金融期货与期权丛书　张慎峰 主编

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

国债充抵交易保证金问题研究

●《国债充抵交易保证金问题研究》课题组 著

中国财政经济出版社

783215
286

金融期货与期权丛书　张慎峰 主编

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

国债充抵交易保证金问题研究

●《国债充抵交易保证金问题研究》课题组 著

图书在版编目（CIP）数据

国债充抵交易保证金问题研究／《国债充抵交易保证金问题研究》课题组著．—北京：中国财政经济出版社，2014.12

ISBN 978-7-5095-5885-0

Ⅰ.①国… Ⅱ.①国… Ⅲ.①国债市场-期货交易-保证金-研究-中国 Ⅳ.①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2014）第 293946 号

责任编辑：蔺红英　程　旭　　责任校对：李　丽

封面设计：田　晗　　版式设计：董生平

中国财政经济出版社出版

URL：http：//www.cfeph.cn

E-mail：cfeph@cfeph.cn

（版权所有　翻印必究）

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号　邮政编码：100142

营销中心电话：010-88190406　北京财经书店电话：64033436　84041336

北京中兴印刷有限公司印刷　各地新华书店经销

787×1092 毫米　16 开　16 印张　206 000 字

2014 年 12 月第 1 版　2014 年 12 月北京第 1 次印刷

印数：1—5 000　定价：38.00 元

ISBN 978-7-5095-5885-0/F·4749

（图书出现印装问题，本社负责调换）

本社质量投诉电话：010-88190744

打击盗版举报热线：010-88190492，QQ：634579818

《国债充抵交易保证金问题研究》课题组

组　长：周成跃

副组长：熊　军　白伟群　刘肃毅　陈　晗

成　员：韦士歌　邱　刚　徐良堆　陈加赞
殷晓峰

总 序

20 世纪 70 年代初开始，欧美国家金融市场发生了深刻变化。1971 年，布雷顿森林体系正式解体，浮动汇率制逐渐取代固定汇率制，汇率波动幅度明显加大。同期，各国也在不断推进利率市场化进程。随着欧美国家利率、汇率市场化程度的提升，利率、汇率风险逐渐成为市场风险的主要来源，经济主体对利率、汇率风险管理的需求大幅增加。金融期货期权就是在这样的背景下产生的。1972 年，芝加哥商业交易所推出了全球第一个外汇期货交易品种；1973 年，芝加哥期权交易所推出了全球第一个场内标准化股票期权；1975 年，伴随美国利率市场化进程，芝加哥期货交易所推出了全球第一个利率期货品种——国民抵押协会债券期货；1982 年，堪萨斯交易所又推出全球第一个股指期货——价值线指数期货合约。金融期货期权市场自诞生以来，发展一直十分迅猛。近年来，金融期货期权成交量已经占到整个期货期权市场成交量的 90% 左右，成为金融市场的重要组成部分。

金融期货期权市场是金融市场发展到一定阶段的必

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

然产物，发达的金融期货期权市场是金融市场成熟的重要标志。金融期货期权能够高效率地实现金融风险在市场参与主体之间的转移，满足经济主体金融风险管理需求。1990 年诺贝尔经济学奖获得者莫顿·米勒对其有过经典的评价："金融衍生工具使企业和机构有效和经济地处理困扰其多年的风险成为了可能，世界也因之变得更加安全，而不是变得更加危险"。

金融期货期权诞生以来，对全球经济发展起到了积极的促进作用。在宏观层面，金融期货期权显著提升了金融市场的深度和流动性，提高了金融市场的资源配置效率，有效改善了宏观经济的整体绩效；在微观层面，金融期货期权为金融机构提供了有效的风险管理工具，使金融机构在为企业和消费者提供产品和服务的同时，能够及时对冲掉因经营活动而产生的利率、汇率等风险敞口，使他们能够在利率、汇率市场化的环境下实现稳健经营。

