

千呼万唤，狼终于来了！

——商业银行、保险机构参与国债期货点评

事件：

2月21日，中国证监会发布公告：《丰富国债期货投资者 促进市场健康有序发展》

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。

商业银行和保险机构参与国债期货交易，可满足其风险管理需求，丰富投资产品类型，提升债券资产管理水平。同时，也有助于丰富市场投资者结构，促进国债期货市场平稳有序发展。

证监会、财政部、人民银行、银保监会将发挥跨部委协调机制作用，加强监管合作和信息共享，分批推进商业银行和保险机构参与国债期货市场，促进国债期货市场健康发展。第一批试点机构包括：工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行。

【第12号公告】中国证监会 财政部 中国人民银行 中国银保监会关于商业银行、保险机构参与中国金融期 货交易所国债期货交易的公告

中国证券监督管理委员会公告

〔2020〕12号

为进一步完善市场主体结构，经国务院同意，现就商业银行、保险机构参与中国金融期货交易所国债期货交易有关事项公告如下：

- 一、符合条件的商业银行可以风险管理为目的，试点参与中国金融期货交易所国债期货交易。
- 二、具备投资管理能力的保险机构可以风险管理为目的，参与中国金融期货交易所国债期货交易。
- 三、商业银行、保险机构应在依法合规、风险可控、商业可持续的前提下，参与国债期货交易。
- 四、参与国债期货交易的商业银行、保险机构，应建立完善的全面风险管理和内部控制制度及业务处理系统，具备专业的管理团队和规范的业务操作流程，防范和控制交易风险。
- 五、中国证券监督管理委员会、财政部、中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发挥跨部委协调机制作用，加强监管合作和信息共享，分批推进商业银行和保险机构参与国债期货市场交易，促进国债期货市场健康发展。
- 六、中国证券监督管理委员会、财政部、中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会此前发布的关于商业银行和保险机构参与国债期货交易的相关规定如与本公告不符，以本公告为准。

中国证监会 财政部 中国人民银行 中国银保监会

2020年2月14日

证监会网站2月21日发布公告称,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。证监会、财政部、人民银行、银保监会将发挥跨部委协调机制作用,加强监管合作和信息共享,分批推进商业银行和保险机构参与国债期货市场,促进国债期货市场健康发展。**第一批试点机构包括:工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行。根据公告来看,后续其他商业银行将陆续参与进来。**

国债期货自2013年9月重启上市以来,国债期货在经历多年发展之后的市场深度和活跃程度都有了明显提高。但是和欧美国等成熟市场相比仍有比较大的差距。其中比较重要的一点就在于我国由于市场格局分割等历史原因,持有债券现券大头的商业银行和保险机构一直未被放行进入国债期货市场,从而导致国债期货的流动性和持仓相较其他成熟市场仍偏弱,其价格发现等功能也无法得到完整的发挥。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,一直都备受市场的广泛关注。据我们了解,中金所自2015年开始,一直努力推动商业银行以及保险机构参与国债期货市场。五年来,市场上不断有关于银行、保险机构即将参与国债期货市场的报道或传闻,但是每次都是“狼来了”,确没有下文。而此次,中国证监会官方网站发布公告,这次狼终于来了。从证监会公告来看,当前参与细节尚未发布,我们仅就市场较为关注的点进行梳理,以便后期开展深入研究,为投资者提供一些思路和参考建议。

一、当前国债期货市场运行及与成熟市场的差距。

自2013年国债期货重启上市以来,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。但是与欧美成熟市场相比仍有较大差距。

国债期货2013年上市以来,持仓量稳步增长。2018年,国债期货日均持仓7.92万手,是2013年的21.2倍。截至2019年,国债期货日均持仓13.1万手,是2013年的37.1倍。进入2020年以来,国债期货日均持仓进一步增加至13.9万手。T、TF、TS持仓量占比分别为75.93%、22.22%、1.86%。

成交量上来看,国债期货上市以来成交量稳步增长。2018年,国债期货日均成交4.5万手,是上市初期的10.5倍。2019年,国债期货日均成交5.3万手,是上市初期的12.3倍。进入2020年以来,国债期货日均成交进一步增加至7.7万手。T、TF、TS成交量占比分别为61.26%、18.35%、20.39%。

