供出售金融资产三种，以下对此三种做一个详细介绍。

### 1、交易性金融资产

交易性金融资产是指银行为交易目的或规避交易账户其他项目的风险而持有的可以自由交易的金融工具，其对应的会计计量方式为“以公允价值计量且其变动计入当期损益”。

显然，当市场利率发生变动时，交易性金融资产中的债券价值会发生变动，该变动便被作为损失或收益计入商业银行利润表中。所以当预期市场利率的变动会对债券资产造成损失时，可通

过出售债券资产规避风险或者反向操作国债期货实现风险对冲。由于目前债券市场，特别是银行间国债市场流动性很低，所以更多时候在预期到利率风险时却无法通过出售债券资产这一途径实现风险的规避，利用国债期货进行套期保值成为了理想的选择。

**表 3：商业银行金融资产分类**

分类名称	特点	计价方式	对财务报表的影响
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	为赚取价差为目的所购的有活跃市场报价的股票、债券投资、基金投资等	按照公允价值计量	其价值变动计入当期损益
持有至到期投资	到期日固定；回收金额固定或可确定；企业有明确的意图和能力持有至到期	按照摊余成本法计量	其价值变动计入权益项
可供出售金融资产	存在活跃市场报价	按照公允价值计量	其价值变动计入权益项，具体体现在资本公积中
贷款和应收款项	回收金额固定或可确定；无活跃的市场；例如：商业银行贷出款项，商业银行所持有的没有活跃市场的债券、票据，工商企业应收账款等	按照摊余成本法计量	

资料来源：中华人民共和国财政部，新潮期货研究所

## 2、可供出售金融资产

金融机构也有部分债券资产计入可供出售金融资产科目，该科目以公允价值计量，变动形成的利得或者损失计入所有者权益（资本公积）。

当市场利率发生变动时，这部分资产造成的利得或者损失便通过计入资本公积，对银行而言这就直接影响资本充足率，所以该部分的估值风险同样不可小觑。金融机构在进行资产管理时，同样需要通过金融衍生工具（国债期货等）进行风险规避。

## 3、持有到期金融资产

持有到期金融资产以实际利率计算的摊余成本计量，此类债券资产单纯关注持有期收益率，以赚取票面利息为主要收益点，所以对利率风险不敏感，无需考虑。

## 三、国内商业银行各类账户的政府债券持有情况

在实际操作中，为准确计量市场风险监管资本，采取更有针对性的利率风险管理措施，我国商业银行一般根据不同账户的性质和特点，将所有表内外资产负债均划分为交易账户和银行账户。交易账户是指银行为交易目的或规避交易账户其它项目的风险而持有的可以自由交易的金融工具和商品头寸，除此以外的其它各类头寸划入银行账户。商业银行债券资产在银行账户和交易账户两类账户均有存放，其中持有至到期债券、可供出售债券一般存放于银行账户中，交易性债券则存放于交易账户中。总的来看，商业银行的政府债券持有结构具有如下几个特点：

