

10年期国债收益率进入“1”时代 资金抢配信用债基

本报记者 秦玉芳 广州报道

临近2024年年底，市场资金进入信用抢配行情，债市表现强势，债券收益率连续多日下行，10年期国债

10年期国债收益持续下跌

10年期国债收益率突破前期新低进入“1”时代，且短期内各类型债券收益率均迅速下行，使得债券市场对资金的吸引力明显增强。

截至12月12日，10年期国债收益率已下跌至1.809%。Wind数据显示，近一月，10年期国债收益率先后跌破2.0%、1.9%、1.85%等关口，整体降幅近30个基点。

光大证券在最新研报中指出，导致收益率下行的因素较多。“例如，利率自律机制《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》提升了投资机构配置CD(大额可转让定期存单)的需求、压低了CD利率，也给收益率曲线长端的下行提供了空间。再如，银行贷款所形成的利息收入是随时间而积累的，现阶段新发放贷款所积累的利息对于今年利润的增厚作用较为有限，而此时债券市场又存在赚钱效应，因此不免有个别银行激进地通过利率债市场博取利润。”

济安金信基金评价中心副主任张碧璇进一步分析，近期的中共中央政治局会议传递稳增长信号，强调“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”“加强超常规逆周期调节”等，且政府债供给高峰已过，季节性配置旺季来临，债市表现较为强势。

从趋势来看，市场分析人士普遍预期，短期内利率仍将下行。

中信建投在研报中指出，在短期内我国无风险利率或将经历一段快速下行期，驱动逻辑在于前期我国政策利率偏高，使得市场利率中枢一直位于均衡水平以上，在目前政策利率向下空间打开以及央行干预意愿或下降背景下，预计后续市场利率将快速回落至低位

收益率已跌破1.81%，再创历史新高。

与此同时，信用债基“吸金”强劲，投资者对指数基金产品的配置热度也在持续上升。市场人士分析指出，当前阶段，投资者对于收益和

的均衡水平后可能再转向为双向波动。

10年期国债收益率突破前期新低进入“1”时代，且短期内各类型债券收益率均迅速下行，使得债券市场对资金的吸引力明显增强。盈米基金研究员李兆霆指出，公募加大了政金债等金融债资产的配置，同时对国债类资产的加仓迹象明显。“尽管从供应端来看，中长期债券依然紧俏，但在低利率市场环境下，类似资产持续受到业界的关注。这使得债券投资具有较高的吸引力，理财资金可能会加大对债券型基金的配置力度，以获取相对稳定的收益。”李兆霆表示。

截至2024年11月30日，债券型基金累计有3741只，份额为93609亿份，资产净值达到10.3万亿元，相较于上半年，数量有所增加，资产净值有所减少。对此，易观千帆证券业咨询专家田杰分析，其背后的原因是权益类资产规模大增，基金市场整体份额向权益类资产有所转移，而至2024年12月，临近年末，机构配置意愿加大，同时受连续降息预期、银行理财收益下滑等因素影响，债基产品数量、规模及收益都将持续走强一段时间。

李兆霆进一步指出，当前债市情绪向好，货币宽松预期带动利率下行有所提速，预期短期债市仍有较高配置价值，投资者仍有较强的配置意愿。其中，“固收+”产品、可转债产品和挂钩黄金的理财产品更受关注，这是由于在利率下行和股市波动的背景下，投资者需要寻

