

险资参与金融衍生品市场专题点评

事件：

7月1日，银保监会网站发布消息，为支持保险资金参与国债期货交易，有效防范风险，根据《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》的精神，银保监会于近日发布了《保险资金参与国债期货交易规定》，并同步修订了《保险资金参与金融衍生产品交易办法》和《保险资金参与股指期货交易规定》。本文将从参与规则的细则变化和市场影响两个角度进行解读。



中国银保监会发布保险资金参与金融衍生产品、国债期货和股指期货交易有关政策

为支持保险资金参与国债期货交易，有效防范风险，根据《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》的精神，银保监会于近日发布了《保险资金参与国债期货交易规定》，并同步修订了《保险资金参与金融衍生产品交易办法》和《保险资金参与股指期货交易规定》。

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。

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。

事件背景:

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。银保监会正式公布第一批商业银行试点机构:工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行。

2020年4月10日商业银行参与国债期货业务正式启动。截止2020年7月1日数据显示,中金所目前共有非期货公司交易结算会员4家,期货公司会员147家,商业银行第一批次试点还有建设银行尚未成为中金所交易结算会员。

在2月21日明确银行保险机构可以参与国债期货后,3月3日银保监会起草了《关于保险资金参与国债期货交易有关事项的通知(征求意见稿)》,并修订形成了《保险资金参与金融衍生产品交易办法(征求意见稿)》,和《关于保险资金参与股指期货交易有关事项的通知(征求意见稿)》,旨在规范保险资金参与金融衍生产品交易,防范资金运用风险。

7月1日,经过一个季度的酝酿之后,银保监会正式发布上述三项制度,意味着保险机构参与国债期货交易的政策性限制被解除。预计银保监会将在此三项制度的基础上,陆续制订并出台国债期货的业务操作指引,规范保险公司参与国债期货的细节。**保险机构参与国债期货市场只差临门一脚!!!**

一、保险资金参与金融衍生品规则变化

与2012年版本相比,《保险资金参与金融衍生产品交易办法》由原来的36条增加为37条。调整的内容包括:

一是明确保险资金运用衍生品的目的,删除期限限制,具体期限根据衍生品种另行制定。二是强化资产负债管理和偿付能力导向,根据风险特征的差异,分别设定保险公司委托参与和自行参与的要求。三是新增保险资金参与衍生品交易的总杠杆率要求。四是严控内幕交易、操纵证券和利益输送等行为。

具体条文变动如下:

一)是明确保险资金运用衍生品的目的,2012年规定的对冲或规避公司整体风险,调整为对冲或规避资产负债错配风险。而且放松了拟买入资产的期限限制,具体期限根据衍生品种另行制定。

二)是明确了保险公司委托参与和自行参与的要求。保险集团(控股)公司、保险公司自行参与衍生品交易,要求上季度末综合偿付能力充足率不低于150%,上一年资产负债管理能力评估结果不低于85分,而且要求近两年未受到监管机构重大行政处罚。保险集团(控股)公司、保险公司委托保险资产管理机构及其他专业管理机构参与衍生品交易的,要求上季度末综合偿付能力充足率不低于120%,上一年资产负债管理能力评估结果不低于60分。

三)是细化公司的内部的管理规范。要求根据公司自身的发展战略和总体规划,综合衡量现阶段的风险管理水平、技术系统和专业人员准备情况,审慎评估参与衍生品交易的能力,科学决策参与衍生品交易的广度和深度。

四)是严控内幕交易等行为。要求保险机构参与衍生品交易,应当根据有关法律法规要求,规范业务运作,不得从事内幕交易、操纵证券及衍生品价格、进行利益输送及其他不正当的交易活动。

