

## 银保入市对国债期货市场影响以及分析

东海期货 | 2020年3月9日

研究所 宏观策略组

### 事件

#### 贾利军

从业资格证号: F0256916  
投资分析证号: Z0000671  
联系电话: 021-68757181  
邮箱: jialj@qh168.com.cn

#### 陈炳宜 联系人

联系电话: 021-68757223

2月21日,证监会财政部,人民银行以及银保监会联合发布公告,允许银行和保险分批推进参与国债期货交易的通知,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。3月1日中国金融期货交易所发布了《关于商业银行参与国债期货业务试点有关事项的通知》,确了商业银行参与国债期货试点的首批相关规则。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)。

### 点评

为什么现在才启动?国债期货市场起步较晚,2013年5年期国债合约才正式上市,随后在2015年不到两年的时间内,10年期国债上市,而两年期国债则是在2018年上市。另一方面,国债期货市场交易实行一个保证金制度的交易,具有较高的杠杆性,在没有充分准备的前提下,允许大量的资金进入,很有可能给市场带来剧烈的波动,甚至价格操纵以及逼仓事件的发生。从2017年以来,在金融监管政策不断趋严的背景下,银保监会先后就金融乱象出台“三三四十”等方面的监管政策,导致监管层认为银行和保险进入国债期货市场的时机还未到。

银行和保险要如何入市?3月1号中金所发布的规定中在会员制度上进行了重大调整,将首次引入非期货公司会员,使得商业银行以非期货会员进入国债期货市场成为可能。但是需要注意到条例中也明确规定,非期货公司交易会员不得接受客户委托为其在交易所进行期货交易。而非期货公司交易结算会员和非期货公司全面结算会员,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。也就意味着如果商业银行通过非期货会员的形式进入中金所交易只能对自己的资金进行交易,无法替其他客户在中金所交易。

银行自营资金有望率先入市。监管机构大概率不会一次性允许自营资金和理财资金同时进入国家期货市场交易,主要有两个方面考虑:第一,如果短期让大量的资金进入期货市场,很有可能导致价格剧烈波动,甚至

出现一个逼仓的现象，不利于期货市场平稳健康发展。第二，在新的增量资金进场时，市场往往需要一定时间的适应，比如据我们了解到的情况来看，当前国债期货持仓 80%是来自于机构，20%是来自于散户，而且商业银行在套保方面具有较强的驱动性，大量资金进入将导致整个市场流动性出现一定的影响，所以综合来看，在银保入市上将采取分段措施让资金逐渐流入市场，初级阶段预计自营资金将率先进入国债期货市场。

银保入市的影响。最直接的影响就是将有大量的资金入市，据保守估计至少是百亿级的。但是受到机构自身交易的特点（以风险管理为主），套保持仓方面将会出现大幅攀升，另外机构持仓占比也会看到进一步提高。除次之外，因为需要对现券进行风险对冲，银行和保险资金在期货市场的头寸更多的是以空头为主，可能会导致国债期货贴水幅度有所增加，从而导致基差中枢出现一定的抬升。另一方面，随着机构的进入，现货、期货以及互换的联动性将进一步增加，不同市场的价格在互相影响和传导的效率上会有明显抬升，使得期货价格发现功能有望进一步提高。

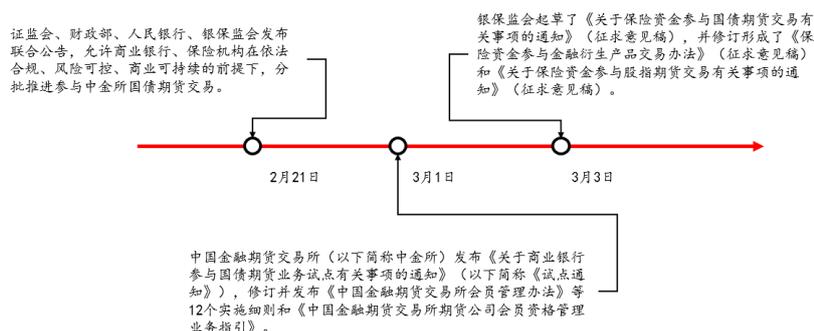
## 正文部分：

事件回顾：2月21日，证监会财政部，人民银行以及银保监会联合发布公告，允许银行和保险分批推进参与国债期货交易的通知，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。要求必须要是以风险管理为目的，并公布了首批试点单位分别是工商银行，中国银行，农业银行，建设银行以及交通银行。

