



银行保险资金入市对国债期货的影响深度解析

- 目前美国国债期货的持仓量和成交量均在本国期货市场中处于较前的位置，通过观察美国 CBOT2 年期国债期货、5 年期国债期货、10 年期国债期货以及超长期国债期货持仓结构报告，目前美国国债期货的主要参与者是杠杆基金以及资产管理机构，其中保险资金以及银行资金在里面扮演较为重要的角色。
- 美国银行资金投资方面，截至 2019 年三季度，美国银行和存款机构持有的利率类衍生产品面值为 147.08 万亿美元，较 2019 年 2 季度减少 4.77 万亿美元，占有其持有的衍生品总面值的 73.12%，自 2003 年以来，该比例一直维持在 70% 以上。其中投资在期货和远期中的金额为 46.96 万亿元，较 2019 年 2 季度增加 7510 亿美元，占其持有的衍生品面值的 23.35%。总体来看，美国银行资金使用利率衍生品的规模较大。
- 美国保险资金方面，美国保险资金投资于衍生品金额相对较少，寿险资金账户中的一般账户 2017 年衍生品的投资金额为 620.46 亿美元，占当年一般账户投资总额的 1.46%，独立账户 2017 年投资于衍生品的金额为 24.74 亿美元，占当年独立账户投资总额的 0.1%，总体来看，2017 年投资于衍生品账户的寿险资金总量为 645.2 亿美元，仅占当年寿险资金投资总量的 0.95%。借鉴美国，若中国保险资金正式允许投资国债期货，最终真正进入国债期货的保险预计占比数也会较少。
- 中国国债在 1981 年后恢复发行，总体呈现增长趋势，尤其是近年来，各期限的记账式国债发行量逐步上升。从结构上看，国债发行以短期国债为主，其次为 5-7 年国债和 7 到 10 年国债。截至 2020 年 2 月 21 日，我国债券余额为 98.12 万亿，其中利率债的存量为 54.2 万亿，利率债中国债的存量为 16.5 万亿。商业银行是和保险机构是国债现货的主要持有者，截至 2020 年 1 月底，商业银行持有国债的存量为 99878.07 亿元，保险机构持有 3606.13 亿元，二者持有债券总量占国债存量的接近 67%。银行资金和保险资金被允许进入国债期货市场，能够在一定程度对冲所持有国债的市场风险。
- 商业银行、保险资金参与国债期货，有助于进一步完善国债期货市场投资者结构，促进债券期现货市场的投资者主体匹配，提升国债期货价格的代表性。此外，商业银行、保险资金与证券、基金等市场参与者具有不同的资金来源、期限特征和风险偏好，银行和保险资金进入国债期货市场可以成为其他机构的交易对手，实现交易需求互补，进一步增强市场的流动性和深度，促进国债期货市场功能发挥。
- 商业银行入市后的套期保值策略会使国债市场整体套保力量增强，基差短期承压；跨期套利策略也会使市场套利效率将有上升，未来可供套利空间缩小；而期现套利策略，有利与平抑基差波动，到期收敛速度加快。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员 徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

研究院 FICC 组

研究员 蔡劭立

☎ 0755-82537411

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

联系人 彭鑫

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

联系人 高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

研究院 量化组

研究员 罗剑

☎ 0755-23887993

✉ luojian@htfc.com

从业资格号：F3029622

投资咨询号：Z0012563

联系人 高天越

☎ 0755-23887993

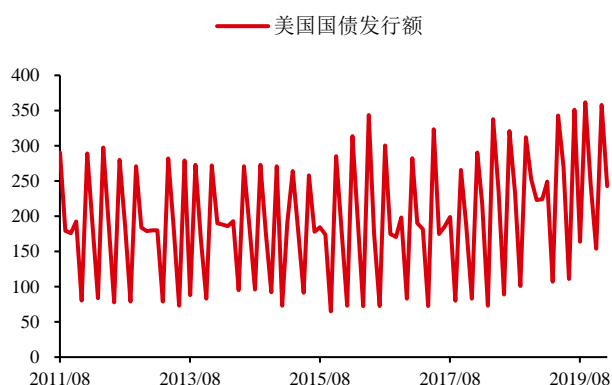
✉ gaotianyue@htfc.com

从业资格号：F3055799

美国国债现货和期货情况介绍

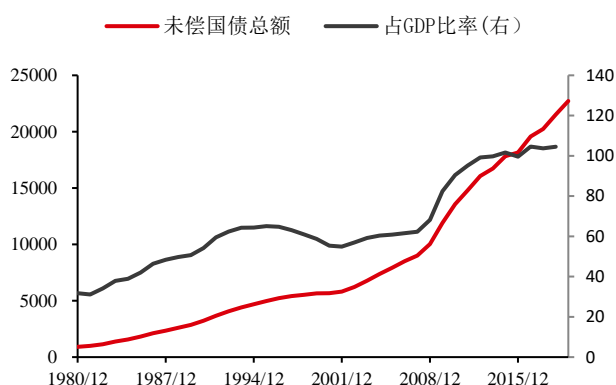
美国国债市场是目前世界上规模最大、交易最为活跃的国债市场，也是最具创新活力的市场。国债期货、国债期货期权、本息分离交易、通货膨胀指数联系型债券等众多交易品种和交易方式的创新都源自美国。美国 2019 年度发行国债数量为 29354 亿美元,截至 2019 年底,美国未偿国债总额高达 227194 亿美元,占当年美国 GDP 比例超过 100%。

图 1: 美国国债月度发行额 单位:十亿美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

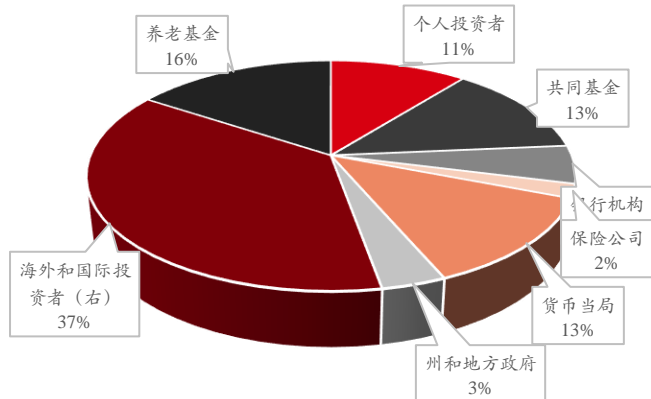
图 2: 美国未偿国债总额 单位:十亿美元,%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

