中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|金融衍生品专题报告

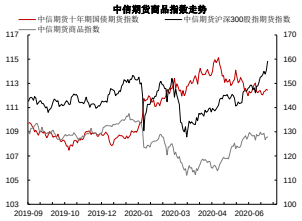
2020-07-02

保险资金参与金融衍生品规则及影响分析

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

7 月 1 日，银保监会下发保险资金参与金融衍生品的若干规定。我们认为新规之后或吸引险资参与股指买入套保，未来股指贴水或有所修复。同时险资入市国债期货将循序渐进，初期对于国债期货市场影响不大，但中期来看将整体提升市场的深度，增强期现联动。



摘要：

7 月 1 日，银保监会下发保险资金参与金融衍生品的若干规定，我们认为新规对于股债市场分别将产生如下影响：

- **买入套保规则变动利于修复股指贴水环境：**

此次文件主要涉及三方面修订：1）延长险资买入套保时长至 3 个月，此举利于吸引险资参与买入替代，并**有助于修复目前深度贴水的结构**；2）增加险资卖出套保的潜在容量，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，二是股指期货对冲市值的上限由现货账面价值的 100%提升至 102%，**可以更好的实现 β 对冲**；3）进一步明确保证金预留规模，防范流动性风险。

- **利于提升国债期货市场深度，增强期现联动，但初期影响有限：**

规则方面：规定明确了险资使用国债期货的一些事项：1）国债期货只能用于套期保值；2）针对于具体资产的买入套保，需满足半年以内期限要求；3）控制整体杠杆比例，以资产组合和以保险机构为基础参与的保险资金，杠杆比例不同，且后者可以合并轧差计算。同时，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。

影响方面：借鉴银行入市之后的经验，保险资金入市预计也将以“小步缓行”思路为主，初期对市场影响有限。从中期来看，市场深度有望逐步提升，特别是长久期品种可能会得到险资青睐，30 年期国债期货上市也值得期待。同时，保险入市将进一步匹配期现参与者结构，补充期货市场多头力量，增强期现市场联动性，在增加国债期货市场深度的同时最终反哺债券市场的发展。

金融衍生品团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号 F3004355
投资咨询号 Z0010982

姜沁
021-60812986
从业资格号 F3005640
投资咨询号 Z0012407

张菁
021-60812987
从业资格号 F3022617
投资咨询号 Z0013604

联系人：
刘道钰
021-60816784
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

摘要：. 1
一、保险资金参与金融衍生品规则变化 3
二、保险资金参与股指期货交易规则变化 4
三、保险资金参与国债期货的要求及影响 6
免责声明 10

图目录

图表 1：《保险资金参与金融衍生产品交易办法》变动细则. 3
图表 2：《保险资金参与股指期货交易规定》变动细则. 5
图表 3：银行入市前后 10 年期国债期货持仓与成交量. 8
图表 4：银行入市前后 5 年期国债期货持仓与成交量. 8
图表 5：10 年期国债期货基差 8
图表 6：5 年期国债期货基差 8

7 月 1 日，银保监会下发《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剖析。

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》条文变动如下：1）修改了买入套保持有时间，股指多单无需在持有 1 个月之后强平；2）增加保险公司自行或委托参与金融衍生品的条件，如上一年资产负债表管理能力评估结果不得低于 85 分；3）增加不得从事内幕交易、操纵衍生品的条款；4）增加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%的条文；5）发生违规行为、重大风险或异常情况需在 10 个工作日内上报银保监会。

图表1： 《保险资金参与金融衍生产品交易办法》变动细则

	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
资质条件（自行参与）		（二）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；（六）近两年未受到监管机构重大行政处罚；
资质条件（委托参与）		（二）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； （三）配备与衍生品交易相适应的监督和评价等专业管理人员；
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，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%，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

资料来源：Wind 中信期货研究部

二、保险资金参与股指期货交易规则变化

而保险资金参与股指期货交易的规则变动相对较多，下文一一分析各条文的影响：

1）买入套保：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

点评：该条文对于股指市场影响重大。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，而繁琐的流程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，当前深度贴水的现象也有望得到缓解。**

2）持仓限制：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%。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%

点评：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。

3）保证金：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

点评：明确保证金预留规模，此举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，此次规则修订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。

图表2：《保险资金参与股指期货交易规定》变动细则

	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，应当在规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

资料来源：Wind　中信期货研究部

三、保险资金参与国债期货的要求及影响

（一）保险资金参与国债期货的要求

《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。要点如下：

1. 参与目的要求：只能套期保值

根据规定第三条，保险资金参与国债期货交易要求不得用于投机目的，**应当以对冲或规避风险为目的。**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，如果是针对于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。**

也就意味着：1）**在套保对象上**，既可以是针对具体资产进行套保，也可以针对于整个资产负债错配导致的利率风险进行套保。2）**在套保方向上**，既可以进行买入套保，也可以进行卖出套保。

2. 参与期限要求：针对于具体资产的买入套保，需满足半年以内期限要求

根据第三条，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。

3. 参与形式要求：以资产组合或机构形式参与

根据第四条、第五条，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。

4. 参与比例要求：控制杠杆比例

根据第七条，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。具体来说：

1）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。

2）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。

5. 其他要求

保险机构参与国债期货还应在制度建设、风险控制、信息系统、人员管理、期货公司选择及监督管理和报告上遵循相应要求。

（二）对于国债期货市场的影响

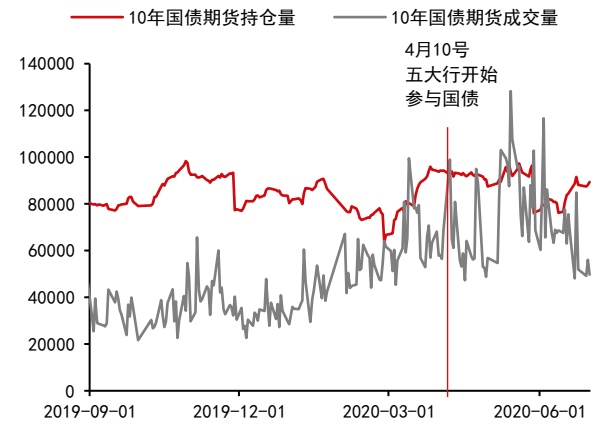
《保险资金参与国债期货交易规定》正式发布意味着，继 4 月商业银行正式参与国债期货之后，保险资金参与国债期货交易的进程也在加快推进。对于国债期货市场而言，我们认为，主要影响包括以下几个方面：

