

# 一入江海便化龙

## ——国债期货市场发展回顾

□上海耀之基金总经理 王小坚

冬去春来,一年半以来五年期国债期货经历波折,业已发展成为中国最为重要的金融衍生品之一。第二个国债期货品种——十年期国债期货也于20日上市交易,彰显出国债期货作为利率定价工具的重要地位。回想过去十八个月以来的历程,总结经验,为资产管理与投资提供更好的方向指导。

### 全球金融市场最重要的利率定价工具

2013年9月6日是五年期国债期货上市的第一个交易日,其主力合约成交约3.6万手,但随后一段时间受制于参与主体有限等因素的影响,主力合约成交量不断萎缩,最少的时候低于每天1000手,可以说是极度低迷。这段时期的交易事实证明,不少机构侧重准备的国债期货自动化交易在当时的市场环境中无法实现,而基于国债现货场外交易占比巨大的事实,程序化计算镶嵌手动式套利成为可操作的方案。

尽管我国国债期货市场的的发展并不一帆风顺,但国债期货作为全球金融市场最重要的利率定价工具,其对于资产管理行业的意义以及未来的成长空间都是毋庸置疑的。因此耀之基金早在2013年初即着手组建国债期货投资团队,设计开发国债期货套利策略与交易程序。在2013年的11月,即国债期货上市后的两个月,由耀之基金设计并管理的中国第一只国债期货资产管理产品就进入了操作。得益于策略上的创新以及业绩上的领先,该产品也成功获得了当

年的基金鼎奖。

同时耀之基金也与国内一家大型银行的私人银行部合作,在2014年4月成立了中国最大的一只专注于国债期货套利的基金,这也是国内首只在银行销售的国债期货基金产品。虽然在基金运行的前几个月中,国债期货市场陷入了交易清淡期,但我们凭借高效的程序化套利模型以及领先的投资者服务能力,仍获得了非常不错的投资业绩:在不承担任何信用风险或利率风险的情况下,取得了年化收益超过9%的稳定回报。这是耀之基金借助于基金产品形态在新市场上用国债期货达成的成功创新,也是利用创新的金融工具为资产管理行业提供了新策略和新产品的尝试。实践证明,我们取得了非常不错的效果。

目前,耀之基金基于国债期货设计的多样化投资策略已受到众多投资者的关注和青睐,耀之基金也已经或正在为不少大型客户、套利偏好者以及商业银行量身定制基于国债期货与现货的低风险套利策略产品。

### 为投资者提供便利和多策略选择

国债期货除了可提供无风险套利机会之外,也是交易获利的一柄利剑。比如2014年11月21日(周五晚),央行宣布下调存款基准利率水平0.25%和0.4%。这是国债期货上市以来第一次遇到货币政策变化。紧接着周一开盘时,主力合约TF1412价格上涨了1%以上,考虑到当时国债期货保证金比率只有1.5%,1%的期货价格上涨意味着期货多头单日实现了接近70%的回报。中国金融期货交易所也在过去的一年中不断下调保证金比例,目前五年期合约近月品种的保证金比例已从最初的2%降为1.2%,使之成为全国杠杆倍数最高的金融工具。同时,相比传统的利用国债现货增加杠杆来扩大收益的方式,虽然国债期货没有票息收益,但当回购套利的资金成本与国债利息收入之差持平甚至为负值时,国债期货在杠杆交易策略方面表现出独有的优势。此外,国债期货对于投资经理和交易员而言,具有快速增减敞口、冲击成本较小的优点。

观察市场表现,自去年11月以来,我国共经历了两次降

息以及一次降准,国债期货市场经历了一次大幅度的震荡,在长期走势上体现出非常明显的预期交易的特性。比如主力合约自2014年底至2015年初一路攀升,但在今年2月4日晚央行宣布降准后的第一个交易日,国债期货主力合约高开后即盘旋下滑,并最终收跌。如何在利用国债期货对冲利率风险的同时,借助国债期货的波动以获取最大收益,已成为债券基金经理们的新课题。

举一个耀之基金产品的例子:在中国基金业协会2014年3月启动私募基金备案机制,进一步拓宽国债期货投资人的投资管道后,耀之基金把握机遇,在我们所成立的国内首只自主发行的债券私募基金——堂庭基金的投资范围中,纳入了国债期货,并将它作为一个重要的交易工具。堂庭基金交易以来的11个月中,通过信用债现券配置与国债期货交易,取得了超过34%的绝对回报,其中由国债期货所产生的交易利润占到了一半左右。这彰显出在多空判断策略中,高杠杆利率方向性工具的重要作用。