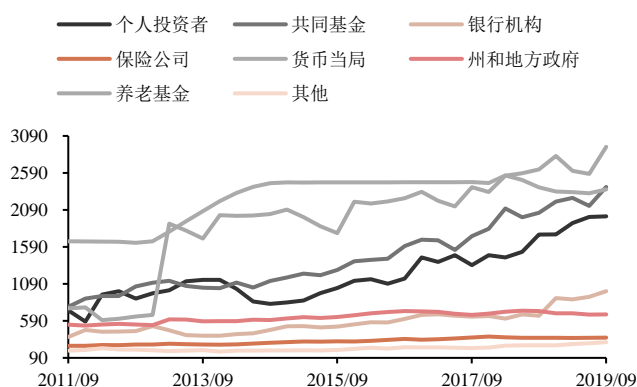
截至 2019 年第三季度,美国国债现货的持有者主要集中于海外和国际投资者、养老基金以及货币当局,银行机构持有国债的比例为 5.23%, 保险公司持有国债现货的比例为 1.92%,国债现货的持有结构与中国有所不同。

图 3: 美国国债现货持有比例 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 美国国债现货持有数量 单位:十亿美元

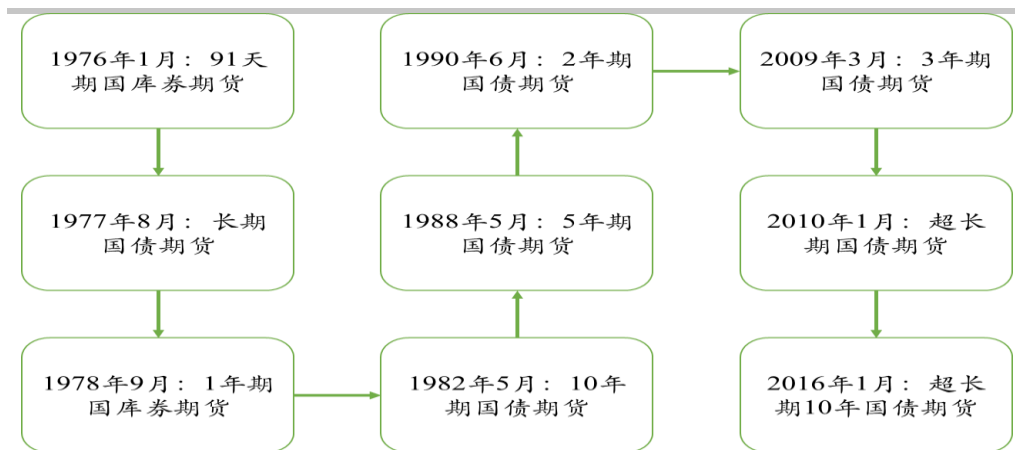


数据来源: Wind 华泰期货研究院

国债现货市场的发达催生了社会对于管理利率风险工具的需求，美国国债期货应运而生，美国主要国债期货品种均覆盖了国债发行的关键期限。目前美国已经成功的上市了2年、5年、10年、30年期等长期国债期货合约以及短期国库券期货合约。

图 5： 美国国债期货发行历史

单位：无

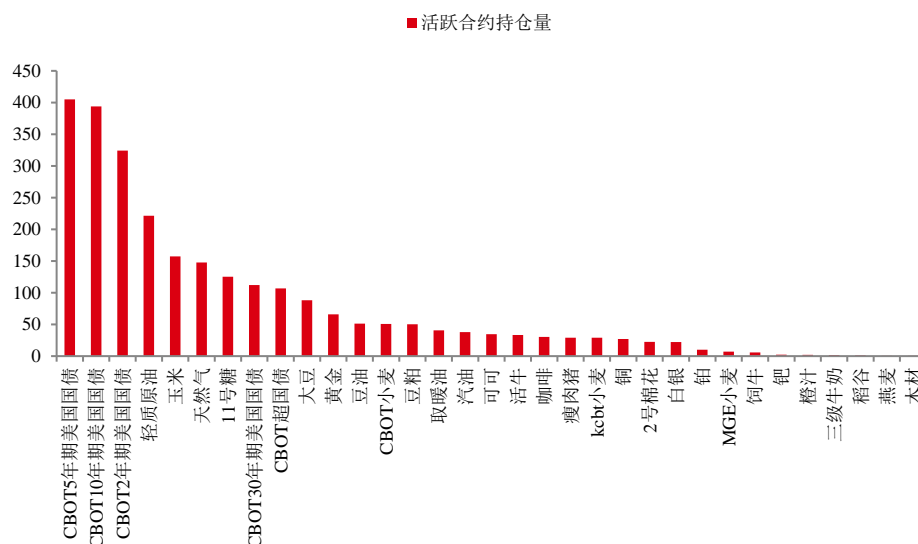


数据来源：华泰期货研究院

目前美国国债期货的持仓量和成交量均在本国期货市场中处于较前的位置，以2月20日美国美国国债期货的持仓量为例，5年期美债期货、10年期美债期货以及2年期美债期货的持仓量位居美国期货品种前三位。

图 6： 美国国债期货持仓量（活跃合约）

单位：万手



数据来源：Wind 华泰期货研究院

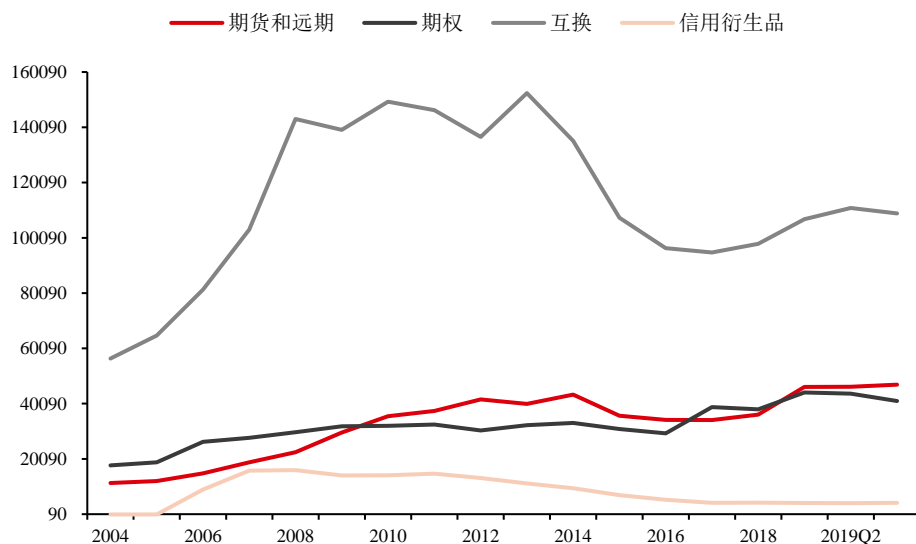
美国银行资金投资情况

以美国货币监理署发布的美国银行参与各类衍生品情况的报告数据为例，2019 年三季度，美国银行和存款机构持有的利率类衍生品面值为 147.08 万亿美元，较 2019 年 2 季度减少 4.77 万亿美元，占有其持有的衍生品总面值的 73.12%，自 2003 年以来，该比例一直维持在 70% 以上。其中投资在期货和远期中的金额为 46.96 万亿美元，较 2019 年 2 季度增加 7510 亿美元，占其持有的衍生品面值的 23.35%。总体来看，美国银行资金使用利率衍生品的规模大，工具较多。

