

# 金融期货案例 看市场功能

金融期货功能作用发挥典型案例集



中国金融期货交易所  
China Financial Futures Exchange

长

城

长城

中国古代的军事防御工事，自西周时期开始，延续不断修筑了 2000 多年，分布于中国北部和中部的广大土地上，总计长度达 2 万多千米，用以防御敌骑入侵的风险。



2010 年，境内首个股指期货品种——沪深 300 股指期货在中金所上市交易，掀起了我国金融期货市场的新篇章。

十多年来，伴随着社会主义市场经济和中国特色现代资本市场高质量发展深入推进，我国金融期货市场砥砺前行，稳健发展。目前，中金所已构建起权益类、利率类两条产品线，上市了 11 个品种；参与者结构逐步完善，银行、保险、证券、公募、私募、信托、合格境外机构投资者、年金养老金管理机构等逐步进入金融期货市场，中长期资金类机构投资者参与广度不断提升。

我国期货市场自上世纪八十年代诞生之日起，总体较好发挥了风险管理、引导资源配置等功能，成为宏观管理的重要参考。金融期货市场十多年的发展历程，也生动践行了这一初心。十余年间，金融期货市场功能逐步发挥，服务实体经济和国家战略的能力逐步提升，在服务资本市场改革发展、助力上市公司融资、服务社会财富管理和居民理财等方面的积极作用逐渐显现。

我们遴选了近 20 个典型案例，以实际运用看金融市场的功能作用。通过这些案例我们可以看到，在服务和促进资本市场平稳发展中，股指期货与期权较好发挥了“稳定

器”作用，比如在助力全市场注册制改革和提升直接融资质效等国家战略方面，公募基金、保险资管等机构投资者积极使用股指期货及期权对底仓持股进行套保，在市场下跌环境中也能取得较为稳定的收益，提升了这些机构参与上市公司首次发行、定向增发新股的认购积极性。

通过这些案例我们也可以看到，近年来国债期货对冲利率风险、提升债券市场弹性韧性功能日益显现。尤其是 2020 年以来，受新冠疫情、地缘政治、通货膨胀等因素影响，金融市场波动加大，各类金融机构广泛运用国债期货管理风险，国债期货成交、持仓屡创新高。

此外，我们还收集了境外机构运用金融期货的实践案例。通过这些案例我们还可以看到，贝莱德、日本政府养老投资基金等大型机构如何通过广泛运用金融期货，有效提高核心竞争力、长期投资收益和抗风险能力。

这些案例具有一定的代表性，为我们观察、了解金融期货的功能作用提供了宝贵窗口。通过这些案例，我们看到金融期货的风险管理功能在实体经济领域已经得到越来越广泛的应用，金融期货市场已成功融入中国特色现代资本市场之中，并成为不可分割的组成部分。

# 金融期货产品及功能作用

金融期货市场具有风险管理、资源配置等功能。

产品	类型	功能作用	应用场景
<b>1</b> 股指期货 沪深300股指期货、中证500股指期货、中证1000股指期货、上证50股指期货	权益类	风险管理 资源配置	服务资本市场改革发展、助力上市公司融资、满足社会财富管理和居民理财需求等
<b>2</b> 股指期权 沪深300股指期权、中证1000股指期权、上证50股指期权	权益类	“保险”功能	减少产品净值回撤、服务居民财富管理
<b>3</b> 国债期货 2年期国债期货、5年期国债期货、10年期国债期货、30年期国债期货	利率类	防范化解金融风险	助力抗疫国债发行、助力债市高质量发展、促进资管行业转型发展、助力实体经济融资等

# 权益类

权益类案例

- 1 使用股指期货替代部分股票投资，增厚基金产品收益 .....07
- 2 公募与私募指数增强产品使用股指期货，助力居民财富管理 .....09
- 3 公募基金使用股指期货开发对冲型产品，服务资管新规下居民理财产品转型发展 .....11
- 4 私募基金应用股指期权“保险”策略，降低组合波动增强产品收益 .....13
- 5 股指期货服务科创板新股发行，助推注册制改革 .....14
- 6 定向增发基金使用股指期货对冲风险，支持上市公司再融资 .....16
- 7 资管机构管理定增股票组合风险，缓解企业“融资难融资贵”问题 .....18

## 使用股指期货替代部分股票投资， 增厚基金产品收益

### 一、案例背景

股指期货具备多空双向、流动性相对较好、交易成本低特征，便利投资者实施多种风险管理策略。除了使用股指期货空单对冲市场风险，较多基金公司也会开股指期货多单对现货进行多头替代，主要应用场景包括：一是流动性管理。适度配置股指期货，在跟踪标的的同时，可以获得额外的可用头寸，提高投资收益。对被动指数基金而言，因其高仓位的特点，流动性管理的帮助会更大；二是获取基差收益。被动指数增强型基金通过多头替代策略，在股指期货贴水时，投资期货多头可获得一定的基差收益，将基差转化成账户的超额收益；三是仓位管理。在应对申购赎回时，使用股指期货能够快速调整仓位，更好地跟踪标的指数。

### 二、案例介绍

公募基金运用股指期货应对申购赎回或减少现金占用，有利于提高公募基金投资收益率。某基金认为，长期来看，若每年保持1%的

稳定收益增长，对于公募基金长期管理将产生较大帮助。

一是运用股指期货替代现货应对申购，最高可提升年化0.13%收益。目前公募基金股指期货多头持仓规模最多为基金净资产10%，假设股指期货保证金为13%，使用股指期货替代现货可节省资金 $10\% \times (1-13\%) = 8.7\%$ ，将这部分资金进行现金管理收益预计为年化1.5%，因此，运用股指期货应对申购最高可提升年化收益为 $0.087 \times 1.5\% = 0.13\%$ 。

二是通过配置股指期货降低现金占用，2020年可提升1%左右的收益。目前开放式基金（不含ETF）规定持有不低于基金资产净值5%的现金，当指数上涨时，5%现金留存会影响基金投资收益。2020年沪深300指数、上证50指数和中证500指数的涨跌幅分别为27.21%、18.85%和20.87%，对应指数增强基金若使用股指期货降低现金占用，预计可分别提升1.36%、0.94%和1.04%的年化收益。

### 摘要：

指数型、指数增强型等基金产品通过使用股指期货替代部分股票投资，发挥股指期货交易效率较高等特点，方便流动性管理、仓位管理，并在期指贴水时获取一定基差收益，促进提升业绩表现。

### 关键词：

基金公司、股指期货对现货替代、流动性管理、仓位管理、基差收益。

蘇堤

蘇堤

北宋元祐四年(1089)，诗人苏轼任杭州知州时，疏浚西湖，利用浚挖的淤泥构筑并历经后世演变而形成的。提高了河道泄洪排水的能力，有效地防范了水患的风险。



三是在股指期货基差处于贴水状态时，多头替代可以获得贴水收敛的超额收益，多用于指数增强型基金。某沪深 300 指数增强基金曾在 2015 年三季度沪深 300 股指期货主力合约贴水率（期货贴水 / 现货指数）达到 2.55% 时，积极使用股指期货替代现货获取基差贴水收敛的收益。基金季报披露该产品在沪深 300 股指期货多头持仓占基金资产净值的 9.1%，单季度超额收益为 1.1%。在 2015 年四季度、2016 年前三季度沪深 300 股指期货仍存相对较大贴水时期，该基金在沪深 300 股指期货多头持仓占比维持在 7.7% 至 9.1% 之间，单季度超额收益分布在 0.56% 至 4.2% 之间。随后 2017 年至 2020 年三季度，基差相对较大贴水情况整体明显改善，使用沪深 300 股指期货多头替代获取基差贴水的超额收益较低，股指期货多头持仓占比下降至 2% 以下，部分季度报告显示无股指期货持仓。

该基金使用股指期货进行现货替代的案例，在应对申购赎回、降低现金占用、提高跟踪效率、收益增强方面效果明显，为基金持有人创造了更多价值。

### 三、案例意义

上述基金公司旗下指数型、指数增强型等基金产品通过使用股指期货对现货替代，在基金流动性管理、仓位管理方面较好地发挥了股指期货交易效率较高等功能，在期货贴水较大期间也为指数增强型产品投资者提供了超额收益。在境外市场上述操作已是相对成熟的做法，境内目前部分头部基金公司也有开展，但仍具在行业内继续推广的空间。未来，随着保险、养老资金等追求稳定绝对收益的投资者进一步参与到股指期货市场中来，配置型、多头替代型投资者为代表的股指期货多头力量有望进一步壮大，市场参与者结构也有望更加多元，对推动市场健康、均衡发展可发挥更为积极的作用，不断改善市场生态环境。

## 公募与私募指数增强产品使用股指期货，助力居民财富管理

### 一、案例背景

指数增强产品在确保对标的指数进行有效跟踪的基础上，通过量化方法及基本面分析进行积极的指数组合管理与风险控制，力争实现超越业绩比较基准的投资收益，谋求基金净值的长期稳定增长。

### 二、案例介绍

**（一）某公募沪深 300 指数增强基金使用股指期货的场景及超额收益概况。**

股指期货贴水收敛的超额收益与选股带来的超额收益相关性较低，且受股市波动的影响较小，收益较为稳定，丰富了指数增强产品的超额收益来源。某公募基金对旗下沪深 300 指数增强基金实际运行回溯发现，该基金 2019 年和 2020 年使用股指期货进行多头替代分别为 4 次和 5 次，每次开仓后持有到基差贴水收敛后平仓。2021 年第一季度，部分时点沪深 300 股指期货年化贴水率超过 10%，在此期间该基金曾持有沪深 300 股指期货多头合约市值占基金净资产的比例约为

9.43%。由于公募基金参与股指期货指引中有多头持仓不能超过基金净资产 10% 的比例限制，一定程度制约了其进行多头替代的仓位比例，使得对组合的超额收益贡献相较选股明显偏低，2019 年和 2020 年该产品多次使用多头替代，贡献的年化超额收益分别为 0.2% 和 0.3%，相较其选股带来超过 6% 的年化超额收益率，基差贴水收敛带来的超额收益相对偏低。

**（二）某私募中证 500 指数增强基金在期指贴水较大时使用多头替代策略。**

2016 年，股指期货贴水率较高，某私募基金中证 500 指数增强产品将资金配置到股指期货进行多头替代，因期货保证金交易节省下来的资金配置到分级基金 A，获得的中证 500 股指期货贴水收敛的年化超额收益约为 35%，购买分级基金 A 获得的收益约为 8%，使用股指期货多头替代的总超额收益约为 43%，超过当年通过主动选股获得的超额收益 39%。当年，该私募中

### 摘要：

指数增强产品在确保对标的指数进行有效跟踪的基础上，使用股指期货进行积极的指数组合管理与风险控制，实现超越业绩比较基准的投资收益，服务居民财富管理。

### 关键词：

指数增强产品、多头替代、保险公司、商业银行、居民理财。

## 公募基金使用股指期货开发对冲型产品，服务资管新规下居民理财产品转型发展

证 500 指数增强基金持有中证 500 股指期货合约的市值约占基金净资产比例达到 60%<sup>2</sup>，该产品的年化超额收益约为 40%。

### 三、案例意义

指数增强基金持有人主要是银行、保险等机构，可直接和间接服务居民理财和实体经济发展。本案例中的公募沪深 300 指数增强基金机构投资者持仓占比约为

61.50%，以保险公司和商业银行为主，穿透到底层持有人基本是购买银行理财和保险理财的居民个人，这些投资人多以沪深 300 指数为业绩标准，追求超额收益，该基金的投资策略、风险收益特征较好地匹配了银行、保险等机构投资者的需求，为银行、保险渠道的居民理财提供了收益较好的理财产品，服务居民财富管理。



蜀道：

战国中期（公元前 316 年前后）开通，是古代由长安通往蜀地的道路。蜀道穿越秦岭和大巴山，这里山高谷深，道路崎岖，蜀道的建立化解了行路安全的风险。

<sup>2</sup> 股指期货是保证金交易，基金需要存留现金或流动性较高的资产应对保证金变动。此外，从控制基金净值波动和回撤角度而言，考虑到股指期货波动性与股票现货组合波动性存在差异，故仍保留一定比例的股票现货持仓，具体比例由公司量化模型进行确定。

### 一、案例背景

2018 年以来，随着资管新规的逐步落实，资管行业面临着由预期收益型产品向净值型产品的转型过程，投资者的风险偏好需要匹配相应风险等级的投资产品。部分居民不满足于货币基金的收益，面对权益类资产的高波动性又望而却步，如何满足居民投资理财的多元化需求，是资管行业面临的挑战之一。

在行业转型发展探索中，公募基金使用股指期货开发的对冲型产品以鲜明的风险收益特征，能够以较低的风险为投资者提供较高的收益，匹配风险偏好较低居民理财需求，为居民财富管理提供了较好的选择，为落实资管新规下银行理财净值化转型发挥了积极作用。

### 二、案例介绍

#### （一）公募与银行理财子公司合作设立专户

以某公募基金为某银行理财子

公司定制的基本面对冲策略专户为例，该专户产品采用对冲策略充分发挥股指期货的套期保值功能，自 2019 年 10 月至 2020 年 10 月，获得超过 15% 的年化收益率，净值最大回撤不到 3%，较好地实现了预期投资目标。另外，该银行理财子公司将此专户作为一类与债券、股票等资产的相关性较低的基础资产，能够从其发行的理财产品层面进行资产配置，匹配广大居民的理财需求。目前该专户产品规模超过 40 亿，对接了近 50 个该银行理财子公司的理财产品，间接满足了上百万普通居民的财富管理需求。

#### （二）公募推出对冲型基金产品，直接服务居民理财

某公募基金量化对冲产品短期内规模快速增长，业绩相对稳定，一半份额由居民持有，为居民提供了收益较稳定、风险较低的理财产品。该对冲产品 2017 年成立，通过持续、系统、深入的基本面研究

摘要：

公募基金使用股指期货开发对冲型产品，能够以较低风险为投资者提供较为稳定的收益，匹配风险偏好较低居民理财需求，为居民财富管理提供了较好产品，为落实资管新规下银行理财净值化转型发挥了积极作用。

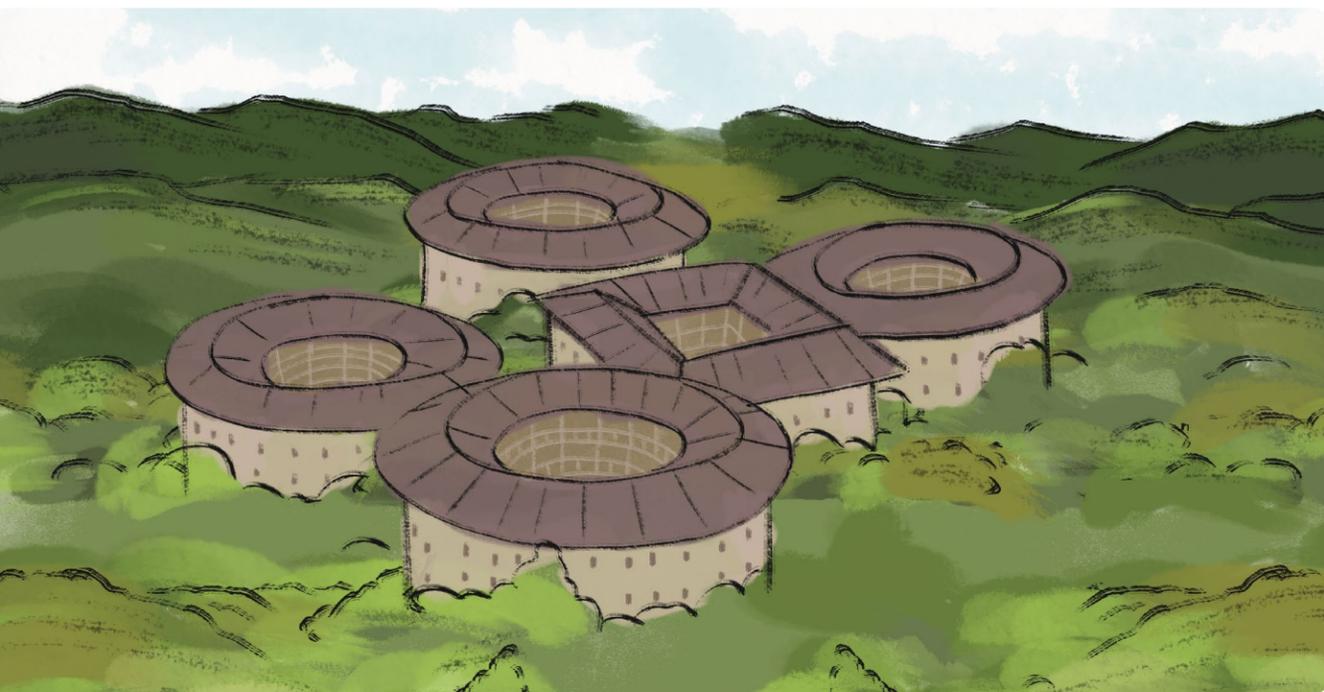
关键词：

银行理财净值化转型、居民财富管理、公募基金量化对冲产品、股指期货对冲策略。

构建多头股票组合，并运用股指期货对冲策略，空头头寸的价值占基金权益类多头头寸的价值的比例范围在 80%-120% 之间，对冲多头股票组合的系统性风险，从而实现较低风险的稳健回报，受到了机构投资者和个人投资者的欢迎。该产品规模从 2019 年三季度约 10 亿元，增长到 2020 年二季度规模超过 200 亿元，部分个人投资者恰好在 2018 年 A 股跌幅较大时持有上述基金，规避了股票下跌风险。

### 三、案例意义

公募基金使用股指期货等衍生品可丰富策略和产品，满足更多不同类型投资者的理财需求，有利于推动行业创新发展。银行、保险、私募基金以及境外投资者等多元化投资者群体参与到金融期货市场中来，将会为居民理财创造出更多更好的产品，服务居民财富管理，让金融业发展惠及人民大众，共享经济社会发展带来的红利，促进实现共同富裕。



客家土楼：

宋末元初，客家先民为了抵御自然灾害和野兽、匪盗等侵袭，开始建造聚族而居的堡垒式住宅，以抵御外敌和野兽攻击的风险。

## 私募基金应用股指期货“保险”策略，降低组合波动增强产品收益

某私募基金具有相对丰富的股票及衍生品交易经验，在较为成熟的交易策略和完善的风控体系保障下，在 2022 年市场波动期间积极运用股指期货进行风险管理，较好地控制了私募产品的回撤，并实现了超额收益。

### 一、案例背景

2022 年，市场环境复杂多变，面对一系列不确定因素的出现，市场整体波动加剧，主流的权益类私募产品普遍受到负面冲击。某私募基金通过配置股指期货，在突发性的“黑天鹅”事件中，对市场恐慌情绪过分发酵而导致的下跌风险进行合理保护，在一定程度上防范了市场“黑天鹅”事件的负面影响。

### 二、案例介绍

该私募基金旗下某代表性产品成立于 2018 年 1 月，目前规模在 5 亿人民币左右，自 2020 年 3 月开始逐步使用股指期货对冲尾部风险，构建“黑天鹅”策略。2022 年，该基金日均股指期货看跌期权持仓近 400 手，能够对 1.6 亿元的股票现货提供保护；最多持有股指期货看跌期权 700 余手，能够对近 3 亿元的股票现货提供保护。

2022 年 7 月至 10 月，A 股市场迎来长达 4 个月的震荡下跌行情，期间沪深 300 指数下跌 21.77%。该私募产品依靠“黑天鹅”策略，在成本可控的条件下有效地保护了股票多头敞口，上述时间段内实现 16.40% 的超额收益。从该私募产品的实际运行情况来看，股指期货产品一方面起到了控制回撤、规避风险的作用，另一方面也能够保留股票上涨的收益，有效发挥出了其特有的“保险”功能。2022 年 7 月至 12 月，该私募产品的收益回撤比超过 3、夏普比率接近 4，是该公司在多资产配置中“低回撤、高性价比”的资管产品。

### 三、案例意义

基金持有股指期货看跌期权进行尾部风险保护，运用期权对资产提供保护的同时不放弃上涨收益的特征，有效对冲了市场下跌期间股票资产的损失，并且在市场上涨期间股票投资收益并未受到显著影响，是较为经典的运用期权进行“保险”的案例，对各类中长期资金合理使用期权降低投资组合波动，增强产品收益具有借鉴意义。

摘要：

私募基金通过配置股指期货期权，为产品构建防范市场尾部风险的“黑天鹅”策略。在市场下跌前，以较低成本买入虚值股指期货看跌期权，持有期内为组合带来正收益，降低了投资组合波动，增强了产品收益。

关键词：

股指期货、权利和义务非对称、“保险”功能、尾部风险管理。

# 股指期货服务科创板新股发行 助推注册制改革

## 摘要：

使用股指期货对冲底仓，投资者可以获得相对稳定的打新收益，提升社会资金参与新股认购的广度和深度，助力科创板企业融资和股票注册制改革。

## 关键词：

注册制改革、科创板、股票打新、股指期货。

<sup>1</sup> 上海证券交易所科创板股票公开发行自律委员会促进科创板初期企业平稳发行行业倡导建议。

## 一、案例背景

2019年7月22日首批科创板公司上市交易，标志着注册制改革进入正式实施的阶段，在我国资本市场发展史上具有里程碑意义。科创板新股发行市场化水平不断提升，在发行定价、配售安排上向网下机构投资者倾斜，公募基金、保险、企业年金类的机构投资者参与较为积极。

按照现行规则，机构投资者参与科创板股票打新需要持有沪市股票市值至少6000万元<sup>1</sup>，使用股指期货对股票底仓进行套期保值，可较为稳妥获取认购新股的增强收益。上述策略有利于扩大机构投资者参与科创板新股认购规模，增加新股认购的资金来源，提高新股定价效率，对科创板企业融资和注册制改革后新股发行创造了较好的条件。

## 二、案例介绍

部分混合型基金、保险资金、企业年金资产主要配置在固收类资产，股票初始持仓可能不及打新

6000万市值门槛，部分投资经理采用被动配置上证50指数成分股来达到打新市值门槛，并使用上证50股指期货对冲底仓权益资产的市场风险，确保底仓收益平稳的基础上获得打新的增强收益。

例如某企业年金产品在2020年4月规模约3亿元，绝大部分资产配置到利率债和信用债，组合年化收益率约为4%-5%。按照现行规则参与科创板股票打新，需要持有沪市股票市值至少6000万元。该组合采用复制上证50指数并结合实际情况进行微调的方式，建立约6500万元股票底仓，并以上证50股指期货合约完全对冲的方式建立IH空仓。打新策略的收益主要来自科创板打新收益、上交所普通新股收益和底仓股票分红。成本主要是资金占用和股指期货对冲成本。根据该年金基金经理对不同规模年金产品打新的收益测算，约3亿元规模固收类年金产品组合收益率可从4%-5%提升至约8%，其中，科创板打新策略净收益约为

5.19%。A类账户打新收益率同时受到打新配售规模的影响，过大的规模会摊薄打新带来的收益，例如5亿和10亿规模账户的收益率分别为4.30%和2.72%，因此采用多账户、小规模打新的方式或许可以实现效率最优化。

