

保险资金参与衍生品市场简明手册 (v20.1)

——保险资金和衍生品市场 (一)

规则篇

2018年《保险资金运用管理办法》对保险资金投资给出约束：存款、政府债券等>5%；企业债券<20%；股票<20%；股权<5%；不动产<10%；基础设施<10%。

2020年《保险资金参与金融衍生产品交易办法》：放宽期限限制，量化机构参与资质，增加杠杆率要求，将利于吸引险资参与衍生品交易。

2020年《保险资金参与国债期货交易规定》：明确以对冲为目的，规定卖出及买入合约限额（卖出不高于账面价值，买入不高于组合净值50%），强化操作、技术、合规风险管控，有利于保险资金拉长资产久期，降低再投资风险。

2020年《保险资金参与股指期货交易规定》：调整对冲期限（未来3个月），增加回溯报告，将完善权益市场价格发现功能，降低期指贴水；同时提高权益市场期现流动性（对冲账面价值102%）。

市场篇

负债端：新常态下面临利率下移考验。短期防疫常态化下市场对于保险产品需求将抬升，但结构分化（健康险增加；寿险、意外险降低）。长期人口老龄化将带动负债久期拉长，且负债结构在互联网推动的地区再平衡过程中逐渐向中西部转移。

资产端：应对利率下移的考验，拉长久期和下沉信用。在保险资金运用限制、国内可投资资产不够丰富情况下，当前上市险企依然有资产负债久期缺口6-10年。对于资产端迫切需要创造更多长久期资产或削减负债端久期结构，以改善资产负债管理。

国债期货：品种谱系不断完善，市场流动性不断改善。目前已上市2年、5年和10年（对应久期大致范围1.5-7.5年），待上市30年期的国债期货品种，可以部分改善险资对于久期管理需求。在2019年引入做市商制度之后，市场流动性环境得到优化，日均成交8.8万手（10年期占比68%），持仓16.1万手（10年期占比53%），为险资管理短期利率波动风险提供工具。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[中国货币发行机制分析与展望](#)

2020-05-18

[美国新增病例拐点后的风险探讨](#)

2020-04-19

[货币战疫（三）——特别国债手册](#)

2020-04-09

[货币战疫（一）——COVID-19冲击下的货币政策](#)

2020-03-24

[资产价格的崩溃——兼谈美联储政策工具箱和影响](#)

2020-03-19

[出口冲击对国内流动性影响的推演](#)

2020-03-17

[疫情对美股不同行业回购的影响](#)

2020-03-10

[美国信用周期下行的风险加大——以COVID-19对CLO的影响为例](#)

2020-03-08

目录

保险资金参与衍生品市场简明手册 (v20.1)	1
规则篇	1
市场篇	1
规则篇	3
· 《保险资金参与金融衍生产品交易办法》	3
· 《保险资金参与国债期货交易规定》	5
· 《保险资金参与股指期货交易规定》	6
· 《保险资金运用管理办法》	8
市场篇	9
· 负债端：防疫常态、人口老龄、地区均衡	9
· 资产端：拉长久期、下沉信用	10
· 国债期货：再起步、不断完善、价格发现	11

规则篇

2020年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》。

——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¹

· 《保险资金参与金融衍生产品交易办法》

《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。

“办法”放宽期限限制，将利于吸引险资参与衍生品交易。

表格 1: 《保险资金参与金融衍生品规则》主要变化

	2012年版本	2020年版本
交易目的	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： （一）对冲或规避现有资产、负债或公司整体风险； （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。	保险资金参与衍生品交易，仅限于对冲或规避风险，不得用于投机目的，包括： （一）对冲或规避现有资产、负债或资产负债错配风险； （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 。

¹ 参见《中国银保监会办公厅关于印发保险资金参与金融衍生产品交易办法等三个文件的通知》，地址：<http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=912893&itemId=928&generaltype=0>