美国银行资金投资于期货和远期衍生品的金额近些年来不断增长，由 2004 年的 11.37 万亿美元增长到 2019 年第三季度的 46.96 万亿美元，15 年之间投资总额增加约 3 倍。

图 7： 银行资金投资标的的资金变化情况

单位：十亿美元



数据来源：Office of Comptroller of Currency 华泰期货研究院

表格 1 按基础标的的美国银行持有衍生品细分

单位：10 亿美元

	2019/Q3	2019/Q2	季度变化 (\$)	季度变化 (%)	占比
利率合约	147079	151852	-4773	-3.14%	73.12%
外汇合约	44382	43744	638	1.46%	22.07%
股权合约	3835	3723	112	3.01%	1.91%
商品	1662	1482	180	12.15%	0.83%
信用衍生品	4183	4074	109	2.68%	2.08%
总量	201141	204875	-3734	16.14%	100.00%

资料来源：Office of Comptroller of Currency 华泰期货研究院

表格 2 按衍生品类型的美国银行持有衍生品

单位：10 亿美元

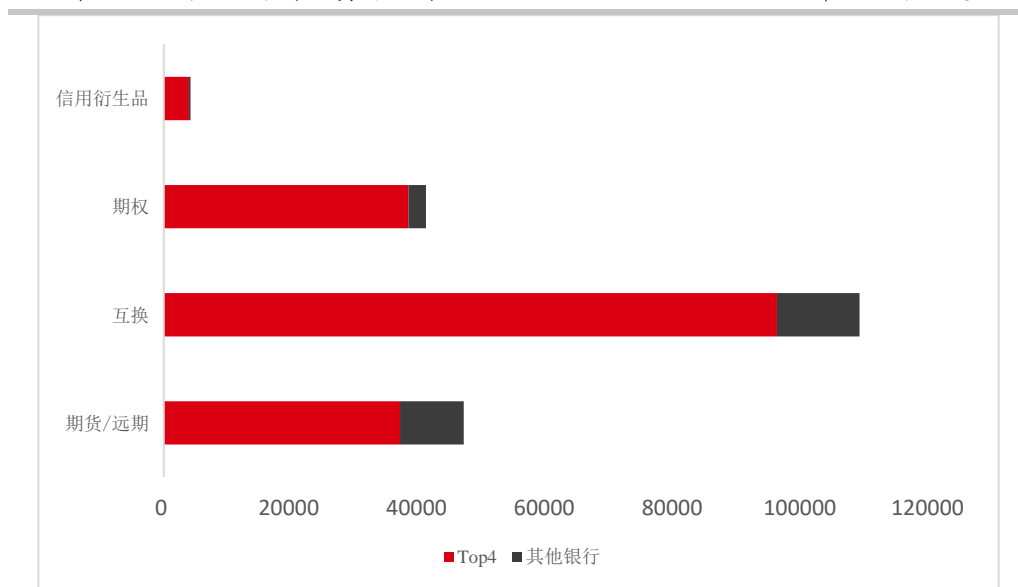
	2019/Q3	2019/Q2	季度变化 (\$)	季度变化 (%)	占比
期货/远期	46958	46207	751	1.63%	23.35%
互换	108935	110905	-1970	-1.78%	54.16%
期权	41066	43688	-2622	-6.00%	20.42%
信用衍生品	4183	4074	109	2.68%	2.08%
总量	201142	204874	-3732	-1.82%	100.00%

资料来源：Office of Comptroller of Currency 华泰期货研究院

美国银行资金对于对于各类衍生品的投资者主要集中于四大银行，分别是 JPMorgan、Bank of America、Citibank 以及 Goldman Sachs。上述四家银行资金对于期货和远期的投资金额 80.96%，四家银行对于互换的投资约占有所有银行的 89.88%，对于期权的投资约占有所有银行的 86.86%，对信用衍生品的投资约占有所有银行的 95.32%。

图 8： 前四大银行投资标的的情况

单位：十亿美元



数据来源：Office of Comptroller of Currency 华泰期货研究院

总体来看，美国银行资金投资于期货和远期的金额较大，借鉴美国，若中国未来银行资金获准进入国债期货，存在大量银行资金进入国债期货的可能。

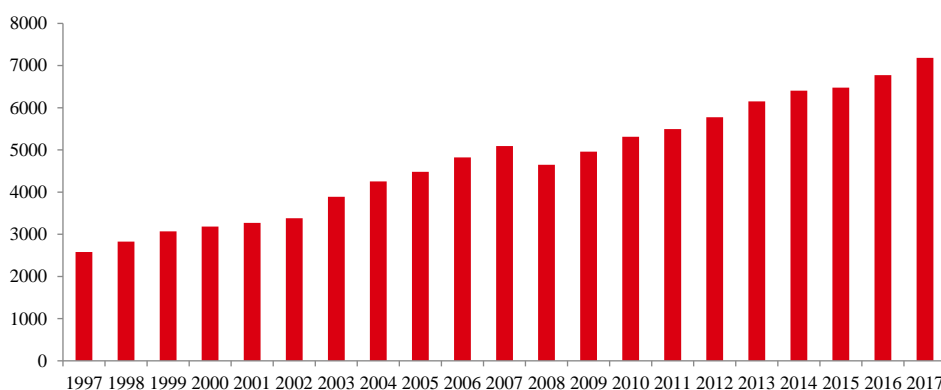
美国保险资金投资情况

美国的金融保险业较世界上其他国家发展较好，美国的保险资金由寿险资金以及非寿险资金组成，因为资金的来源不同，所以最终的投向也有所差异。寿险公司的资产是美国经济投资的重要资产来源，本文重点对美国寿险公司的资产配置情况进行介绍。

美国寿险资金逐年增长，由 1997 年的 25790 亿美元增长至 2017 年的 71830 亿元，美国寿险资金目前可以投资的品种有 6 大类，分别是债券(包括政府债券和企业债券)、股票、抵押贷款、不动产、保单贷款和其他资产。美国寿险资金的投资分为两个账户，分别是一般账户和独立账户，其中一般账户的保险资金来自于传统的寿险产品；独立账户的保险资金来自于变现年金、万能寿险、投资连结等商品，投资风险主要由投资者承担，资产配置主要配置于股票等权益类资产。

图 9： 美国寿险资金数量

单位：10 亿美元



数据来源：ACLI 华泰期货研究院

表格 3 美国寿险资金投资标的

单位：百万美元

	一般账户		独立账户	
	2017 年年末数量	占比	2017 年年末数量	占比
债券				
美国债券	377178	8.50%	67418	2.46%
外国债券	94536	2.13%	7803	0.28%
政府债券总和	471714	10.63%	75221	2.74%
公司债	2150801	48.45%	214126	7.80%
住房抵押贷款支持证券	458257	10.32%	109467	3.99%
所有长期债券总量	3080772	69.39%	398814	14.54%
股票				
普通股	101110	2.28%	2148707	78.31%
优先股	11065	0.25%	818	0.03%