表 4：2020 年末主要上市银行政府债券持有结构（单位：亿元）

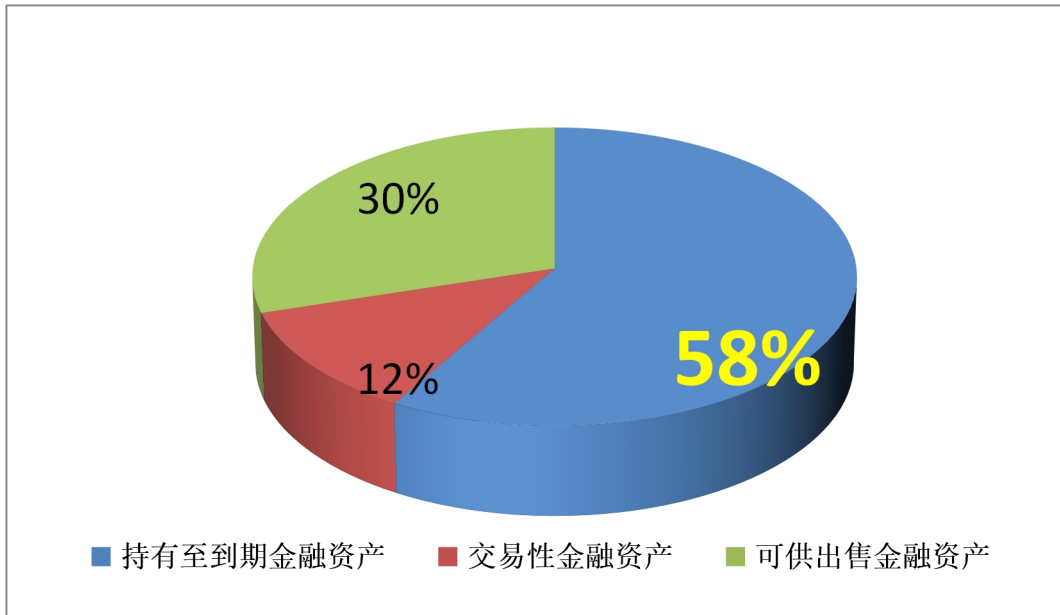
	持有至到期金融资产		交易性金融资产		可供出售金融资产		合计
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
工商银行	35421	63%	6189	11%	14964	26%	56574
农业银行	34891	63%	6344	11%	14264	26%	55499
建设银行	25867	53%	7443	15%	15508	32%	48818
中国银行	20898	48%	3834	9%	18572	43%	43304
交通银行	15113	68%	2950	13%	4021	18%	22084
民生银行	7082	59%	1120	9%	3788	32%	11990
招商银行	5582	53%	1026	10%	3831	37%	10439
浦发银行	4447	33%	2193	17%	6645	50%	13285
华夏银行	4014	77%	96	2%	1103	21%	5213
平安银行	3583	77%	716	15%	367	8%	4666
光大银行	3446	43%	332	4%	4145	52%	7923
兴业银行	3374	27%	4187	33%	5042	40%	12603
中信银行	2165	21%	1967	19%	6316	60%	10448
合计	165883	55%	38397	13%	98566	33%	302846

数据来源：WIND 资讯 新湖期货研究所

1、持有至到期债券占绝大比重，交易性债券占比较低。2020 年末主要上市银行持有的政府债券中，持有至到期金融资产的占比为 55%，可供出售金融资产的占比为 33%，交易性金融资产的占比仅为 13%。

2、除五大商业银行之外，其他上市股份制银行交易性金融资产占比相对较大、交易性需求较强。中国银行、农业银行、工商银行、建设银行、交通银行交易性金融资产的平均占比为 12%，而其他上市股份制银行交易性债券占比平均为 14%，后者高于前者。尤其是兴业银行的交易性金融资产占比高达 33%。