## 三、案例意义

一是使用股指期货对冲底仓股票价格下跌风险，使得投资者可以相对稳定获得打新收益。该年金产品采取股票底仓建仓与股指期货对冲同步进行的方式，规避股票底仓的市场风险，保住打新对组合收益的贡献。据该年金基金经理测算，2020年1月1日至4月20日，底仓被动配置上证50成分股，上证50指数区间跌幅约为-8.7%，如果不对冲，底仓的亏损高于打新收益，参与网下打新面临损失。该年金产品底仓对冲使用上证50股指期货近月合约、季月合约，并保持动态调整股指期货持仓金额，基本完全对冲上证50指数风险敞口，对底仓形成较好的保护，打新增强了年金组合的收益率。采用类似策略的公募基金、保险理财产品，为基金、保险理财的终端客户，也就是理财产品持有人、居民养

老账户创造了风险较低的稳定收益，对服务居民理财、实践普惠金融发挥了积极作用。

二是较为稳定的打新收益可以吸引社会资金积极参与，服务了科创板企业融资和股票注册制改革。根据万得数据统计显示，2020年5月至11月，参与科创板打新的获配公募基金产品个数升至3014只，比前期升幅较为明显。据了解较多非股票型基金通过配股票叠加期指对冲的方式参与打新，一定程度吸引了规模较为可观的增量公募基金参与新股发行。此外，除了上述公募、年金、保险为代表的A类账户机构投资者积极参与科创板打新，以私募为代表的C类账户投资者是发行产品吸收场外增量资金的重要力量，通过对现有产品分拆调减至最优规模参与科创板打新，或新发行基金参与打新，在此过程中使用股指期货对打新底仓进行对冲。大量打新资金参与到科创板打新，为发行人成功募资、企业发展提供了资金保障，为实体经济发展做出了积极贡献。

# 定向增发基金使用股指期货对冲风险，支持上市公司再融资

## 摘要：

定向增发是上市公司再融资的主要手段之一，是资本市场为实体企业提供发展资金的重要渠道。部分公募基金公司发行定向增发量化对冲产品，使用股指期货对冲定增股票组合的价格波动风险，提升了市场资金参与上市公司再融资的积极性。

## 关键词：

定向增发、上市公司再融资、定增量化对冲产品、对冲价格波动风险。

## 一、案例背景

定向增发是上市公司再融资的主要手段之一，是资本市场为实体企业提供发展资金的重要来源之一，近年来定增融资额不断增加，成为 A 股市场重要融资来源。根据 Wind 统计，2020 年 A 股全年定增募资规模为 8462.32 亿元，共有 65 家公募基金公司参与上市公司的股票定增，合计获配金额达到 867.56 亿元。部分公募基金公司发行定向增发量化对冲产品，使用股指期货对冲定增股票组合的价格波动风险，获得了较为稳定的定增股票价格折扣收益。

## 二、案例介绍

以往产品对定增股票组合风险管理方面措施相对较少，通过单一股票融券与券商场外期权等方式管理风险的操作难度较大。为了对冲市场风险提高基金收益，吸引资金参与定增，服务上市公司再融资，某公募基金公司于 2021 年 4 月推出了定增组合量化对冲策略。该策略没有简单使用沪深 300 或中证 500

股指期货对定增组合进行风险对冲管理，而是基于基金中持有的多只定增股票构成的组合，叠加“风险配平组合”去贴近沪深 300 指数中行业权重和股票市值水平，尽可能将组合的行业因子、市值因子与沪深 300 指数贴合，再使用沪深 300 股指期货空头持仓对冲，进一步获取对折扣提纯后的收益。

实盘数据显示该定增量化对冲策略年化收益达到 6%、8% 和 10% 的概率分别为 84%、79% 和 70%。从策略收益和风险特征看，该产品大概率可以实现年化收益 8% 以上、最大回撤 2% 以内的目标。例如，按市值法估值该基金 2021 年年初至当年 4 月 7 日累计收益率为 9.29%，最大回撤为 1.33%。其中，2021 年春节前白马股带动指数上涨较快，个股走势分化明显，在这种快速上涨的市场环境中，该产品净值上涨 4%；春节后前期涨幅较大的股票发生回调，市场主要指数跌幅较大，该产品净值上涨 5%。由此，在市场波

动较大的环境中，该策略仍保持了相对较为稳定的收益，尤其在市场下跌中，使用股指期货对冲定增股票组合的市场风险，为基金持有人创造了有利价值。

## 三、案例意义

股指期货市场发挥风险管理作用，服务于基金定增量化对冲产品

管理定增股票市场风险，服务于获取定增价格折扣收益策略的执行，有利于提高社会资金投入到上市公司的意愿，为服务资本市场和实体经济高质量发展做出了积极贡献。



## 塞罕坝机械林场：

位于河北省承德市围场满族蒙古族自治县北部坝上地区（与北京市中心直线距离 283 公里）。1962 年建场以来，将荒原变成林海，诠释了绿水青山就是金山银山的理念，遏制了土地荒漠化的风险。

# 资管机构管理定增持股风险，缓解企业“融资难融资贵”问题

## 摘要：

股指期货作为有效风险管理工具，可通过套期保值等方式平抑定向增发产品波动，通过降低投资者预期回报率要求、扩大融资企业覆盖面等缓解企业“融资难融资贵”问题，促进资本形成，服务实体经济发展。

## 关键词：

定向增发、套期保值、降低融资成本、增加社会可融通资本。

## 一、案例背景

定向增发是上市公司向特定投资者公开发行的行为，自新《证券法》正式实施和股改后，上市公司较多采用此种股权融资方式。股指期货虽然不直接参与到实体经济的生产、销售、运营等活动，但其作为较为有效的风险管理工具，可通过套期保值等方式有效降低定向增发产品的波动，通过降低投资者回报率要求、扩大融资企业的覆盖面等方面间接降低企业融资成本，增加社会可融通资本，从而服务于实体经济发展。

## 二、案例介绍

部分资产管理公司发行的混合

型结构化定向增发产品涉及多个定向增发项目，通过股指期货这种市场化的风险管理手段，出资方只要达到合理报酬率就可以高效地开展一篮子多项目定向增发融资，既降低了企业融资成本，又高效集合了社会可融通的资本，促进了资本形成。以某资产管理公司发布的两款定向增发产品为例，其积极申请套保额度开仓对冲，并在市场波动大时全额使用套保额度，使用股指期货对定向增发项目进行风险对冲管理，产品净值波动较小，回撤率较低。据统计，两款定向增发产品在2014年4季度至2016年2季度收益率的波动率分别为1.57%、1.69%，

定向增发产品与市场指数风险收益对比

	产品1	产品2	沪深300指数
日均收益率	0.065%	0.076%	0.087%
波动率	1.57%	1.69%	2.30%
夏普比率	0.041	0.05	0.037

数据来源：某资产管理公司。

都低于同期沪深300指数的波动率。尤其是在2015年6月，股票市场经历了剧烈异常波动，该上市公司积极使用股指期货对冲风险，有效地降低了定向增发产品的回撤。

## 三、案例意义

股指期货对定向增发的作用主要体现在两个方面：一是降低投资者的回报率要求，有助于解决“融资贵”问题。投资者参与定向增发，面临着公司募投项目的不确定性和二级市场股价波动的不确定性。如果投资者运用股指期货对

冲，可以适当降低其面临的二级市场风险，从而可以接受上市公司更低的折扣率要求，降低实体企业的融资成本；二是扩大融资企业的覆盖面，有助于解决“融资难”问题。股指期货推出前，大部分定向增发都是通过上市公司和投资者点对点谈判完成，效率低且成本高。股指期货推出后，市场自发出现了大规模开展定增的方式，由过去的单项目定增发展到针对一篮子定增项目发行的定向增发产品，有效提高了上市公司融资的效率。



## 三峡大坝：

位于湖北省宜昌市夷陵区三斗坪镇三峡坝区三峡大坝旅游区内，地处长江干流西陵峡河段，始建于1994年，集防洪、发电、航运、水资源利用等为一体，是当今世界上最大的水利枢纽建筑之一，抵御了洪水泛滥的风险。

# 利率类

1	国债期货套保交割，保障抗疫国债发行 .....	22
2	国债期货促进提升做市质量，助力债市高质量发展 .....	24
3	国债期货助力资管平抑市值波动，促进资管行业转型发展 .....	26
4	国债期货助力“债券通”业务，促进债市对外开放 .....	30
5	国债期货助力永续债利率风险管理，助力实体经济融资 .....	33
6	国债期货助力地方政府专项债发行，支持地方经济恢复发展 .....	36
7	国债期货服务养老金稳定增值 .....	39
8	国债期货服务保险资管对冲利率风险 .....	42

## 红树林

红树林

红树林是生长在热带、亚热带海岸潮间带，由红树植物为主体的常绿乔木或灌木组成的湿地木本植物群落，在净化海水、防风消浪、固碳储碳、维护生物多样性等方面发挥着重要作用，有“海岸卫士”“海洋绿肺”美誉。



# 国债期货套保交割保障抗疫国债发行

## 摘要：

2020年6月，中金所及时将抗疫特别国债列为国债期货可交割券，P公司利用国债期货套期保值功能和实物交割功能，护航抗疫特别国债承销，助力降低抗疫特别国债发行成本，提升市场流动性，促进实体经济恢复发展。

## 关键词：

国债承销、抗疫特别国债、国债期货可交割券、套期保值、实物交割。

国债发行是筹集财政资金的重要手段，在宏观经济调控、加强财政政策和货币政策协调配合中发挥着重要作用。国债承销团是国债一级市场的直接参与者，承担保障国债顺利发行和国债市场稳定发展的重要职能。国债发行从招标到上市存在时间间隔，利率市场化条件下面临承销风险。2020年6月，为统筹推进疫情防控和经济社会发展，财政部合计发行1万亿元抗疫特别国债。作为记账式国债承销团成员，P公司积极参与抗疫特别国债发行，但面临着国债利率上行的市场环境。中金所及时将抗疫特别国债列为国债期货可交割券，该公司利用国债期货套期保值功能和实物交割功能，护航抗疫特别国债承销，助力降低抗疫特别国债发行成本，提升市场流动性，促进实体经济恢复发展。

### 一、案例背景

2020年，新冠肺炎疫情爆发，我国经济社会发展面临着前所未有的挑战。为应对新冠肺炎疫情影

响，统筹推进疫情防控和经济社会发展，3月27日召开的中共中央政治局会议决定，要加大宏观政策调节和实施力度，计划发行抗疫特别国债。2020年《政府工作报告》明确，抗疫特别国债的发行规模为1万亿元。6月18日至7月30日，财政部通过政府债券发行系统，历时43天圆满完成16期（次）抗疫特别国债的发行筹资任务。

为贯彻落实党中央、国务院的决策部署，积极支持抗疫特别国债的发行工作，承销团成员需要承接充足的抗疫特别国债。但在抗疫特别国债发行前，10年期国债收益率上行超过40bps（如图1所示），对国债承销商的利率风险管理能力提出更高要求。

### 二、案例介绍

中金所及时将抗疫特别国债纳入国债期货可交割券，为P公司等承销商利用国债期货管理国债发行风险创造有利条件。一方面，每期发行前，P公司建立一定数量的10年期国债期货合约空头，锁定现货

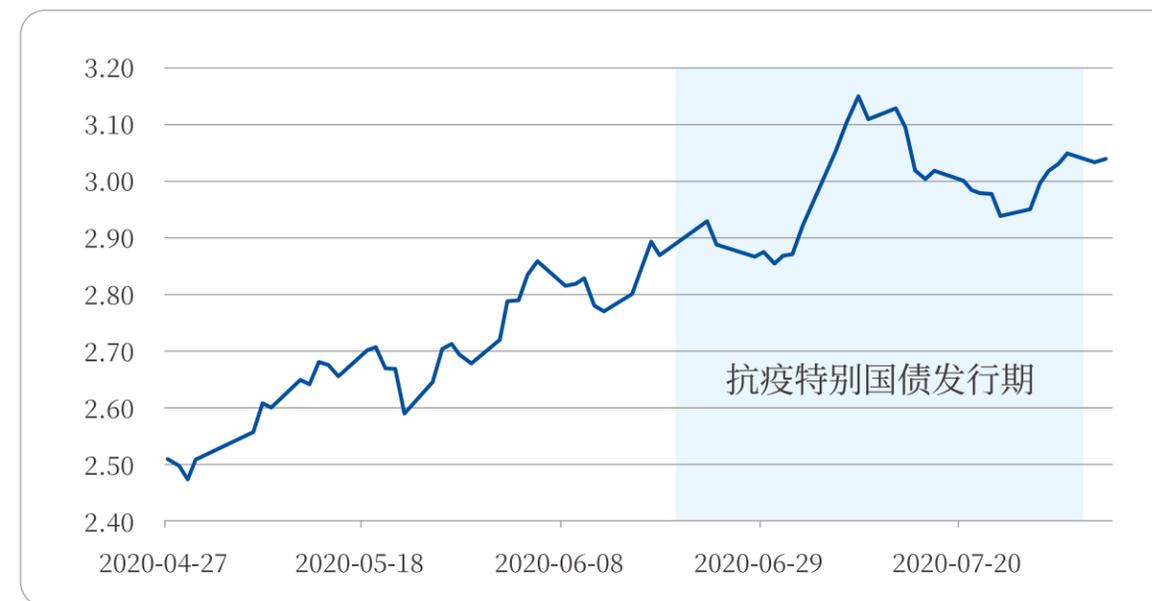
多头风险敞口。由于国债期货与现货价格走势高度一致，通过套期保值交易，对冲了1/4的现券估值变动。另一方面，利用国债期货的实物交割功能，P公司逐步减仓其持有的抗疫特别国债，有效缓释了个券流动性风险，补充了国债现货市场流动性。

### 三、案例意义

承销商利用国债期货对冲国债承销风险是国际通行做法。其本质

上是将单一主体的债券承销风险通过合理的方式分散到整个市场，从而提高承接能力，有助于维护市场稳定性和降低发行成本。未来，随着更多类型的机构投资者参与，国债期货市场规模将进一步扩大，可更大程度地满足投资者的利率风险管理需求，从而更好助力国债发行，促进我国债券市场高质量发展。

图1 10年活跃国债(190015.IB)收益率走势



## 国债期货促进提升做市质量 助力债市高质量发展

**摘要：**传统债券做市业务面临风险管理手段有限等难点，市场波动期间难以维持报价质量，国债期货可为做市业务提供低成本、高流动性的风险对冲工具选择。2020年1月至3月期间，T公司在国债期货市场做市成交约3000亿元、国债现券市场做市成交约1417亿元，持续向市场注入流动性，促进债券市场稳定，增强了债券市场韧性。

**关键词：**债券做市商、国债期货与现券对冲、低成本、高流动性。

我国已发展成为全球第二大债券市场，债券做市商在引导市场理性报价、活跃市场交易等方面发挥重要作用，促进了债券市场流动性提高。传统债券做市业务面临风险管理手段有限等难点，市场波动期间难以维持报价质量，国债期货可为做市业务提供低成本、高流动性的风险对冲工具选择。

### 一、案例介绍

在疫情引发市场波动期间，T公司通过在国债期货和现货市场做市，对债券市场提供流动性支持，助力维护债券市场稳定，降低因特殊时点外部冲击而带来的风险。

一是使用国债期货对冲现券做市风险，推动债券市场买卖价差持续收窄。传统债券做市业务中的难点在于，在市场波动较大时管理风险手段有限，主要通过做市仓位管理或者拉大报价宽度等手段进行调整。国债期货为做市业务提供了低成本、高流动性的风险对冲工具选择。作为国债期货做市商，T公司积极承担做市义务，持续向市场提

供所有合约报价。与此同时，国债期货做市机制为现券市场做市业务提供安全屏障，以T公司的国债做市报价为例，最活跃10年国债买卖价差从2019年的15-20bps收窄到2020年的5-10bps，2021年价差继续收缩到2-4bps。

二是克服疫情困难，积极为国债期货市场提供流动性。2020年初新冠肺炎疫情爆发，节后第一个交易日，由于市场大部分机构处于调整应对中，人员因隔离要求无法按时返回工作岗位，债券现券市场成交量下降，报价减少。10年国债活跃券当日市场成交量142亿元，较疫情前22个交易日均值下降48亿元，降幅25%。作为国债期货和现货做市商，T公司在2020年1月至3月期间在国债期货市场做市成交约3000亿元、国债现券市场做市成交约1417亿元，持续向市场注入流动性，促进了债券市场稳定，增强了债券市场韧性。

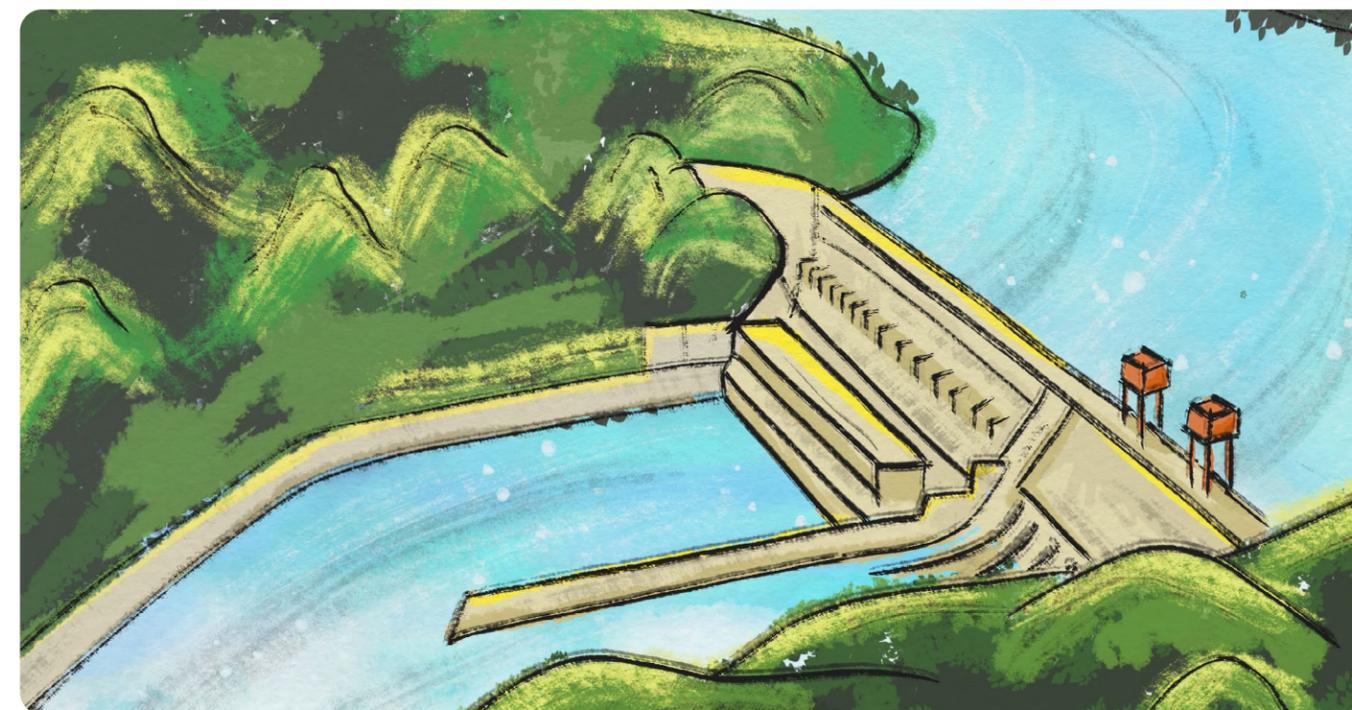
此外，T公司采取多品种多策略开展做市业务，包括国债期货与

现券对冲、国债期货不同期限间对冲、国债期货不同品种间对冲等，实现灵活的风险敞口管理。

### 二、案例意义

国债期货做市提供了低成本、高流动性的风险对冲工具选择。一

是国债期货做市商通过高质量报价，降低债券做市、投资交易成本，提高全市场效率。二是国债期货做市商通过持续提供流动性，提升市场深度，助力债券市场稳定发展。



三门峡水库：

黄河上的第一个大型水利枢纽工程，1957年4月13日正式投入使用，是治黄工程体系最重要的组成部分，担负着黄河下游防洪、防凌的重任，抵御了黄河泛滥的风险。

## 国债期货助力资管平抑市值波动，促进资管行业转型发展

### 摘要：

2020年疫情期间，股票、债券市场波动幅度加大，进一步凸显统筹做好投资与风险管理的紧迫性。H公司立足国债期货风险管理功能本质，开展多头套期保值、空头套期保值、宏观对冲等策略交易，平抑产品净值波动，有效应对疫情考验，取得积极成效。

### 关键词：

资管新规、现货替代、平抑净值波动、应对大类资产价格波动、中长期投资。

随着资管新规的逐步落实，资管行业正经历净值化转型，既要避免短期波动，控制净值回撤，又要保持资产稳定，为投资人提供长期稳定回报。利用国债期货等风险管理工具平抑市值波动、辅助资产管理，是促进资管行业转型发展的必修课。2020年疫情期间，股票、债券市场波动幅度加大，进一步凸显统筹做好投资与风险管理的紧迫性。H公司立足国债期货风险管理功能本质，开展多头套期保值、空头套期保值、宏观对冲等策略交易，平抑产品净值波动，有效应对疫情考验，取得积极成效。一方面，保持股票、债券等大类资产配置相对稳定，提供长期持续稳定回报，提升投资人“获得感”；另一方面，有效控制净值回撤，增强经营稳健性，保障投资人“安全感”。

### 一、实践案例

作为一家月均管理规模5200亿元（截至2021年上半年）的大型资产管理机构，H公司从2013年开始就积极参与国债期货市场建设，积极开发多策略交易，建立较

为完善的技术系统、人才队伍，逐步实现将国债期货融入公司投资与风险管理活动中。在应对2020年疫情过程中，H公司根据疫情形势发展和金融市场运行态势，从现货替代、平抑净值波动、应对大类资产价格波动等方面积极管理风险，增强经营稳健性，以此促进实体经济恢复发展。

### （一）通过现货替代节约资金，释放服务实体经济空间

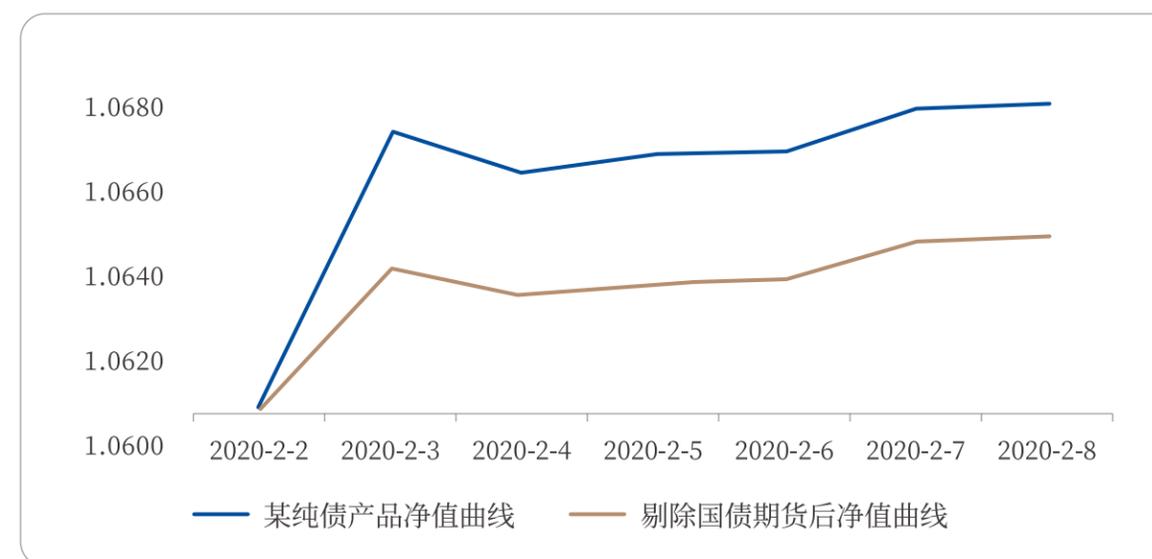
由于新冠肺炎疫情的突发影响，2020年一季度，市场风险偏好下降，国债收益率大幅下行，市场普遍倾向于加大利率债投资比例和规模，控制、压降信用债投资规模，面临防范金融风险与支持实体企业发展两难。利用国债期货保证金交易的特性，H公司建立了国债期货头寸，部分替代现货投资，通过提升资金使用效率维持对信用债的投资力度，支持实体企业融资。2020年一季度末，H公司固定收益资产规模2671亿元，信用债投资规模超2000亿元。

