

银行保险参与国债期货交易现状

申银万国期货研究所 唐广华

2021年1月20日

主要内容

一、商业银行参与国债期货的规定

二、保险机构参与国债期货的规定

三、参与国债期货的风险管理方案

1.1 分批推进银行和保险参与国债期货市场

- 2020年2月21日，证监会公告，**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，**分批推进商业银行和保险机构参与国债期货交易**。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**。



- 3月1日，为规范商业银行参与与中国金融期货交易所国债期货业务试点，有效防范风险，**中金所发布《关于商业银行参与国债期货业务试点有关事项的通知》**，并修订了《中国金融期货交易所会员管理办法》《中国金融期货交易所交易细则》等13项业务规则。
- 4月10日上午，商业银行参与国债期货业务启动活动在中国金融期货交易所举行。中金所批准中国工商银行、中国银行和交通银行入会。5月7日，农业银行正式成为会员，7月31日，建设银行正式成为会员。

1.2 商业银行参与国债期货业务试点有关事项

| 序号 | 商业银行参与交易所国债期货业务试点有关事项主要内容 |
|----|--|
| 1 | 商业银行参与交易所国债期货业务试点，应当遵守有关法律、行政法规、规章、交易所业务规则及本通知有关规定。 |
| 2 | 商业银行应当 按照相关监管部门要求参与国债期货交易。 |
| 3 | 业务试点期间， 商业银行申请交易所交易结算会员资格 ，除应当符合《会员管理办法》第七条规定的条件外，还应当符合下列条件： （一）获得相关监管部门同意； （二）具备良好的市场风险管理能力；（三）具备国债期货仿真交易经验；（四）交易所规定的其他条件。 |
| 4 | 业务试点期间，商业银行申请交易所交易结算会员资格的，应当提交下列申请材料： （一）会员资格申请书；（二）会员入会信息登记表；（三）董事会或其授权机构或高级管理层批准同意本行从事国债期货交易的证明文件；（四）营业执照复印件； （五）相关监管部门同意参与国债期货交易的证明材料； （六）交易所要求的期货业务人员情况表；（七）住所（经营场所）使用证明； （八）国债期货交易内部业务管理制度，包括交易制度、结算制度、风险管理制度、内部控制制度、财务管理制度及期货业务人员管理制度； （九）技术准备材料； （十）合规承诺函；（十一）委托授权书；（十二）交易所要求提交的其他材料。 |
| 5 | 交易所在收到符合要求的会员资格申请材料之日起 30 个工作日内提出审核意见，通知符合条件的商业银行办理相关手续。申请交易所会员资格的商业银行应当按照《会员管理办法》的规定办理相关事项。逾期未办理的，视为放弃申请会员资格。 |
| 6 | 取得会员资格的商业银行除应当按照《会员管理办法》规定履行相关报告义务外，还应当履行以下报告义务： （一）每年 6月30 日前向交易所报送上年度经审计的数据，包括注册资本、总资产、净资产、资本充足率、流动性、资产负债比例等；（二）交易所要求报告的其他事项。 |
| 7 | 取得会员资格的商业银行应当 指定专门的部门作为期货业务结算部门，建立相应的内部控制制度，保持期货保证金存管业务和期货结算业务相互隔离。 |
| 8 | 商业银行通过期货公司会员参与国债期货业务的，应当按照交易所关于客户的相关规定办理。 |
| 9 | 违反本通知规定的，交易所按照《中国金融期货交易所违规违约处理办法》等有关规定处理。 |

1.2 商业银行参与国债期货业务试点有关事项

- 为了让试点商业银行作为非期货公司交易结算会员参与国债期货交易，中金所修订了《中国金融期货交易所会员管理办法》等13项业务规则。重点关注的内容有：

| 序号 | 重点关注的内容有 |
|----|---|
| 1 | 根据修订后的《中国金融期货交易所会员管理办法》，商业银行申请成为 交易结算会员 后，具有在交易所进行交易的资格，并为其自身办理 结算、交割业务 。不得接受客户委托为其在交易所进行 期货交易 ，也不得接受客户委托为其在交易所办理 结算、交割业务 。 |
| 2 | 符合中国证监会及交易所规定的非期货公司会员可以开立交易编码。需要申请套期保值、套利额度的 非期货公司会员 和客户，应当 按照交易所有关规定分别开立套期保值、套利交易编码 。 |
| 3 | 商业银行作为交易结算会员可以以有价证券作为保证金 。利息归非期货公司会员所有；目前国债作为保证金的折扣比率为 80% ，国债作为保证金的金额不超过实有货币资金的 4倍 。以国债冲抵保证金，大大提高资金使用效率。 |
| 4 | 单边持仓限额为期货公司普通客户的2倍 ，中金所将 10年期国债期货合约 的持仓限额提高 1倍 ，进一步满足机构客户的持仓需求，单一非期货公司会员国债期货单边持仓理论上最大可以达到 4.8万手 ；同时实行大户持仓报告制度，单个非期货公司会员、客户国债期货单边总持仓占市场单边总持仓量超过 5% 的。前 5名非期货公司会员、客户国债期货单边总持仓占市场单边总持仓量超过10% 的 |
| 5 | 非期货公司会员直接向交易所提供期转现交易业务备案申请书， 备案后可参与期转现交易 。 |
| 6 | 参与交割的非期货公司会员，应当事先向交易所 申报国债托管账户后可参与交割业务 。 |
| 7 | 9月14日前暂不公布非期货公司结算会员的成交量、持仓量信息 。 |

1.3 商业银行暂未参与国债期货交易

- 根据规定，中金所自2020年9月14日起披露非期货公司结算会员国债期货持仓情况，不过目前并未看到有交易持仓出现，也就是意味着尽管五大行已成为中金所结算会员，但尚未参与国债期货交易。