### 深刻改变债券现货交易行为

除了在资产管理领域与投资领域为投资经理和交易者提供便利及更多策略选择以外,国债期货对国债现货的影响也十分巨大,可以说深刻地改变了债券现货交易行为方式。

在银行间债券市场,来自货币市场中介的报价最能够反映出现货的交易活跃度。自国债期货上市以来,作为五年期国债期货最便宜可交割券的七年期国债现货,相较其它非交割品种的报价频度要大大增加,七年期国债现货已成为市场上交易最活跃的品种,其报价数量与成交笔数要数十倍于其它年限的国债。

同时,期货的出现改变了国债现货交易小步慢走的交易格局。在以往,场外国债的交易报价往往需要很多次往复的电话报价与谈判最后才能成交。而在国债期货上市后的差不多一年时间,由于成交量不足,期货与现货之间的步调基本上是亦步亦趋,非常匹配。这种现象一直维持到2014年的第三季度。当季的国债期货主力合约TF1412成交量快速放大,同时伴随着对央行宽松政策的预期增强,期货市场开始剧烈波动,并与现货市场发生

脱节。期货一天之内发生0.5%~1%的波动在一些时间段成为常态,带动国债现货场外交易市场出现每天在10~15基点的价格波动。这么大的波动幅度在过去十年的国债现货市场里是不可想象的。可以说,国债期货的出现以及它的发展变化已深深地改变了中国国债现货市场的交易行为,对交易员与投资经理提出了更高的要求。不少老交易员都感慨,当下需要紧跟期货市场做现货的交易。

其实,连续竞价是国债期货非常重要的一个优势。很多银行间的国债交易员表示,如果没能紧盯一天的国债场外报价,那么看一眼国债期货的走势,基本上就可以了解到利率债券的行情波动。虽然大部分此类机构如银行、信用联社等仍然受限于政策无法参加国债期货的交易,但不可避免地使得交易员的观点与心态受到了期货波动的影响。可以说,国债期货的连续竞价机制为现货市场的活跃和合理定价起到了积极的作用。这种变化是对过去现货市场活跃程度不足的一种补偿,在事实上增进了市场的成交,使现货定价更为合理。

### 产品设计和估值清算等环节有待改善

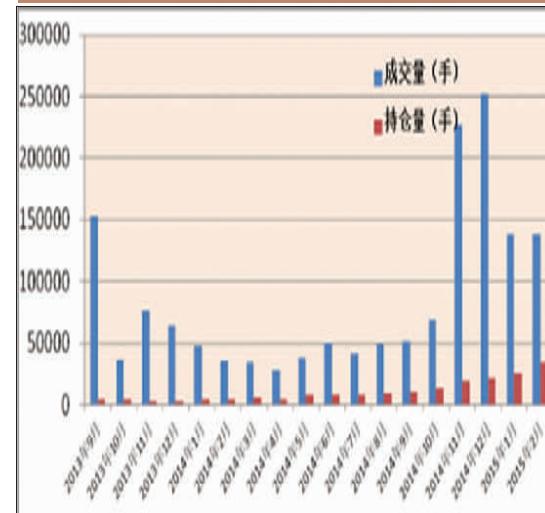
回顾一年半以来国债期货在资产管理、投资交易、策略创新、市场行为等诸多方面给资产管理行业带来的深刻影响,可以发现,市场自身的发展在推动着投资者逐渐接受国债期货这一新的金融工具。不过,围绕着国债期货这一新兴但充满机会的市场,仍然有不少值得改善的环节。从耀之基金作为市场积极参与者切身体验来说,在产品设计、估值清算等方面,仍遇到了不少障碍。例如很多合作机构还不具备国债期货交易模块,一些清算银行对于国债期货的估值与清算仍不够了解以致相关业

务发展缓慢,相当数量的清算方甚至经纪业务商都对国债现货交割业务比较排斥。但是,相比一年多前市场刚起步的时候,这些情况也正在改善和变化当中。

2015年3月20日是十年期国债期货交易的首秀。它的推出将提高长周期国债的定价效率,提升国债收益率曲线反映市场供求关系的有效性。另一方面,国债期货合约的丰富将有助于资产管理行业进一步加快产品创新步伐,丰富盈利模式。

让我们一起期待,一个更为成熟、更为精彩也更具挑战的国债期货市场。

5年期国债期货上市以来成交量和持仓量



5年期国债期货历史走势



10年期国债期货首日走势