以某纯债产品为例，该产品2020年春节前建立国债期货多头，

替代国债现货。由于10年期国债期货保证金比例仅为2%，因此节约出的大量资金则可继续配置于信用债资产。2020年2月3日，该产品净值增长率为0.61%，若剔除

国债期货部分则当日净值增长率为0.32%（见图1），这表明国债期货的操作显著增厚了产品收益，较好实现安全性、流动性和收益性之间的再平衡。

图1 某纯债产品包含与剔除国债期货后净值曲线对比图



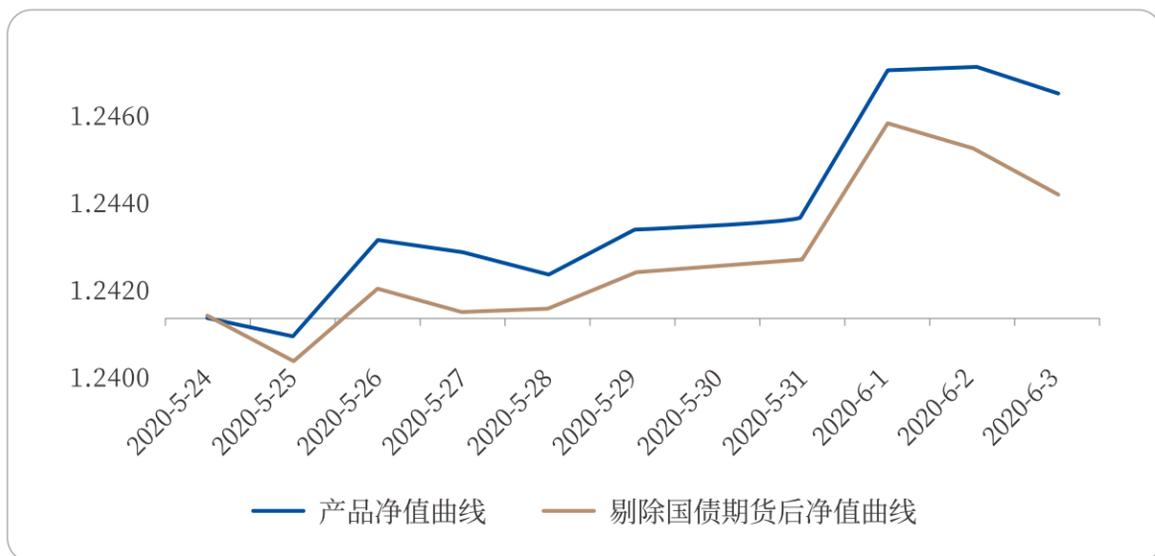
### （二）有效对冲利率上行风险，降低产品净值波动

大型资管产品的负债端普遍要求绝对收益，对市值波动容忍度较低，要求管理人能够有效控制回撤，保持产品净值稳定，以增强投资人“安全感”。通常，债券资管产品持仓以信用债为底仓，其收益率走势与国债收益率关联度高，在利率上行阶段容易引发净值下跌，这就需要利用国债期货进行套期保值。

从2020年4月底，国债收益率开始上行，10年期国债收益率由4

月底的2.51%上行至6月底2.86%，上行幅度35bps，对应10年期国债现券价格的跌幅约为-2.97%。H公司管理的某纯债产品在2020年5月开仓5年期和10年期国债期货空头，有效对冲信用债收益率上行引发的损失，实现净值整体平稳增长。2020年5月底至6月初，该产品净值增长率为0.41%，如剔除国债期货部分，净值增长率为0.22%。国债期货有效促进了产品净值的稳定，也避免了短时间内卖出现券可能对市场带来的冲击。（见图2）

图2 某纯债产品包含于与剔除国债期货后净值曲线对比图



### (三) 有效应对大类资产轮动风险，增强股票、债券等中长期投资能力

根据美林时钟投资理论，股票、债券、大宗商品等资产价格走势与宏观经济走势密切相关，资产配置需要顺应经济周期的变化做出相应调整，以提高投资收益。2020年，伴随着疫情形势、宏观调控等变化，大类资产价格出现轮动调整，扰动全球金融市场。对于大型资管机构而言，如果频繁通过调整现货投资组合来应对经济形势的变化，存在效率低、成本高等不足，而且容易加大金融市场波动。另一方面，为保持投资风格稳定，保护投资者利益，资管产品合同中

会明确股票、债券等品种的投资范围和比例要求，管理人也不可能大幅调整现货头寸。在此背景下，H公司借鉴国际大型资管机构的成熟经验，积极利用金融期货平抑战略资产市值波动，保持股票、债券等大类资产配置相对稳定，增强长期持续稳定回报，提升投资人的“获得感”。

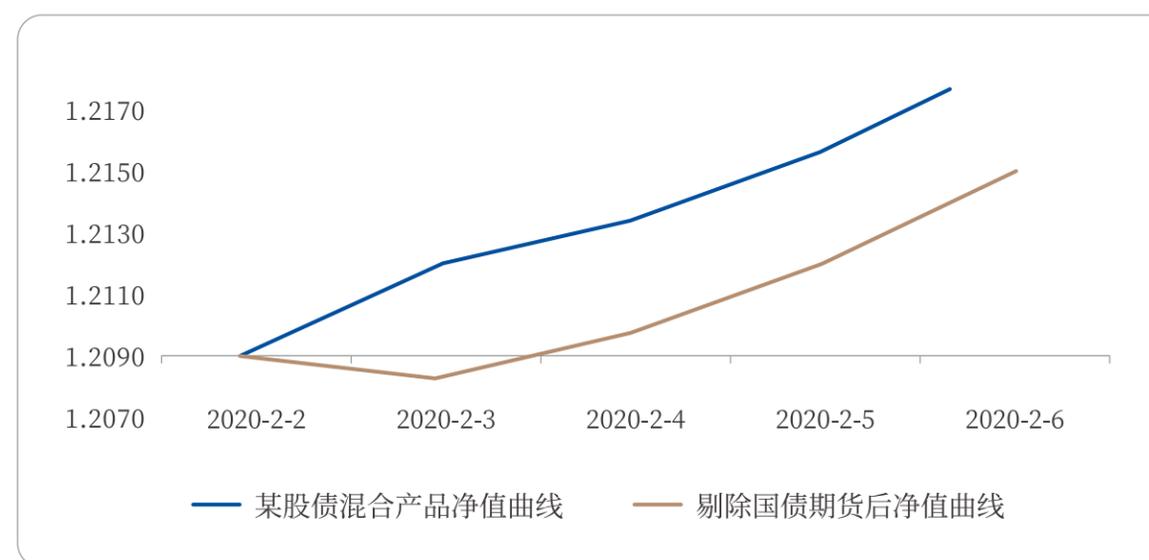
H公司研究表明，2015年10月-2021年7月，未使用国债期货对冲的万得全A累计收益率为36.1%，采用国债期货对冲的万得全A累计收益率为53%，国债期货对冲显著增厚了权益投资收益。2018年，无国债期货对冲的万得全A收益率为-28.3%，而加入国债期

货对冲后收益为-19.1%，有效降低了权益仓位的净值回撤。

受新冠肺炎疫情影响，2020年春节后第一个工作日，权益市场大跌，某股债混合产品由于提前建仓了国债期货多头，有效对冲了权益

仓位的剧烈下跌，对冲后产品当日净值增长率小幅上涨；若无国债期货对冲，则产品当天净值将出现回撤。国债期货的对冲平稳了产品净值，同时也避免了短时间内卖出权益资产加剧市场波动的风险。

图3 某股债混合产品包含与剔除国债期货后净值曲线对比



## 二、经验与启示

大型资管机构面临刚性负债，是典型的中长期投资者，具有资产负债匹配管理、投资交易执行分离、风控制度严格的经营特性，由此决定其国债期货投资也以中长期为主，并不是交易型机构。

在多年实践中，H公司逐步探索出一条与其经营特征相匹配的风险管理模式，即将国债期货与现货纳入统一的投资与风险管理框架，

聚焦国债期货风险管理功能，从平抑市值波动、辅助进行资产配置等方面提升资产管理能力。从过往经验来看，国债期货为资管产品提供了良好的风险对冲工具。在市场极端情形中，国债期货有助于稳定组合净值、减小市场波动、降低摩擦成本，对于稳定金融市场、节约资金成本、提高服务实体经济效率、提升资本市场吸引力均存在深远的意义。

# 国债期货助力“债券通”业务，促进债市对外开放

## 摘要：

2017年，“债券通”的“北向通”开通，是中国债券市场对外开放的重要里程碑。

“债券通”采用做市商制度，境外投资者主要依靠境内做市商作为对手方开展交易。作为“债券通”业务首批报价商之一，D公司将国债期货与“债券通”做市业务有效结合，赋能银行间债券市场做市业务，助力债券市场对外开放。

## 关键词：

北向通、境外投资者、做市商制度、国债期货、实物交割机制、对冲利率波动风险。

2017年，“债券通”的“北向通”开通，是中国债券市场对外开放的重要里程碑。“债券通”采用做市商制度，境外投资者主要依靠境内做市商作为对手方开展交易。作为直接连接境内外市场的桥梁，做市商发挥了至关重要的作用，同时承担着做市风险。风险管理能力是决定“债券通”做市质量的基础。作为“债券通”业务首批报价商之一，D公司将国债期货与“债券通”做市业务有效结合，赋能银行间债券市场做市业务，助力债券市场对外开放。

## 一、案例背景

近年来，“债券通”已成为境外投资者进入人民币债券市场的主要渠道之一。为便利境外投资者买卖境内债券，“债券通”采用做市商制度。与境内投资者相比，境外机构习惯市价交易、单笔成交量大、结算周期长，对做市商快速平仓和风险控制能力形成考验。同时，境外机构债券投资以国债、政策性金

融债等利率债为主，与国债期货走势相关性高，做市商可运用国债期货高效对冲利率波动风险。

2020年，“债券通”交易量4.8万亿元，同比增长83%。做市商在境外投资人参与中国债券市场过程中发挥了重要作用。国债期货采用实物交割机制，其价格连续性、市场流动性好，与现券相关性高，可用于对冲现券利率波动风险，有效助力“债券通”做市商提升报价质量、管理做市风险。

## 二、案例介绍

一是降低做市报价风险敞口，提升报价质量。2020年7月17日，境外机构从D公司买入5年、10年期国债约17亿元。当时，市场收益率快速下行，现券交易拥挤，做市敞口平仓难度大、风险高。对此，D公司在5年期、10年期国债期货开多仓套保。此后三个交易日，期货价格随现货上涨，国债期货现货价格收敛，D公司逐步平仓。通过国债期货的套保对冲，D公司

快速控制了账户风险，保证了报价质量和做市持续性。

二是辅助境外机构参与一级市场，助力国债发行。随着抗疫特别国债的逐步发行，2020年7-8月，一般国债发行规模有所下降，难以满足境外机构的市场需求。境外机构在二级市场大幅买入使得一般国债供不应求。7月起，境外机构从D公司买入10年期一般国债近60亿元。D公司平仓较为困难，选择先用10年期国债期货套保，待9月的10年期一般国债续发时通过一级市场买回现券。D公司借助国债期货对冲，充当桥梁将境外客户需求引流至一级市场，助力国债发行。

三是积极开展跨品种套期保值，满足境外机构对其他利率债的投资需求。2020年6月，境外机构从D公司买入10年期国开债现券。考虑到国债与金融债利差一直处于低位，而且市场卖盘较少，D公司运用国债期货为其国开债现券业务进行套期保值。7月中旬，D公司逐步补仓国开债，平仓国债期货多头。D公司将国债期货应用于对冲非国债品种的利率风险，提升了多品种的做市报价质量。

## 四是构建曲线策略，为境外

客户提供优质报价。由于超长端利率债的投资者结构相对单一、缺乏对冲工具等，超长端利率债做市难度相对较大，做市报价点差较宽，从而增加了该品种交易成本。基于对超长端利率债供需关系的预判，2020年11月D公司在对境外客户的报价中，为30年期国债提供了最优价格，并用10年期国债期货对冲风险敞口。通过国债期货构建策略交易，D公司为境外客户提供了更优质报价，并合理控制账户风险，提升了交易能力。

## 三、案例意义

随着近年来境外资金持续流入，境外机构影响力不断增强。境内外做市面临投资理念、交易习惯等差异，作为境外机构参与人民币债券市场的窗口，做市商报价的稳定性与持续性，直接影响了市场流动性与市场价格波动程度。尤其是境外机构单笔大量、价格统一、询价后即时成交的交易方式，大量非活跃券的交易需求，结算时间的差异等给做市商报价和风险控制带来了新的挑战。

在做市策略中引入国债期货工具，让公司具备了快速处理境外投资者大额交易需求的能力，在处理

5亿元以上，甚至20亿元单笔交易时更加从容。在公司自研交易系统支持下，利用现券、国债期货、IRS自动化对冲策略，实现“债券通”请求报价（RFQ）自动回复，确保风险可控，同时大幅提升交易效率。通过现券加期货，结合曲线、跨品种等多种策略的运用，可为客户提供多品种、全曲线的优质报价，同时有效控制风险，增强做市业务和

“债券通”业务的商业可持续性，提升服务境外机构能力，助力人民币债券市场对外开放。



剑门关：

根据史料记载，诸葛亮任蜀汉丞相时，见大小剑山之间有阁道三十里，又见大剑山中断处壁高千刃，天开一线，便在此垒石为关，以为屏障，称剑阁，又称剑阁关。唐朝以后，开始改称为剑门关。剑门关是兵家必争之地，可抵御敌军入侵的风险。

## 国债期货助力永续债利率风险管理，助力实体经济融资

近年来，为落实国务院加强国有企业资产负债约束的整体部署，央企大量发行永续债以优化负债结构。针对永续债信用等级高、利率敏感性强的特性，W公司在永续债投资过程中积极利用国债期货对冲利率风险，同时积极探索该模式在银行次级债、地方政府债、绿色债等债券投资中的应用。通过构建“债券+国债期货”投资模式，W公司在控制风险敞口的基础上，扩大投资规模，助力实体经济融资，践行金融服务实体经济。

### 一、案例背景

2018年9月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，要求推动国有企业平均资产负债率到2020年末比2017年末降低2个百分点左右。为实现降低负债率的目标，央企积极调整负债结构，发行永续债。2020年四季度，永续债发行量达到5787亿元，为历史最高单季发行量。2020年下半年，伴随着疫情修复和阶段性宽松货币政策的逐步退出，债券市场出现较大幅度调整，叠加阶段

性供给高峰，永续债市场面临较大压力，3年期AAA永续债利率中枢由2020年4月的2.86%上行至2020年10月的4.25%，累计上行139bps，对应估值跌幅约为3.92%。

虽然永续债综合回报相比一般信用债更具投资价值，但由于只能计入交易性账户进行会计计量，利率敏感性较强，在弱势市场中投资者风险偏好下降，配置意愿收缩，导致永续债发行利率与二级市场收益率交替上行，持续出现发行成本抬升、市场波动加大的现象。在此过程中，投资者通过灵活使用国债期货等利率衍生品对市场风险进行管理，可以有效提高组合风险承受能力，促进永续债市场平稳运行、助力实体企业优化融资结构。

### 二、案例介绍

W公司利用国债期货进行组合动态对冲，解决了永续债投资过程中面临的利率风险约束，显著增加了永续债投资规模，支持了实体经济融资。其具体做法是：构建“永续债+国债期货”投资组合，在一、二级市场持续买入高等级永续债，同时运用国债

摘要：

近年来，央企大量发行永续债以优化负债结构。针对永续债信用等级高、利率敏感性强的特性，W公司在永续债投资过程中积极利用国债期货对冲利率风险，通过构建“债券+国债期货”投资模式，W公司在控制风险敞口的基础上，扩大投资规模，助力实体经济融资，践行金融服务实体经济。

关键词：

永续债、国债期货、组合动态对冲、助力企业融资、平抑市场波动。

期货动态对冲利率风险，降低组合波动，支撑长周期投资。

一是在一级市场买入永续债，利用国债期货进行套保，助力企业融资。2020年以来，W公司积极参与央企永续债的发行，有效支持企业融资。经测算，运用国债期货对冲后，组合波动率及最大回撤大幅下降。对冲后的组合风险敞口控制更好，可以在公司给定的风险管理框架下，开展更大规模、更长周期的投资。

二是在二级市场买入永续债，利用国债期货进行套保，平抑市场波动。传统债券投资模式中，投资者策略趋同，在缺乏国债期货等衍生品对冲的情况下，市场下跌过程中容易出现集中抛售，引发“卖出-价格下跌-被动卖出”的负反馈，进一步加剧市场波动。2020年10月至11月，某央企永续债实际成交价格持续高于中债估值，最高幅度接近20bps，反映市场抛压较重。“永续债+国债期货”的模式能够有效缓解市场冲击造成的估值调整压力，W公司通过国债期货套保的模式，在市场抛压较大阶段，通过二级市场买入永续债，为市场提供增量买盘，承接抛售压力，为维护市场稳定贡献力量。

在“永续债+国债期货”的模式中，虽然投资永续债规模增加，但

是承担的市场风险并没有显著增加。以持有1亿元3年期永续债为例，其DV01风险敞口约3万元，意味着如果不通过国债期货进行对冲管理，在利率上行1个百分点的情况下，将导致损失近约300万元，如持仓规模增加，亏损将相应增加；如果通过国债期货构建对冲组合，对冲后的利率风险敞口接近中性，对短期利率波动承受能力提升，显著增强组合稳健性。这一模式可以在机构风险限额指标有限的情况下，增加永续债投资规模，提高投资组合稳健性。

除上述操作外，W公司持续探索通过国债期货管理组合市场风险的实践模式，广泛参与永续债、地方债、商业银行二级资本债的投资。2021年以来，通过“银行永续债+国债期货”的方式，买入银行永续债，帮助银行补充资本；通过“地方债+国债期货”的方式，参与防疫、扶贫纾困等特殊专项债，支持疫情防控工作开展；通过“ABS产品+国债期货”的方式，增加对实体经济有直接扶持效应的ABS产品的投资力度，以促进创新型的产品的支持实体经济。

### 三、案例应用性

本案例展示了利用国债期货对冲组合利率风险、获取相对价值收益的债券投资模式，为债券组合管理提供

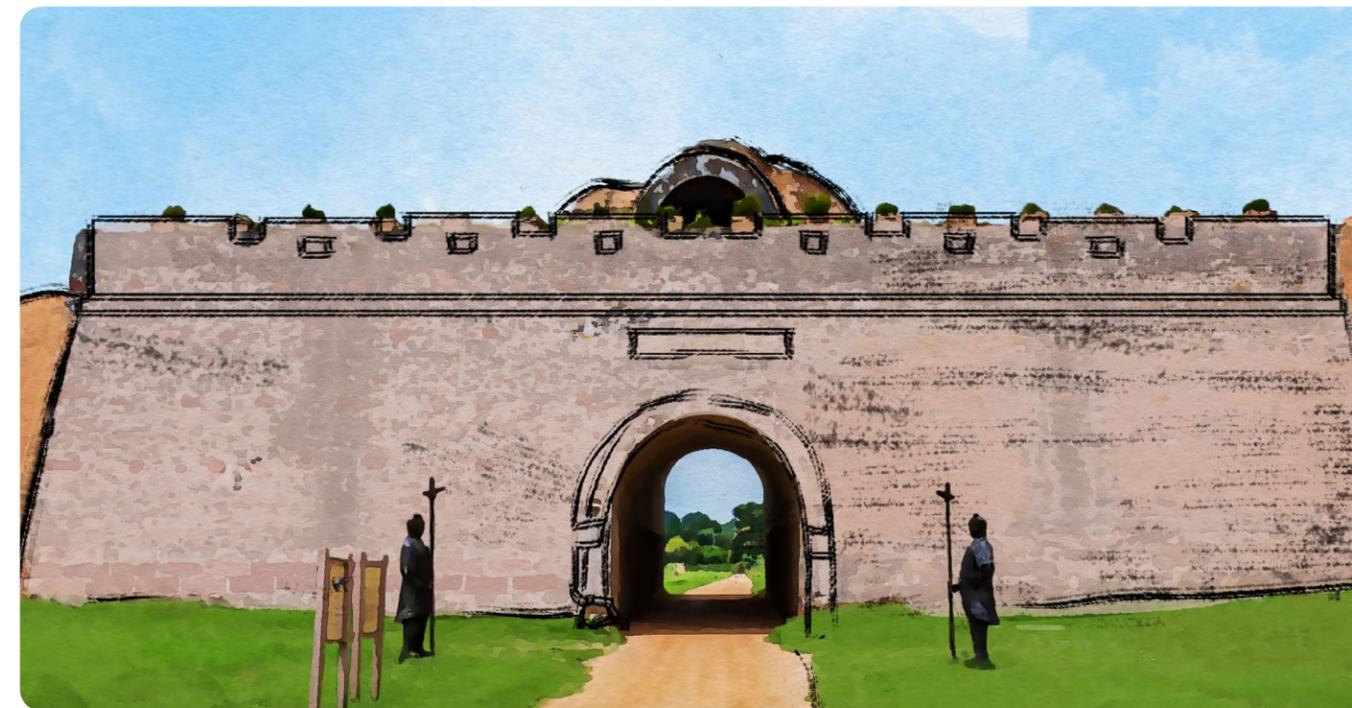
了一个新的思路，实现了在低波动、低风险敞口的前提下，增加债券投资规模，支持实体经济融资，有助于实现金融机构、债券市场、实体经济的“三赢”。

对金融机构而言，利用国债期货管理基础利率风险，有利于机构扩大投资规模、增厚组合收益。同时，借助国债期货的品种丰富、流动性高、多空双向等优势，机构可以不断丰富投资策略，平滑组合收益，增强商业

可持续性。

对债券市场而言，当市场出现大幅波动时，通过更多基于组合策略交易、看重相对价值的投资者入场，增强市场买方力量，为市场提供流动性，有助于稳定市场供求关系，避免极端行情出现，增强金融市场稳定性。