成交持仓排名

期货 期权

T

日期: 2021-01-19

查询

产品:T

交易日:20210119

| 会员类别 | 总成交量 | 比上交易日增减 | 总持买单量 | 比上交易日增减 | 总持卖单量 | 比上交易日增减 |
|-----------|------|---------|-------|---------|-------|---------|
| 非期货公司结算会员 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

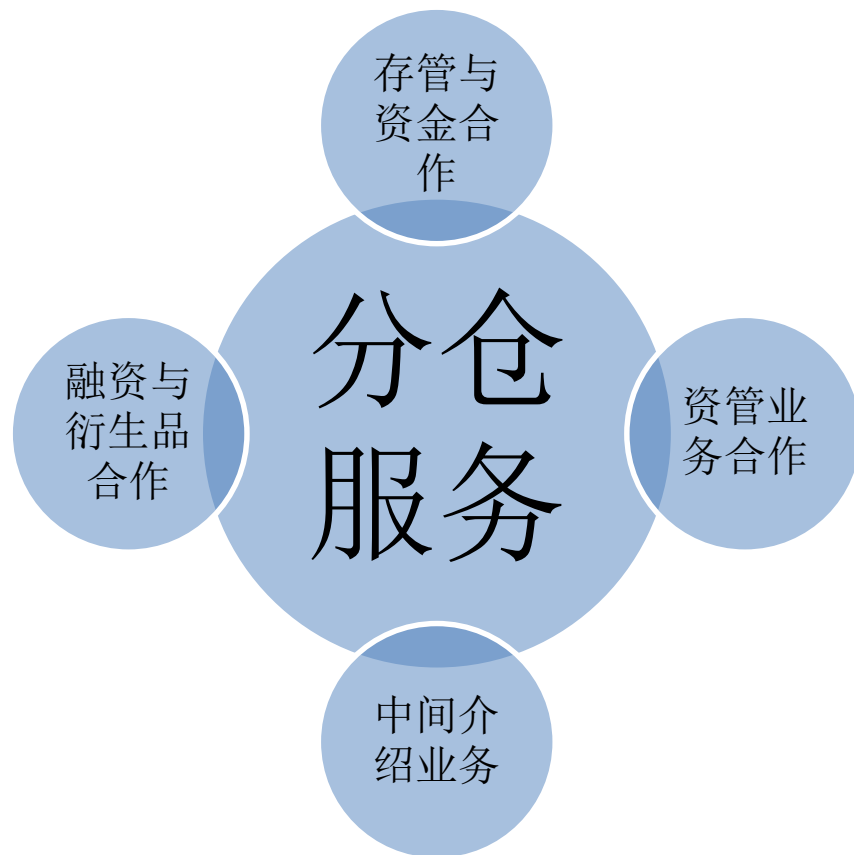
合约:T2103

交易日:20210119

| 成交量排名 | | | | 持买单量排名 | | | | 持卖单量排名 | | | |
|-------|------|-------|---------|--------|------|-------|---------|--------|------|-------|---------|
| 名次 | 会员简称 | 成交量 | 比上交易日增减 | 名次 | 会员简称 | 持买单量 | 比上交易日增减 | 名次 | 会员简称 | 持卖单量 | 比上交易日增减 |
| 1 | 上海东证 | 12546 | -3105 | 1 | 永安期货 | 12429 | -176 | 1 | 国泰君安 | 11723 | -477 |
| 2 | 国泰君安 | 11275 | -2862 | 2 | 中信期货 | 11189 | -211 | 2 | 中信期货 | 11116 | -375 |
| 3 | 中信期货 | 6770 | -2632 | 3 | 国投安信 | 7502 | -75 | 3 | 银河期货 | 9222 | 182 |
| 4 | 华泰期货 | 5197 | -1351 | 4 | 国泰君安 | 6539 | -668 | 4 | 宏源期货 | 7893 | -57 |
| 5 | 海通期货 | 3655 | -915 | 5 | 华泰期货 | 6529 | -193 | 5 | 海通期货 | 7440 | -143 |
| 6 | 国金期货 | 3107 | 2 | 6 | 上海东证 | 6211 | -388 | 6 | 国投安信 | 5325 | -9 |
| 7 | 平安期货 | 2811 | 38 | 7 | 中粮期货 | 3946 | 54 | 7 | 华泰期货 | 5138 | 658 |
| 8 | 浙商期货 | 2395 | -1948 | 8 | 银河期货 | 2828 | -16 | 8 | 上海东证 | 4934 | -150 |
| 9 | 国投安信 | 2058 | -2116 | 9 | 广发期货 | 2814 | 188 | 9 | 招商期货 | 3944 | 36 |
| 10 | 格林大华 | 1843 | 221 | 10 | 大越期货 | 2550 | -9 | 10 | 和融期货 | 3787 | -140 |
| 11 | 申银万国 | 1843 | -2172 | 11 | 国信期货 | 2437 | -315 | 11 | 永安期货 | 3719 | 112 |
| 12 | 宝城期货 | 1792 | 324 | 12 | 申银万国 | 2391 | -115 | 12 | 国金期货 | 3240 | -352 |
| 13 | 兴证期货 | 1484 | 164 | 13 | 五矿经易 | 2231 | 26 | 13 | 浙商期货 | 2526 | -146 |
| 14 | 宏源期货 | 1254 | 114 | 14 | 平安期货 | 2141 | -312 | 14 | 东海期货 | 2155 | 214 |
| 15 | 国信期货 | 1162 | -304 | 15 | 浙商期货 | 2088 | 19 | 15 | 广发期货 | 1898 | 152 |

1.4 为首批试点银行提供分仓服务

- 首批试点的五大行作为中金所交易结算会员直接参与国债期货交易，但期货公司也可以为首批试点银行提供分仓服务。并在存款与资金合作、资管业务合作、中间介绍业务、融资与衍生品合作等领域开展银期合作，从而逐步建立起全面合作关系。
- 截止2020年上半年末，银行业金融机构4500多家，总资产331.89万亿元，自营和理财持有债券规模超过70万亿，面临的利率风险巨大，亟需参与国债期货市场进行利率风险管理。