五)是新增保险资金参与衍生品交易的总杠杆率要求。要求同一资产组合持有的衍生品多头合约价值之和不得高于资产组合净值的100%。

六)是优化了内部审查和外部监管流程。内外部提交的报告频率降低,内部审计和稽核部门由独立提交季度和年度稽核报告,改为提交半年和年度报告。原先需要每个月结束后的10个工作日内向保监会提交的若干报告,改为每个季度结束的10个工作日内提交,原先需要每个季度结束后的30个工作日内提交的报告,改为每半年度和年度结束后的30个工作日内,同时删除了每个年度需要报送的衍生品交易总结报告。但是明确了对异常行为的报告提交,要求10个工作日内上报银保监会。

表1、《保险资金参与金融衍生产品交易办法》规则变动对比

	2012版	2020版
买入套保	买入资产,应当是保险机构按其投资决策程序,已经决定将要买入的资产;未在决定之日起 一个月 内买入该资产,或在上述期限内放弃买入该资产,应当在规定的期限结束后或决定之日起的 5个交易日 内,终止、清算或平仓相关衍生品	买入资产,应当是机构按其投资决策程序,已经决定将要买入的资产。未在决定之日起的 规定期限 内买入该资产,或在规定的期限内放弃买入该资产,应当在规定的期限结束后或决定之日起的 一定期限 内,终止、清算或平仓相关衍生品
资质条件 (自行参与)		(二)保险集团(控股)公司、保险公司参与衍生品交易,应当根据 公司自身的发展战略和总体规划,综合衡量现阶段的风险管理水平、技术系统和专业人员准备情况,审慎评估参与衍生品交易的能力,科学决策参与衍生品交易的广度和深度
资质条件 (委托参与)		(二)保险集团(控股)公司、保险公司参与衍生品交易,应当根据 公司自身的发展战略和总体规划,综合衡量现阶段的风险管理水平、技术系统和专业人员准备情况,审慎评估参与衍生品交易的能力,科学决策参与衍生品交易的广度和深度
管理规范	保险集团(控股)公司、保险公司参与衍生品交易,董事会应当根据 公司管理情况,制定授权制度,建立决策机制,明确管理人员职责及报告要求	保险集团(控股)公司、保险公司参与衍生品交易,应当根据 公司自身的发展战略和总体规划,综合衡量现阶段的风险管理水平、技术系统和专业人员准备情况,审慎评估参与衍生品交易的能力,科学决策参与衍生品交易的广度和深度
内幕交易		保险机构参与衍生品交易,应当根据 有关法律法规要求,规范业务运作,不得从事内幕交易、操纵证券及衍生品价格、进行利益输送及其他不正当的交易活动
持仓市值	保险机构参与衍生品交易,应当根据 公司风险承受能力,确定衍生品及其资产组合的风险限额,按照一定的评估频率定期复查更新	保险机构参与衍生品交易,应当根据 公司风险承受能力,确定衍生品及其资产组合的风险限额,按照一定的评估频率定期复查更新
报送报告	及时报告衍生品交易违规行为、重大风险或异常情况,及采取的应对措施	发生的衍生品交易违规行为、重大风险或异常情况,及采取的应对措施,应在 10个工作日内 上报银保监会

数据来源:银保监会官网、新湖期货研究所

二、保险资金参与股指期货交易规则变化

本次银保监会同步修订了《保险资金参与股指期货交易规定》。

相比之下,2020 年修订版本相较于 2012 年做了一些改变,主要体现在以下几个方面:

- 1) 《保险资金参与金融衍生产品交易办法》未对买入资产的时间做具体的说明,这一规定放在了《保险资金参与股指期货交易规定》里面并将其从一个月延长为三个月;2) 《保险资金参与金融衍生产品交易办法》增加了对保险公司偿付能力和资产负债管理能力的要求;3) 《保险资金参与股指期货交易规定》增加了买入股指期货限额的规定(资产组合净值的 100%)并放宽了卖出股指期货的限额(从资产账面价值的 100%扩大到 102%);