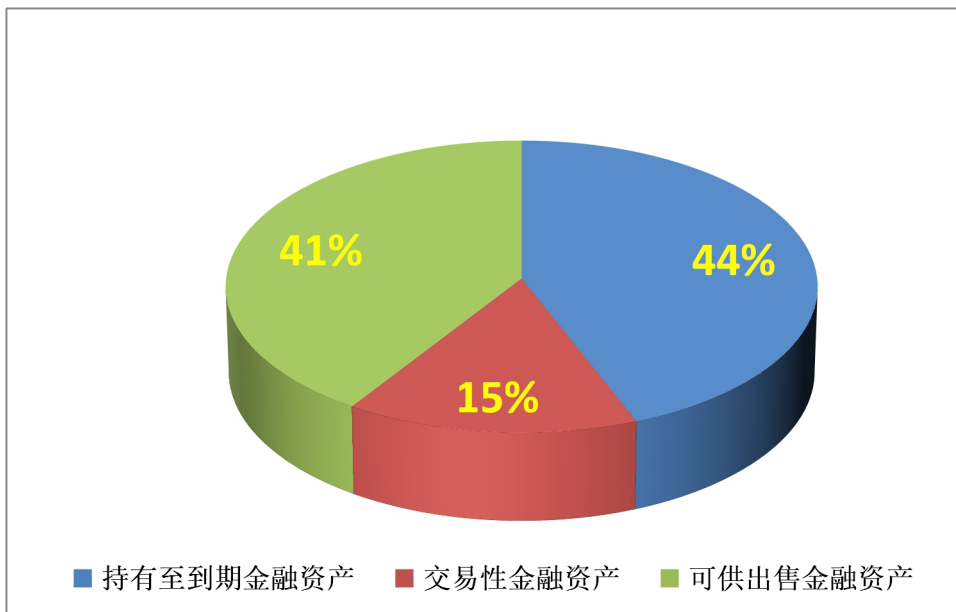
表 5：2020 年末五大国有商业银行金融资产占比



数据来源：WIND 资讯 新潮期货研究所

3、其他上市股份制商业银行可供出售金融资产占比较高，债券资产配置更加灵活。除五大国有银行之外，其他股份制上市银行可供出售债券占38%，足以确保银行可以灵活进行资产配置。

表 6：2020 年末其他上市股份制商业银行金融资产占比



数据来源：WIND 资讯 新潮期货研究所

整体看，股份制银行更愿意采用激进的投资策略，将大部分

债券资产划分为交易性和可供出售金融资产，捕捉趋势性机会。同时对于国债期货的需求也相对较高，风险管理能力和采用主动策略管理资产的能力也更强。

#### **四、国内商业银行对国债期货市场的内在需求**

众所周知，商业银行是债券市场的重要参与力量，然而由于国内风险对冲工具缺乏，使得商业银行主动进行债券投资的愿望依然较弱，相应的债券资产也多是配置型需求下的被动持有。与此同时，随着我国利率市场化的不断推进，商业银行各类账户的巨量债券更面临着较大的利率波动风险，迫切需要通过国债期货对冲利率风险，高效管理久期，扩大债券承销业务，提高资产收益率。

##### **1、商业银行具有强烈的利率风险管理需求。**

商业银行是我国国债市场最主要的投资者，承担着因大量持有国债所带来的利率风险。在利率持续走低期间，国债投资确实为商业银行赚取了稳定的投资收益。但是在利率上行期间面临的风险同样较大。2013年下半年以及2016年年底，市场利率大幅上行。商业银行的债券资产面临巨大风险。按照久期法估算，市场利率每上升1基点，久期按4计算，商业银行48万亿的债券的市值所受到的损失大致为192亿元。从理论上讲，当市场利率上升时，银行只要持有国债到期就能获取利息收入而不实现亏损。但在实际操作中银行往往会遭受不同程度上的损失：一、如果银行持有国债到期，就放弃了利用这部分资金获取更高收益的机会，机会成本将增大；二、当银行由于流动性的需求而不得不卖出债券时，必将遭受债券价格下降所带来的损失，使得银行的浮亏变为实亏。因缺乏相应的风险对冲工具，商业银行只能被动承受亏损，严重时将会对其经营产生负面影响，甚至引发系统性危机。因此，银行迫切希望尽快参与国债期货并利用其高效的对冲机制来规避利率风险。具体而言，国债期货在商业银行不同账户下的应用，



将不同程度地发挥风险管理功能，释放由被动风险承担所带来的资本充足率压力。

## **2、商业银行利用国债期货进行高效的久期管理需求。**

国债期货可以用于更高效率的调整银行账户的组合久期。对于现券投资组合规模巨大的银行账户来说，由于银行间债券市场为场外交易，通过现券买卖来调整久期不仅成本较高，且调整期较长，同时易造成现券市场收益率的大幅波动，在实践中较难贯彻。作为标准化衍生产品，国债期货采用集中撮合竞价交易，市场透明度高、流动性好，可以在不调整资产结构的前提下短时间内完成对银行账户债券投资组合的久期调整。同时，国债期货采用保证金交易，其杠杆作用使银行在灵活的调整组合久期时不必拘泥于成本的限制。

## **3、商业银行利用国债期货推动产品创新的需求。**

全球大型商业银行的发展历程表明，理财业务是提高银行类金融机构综合竞争能力最为重要的业务。目前我国商业银行正由单一信贷业务逐步转为综合经营型，理财资产规模急剧扩大。但国内商业银行的理财产品侧重于固定收益类产品，产品形式单一、投资结构同质化，阻碍了理财产品的发展。商业银行可借助国债期货，开发国债期货现货套利理财产品、挂钩国债期货的理财产品等，为广大客户提供更加安全、更加多样化的产品选择，满足客户日益丰富的产品需求。此外，商业银行也可以根据不同客户的风险承受能力，利用国债期货对债券等传统投资品种进行分解组合，形成特点各异的理财产品，使产品收益和风险特性与客户收益预期和风险偏好相适应，为客户提供个性化的金融服务。