1.4 重点瞄准股份制和中小银行

- 未来，随着试点的逐步扩大，股份制或中小银行或将作为期货公司的客户参与。
- 期货公司要重点瞄准股份制和中小银行，可以充分发挥在衍生品方面积累的专业优势，在国债期货交易培训、系统接入、风控管理、衍生品团队搭建等方面提供顾问服务，开展全面合作关系。部分上市股份制和中小银行交易性金融资产排名如右表所示。

表1：部分上市银行交易性金融资产排名(亿元)

| 代码 | 名称 | 总市值 | 交易性金融资产规模 |
|-----------|------|---------|-----------|
| 601166.SH | 兴业银行 | 3789.21 | 7073 |
| 600016.SH | 民生银行 | 2574.98 | 4787 |
| 600000.SH | 浦发银行 | 3261.02 | 4343 |
| 601229.SH | 上海银行 | 1246.90 | 3502 |
| 601998.SH | 中信银行 | 2588.90 | 3223 |
| 600036.SH | 招商银行 | 8436.68 | 3087 |
| 600919.SH | 江苏银行 | 847.36 | 2773 |
| 002142.SZ | 宁波银行 | 1177.14 | 1967 |
| 000001.SZ | 平安银行 | 2120.55 | 1639 |
| 601818.SH | 光大银行 | 1935.71 | 1581 |
| 601009.SH | 南京银行 | 724.38 | 1487 |
| 601169.SH | 北京银行 | 1238.98 | 1407 |
| 600926.SH | 杭州银行 | 423.75 | 1104 |
| 601838.SH | 成都银行 | 306.32 | 708 |
| 601577.SH | 长沙银行 | 317.18 | 674 |
| 002936.SZ | 郑州银行 | 266.45 | 661 |
| 600015.SH | 华夏银行 | 1150.96 | 484 |
| 002839.SZ | 张家港行 | 103.21 | 458 |
| 002958.SZ | 青农商行 | 438.33 | 454 |
| 601997.SH | 贵阳银行 | 293.53 | 371 |
| 002948.SZ | 青岛银行 | 268.45 | 238 |
| 600928.SH | 西安银行 | 360.89 | 135 |
| 002807.SZ | 江阴银行 | 101.64 | 135 |
| 600908.SH | 无锡银行 | 105.35 | 113 |
| 601128.SH | 常熟银行 | 211.05 | 100 |
| 601860.SH | 紫金银行 | 247.84 | 76 |
| 603323.SH | 苏农银行 | 99.64 | 55 |

资料来源：Wind，申万期货研究所

1.4 把握银行理财子公司开业机会

- 2018年12月份以来，共18家银行理财子公司获批筹建，其中，11家已经开业，注册资金从10亿元到160亿元不等。

| 排序 | 名称 | 简称 | 筹建批准时间 | 开业时间 | 注册资本金（亿元） | 注册地 |
|----|-------------|-------|------------|------------|-----------|-----|
| 1 | 建信理财有限责任公司 | 建信理财 | 2018/12/26 | 2019/5/20 | 150 | 深圳 |
| 2 | 中银理财有限责任公司 | 中银理财 | 2018/12/26 | 2019/6/24 | 100 | 北京 |
| 3 | 农银理财有限责任公司 | 农银理财 | 2019/1/4 | 2019/7/22 | 120 | 北京 |
| 4 | 交银理财有限责任公司 | 交银理财 | 2019/1/4 | 2019/5/28 | 80 | 上海 |
| 5 | 工银理财有限责任公司 | 工银理财 | 2019/2/15 | 2019/5/20 | 160 | 北京 |
| 6 | 光大理财有限责任公司 | 光大理财 | 2019/4/16 | 2019/9/24 | 50 | 青岛 |
| 7 | 招银理财有限责任公司 | 招银理财 | 2019/4/16 | 2019/10/31 | 50 | 深圳 |
| 8 | 中邮理财有限责任公司 | 中邮理财 | 2019/5/28 | 2019/12/3 | 80 | 北京 |
| 9 | 兴银理财有限责任公司 | 兴银理财 | 2019/6/6 | 2019/12/13 | 50 | 福州 |
| 10 | 杭银理财有限责任公司 | 杭银理财 | 2019/6/24 | 2019/12/20 | 10 | 杭州 |
| 11 | 宁银理财有限责任公司 | 宁银理财 | 2019/6/26 | 2019/12/19 | 10 | 宁波 |
| 12 | 徽银理财有限责任公司 | 徽银理财 | 2019/8/21 | 未开业 | 20 | 未公布 |
| 13 | 信银理财有限责任公司 | 信银理财 | 2019/12/4 | 未开业 | 50 | 未公布 |
| 14 | 南银理财有限责任公司 | 南银理财 | 2019/12/9 | 未开业 | 20 | 未公布 |
| 15 | 苏银理财有限责任公司 | 苏银理财 | 2019/12/19 | 未开业 | 20 | 未公布 |
| 16 | 平安理财有限责任公司 | 平安理财 | 2019/12/27 | 未开业 | 50 | 未公布 |
| 17 | 青银理财有限责任公司 | 青银理财 | 2020/2/11 | 未开业 | 10 | 未公布 |
| 18 | 渝农商理财有限责任公司 | 渝农商理财 | 2020/2/20 | 未开业 | 20 | 重庆 |