对实体经济而言，金融机构持有债券意愿的增强，有助于降低企业发债难度，优化债务期限结构，降低企业融资成本。



函谷关：

函谷关西据高原，东临绝涧，南接秦岭，北塞黄河，是我国建置最早的雄关要塞。其地势险要，易守难攻，占据此地，可有效防范敌军入侵。

# 国债期货助力地方政府专项债发行，支持地方经济恢复发展

**摘要：**  
B公司近年来一直将地方政府债作为重点投资品种，并积极利用国债期货管理地方债利率风险。立足地方政府债与国债利差相对稳定的市场特性，B公司探索利用国债期货对冲地方政府债的利率风险，进行跨品种动态对冲，实现了较好对冲效果。

**关键词：**  
地方政府债券、走势相关性、跨品种动态对冲、国债期现货市场联动。

发行地方政府债券，对于募集财政资金，促进经济社会持续稳定发展具有重要作用。随着利率市场化的推进，地方政府债发行、交易利率波动幅度加大，承销商、投资者均面临利率风险。B公司在参与地方政府债券投资过程中，运用国债期货有效控制风险敞口，增强投资组合净值稳定性，从而提升了参与地方政府债投标积极性，支持地方经济发展。

## 一、案例背景

2015年以来，我国地方政府债进入规范发展的新阶段，与国债收益率走势相关性增强。同时，地方债流动性不断提升，收益率随市场变化更加敏感，利用国债期货管理地方政府债利率风险的需求上升。一方面，地方政府债发行市场化水平逐步提高，发行利率根据地区差异和项目差异出现分化；另一方面，地方政府债发行定价挂钩国债收益率，随着地方政府债规模扩大和投资者结构的丰富，地方政府债的市场流动性改善，其收益率与

国债收益率走势相关性进一步增强（如图1），波动也明显增大，地方债投资的风险对冲需求日益增强。2019年初，为响应金融服务实体经济的号召，B公司把地方政府债作为重点投资品种，积极开展该类债券的投资交易业务。

2020年初，受以下因素影响，投资者参与地方政府债投标面临更大的风险。一方面，国内宏观经济预期向好，通胀预期不断升温，中美关系有边际缓和迹象，导致债市收益率上行压力较大；另一方面，临近春节长假，市场流动性明显减弱，影响现券处置效率。考虑到地方债一级市场发行利率与同期限国债收益率相关性愈发增强，二者利差更加稳定，B公司参与专项债发行认购的同时，积极探索利用国债期货管理地方债利率风险。

## 二、案例模式

2020年1月，银行间市场发行江苏省地方专项债“20江苏02”，债券代码160593.IB，募集

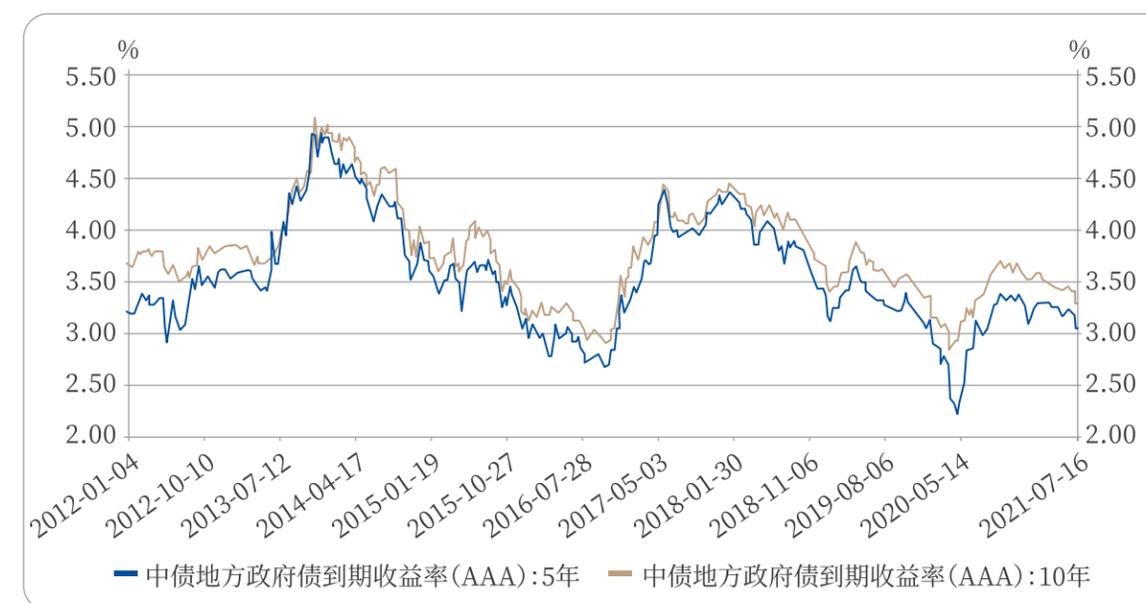
资金用于江苏省城乡建设。B公司决定积极参与此次专项债投标，并实施利用国债期货辅助投标的交易方案。

在确认现券中标数量之后，考虑到该债券期限为7年，无相应期限的国债期货品种，B公司结合对国债收益率曲线及投资者结构分析，认为以5年期国债期货进行对冲效果更好。同时，考虑到市场中可交割券流动性及CTD券切换风险等因素，决定选取流动性最好的2只国债来综合计算期货合约久期，据此测算对冲比例系数。最终，在5年期国债期货合约开立相应的空

单头寸。后期将债券卖出之时，同步对国债期货空单进行平仓。通过上述操作，实现“投标-中标-现券处置”全过程风险敞口中性。

该案例探索利用国债期货对冲地方政府债的利率风险，具有如下两方面创新性：一方面，立足地方政府债-国债利差相对稳定的市场特性，实现了较好对冲效果，为运用国债期货对冲非国债券种的利率风险提供了有益借鉴；另一方面，综合考虑资产品类利差、期限利差、期现基差等因素的影响，选取多只可交割券计算久期，进行跨品种动态对冲，进一步提升风险对冲的有

图1 地方政府债与国债收益率走势统计图



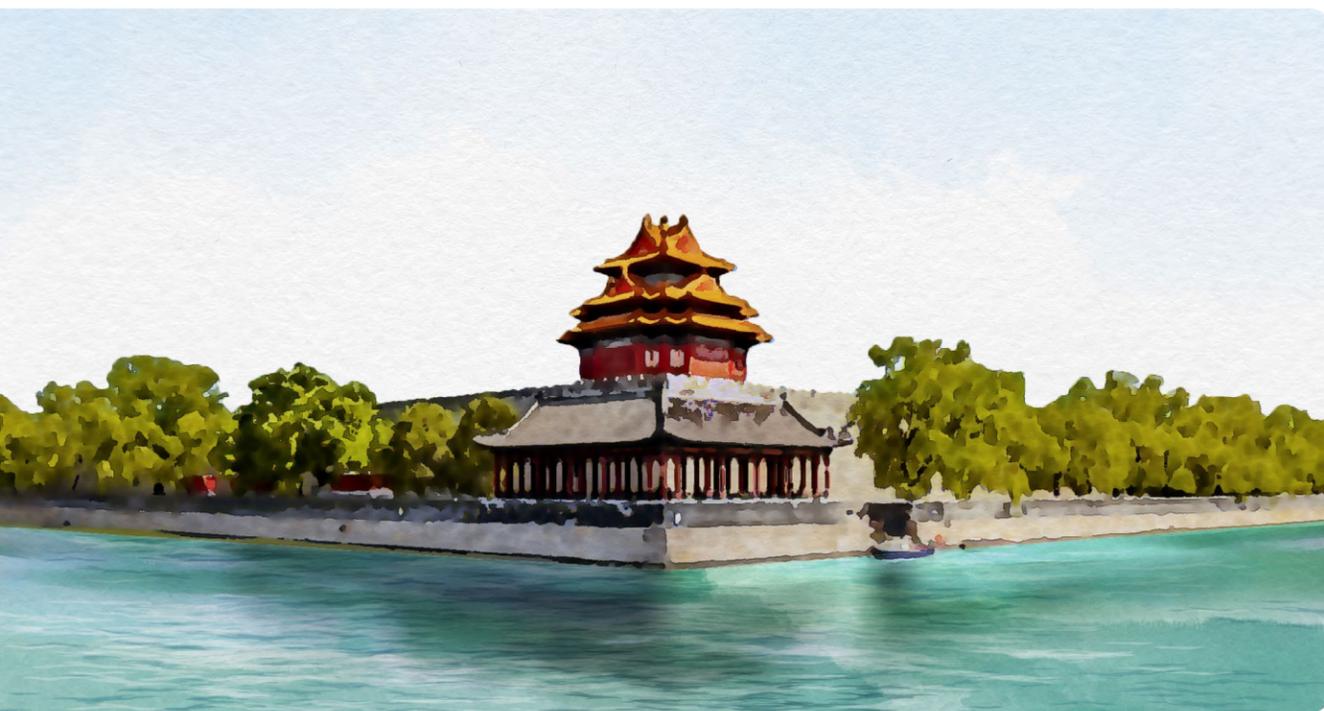
效性。在考核对冲效果时，关注风险中性的策略性质，对现券端和期货端综合考量，计算期现综合损益，策略评价效果公允、合理。

### 三、案例意义

本案例通过国债期货对地方债进行跨品种风险对冲管理，这一模式对于政策性金融债、高评级信用债等其他债市品种均具有良好的借鉴意义，在操作层面具有较强的可复制性。对于利用大类资产之间联

动性（如债券市场与股票、商品市场之间联动性）进行对冲策略研究，亦具有一定的启发意义。

国债期货是我国债券市场基础性利率风险管理工具。展望未来，将国债期货广泛运用在现券领域，有助于发挥衍生品资产定价与风险对冲功能，促进国债期现货市场联动，推动我国债券市场高质量发展，从而更好地服务实体经济。



北京护城河：

始建于明代。具有供水等功能，多次化解了火灾的风险。

## 国债期货服务养老金稳定增值

自2016年基本养老保险基金开始委托投资以来，Z公司作为基本养老保险基金的委托管理人，始终以账户稳健运营，实现委托资金保值增值为目标，助力国家养老事业的发展。在养老金账户的实际管理中，国债期货这一交易工具在控制风险和增强收益两方面都给账户提供了很大的帮助，为养老金开展资产配置、主动择时对冲、增强收益、创新浮息债等配置品种等方面都发挥了重要作用，更好实现养老金控制风险、稳定收益目标，有力保障居民财富保值增值。

### 一、案例背景

国债期货是Z公司非常重视的交易工具，目前其已经有近900个账户可以开展国债期货交易，占账户总数的30%左右。通过相关的投研实践，利用国债期货作为工具，在降低组合风险、提高组合收益上，取得了较好的效果。

一方面，从主动对冲的角度看，利用国债期货作为对冲工具，可以快速、便捷的调整组合风险暴露。以基本养老保险账户为例，账户持仓中的信用债流动性相对会弱一些，在预期市场有下跌风险时，相比较

于直接卖出债券，利用国债期货可以便捷的降低组合仓位。尤其是2018年中金所推出2年期国债期货合约后，很好的解决了对冲信用债持仓面临的期限错配问题，使得主动对冲策略有更好的对冲效果。

另一方面，从被动对冲的角度看，利用国债期货和债券现货可以合成浮息债券，将浮息债作为组合配置标的，显著扩大了配置类资产的选择范围。目前，市场上发行的各类债券基本全部为固息债券，以固息债券作为唯一配置标的，资产同质性较高，风险暴露较为集中。利用国债期货作为对冲工具，买入债券现货，卖空对应期限国债期货，本质上是合成了浮息债券，将浮息债券纳入资产配置标的，组合在债券资产配置上，有更大的品种选择空间。固息债券和浮息债券搭配进行配置，能够比较有效的改善组合的资产结构，在同等风险预算下，提升组合业绩表现。

### 二、案例介绍

Z公司旗下的基本养老保险账户委托资金为基本养老保险基

**摘要：**  
养老金借助国债期货，可以在资产配置、择时对冲、交易增厚的同时，更好实现控制风险、增强收益的目标，为账户稳健运营，实现委托资金保值增值，助力国家养老事业的发展发挥重要作用。

**关键词：**  
基本养老保险基金、买入债券现货、卖空对应期限国债期货、浮息债券、维护养老金净值稳定。

金，到2020年底，委托投资金额7744.52亿元，委托投资规模稳步增长。自2020年基本养老保险账户入市以来，账户国债期货累计成交量超过2.5万手，很好地帮助管理人实现了账户管理目标。

一是运用国债期货合成的浮息债增强养老金组合收益。从投资经验来看，由于浮息债券只暴露点差风险，相较于债券收益率的走势，债券点差更容易把握和判断。在某些市场环境下，浮息债确定性更高，相较于固息债券来说是更好的配置品种。2020年7月中上旬，受权益市场大幅上涨影响，债券市场延续调整态势，信用债的信用利差快速扩大，5年AAA信用债与同期限的国债利差达到了120-130bp的位置，接近历史极值。此时合成的浮息信用债点差风险较低，性价比较高。到2020年三季度末，合成的浮息债点差下行了30-40bp。养老账户也积极的利用这一交易机会，配置了相应的合成浮息信用债，在严控风险的前提下，提高了组合收益。考虑到浮息债券较好的风险收益特征，目前公司已经将合成浮息债纳入账户常规配置品种进行配置，动态比较其与其他债券资产的性价比情况，调整配置仓位。

二是以国债期货作为主要对冲工具进行择时等策略交易，维护养老金净值稳定。2020年二季度、2022年2-3月份，债券市场都有一定幅度的调整，公司管理的养老金账户在此期间积极利用国债期货开展择时策略，一定程度降低了债市下跌对账户净值带来的冲击。例如，2020年二季度，受货币宽松推动，债券收益率曲线大幅陡峭化，随后随着货币政策常态化，曲线迅速走平，期间出现了比较大的曲线交易的机会，以国债期货为载体构建的利差交易，为债券市场投资者提供了更多的交易标的。相较于传统的债券多空交易，利差交易的确定性相对会更高，可以帮助账户管理人实现在风险可控的前提下，增厚组合收益。同时，市场参与主体利用国债期货进行各类利差交易，交易形式更加多样化，也推动了整个债券市场的定价更加有效。

### 三、案例意义

本案例是养老金在投资运营中使用国债期货产生良好效果的典型案例。养老金对债券现货往往是长期配置，以获取息票收益，但在收益率上行时期，具有现券价值下跌的亏损风险。基于国债期货对冲策略，可实现对冲现货段损失的风险。

进一步地，运用国债期货也可丰富养老金的投资策略，如合成浮息债，增加投资品种选择空间；开展期现货利差交易，增厚组合收益。

基本养老金的稳健运营关乎国计民生，随着投资者专业化水平持续提升，养老金也产生兼顾安全和收益的双重责任。而近年

来，国债期货市场容量不断增加，流动性持续提升，已日益成为养老金等中长期资金开展利率风险对冲、丰富投资策略的重要投资工具，为养老金开展资产配置、主动择时对冲、增强收益、创新浮息债等配置品种等方面都发挥了积极作用。



#### 三北防护林：

是在中国三北地区（西北、华北和东北）建设的大型人工林业生态工程，1979年被列为国家经济建设的重要项目。工程规划期限为73年，分八期工程进行，已经启动第六期工程建设，可防范沙尘暴等自然灾害的风险。

# 国债期货服务保险资管对冲利率风险

**摘要：**随着资管行业净值化转型，各类资产市值波动对保险公司损益表将产生更加直接的影响。经过多年的建设与发展，国债期货市场流动性突出，期现走势拟合度较好。通过参与国债期货业务，可以有效对冲债券持仓市值波动，熨平利润表。为降低组合净值波动，T公司积极开展国债期货套期保值业务，有效规避了债券市场风险。实践证明，国债期货市场较好的流动性有利于及时、有效的对冲现货市场的利率上行风险，从而平抑净值波动，提升组合整体稳定性。此外，国债期货保证金交易制度，有助于提高资金利用效率，节约资金成本。

**关键词：**保险资金管理机构、维持组合净值稳定、有效对冲市场风险、锁定未来交易价格。

随着资管行业净值化转型，各类资产市值波动对保险公司损益表将产生更加直接的影响。经过多年的建设与发展，国债期货市场流动性突出，期现走势拟合度较好。通过参与国债期货业务，可以有效对冲债券持仓市值波动，熨平利润表。为降低组合净值波动，T公司积极开展国债期货套期保值业务，有效规避了债券市场风险。实践证明，国债期货市场较好的流动性有利于及时、有效的对冲现货市场的利率上行风险，从而平抑净值波动，提升组合整体稳定性。此外，国债期货保证金交易制度，有助于提高资金利用效率，节约资金成本。

## 一、案例背景

保险资金具有负债久期较长、对净值波动容忍度低等特征，如何在波动较大的市场中维持组合净值稳定一直是保险资金管理机构较为关注的问题。国债期货与现货价格走势关联度高，且国债期货具有流动性好、保证金交易等特征，通过

国债期货套期保值业务可以有效对冲市场风险、管理资产负债久期缺口，对保险资金的风险管理具有重要意义。

## 二、案例介绍

根据公司对国债期货套保效果回测，国债期货可以显著降低组合净值波动，且对冲国债和国开债效果好于信用债。具体来看，2020年5月至2022年2月初的回测期间，10年国债虚拟组合、30年国债虚拟组合、10年国开债虚拟组合、信用债虚拟组合波动率降低度分别为95%、77%、80%、41%。套保后年化收益、最大回撤均有显著改善。对于30年虚拟国债组合，由于目前只能用10年期国债期货进行套保，因此其波动率减小程度低于10年国债虚拟组合（见图1）。由于保险资金参与国债期货交易主要以对冲现货组合风险为目的，因此具体国债期货多、空方向的选择主要取决于管理人对债券现货市场未来走势研判。需要

注意的是，基差水平的变化也会影响到实际套保效果。具体来看，在市场整体出现基差走扩情况时，空头套保将获得额外的基差走扩收益。在基差收敛的情况下（例如国债期货临近交割月时往往出现基差收敛的现象），多头套保将获得额外的基差收敛收益。

为降低净值波动，维持组合整体稳定，公司对所管理产品积极开展国债期货套期保值业务。2022年春节以来，受宽信用、稳增长预期以及海外加息预期影响，债券市场波动明显加大，10年期国债利率从2月7日的2.73%振荡上行至3月3日的2.83%，利率整体上行10bps。该期间，公司对国债期货套期保值业务的积极开展弥补了现货组合的潜在损失，有效维持了产品净值稳定，规避了利率债市场风险。套保期间组合净值波动率降低68%，组合最大回撤改善0.54%，有效对冲了债市波动对组合净值的冲击。