## **4、商业银行利用国债期货扩大债券承销业务的需求。**

当前，国债市场化发行机制已经确立，国债发行效率不断提高。记账式国债全部通过招标方式公开发行人，国债承销团制度不断完善，大幅提升了国债发行利率的市场化程度。然而，由于市

场缺乏利率风险对冲工具，使得承销团成员在国债承销过程中面临很大的利率风险，一定程度上制约了国债的发行。尤其是对于债券投资规模相对较小且又属国债承销团成员的商业银行来说，其对某些新发行的国债并无实际需求但迫于国债承销团考核压力又必须买足基本承销额，为了对冲利率风险，它们常常在所谓的一级半市场出售债券。由于债券尚未上市，这些交易大部分是通过口头协议的方式完成，违约风险较大，加上从发行到上市时间较长，基本要让利才能出售债券，成交价往往低于招标价。但是商业银行，尤其是属于承销团的银行参与国债期货后，被动持有的债券就可以通过做空国债期货，使其在承担承销团义务的同时减少因为被动投资而引起的库存波动风险。

**5、商业银行对国债期货帮助建立完善的基准利率体系的需求较强。**

国债期货有助于提高债券市场定价效率，为基准利率的形成起到积极作用。首先，国债期货市场具有成本低、流动性强等优势，能更迅速地反映市场信息，促进价格达到均衡水平，引导现货市场价格走势；其次，国债期货市场的投资者更加多元化，汇集的信息更加丰富，价格对市场信息的反映更充分；再次，国债期货采用竞价交易机制，价格形成更加准确，更具有真实性和权威性。因此，国债期货的推出有助于提高债券市场定价效率，准确反映市场预期，从而有助于完善我国基准利率曲线，为银行等金融机构资产定价提供坚实依据，满足其建立完善的基准利率体系的需求。

**6、商业银行对国债期货作为场外衍生品的补充的需求强烈。**

目前，我国的场外利率衍生产品取得了长足的发展，债券远

期、利率互换、远期利率协议等产品相继推出。不过这些都是银行间市场交易的场外利率衍生品，尽管成交量不断增加，但由于场外询价交易的特点，利率衍生品入场门槛比较高，市场的透明度很低，有些品种流动性很差。银行在从事场外衍生品交易时会面临选择交易对手困难等问题。因此，银行迫切需要国债期货这一高度标准化、高度透明的场内衍生产品。此外，利率互换浮动利率支付者，在利率上行情况下，其面临较大的利息付出损失；对于固定利率支付者，在利率下行情况下面临损失；而反向平盘却难以找到合适的交易对手，这时就需要国债期货这一场内利率衍生品进行对冲。同时，国债期货也将促进场内外利率衍生产品优势互补、协调发展，充分满足银行对利率衍生产品的多元化需求，进而促进整个利率市场的健康发展。

## **7、商业银行可以利用国债期货，来满足其提高资产收益率的需求。**

商业银行可以利用国债期货构建合成资产，提高债券投资的收益率。例如对银行资产的管理者而言，原本需要将一部分资金配置在国债等风险较低的债券上，现在可利用国债期货替代原先需要投资的国债，利用国债期货的高杠杆率来实现相同的国债配置而占用最少的资金，而将剩余部分投入到收益更高的金融债或企业债上，提高资产投资的总收益率。

总之，国债期货作为债券市场稳定运行的必备工具，是成熟资本市场必不可少的组合部分。我国推出国债期货不仅能为商业

银行提供一个规避利率风险、管理资产组合久期、推进产品及业务创新、提高资产组合收益率的有效工具，也将进一步推动我国金融市场发展和商业银行的国际竞争力。

作者姓名：李明玉

单位：新湖期货股份有限公司

职务：研究所副所长

手机：15216662338

邮箱：limingyu@xhqh.net.cn