1.4 把握银行理财子公司开业机会

- 根据《商业银行理财子公司管理办法》，银行理财子公司从事理财业务活动，经认定存在刚性兑付行为的，要予以处罚。这意味着打破刚性兑付，实行净值化管理，面临较大的利率风险。
- 银行理财子公司发行投资衍生产品的理财产品的，应当按照《银行业金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》获得相应的衍生产品交易资格，并遵守国务院银行业监督管理机构关于衍生产品业务管理的有关规定。
- 银行理财子公司刚开业时，衍生品类资产的投研能力相对较弱，期货公司可以协同证券研究所，帮助银行理财子公司建立研究体系，提供适合其理财产品的衍生品风险管理方案，进一步增加金融产品供给，更好地满足金融消费者多样化金融需求。

主要内容

- 一、商业银行参与国债期货的规定
- 二、保险机构参与国债期货的规定
- 三、参与国债期货的风险管理方案

2.1 保险资金参与国债期货交易规定落地

- 7月1日，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》。



- 随着《保险资金参与国债期货交易规定》的落地，意味着保险资金参与国债期货交易正式开闸，符合条件的保险机构即可递交参与国债期货交易的申请。

2.2 保险资金参与国债期货交易规定主要内容

| 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）对冲或规避现有资产风险；（二）对冲未来半年内拟买入资产风险，或锁定其未来交易价格； （三）对冲或规避资产负债错配导致的利率风险。 |
| 方式 | 以确定的资产组合为基础，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，制定合理的交易策略，并履行内部决策程序； （二）根据衍生品办法规定，制定风险对冲方案； （三）根据公司及资产组合实际情况，动态监测相关风险控制指标，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）建立国债期货有关交割规则，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，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； （二）买入国债期货合约价值不得超过该资产组合净值的50%； （三）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； （四）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%； （五）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。 |
| 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）风险管理系统能够实现对国债期货交易的实时监控，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 | 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。 （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）持仓比例不再符合本规定要求的，应当在15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。（二）每半年回溯国债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。 |
| 所选期货公司 | （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； （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； |

2.3 保险资金参与国债期货与股指期货的区别

| 内容 | 参与国债期货交易规定主要内容 | 参与股指期货交易规定主要内容 | 对比 |
|----------------------|---|--|--|
| 参与目的 (原文第三条) | (二) 对冲未来半年内拟买入资产风险, 或锁定其未来交易价格; (三) 对冲或规避资产负债错配导致的利率风险。 | (二) 对冲未来三个月内拟买入资产风险, 或锁定其未来交易价格; | 1、考虑到债券的持有期限相对比股票要长, 且国债期货的合约只有季月, 对于对冲未来债券资产风险的期限放宽到半年, 可以覆盖到两个国债合约; 2、满足人身保险公司管理资产负债错配的利率风险所新增的, 同时也要求人身保险公司要进行严格测试和审批。 |
| 卖出及买入合约限额 (原文第七条) | 任何交易日日终: (一) 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等固定收益类资产管理产品资产的 账面价值 ; (二) 买入国债期货合约价值 不得超过该资产组合 净值的50% ; (四) 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% ; | 任何交易日日终: (一) 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等权益类资产管理产品资产账面价值的 102% ; (二) 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% 。 (四) 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 。 | 1、股指期货卖出合约价值略微放宽; 2、买入合约价值国债期货比例更高; 3、买入国债期货合约价值有总资产比例的限制; 买入股指期货合约价值不超过规定的投资比例上限。 |
| 参与方式 (第十条) | 保险机构参与国债期货交易, 应当建立 国债期货有关交割规则 ; 对 实物交割的品种 , 应当充分评估交割风险, 做好应急预案。 | 无 | 由于国债期货是实物交割, 与股指期货的现金交割不同, 因此要求保险机构要充分评估交割风险, 做好应急预案。 |

2.3 保险资金参与金融衍生产品交易办法变化

| | 保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法 (2012) | 保险资金参与金融衍生产品交易办法 (2020) | 区别说明 |
|--------------|--|---|--|
| 对拟买入资产时间的规定 | <p>第五条规定：保险机构参与衍生品交易，仅限于对冲或规避风险，不得用于投机目的，包括：</p> <p>（一）对冲或规避现有资产、负债或公司整体风险；</p> <p>（二）对冲未来一个月内拟买入资产风险，或锁定其未来交易价格。</p> <p>本条第（二）项所称拟买入资产，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。</p> | <p>第五条 保险资金参与衍生品交易，应当以对冲或规避风险为目的，不得用于投机目的。包括：</p> <p>（一）对冲或规避现有资产风险、负债风险或资产负债错配风险；</p> <p>（二）对冲未来拟买入资产风险，或锁定其未来交易价格，具体期限视不同品种另行规定。</p> <p>本条第（二）项所称拟买入资产，应当是机构按其投资决策程序，已经决定将要买入的资产。未在决定之日起的规定期限内买入该资产，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决定之日起的一定期限内，终止、清算或平仓相关衍生品。</p> | <p>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》里面并将其延长为三个月；</p> |
| 对保险公司偿付能力的要求 | 无 | <p>第七条 保险集团（控股）公司、保险公司自行参与衍生品交易，保险公司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；</p> <p>第八条 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，保险公司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；</p> | <p>增加了对保险公司偿付能力和资产负债管理能力的要求；</p> |

2.3 保险资金参与股指期货交易规定

- 《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。

| | 保险资金参与股指期货交易规定 (2012) | 保险资金参与股指期货交易规定 (2020) | 区别说明 |
|---------------|---|--|---|
| 卖出及买入 合约限额 | <p>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。</p> <p>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。</p> <p>本条所指卖出股指期货合约价值与买入股指期货合约价值，不得合并轧差计算。</p> | <p>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%。</p> <p>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。</p> <p>本条所指卖出股指期货合约价值与买入股指期货合约价值，不得合并轧差计算。</p> | <p>1) 增加了买入股指期货额度的规定；</p> <p>2) 放宽了卖出股指期货的额度；</p> |
| 明确合同权责约定 | | <p>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股指期货交易的，应在保险资金委托合同或投资指引中明确约定参与股指期货交易的目的、比例限制、估值方法、信息披露、风险控制、责任承担等事项。</p> | <p>委托合同或投资指引中明确合同权责约定</p> |
| 增加回溯报告 | | <p>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。</p> | <p>增加回溯报告，纳入报告并每半年向银保监会报告</p> |