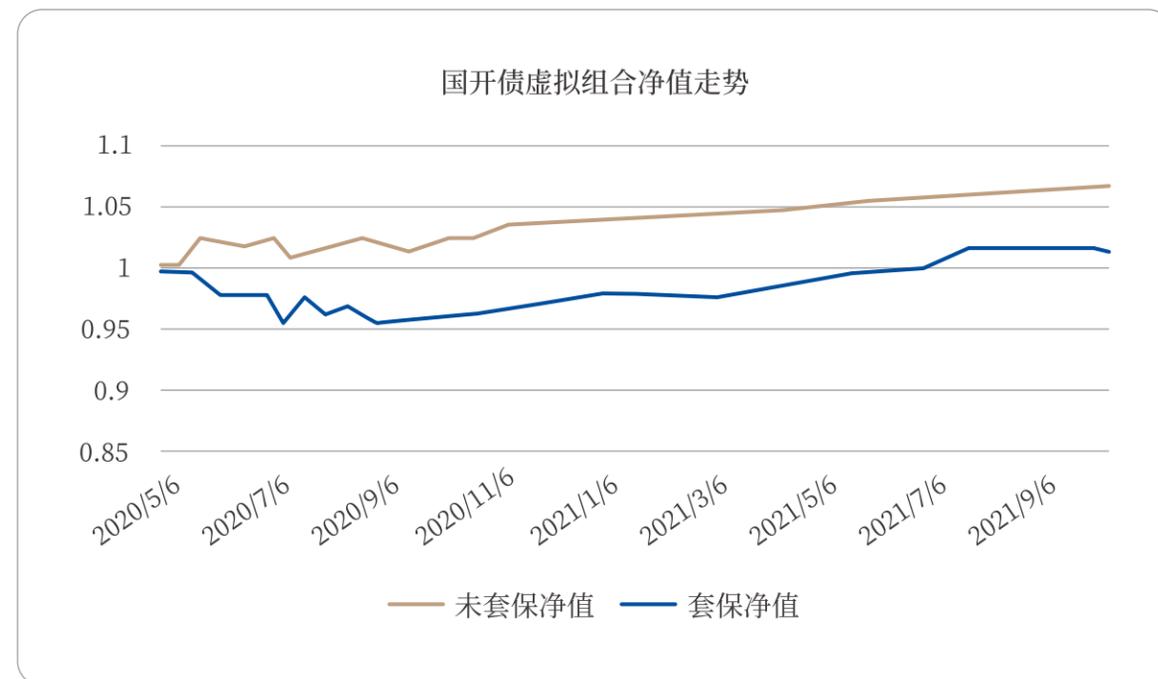
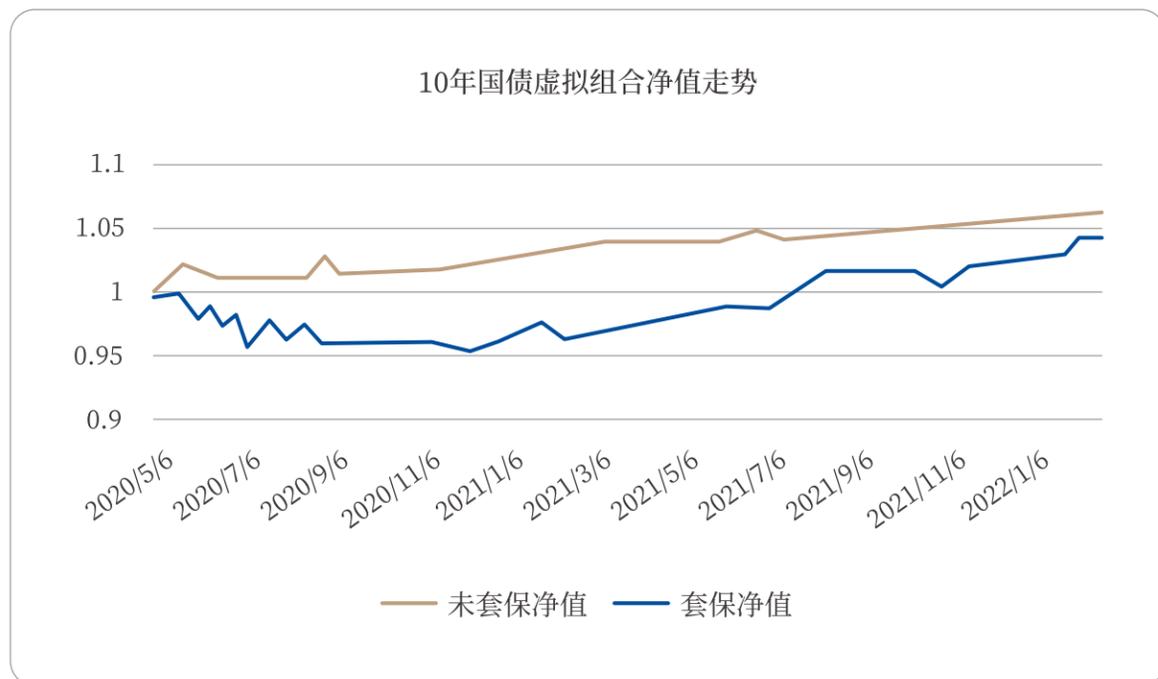
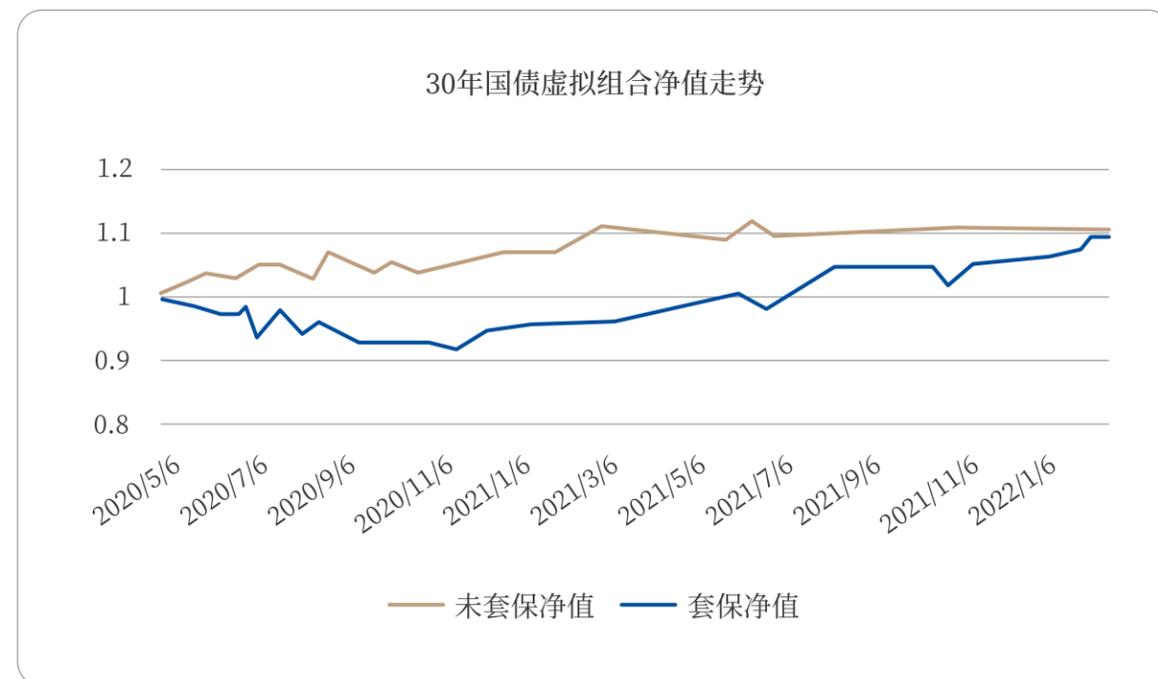
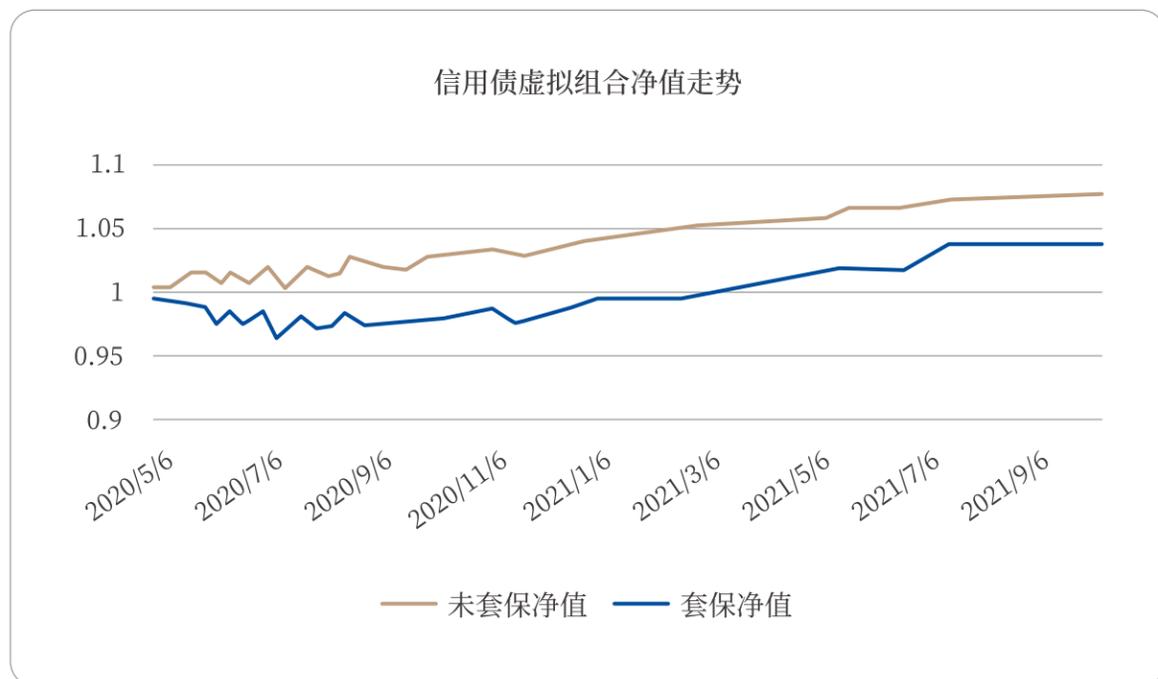
此外，公司高度重视国债期货业务风险管理，制定国债期货风险

管理制度，并将国债期货业务纳入公司现有的风险管理体系内进行事前、事中、事后的全面管理。同时，国债期货套期保值业务相关风险指标已完成系统化监控，并从月度、季度、年度三个角度进行套保有效性分析。

## 三、案例意义

保险机构参与国债期货交易以风险对冲为目的。由于保险资金负债端对收益的稳定性有较强诉求，参与国债期货对保险资金进行风险管理具有重要意义：一是通过参与国债期货投资，可以对冲债券市值波动，加强组合回撤管理，优化组合风险收益比，提高组合净值增长率；二是受托管理保险资金可以通过国债期货对冲未来半年内拟买入资产的风险，锁定未来交易价格，规避市场波动带来的利率风险，提升配置效率；三是在低利率环境下，受托管理保险资金可利用国债期货对冲或规避资产负债错配导致的利率风险，缩短资产负债久期缺口，提升偿付能力充足率。

图1 保险资管运用国债期货开展组合管理效果



# 境外机构实践案例

1 贝莱德投资管理及运用金融期货  
实践案例 .....48

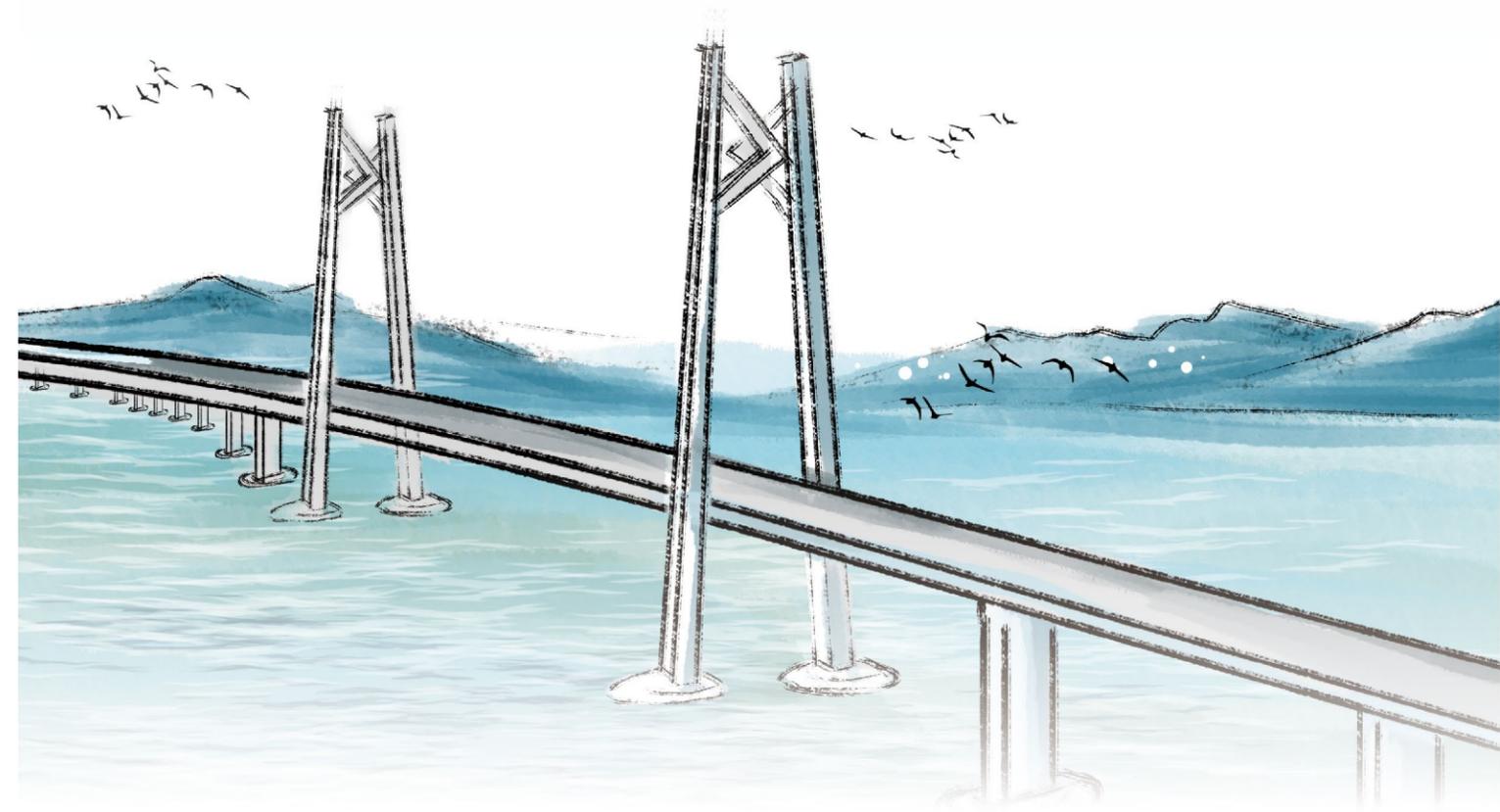
2 日本政府养老投资基金投资管理  
实践 .....59

3 韩国国民年金公团运用金融期货  
实践案例 .....74

## 港珠澳大桥

港珠澳大桥

跨越伶仃洋，东接香港特别行政区，西接广东省珠海市和澳门特别行政区，于2018年10月23日建成通车，首次实现了珠海、澳门与香港的陆路连接，极大地缩短了三地间的距离，对提升珠江三角洲地区的综合竞争力，保持港澳的长期繁荣稳定，打造粤港澳大湾区具有重要战略意义。



# 贝莱德投资管理及运用金融期货实践案例

## 摘要：

贝莱德是目前全球最大的资产管理公司，管理的资产主要来源于各类中长期资金，其中约 1/3 来自养老金。贝莱德管理的产品运用金融期货较为广泛，包括了现金管理、现货替代、套期保值、久期管理等多种方式。总体上，贝莱德投资管理及其参与金融期货实践的相关经验对我国中长期投资机构的不断成熟发展具有较强的借鉴意义。

## 关键词：

个人投资者、机构投资者、现金管理、现货替代、套期保值、风险对冲、久期管理、中长期资金。

贝莱德是目前全球最大的资产管理公司，截至 2021 年 12 月，在全球范围内管理着 9.5 万亿美元资产，涵盖股票、固定收益投资、现金管理、多资产、另类投资及咨询策略等多个领域。贝莱德管理的资产主要来源于各类中长期资金，其中约 1/3 来自养老金。贝莱德通过其专业化的研究分析和投资管理能力，为各类客户设计符合其需求的投资产品，成为了中长期资金投向资本市场的重要枢纽。

贝莱德管理的产品运用金融期货较为广泛，包括了现金管理、现货替代、套期保值、久期管理等多种方式，比较充分地满足了不同产品开展风险管理、降低跟踪误差、提升资金效率的需求。同时，贝莱德设置了严密的内部机构体系及风控框架，有效管控金融期货投资的相关风险。总体上，贝莱德投资管理及其参与金融期货实践的相关经验对我国中长期投资机构的不断成熟发展具有较强的借鉴意义。

## 一、贝莱德投资管理情况

### （一）集团概况

贝莱德是目前全球最大的资产管理公司，截至 2021 年 12 月，在全球范围内管理着 9.5 万亿美元资产，涵盖股票、固定收益投资、现金管理、多资产、另类投资及咨询策略等多个领域。贝莱德拥有约 16500 名员工，分布于 38 个国家及地区的办事机构，为超过 100 个国家及地区的客户提供服务。

在我国境内，贝莱德（中国）设立初期为外商独资机构（WFOE），于 2017 年注册成为私募基金管理人。2020 年，贝莱德（中国）申请成为外资独资公募基金管理公司并获批，成为首家落地的外资独资公募。2021 年，贝莱德（中国）发行首只产品——中国新视野混合型证券投资基金，募集资金 65 亿元，并于 9 月正式启动交易。近期，贝莱德（中国）又提交了发行贝莱德港股通远景视野混合型证券投资基金和贝莱德浦悦丰利一年持有期混合型证券投资基金的申请。

### （二）贝莱德的投资者群体构成

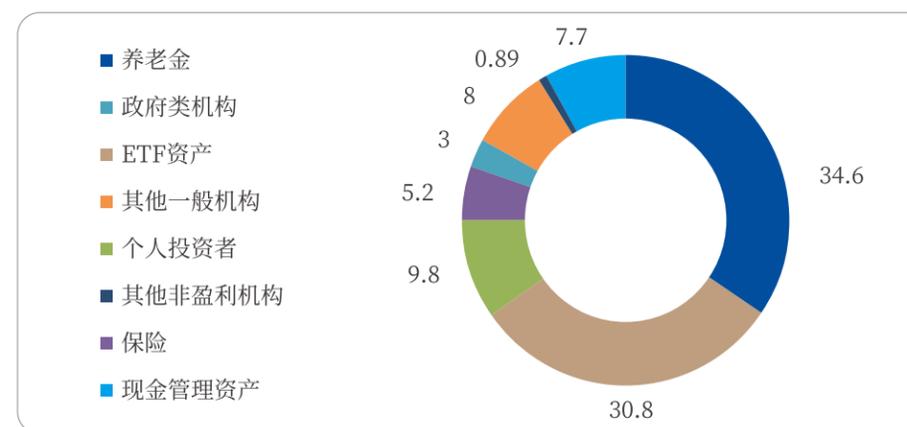
贝莱德目前的投资者群体主要包括四类，一是免税类投资机构，主要包括养老金、慈善组织以及教育、医疗、环保等非盈利机构。据贝莱德统计，目前养老金机构委托贝莱德进行投资管理的资产约为 3 万亿美元<sup>3</sup>（占总管理规模的 34.6%），至少涉及约 3500 万名美国职工的养老计划，是贝莱德最大的委托资金来源。其他非盈利机构的委托资产约为 770 亿美元。二是政府类机构，主要包括央行、主

权财富基金、地方政府、国际性组织等，委托资产约为 2754 亿美元（3%）。三是机构投资者，包括银行、保险等各类金融机构，以及企业委托投资等，总共 11466 亿美元（13.2%）。其中保险资金为 4500 亿美元（5.2%），是贝莱德最大的一般机构投资者；其他一般机构合计为 6966 亿美元（8%）。四是个人投资者，委托资金约为 8460 亿美元（9.8%）。另外，有 2.67 万亿美元（30.8%）是以 ETF 形式管理的资金<sup>4</sup>，6660 亿美元为现金管理资产。

<sup>3</sup> 除非特别说明，本文数据均为截至 2020 年 12 月 31 日，主要来自贝莱德年报及基金产品报告，当时贝莱德总资产管理规模为 8.68 万亿美元，刨除现金管理和咨询业务后为 7.99 万亿。德总资产管理规模为 8.68 万亿美元，刨除现金管理和咨询业务后为 7.99 万亿。

<sup>4</sup> 由于 ETF 在交易所挂牌交易，持有人不断变化，贝莱德无法统计其具体终端持有人数据。

图 1 贝莱德投资群体结构



总体来看，贝莱德的客户群体本身大多为中长期资金，委托贝莱德开展资产的集合管理。特别是对于养老金而言，由于美国养老金体

系下，第三支柱的 IRAs 账户主要配置共同基金，推动养老金成为贝莱德等资产管理公司最大的资金来源。贝莱德则利用其强大的研究分

析和投资管理能力，为客户设计符合其需求的投资产品。例如对于养老金，贝莱德提供的产品以追求长期均衡收益为主。因此，以贝莱德为代表的资产管理公司可视为中长期资金投向资本市场的重要枢纽，将终端资金汇聚后有效开展分散化投资。

### （三）贝莱德旗下主要基金产品类别

贝莱德将其基金产品依据投向资产类别分为四个大类：股票类、债券类、多资产、另类投资。每个大类又可根据管理风格分为主动管理类、ETF 类和其他被动管理类。各类别产品具体规模如下表所示：

表 1 贝莱德各类别产品规模（亿美元）

	股票类	债券类	多资产	另类投资	总计
其中:主动管理类	4605	10091	6252	1570	22509
ETF类	19051	6900	62.7	676	26690
其他被动管理类	20542	9754	272	104	30682
总计	44198	26745	6587	2350	79881

从资产类别来看，股票类产品占有所有产品规模的 55%，债券类规模为 33.5%，多资产类为 8.2%。而从管理风格来看，ETF 占 33.4%、其他被动管理类占 38.4%，被动类总计为 71.8%，主动管理类产品仅占 28.2%。不过，不同资产的投资风格差别较大。

例如股票类产品中，主动管理型仅占 10.4%，被动管理型占近 90%，体现了近几十年来指数化投资在资管行业中的高速发展；债券类产品中，主动管理型占到 37.7%，被动管理型为 62.3%；而在多资产类和另类投资产品中，主动管理型则占绝对多数。

从投资者角度看，有 86% 的个人投资者资金投向主动管理型产品；而机构投资者恰恰相反，有 66% 的资金投向被动管理型产品，尤其是被动管理股票型产品吸引了 2 万亿美元的机构资金（44.7%），一定程度上体现了中长期资金更为

关注跟踪经济整体长期增长趋势的需求。

在每个大类之下，依据基金产品所采用投资策略的不同，又可以细分为具体品种。根据贝莱德反馈，其主要基金品种大致如下表所示：

表 2 贝莱德旗下细分基金品种

股票类	债券类	多资产	另类投资
<ul style="list-style-type: none"> <li>传统选股型（包括不同风格、不同板块、ESG标准的选股等）</li> <li>股票多空策略型</li> <li>股指ETF</li> <li>股指跟踪型</li> <li>.....</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>国债</li> <li>市政债</li> <li>高收益债</li> <li>可转债</li> <li>房贷支持型</li> <li>通胀抵御型</li> <li>混合债券型</li> <li>债券指数ETF</li> <li>.....</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>全球配置型</li> <li>多资产配置型</li> <li>混合收益型</li> <li>目标收益日期型</li> <li>目标风险水平型</li> <li>波动率管理型</li> <li>.....</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>商品</li> <li>房地产</li> <li>基建项目</li> <li>私募股权</li> <li>对冲基金投资</li> <li>.....</li> </ul>

## 二、贝莱德运用金融期货实践

在境外市场，贝莱德应用金融期货非常广泛，具体应用产品、场景和策略主要有以下几类：

### （一）金融期货服务基金产品申购、赎回等现金管理需求，助力产品降低跟踪误差，满足稳健投资目标要求

贝莱德管理的资产中，被动管理型产品占大多数，主要投资群体是以养老金为代表的中长期投资机

构。贝莱德公布数据显示，其所管理的固定缴费计划（DC Plan）、企业年金等各类养老金资产中，对股权资产的配置大多为被动管理型。这部分投资机构的主要目标是跟踪经济长期增长趋势，无需基金经理通过主观判断赚取超额收益，但对降低跟踪误差、平抑组合波动有较高需求。贝莱德通过运用金融期货开展经常性的现金管理，满足了投资人的目标。

在被动管理基金运作中，可能因分红、申购、赎回等原因持有现金，由于交易结算周期限制，没有办法立即投资于标的股债现货，从而造成对目标指数的跟踪误差。这时，基金会选择用股指期货、国债期货做短期的现金管理，替代所需的现货敞口。例如贝莱德管理的股票指数基金、债券指数基金和股票ETF、债券ETF以及部分传统股票型基金等产品通常都长期持有有一定手数的金融期货多头，根据申购赎回情况，具有经常性交易需求。单个基金出于现金管理需求的持仓规模通常不会很大，占基金净值比例一般低于2%，峰值不超过5%。但由于现金管理需求具有长期性和稳定性，具有相关需求的基金产品总规模较大，因此构成了金融期货市场重要的长期多头持仓组成部分。例如贝莱德旗下被动管理类股票基金约有2万亿美元规模，按持有股指期货占比0.5%计算，也需要持有100亿美元规模的股指期货多头。

贝莱德运用金融期货多头开展现金管理较好地降低了基金产品的跟踪误差。例如贝莱德标普500指数基金在过去10年中，任一年跟踪标普500指数的误差都在0.05%以内，10年总的跟踪误差仅为年化

**例**

贝莱德标普500指数基金是美国市场追踪标普500指数的最大基金产品之一，目前管理资产规模约312亿美元。该基金主要投资方式为直接持有标的指数成分股现货，相关股票持仓占其净资产的99.6%以上。同时，为了应对申购、赎回需求，该基金经常性通过交易CME上市的E-迷你标普500指数期货开展现金管理，较为有效地降低了申购赎回引起的跟踪误差。在2021年9月报告期，该基金持有约580手E-迷你标普500指数期货多头头寸，名义规模1.24亿美元，约占其净资产的0.4%。另一例如贝莱德iShares罗素2000ETF，是美国市场追踪罗素2000指数的旗舰ETF之一，目前管理资产规模为709亿美元。该基金经常性通过交易CME上市的E-迷你罗素2000指数期货开展现金管理，在2021年9月报告期，该基金持有2000余手E-迷你罗素2000指数期货多头头寸，名义规模2.28亿美元，约占其净资产的0.32%。

0.06%。此外，贝莱德旗下25只旗舰ETF产品的平均年化跟踪误差不到0.1%，远低于美国ETF市场平均水平，较好地实现了投资目标，满足了以中长期资金为主的终端投资者的需求。

**(二) 运用金融期货开展较长期的现货替代，提升多市场资产配置的便利度，优化总体资金效率**

贝莱德旗下部分基金使用金融期货开展较为长期的现货替代。这既可能是由于市场壁垒原因，基金或投资组合没办法直接持有相关现货，因此转而持有期货头寸；也可能是根据期货的资金效率、交易成本、升贴水情况、参与便利度等，从综合效率角度考虑，在较长的一段时间内持续使用股指期货、国债期货替代现货头寸。贝莱德旗下主要是多市场策略基金、跨境ETF基金、传统股票型基金等产品较常开展现货替代。