整体上来说,本次修订后的政策相较于之前的版本对于保险机构进行股指期货交易来说更加灵活,而从风险管理的角度则有更明确的量化指标。

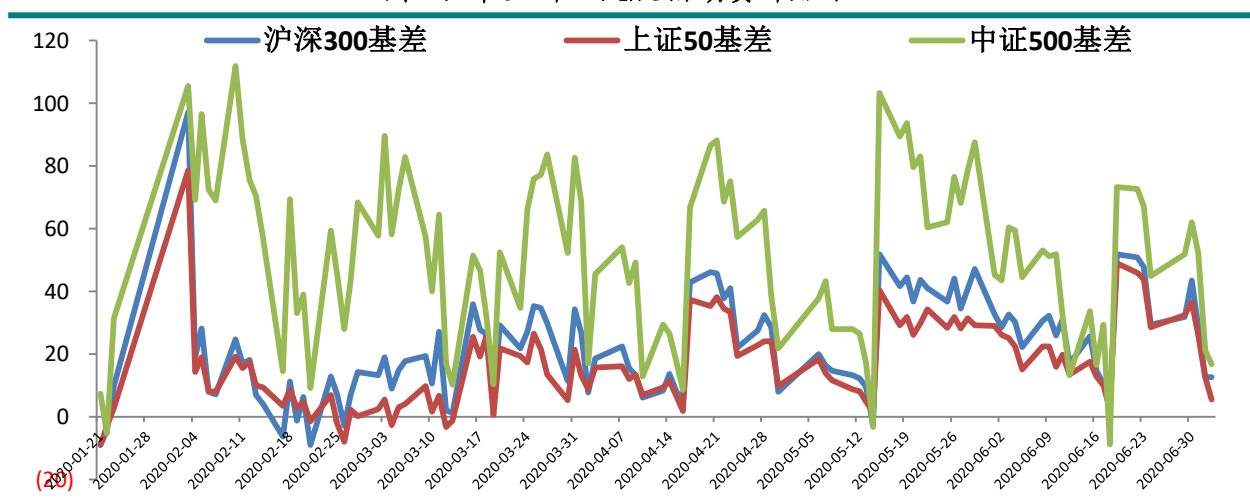
表 2、《保险资金参与股指期货交易规定》规则变动对比

	2012版	2020版
买入套保	买入资产,应当是保险机构按其投资决策程序,已经决定将要买入的资产;未在决定之日起 一个月 内买入该资产,或在上述期限内放弃买入该资产,应当在定期限结束后或决定之日起的 5个交易日 内,终止、清算或平仓相关衍生品	拟买入资产,应当是机构按其投资决策程序,已经决定将要买入的资产。未在决定之日起的 三个月 内买入该资产,或在规定期限内放弃买入该资产,应当在定期限结束后或做出放弃买入该资产决定之日起的 10个交易日 内,终止、清算或平仓相关衍生品。
对冲方案	保险机构参与股指期货交易,应当根据衍生品办法规定,制定风险对冲方案,明确 对冲工具、对象、规模、期限以及有效性 等内容	保险机构自行或受托参与股指期货交易,应当根据衍生品办法规定,制定风险对冲方案,明确 对冲目标、工具、对象、规模、期限、风险对冲比例、保证金管理、风险敞口限额,对冲有效性的相关指标、标准和评估频度,相关部门权限和责任分工,以及可能导致无法对冲的情景 等内容
持仓限制	保险机构参与股指期货交易,任一资产组合在任何交易日日终,所持有的卖出股指期货合约价值,不得超过其对冲标的股票及股票型基金资产的账面价值。保险机构在任何交易日日终,持有的买入股指期货合约价值,与股票及股票型基金资产的账面价值,合计不得超过规定的投资比例上限	保险资金参与股指期货交易,任一资产组合在任何交易日日终,所持有的 卖出股指期货合约价值,不得超过其对冲标的股票、股票型基金及其他净值型权益类资产管理产品资产账面价值的102% ,所持有的买入股指期货合约价值与股票、股票型基金及其他净值型权益类资产管理产品市值之和,不得超过资产组合净值的100%。保险机构在任何交易日日终,持有的买入股指期货合约价值与权益类资产的账面价值,合计不得超过规定的投资比例上限
保证金预留	保险机构参与股指期货交易,任一资产组合在任何交易日结算后,扣除股指期货合约需缴纳的交易保证金,应当保持不低于交易保证金一倍的现金、中央银行票据、货币市场基金或到期日在一年以内的政府债券及政策性银行债券,有效防范强制平仓风险	保险资金参与股指期货交易,任一资产组合在任何交易日结算后,扣除股指期货合约需缴纳的交易保证金,应当保持不低于轧差后的 股指期货合约价值10%的符合银保监会规定的流动性资产 ,有效防范强制平仓风险