	<p>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>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>机构要求</p>		<p>1、对自行参与衍生品交易的保险机构新增要求： (一) 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； (二) 近两年未受到监管机构重大行政处罚； 2、对委托专业管理机构参与衍生品交易的保险机构新增要求： 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>纪律性</p>		<p>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。</p>
<p>杠杆比例</p>	<p>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。</p>	<p>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风险限额并定期复查更新。</p>
<p>监督和报告有关事项</p>	<p>保险机构应按照规定向中国保监会报送以下报告： (一) 每个月结束后的10个工作日内，报送该月份衍生品交易的月末风险敞口总额、各类衍生品风险敞口金额，以及该月的风险对冲情况； (二) 每个季度结束后的30个工作日内，报送该季度衍生品交易的稽核审计报告； (三) 每个年度结束后的60个工作日内，报送该年度衍生品交易总结报告； (四) 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。</p>	<p>保险机构应按照规定向中国保监会报送以下报告： (一) 每个季度结束后的10个工作日内，报送衍生品交易的期末风险敞口总额、各类衍生品风险敞口金额，以及该季度的风险对冲情况和合规情况； (二) 每半年度和年度结束后的30个工作日内，报送衍生品交易的稽核审计报告； (三) 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；</p>
<p>处罚</p>	<p>(一) 保险机构违反规定参与衍生品交易的，中国保监会将依法对相关机构和人员给予行政处罚； (二) 其他专业管理机构违反有关法规和本办法规定的，中国保监会将记录其不良行为；情节严重的，中国保监会有权责令保险机构予以更换。</p>	<p>(一) 保险机构违反规定参与衍生品交易的，中国保监会将依法对相关机构和人员给予行政处罚，由银保监会责令限期改正； (二) 其他专业管理机构违反有关法规和本办法规定的，银保监会将记录其不良行为，并将有关情况通报其行业主管部门；情节严重的，银保监会可通报保险机构3年内不得与其从事相关业务，并商有关监管部门依法给予行政处罚。</p>

资料来源：银保监会 华泰期货研究院

· 《保险资金参与国债期货交易规定》

《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、核算等的独立管理，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。

“规定”有利于保险资金拉长资产久期，降低再投资风险。保险参与国债期货的规模上限规定可基本满足大型保险配置需求，由于当前国内保险资产久期错配依然较大，随着未来 30 年期国债期货上市，国债期货可以更高效地拉长保险资产组合久期。此外国债期货作为对冲工具，可通过套期保值策略来有效对冲固收资产的再投资风险，进一步平滑保险资产端的收益率波动。

表格 2: 《保险资金参加国债期货的交易规定》主要变化

征求意见稿	正式版本
交易目的	保险资金参与国债期货交易，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。
买入套保	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。
资金参与方式	保险资金参与国债期货交易，应当以确定的 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。

<p>风险管理</p>	<p>任一资产组合在任何交易日日终，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及债券型基金资产的账面价值，所持有的买入国债期货合约价值及融入资金余额，合计不得超过该资产组合净资产的 50%。</p> <p>保险集团（控股）公司、保险公司在任何交易日日终，持有的合并轧差计算后的国债期货合约价值及融入资金余额，合计不得超过本公司上季末总资产的 20%。</p>	<p>保险机构自行或受托参与国债期货交易，应根据衍生品办法规定，制定风险对冲方案，并履行内部审批程序。</p> <p>对于对冲资产负债错配导致利率风险的策略，还应当进行风险对冲策略对公司可能产生不利影响的情景测试。</p>
<p>杠杆比例</p>	<p>任一资产组合在任何交易日日终，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%。</p> <p>保险集团（控股）公司、保险公司在任何交易日日终，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%。</p>	<p>任一资产组合在任何交易日日终，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%。</p> <p>保险集团（控股）公司、保险公司在任何交易日日终，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%。</p>
<p>流动性风险</p>	<p>任一资产组合在任何交易日结算后，扣除国债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。</p>	<p>任一资产组合在任何交易日结算后，扣除国债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符合银保监会规定的流动性资产，有效防范强制平仓风险。</p>
<p>期货公司要求</p>	<p>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%。</p>	<p>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%。</p>
<p>国债期货交割</p>	<p>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%。</p>	<p>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。</p>
<p>监督和报告有关事项</p>	<p>保险机构参与国债期货交易，持仓比例因市场波动等外部原因，不再符合本通知要求的，应当在10 个交易日内调整完毕。</p>	<p>保险机构参与国债期货交易，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。保险机构应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。</p>