**(三) 开展套期保值与精细化风险管理，助力主动管理型基金产品降低整体风险水平，灵活调整风险结构**

贝莱德旗下主动管理型基金产品普遍运用金融期货开展套期保值与精细化风险管理，主要有以下相关案例：

**例**

贝莱德全球配置基金，目前管理约260亿美元资产，策略为分散配置全球成熟及新兴市场的股票与债券类标的，当前基金持有股票类资产占比约67.8%，债券类资产占比约26.2%。由于该基金投资于全球市场，若全部持有相关市场股债现货，则交易成本较高。从资金效率角度出发，该基金长期通过持有海外股指、国债期货产品来跟踪对应市场标的表现。例如在2021年9月报告期，该基金持有3833手欧交所上市的Euro Stoxx 50指数期货多头、235手德国DAX指数期货多头以及505手ICE上市的MSCI新兴市场指数期货多头。此外，该基金还配置了法国、意大利和澳大利亚国债期货多头，以及少量的比特币期货多头，以复制相应标的现货。该基金持有的期货多头名义价值总共大约占其净资产的2.5%，较有效地提供了相关敞口的风险暴露，一定程度上降低了基金的运作成本。

### 1. 运用股指期货开展套期保值和 risk 对冲

贝莱德反映，旗下基金利用股指期货做套期保值，主要是对自身市场观点的表达。例如，如果基金认为近期市场会下跌，但考虑到成本等原因，又不想卖掉持有的多头头寸，则可以用股指期货空头对冲市场风险。基于此类需求应用股指期货较为灵活，期货占资产比例可以在 10% 至 90% 间波动。此外，贝莱德有一些产品使用股指期货开展专门化的投资策略，例如多空策略股票型基金，以获取 Alpha 为目标，使用股指期货等衍生品长期对冲市场 Beta 风险，持有衍生品占比可能在 10-80% 间波动；股票收益型基金，利用衍生品对冲获取稳定分红收益，平均持有衍生品占比在 20% 左右。

### 2. 运用国债期货开展套期保值，对冲利率风险，反映对市场趋势的判断

贝莱德旗下的债券型基金和多资产型基金普遍使用国债期货，持有国债期货占比一般在 20%-80% 之间波动。通过使用国债期货，基金可以对持有的债券头寸进行利率风险管理，并反映对于债券市场涨跌的判断。贝莱德认为，由于债券的流动性总体上不如股票，存在较

例

贝莱德事件驱动型股票策略基金，目前净资产为 86 亿美元，其主要投资策略是根据市场事件驱动，对相关股票进行超配和低配（或做空），获取多空头寸之间的价差收益。该基金长期通过场外合约等方式持有一些看空股票的空头头寸，同时也利用股指期货获得一部分空头头寸。在 2021 年中报告期，该基金持有 189 手 E-迷你标普 500 指数期货空头和 26 手 E-迷你纳斯达克 100 指数期货空头，占基金净资产的 0.48%。据贝莱德反馈，考虑到贝莱德本身的投资专长及客户需求，多空策略等产品在贝莱德管理的范围中仍是少数。

多非活跃券，而国债期货具有交投活跃、杠杆率高、交易成本较低等优势，因此债券型基金使用国债期货开展套保对于其控制成本、避免频繁买卖现券非常重要。

此外，贝莱德旗下目前有多只成熟市场及新兴市场信用债基金（包括中国市场信用债基金），其投资策略是持有相关市场信用债，获得企业的信用风险敞口，从中获

取相应收益。由于信用债价格同时受到利率因素和信用因素影响，相关基金会长期使用国债期货等衍生品，对冲信用债中的利率相关风险，使资产组合保持利率中性，以获得纯信用风险敞口。

例

贝莱德利率对冲高收益债券基金是一只投资于美国高收益债券的产品，目前管理资产约 1.3 亿美元。其 96.5% 的资产投资于高收益债，目标是复制安硕美国高收益债指数收益；同时，该产品使用约 1.87% 的净资产作为保证金，投资于 CME 上市的美利坚国债期货（以 2 年期、5 年期、10 年期及超长期国债期货按一定比例构成组合），及场外利率互换等衍生品，以约 100% 的比例对冲持有债券的利率风险。

### 3. 运用国债期货开展久期管理，精细化调整收益率结构

贝莱德旗下债券型基金通过交易国债期货，修正组合久期、调整收益率曲线结构，灵活实现资产配置目标，满足投资需求。由于通过

直接交易债券现货调整组合久期的效率相对较低，且不同期限的债券可能存在流动性较差等问题，短期内可交易的现券规模有限、冲击成本也较高，因此贝莱德普遍使用国债期货对组合久期进行管理。

例

贝莱德美国政府债基金，目前管理资产规模约 6.6 亿美元。其 54% 的资产持有美国国债，47% 的资产持有政府支持的抵押贷款证券化资产，10% 的资产持有商业类贷款<sup>5</sup>。同时，该基金较为灵活地运用国债期货和利率互换等衍生品对组合久期结构进行调整。例如在 2021 年 9 月的报告期，该基金持有 47 手 10 年期美国国债期货多头、99 手 2 年期美国国债期货多头、242 手 5 年期美国国债期货空头、81 手超长期美国国债期货空头以及 3 个月、1 年、2 年等不同到期日欧洲美元期货的多空头寸。通过持有不同期限国债期货的多头和空头，基金实现了对投资组合所需久期结构的精准管理，满足了投资需求。

<sup>5</sup> 由于该基金允许使用杠杆，因此资产总额大于 100%。

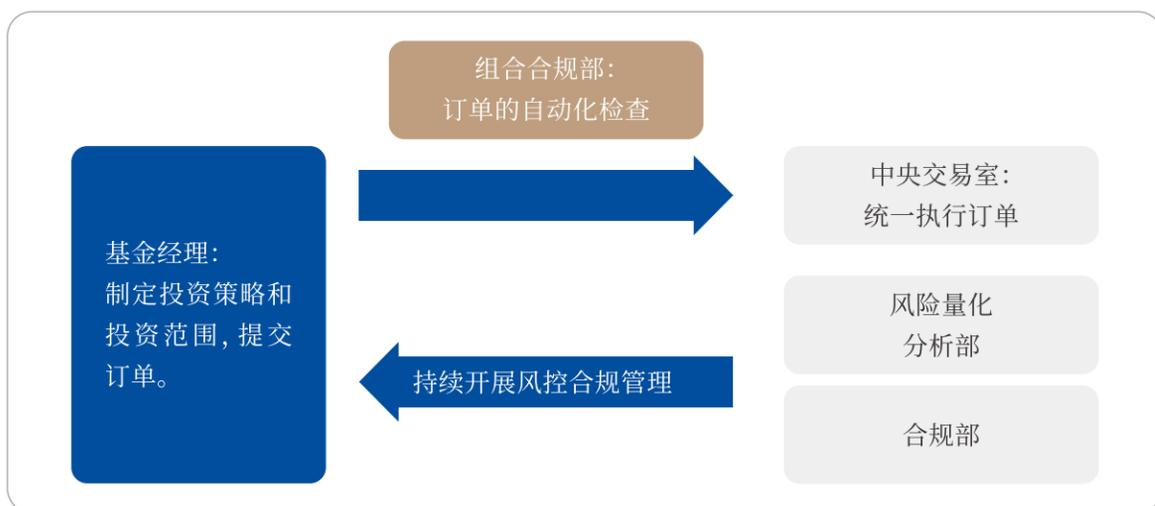
### 三、贝莱德参与金融期货的机构设置与职能

#### (一) 机构设置

贝莱德参与金融期货涉及的主要机构如下图所示。其中，投资部

的基金经理负责投资决策，中央交易室负责订单执行，风险量化分析部（RQA）、合规部和投资组合合规部（Portfolio Compliance）则分别负责一块合规风控职能。

图3 贝莱德参与金融期货涉及主要机构



#### (二) 职能分配

1. 基金经理。基金经理主要职能包括，一是针对发行的基金产品制定投资策略和投资范围，按照境外合规要求，基金产品必须在招募说明书中明示投资范围包括金融期货，方能从事相关投资。二是在产品发行后，基金经理决定每日交易金融期货的具体订单需求，将订单提交到交易部门执行。

2. 交易部。贝莱德采用中央交易室架构负责订单执行，不同基金产

品的交易需求统一提交到中央交易室，交易室合并同类产品需求后，按照最佳执行、公平执行等标准完成交易。中央交易室配备若干交易员，人数约为全公司人数的1/10，每个交易员负责一个市场或一类主要产品，需在当天将所有订单执行完毕。

在风险管理方面，交易室主要负责防范错单风险和市场冲击风险。举例来说，一是设有防乌龙指参数，控制单个订单的规模、金额和合理价格区间，防范因订单输入

错误引发的风险；二是设置了市场参与比率参数，根据市场流动性情况，限制订单规模占全市场规模比率不超过一定范围，避免订单对市场造成过度冲击。交易流程为全电子化，通过主经纪商提供的交易策略模块，支持各类算法交易，可以设置各类限额，有助于交易员更有效率地完成最优执行和避免错单。

3. 合规部。主要负责各个市场法律法规、交易所规则等方面的合规业务，以及与监管机构对接。贝莱德根据各个投资市场的法规要求适当调整合规实践，并建立配套制度。举例来说，贝莱德总部按照美国市场监管要求，针对投资业务建立了完备的投资管理总体制度，但并未单独建立期货投资管理制度。而贝莱德成立国内公募基金后，了解到境内机构参与期货交易在开户环节必须提供公司内部期货管理制度情况。为满足境内合规要求，公司专门研究制订了贝莱德（中国）的期货管理制度。此外，境外主要在基金产品层面设定总体监管要求，侧重信息披露，通过市场化的手段（如基金的招募说明书）对各产品的投资范围和规模进行管理。境内市场则有较多对每笔交易行为本身进行监管的要求，如交易手数

限额、报撤单限制、套期保值编码设置等，对贝莱德的合规工作有一定挑战性。

4. 风险量化分析部。独立的风险量化分析部（RQA）负责监控各个基金产品持有资产的市场风险、流动性风险、对手方风险等各类可量化风险，通过实时的风险敞口监控和定期出具风险分析报告相结合的方式开展风控。

#### 例

定期测算基金产品的在险价值（VaR），并给出风险评估；监测持有衍生品的名义价值变化，对超出杠杆率限制等情况发出警示；跟踪持有资产的波动水平，针对某一资产波动变大的情况发出警示；分析基金交易某一资产的频率和成本情况；对各类资产市场流动性的变化进行跟踪分析，发出警示；估算持有衍生品头寸可能产生的追加保证金需求，并与其他各项资金需求进行综合评估，判断总体需要保留的流动性资产数量；对某一交易对手方进行内部评级，并建议最大交易限额等。

5. 投资组合合规部。主要负责订单层面的相关合规工作，一是把控每个基金产品是否按照招募说明书或投资委托人的要求投资于相关资产，包括对使用衍生品种类、用途、频率等的合规审查；二是设置订单自动化检查模块，实时监测基金经理发出的交易订单是否涉及异常交易、自成交等情况。

#### 四、总结与建议

贝莱德作为全球资管行业龙头，其客户主要是养老金、政府类机构、银行、保险等持有中长期资金的机构投资者。贝莱德通过投资多类别、多市场资产，灵活且合理运用金融期货，发行设计多样化产品，有效满足了客户的投资目的与需求，形成了专业资管机构服务中长期资金持有机构的模式，不仅有效支持了相关中长期资金参与资本市场，也推动了资本市场投资者结构的优化。此外，贝莱德通过配套实施有效的内部机构设置和风控架构等机制，确保金融期货投资业务

的有序开展。

目前，境内资本市场的中长期资金参与程度依然较低。一方面，养老金等中长期资金持有机构与专业资管机构之间的衔接仍有不足；另一方面，无论是中长期资金持有机构还是专业资管机构，多类别资产管理、期现货产品工具一体化应用的能力较为欠缺，运用金融期货亦面临较多约束，难以充分满足日益丰富的投资需求。2022年，资管新规正式落地实施，净值化管理回归资管业务本源，迫切需要培育具备高水平专业投资和服务能力的资管机构，贝莱德的案例具有较强的借鉴意义。建议在充分认识我国市场特点基础上，参考境外最佳实践，大力发展培育资管机构，积极推动相关政策优化，推动引入更多中长期资金参与我国资本市场，并使用金融期货开展风险管理，满足多元化投资需求，更好地服务资本市场深化改革大局。

## 日本政府养老投资基金投资管理实践

我国“十四五”规划中首次写入了“实施积极应对人口老龄化的国家战略”，是推动高质量发展、加快构建新发展格局的主要举措。因此，不断健全“三支柱”养老保障体系，结合养老资金长期性、安全性的特点，完善养老金投资运营环境，通过多元化资产配置提升养老金投资收益是当前形势下的必然选择。而资本市场和金融期货市场可为养老资金提供有效的投资和风险管理工具；养老资金也能够发挥“压舱石”的作用，发挥金融期货市场风险管理功能，形成良性互动发展的格局。

全球规模最大的公共养老金管理机构——日本政府养老投资基金（GPIF）初期禁止参与股指期货交易。GPIF从管理整体权益类投资组合价格风险的需求出发，主动推动参与股指期货交易，最终于2018年推动法律和规则完成修订，于2021年12月开始正式运用。GPIF投资金融衍生品仅能以风险管理为目的，主要包括空头套保和多头替代。目前的使用场

景主要是利用空头套保进行投资组合再平衡。由于GPIF的资产配置比例有严格限制，当股价上涨时，需要通过减仓恢复权益类投资组合的目标配置。但是短时间大规模的抛售可能会为市场带来冲击，并因价格下滑造成损失。在此情况下，GPIF可通过股指期货空头套保来服务整体权益类投资组合的调仓，在不冲击市场的同时降低价格风险。

### 一、基本情况

#### （一）成立背景

日本养老金体系由三支柱组成，分别为第一支柱的国民年金（National Pension Insurance），由日本20至59岁的全部工作年龄人口强制参与；第二支柱的厚生年金（Employees' Pension Insurance）和部分企业设立的其他缴费确定型（DC）和收益确定型（DB）计划，私营部门和公共部门的企业员工均可在参加国民年金的基础上自愿加入，并由企业和个人共同分担缴费；以及第三支柱的个人商业养老金。其

#### 摘要：

全球规模最大的公共养老金管理机构——日本政府养老金投资基金（GPIF）初期禁止参与股指期货交易。GPIF从管理整体权益类投资组合价格风险的需求出发，主动推动参与股指期货交易，GPIF投资金融衍生品仅能以风险管理为目的，主要包括空头套保和多头替代。目前的使用场景主要是利用空头套保进行投资组合再平衡。

#### 关键词：

整体权益类投资组合、降低价格风险、股指期货模拟交易、长期化投资理念。

中，国民年金与厚生年金统称为公共性质养老金。

在日本国民平均寿命延长、出生率不足和老龄化加速的背景下，叠加日本国内股市与债市低迷导致养老金收益欠佳的影响，日本公共养老金制度持续承压。为了提升公共养老金的管理效率和专业化投资水平，日本政府于2001年成立政府养老金投资基金（Government Pension Investment Fund, GPIF）。根据《年金积金管理运用独立行政法人法》的规定，GPIF作为独立行政机构，负责管理和投资厚生劳动省委托

的养老资金<sup>6</sup>，并定期将部分投资收益汇入政府的特别账户，为国民年金和厚生年金提供稳定的支付保障。截至2022年7月，GPIF的资产规模达到196.59万亿日元（约合9.73万亿人民币），是目前全球第一大公共养老金。

### （二）治理结构

GPIF由厚生劳动省进行监管，实行理事会制。理事会由10名成员组成，包括理事长和其他9名具有经济、金融、管理等背景的专业人员。理事会主要负责编制中期计划<sup>7</sup>和年度报告等重要事项，并指导GPIF的



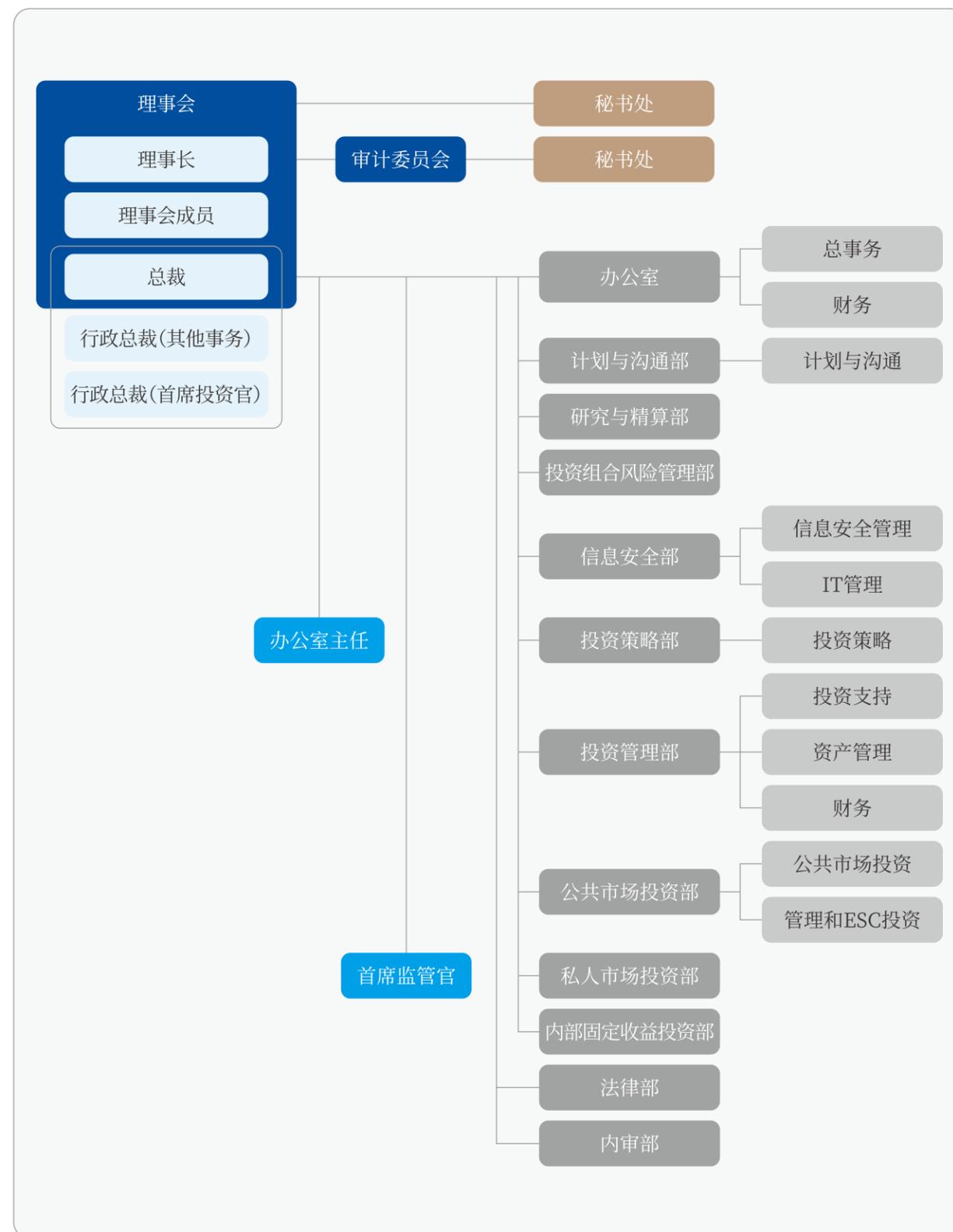
白堤：

白堤原名“白沙堤”，为贮蓄湖水、灌溉农田而建。早在一千多年前的唐朝，就以风光旖旎而著称。旧日以白沙铺地，今已改为柏油路面。修建白堤提高了河道泄洪排水的能力，有效地防范了水患的风险。

<sup>6</sup> 包括现收现付养老缴费的一部分和养老金储备资产。

<sup>7</sup> 每5年编制一次，具体包括投资目标、资产配置、风险管理和内部控制措施等内容。

图1 GPIF 内部架构



日常运作。GPIF 的日常管理由 9 名理事成员、总裁以及两名行政总裁<sup>8</sup>负责。

## 二、投资运作

### (一) 投资理念

GPIF 秉持多元化和长期化的投资理念。一方面，GPIF 将资产配置于不同资产类别和地区，并通过投资组合、资产类别和投资管理人各层级的风险控制，实现预设的收益目标。另一方面，GPIF 认为市场短期波动随着时间推移会显著降低，因此着眼长期趋势制定资产配置比例。同时，GPIF 致力于贯彻 ESG 投资理念，实现与投资公司的共赢发展。

### (二) 投资目标

GPIF 的投资资金来自养老缴费，目的是通过长期有效而稳定的管理，为未来养老金的资金稳定提供支持。厚生劳动省在《年金资金管理运用独

立行政法人法》为 GPIF 规定了投资目标 (medium-term objectives)，要求以风险最小化的方式实现 1.7% 的长期实际回报 (净投资收益减去名义工资增长率)。根据这一要求，GPIF 制定了实现该目标的相关原则：一是合理确定政策投资组合 (policy asset mix)<sup>9</sup> 中各资产类别的比例。二是通过谨慎聘用、管理和考核外部投资管理人，达到各资产类别的目标业绩基准 (policy benchmark)。

### (三) 资产配置

长期来看，GPIF 每 5 年根据经济状况和投资运作情况制定政策投资组合，并按照股债大类资产各自的预期收益和波动性以及两种资产的相关性，规定了各类资产的配置比例和偏差限制。最新的政策投资组合生效于 2020 年 4 月。

成立 20 余年以来，GPIF 政策投资组合的资产配置比例也在不断变化。总体来看，权益类资产的配置比例不断提高。GPIF 成立初期的国内债券配置比例高达 60% 至 70%，但随着近年债券收益大幅下滑，远低于股票分红收益，GPIF 于 2014 年起将国内债券的配置比例下

调至 20%，同时将权益类资产比例上调至 60%，并在近年维持在 50% 左右。根据 GPIF 2021 年财报，其国外股票资产占比 25.11%；国内股票资产占比 24.49%；国外债券资产占比 24.07%；国内债券资产占比 26.33%。实际配置比例与政策投资组合设定的比例保持了一致。