股票投资总量	112175	2.53%	2149525	78.34%
抵押贷款				
农业	19719	0.44%	1959	0.07%
住宅	20190	0.45%	63	0.00%
商业	448717	10.11%	22903	0.83%
抵押贷款总量	488626	11.01%	24926	0.91%
房地产	23783	0.54%	18934	0.69%
政策性贷款	131771	2.97%	4771	0.17%
短期投资	34981	0.79%	12366	0.45%
现金和现金当量	72571	1.63%	27907	1.02%
衍生品	58705	1.32%	3541	0.13%
其他投资资产	209252	4.71%	79847	2.91%
非投资资产	226983	5.11%	23120	0.84%
总资产	4439620	100.00%	2743752	100.00%

资料来源：ACLI 华泰期货研究院

美国人寿保险协会最新发布的数据显示，2017 年，寿险资金投资账户中的一般账户对外投资资金数量为 44396.2 亿美元，独立账户的对外投资金额为 27437.52 亿美元，2017 年寿险资金总投资额为 71833.72 亿美元，较 2016 年度有所增加。寿险资金所投资资产中，投资于债券的比例最高，其中一般账户 2017 年投资于债券的总额为 30807.72 亿美元，占当年一般账户投资总额的 69.4%；独立账户投资于债券的金额为 3988.14 亿美元，占当年独立账户投资总额的 14.5%，两个账户的投资于债券的总额占当年投资总额的 48.4%。总的来说，独立账户的风险偏好较高，一般账户的风险偏好较低。

再来关注寿险资金一般账户中对于政府债券以及公司债券的投资结构，政府债券的投资集中于 10-20 年以及 20 年以上期的债券，2017 年投资于上述两种年限的债券的比例为 51.6%；公司债券的投资则较多的集中于 1-5 年以及 5-10 年，2017 年度投资于上述两种年限的公司债券的比例为 59.5%。

表格 4 美国寿险资金投资债券年限分布(2013-2017)

单位：%

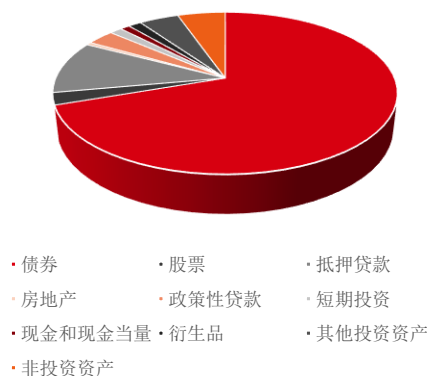
	1 年以下	1-5 年	5-10 年	10-20 年	20 年以上	Total
政府债券						
2013	9.9	17.5	19.1	25.4	28.0	100.0
2014	8.5	17.9	19.0	25.8	28.7	100.0
2015	10.2	19.1	18.2	24.8	27.7	100.0
2016	11.2	20.0	18.1	24.6	26.0	100.0
2017	8.2	20.7	19.5	25.5	26.1	100.0
公司债券						
2013	8.0	27.6	34.3	11.8	18.3	100.0

2014	8.8	26.1	34.3	12.3	18.5	100.0
2015	7.7	26.2	34.4	13.0	18.7	100.0
2016	6.9	26.3	34.0	13.8	19.0	100.0
2017	6.1	26.3	33.2	15.3	19.1	100.0
总计						
2013	8.5	25.2	30.6	15.1	20.6	100.0
2014	8.8	24.1	30.7	15.5	20.9	100.0
2015	8.3	24.5	30.6	15.8	20.8	100.0
2016	7.9	24.8	30.2	16.4	20.7	100.0
2017	6.6	25.0	29.9	17.7	20.7	100.0

资料来源：ACLI 华泰期货研究院

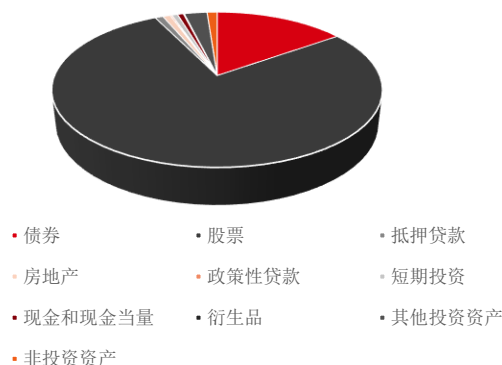
衍生品投资方面，寿险资金账户中的一般账户 2017 年衍生品的投资金额为 587.05 亿元，占当年一般账户投资总额的 1.32%；独立账户 2017 年投资于衍生品的金额为 35.41 亿元，占当年独立账户投资总额的 0.13%，总体来看，2017 年投资于衍生品账户的寿险资金总量为 622.46 亿美元，占当年寿险资金投资总量的 0.9%。

图 10： 美国寿险公司一般账户投资类别 单位：%



数据来源：ACLI 华泰期货研究院

图 11： 美国寿险公司独立账户投资类别 单位：%

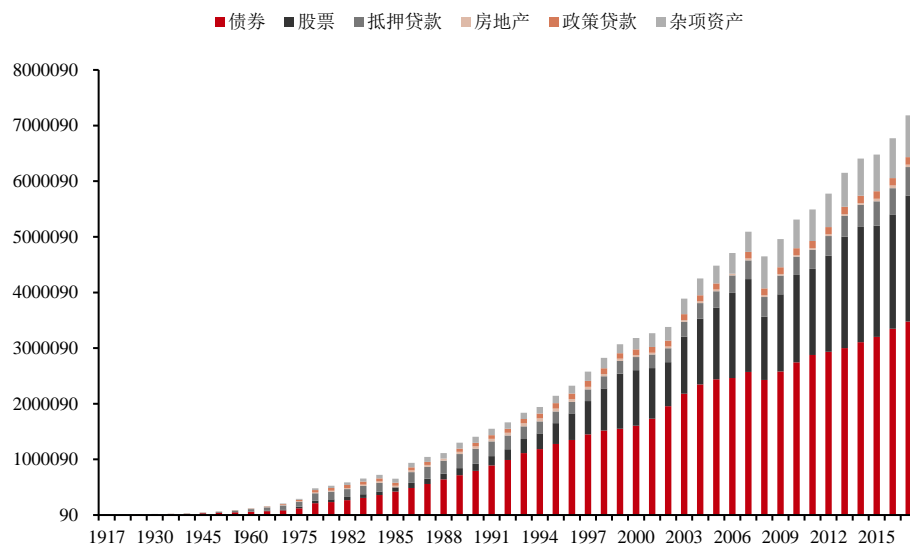


数据来源：ACLI 华泰期货研究院

虽然目前美国国债期货已经上市，且经过几十年的发展，但是美国保险资金投资于衍生品的比例较小，以 2017 年为例，仅占寿险资金投资总额的 0.9%，寿险资金更多的选择投资于债券，这可能与保险公司具有较高的风险控制技术、投资回报率要求一般较高有关，美国债券市场极其发达，债券的收益性、流动性和风险性的组合比较适合保险资金运作的要求。鉴于美国保险资金的投资特点，预计未来若中国保险资金最终被允许投资国债期货，最终真正进入国债期货的保险资金预计数量也会较少。