期货公司	(一) 成立5年以上,上季末净资本达到人民币三亿元(含)以上,且不低于客户权益总额的8%; (二) 通讯条件和交易设施高效安全,符合期货交易要求,信息服务全面; (三) 公司或股东具有较强的金融市场研究及服务能力; (四) 具有完整的风险管理架构,最近两年未发生风险事件;最近三年无重大违法和违规记录,且未处于立案调查过程中;	(一) 成立5年以上,上季末净资本达到人民币三亿元(含)以上,且净资本与公司风险资本准备的比例不低于150%; (二) 期货公司分类监管评价为A类;
持仓波动	保险机构参与股指期货交易,持仓比例因市场波动等外部原因,不再符合本规定的,应当在 5个交易日 内调整完毕,并在 月度 报告中向中国保监会报告,列明事件发生的原因及处理过程	保险机构参与股指期货交易,持仓比例因市场波动等外部原因不再符合本规定要求的,应当在 10个交易日 内调整完毕,并在 季度 报告中向银保监会报告,列明事件发生的原因及处理过程。保险机构应每半年回溯股指期货买入计划与实际执行的偏差,纳入每半年及年度稽核审计报告,并按规定向银保监会报告

数据来源: 银保监会官网、新湖期货研究所

就其对股指期货市场影响而言: 首先, 对于买入套保规则的修订: 将买入套保持有时间延长至 3 个月, 且平仓时间由规定期限结束之后的 5 个交易日顺延至 10 个交易日。该条文对于股指期货市场影响比较大。此前险资进行买入套保的持有时间仅有 1 个月, 若要续持则需向监管部门重新申请, 一定程度上制约了险资参与买入套保的热情。预计在持有时长放开之后, 险资将更有意愿参与买入替代。而险资资金入市之后, 当前股指期货市场深度贴水的现象也有望得到缓解。

图 1、中金所三大股指期货升贴水



数据来源: wind 资讯、新湖期货研究所

其次, 对于套保的持仓限制规则的修订: 对于卖出套保。一是增加对冲时现货资产的范围, 除股票、股票型基金以外, 增加了其他净值型权益类资产管理产品的描述, 二是将期货对冲市值的上限由现货账面价值的 100% 提升至账面价值的 102%, 该条文实质上扩大了险资对冲的潜在容量, 可以更好的实现 β 对冲, 将有助于提升对冲的稳定性和灵活度。三、对于买入套保, 与卖出套保类似, 将其他净值型权益类资产管理产品也纳入买入替代的范围, 在买入替代持有时长放开的背景下, 这有利于险资扩大参与买入套保的容量。

最后, 对于保证金规则的修订: 新规则规定扣除股指期货合约需缴纳的交易保证金后, 要求应当保持不低于轧差后的股指期货合约价值 10% 的符合银保监会规定的流动性资产, 有效防范强制平仓风险。上述要求有利于防范强平和流动性风险, 也有利于维护股指期货市场的平稳运行。整体来看, 上述规定的修订或者推出极大增强了投资者 (尤其是机构投资者) 利用股指期货进行套期保值的参与度, 对于提升投资者风险管理能力有着非常积极的影响, 同时有利于吸引险资参与买入套保, 并有利于改善目前深度贴水的环境。