资料来源：银保监会 华泰期货研究院

· 《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》调整的内容包括：

- 一是**调整**对冲期限、卖出及买入合约限额和流动性管理相关要求。
- 二是明确合同权责约定，委托投资和发行资管产品应在合同或指引中列明交易目的、比例限制、估值方法、信息披露、风险控制、责任承担等事项。
- 三是增加**回溯报告**，保险机构参与股指期货须每半年报告买入计划与实际执行的偏差。

“规定”将完善权益市场价格发现功能，降低期指贴水。由于此前保险公司持有到期后，续持需重新提交申请审批，且流程较复杂，一定程度上降低参与交易的吸引力；将买入套保对冲期限从1个月延长至3个月，将利于提升险资参与买入套保市场的积极性，在充分发挥衍生品价格发现功能的同时，对于市场而言深度贴水的市场也将得到改善。

“规定”将同时提高权益市场期现流动性。卖出套保方面，一方面对应于理财新规增加了净值型产品的对冲范围，另一方面也提高了对冲市值上限至102%，在增强基础资产市场持有粘性的同时，提升了整体对冲的灵活性，实质上扩大了险资卖出套保对冲的潜在规模。

表格 3: 《保险资金参与股指期货的交易规定》主要变化

	2012 年版本	2020 年版本
交易目的	<p>保险机构参与股指期货交易，应当根据衍生品办法的规定，以对冲风险为目的，做好制度、岗位、人员及信息系统安排，遵守管理规范，强化风险管理。</p>	<p>保险资金参与股指期货交易，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) 对冲未来三个月内拟买入资产风险，或锁定其未来交易价格。</p>
买入套保	<p>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>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。</p>
杠杆比例	<p>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，不得超过其对冲资产的账面价值。</p>	<p>任一资产组合所持有的卖出股指期货合约价值，不得超过其对冲资产账面价值的102%，所持有的买入股指期货合约价值与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>
流动性风险	<p>保险机构参与股指期货交易，任一资产组合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符合银保监会规定的流动性资产。</p>	<p>保险资金参与股指期货交易，任一资产组合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。</p>
期货公司要求	<p>(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) 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。</p>	<p>(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。</p>
监督和报告有关事项	<p>保险机构参与股指期货交易，持仓比例因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。</p>	<p>保险机构参与股指期货交易，持仓比例因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。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>

资料来源：银保监会 华泰期货研究院

· 《保险资金运用管理办法》

2018年1月26日保监会发布《保险资金运用管理办法》²。办法全面梳理和修订了对于险资运用的监管要求。相比于2014年的《保险资金运用管理暂行办法》，2018年修订的主要内容有：

一是将近几年发布的规范性文件加入，如对股票投资实施三分类监管、允许保险资金投资资产证券化产品等；

二是按照此前的监管方向进一步细化监管要求，如股东不得违法违规干预保险资金运用、保险资管禁止提供通道服务、强化境外投资监管等。

2018年末调整险资投资的比例要求，参考2014年暂行办法第十六条规定，保险集团（控股）公司、保险公司从事保险资金运用应当符合下列比例要求：

（一）投资于银行活期存款、政府债券、中央银行票据、政策性银行债券和货币市场基金等资产的账面余额，合计不低于本公司上季末总资产的**5%**；

（二）投资于无担保企业（公司）债券和非金融企业债务融资工具的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的**20%**；

（三）投资于股票和股票型基金的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的**20%**；

（四）投资于未上市企业股权的账面余额，不高于本公司上季末总资产的**5%**；投资于未上市企业股权相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季末总资产的**4%**，两项合计不高于本公司上季末总资产的**5%**；

（五）投资于不动产的账面余额，不高于本公司上季末总资产的**10%**；投资于不动产相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季末总资产的**3%**，两项合计不高于本公司上季末总资产的**10%**；

（六）投资于基础设施等债权投资计划的账面余额不高于本公司上季末总资产的**10%**；

（七）保险集团（控股）公司、保险公司对其他企业实现控股的股权投资，累计投资成本不得超过其净资产。

² 参见《保险资金运用管理办法》，地址：<http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=372936&itemId=928&generaltype=0>

市场篇

2020年6月24日：

负债端：2020年1-5月行业保费同比增速持续改善。2020年1-5月，保险行业累计实现原保费收入23063.80亿元，同比增长5.54%，增速较前4月进一步改善。其中，寿险保费13634.62亿元，同比增长2.89%；健康险保费3926.80亿元，同比增长**20.27%**；意外险保费489.40亿元，同比减少8.01%；产险保费5012.98亿元，同比增长4.33%。