图 12: 美国寿险资金投资标的的历史情况

单位: 百万美元



数据来源: ACLI 华泰期货研究院

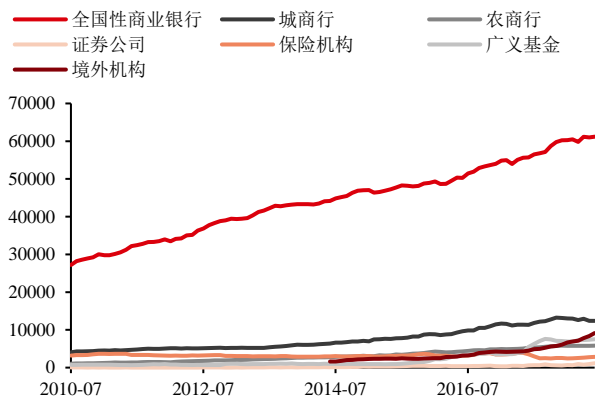
我国国债现券市场

国债由中央政府发行, 财政部具体操作, 具有最高信用等级。中国国债在 1981 年后恢复发行, 后随着相关机构的建立以及积极财政政策的推行, 国债的发行规模显著扩大, 市场活跃度不断上升。从**发行量**看, 虽 08 年有较大幅度下滑, 但总体呈现增长趋势, 尤其是近年来, 各期限的记账式国债发行量逐步上升。从**结构**上看, 国债发行以短期国债为主, 其次为 5-7 年国债和 7 到 10 年国债。近年来 5 到 7 年国债的发行比例有所增加。从**国债存量**上看, 自 07 年以来国债存量逐年稳步上升。

产品体系: 国债可以分为记账式国债和储蓄国债。记账式国债目前贴现国债有 91 天、182 天、273 天三个品种, 附息国债有 1 年、3 年、5 年、7 年、10 年、15 年、20 年、30 年、50 年期等品种。储蓄国债通过商业银行柜台向个人投资者发行, 分为凭证式和电子式。

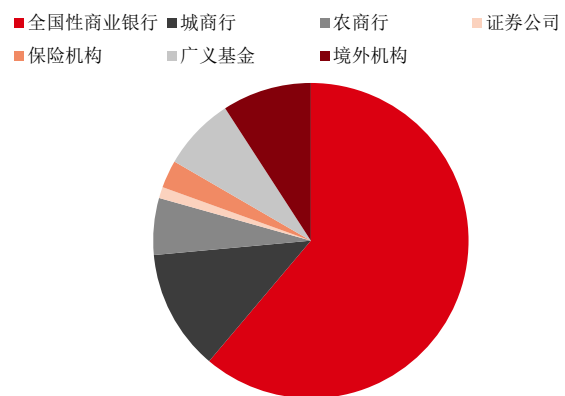
投资者结构: 商业银行是我国国债的主要投资者。我国的国债现货市场又可分为一级市场和二级市场。在一级市场上的主要发行方式为定向发售、承购包销和招标发行并存, 其中以商业银行特别是国有商业银行作为承销机构是一种较为普遍的方式, 从而形成了以商业银行为核心的国债现货持有结构。银行间债券市场也是中国债券市场的主体。

图 13: 国债现券持有者结构 单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 银行为最大持券方 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

我国国债期货市场

发展历史

风险事件增加产品思考。国债期货是我国金融衍生品中起步较早的品种, 1992 年 12 月上海证券交易所最先开放了国债期货交易, 但受制度建设不完善、投资者不成熟等因素影响, 国债期货市场乱象丛生, 1995 年 5 月 17 日, 中国证监会发出通知, 决定暂停国债期货交易。

衍生品市场再起步。2013 年 9 月经过重新设计的 5 年期国债期货合约首先在中金所上市交易, 此后中金所于 2015 年 3 月推出 10 年期国债期货合约, 2018 年 8 月推出 2 年期国债期货合约, 国债期货品种不断丰富, 国债期货也越来越受到投资者的关注。

图 15: 我国国债期货市场大事件



数据来源: 华泰期货研究院

产品特点

当前我国国债期货上市了 2 年期 (TS), 5 年期 (TF) 和 10 年期 (T) 三个品种, 每个品种对应不同期限的三份合约 (当季、次季和远季)。

与美国国债期货合约不同的是, 我国国债期货合约设置了最大波动限制, 该设置与我国国债期货市场的发展程度和投资者理性程度等有关。

参与情况

市场活跃度逐渐提升。截止 2019 年底, 我国国债期货日均成交 3899 手, 日均成交金额 36.91 亿元, 日均持仓 8049 手, 日均成交与日均持仓的比值为 0.48 倍, 市场整体较为理性。且随着 2019 年 5 月做市商制度实行以来, 国债期货市场活跃度上市, 目前成交量在 1 万手左右, 持仓量在 2 万手左右。

机构客户参与程度较深。截止 2019 年底, 共有 19340 名客户参与了国债期货交易, 其中法人客户 796 名, 法人客户成交占比为 25%, 持仓占比为 62%, 市场结构为主的特征逐渐体现。

券商自营是主要参与机构。证券公司始终是最重要的参与机构, 从参与者数量上看, 截至 2019 年底, 共有 40 家证券公司参与国债期货交易, 成交和持仓占比分别达 20% 和 42%。截止 2019 年底, 参与国债期货交易的资管产品共 343 个, 证券、基金、期货、私募等机构均推出了国债期货资产管理产品。

商业银行、保险公司是国债的主要持有者, 但尚不能直接参与国债期货市场。截至 2019 年末, 商业银行、保险资金、境外机构的国债持有量合计占比为国债市场总量的 70% 以上, 是国债现货市场的主要参与主体, 但尚不能直接参与国债期货市场, 不过商业银行理财子公司可通过券商资管计划参与国债期货交易。

我国国债期货市场参与者丰富的必然性

国债期货市场参与者丰富有利于价格信号发挥

金融的作用在于提高资源配置的效率。使得储蓄资源可以跨主体 (在赤字单位和盈余单位之间调节余缺)、跨空间 (储蓄从此一地区向彼一地区转移) 地有条件转移。我们知道, 货币出现以后, 所有的商品和劳务, 所有的具体财富都被抽象化为某一货币单位。金融产生之后, 这个货币单位便可在一定条件下、一定时间内、以一定的代价, 并被赋予一定的附加条