三、保险资金参与国债期货要求

《保险资金参与国债期货交易规定》是继 2020 年 2 月证监会与财政部、人民银行、银保监会等联合发布公告, 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

参与中国金融期货交易所国债期货交易之后,银保监会对于保险资金参与国债期货交易的进一步要求。

《保险资金参与国债期货交易规定》共 17 条,主要内容为:一是明确参与目的与期限,保险资金参与国债期货应以对冲风险为目的,不得用于投机目的。二是明确保险资金参与方式,保险资金应以资产组合形式参与并开立交易账户,实行账户、资产、交易等的独立管理,严格进行风险隔离。三是规定卖出及买入合约限额,控制杠杆比例,强化流动性风险管理。四是强化操作、技术、合规风险管控。五是明确监督管理和报告有关事项。

表 3: 保险资金参与国债期货交易规定

内容	保险资金参与国债期货交易规定主要内容
参与目的	不得用于投机目的,应当以对冲或规避风险为目的,包括: (一) <u>对冲或规避现有资产风险;</u> (二) 对冲未来 <u>半年内拟买入资产风险</u> ,或锁定其未来交易价格; (三) <u>对冲或规避资产负债错配导致的利率风险。</u>
参与方式	以确定的资产组合(以下简称资产组合)为基础,分别开立期货交易账户,实行账户、资产、交易、核算等的独立管理。
参与要求	(一) 根据资产配置和风险管理要求, <u>制定合理的交易策略</u> ,并履行内部决策程序; (二) 根据衍生品办法规定, <u>制定风险对冲方案</u> ; (三) 根据公司及资产组合实际情况, <u>动态监测相关风险控制指标</u> ,制定风险对冲有效性预警机制,及时根据市场变化对交易作出风险预警; (四) <u>建立国债期货有关交割规则</u> ,充分评估交割风险,做好应急预案。
卖出及买入合约限额	任何交易日日终: (一) 所持有的卖出国债期货合约价值, <u>不得超过其对冲标的债券等固定收益类资产管理产品资产的账面价值;</u> (二) 买入国债期货合约价值 <u>不得超过该资产组合净值的 50%;</u> (三) 卖出国债期货合约价值与买入国债期货合约价值, <u>不得合并轧差计算;</u> (四) 持有的合并轧差计算后的国债期货合约价值 <u>不得超过本公司上季末总资产的 20%;</u> (五) <u>保持不低于交易保证金一倍的符合银保监会规定的流动性资产。</u>
信息系统要求	除符合衍生品办法规定外,信息系统还应当符合下列要求: (一) 国债期货交易管理系统和估值系统稳定高效,且能够满足交易和估值需求; (二) 风险管理系统能够 <u>实现对国债期货交易的实时监控</u> ,各项风险管理指标固化在系统中,并能够及时预警; (三) 能够与合作的交易结算机构信息系统对接,并建立相应的备份通道。
人员要求	<u>资产配置和投资交易专业人员不少于 5 名;风险控制专业人员不少于 3 名;清算和核算专业人员不少于 2 名。</u> (要求:上述专业人员不得兼任,均应通过期货从业资格考试;负责人员 5 年以上期货或证券从业经验,业务经理 3 年以上期货或证券从业经验)
管理报告事项	(一) 持仓比例 <u>不再符合本规定要求的,应当在 15 个交易日内调整完毕</u> ,并在季度报告中向银保监会报告,列明事件发生的原因及处理过程。 (二) <u>每半年回溯国债期货买入计划与实际执行的偏差</u> ,纳入每半年及年度稽核审计报告,并按规定向银保监会报告。
所选期货公司条件	(一) <u>成立 5 年以上,上季末净资本达到人民币三亿元(含)以上</u> ,且净资本与公司风险资本准备的比例不低于 150%; (二) <u>期货公司分类监管评价为 A 类;</u> (三) 书面承诺接受银保监会的质询,并向银保监会如实提供保险机构参与国债期货交易涉及的各种资料;