2.4 保险机构参与国债期货面临的问题

- 意见明确指出保险资金参与国债期货交易，应当以对冲或规避风险为目的。要求保险公司具有良好的公司治理结构，以及健全的衍生品交易业务操作、内部控制和风险管理制度；建立投资交易、会计核算和风险管理等信息系统；配备衍生品交易专业管理人员等。为尽早取得国债期货交易的资格，需要保险公司相关业务单位和部门协同配合，从组织结构上做好准备，以确保研究分析、投资决策、交易执行及风险控制各环节规范运作。

表2-1 保险参与国债期货满足必备条件需准备工作

| 必备条件 | 保险准备工作 |
|-----------|---|
| 内部控制制度 | 做好制度、岗位、人员、信息系统的安排（要求：遵守管理规范，强化风险管理） 开立国债期货交易账户（要求：账户、资产、交易、核算等的独立管理） 制定合理的交易策略，履行内部决策程序（要求：根据资产配置和风险管理要求） |
| 全面的风险管理制度 | 制定风险对冲方案（要求：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） 履行内部审批程序（要求：内部审批需要包括风险管理部门意见） 设定风险控制指标（包括：国债期货风险敞口、风险对冲比例、风险对冲有效性及保证金管理） 建立国债期货有关交割规则（充分评估交割风险，做好应急预案） |
| 业务处理系统 | 建立国债期货交易管理系统和估值系统（要求：稳定高效，且能够满足交易和估值需要） 建立风险管理系统（要求：实现对国债期货交易的实时监控，能够及时预警） 建立相应的备份通道（要求：能够与合作的交易结算机构信息系统对接） |
| 专业的管理团队 | 投资交易不少于5名，风险风控不少于3名，清算核算不少于2名。 （要求：上述专业人员不得兼任；均通过期货从业考试；负责人5人以上期货或证券从业经验，业务经理3年以上） |
| 业务操作流程 | 与交易结算机构签订协议，明确双方权利和义务（包括：国债期货业务交易、保证金管理结算、风险控制及数据传输等事项） 与资产托管机构签订协议，明确双方权利和义务（包括：国债期货业务的资金划拨、清算、估值等事项） |

2.5 保险资金参与期货交易现状

- 2012年保险公司便获批参与股指期货。2015年基本养老保险基金投资范围增加国债期货，2018年部分养老基金投资国债期货获得试点。此次保险资金参与国债期货交易落地后，符合条件的保险机构即可递交参与国债期货交易的申请。

2012年10月23日发布《保险资金参与金融衍生产品交易暂行办法》和《保险资金参与股指期货交易规定》

2015年8月23日发布《基本养老保险基金投资管理办法》

2020年2月21日，国务院同意分批推进商业银行和保险机构参与国债期货交易

7月1日，银保监会发布了《保险资金参与国债期货交易规定》

- 截至2020年5月末，保险公司资产规模达到21.99万亿，投资资金运用余额19.69万亿，其中持有的债券规模6.82万亿，面临较大的利率风险。
- 保险和保险资产管理公司共计212家，其中集团（控股）保险公司13家，财产保险公司86家，人身保险公司89家，再保险公司10家，资产管理公司14家。

2.5 保险机构参与要求，关注人身保险公司机会

- 保险集团（控股）公司、保险公司自行参与衍生品交易，应当符合以下要求：
 - 保险公司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；（委托参与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；）
 - 近两年未受到监管机构重大行政处罚；
- 保险公司可以用国债期货对冲或规避资产负债错配导致的利率风险。
 - 满足人身保险公司（89家）管理资产负债错配的利率风险所新增的，同时也要求人身保险公司要进行严格测试和审批。