件，由某一经济主体转移到另外一个经济主体手中。在这个风险转移过程中，资源配置得以完成，其使用效率也得到提高。市场经济条件下“物跟钱走”，资源的配置现在体现为货币资金的分配，而货币资金的分配是通过货币的流通和金融交易完成的。

效率提高的关键在于价格信号，尤其是利率信号的作用。利率市场化是通过市场和价值规律机制，在某一时点上由供求关系决定的利率运行机制，也就是由市场决定金融机构在货币市场存贷款的利率水平。改革过程是在金融领域不断调整“政府与市场关系”的过程，即从政府与市场在资源配置中共同起作用，到市场在配置资源过程中起基础性作用，再到市场在配置资源中起决定性作用，最终形成微观决策主体根据自身资金供求情况和对经济形势的判断，独立自主地制定利率的状况。利率作为资金的价格，是影响居民、企业储蓄、消费、投资决策和国民经济运行的最重要的价格之一，而利率的市场化则能够有效地反映资金供求关系，从而更有效地配置资源。

以美国利率市场化改革为例，利率作为金融市场主要调控手段，其市场化或自由化是整个金融创新的核心。美国通过利率改革，使市场机制在金融体系中作用更加全面、深入和完善，增强了金融业的活力，使之更具有竞争力：

- 1) 利率市场化后，美国经过一定时期的高利率和通胀后，实际利率水平开始下降，为美国经济的稳定发展注入了强心剂。
- 2) 利率形成的主要因素由政府管制转向市场机制，为金融界开展公平竞争创造了有利的条件和环境，使金融系统的效率得到提高。市场化的利率真实反映资金供求关系，促进资源的合理配置，提高了效率，促进了发展。
- 3) 浮动利率增多，加大了金融风险，政府采取新的监管手段，对付不断出现的新情况。美国利率创新中重要的可变换利率在减轻贷款者利率风险的同时，增加了银行和公众的风险。利率风险是筹资过程中的一个限制性因素。利率上升会提高金融中介成本，因而它们必须支付的更多才能获得资金。

可以看到商业银行的利率市场化，抑制了过多的资金流入证券、债券市场，使银行存款利率与股票、债券利率趋同，增加了商业银行的竞争力。利率市场化，使居民储蓄投资的可选择空间扩大，居民户更倾向于通过金融中介的便利进行投资，这样就促进了金融中介机构的进一步发展，使储蓄和投资呈机构化发展趋势。

我国利率市场化和国债期货市场的完善

参考杨擎（2017）的划分，我国的利率市场化大致经历了三个阶段。1) 稳步推进阶段(1993-2012)：银行间同行业拆借利率和债券利率的市场化。1993 年确定了利率市场化的基本设想后，1996 年 6 月 1 日银行间同业拆借利率放开，标志着利率市场化进程的开端。2004 年完

全放开金融机构人民币贷款利率上限，基本确定了“贷款利率管下限，存款利率管上限”的利率政策框架。2) 加速推进阶段(2013-2014)：贷款利率、贴现利率的市场化。标志事件为2012年多次下调贷款利率下限，2013年7月20日，中国人民银行取消金融机构贷款利率0.7倍的下限，并取消票据贴现利率管制，表明我国全面放开了对金融机构贷款利率的管制。3) 完全市场化阶段(2015-)：存款利率市场化的放开。标志事件为2015年10月24日，中国人民银行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，表明存款利率管制放开，意味着利率市场化改革基本完成。

利率市场化有利于形成国内的价格信号，未来利率市场化仍将继续推进。刘磊(2015)研究显示，我国利率市场化水平与金融资本配置效率之间存在显著的正相关关系，表明在利率市场化的推进对金融资本配置效率有正面的促进作用，但系数绝对值较小，表明当前利率市场化水平的提高对金融资本配置效率的作用有限。可以预见未来利率市场化程度将进一步提升，继而带动银行资本结构调整的调整，从而推动金融对于实体经济的服务增强。研究显示，当利率市场化程度低于临界值时，行业竞争与银行风险承担水平负相关，“风险转移效应”显著大于“特许权价值效应”；当利率市场化程度超过临界值时，银行风险承担的“风险转移效应”显著被削弱，这种现象非国有商业银行比国有商业银行表现得更为突出(黄晓薇，2016)。

这点在国债期货市场上也得到体现，金融市场结构的不完善使得金融资产对于风险的信号意义仍不强。郭磊(2017)通过脉冲响应函数发现，我国国债现货市场在价格发现中占据主导作用。原因在于：1) 国债期货产品体系不健全，市场的广度和深度不足。2) 投资者结构不合理。国债期货价格的有效性取决于参与者拥有的信息，商业银行作为国债期货套期保值交易者主体，不能参加国债期货市场影响到价格中的信息含量。

利率市场化具有很强的自我激励和自我约束功能。只有在完全市场化的利率体系中，市场主体才能真正按照收益与风险对称的原则进行理性投资和消费，促进资金在不同区域、不同产权、不同产业中真正按照收益和风险进行合理分配，金融资源的配置方式由原来的无效率状态跃升为高效率均衡。

发达市场的经验显示，利率市场化初期存在利差缩小的压力，但长期有利差回升的趋势。取消利率管制初期，银行业竞争加剧，为争取资金来源而纷纷提高存款利率；但短期内却无法调整贷款结构，将贷款投放集中于更具议价能力的领域，因而贷款利率上升空间有限。而利率市场化的后期，伴随着利率市场化过程中金融业务限制的放宽和金融创新的加深，银行开辟了新的资金运用渠道，不必通过降低贷款利率扩大资金运用，银行也开始追逐贷款的高利率，因此表现为长期利差增大的效果(金玲玲，2012)。从利率长期走势角度出发，吴国平(2016)认为利率市场化的推进会逐渐理顺市场机制，减少价格扭曲，促进贷款利率中枢下降和存款利率中枢提升；从利率短期波动角度出发，利率市场化的推进会增强市场

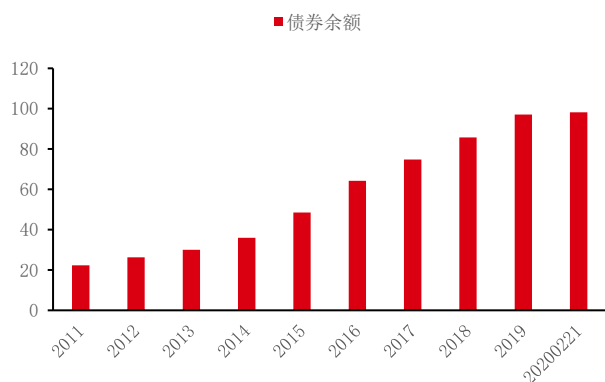
竞争程度，提高商业银行的自主定价权，致使银行存贷款规模变化造成的市场利率波动加大。而面对利率市场化的冲击，市场势力强、市场份额高的商业银行反应较为强烈，市场势力弱、市场份额低的商业银行响应则略微保守。