1. 潜在资金流入将提升市场深度，初期影响有限

根据我们此前在专题报告《银保入市，还有哪些问题值得关注？》中的分析和测算：考虑到银保入市初期，仍将以“小步缓行”思路，因此，我们假设其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更为类似，基于此，我们推算银保入市可能带来约 0.36 万手~4.58 万手的增量持仓。

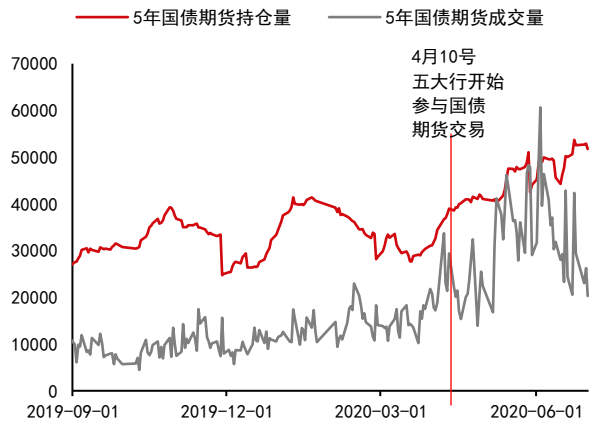
不过，从 4 月以来商业银行正式加入国债期货市场之后市场持仓规模变化情况来看，银保参与国债期货初期可能依然较为谨慎。由于交易所暂未公布银行的持仓、成交情况，因此，具体参与情况仍有待于 9 月之后非期货公司会员持仓披露规则正式实施之后，我们才有望进一步了解详细的信息。不过，从市场持仓规模变化来看，5 年期国债期货总持仓相对于 4 月初持仓水平增仓较为明显其余两个品种，10 年期国债期货和 2 年期品种持仓变化不大。当然，这一指标并不意味着实际的银行增量持仓，5 年期在 4 月和 5 月明显的波动放大也会推升市场的参与意愿。不过，这也一定程度反映出当前银行对于国债期货的参与仍较为谨慎，更多以“小步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

图表3： 银行入市前后 10 年期国债期货持仓与成交量



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表4： 银行入市前后 5 年期国债期货持仓与成交量



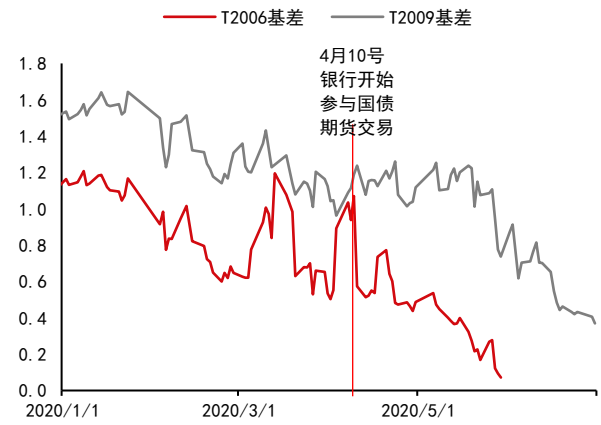
资料来源：Wind 中信期货研究部

2. 丰富国债期货市场的投资者结构，增强期货、现货市场之间的联动性

大的框架来说，保险资金的入市将进一步匹配期、现市场参与者结构，这无疑将改善此前部分参与者无法通过期货市场表达对市场看法的问题，增强期现之间的联动性。**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。

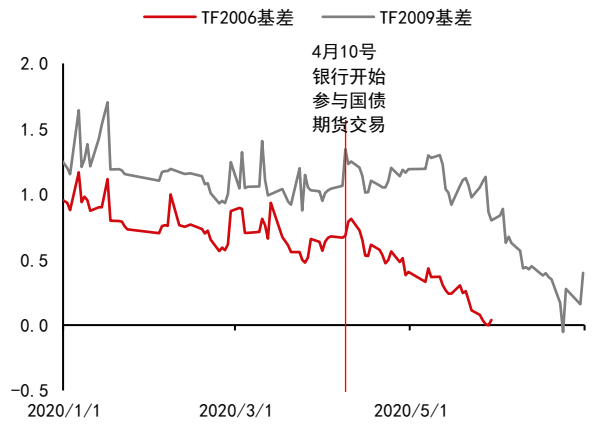
不过，结合前文分析，银保参与国债期货是一个渐进的过程，其持仓量在短期可能变化不大，对国债期货基差的影响相对较小。

图表5： 10 年期国债期货基差



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表6： 5 年期国债期货基差



资料来源：Wind 中信期货研究部

3. 长久期品种活跃度有望进一步提升，30 年期国债期货上市也值得期待。

根据前文分析，保险机构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，且买入方向和卖出方向均不能超过其所持有的资产的账面价值，且不能合并轧差计算。这意味保险资金将倾向于选择久期更为匹配的合约进行风险管理。从这个角度来看，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。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信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。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com