党的十八大明确提出，要更大程度、更广范围发挥市场在资源配置中的基础性作用，要继续深化金融体制改革，健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系，加快发展多层次资本市场，稳步推进利率和汇率市场化改革。可以预见，我国将进入一个经济金融市场化程度更高的新时代，利率、汇率等金融风险将成为市场主体日常经营中必须面对和处理的主要风险。在这样的时代背景下，加快发展我国金融期货期权等衍生品市场具有格外重要的意义：

一是有利于进一步提升我国金融市场的资源配置效率。期货期权市场的发展，有利于提升基础资产市场的

流动性和深度，从而为基础资产市场的投资者进行资产配置、资产转换、风险管理提供便利，促进金融市场资源配置功能的发挥。

二是助推我国利率和汇率市场化改革进程。随着我国利率、汇率市场化程度不断提高，机构面临的利率、汇率风险在增加。如果缺乏有效的风险管理工具，包括商业银行在内的各类市场主体无法有效地管理风险敞口。这不仅对金融机构稳健经营构成挑战，也会牵制利率和汇率市场化改革的进程。只有在利率和汇率市场化改革过程中，适时推出相应的期货期权衍生产品，才能保证利率和汇率市场化目标的实现。

三是有利于推动我国经济创新驱动，转型发展。实体经济以创新为驱动，必然要求金融领域以创新相配合，才能不断满足实体经济日益多样化、个性化的需求。金融期货期权是各类金融创新的重要催化剂和基础构件，发展金融期货期权等衍生品，有利于推动整个金融行业开展有效创新，拓展和释放金融服务实体经济的空间和能量，促进我国实现创新驱动的国家发展战略。

当前，我国金融期货期权市场还处在发展的初期，远远不能满足市场参与者日益增加的风险管理需求，也远远不能适应我国实体经济发展和金融改革创新的新形势和新要求，加快发展我国金融期货期权市场已经刻不容缓。

2010 年 4 月 16 日，中国金融期货交易所推出了沪深 300 股指期货，标志着我国资本市场改革发展又迈出了一大步，对于完善我国资本市场体系具有重要而深远的意义。中国金融期货交易所肩负着发展我国金融期货

期权等衍生品市场的重大历史使命，致力于打造“社会责任至上、市场功能完备、治理保障科学、运行安全高效”的世界一流交易所，建设全球人民币资产的风险管理中心。加强研究和交流是推动我国金融期货期权市场发展的重要手段，中国金融期货交易所组织出版的这套金融期货与期权丛书，旨在进一步推动各方关注我国金融期货期权市场的发展，明确金融期货期权市场发展路径；帮助大家认识和理解金融期货期权市场的内在功能和独特魅力，凝聚发展我国金融期货期权的共识；培育金融期货期权文化，培养我国金融期货期权市场的后备人才。这套金融期货与期权丛书涵盖了理论分析、实务探讨、翻译引进和通俗普及等四大板块，可以适应不同读者的需求。相信这套丛书的出版必将对我国金融期货期权市场发展事业起到积极的推动作用。

中国金融期货交易所董事长

2013 年 7 月

前　言

资本市场是社会主义经济和现代金融体系的重要组成部分。20多年来，我国资本市场快速发展，初步形成了涵盖股票、债券、期货的市场体系，为促进改革开放和经济社会发展、建立和完善现代企业制度做出了重要贡献。当前，我国正处于全面深化改革的新时期，进一步促进资本市场健康发展，有利于构建符合我国实际的投融资平台，有利于优化金融市场结构，健全金融市场体系，提高直接金融比重，已成为资本市场发展的迫切要求。2014年5月9日，国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》[①]（以下简称“新国九条”），将中国资本市场发展带入了又一个春天。业界认为，2004年的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（以下简称“国九条”）拉开了股权分置改革的大幕，而新国九条提出的以注册制为核心的举措无疑是资本市场未来发展的新起点，为中国资本市