3月1日中国金融期货交易所发布了《关于商业银行参与国债期货业务试点有关事项的通知》，确了商业银行参与国债期货试点的首批相关规则，新规定于3月9日起正式实施。根据规定，非期货公司交易会员不得接受客户委托为其在交易所进行期货交易。而非期货公司交易结算会员和非期货公司全面结算会员，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。

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）。专业管理人员方面要满足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；所选期货公司满足成立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%等要求；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，应当符合以下要求：董事会知晓相关风险，并承担参与衍生品交易的最终责任；保险公司上季度末综合偿付能力充足率不低于120%，财产保险公司和人身保险公司上一年资产负债管理能力评估结果不低于60分等要求。

图 1、事件回顾



资料来源：东海期货研究所

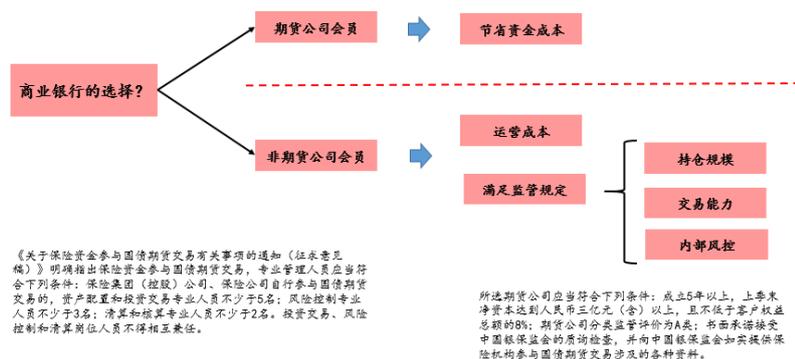
## 为什么银保入市现在才启动？

回顾历史，从2013年市场和监管层对于银保入市就非常关注，那么为什么到现在才开始启动？主要有两个方面的原因：第一是国债期货市场起步较晚，2013年5年期国债合约才正式第一，第1个国家期货品种才正式上市，随后在2015年不到两年的时间内，10年期国债上市，而两年期国债则是在2018年上市，所以说从整个进度来看的话，国债期货上市起步，相对来说比较晚。另一个方面就是国债期货市场交易，它是实行一个保证金制度的交易，具有较高的杠杆性，在没有充分准备的前提下，如果允许大量的资金进入国债期货交易，那么很有可能给市场带来剧烈的波动，很有可能发生一价格操纵以及逼仓事件的发生。而且从2017年以来，虽然整个社会对银保入市讨论有所增多，但是在那个阶段整是。但是我们知道2017年是中国金融监管元年，银保监会在年初分别出台了三三四十的行业自查，以及在年末的时候发布了资管新规等规定，导致监管部门认为银行和保险进入国债期货市场的时机还没。

## 银行和保险要如何入市？

参考国际管理，一般情况下银行和保险进入国家期货市场无非是通过两种办法，第一种就是通过期货公司参与交易，这种方式相对简便，对现有的法律和法规不需要任何修改，可以直接操作。另一个方法，就是以会员的身份参与期货市场交易，但这不仅要对其现有规定以及相关法律条例进行修改，而且还要商业银行建立独立的公司或部门来完成与交易所之间的交易和结算工作。在此之前参与中金所期货交易的都是通过期货公司来实现的，目前期货公司主要客户大概有四类，分别是自然人、一般法人、资产产品以及证券自营。一般的法人就是经常提到的企业客户资管，产品里还包括了证券资管，基金资管，期货资管等。但是在3月1号中金所发布的规定中在会员制度上进行了重大调整，将首次引入非期货公司会员，使得商业银行以非期货会员进入国债期货市场成为可能。但是需要注意到条例中也明确规定，非期货公司交易会员不得接受客户委托为其在交易所进行期货交易。而非期货公司交易结算会员和非期货公司全面结算会员，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。也就意味着如果商业银行通过非期货会员的形式进入中金所交易只能对自己的资金进行交易，无法替其他客户在中金所交易。