整体看,国债期货上市以来,成交、持仓稳步提升,市场健康发展。但与欧美等成熟市场相比仍有较大差距。根据中金所统计数据来看,截至到2018年底,美国国债期货成交金额约为美国国债现券的1.04倍,德国国债期货成交金额约为德国国债现券的12倍。而我国国债期货成交金额约为国债现券的0.55倍。我国国债期货市场规模约为美国市场的1%,约为德国市场的2%,目前看差距还是比较大的。其中比较重要的一点就在于我国由于市场格局分割等历史原因,持有债券现券大头的商业银行和保险机构一直未被放行进

入国债期货市场,从而导致国债期货的流动性和持仓相较其他成熟市场仍偏弱,其价格发现等功能也无法得到完整的发挥。相信随着我国债券持有最大的两类机构商业银行及保险机构进入国债期货市场以后,我国国债期货将极大的拉近与欧美成熟市场的距离。

二、国外商业银行参与国债期货交易的情况分析

虽然国外商业银行持有国债的比例差异较大,但各国商业银行的交易账户通常占比较高且交易活跃,代客持有及资产管理业务规模巨大,参与国债期货的需求也较大。因此,商业银行仍然是国债期货市场上的重要参与力量,多参与国债套利及投机交易,往往呈现周转率高、交易频繁等特点。

首先是对冲持有债券的利率波动风险。国外商业银行参与国债期货交易最主要的目的是对冲银行持有债券的利率风险。商业银行作为债券交易的主要参与者之一,日均交易规模可达市场两成左右,这部分交易所带来国债期货对冲交易需求非常巨大。以美国为例,2011年8月5日,标普宣布下调美国国债评级至AA+,市场随即大幅跳水,国债价格的下跌导致大量持债的商业银行亏损,但从美国商品期货交易委员会(CFTC)披露的商业银行持仓情况来看(参见表1),银行多在国债期货市场中建立大量空头头寸以对冲现货市场上利率风险所带来的损失。

其次是通过客盘交易获取经纪收入。国外个人投资者对国债期货的交易需求也为商业银行带来了大量的经纪业务收入。国外银行的客户交易方式有两种,一是客户委托银行在交易所下单进行交易;二是客户向银行提出需求,银行根据客户需求设计一笔特定的场外交易,与此同时,银行在交易所利用衍生品进行反向操作,对冲掉交易带来的风险敞口。两种方式的客盘交易都比较普遍,但第二种方式对客户资金有较高的保护,有很多客户选择这种方式进行国债期货交易,其交易动机众多,比如逃避监管、不想持有当地计价货币、避开交易所交易限额限制等。

综上所述,商业银行为对冲自身持有债券的利率风险而参与国债期货,可以控制债券交易风险,实现交易策略多元化,并对国债现货市场的发展起到稳定及促进作用。

三、国内商业银行及保险机构持债情况及面临的风险

我国商业银行及保险机构是债券现货市场最重要的参与者,现货持有量大,对利率变化敏感性较强。利率市场化基本完成意味着商业银行对利率风险的管理难度加大。

根据Wind数据,截止2020年1月末,我国全市场债券规模达到97.94万亿,其中国债存量规模为16.53万亿,地方政府债规模为21.90万亿,政策银行债规模为15.64万亿,利率债规模合计达到54.07万亿,占比超过全市场债券规模的一半以上。

从债券持有者结构上来看,根据中债网、上清所数据,截止2020年1月末,两机构合计托管的债券规模为88.44亿元。其中商业银行(含信用社)持有托管的债券规模达到50.13万亿,占托管规模的56.7%。而保险机构持有托管的债券规模近2万亿,占托管规模的2.3%。

由此看,我国商业银行及保险机构是债券现货市场重要的参与者,现货持有量大,对利率变化敏感性较强。当前,利率市场化基本完成意味着商业银行对利率风险的管理难度加大。此外,资管新规要求银行表外理财产品回归资管业务本源,打破刚性兑付,实行净值化管理,同样面临较大的利率风险。

当前利率市场上主要的套保工具为利率互换、债券借贷和国债期货,但成交最为活跃的Repo互换和Shibor互换其参考利率均为货币市场利率,更多是用来对冲短端利率变动风险的手段。而对于债券借贷的方式,目前成交量较少很难满足较大的债券套保需求,此外当前债券借贷的成本也较高。相比之下,国债期货标的不仅有短期,也有中长期国债,因此更常被用来作为对冲中长期利率风险的工具。此前银行、保险等机构更多是依靠利率互换进行套保,但由于期限不匹配、套保标的不对等等问题,若仅靠利率互换,商业银行和保险大量的套保需求无法得到有效满足,尤其是对中长端利率变动引发的风险,无法有效对冲,因此引入国债期货补充套保手段是十分有必要的。