① 引自：《新国九条的新意》，载新华网：http；//news. xinhua/com/fortune/2014-05/12/c.，2014年5月12日访问。

场的发展再度明确了方向[①]。总体来看，“新国九条”是贯彻落实党的十八大和党的十八届二中全会、党的十八届三中全会精神、全面深化资本市场改革的纲领性文件，对于指导当前和今后一个时期资本市场的各项工作具有重要现实意义，也必将对资本市场的长期稳健发展产生深远影响。这其中更是将期货市场的发展提上了战略高度。不同于“国九条”仅提到“促进资本市场中介服务机构规范发展，把证券、期货公司建设成为具有竞争力的现代金融企业”的表述，“新国九条”明确提出“推进期货市场建设”和“提高证券期货服务业竞争力”的全局概念，并详细阐释了发展商品期货和金融期货市场等重要政策和措施，为期货市场的发展明确了方向，对于完善期货市场产品序列，切实发挥期货市场功能均具有重要意义。特别需要指出的是，“新国九条”明确提出，要配合利率市场化和人民币汇率形成机制改革，适应资本市场风险管理需要，平稳有序发展金融衍生产品……进一步健全反映市场供求关系的国债收益率曲线。这与党的十八届三中全会关于健全反映市场供求关系的国债收益率曲线的精神高度一致，为国债市场及相关衍生业务的发展提供了良好契机[②]。

国债充抵衍生品交易保证金业务是一项重要的国债衍生业务，是境外市场的普遍做法。国债充抵衍生品交易保证金可以提高投资者的资金使用效率，降低市场交

① 引自：《新国九条的新意》，载新华网：http://news.xinhua/com/fortune/2014-05/12/c.，2014年5月12日访问。

② 参见：《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，载于《重要经济政策制度汇编》，人民日报出报社2014年版。

易成本、提高市场运行效率，提升市场运行质量，同时可以拓展国债的使用范围，有利于提高国债二级市场流动性，盘活存量国债，是推动国债期货和现货市场持续健康发展的重要举措，更有助于健全反映市场供求关系的国债收益率曲线。因此，及时开展相关研究具有重要的理论价值。当前，随着国债期货的平稳起步和安全运行，国债市场的价格发现机制日趋完善，相应期限的国债收益率曲线日趋合理。国债充抵保证金业务的开展可以从另一个维度发现国债市场价格，推动形成由市场勾画的国债收益率曲线，为各类金融资产提供定价基准。同时，近年来我国期货市场发展态势良好，运行质量和效率不断提升，市场功能进一步发挥，服务实体经济的能力显著提升，国际影响力日益增强，正处于由量的增长向质的提升转变的关键时期，开展国债作为期货保证金业务，有利于进一步降低期货交易成本，提高期货市场运行效率，促进期货市场更好地服务资本市场改革和国民经济发展全局，开展相关课题研究具有更大的实践意义。下一步，我们更要依托本书阐述的理论研究成果，积极推动相关机构深化对国债作为期货交易保证金业务的认识，抓住良好时机并创造有利条件，推动国债充抵期货交易保证金业务早日开展，深度活跃期货市场和国债现货市场，助推市场形成“弧度优美”的收益率曲线。

本书深入研究了国债充抵衍生品交易保证金问题。国债充抵衍生品交易的保证金是境外市场的通行做法，有利于提高投资者的资产使用效率，降低市场运行成本，同时有利于拓展国债的使用范围，增强国债现货市

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com

场流动性。本书从实务角度出发，全面研究了我国国债担保品业务的发展现状，介绍了中央国债登记结算公司（以下简称“中央结算”）和中国证券登记结算公司（以下简称“中国结算”）的国债担保品管理业务；系统研究了境内外市场国债充抵保证金的业务模式和具体实践做法；梳理了我国法律对国债担保品业务的规范及存在的问题，重点比较了转移占有和权利质押两种业务模式的优势和不足。从市场长远发展来看，我们认为我国证券市场融资融券业务所构建的转移占有担保模式已为相关业务的开展提供了宝贵的经验和示范，应作为我国开展国债充抵衍生品交易保证金的最终目标，建议以《证券法》修改和《期货法》立法为契机，从法律层面解决转移占有模式在我国证券期货市场的法律依据问题。近阶段，可以通过监管部门出台相关管理办法方式为转移占有模式提供支持，或在相关新法律法规出台之前，采用权利质押模式作为试点过渡方案。在此基础上，我们具体分析了国债充抵期货、国债预发行、国债远期和利率互换交易保证金的必要性和可行性，并提出了相关业务的操作实施方案。