资产端：规模稳健增长，固定收益类和权益类资产配置比重均有所增加。截至2020年5月末，保险行业总资产21.99万亿元，较年初增长6.92%；净资产2.53万亿元，较年初增长2.28%；资金运用余额19.69万亿元，较年初增长6.30%。其中，固定收益类资产配置比例**48.77%**，较年初增加0.59个百分点；权益类资产配置比例13.25%，较年初增加0.10个百分点；其他类投资比例37.98%，较年初减少0.69个百分点。

——中国银保监会披露2020年5月保险行业保费收入及相关经营指标数据

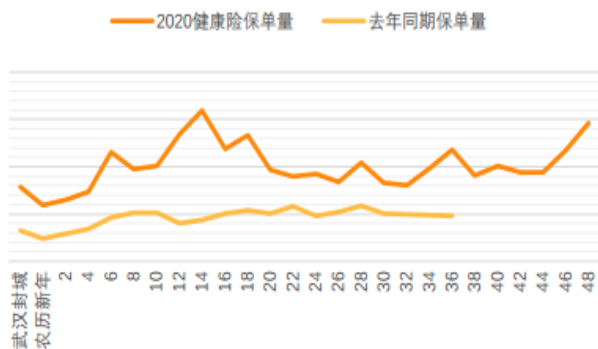
· 负债端：防疫常态、人口老龄、地区均衡

短期防疫常态化下市场对于保险产品需求将抬升，但结构分化。由于传染病防控的特点，使得“居家”成为常态，加速了生活的互联网化。数据显示，疫情爆发期间人们对疫情的关注度及对自身健康的焦虑程度爆发式上升，而互联网平台在疫情透明化、抗疫知识普及以及缓解人们焦虑情绪上发挥了很大作用。微保大数据显示，疫情推高了互联网保险的转化率：疫情之前，转化率较去年同期平均增长了73%；疫情期间，转化率较去年同期平均增长了232%。疫情期间，人们的总保险需求上升但保险需求险种存在差异：健康险产品需求略微上升，疫情后期有增涨趋势；寿险产品、意外险产品需求有所下降。

长期人口老龄化将带动负债久期拉长，这是负债端面临的挑战。对于当前宏观形势而言，总量上人口的老化将是一个长期的主题，一方面带动了保险公司负债久期的拉长，另一方面影响更大的是人口老龄化驱动下的长期利率下移问题，对于保险公司的负债久期敞口形成挑战。结构上东西部地区的均衡化发展将是未来长期的结构变迁主题，对于保险公司负债竞争而言也将带来地区性差异。互联网带来转化率的同时，也给予了欠发达地区的保险需求真空填补：微保平台上新疆、西藏的新增人均医疗险保单量较大，不输东部沿海发达地区。而从寿险需求饱和指标来看，东部地区上海、浙江、福建一带依然有空间，而中西部区域（四川、重庆、湖北、陕西、甘肃、新疆等）发展潜力大。

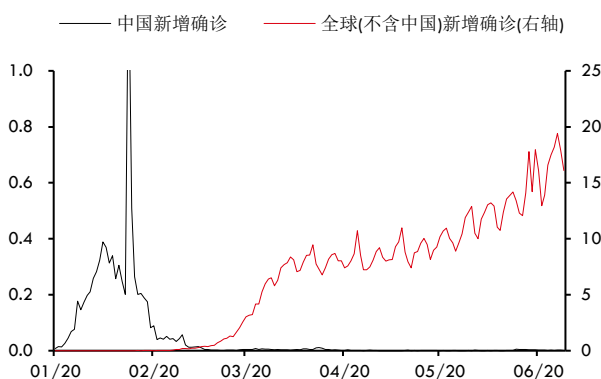
总量的增长以及产品结构的变化，对应负债端的久期也存在短期出现波动，相应的衍生品可能成为有利的工具选择。总体而言，无论是从市场对于保险产品需求的角度，还是保险公司在利率下行过程中久期管理的角度，负债端久期拉长的特点将延续。