数据来源: 银保监会官网、新湖期货研究所

具体来看, 首先规定明确了保险资金参与国债期货的目的要求是只能套期保值。这一点与目前试点商业银行参与国债期货的要求一致。从具体对冲或规避风险的目的要求来看, 保险资金可以: 1) 对冲或规避现有资产风险; 2) 对冲半年内拟买入资产风险, 或锁定其未来交易价格; 3) 对冲或规避资产负债错配导致的利率风险。值得注意的是, 如果是针对整个资产负债久期缺口来进行套保, 根据规定, 只能针对于缩短资产负债久期缺口的目的进行。此外, 在套保方向上, 既可以进行买入套保, 也可以进行卖出套保。

其次规定明确了参与期限要求, 规定保险资金针对于具体资产买入方向的套保, 还需要满足参与期限的规定, 也即只能针对于未来半年以内拟买入的资产风险进行套保。如果未在决定之日起的半年内买入该资产, 或在规定期限内放弃买入该资产, 应当在规定期限结束后或做出放弃买入该资产决定之日起的 15 个交易日内, 终止、清算或平仓相关衍生品。目前试点商业银行参与国债期货方面则没有类似要求。

第三对参与形式做了要求, 根据规定第四条、第五条要留, 保险资金参与国债期货交易的形式包括两种: 1) 以确定的资产组合为基础分别开立期货交易账户参与; 2) 以保险机构为基础参与。

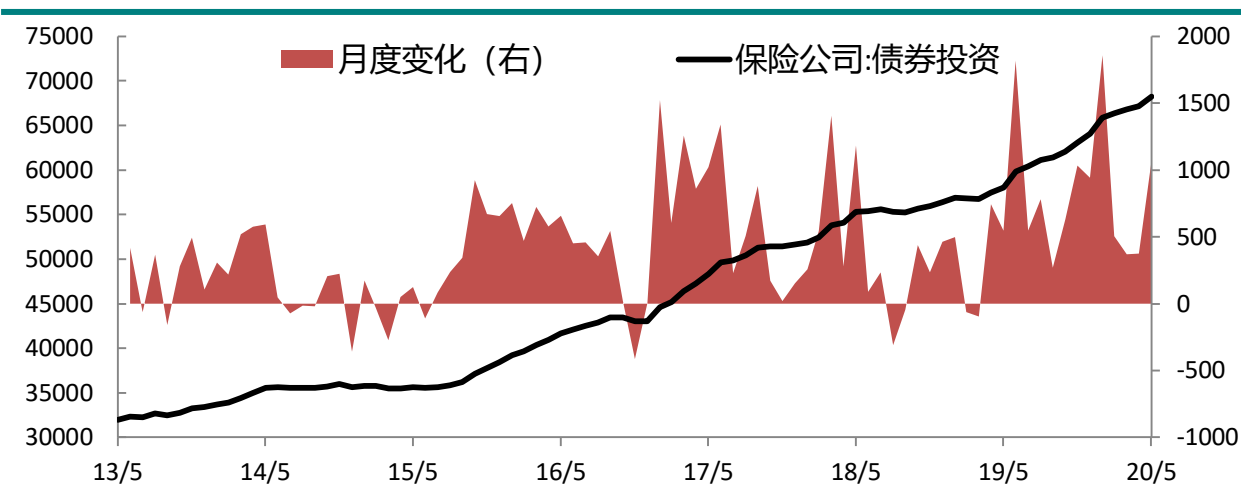
第四对参与比例做了要求。根据规定第七条, 针对于不同参与形式参与国债期货的保险资金, 在参与比例方面规定略有不同。以资产组合为基础的参与的保险资金, 在任何交易日日终, 所持有的卖出国债期货合约价值, 不得超过其对冲标的债券、债券型基金及其他净值型固定收益类资产管理产品资产的账面价值。所持有的买入国债期货合约价值不得超过该资产组合净值的 50%。卖出国债期货合约价值与买入国债期货合约价值, 不得合并轧差计算。以保险集团(控股)公司、保险公司等保险机构为基础参与的保险资金, 在任何交易日日终, 持有的合并轧差计算后的国债期货合约价值不得超过本公司上季末总资产的 20%。值得注意的是, 保险资金参与国债期货的参与比例计算依据, 以期货合约价值及资产账面价值为基础。