主要内容

- 一、商业银行参与国债期货的规定
- 二、保险机构参与国债期货的规定
- 三、参与国债期货的风险管理方案

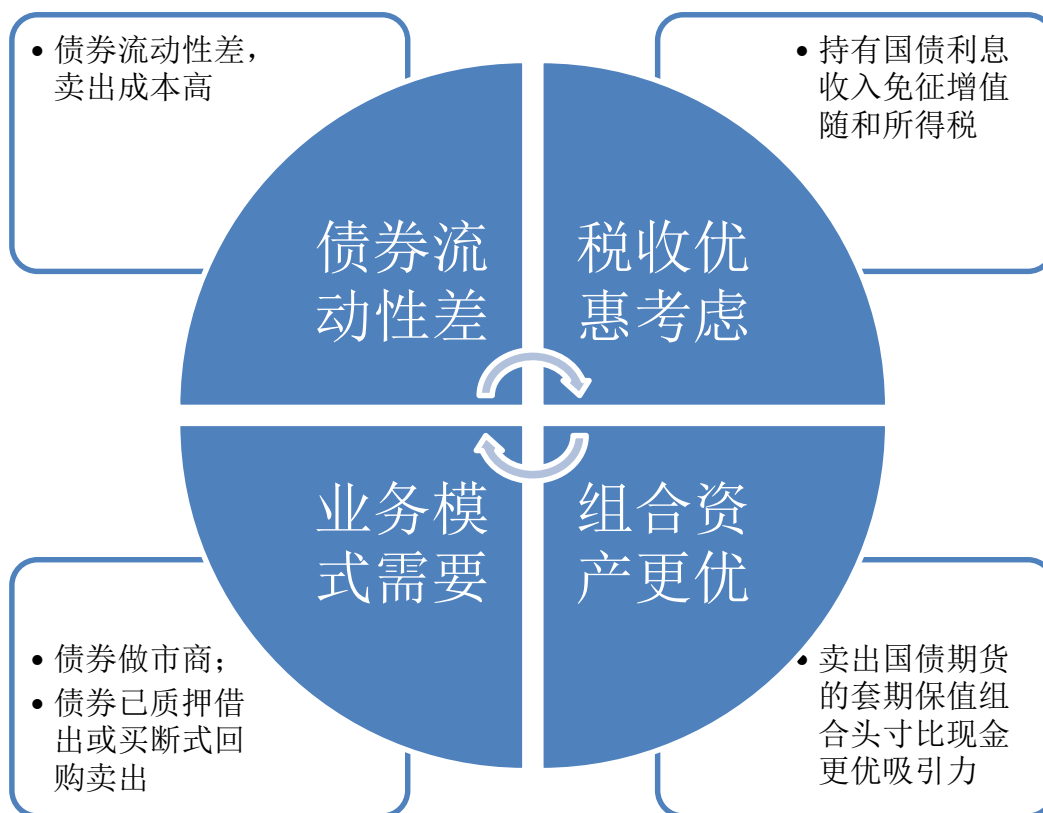
3 国债期货上市以来的交易策略机会情况

- 国债期货自2013年9月份上市以来，经历了一轮半的牛熊周期，各类策略都有一定的表现。5年期国债期货上市之后尤其是10年期国债期货上市的那段时间里，正向期现套利机会非常明显，部分头部券商获利丰厚。
- 2016年年底的大跌中，套期保值功能凸显，部分基金公司有效规避净值大幅回撤。
- 2017年下半年时，5年期和10年期利率倒挂，跨品种套利机会明显，此外还有跨期等套利机会。



3.1 运用国债期货进行套期保值的动机

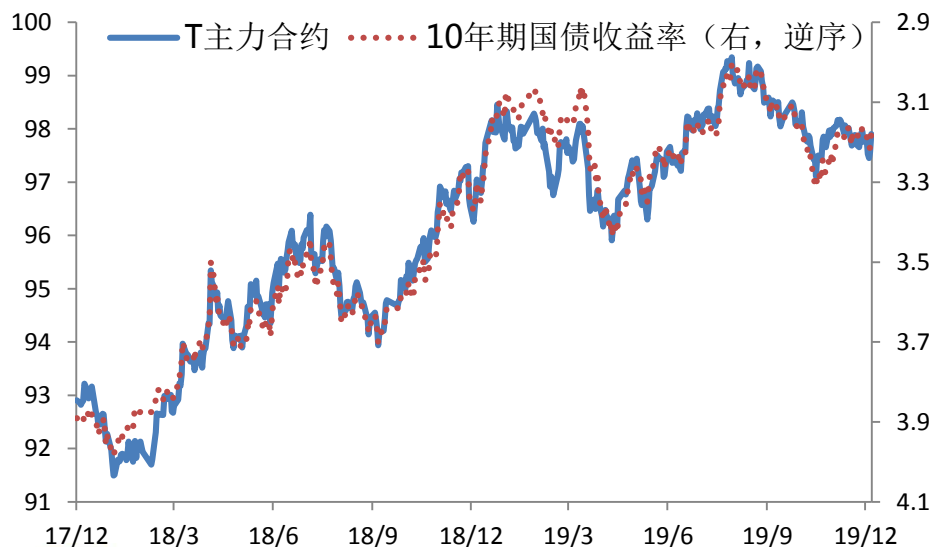
- 国债期货的一个主要用途是用来降低风险，具有集中撮合竞价，交易透明度高，信用风险低、杠杆交易、双向交易和T+0交易等众多特点，能便于机构等快速有效规避利率风险，降低套期保值成本。
- 债券投资经理用国债期货套期保值而不是简单卖出债券的原因可能有：



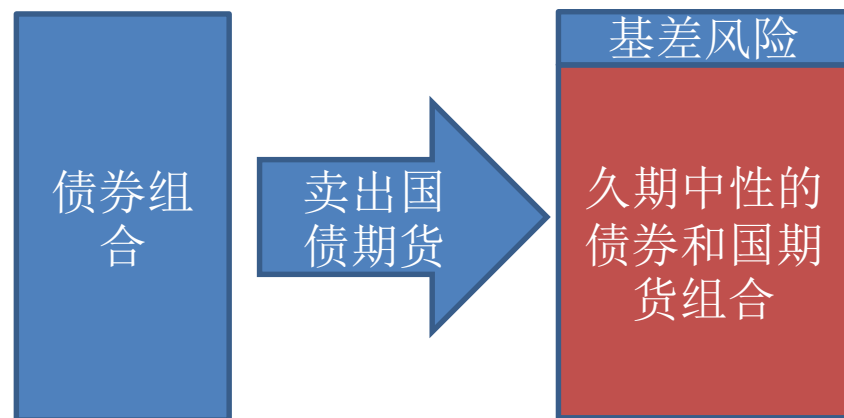
3.1 国债期货套期保概念与原理

- 套期保值是国债期货最基本、最重要的市场功能之一。现货持有者利用期货市场来对冲现货价格波动的风险，使得期货和现货的组合头寸风险尽量呈现中性。。
- 套期保值的原理：
 - 期货和标的现货价格之间会存在较强的相关关系，期货与标的现货价格走势基本一致。
 - 随着期货合约到期日的临近，国债期货的交割制度保证了现货市场与期货市场价格趋向一致。
- 套期保值将投资者现券敞口的利率风险转变为现货与期货价格差异的基差风险。