图 2、 商业银行面临的选择



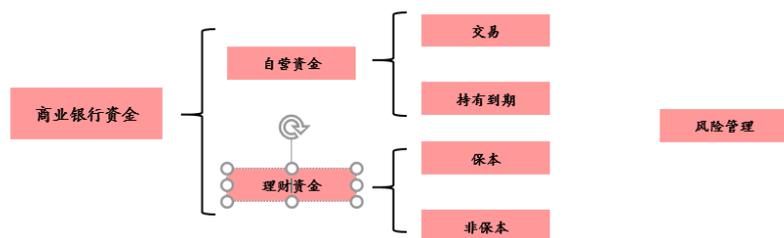
源：Wind、东海期货研究所

在初期阶段，五大行均会以非期货会员的形式参与中金所国债期货交易。在后续这个阶段中小型银行进入国债期货市场交易就面临了一定的选择，即通过期货公司形式还是非期货公司形式？比如通过期货公司交易的话，那么可以省去一些经营成本，可以在现有框架下直接进行参与。但是以非期货形式参与的话，一方面要负担一些场地及人工成本，另一方面还要满足监管方面的要求，比如说要设立内部风控，交易能力等等。表面上来看，通过期货公司参与交易更为便利，但这里面也涉及到一个问题，就是对金融机构净资本的相关要求。如果银行在期货公司存入了大量的保证金，那么期货公司就必须大幅提高净资本，这个时候对期货公司也会形成较大的压力，所以中小银行在选择以非期货会员的方式进入国债期货市场是还需要面临期货公司选择的问题。

### 银行自营资金有望率先入市

首先银行资金可以简单分为两大部分，第一个部分是银行自营资金，因为自营资金持仓可以进一步细分为交易类金融资产和持有到期类金融资产。持有到期资产不需要，逐日盯市，对冲需求并不是很大，而且持有到期账户一旦参与国债期货交易，将丧失一个税收方面的优势。交易类资产需要逐日盯市，当预判到市场趋势将出现转变而又难以减仓时，对风险对冲需求往往较大。而且自营资金又是银行的自有资金，相比较而言风险厌恶程度相对比较高，通过国债可以很好锁定收益避免受到市场波动。第二部分是银行理财资金，这里可以简单的分为保本和非保本两两种产品，保本类型主要是通过一定比例的金融衍生品来保证到期收入而非保本类型。非保本产品盈利目的性更强，潜在风险管理需求可能更大。从另外一个方面来看，监管机构大概率不会一次性允许自营资金和理财资金同时进入国家期货市场交易，主要有两个方面考虑：第一，如果短期让大量的资金进入期货市场，很有可能导致价格剧烈波动，甚至出现一个逼仓的现象，不利于期货市场平稳健康发展。第二，在新的增量资金进场时，市场往往需要一定时间的适应，比如据我们了解到的情况来看，当前国债期货持仓 80%是来自于机构，20%是来自于散户，而且商业银行在套保方面具有较强的驱动性，大量资金进入将导致整个市场流动性出现一定的影响，所以综合来看，在银保入市上将采取分段措施让资金逐渐流入市场，初级阶段预计自营资金将率先进入国债期货市场。

图 3、 商业银行资金结构



资料来源：东海期货研究所

### 银保入市的影响

首先银行和保险机构参与国债期货市场交易，最直接的影响就是将大量的资金入市，据保守估计至少是百亿级的。但是受到机构自身交易的特点（以风险管理为主），这些资金又会与散户和机构普通的资管机构存在明显的不同。因此随着资金进入市场，套保持仓方面将会出现大幅攀升，机构持仓占比也会看到进一步提高。除次之外，因为需要对现券进行风险对冲，银行和保险资金在期货市场的头寸更多的是以空头为主，可能会导致国债期货贴水幅度有所增加，从而导致基差中枢出现一定的抬升。最近几年，基差大约在 0.4 左右附近，在银保入市后，基差很有可能上升至 0.5-0.6 水平。第二期货价格发现功能有望进一步提高。在期货市场中散户占比偏高，而在现货市场也就是银行间市场中都是机构投资者，所以在银行和保险资金进入国债期货市场将使得价格波动有所降低，趋势性将更加明显，同时套利机会也将逐步减小。另一方面，随着机构的进入，现货、期货以及互换的联动性将进一步增加，使得不同市场的价格在互相影响和传导的效率上会有明显抬升。但也需要注意，在此之前银行在风险管理上主要通过 IRS，国债期货能否替代其风险对冲地位还需要进一步观察。

### 免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

### 联系方式：

公司地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码：200125

公司网址：www.qh168.com.cn