

机构运用国债期货纪实

善用套保 成就现券风控“聪明人”

本报记者 王姣

“股市有风险，入市需谨慎。”自 A 股市场诞生以来，几乎人人都知道这条金句，但很多人不知道的是，在被普通投资者视为“避险港”的债券市场上，单笔千万起、动辄几个亿的资金体量正在对垒交易，小小一个基点(0.01%)的波动可能会导致收益的巨大变化。

“债券有天然的票息保护优势，但利率波动风险也很大，牛市的时候，大家可能皆大欢喜，一旦进入熊市碰到大跌，现券想卖都卖不出去怎么办？”这是所有债券交易员都要面对的问题。

据中国证券报记者走访调研，伴随着利率市场化改革的推进，近年来债券市场波动明显加大，从 2013 年“钱荒”到史上最长牛市、2016 年底大跌重启熊市，再到今年的“闪电牛”行情，没有硝烟的战争从未停歇，对于那些多次成功穿越牛熊的机构来说，国债期货是他们管理风险的秘密武器之一。

套保对抗熊市风险

“三年牛市一朝尽”。2016 年 10 月下旬起，债券市场由牛转熊，现券收益率全线大幅上行，尤其 12 月监管趋严下机构加速去杠杆，10 年期国开债收益率单日上行 10 基点甚至 20 基点的情形多次出现，恐慌情绪蔓延进而触发止损踩踏。

此次大跌行情的调整幅度和速度堪比 2013 年“钱荒”，但与 2013 年“钱荒”不同的是，面对 2016 年的市场大跌，很多机构从只能不

计成本的抛售者，转变为善用套期保值、管理现券风险的“聪明人”。

回顾 2013 年，银行间“钱荒”引发债市抛盘如潮，许多金融机构不得不亏损卖出手中的债券，当年逾六成债基呈负收益态势。

其时，作为一家私募机构，北京乐瑞资产管理有限公司(简称“乐瑞资产”)持有大量的债券类资产，但苦于缺乏风险对冲工具，不得不通过减仓债券现货的方式应对市场冲击。

“2013 年‘钱荒’，我们采取的操作策略是直接减仓现券，当时仓位降到不足 50%的水平，手里持有 40-50%的现金。”乐瑞资产董事长唐毅亭告诉中国证券报记者。

那一年，市场上存在着远期利率协议、债券远期和利率互换等场内利率风险管理工具，然而，远期利率协议和远期交易严重缺乏流动性，利率互换也存在有准入门槛、流动性不足、交易成本较高和期限错配致使套保难度加大等问题。

这种尴尬的处境到 2013 年 9 月终于发生了改变。当年 9 月 6 日，5 年期国债期货正式上市，填补了我国场内利率衍生品市场的空白，并以其 T+0、流动性高、交易成本低、信用风险低等优点，迅速得到金融机构的青睐。

包括中信建投证券等在内的金融机构很快便成为国债期货市场的首批参与者。“2013 年下半年，无论利率债还是信用债，不管加多少基点都很难卖，现券折损很多，所以 9 月份国债期货一上市，我们就立刻申请了交易账户，适量开展套期保值操作对冲了一些风险。”中信建投证券董事总经理、固定收益部行政负责人蒋胜说。

继 5 年期国债期货后，2015 年 3 月，10 年期国债期货也成功推出，填补了我国债券市场长端避险工具的空白，并很快成为成交最活

跃的债券衍生品。至 2016 年，国债期货的价格发现和套期保值功能进一步得到市场的广泛认可，其日均成交量、持仓量显著上升至 10 万手、6 万手水平，成为众多金融机构不可或缺的风险管理工具。

“2016 年底开始的这波熊市中，我们减仓流出的现金比例大大减少了，大概只留了 10%-20% 的现金，同时我们通过国债期货做了 10 年期品种的套期保值，稳定了整个资产头寸的净值波动，保持了 4-5% 的正收益。”唐毅亭说。

申万宏源证券在 2016 年底债市大跌中也充分利用国债期货进行套期保值，有效地对冲了利率风险。2016 年四季度初，伴随着债市去杠杆，申万宏源证券固定收益团队预期可能会出现现券集中抛售的风险，于是在国债期货市场建立对冲头寸，净空头持仓最高时达到数千手，成功避过了此次利率调整风险。