T主力合约和10年期国债收益率走势（元/%）



国债期货套保示意图



资料来源：Wind，申万期货研究所

3.2 国债期货套期保值类型及对应的情形

➤ **持有现券或承销、做市对冲风险：**当预期利率上升，通过卖出国债期货获得盈利弥补现货市场的损失。

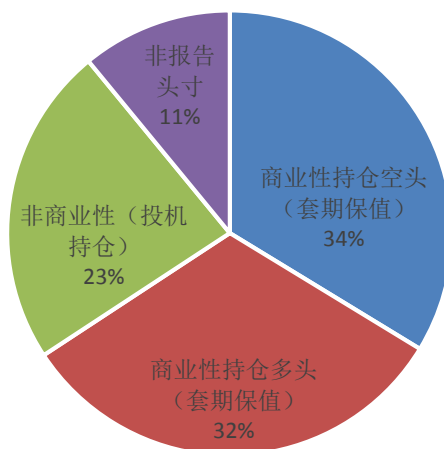
➤ **构建久期中性债券组合：**资管产品要求打破刚性兑付，实行净值化管理背景下，通过债券现货和期货组合设计收益相对稳定的资管产品。

➤ **控制借款成本：**需要在将来借入款项的投资者用来防范利率的上升。



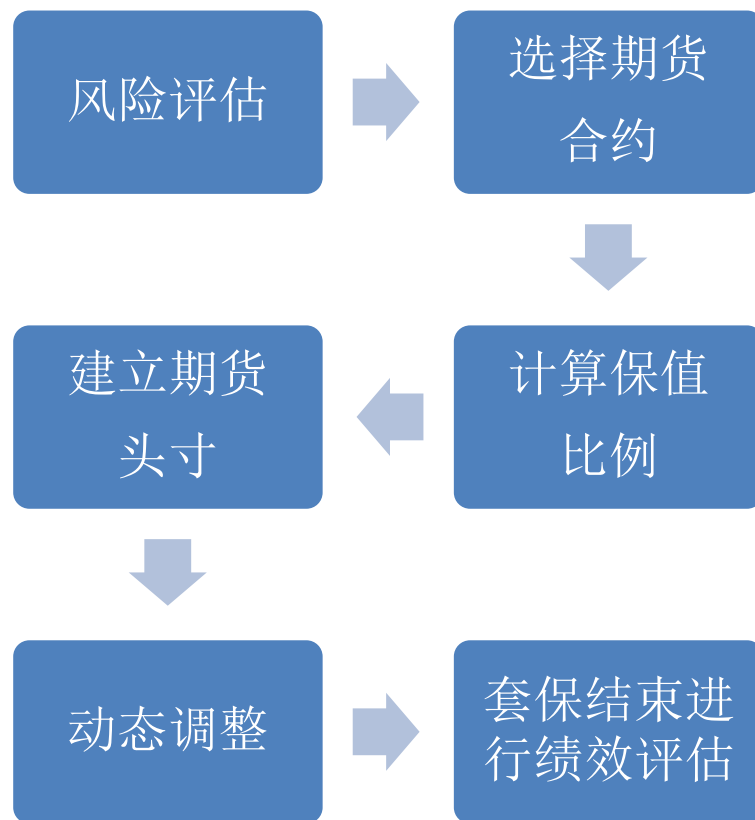
➤ **锁定未来买入债券的成本。**投资预期将来买入债券，预期利率下行，则可以先在国债期货市场买入期货，锁定未来买入现券的成本。

芝加哥商品交易所10年期国债期货持仓结构



3.3 国债期货套期保值的流程

- **风险评估：**根据自身持债组合情况，结合对未来利率走势的预判，确定是否进行套期保值、保值的方向和程度。
- **选择期货合约：**现券久期、套保期限、合约流动性、不同期货合约基差水平。
- **计算保值比例：**一般有基点价值法、久期中性法、收益率 β 法等。
- **建立期货头寸：**综合考虑冲击成本、升贴水及其价差结构的基础上利用算法交易优化分批建仓头寸；
- **动态调整：**根据套保比例的变动动态调整期货合约头寸。
- **套保结束：**决定是否到期交割或平仓套保，进行绩效评估



3.4 国债期货套期保值：套保比率计算

- **套期保值比率 (Hedge Ratio)** 是指债券现货组合价格变动与一张期货合约价格变动的比例。在完美套期保值下，由于利率波动引起的现货价格波动的损失应正好被期货头寸的盈利冲抵。

$$HR = \text{债券组合价格变化} / \text{每个期货合约价格变化}$$

- **方法1：修正久期法**

- 久期度量了债券价格随利率变动时的波动特征。根据经验法则，国债期货合约的修正久期等于最便宜可交割债券（CTD）的修正久期。从而可以计算出最优的套期保值比率：

$$HR = \frac{S_t}{S_{F,t}} \times \frac{D_m}{D_{m,CTD}}$$

- **方法2：基点价值法**

- 除了久期外，另一种衡量债券价格波动性的指标就是基点价值（BPV），即债券收益率变化一个基点（0.01个百分点）时，债券价格的变动额。

$$HR = \text{CTD券的转换因子} \times \frac{\text{债券BPV}}{\text{CTD券BPV}}$$

3.5 国债期货套期保值案例

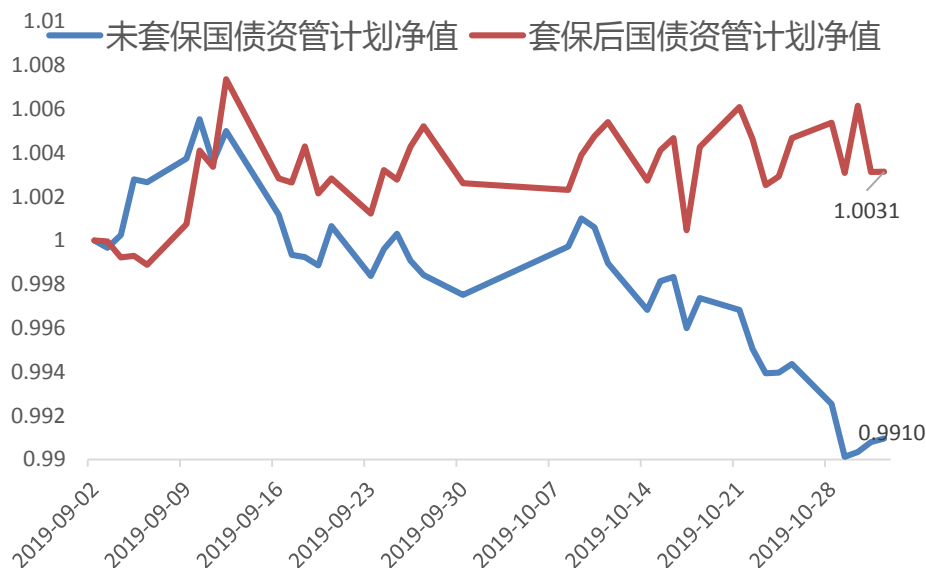
- 2019年9月2日，假设资管计划规模1亿元，其中9500万投资于相应债券（18付息国债04），500万用于作保证金做空10年期国债期货T1912合约对冲现货资产，T1912合约当日价格为98.775元，最便宜可交割券是180027，转换因子是1.0194