四、商业银行及保险机构参与国债期货市场的需求及意义

首先,商业银行及保险机构具有强烈的利率风险管理需求。2015年10月24起,中国人民银行决定对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限,这标志着我国存贷款的利率市场化基本完成,也意味着商业银行对利率风险的管理难度加大。例如,在上世纪七八十年代美国利率波动加大,市场上又没有成熟的利率衍生品的时期,许多美国银行承受了巨大的损失,1978年至1981年每年的损失分别为2.25亿美元、3.5亿美元、4.92亿美元和8.61亿美元,且这些损失未包含浮亏。对于银行和保险这样持有大量现券的机构来说,如果靠买卖现券调整组合的久期来抵御利率波动风险是成本高又低效的事情,在银行间市场进行现券的抛售摩擦成本高,而国债期货采用集合竞价方式,市场透明度更高,方便快捷便捷地实现对组合久期的调整,且占用的资金不多。虽然当前初始的试点名单仅有五大行,但是在利率市场化的大背景下,银行贷款定价的LPR利率参考MLF利率联通贷款市场和资金市场、银行理财子公司渐次落地,因此在风险管理和产品净值管理等各个方面银行都有参与动力。

银行账户对国债期货的需求。商业银行的国债大部分计入持有到期投资科目。在此项目下,以实际利率计算的摊余成本计量,因此此类债券单纯关注持有期收益率,以赚取票面利息为主要收益点,无需考虑其市场风险对冲。而对于计入可供出售金融资产类科目的债券,由于以公允价值计量变动形成的利得或损失会影响资本公积进而影响银行的资本充足率,尤其是在收益率曲线上行的市场环境中,该部分估值风险引起的资本损失不容小觑,因此该科目债券有对冲利率风险的需求。特别是对股份制银行来说,由于其资本充足率相对较低,可供出售类科目估值损失会造成其资本充足率的下降,进而迫使银行调整投资策略,降低信用债券投资规模,以补充资本充足率。因此,银行账户可以利用国债期货对冲可供出售科目的利率风险,以减小估值带来的资本充足率波动的压力。由于国债期货采用保证金交易,其杠杆效应能够较大幅度提高资金的使用效率,减少套期保值的成本。

交易账户对国债期货的需求。交易账户的最大特点就是该账户中的债券资产以公允价值计量且其变动计入当期损益。当市场利率发生变动时,交易账户中的债券资产公允价值会随之发生变动,该变动便被作为损失或收益计入商业银行的利润表中。国债期货可以在目前我国债券市场上做市交易中发挥库存风险管理作用,做市商可对交易日中超买或超卖的国债现货头寸在期货市场上尽可能予以风险对冲并出清库存,由此在承担做市业务的同时降低库存波动风险。此外,交易账户还可以利用国债期货的空头交易将组合中的利率风险剥离,进行信用利差交易。另外,交易账户可以根据自己的做市能力及交易能力构建无风险套利投资组合,赚取点差收入。

其次,商业银行及保险机构可以利用国债期货进行高效的久期管理。国债期货可以用于更高效率的调整银行账户的组合久期。对于现券投资组合规模巨大的银行及保险机构账户来说,由于银行间债券市场为场外交易,通过现券买卖来调整久期不仅成本较高,且调整期较长,同时易造成现券市场收益率的大幅波动,在实践中较难贯彻。作为标准化衍生产品,国债期货采用集中撮合竞价交易,市场透明度高、流动性好,可以在不调整资产结构的前提下短时间内完成对银行账户债券投资组合的久期调整。同时,国债期货采用保证金交易,其杠杆作用使银行在灵活的调整组合久期时不必拘泥于成本的限制。

第三,商业银行可以利用国债期货推动产品创新。全球大型商业银行的发展历程表明,理财业务是提高银行类金融机构综合竞争能力最为重要的业务。目前我国商业银行正由单一信贷业务逐步转为综合经营型,理财资产规模急剧扩大。2018年4月,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》落地,要求资管产品打破刚性兑付,实行净值化管理。2018年9月,银保监会配合资管新规发布《商业银行理财业务监督管理办法》,要求商业银行理财产品回归资管业务本源,打破刚性兑付。目前,银行发行的理财产品主要有保本和非保本两大类。非保本理财产品不纳入银行表内核算,视为银行表外产品。截至2019年6月末,银行表外理财产品存续余额为22.18万亿元,其中,银行表外理财产品大部分为预期收益产品,存在刚性兑付问题。自“资管新规”和“理财新规”发布后,银行理财净值化转型有序推进,净值型非保本理财产品存续余额7.89万亿元,同比增长4.30万亿元,同比增长4.30万亿元,增幅达118.33%。银行表外理财产品在回归资管业务本源,打破刚性兑付,实行净值化管理的过程中,同样面临较大的利率风险。而且从资产配置情况来看,债券是理财资金配置的最重要的一类资产,截至2019年6月末,债券资产配置比例为55.93%,即12.40万亿,直接面临的利率风险较大。