四、保险资金参与国债期货的影响

首先, 进一步完善国债期货市场投资者结构。根据中国银保监会公布的数据, 2020 年 5 月末保险机构自营和资管合计债券投资规模为 6.82 万亿, 占全市场债券规模的比例为 6.56%, 是仅次于商业银行的第二大持债金融机构, 对利率变化敏感性较强, 利率风险管理需求巨大。险资进入国债期货市场将进一步完善国债期货市场投资者结构, 增强国债期货市场深度和流动性。此外, 还有助于优化基准利率形成机制, 推进我国利率市场化改革进程。此外, 保险公司参与国债期货并不只是新增机构投资者、新增场内资金, 国债期货市场机构化程度提升将驱动场内利率衍生工具的创新步伐提速。目前国债期货拥有 2 年、5 年和 10 年期三个品种, 随着保险资金的入市, 对不同期限利率风险管理的要求也不一样, 这可能会加速更多期限国债期货品种上市。此外风险管理和资金管理等需求又会进一

步要求利率期权的上市。结合保险资金资产负债久期偏长的特点,预计险资入市将进一步提升长久期品种的活跃度,同时也将进一步推动 30 年期国债期货的早日上市。

图 2、保险公司债券投资规模及月环比变化(亿元)



数据来源: wind 资讯、新湖期货研究所

其次,从保险资金的来源看,保险机构的保费流入呈现明显的季节性,流入的节奏与市场波动难以匹配,需要多头套保来保证有效且及时的配置。因此,从微观的交易模式来看,国债期货买入套保的功能将为配置需求旺盛的保险机构提供提前进行大额配置、改善现券市场流动性欠缺造成的配置节奏偏慢以及缩短资产负债久期缺口等风险管理需求的有效工具,这也将改善多数国债期货参与者更偏好使用国债期货进行空头对冲的问题。同时,由于银行保险等负债端更为稳定的机构入市,无风险套利的理论边界将受到压缩,这可能会抑制基差走扩的空间。