本书主要包括七部分内容：国债担保品业务概述和我国担保品业务发展现状、境外有价证券充抵保证金制度的经验借鉴、境内有价证券充抵保证金制度的经验借鉴、我国法律对国债担保品业务的规范及存在的问题、期货市场国债作为保证金业务研究、国债预发行中国债充抵保证金业务研究、国债远期和利率互换中国债充抵保证金业务研究。本书具体内容如下：

第一部分：主要研究了国债担保品业务概述和我国

担保品业务的发展现状，分析了国债担保品在宏观调控和证券市场中的应用，并重点介绍了中央结算和中国结算的国债担保品管理业务。主要内容如下：

第一，国债是最理想的担保品种类。作为一种金融业务，担保品自身也面临流动性风险、违约风险、价值波动风险等诸多风险。从国内市场的实践来看，国债作为担保品已经为市场各方广泛认可，并已在诸多业务中开展了长期实践，为国债担保品的进一步发展积累了丰富经验，奠定了坚实基础。

第二，托管机构已经建立了完备的担保品管理系统，具备丰富的国债担保品管理经验。目前，中央结算公司和中国结算公司都已建立起了完备的担保品管理系统，可以提供担保品的选择、计算、盯市、替换、调整等一系列的服务，为担保品管理业务的进一步发展提供强有力的保障。

第二部分：着重研究了美国、欧盟、德国、英国、巴西以及中国香港地区和台湾地区的国债担保品业务，通过探讨各国及地区担保品管理业务的模式、具体实践做法，总结其中可供我国国债担保品业务借鉴的业务模式和做法。主要内容如下：

第一，为充分发挥保证金的担保品属性，提高投资者的资金使用效率，降低投资者交易成本，境外期货、现货交易场所除了接受现金交易之外，广泛接受各类有价证券作为衍生品交易的担保品和保证金。

第二，境外市场允许抵缴的有价证券种类一般以政府债券、银行担保信用证、银行保函及股票等最为常见，其中政府债券是最主要的担保品种类。有价证券的

不同种类适用不同的折扣比率，政府债券的折扣比率较高（95%左右），一般根据到期日远近制定不同的折扣比率，到期日越近折扣比率越高。

第三，交易所对担保品的控制权和处置权是境外开展该项业务的基本前提，即充抵保证金的担保品必须由交易所绝对控制，一旦结算会员违约，交易所能够按照确定的程序及时处置担保品。因此，转移占有模式成为境外交易所开展担保品业务的共同选择。

第四，灵活、高效的担保品管理服务，以及相关机构之间的高效配合，是开展国债充抵保证金业务的重要基础配套，有助于夯实国债充抵保证金业务的市场基础，充分发挥国债充抵保证金业务的市场功能。

第三部分：重点研究了境内融资融券、转融通制度以及仓单充抵保证金的实践经验，主要内容如下：

第一，要合理确定可充抵保证金的有价证券的范围和折扣率。国内融资融券、转融通业务以及仓单充抵期货保证金等实践经验都表明，合理确定可充抵保证金的有价证券范围是开展国债充抵保证金业务的重要一环。未来开展国债充抵保证金业务，也要合理确定国债的范围，选取流动性好、价格透明度高、易估值的国债作为充抵国债，剔除柜台市场交易的国债、电子储蓄式国债等不适合充抵保证金的国债。

第二，要有完善的保证金和担保品管理制度。有价证券充抵保证金业务是对传统保证金业务的创新和发展，其实现和开展必须要有完善的保证金制度和担保品管理制度相配套。融资融券和转融通业务的经验表明，科学的保证金制度设计，包括保证金比例，现金比例以

及维持担保比例等制度设计是开展有价证券充抵保证金业务的重要基础，能够有效地防范信用风险和相关市场风险，保障信用交易的顺利进行。未来开展国债充抵保证金业务要充分借鉴国内有价证券充抵保证金制度的经验，设计完善合理的保证金制度和担保品管理制度，保障相关交易的平稳运行。