银行保险入市国债期货影响几何

商业银行和保险机构是国债现货的主要持有者，有利用国债期货对冲的需求和必要

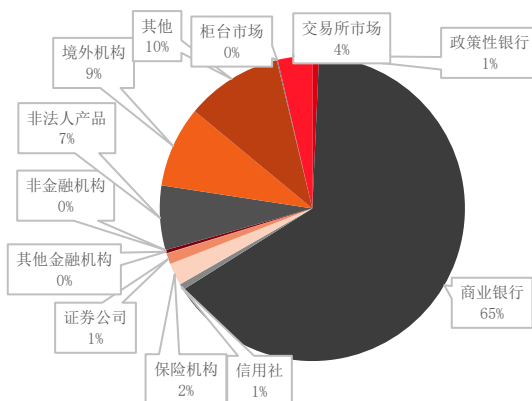
截至2020年2月21日，我国债券余额为98.12万亿，其中利率债的存量为54.2万亿，利率债中国债的存量为16.5万亿。商业银行和保险机构是国债现货的主要持有者，截至2020年1月底，商业银行持有国债的存量为99878.07亿元，保险机构持有3606.13亿元，二者持有债券总量占国债存量的接近67%。银行资金和保险资金被允许进入国债期货市场，能够在一定程度对冲所持有国债的市场风险。

图 16: 2011 年至今国内债券市场余额 单位: 万亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 银行保险等机构持有国债占比 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

商业银行方面：随着我国利率市场化改革的深入推进，商业银行在国债承销、做市业务、债券交易、资产负债管理等方面均面临较大的利率风险，具有参与国债期货市场的迫切需求。一是在一级市场具有承销义务的承销团银行，因包销等因素持有债券，需要国债期货对冲利率波动风险；二是银行在履行做市商义务时，需要国债期货对冲持券的利率风险，提高报价质量和市场流动性；三是银行需要国债期货管理债券交易的利率风险，平抑损益波动；四是银行可以运用国债期货进行资产负债管理，灵活、高效地调整久期，防范和化解市场风险。

保险资金方面：保险资金具有资金规模大、负债久期长、成本稳定等特点，是我国10年期以上债券的最主要投资主体。随着利率市场化改革深入推进，保险资金利率风险管理压力与日俱增，但缺乏相应的风险管理工具，在管理债券资产利率风险、匹配资产负债期限结构等方面面临诸多约束。目前我国保险行业投资资产规模已超过17万亿，其中超过

30%是债券投资，运用国债期货规避利率风险的需求强烈。保险机构负债端久期长，与之期限匹配的资产稀缺，运用国债期货调整资产负债久期缺口的需求迫切。因此，稳步推进保险资金参与国债期货市场，对于增强保险资金经营稳健性、提升长期国债市场的流动性具有重要意义。

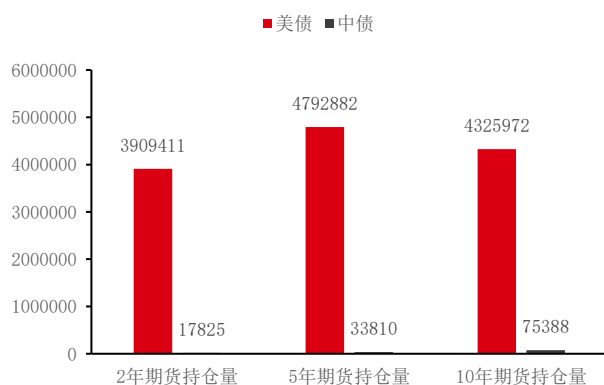
银行资金和保险资金进入国债期货市场能大幅提高国债期货市场流动性以及价格发现功能

商业银行、保险资金参与国债期货，有助于进一步完善国债期货市场投资者结构，促进债券期现货市场的投资者主体匹配，提升国债期货价格的代表性。此外，商业银行、保险资金与证券、基金等市场参与者具有不同的资金来源、期限特征和风险偏好，银行和保险资金进入国债期货市场可以成为其他机构的交易对手，实现交易需求互补，进一步增强市场的流动性和深度，促进国债期货市场功能发挥。

(1) 流动性

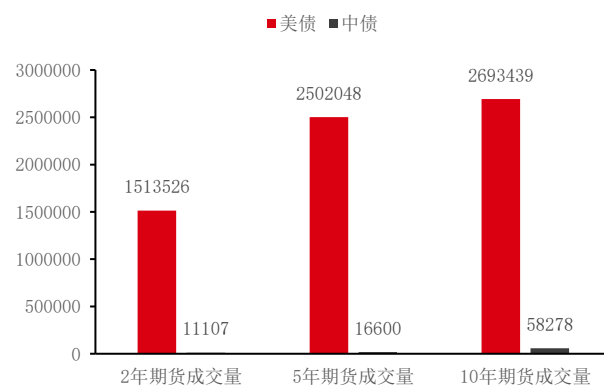
考察美国国债期货市场：目前美国国债期货的持仓量和成交量均在本国期货市场中处于较前的位置，美国国债期货品种较为丰富，包括2年期国债、5年期国债、10年期国债、30年期国债以及超国债，2020年2月20日所有美国国债的成交量超过770万手，持仓量则超过1570万手，远远超过目前中国所有国债期货的持仓量12.65万手以及成交量7.98万手，银行资金以及保险资金进入之后势必会大幅增加国债期货的持仓数量以及成交数量，提升其市场流动性。

图 18： 2020 年 2 月 20 日中美国债期货持仓量 单位：手



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 19： 2020 年 2 月 21 日中美国债期货成交量 单位：手



数据来源：Wind 华泰期货研究院

(2) 价格发现

大量交易者在公开的国债期货市场中进行竞价，有利于形成反映债券价值的价格。由于采用保证金交易制度，国债期货交易成本很低，因此被机构投资者广泛用来作为一种提高资金配置效率的手段。国内国债期货之前的主要参与者是证券公司以及证券投资基金，这些

机构资金量相对有限，目前国内三大国债期货的持仓量仅为 12.65 万手，所代表的名义本金约为 1435 亿元，与目前国债存量的 16.5 万亿元相差较大，在发挥国债期货的价格发现功能上有一定掣肘。

商业银行入市对国债期货各类策略的影响

(1) 套期保值策略：套保力量增强，基差短期承压

以银行为例，我国商业银行持有的债券可以大概分为三类，分别是交易型债券，持有至到期债券以及可供出售债券，其中交易型债券主要用于短期盈利，计入交易账户，可供出售的债券主要用于流动性的管理，持有至到期债券以长期投资为目的，持有至到期债券在到期前是不能够进行交易的，可供出售的债券以及持有至到期债券均不能用来进行交易，因此若银行资金最终能够获准进入国债期货，则需重点考虑“交易型债券”。