这样的话,商业银行可借助国债期货,开发国债期货套利理财产品、挂钩国债期货的理财产品等,为广大客户提供更加安全、更加多样化的产品选择,满足客户日益丰富的产品需求。在国债市场实施正向期现套利交易,当国债期货价格高于现货价格时,交易者同时买入现货卖出期货,利用国债期货交割日期现价格会趋于一致的交易规则,来实现无风险套利收益。此外,商业银行也可以根据不同客户的风险承受能力,利用国债期货对债券

等传统投资品种进行分解组合,形成特点各异的理财产品,使产品收益和风险特性与客户收益预期和风险偏好相适应,为客户提供个性化的金融服务。

目前,部分银行已经开始参与国债期货的创新实践。首先,合作形式多样化。目前银行理财与券商、私募、期货均合作发行了产品参与国债期货,产品形式包括券商集合资产管理计划、基金专户、期货资管产品等。其次,产品结构多样化。部分产品为结构化产品,银行理财资金以优先级形式参与;部分产品未采取结构化形式,银行理财资金直接承担产品净值波动。最后,管理形式多样化。既包括商业银行聘请券商、私募担任投资顾问管理,也包括商业银行资产管理部直接担任投资顾问参与管理。

目前看,银行理财参与国债期货效果明显。由于国债期货产品标准化程度高,价格连续性强,有利于通过现货替代快速建仓;国债期货的交割机制可以使得机构方便处置其国债。当市场波动较大时,通过反向交易国债期货,可以在不用调整现货市场头寸的情况下,有效规避风险、锁定收益。此外,由于国债期货交易用少量保证金即可实现现货替代,释放出来的资金可购买国债现货等资产获得稳定收益,形成“安全垫”;国债期现套利收益稳定,风险较低,为银行理财资金提供了稳定收益的渠道。

第四,商业银行及保险等机构可以利用国债期货扩大债券承销业务。当前,国债市场化发行机制已经确立,国债发行效率不断提高。记账式国债全部通过招标方式公开发行业,国债承销团制度不断完善,大幅提升了国债发行利率的市场化程度。然而,由于市场缺乏利率风险对冲工具,使得承销团成员在国债承销过程中面临很大的利率风险,一定程度上制约了国债的发行。尤其是对于债券投资规模相对较小且又属国债承销团成员的商业银行来说,其对某些新发行的国债并无实际需求但迫于国债承销团考核压力又必须买足基本承销额,为了对冲利率风险,它们常常在所谓的一级半市场出售债券。由于债券尚未上市,这些交易大部分是通过口头协议的方式完成,违约风险较大,加上从发行到上市时间较长,基本要让利才能出售债券,成交价往往低于招标价。商业银行及保险机构参与国债期货,被动持有的债券就可以通过做空国债期货,使其在承担承销团义务的同时减少因为被动投资而引起的库存波动风险。

第五,商业银行对国债期货帮助建立完善的基准利率体系的需求较强。国债期货有助于提高债券市场定价效率,为基准利率的形成起到积极作用。首先,国债期货市场具有成本低、流动性强等优势,能更迅速地反映市场信息,促进价格达到均衡水平,引导现货市场价格走势;其次,国债期货市场的投资者更加多元化,汇集的信息更加丰富,价格对市场信息的反映更充分;再次,国债期货采用竞价交易机制,价格形成更加准确,更具有真实性和权威性。因此,国债期货的推出有助于提高债券市场定价效率,准确反映市场预期,从而有助于完善我国基准利率曲线,为银行等金融机构资产定价提供坚实依据,满足其建立完善的基准利率体系的需求。最后,商业银行参与国债期货市场,进一步提高国债期货的定价效率,促进国债期货价格发现功能的发挥的同时,还可以有效健全完善国债收益率