图 1: 疫情期间健康险保单量与去年同期变化情况



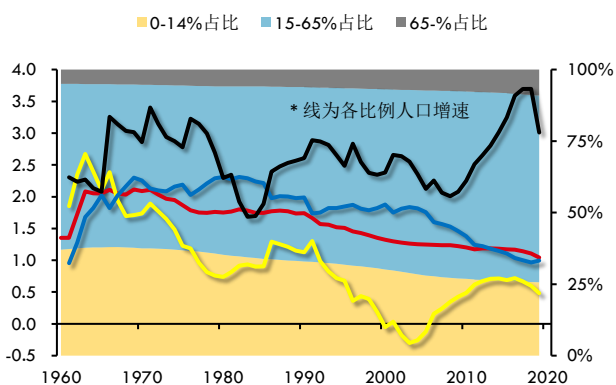
数据来源：微保 华泰期货研究院

图 2: 新冠新增确诊对比 (万人)



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3: 人口老龄化将压低收益率



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4: 样本期间微保新增人均医疗险单量分布



数据来源：微保 华泰期货研究院

· 资产端：拉长久期、下沉信用

对于保险公司资产负债管理影响最大的宏观变量是人口的老龄化带来的长期利率下移，产生的负债久期缺口风险。从海外的经验来看，利率下行过程中一方面可以通过信用的下沉，获取信用溢价对于收益的增厚；另一方面需要降低负债久期缺口来降低利率下行的影响，

或者降低负债久期（降低寿险产品比重）、或者增加资产久期（增加超长期债券/长期股权投资比重）。

现实是，当前上市险企依然有资产负债久期缺口 6-10 年。截至 2019 年底险资规模合计超过 18.5 万亿元，其中存款及债券分别占比 14%、35%，股基占比自 2011 年以来相对稳定略高于 10%，以非标为主的其他类投资近年占比快速提升至接近 40%。投资模式上险资基本以委托关联方保险资管机构投资为主体，约占总险资资产的 72%，自主投资约占 24%，委外管理约占 3%，以基金公司和券商及子公司为主。监管模式以大类比例限制+偿付能力隐性要求为主。2019 年人身险行业负债久期 12.44 年，资产久期 5.77 年，缺口达 6.67 年；上市险企整体的固收资产久期基本为 6-8 年，而负债久期在 12-16 年不等，整体的资产负债久期缺口在 6-10 年左右。

· **国债期货：再起步、不断完善、价格发现**

利率市场化背景下，利率衍生品市场再起步。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。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。

国债期货品种体系逐渐完善。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）；当前 30 年期国债期货也在筹备之中，国债期货隐含收益率曲线不断完善。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。

图 5： 我国国债期货市场大事件



数据来源：华泰期货研究院

市场活跃度逐渐提升。2019年中国国债期货日均成交5.3万手，是2013年的12倍，日均持仓10.3万手，日均成交与日均持仓的比值为0.51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8.8万手左右（10年期占比68%），持仓量在16.1万手左右（10年期占比53%）。截至2018年末，已有75家证券公司、68家基金公司参与国债期货市场，覆盖三千多只资管产品。

表格 4：中金所国债期货合约

	2 年期	5 年期	10 年期
合约标的	面值为 200 万元人民币、票面利率为 3% 的名义中短期国债	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义中期国债	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3% 的名义长期国债
可交割国债	发行期限不高于 5 年，合约到期月份首日剩余期限为 1.5-2.25 年的记账式付息国债	发行期限不高于 7 年，合约到期月份首日剩余期限为 4-5.25 年的记账式付息国债	发行期限不高于 10 年，合约到期月份首日剩余期限不低于 6.5 年的记账式付息国债
报价方式	百元净价报价		
最小变动价位	0.005 元		
合约月份	最近的三个季月（3 月、6 月、9 月、12 月中的最近三个月循环）		
交易时间	9:15 - 11:30, 13:00 - 15:15		
最后交易日交易时间	9:15 - 11:30		
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的 ±0.5%	上一交易日结算价的 ±1.2%	上一交易日结算价的 ±2%
最低交易保证金	合约价值的 0.5%	合约价值的 1%	合约价值的 2%
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五		
最后交割日	最后交易日后的第三个交易日		
交割方式	实物交割		
交易代码	TS	TF	T
上市交易所	中国金融期货交易所		

资料来源：中金所 华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司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

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com