以保险公司为例，中国保险年鉴统计数据显示，目前我国大概有 211 家保险机构，保险公司的资产科目有货币资金、交易性金融资产、买入返售金融资产、应收保费、保护质押贷款、贷款、定期存款、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资以及固定资产，其中能够用于投资衍生品的部分为交易性金融资产。

初期银行保险入市时，大部分的操作将以套期保值为主，带来空头力量的短期增强，体现在国债期货的基差将短期承压。

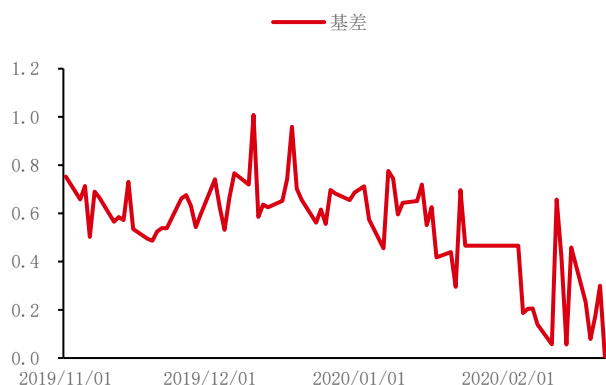
(2) 套利策略：套利效率上升，可供套利空间缩小

期现套利：基差波动减弱，收敛速度加快

目前国内国债期货基差波动较为剧烈，并且收敛速率常常不够稳定。在引入银行保险资金后，国债现货与国债期货的联动性必然加强，导致国债期货基差的波动减弱，同时异常基差的收敛速度也将加快。

图 20: T2003 合约基差

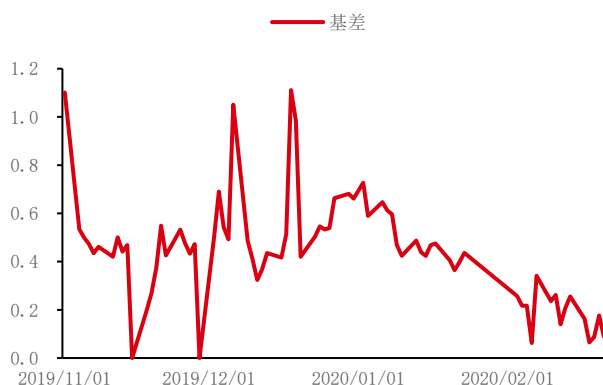
单位: 元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: TF2003 合约基差

单位: 元



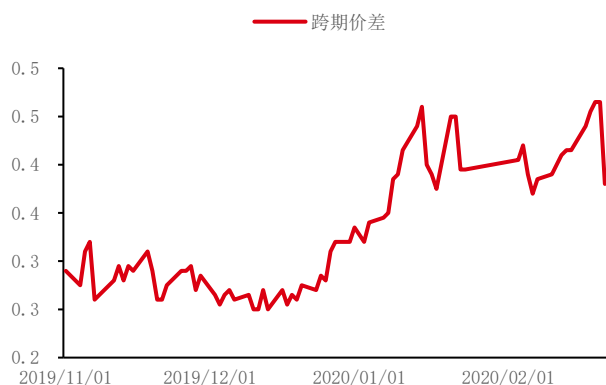
数据来源: Wind 华泰期货研究院

跨期套利: 跨期价差波动减弱, 收敛速度加快

目前国内国债期货持仓量以及成交量常集中于主力合约上, 次主力合约以及非主力合约的交易活跃度不够高, 因此跨期价差的波动较大。在引入银行保险资金后, 长期资金更偏向于较远期限的合约上建仓, 带动次主力合约以及非主力合约的交易活跃度上升, 从而导致跨期价差的波动减弱。

图 22: T2003-T2006 跨期价差

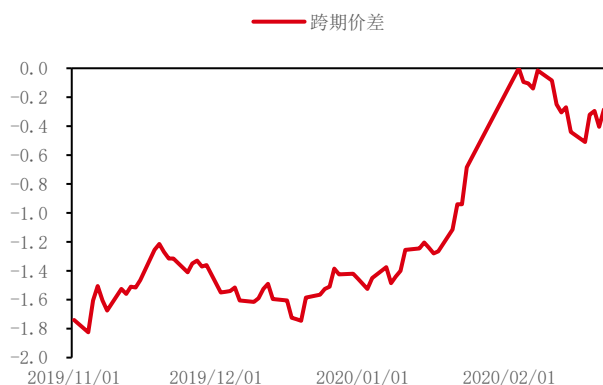
单位: 元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: TF2003-TF2006 跨期价差

单位: 元

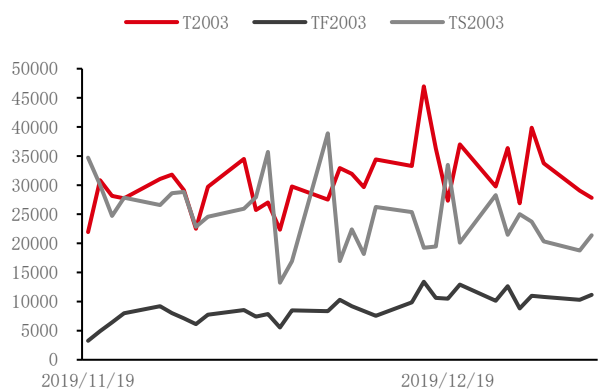


数据来源: Wind 华泰期货研究院

跨品种套利: 跨品种套利成为可行

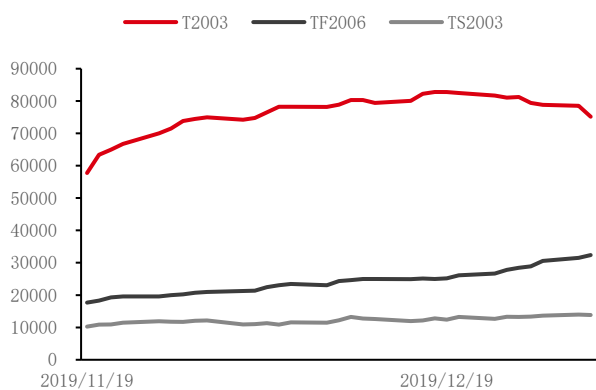
国债期货蝶式跨品种交易策略目前由于两年期国债期货成交活跃度的影响, 可行空间较小。在引入银行保险资金后, 期货隐含期限结构将更为丰富, 同时, 期货隐含期限利差向现券期限利差收敛的速度也将增加, 使得跨品种套利成为可行。

图 24: T2003、TF2003、TS2003 成交量 单位: 手



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: T2003、TF2003、TS2003 持仓量 单位: 手



数据来源: Wind 华泰期货研究院

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2019版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com