曲线, 促进市场基准收益率曲线的形成, 有利于金融机构的利率定价, 为利率市场化的推进提供良好的市场环境。

第六, 商业银行对国债期货作为场外衍生品的补充的需求同样强烈。目前, 我国的场外利率衍生产品取得了长足的发展, 债券远期、利率互换、远期利率协议、债券借贷等产品相继推出。不过这些都是在银行间市场交易的场外利率衍生品, 尽管成交量不断增加, 但由于场外询价交易的特点, 利率衍生品入场门槛比较高, 市场的透明度很低, 费率偏高, 有些品种流动性很差。银行在从事场外衍生品交易时会面临选择交易对手困难等问题。因此, 银行迫切需要国债期货这一高度标准化、高度透明的场内衍生产品。此外, 利率互换浮动利率支付者, 在利率上行情况下, 其面临较大的利息付出损失; 对于固定利率支付者, 在利率下行情况下面临损失; 而反向平盘却难以找到合适的交易对手, 这时就需要国债期货这一场内利率衍生品进行对冲。同时, 国债期货也将促进场内外利率衍生产品优势互补、协调发展, 充分满足银行对利率衍生产品的多元化需求, 进而促进整个利率市场的健康发展。

第七, 商业银行可以利用国债期货提高资产收益率。商业银行可以利用国债期货构建合成资产组合, 提高债券投资的收益率。例如对银行资产的管理者而言, 原本需要将一部分资金配置在国债等风险较低的债券上, 现在可利用国债期货替代原先需要投资的国债, 利用国债期货的高杠杆率来实现相同的国债配置而占用最少的资金, 而将剩余部分投入到收益更高的金融债或企业债上, 提高资产投资的总收益率。

总之, 国债期货作为债券市场稳定运行的必备工具, 是成熟资本市场必不可少的组合部分。我国推进商业银行及保险机构参与国债期货市场交易, 不仅能为商业银行及保险机构提供一个规避利率风险、管理资产组合久期、推进产品及业务创新、提高资产组合收益率的有效工具, 也将进一步推动我国金融市场发展和商业银行等机构的国际竞争力。

五、后期市场关注点及展望

由于商业银行和保险机构的是现券重要的配置机构, 主要的需求在于套期保值, 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。

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, 对银行保险严格限仓的可能性较大。其次, 在当前经济结构转型尚未完成、经济增长承压下行的背景下, 货币政策中性偏松, 利率不具备持续上行趋势, 因此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, 比如对于保险机构而言, 在资金流入较少时提前进行大额配置或改善现券市场流动性欠缺带来的配置节奏偏慢的问题, 也存在多头套保的需求。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 3 月即将在外汇交易

中心上线的利率期权等工具。

商业银行、保险机构入市对现有国债期货市场的影响,主要取决于其交易模式,考虑到债券现货具备天然票息优势有利于大资金做多,因此在做多的标的选择上商业银行仍将偏向现货。对冲和做空工具方面国债期货则没有太多竞争对手,因此从这个角度来说,商业银行入市可能将保持国债期货小幅贴水。另一方面,从期现套利来说,商业银行有巨量的可交割债,无论是参与正向套利还是反向套利都有非常大的便利性和成本优势,因此商业银行入市将一定程度上将减少国债期货较大幅度升贴水的机会,尤其升水恐再难见到。同时,现货市场上各合约可交割债的流动性将进一步提升。综合来说,商业银行入市将使得投资者更加多样化,国债期货定价更趋于理性,对于国债期货市场和可交割债市场都具有积极意义。

但从保险机构入市方面来说,由于保险机构持有较大比例超长期利率资产(久期超过10年),有很强的超长期利率风险管理需求,因此非常有助于中金所推进超长期国债期货的上市。鉴于30年期国债期货已经于2018年12月18日开展仿真交易,仿真交易已经开展一年有余,随着保险机构的入市,预计30年期国债期货年内可能会上市交易,进一步完善国债收益率曲线。

此外,随着银行和保险陆续参与到国债期货市场当中,下一步或是对外资投资者开放,参与主体也将更加丰富。近几年来,境外机构已经成为国内债券的重要投资者,每年的债券的净投资额都位居前列,例如在2019年当年的境外机构对国内债券的托管量大幅增加,因此国债期货的有序、渐次的开放有助于吸纳有需求的重要投资者参与,提高价格发现功能,而且有了利率对冲工具之后,在市场调整之际,境外机构可能将更多地以衍生品工具进行对冲利率风险,而非单纯地只能选择抛售,降低踩踏风险。

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。

分析师:

李明玉(宏观、金融期货高级分析师)

执业资格号: F0299477

投资咨询资格号: Z0011341

电话: 021-22155630

E-mail: limingyu@xhqh.net.cn

撰写日期: 2020 年 2 月 23 日。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