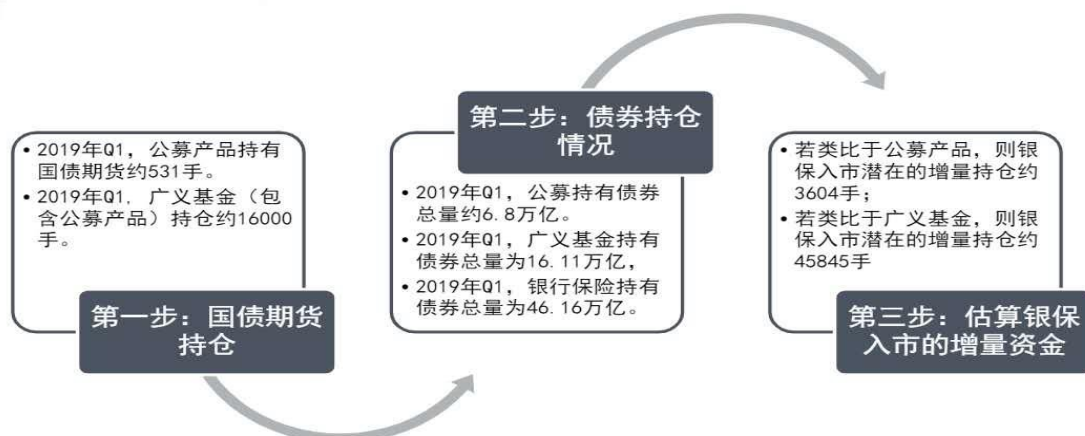
多头套保适用场合

看多后市时,可提前买入国债期货来对冲。

资金流入不足时,可利用国债期货保证金交易特点,用较少的资金提前锁定买券价格。

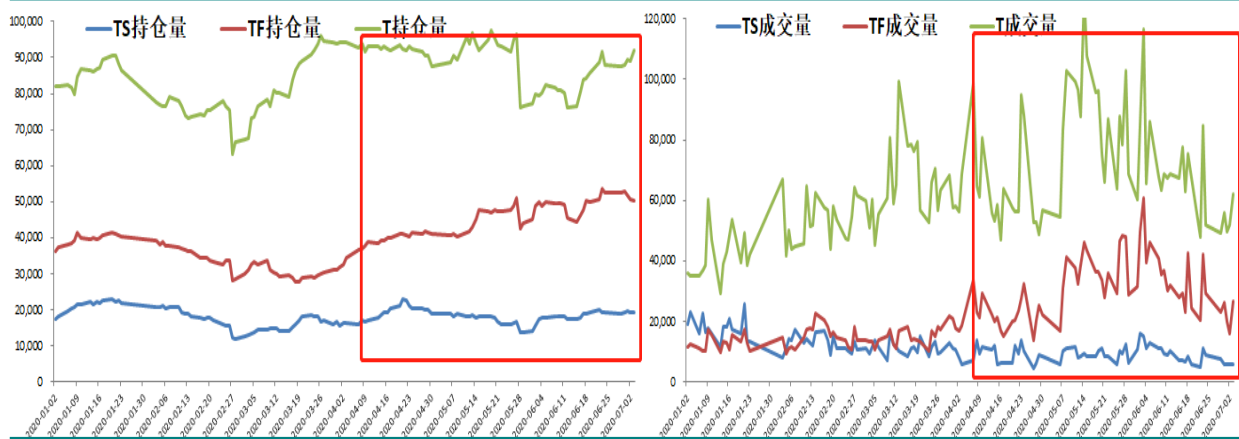
配置节奏偏慢时,可通过先买入国债期货进行替代。

最后,理论上讲,潜在资金流入将提升市场深度.从银行入市情况来看,险资入市初期影响预计有限。随着商业银行和保险机构逐步进入国债期货市场,理论上讲市场容量必然有显著提升,但是考虑商业银行和保险的需求初期都是以套保为主,因此成交量增加幅度可能不及持仓量。我们考虑到银保入市初期,都将以小步缓行风险管理为主的思路,因此假设参与程度与只能套保的公募产品以及可多策略参与的广义基金类似。基于此,来推算银保入市初期可能带来的持仓量增量。



从4月以来商业银行正式加入国债期货市场之后市场持仓规模变化情况来看，银保参与国债期货初期可能依然较为谨慎。由于交易所暂未公布银行的持仓、成交情况，因此，具体参与情况仍有待于9月之后非期货公司会员持仓披露规则正式实施之后，我们才有望进一步了解详细的信息。不过，从市场持仓规模变化来看，5年期国债期货总持仓相对于4月初持仓水平增仓较为明显。其余两个品种，10年期和2年期品种持仓变化不大。当然，这一指标并不意味着实际的银行增量持仓，5年期在4月和5月明显的波动放大也会推升市场的参与意愿。不过，这也一定程度反映出当前银行对于国债期货的参与仍较为谨慎，更多以“小步缓行”的思路为主，因此保险资金入市短期内对市场的影响也较为有限。

图3、银行参与国债期货后国债期货成交持仓变化情况



数据来源：wind 资讯、新湖期货研究所

分析师：

李明玉（宏观、金融）

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 7 月 5 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。