“这波套期保值操作，我们通过测算，放大了债券资产组合风险对冲的系数，不仅对冲了纯利率债的风险敞口，而且对冲了部分信用债的净值波动，同时，进出时点的选择较为重要。”申万宏源证券固定收益交易总部总经理刘义伟表示。

多种套利增厚收益

中国证券报记者走访发现，无论是 2016 年底的大跌，还是 2017 年的“债熊”，无论是以中信建投、申万宏源、天风证券等为代表的主要证券公司，还是以乐瑞资产、鹏扬基金为代表的基金公司，都更加积极地利用国债期货进行风险管理，国债期货市场在机构风险管理、平抑利率波动、维护市场平稳运行方面都做出了重要贡献。

与此同时，通过构建一系列套利组合，从而抓取市场定价偏离所带来的机会，也是许多机构正在探索的领域。

以申万宏源证券为例，目前公司形成以多策略套利为主导的利率组合交易模式，主要参与国债期货和现货间的基差交易，同时也开展关键期限国债曲线增陡、变平的套利策略交易；此外，该公司涉及国债期货的交易策略还包括国债期货当季和次季合约间的价差套利交易，做多金融债、做空国债期货的信用利差交易和期货、利率互换间利差变化交易等。

“2015年1月开始，市场上出现了典型的基差套利机会，5年期国债期货隐含回购利率(IRR)高于7天回购利率(R007)，存在明显的期现套利空间，我们决定开始做国债期货的正向套利——多现货、空期货，取得了较好的效果。”申万宏源证券固定交易总部投资一部负责人杨睿称。

2017年以来，随着收益率曲线变平，不少机构则积极开展曲线套利策略。

最近一次典型的套利机会发生在2017年5月，当时债市经历一轮大跌后，收益率曲线和活跃利率品种出现一系列异于常态的利差倒挂现象，国债收益率曲线甚至呈现诡异的“M”型，不少机构进场套利促使市场价格重新恢复均衡。

“国债收益率曲线呈‘M’型是不合理的，我们可以结合国债期货来做曲线套利，这样一方面给现货市场提供了流动性，另一方面有助于修复曲线结构。”天风证券副总裁翟晨曦表示。

据翟晨曦介绍，正是由于充分利用了国债期货、利率互换等衍生品，近几年天风证券自营业务的组合回报率普遍高于市场基准，如2014年、2015年债券牛市中，其自营业务回报率跑赢市场基准约20个百分点；2016年、2017年债券熊市中，市场债券投资组合普遍亏

损，但天风证券自营业务回报率仍领先市场基准 5-10 个百分点。

捕捉单边交易机会

在市场趋势发生重大变化的情况下，也有不少机构视市场情况灵活建立国债期货单边仓位，以获取价差收益。

2018 年以来，债券市场就出现了一波明显的做多机会。受资金面宽松、货币政策预期趋松影响，1 月下旬起债市悄然走牛，尤其 4 月央行宣布降准前后收益率出现断崖式下跌，截至 4 月 18 日 10 年期国债收益率最低触及 3.5%，短短 3 个月就下行近 50BP，一举收复了此前 7 个月的跌幅。

以方向性交易策略为主的鹏扬基金就精准地把握到了这波行情。

“今年 2 月开始我们就坚定地看多债市，2 月 13 日发了一只产品，但这波行情来得特别快，当时买信用债或利率债都需要时间和资金，我们就很快地直接做多国债期货，用于替代现货，获取资本利得收益。”鹏扬基金固定收益总监王华告诉中国证券报记者。

作为一家私募转公募的基金公司，鹏扬基金管理的 400 亿元资金主要投向债券类资产，自 2016 年大规模运用国债期货以来，不仅通过套期保值对冲了利率波动风险，还通过套利获得了一定收益。

“毫不夸张地说，国债期货对我们的业务帮助巨大，如果没有国债期货，我们无法达到现在的收益水平。”王华告诉记者。据其介绍，即便在过去两年的债券熊市中，鹏扬基金的国债期货部分收益率每年达到 30-40%。到了今年，由于市场节奏踩得比较准，目前债券投资收益可能已经翻倍了。