图 2 GPIF 资产大类投资占比

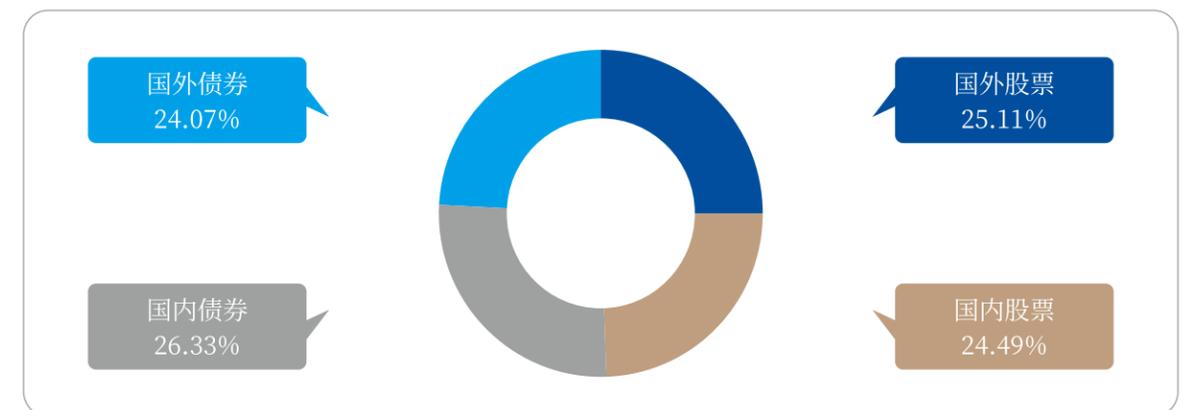
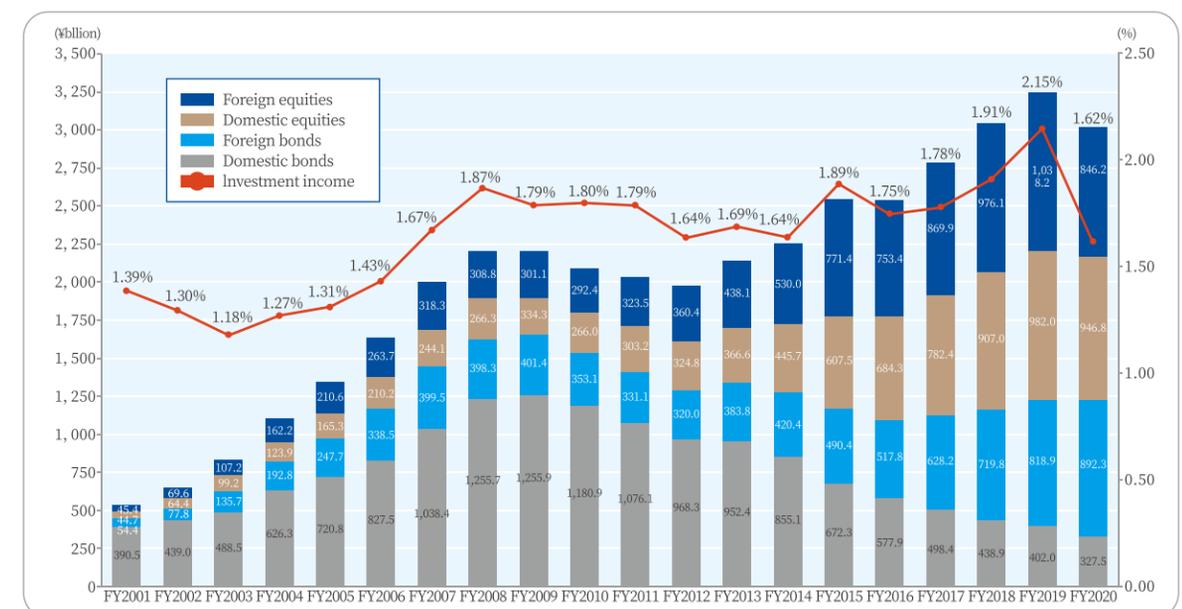


图 3 GPIF 2001-2020 财年资产配置变化情况



注：按颜色从上至下分别为国外股票、国内股票、国外债券、国内债券。

<sup>8</sup> 其中一名兼任首席投资官 (CIO)；另一人负责公司运营的其他工作。

<sup>9</sup> 资产又称基准投资组合 (benchmark portfolio)。

<sup>10</sup> 日元对冲的外国债券和日元计价的短期资产被归类为国内债券，而外币计价的短期资产被归类为外国债券。

图 3 贝莱德参与金融期货涉及主要机构

		国内债券 <sup>10</sup>	国外债券	国内股票	国外股票
目标配置		25%	25%	25%	25%
偏差限制	资产类别	±7%	±6%	±8%	±7%
	债券/股票	±11%		±11%	

短期来看，GPIF 也会根据资产表现、地缘政治和风险事件等因素灵活调整投资组合。例如，2021 年 8 月，由于美国国债收益不及预期，GPIF 为控制投资组合风险，将国外债券中美债的持有比例从 47% 下调至 35%。同年 9 月，出于对中国国债流动性风险的担忧，加之认为中国国债缺乏风险管理工具及清算系统与国际主流存在差异，GPIF 将中国国债从其国外债券投资组合中剔除。今年，受俄乌冲突影响，俄罗斯股票相继被 MSCI 和富时罗素相关指数调出，GPIF 自 3 月起开始减持其持有的 2200 亿日元（约合 108.8 亿人民币）俄罗斯股票及债券资产。与此同时，GPIF 于 3 月加码 ESG 投资，将 7600 亿日元（约合 375.89 亿人民币）的资金投向富时罗素日本 ESG 繁荣指数（FTSE Blossom Japan Sector Relative index）。

#### （四）目标业绩基准

为了更好地执行政策投资组合并评估投资目标完成情况，GPIF

为各资产类别的收益回报设定了目标业绩基准。其中，国外股票资产参考剔除日本本国股票后的 MSCI 所有国家世界指数（MSCI ACWI）；国内股票资产参考东证股价指数（TOPIX）；国外债券资产参考剔除日本债券后的富时全球国债指数（FTSE World Government Bond Index）；国内债券资产参考剔除资产支持证券（ABS）的野村债券表现指数（Nomura Bond Performance Index）。

#### （五）投资方式

从主被动投资来看，GPIF 庞大的资产规模对全球资本市场具有重大影响，这也决定了其投资理念是在维持市场稳定、不增加交易成本的情况下，取得稳定的市场回报。因此，GPIF 对市场的投资主要以被动投资为主，在总投资中占比达 82.69%。

表 2 GPIF 主被动投资情况

投资类型	市值(十亿日元)	配置比例(%)
被动投资	153,944.5	82.69
主动投资	30,617.6	16.45
其他	1,600.3	0.86
总计	186,162.4	100

注：由于 2021 财年相关数据暂未披露，表中为 2020 财年数据。

表 3 按资产大类的主被动投资情况

资产大类	投资类型	市值(十亿日元)	配置比例(%)
国内债券	被动投资	31,959.6	17.17
	主动投资	10,402.4	5.59
	其他	1,460.8	0.78
国外债券	被动投资	36,001.0	19.34
	主动投资	11,153.7	5.99
	其他	139.5	0.07
国内股票	被动投资	43,907.9	23.59
	主动投资	3,319.4	1.78
国外股票	被动投资	42,075.9	22.6
	主动投资	5,742.1	3.08

注：由于 2021 财年相关数据暂未披露，表中为 2020 财年数据。

从自营与委外投资来看，GPIF 将多数资产委托外部专业机构管理，资金占比达 90%。GPIF 认为，委托投资能够有效提升投资的专业化水平，并且可以通过将资金委托给多家机构来分散风险。

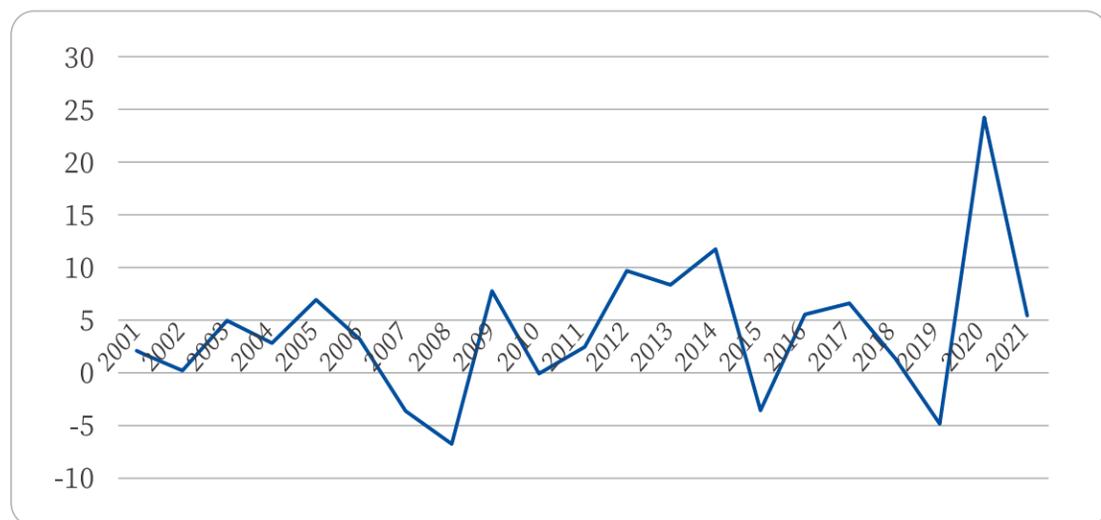
GPIF 自营资金主要投资于国内债券，不得投资于股票。委外资金则可以参与境内外股票、债券、存款、信托以及私募股权等另类投资<sup>11</sup>。

#### (六) 投资业绩表现

总体而言，GPIF 每年的投

资收益率波动较大。2020 财年，GPIF 投资收益率高达 25.15%，总收益为 37.80 万亿日元（约合），超过 24.83% 的目标业绩基准 0.32%。2021 财年，GPIF 投资收益率达 5.42%，总收益为 10.1 万亿日元（约合 5 千亿人民币），投资收益的贡献主要来自国外股票，收益率达 18.48%；国内股票和国外债券取得正收益，收益率分别为 2.12% 和 2.29%；国内债券亏损 0.99%。

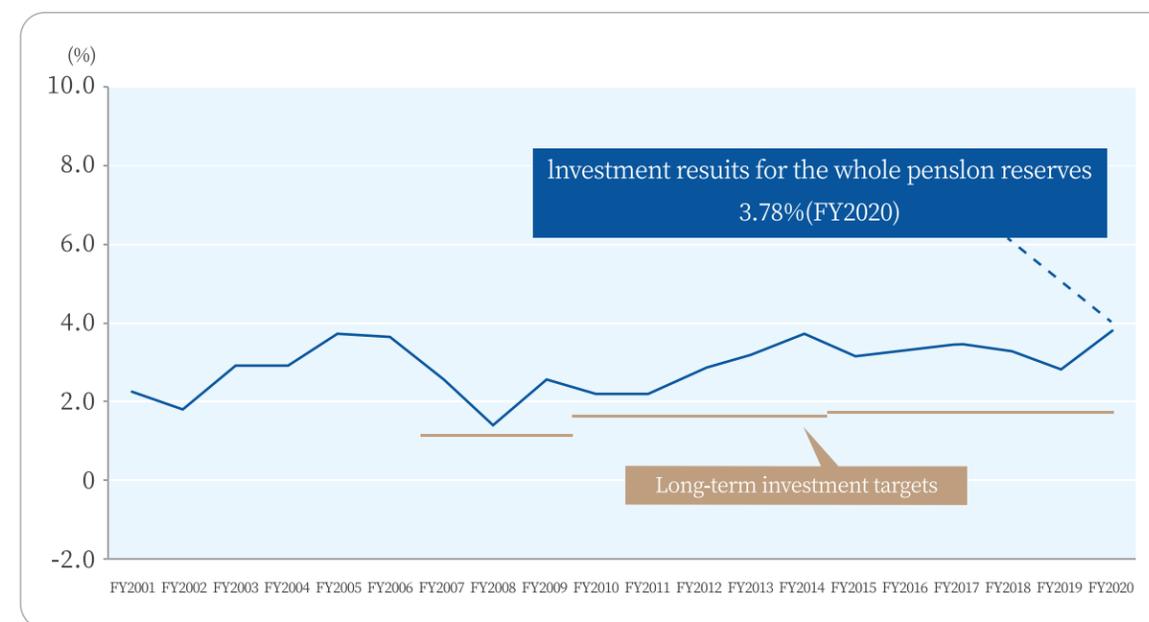
图 4 GPIF 2001-2021 财年年化投资收益率



<sup>11</sup> 另类投资（私募股权、房地产等）按照风险收益特征并入四大类资产中，且投资比重上限为 5%。

长期来看，2001 财年至 2020 财年年化平均实际收益率为 3.78%，稳超投资目标。

图 5 GPIF 2001-2020 财年年化平均实际收益率



#### 八步沙林场:

地处甘肃省武威市，这里曾是当地最大的风沙口，1981 年开始治沙造林，抵御了风沙侵蚀的风险。

### 三、衍生品投资<sup>12</sup>

目前，GPIF 自营资金参与金融衍生品交易有着严格的监管规定，具体投资范围包括股指期货 / 期权、国债期货 / 期权，其持有的主要产品为 TOPIX 期货和 10 年期日本国债期货。而委外资金的投资范围暂无明确的监管限制，因此除这两类产品外，还可以参与外汇期货 / 期权等产品的交易。但是所有衍生品投资都必须以风险管理为目的，不得进行套利和投机交易。

其中，由于 GPIF 自营资金不能投资于股票，因此初期禁止参与股指期货交易。GPIF 从管理整体权益类投资组合价格风险的需求出发，主动推动参与股指期货交易，最终于 2018 年推动法律和规则完成修订，于 2021 年 12 月开始正式运用，前后筹备长达 10 年之久。

#### （一）股指期货入市准备

在入市过程中，GPIF 主动学习了解海外养老金机构的运作经验，推动应用股指期货进行风险管理。一方面，GPIF 委托外部咨询公司开展市场研究和股指期货模拟交易，充分评估相关风险，为投资方针的调整提供参考。另一方面，由于 GPIF 参与金融衍生品投资决策审慎，涉及《年金积金管理运用独立行政法人法》和内部制度的修订，GPIF 主动与日本金

融厅、厚生劳动省开展政策沟通，大力推动股指期货纳入相关法规的投资范围<sup>13</sup>。

在这一过程中，日本交易所集团也给予了积极配合，主要负责收集境外机构运用股指期货的案例，开展国外主权基金资产配置、投资策略和衍生品运用的研究，提供交易所衍生品市场情况和交易规则介绍，以及共享市场调研结果。

#### （二）交易目的

相关法律规定 GPIF 投资金融衍生品仅能以风险管理为目的，主要包括空头套保和多头替代，但其股指期货交易实操中以空头套保为主，尚未开始参与多头替代。GPIF 目前的使用场景主要是利用空头套保进行投资组合再平衡。由于 GPIF 的资产配置比例有严格限制，当股价上涨时，需要通过减仓恢复权益类投资组合的目标配置。但是短时间大规模的抛售可能会为市场带来冲击，并因价格下滑造成损失。在此情况下，GPIF 可通过股指期货空头套保来服务整体权益类投资组合的调仓，在不冲击市场的同时降低价格风险。根据测算，假设 GPIF 需要卖出 1 万亿日元股票，与直接卖出股票现货相比，GPIF 通过上述模式操作可节省约一半的成本，且交易执行可由 40 个交易日缩短至 13 个。

#### （三）交易规模

GPIF 自 2021 财年开始运用国内股指期货产品用于缩短调仓时间，从而降低价格波动风险，2022 财年起将国外股指期货产品纳入投资范围。截止 2022 财年，GPIF 持有的国内股指期货规模约为 1974 亿日元（92.33 亿人民币），国外股指期货规模约为 1006 亿日元（46.54 亿人民币）。

#### 四、投资管理人的考核和激励

根据 2020 年财报，GPIF 共委托 35 家外部投资管理人为其管理资产，包括日本本土的野村资产管理公司、日兴资产管理公司（Nikko Asset Management）、三井住友信托资产管理公司（Sumitomo Mitsui Trust Asset Management）、三菱 UFJ 银行等大型资管机构，以及贝莱德、高盛、摩根士丹利、美国纽约梅隆银行（BNY Mellon）、瑞银等国际资管机构在日设立的实体。委托资金分布在投资管理人成立的 108 支基金中。

#### （一）筛选评估

GPIF 通过公开的方式邀请市场机构参与投资管理人的竞聘，并在筛选时对候选机构的投资政策、投资方法、组织管理、风险管理等方面进行全面评估。此外，涉及投资管理人资金分配调整和合同关系的续订、终止

等事宜，GPIF 也会每年开展上述的评估。具体评估内容为：1) 投资管理人投资政策与 GPIF 总体政策的一致性；2) 追求超额收益的方法合理性，包括评估被动投资管理人在跟踪基准指数时最小化交易成本的能力；主动投资管理人追求超额收益时风险意识以及风险管理的充分性；以及环境、社会和治理（ESG）在投资策略中的体现；3) 投资政策在组织内的贯彻执行情况，决策流程和责任分配的明确性、人员的专业化水平以及激励措施和业绩表现的匹配度；4) 合规体系的健全程度，内外部审计监督的执行情况。

#### （二）业绩考核

根据投资管理人的投资领域、投资风格和投资方法，GPIF 会为每位投资管理人设定管理人基准（manager benchmark）。该基准包括但不限于目标业绩基准，用以对投资管理人的业绩表现进行年度考核。同时，GPIF 要求投资管理人提交月度业绩表现和风险情况报告，确保投资管理人的持续合规运行。

2020 财年，GPIF 设定的管理人基准跑输目标业绩基准 0.17%，各投资管理人的业绩表现跑赢管理人基准 0.37%。

<sup>12</sup> 此部分内容根据与日本交易所集团的调研交流情况整理。

<sup>13</sup> 股指期货于 2018 年纳入法规投资范围，GPIF 此前仅可参与国债期货和期权的交易。

表 4 部分投资管理人的业绩基准

资产大类	投资类型	投资管理人	管理人基准
国内债券	被动投资	Asset Management One	野村债券表现指数(BPI)
		贝莱德日本资产管理公司	富时罗素欧元政府债券指数(EGBI)
	主动投资	Asset Management One	野村通货膨胀保值债券表现指数(BPI-TIPS)
国外债券	被动投资	野村资产管理公司	富时罗素全球国债指数(WGBI)
		贝莱德日本	富时罗素美国国债指数(USGOV)
	主动投资	摩根士丹利投资管理公司(日本)	彭博巴克莱综合债券指数(G-AGG)
国内股票	被动投资	三井住友信托资产管理公司	东证股价指数(TOPIX)
		三菱UFJ银行	MSCI ESG日本精选指数
	主动投资	Asset Management One	东证股价指数(TOPIX)
		景顺资产管理公司(日本)	东证股价指数(TOPIX)
国外股票	被动投资	美国道富银行投资管理公司(日本)	MSCI所有国家世界指数(MSCI ACWI)
		美国道富银行投资管理公司(日本)	MSCI欧盟及中东国家指数(MSCI-EU)
	主动投资	三菱UFJ银行	MSCI所有国家世界指数(MSCI ACWI)
		拉扎德日本资产管理公司	MSCI新兴市场国家指数(MSCI-E)

注：GPIF 目标业绩基准标注为灰色

### (三) 管理费激励

GPIF 自 2013 年起采取“部分挂钩业绩表现”的费率结构，规定了投资管理费的上限和下限。但是由于上下限的宽度较窄，导致投资管理人不愿承担额外风险博取超额收益，主动投资的资产超额收益率不及预期。因此 GPIF 于 2018 年施行管理费改革，进一步激励投资管理人赢取超额回报。改革的主要内容包

#### 1. 下调基本管理费，取消业绩激励费上限

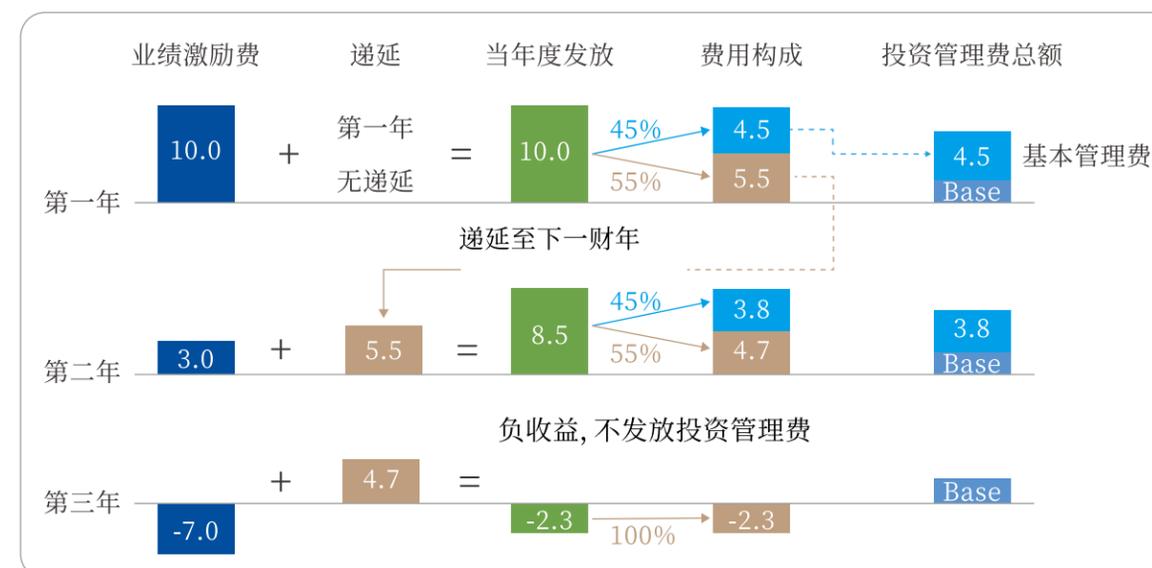
新费率结构由基本管理费 (base fee) 和业绩激励费两部分构成。考虑到主动投资涉及的人力和其他管理成本，改革前的基本管理费水平较高。为完善正向激励机

制，GPIF 将主动投资的基本管理费下调至被动投资的费用水平。同时，GPIF 取消了业绩激励费的上限，为投资管理人获取阿尔法收益提供了充足激励。

#### 2. 实行业绩激励费递延

为进一步提升投资管理人的长期投资理念，GPIF 在新的费率机制中引入了业绩激励费递延 (carryover) 措施。投资管理人每年获取的业绩激励费不会全额发放，而是只能获得 45% 的费用，其余 55% 的费用递延至下一年度。如果下一年度投资管理人取得正收益，递延费用继续按比例发放和递延；如果为负收益，递延费用用以抵扣本年度的业绩激励费（此时为负值）。

图 6 业绩激励费递延示意图



### 3. 推出多年合同

由于投资管理人反映短期收益不理想的情况下，投资合同面临干预终止的风险，导致超额收益不及预期。GPIF 参考另类投资的相关安排，推出了业绩目标周期更长的多年合同（multi-year contract），提升资产的中长期回报。

此外，为进一步了解投资管理人的内部激励机制及长期投资理念的践行情况，GPIF 于 2019 年对其投资管理人开展了问卷调查。GPIF 发现，多数投资管理人已采用了鼓励长期投资的薪酬结构，具体包括设置合理的固定薪资和变动薪资水平、基于投资表现的个人业绩评估、5 至 10 年中长期的业绩评估周期、长期激励机制以及鼓励投资经理自投资基金。其中，变动薪资根据公司整体收益情况和个人的业绩表现浮动。长期激励机制包括业绩激励费递延 3 至 5 年发放和授予股票期权、虚拟股票<sup>14</sup>（phantom stock）等。

从地区来看，美国投资管理人的激励机制较为完善，广泛采用了基于业绩表现的变动薪资，薪酬包由业绩奖励股、股票期权等多种激励资产构成。欧洲投资管理人的长期激励机制主要基于公司每股收益

（EPS）和股东回报的增长，且激励资产的持有期长达 5 年。亚太地区的投资管理人激励机制各国间差异较大，总体来看，固定薪资在薪酬包的占比较高，激励以现金为主。但趋势是变动薪资和长期激励手段的使用愈发广泛。

### 五、启示与建议

GPIF 作为养老金专业投资机构，秉持长期投资理念，以主被动投资结合和分散化配置的方式，基于投资目标构建投资组合，并通过设定业绩基准确保投资目标的实现。同时，为应对日本人口结构变化带来的养老金支付压力，GPIF 通过长短期结合动态调整资产配置比例、优化投资管理人业绩考核方式以及主动探索运用金融期货等一系列举措，投资回报水平和专业化程度有了较为显著地提升，资金实现可持续化。GPIF 改革的成功经验对于我国养老金探索符合国情市情的投资管理模式、合理运用金融期货开展风险管理具有启示借鉴意义。