| 债券 | 180004.IB | 180027.IB |
|------|-----------|-----------|
| 估价全价 | 106.2286 | 102.4325 |
| 修正久期 | 7.0684 | 7.7441 |
| 基点价值 | 0.0751 | 0.0793 |

套保前后净值对比

| 计算方法 | 对冲系数HR | 对冲手数 |
|-------|--|--|
| 修正久期法 | $106.2286^* 7.0684 / 98.775^* 7.7441 = 0.9816$ | $9500\text{万} / 106.2286 / 100\text{万} * 0.9816 = 87.78 \text{约} 88 \text{手}$ |
| 基点价值法 | $1.0194 * 0.0751 / 0.0793 = 0.9654$ | $9500\text{万} / 106.2286 / 100\text{万} * 0.9654 = 86.33 \text{手约} 86 \text{手}$ |

数据上看，两者是比较接近的，考虑到基点价值法比修正久期法更加精确，选择基点价值法作为对冲手数。



资料来源：Wind，申万期货研究所

3.6 国债期货管理资产组合久期

- 完美的套期保值方法是将整个组合的久期将至0来达到套保的效果。实际套保时，不一定全额套保，可能作部分套保，也就是实现调整组合久期的效果。加入国债期货后新组合的久期为：

$$\text{新组合久期} = \frac{\text{原组合久期} \times \text{原组合市值} + \text{期货久期} \times \text{期货市值} (\text{期货头寸} \times \text{期货价格} \times \text{乘数})}{\text{原组合市值}}$$

- 如需将资管计划修正久期调降至3，那么需要的期货头寸为：

$$\text{期货头寸} = \frac{\text{原组合市值} \times (\text{原组合久期} - \text{新组合久期})}{\text{期货久期} \times \text{期货价格} \times \text{乘数}} = \frac{1000000000 \times (7.0684 - 3)}{7.7441 \times 98.775 \times 10000} \approx 53 \text{手}$$



3.7 套期保值比率 β 调整

- 在实际应用中，需要对前面计算得到的套期保值比率按照被保值债券的特征进行适当调整。常用的方法就是收益率 β 系数法。
- 用历史数据，建立被保值债券收益率与最便宜可交割债券收益之间的回归方程：

$$r_b = \alpha + \beta r_{CTD} + \varepsilon$$

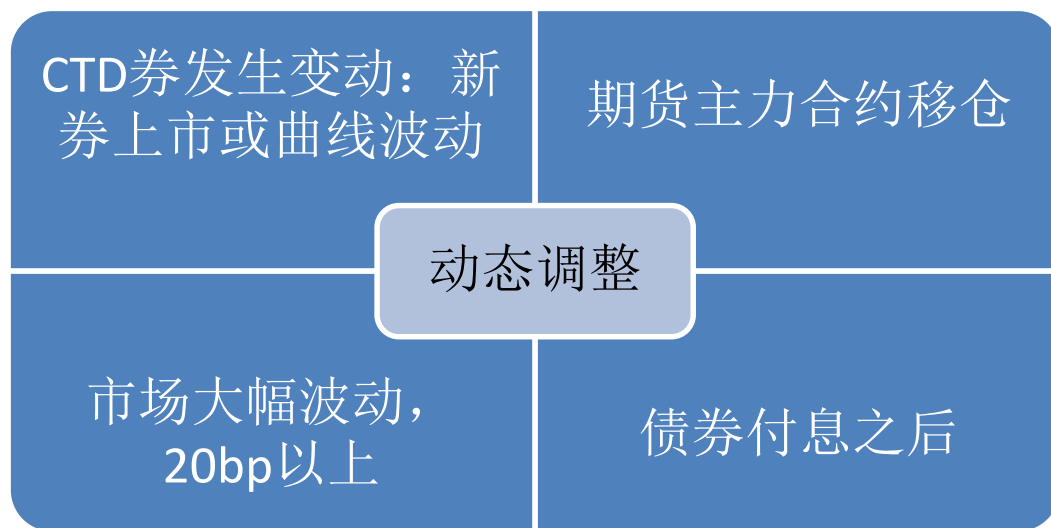
其中 r_b 表示被保值债券的收益率， r_{CTD} 表示期货对应CTD 债券的收益率， ε 是误差项， α 和 β 分别是截距和回归系数。

- 利用回归分析可以得到系数 β 的估计值，称为收益率 β ，表示被保值债券与CTD 债券收益率间的相对变动率，即CTD 债券收益率变动1%时，被保值债券收益率变动 $\beta\%$ 。

调整后的套期保值比率 $HR' = HR \times \beta$

3.8 套期保值比率动态调整

- 套期保值过程中，一般需要对套保比例进行动态调整，尤其在风险管理期限较长，风险管理目标严格时，以下几种触发条件下调整套期保值比例：



- 但考虑到交易成本以及市场每时每刻都在变动等实际因素，动态调整并不需要过于频繁。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本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买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。