

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

—— (专题) ——

国债期货参与主体扩容，
我们需要关注什么

一德期货期权部

金融衍生品分析师 刘晓艺

投资咨询号：Z0012930



一、事件简述

2020年2月21日，经国务院同意，证监会与财政部、人民银行、银保监会近日联合发布公告，允许符合条件的试点商业银行和具备投资管理能力的保险机构，按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，参与中国金融期货交易所国债期货交易。首批试点银行为工农中建交五大银行。

作为现券市场重要的持有者和参与者，商业银行和保险机构参与国债期货市场，备受关注。当前参与细节尚未发布，我们就市场较为关注的细节进行梳理，以便后期开展深入研究，为投资者提供一些思路和建议。

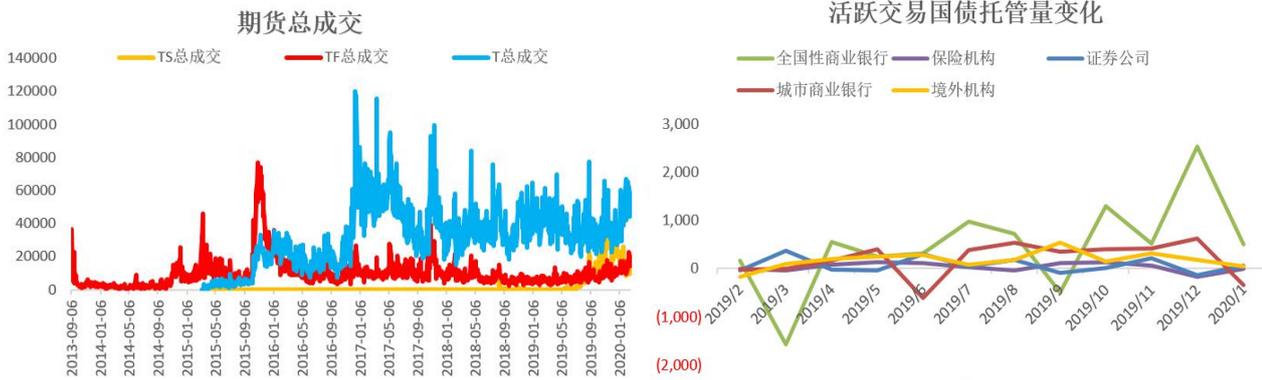
二、参与主体扩容后的影响



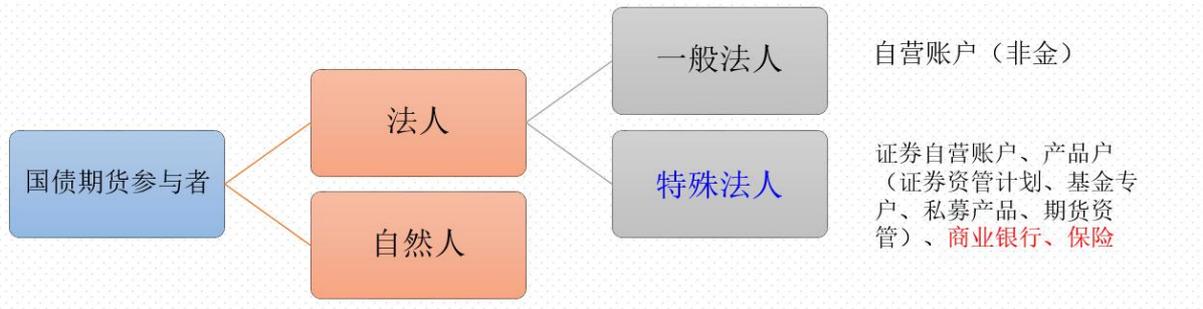
自2013年国债期货上市以来，中金所不断丰富交易品种，不断完善交易机制，国债期货成交活跃度逐渐提升。目前，国债期货主力合约成交量占总成交量75%以上，2年、5年和10年期国债期货日均成交1.1万手、1.5万手和5.4万手，日均持仓1.7万手、3.3万手和7.6万手，成交持仓比0.66、0.44、0.71。

商业银行和保险机构获准参与国债期货市场，无疑将带给市场多方面影响。

从市场深度看，目前商业银行和保险机构的国债现券持有量在整个市场占比达70%以上，特别是商业银行国债托管量上万亿，每月国债交易量上千亿，托管量变化至少百亿。因此，国债期货市场参与主体扩容后，国债期货的市场深度和活跃度将大幅提升。



从交易模式看，当前机构投资者是国债期货市场的中坚力量（日均持仓占比8成，日均成交占比4成），未来该比重将进一步提高。2016年以来，由于投资者对利率风险管理需求的不断增加，资管产品成交持仓规模迅速发展，同时，各种套利模式逐渐成熟，国债期现套利、曲线套利、非国债现券和国债期货套利、信用利差套利等等，模式层出不穷。商业银行掌握大量交割国债，未来参与市场后，期现交易空间和机会可能减少，券商自营等交易机构可能会重点转向其他套利模式。



从交易工具看，保险机构由于持有大量超长期现券，其获准参与期货市场后，将促进超长期国债期货品种的上市进度。超长期国债期货推出前，作为配置型机构，保险机构对冲利率上行风险，套保需求或集中在十年期品种上，期货升水现货的情况可能大幅减少。

三、关注点及我们的猜想

由于商业银行和保险机构的是现券重要的配置机构，套保需求相对较多，市场较为关注的是二者的参与模式、参与节奏以及对市场现有风格的影响。其中投资者最为关注的是现券套保需求是否会对市场价格造成冲击，以及是否有足够对手盘？

首先，证监会公告中已经体现银保参与期货市场是分批进行的，期初考虑市场承载量，对银保限仓可能性较大。其次，在当前经济增长承压的背景下，货币政策中性偏松，利率不具有上行趋势，现券的套保需求相对有限，此时商业银行获批准入恰逢其时。最后，商业银行和保险机构不仅存在现券的空头套保需求，同样具有多头套保需求，比如资金紧张现券欠配产生多头套保需求，担心利率变化产生资产负债久期调升需求。此外，从参与者角

度看，即使有较大的空头套保需求，投资者会考虑期货的建仓节奏和其他的做空工具，比如银行间市场利率远期、债券借贷、利率互换以及利率期权（2020年3月外汇交易中心上线）。

对于银行和保险的参与模式，我们猜想将“小步慢跑”进场。如果仅限于套保需求，比照公募基金（当前国债期货仅限于套保头寸），期初商业银行限仓规模在千手左右。由于首批试点国有大行在一级市场交易更为活跃，其进入期货市场后，现券交易模式和节奏可能会有所改变，届时一二级市场联动性也将更加密切，投资者需要关注。

综上所述，商业银行和保险机构参与国债期货市场意义重大。伴随参与主体扩容，国债期货市场的活跃度有望提升，期货与现货市场的联动性将更加密切。同时，商业银行和保险机构在利率风险管理方面找到了重要的对冲工具，有利于经营稳健性提高。我们期待中国衍生品市场的远大前景！

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel: 0571-8799 6673