**一是完善养老金投资运作机制，实行多元化资产配置。** GPIF 采用了“投资目标 + 政策投资组合 + 目标业绩基准”三位一体的运作体系，根据投资目标和各资产类别的预期

回报构建政策投资组合，确定合理的资产配置比例，并通过设定各资产类别的目标业绩基准，提升业绩跟踪效率，确保投资计划得到有效执行。目前在我国，全国社保基金已采用类似的投资管理模式，建议将该模式及理念推广至企业和职业年金及个人养老金，进一步提高投资管理的科学化和精准化水平，实现可预期的长期投资回报。

**二是优化投资管理人业绩考核方式，引导长期化投资理念。** GPIF 结合投资管理人的投资专长，在目标业绩基准的基础上为投资管理人设定了管理人基准，鼓励投资管理人专注于自身擅长的投资赛道，避免了“同类排名”机制下投资短期化的趋势，同时也提升了对投资管理人的精细化管理水平。建议建立以业绩基准为核心的考核体系，突出差异化，并延长考核周期和推出相应的业绩激励措施，同时减少因短期业绩波动而对投资策略

的介入，确保长期策略得到独立、充分的执行。

**三是提升权益类资产配置比例，久久为功推动养老金参与金融期货市场。** 从国际主流实践来看，日本、英国、新加坡等国的公共养老金的权益类资产配置比例均超过 50%。长远来看，权益类资产相较债券资产提供了更高的回报率，且随着投资期限的拉长，其波动性显著降低。此外，金融期货为投资管理人提供了有效的风险管理工具，进一步在降低投资组合波动性的同时增厚收益。但推动养老金参与并非朝夕之功，GPIF 从筹备参与股指期货到推动法规修订到完成入市准备，前后历时 10 年，既依赖于 GPIF 从自身需求出发的主动参与，也离不开交易所和市场各方配合开展的支持工作。由此可见，政策推动过程曲折复杂，需要以钉钉子的精神开展政策协调工作。

<sup>14</sup> 激励对象可以据此享受一定数量的分红和股价升值收益。如果实现公司的业绩目标，则被授予者可以据此享受一定数量的分红，但没有所有权和表决权，不能转让和出售，在离开公司时自动失效。

# 韩国国民年金公团运用金融期货实践案例

## 摘要：

韩国国民养老金计划（National Pension Service，以下简称“NPS”）是韩国第一支柱的公共养老社会保障计划。NPS虽然未利用衍生品作为其风险对冲的主要交易工具，但利用衍生品进行现货替代、资产配置等，有助于资金的灵活运用、收益率提升以及流动性管理，为养老金资金参与衍生品市场交易策略提供了新思路。

## 关键词：

负反馈交易、现货替代、资产配置、中长期资金。

“推动更多中长期资金入市”是证监会全面深化资本市场改革的12个方面重点任务之一，是实现资本市场高质量发展的重要举措。养老金作为中长期资金中最为重要的资金之一，积极引入包括养老金在内的中长期资金深度参与资本市场，利用衍生品实现更有效的资产配置和风险管理，有助于提升我国资本市场的总体运行质量，实现资本市场的良性循环。对海外养老金计划案例研究有助于我们更好地总结成熟养老基金发展的规律，充分借鉴海外市场的先进经验。

韩国国民养老金计(National Pension Service，以下简称“NPS”)于1988年建立，是韩国第一支柱的公共养老社会保障计划。近年来发展迅速，保障范围和投资水平不断提高，目前已成为韩国最主要的养老金计划，从规模看，已发展成为全球第三大公共养老基金。从韩国NPS投资经验看，NPS深度参与资本市场对基金资产保值、收益率提升

有较为积极的作用，保障了韩国养老产业的平稳运行。另一方面，NPS参与股票现货、衍生品市场有助于提升资本市场稳定性和流动性、减少波动性，实现了市场双赢的局面。NPS虽然未利用衍生品作为其风险对冲的主要交易工具，但在股票市场流动性欠佳、与期货市场同步性较低的时候，将期货市场作为股票市场的有效补充，如利用衍生品进行现货替代、资产配置等，有助于资金的灵活运用、收益率提升以及流动性管理，为养老金资金参与衍生品市场交易策略提供了新思路。具体情况如下：

## 一、韩国国民养老金体系及NPS简介

韩国现代养老金体系的发展起源于1960年设立的公务员养老金计划。1963年，韩国从公务员养老金计划中分离出军人养老金计划；1975年，韩国设立了私立学校教师养老金计划；1988年，韩国建立覆盖全民的国民养老金计划。公务员、军人及私立学校

教工等特殊职业养老金与国民养老金计划形成了第一支柱的公共养老社会保障制度。1994年和2005年，韩国分别引入了第三支柱个人养老金计划和第二支柱退休养老金计划作为国民养老金计划的补充。2008年，韩国引入基础老年养老金计划，资金由财政拨款，用于保障低收入老年家庭，构成了零支柱。至此，韩国形成了以第一支柱为主体、第二和第三支柱特色发展、零支柱保障低收入老年家庭的多支柱养老金体系。

韩国国民年金公团于1987年9月18日根据《国家养老金法案》建立，作为韩国第一支柱的公共养老社会保障，国家养老金计划于1988年起实施，1999年4月起将覆盖范围分阶段扩大到全国每个人，开启了“全民养老金”的时代。国家养老金计划由老年养老金、残疾养老金和遗属养老金组成。老年退休金为退休后不从事赚取收入活动的养老金参与者提供福利。遗属抚恤金是死者家属的抚恤金养老金参与者或受益人。残疾养老金为因疾病或受伤而导致身体或精神残疾的养老金参与者提供福利。随着覆盖面的扩大，覆盖人数快速增加，从

1988年的443万人增加到2020年底的2211万人。

韩国国民养老金计划虽然设立较晚，但是发展迅速，覆盖面不断扩大，保障范围和水平不断提高，已成为韩国主要的养老金计划。自1988年成立以来，NPS已发展成为全球大型公共养老基金之一，基金规模位居全球第三。截至2020年底，NPS为约2211万养老金参与者和559万养老金受益人提供服务，基金资产价值834万亿韩元。其中，累计投资收入为439.6万亿韩元，约占该基金的52.7%。2020年NPS收入1068.5万亿韩元，包括累计缴款628.9万亿韩元和投资收入439.6亿韩元；支出234.8万亿韩元，净收入833.7万亿韩元。作为社会保障计划的法定计划发起人，NPS在稳定和推动公共生计、国民经济和总体福利体系方面发挥着关键作用。

## 二、NPS投资情况简介

NPS根据六项投资原则对基金进行管理和投资：盈利能力、稳定性、公共利益、流动性、可持续性和投资独立性。基金投资实行较为多元化的市场投资，既包括传统的股票、债券投资，也引入了海外投资、另类投资和社

会责任投资。总体而言，投资呈如下特点：一是股权投资规模不断扩大，从2011年的23.5%增加到2020年的44.3%；二是另类投资规模逐步趋稳定，从2011年的7.8%增加到2020年的10.9%；三是海外投资包括海外股票、债券和另类投资的规模也在加大，从2012年的16.3%增加到36.5%；四是稳步提升外部管理比重，实现基金投资收入多元化，外部管理比重从2012年33%提升至2020年42.6%。具体情况如下：

(一) 2020年NPS投资情

况汇总

截至2020年底，NPS基金规模达833.7万亿韩元，实现收入72.1万亿韩元，收益率约为9.7%。从基金投资情况来看，金融类资产投资占比最高，包括股票、固定收益和另类投资，占基金总额99.9%，福利类股占0.01%。在金融类投资中，投资最多的资产类别为固定收益，约占金融类投资45%，2020年约为371万亿韩元，较2019年增加19.8万亿韩元，增长率6%。其中，国内和全球固定收益投资价值分别为326.1万亿韩元和

44.9万亿韩元，分别占金融类资产比重为39%和5%，同比分别增长5.3万亿韩元和14.4万亿韩元，增长率分别为2%和45%。为实现基金投资组合的多样化，NPS加大海外投资、另类资产投资，降低了国内固定收益投资配置，2020年底国内固定收益投资比重已下降至40%以内。

权益投资是NPS第二大投资资产类别，约占金融类投资45%。2020年，NPS权益类投资约为369.4万亿韩元，较上一年增加70.7万亿韩元，增长率为23%。其中，国内和全球权益投资价值分别为176.7万亿韩元和192.8万亿韩元，分别占金融类投资比重为21%和23%，同比分别增长44.4万亿韩元和26.2万亿韩元，增长率分别为33%和16%。除固定收益和权益类等传统资产外，NPS还投资于另类投资，包括房地产、基础设施和私募股权。截至2020年底，另类投资价值为90.7万亿韩元，占金融类资产10.9%，其中24.7万亿韩元投资于国内，65.9万亿韩元投资于海外。

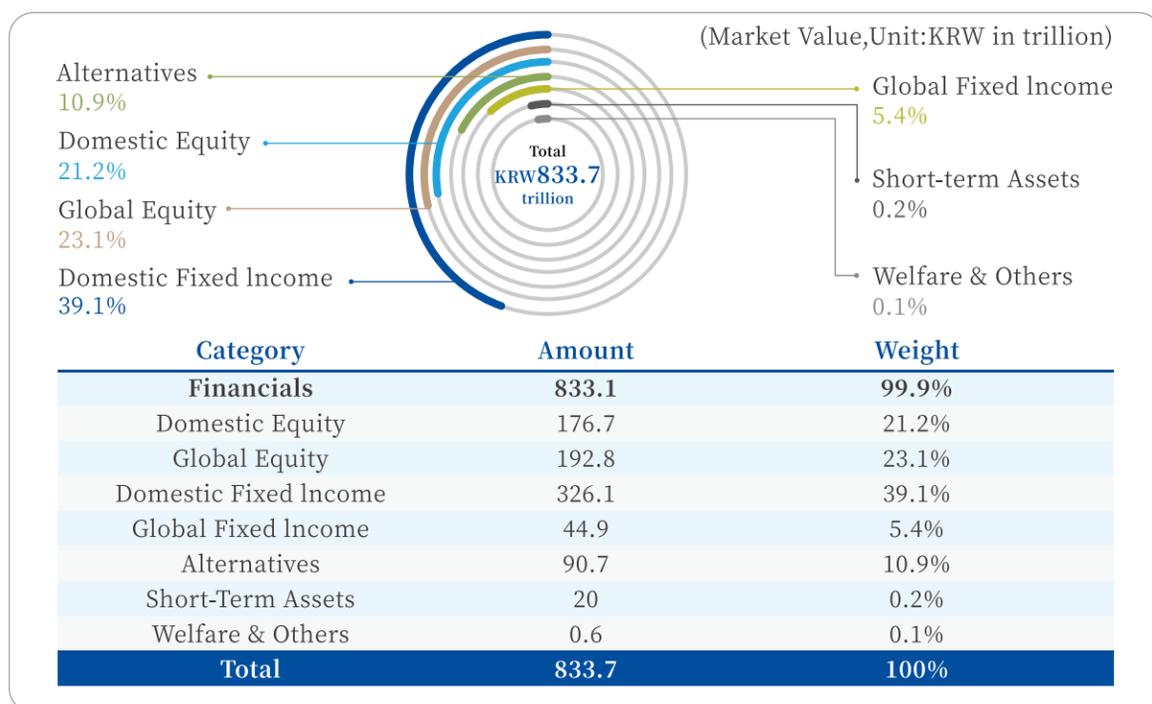
为提高收益率，降低NPS投资规模对国内市场的影响，NPS

逐步增大海外投资份额，资产类别也呈多样化。目前，NPS在海外投资包括权益类资产、固定收益资产以及另类投资，其中另类投资包括房地产、私募股权、基础设施和对冲基金在内的一系列产品。2020年，海外投资总金额达到303.9万亿韩元，比一年前增加47.1万亿韩元，占比增加到36.5%。

(二) 2016年至2020年NPS投资情况分析

过去5年，NPS大幅投资于金融类资产，占比已逐步接近全覆盖，超过99%以上(详见表1)。基金规模在过去5年增长迅速，在大类资产配置方面，NPS通过投资境内股票、境外股票、境内债券、境外债券和另类投资来实现多资产的分散化管理。过去5年，NPS从总体投资风格偏保守逐步转型，国内债券的配置比例逐步下降，从2016年50%逐步降低至39%。投资于国内权益、全球权益以及固定收益类资产比重逐步加大，其中表现较为突出的为全球权益及全球固定受益，资金规模在过去5年内已增加1-2倍。国内权益、固定收益、另类投资等其他资产增速相对稳定。

图1 NPS投资组合情况



数据来源：NPS 年报。

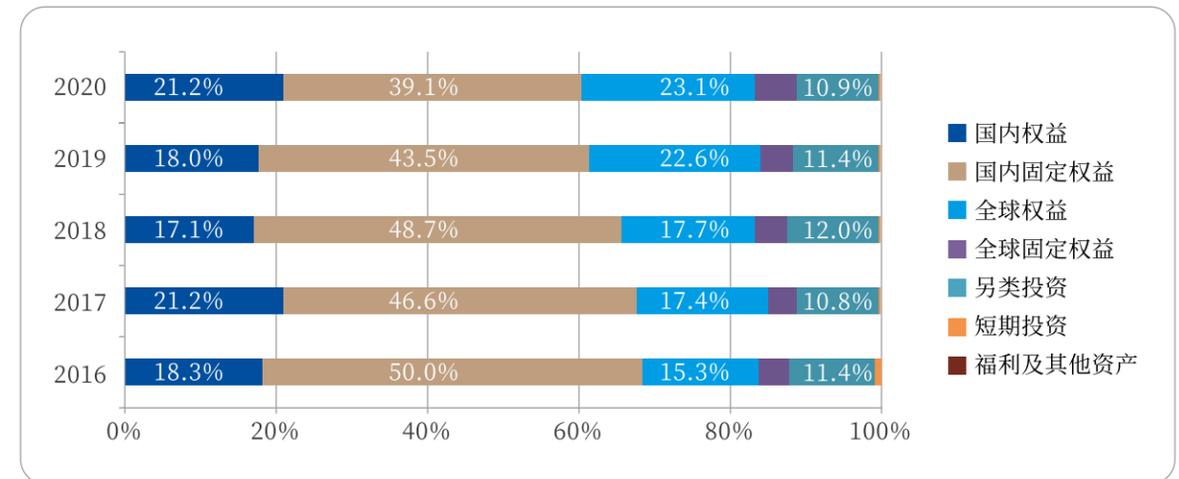
表1 2016年-2020年NPS各类资产投资情况汇总表

单位:百万	2016	2017	2018	2019	2020
基金总资产(市值)	5,582,991	6,216,611	6,387,811	7,366,538	8,337,276
金融类资产	5,576,819	6,210,372	6,382,168	7,360,790	8,331,384
国内权益	1,023,591	1,315,200	1,089,138	1,322,609	1,766,957
国内固定收益	2,793,444	2,894,009	3,109,927	3,207,512	3,260,993
全球权益	856,582	1,082,793	1,129,610	1,665,277	1,927,517
全球固定收益	232,154	232,740	265,874	304,622	448,827
另类投资	636,668	668,362	766,195	842,952	906,596
短期资产	34,380	17,273	21,426	17,819	20,493
福利及其他资产	6,173	6,239	5,642	5,748	5,892

数据来源: NPS 年报。

从各类资产占比情况来看(详见图2), NPS国内权益投资比重相对稳定,近5年基本维持在20%左右。国内固定收益比重占基金总额比重最高,但总体趋势呈逐年下滑,自2016年占比50%至2020年以降低至39.1%。此外,NPS加大全球投资比重,全球权益自2016年占比仅16%至23%。全球固定收益、另类投资等其他资产占比相对稳定。

图2 2016年-2020年NPS各类资产占基金总规模比重



数据来源: NPS 年报。

**(三) NPS 衍生品投资情况**  
根据NPS 2016年-2020年年报财务数据显示,NPS根据衍生工具公允价值评估其权利和责任,将其汇总为财务报表中的资产和负债。NPS未披露其所持有衍生品的资产类别及交易目的,从NPS持有衍生品总名义金额来看,NPS持有衍生品资产总体金额较低,2020年NPS持有衍生品资产约为1,168亿韩元,占其总资产比重约为0.01%。<sup>15</sup>为更好地衡量NPS参与衍生品的总体风险敞口,将NPS年报中所持有的衍生品资产及负债(即多头及空头持仓)加总计算。

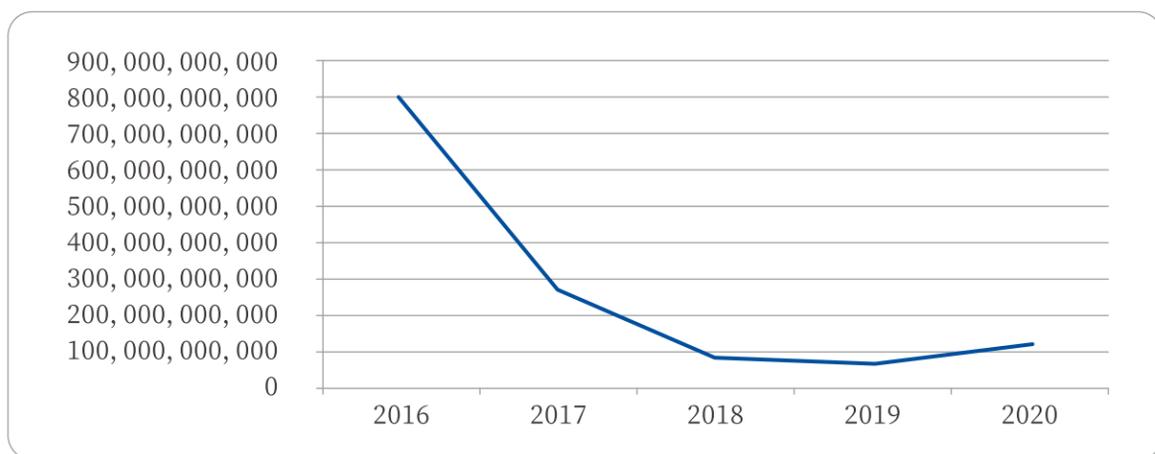
表2 NPS衍生品及国内股票投资情况(账面净值)

单位:韩元	衍生品资产总额 <sup>15</sup>	总资产	衍生品占总资产比重
2016	797,371,254,443	559,145,028,480,864	0.14%
2017	264,389,799,031	621,844,360,490,882	0.04%
2018	79,365,147,347	638,911,762,732,447	0.01%
2019	63,961,261,715	736,775,355,278,896	0.01%
2020	116,831,753,606	833,933,086,611,481	0.01%

数据来源: NPS 年报。

从趋势来看，2015年至2020年NPS持有衍生品资产总额自2015年至2016年达到高峰，最高至7,974亿韩元，后逐年下降，并逐步趋稳，总体持有规模维持在千亿韩元左右，占总资产比重约0.01%（详见图3）。

图3 2016年-2020年NPS衍生品资产总额



#### (四) NPS 投资中国情况

目前，韩国国民年金公团已通过 QFII、银行间市场等方式进入我国资本市场。2012年1月5日，韩国国民年金公团获得 QFII 资质，获批额度 4 亿美元。截至 2021 年三季度，韩国国民年金公团尚未以 QFII/RQFII 主体出现在上市公司重仓流通股中。2019 年 12 月 31 日，韩国国民年金公团获批成为我国银行间外汇市场会员，可从事即期、远期、掉期、货币掉期及期权交易。

#### 三、NPS 衍生品市场交易行为及市场影响分析

为了解 NPS 在韩国金融衍生品市场的交易行为及其对期货市场的影响，韩交所 Mincheol Woo、

Meong Ae Kim 于 2021 年分别发表了《Transactions of the NPS in the KOSPI200 futures market》、《Market impact of futures trading by the Korea NPS》，对 NPS 2010 年 1 月至 2020 年 3 月期间交易数据进行了分析，对 NPS 参与 KOSPI200 期货市场的交易行为、对 KOSPI200 期货市场的影响得出了如下结论：

一是 NPS 在韩国资本市场起到了市场稳定器的作用。根据 NPS 在期现货市场的投资净流量情况分析，NPS 在 KOSPI 期货及现货市场主要采取负反馈交易，即市场上涨时卖出，下跌时买入，该交易策略可以有效提高市场流动性，同时

降低了 KOSPI200 期货市场及股票市场的波动性，有助于资本市场的总体稳定。

二是 NPS 使用衍生品可作为其股票现货市场的有效补充，满足资产配置和现货替代等交易需求。按照限制性规定 NPS 不得出于投机、套利目的开展衍生品交易。从实际交易行为来看，NPS 开展 KOSPI200 期货交易实现对冲或套利可能较低，主要由于 NPS 的 KOSPI200 期货日均成交额（90 亿韩元）远小于其在 KOSPI200 现货市场的日均成交额（4000 亿韩元）。由于非同步交易效应（可能会由于流动性不足等原因而产生）可能会妨碍 NPS 及时参与现货市场交易，NPS 在期现货市场的净投资流量方向趋同、交易行为一致，说明 NPS 开展 KOSPI200 期货交易的目的主要作为 KOSPI200 股票现货市场交易的补充，如资产配置或现货替代等，而非进行对冲或套利。

#### 四、经验借鉴及政策建议

养老金具有投资周期长，流动性需求较低及投资规模庞大等特点。近年来，各国持续减配收益和风险较低的债券头寸，投资于更具长期增长性的全球上市公司及另类投资项目。韩国国民养老金计划虽

然设立较晚，但是资金规模发展迅速，其中投资收入是基金规模激增的最大贡献。从近年投资情况来看，NPS 正在完成从保守型投资风格向均衡型投资风格的战略过渡，投资风格已完成由债券为主到由权益、全球资产以及另类资产的过渡，对基金资产保值、收益率提升有较为积极的作用，保障了韩国养老产业的平稳运行。另一方面，NPS 在韩国 KOSPI 200 股票现货市场和期货市场交易主要以负反馈交易为主，有效提升了 KOSPI 200 期货市场的流动性，降低了市场波动性，总体而言有助于韩国期现货市场的稳定性，实现了市场双赢的局面。

通过对海外养老金计划参与资本市场情况的研究发现，不同国家、不同支柱养老金根据其自身特点的不同，参与股票市场、衍生品市场的情况也存在差异。对海外市场不同类型养老金的研究有助于我们更好地总结成熟养老基金发展的规律，充分借鉴海外市场的先进经验，呼吁监管机构积极引入包括养老金在内的中长期资金深度参与资本市场，利用衍生品实现更有效的资产配置和风险管理，从而有助于提升我国资本市场的总体运行质量，实现资本市场的良性循环。

## 免责声明

本案例集仅作为经验交流之用，不作为对任何人的投资建议。任何依据本案例集进行投资所造成的损失，编者不承担任何责任。

## 版权声明

本案例集由中国金融期货交易所整理成册，版权为本所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转载、翻版、复制、发表、翻译、引用或者以其他方式使用本案例集。如已征得本所同意，需在授权范围内使用并注明出处为“中国金融期货交易所”，且不得对相关材料进行任何有悖原意的引用、删减和修改。违反上述声明者，本所将追究其相关法律责任。

## 中国金融期货交易所股份有限公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路288号

电话：86-21-5016 0666 传真：86-21-5016 0300

Address: No.288 South Yanggao Road, Shanghai 200127, China

Tel: 86-21-5016 0666 Fax: 86-21-5016 0300

Website: [www.cffex.com.cn](http://www.cffex.com.cn)