第三，高效的担保品处置是有价证券充抵保证金的核心制度。和国际市场有价证券充抵保证金业务的经验一样，国内融资融券和仓单充抵期货交易保证金的业务实践也表明，高效的担保品处置制度是有价证券充抵保证金业务的核心制度和重要环节。未来无论是开展国债作为期货交易保证金业务，还是开展国债充抵其他衍生品交易保证金业务均要以构建高效、安全的担保品处置制度为基本前提和必备制度。

第四部分：主要研究了我国法律对国债担保品业务的规范及存在的问题，重点比较了转移占有和权利质押两种业务模式的优势和存在问题，积极探索一条既符合法律规定又适应市场实践，且可持续发展的道路。主要内容如下：

第一，国债充抵保证金业务的顺利开展有赖于正确的路径选择和合理的制度构建，目前我国开展国债充抵保证金的担保安排有两种可考虑的途径：一是基于《担保法》和《物权法》构建的权利质押模式；二是借鉴融资融券业务采用的转移占有模式。

第二，权利质押模式的法律依据更加明确，按此模式开展国债充抵保证金业务对现行法律机制冲击较小。但是，直接质押模式难以适应我国证券期货市场分层管

理体系需要，需依靠转质押模式加以实现。同时，权利质押的违约清偿程序还有待进一步明确。

第三，转移占有模式在担保品处置方面更加高效便捷，符合我国证券期货市场的分级结算体系安排，并已在我国证券市场的融资融券业务中进行了成功实践。但是，国债的转移占有模式不属于我国《物权法》规定的担保种类，以转移占有模式开展国债作为期货保证金业务需要解决法律依据问题。

第四，从市场长远发展来看，我们认为转移占有模式应是开展国债作为期货保证金业务的最佳路径。建议以《证券法》修改和《期货法》立法为契机，从法律层面解决转移占有模式在我国证券期货市场的法律依据问题。近阶段，可以通过监管部门出台相关管理办法方式为转移占有模式提供支持。

第五，在相关新法律法规出台之前，可考虑权利质押模式作为试点过渡方案。权利质押模式下，我们认为国债转质押具有法律依据且可行，应采用转质押适应证券期货市场的分层管理要求。同时必须做好质押债券的违约处置制度安排，建议通过交易所和托管机构业务规则、会员与客户的业务协议等方式明确相关违约处置条款，若发生违约情况，由国债登记托管机构按照相关业务规则及协议约定，配合执行质押券的处置。

第六，我国国债的债权登记托管机构由主管部门指定，无论采用何种业务模式开展国债充抵保证金业务，均应按照我国国债现行登记托管体系，担保品管理由登记托管机构统一管理，交易所应配合登记托管机构共同做好担保品管理工作。

本书在前四部分深入研究国债充抵保证金业务相关基本理论并得出有效结论的基础上，本书的第五、第六、第七部分分别对期货市场国债作为保证金业务、国债预发行中国债充抵保证金业务、国债远期和利率互换中国债充抵保证金业务的开展提出了相应的思考和建议。

第五部分：首先分析了国债作为期货保证金的必要性和可行性。在此基础上，结合我国国债市场、期货市场发展的现状，重点对国债作为期货保证金业务的担保方案进行比较分析，提出当前阶段我国开展国债作为期货保证金业务的操作方案和风险控制安排。主要内容如下：

第一，开展国债作为保证金业务的必要性和可行性。开展国债作为期货保证金业务，有利于提高投资者的资金使用效率，降低期货交易成本，提高市场运行效率，提升市场运行质量，促进期货市场更好地服务资本市场改革和国民经济发展全局。同时，可以拓展国债的使用范围，有利于提高国债现货市场流动性，促进国债发行。国债作为期货保证金是境外市场的普遍做法，国债的价值稳定、易于测定，且流通性较好，国债是最安全的非现金有价证券，其作为期货保证金安全可靠，风险可测可控。

第二，为满足期货市场分级结算体系要求，实现对担保品的快速、安全处置，有效防范相关市场风险，保障我国期货市场长期安全稳定运行，我们认为转移占有模式应作为开展国债作为期货保证金业务的最终目标。当前阶段可采取分步推进方式开展国债作为期货保证金

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com