风险的预期已经开始调整，短期内债券收益率下行趋势不改，债基牛市还将延续，偏债型基金正在逐渐抢夺货币型基金份额，债券指数基金对投资者的吸引力也将持续。

找既能保值增值又能控制风险的资产配置方式，固收类产品满足了这一需求。

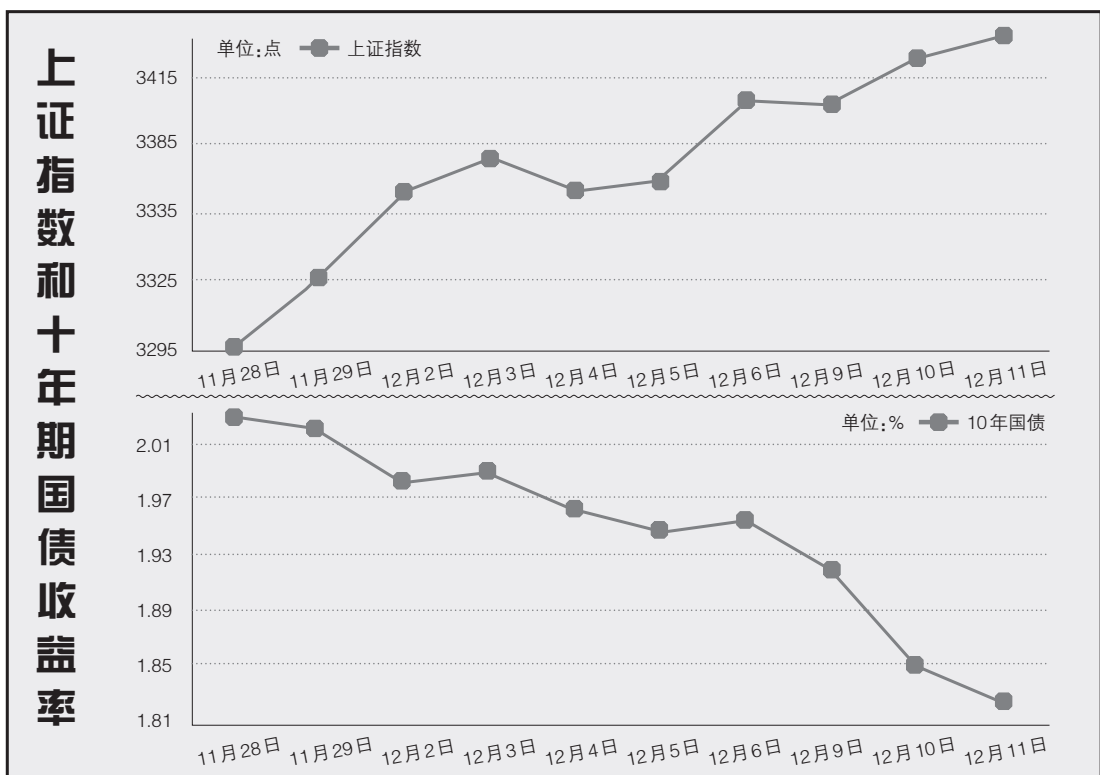
从资产配置结构来看，信用债尤其其长期品种配置优势凸显。李兆霆认为，在年末的配置时点，理财产品更加关注信用债的配置价值，随着年末配置时点的到来，信用抢配行情已经开始，信用债基或许具备一定的配置价值。

张碧璇也表示，在后续流动性进一步宽松的预期下，机构资金对债券及债类基金的配置从中短期品种逐渐转向长期品种。

不过，张碧璇指出，当前经济数据仍处于分化状态，强政策预期大概率能够持续对债市形成支撑，但行情上可能更加趋于震荡，机构端在进行固收类产品的投资时可能更注重交易能力来抓住市场趋势，增厚产品收益。

李兆霆也强调，当前理财产品的“固收+”配置策略更加注重资产配置能力，投资团队不再单纯追求高收益，会更注重多资产多市场的分散配置。比如通过降低长期债券的配置比例、增加短久期债券的配置等方式来降低风险。

在普益标准研究员黄轼刻看来，面临市场利率的不断下降，理财机构或需要在严控风险的前提下寻找更多元的债券资产；同时，机构也面临着含权资产投研能力仍需完善、产品设计仍需创新的挑战，需要通过不同主题、不同结构设计等方式打造机构的差异化竞争优势。



数据截止时间:2024年12月11日

数据来源:光大证券研究所、Wind 刘洋/制图

资金抱团投资债基

目前的主动纯债类基金获得相对指数超额收益的难度不断增加，债券指数基金的配置价值提升。

随着债市牛市的持续，债券指数基金也进入爆发期。

张碧璇指出，今年债券指数基金迎来快速发展，无论是发行规模还是产品只数都超越历史同期。在此背景下，分散风险、透明度高、成本低及减少人为因素干扰等因素，成为指数基金备受投资者青睐的重要原因。

博时基金指数与量化投资部总经理兼投资总监赵云阳指出，指数基金通过投资于一篮子标的来分散单一标的带来的风险。这种分散投资的特性有助于降低投资组合的非系统性风险，可以更好地代表一类资产。同时，指数基金的持仓和投资策略相对透明，投资者可以清楚地了解投资组合和追踪的指数，这有助于投资者监控投资组合的构成，确保其符合自己的资产配置策略。

“此外，指数基金不仅在管理费用和交易成本上低于主动管理型基金，其在交易策略上因为是采取被动投资策略，降低了人为因素对投资结果的影响，从而减少投资者的情绪波动，有助于实现长期稳定的投资回报。”赵云阳指出。

李兆霆也表示，指数基金并不依赖基金经理的主观判断和选股能力，而是严格按照特定指数的成份股及权重来构建投资组合，使得投资决策相对简单和透明，投资者也能随时跟踪指数成份股的涨跌情况。

从业绩表现来看，张碧璇指出，目前债券指数基金产品的整体业绩表现稳定且部分产品表现优异。“目前的主动纯债类基金获得相对指数超额收益的难度不断增加，债券指数基金的配置价值提升，尤其是对于有大类资产配置需求的机构投资者。”

田杰也表示，指数型基金知名度更高，更容易获得投资者认可；且因其产品特性，指数型基金更容易形成抱团，整体收益会更高。从产品发行的角度来看，根据已有披露信息，相较于上半年，中长纯债基金新发数量最多，新增了49只，其次是被动指数型基金，新增17只，偏债混合型基金减少了19只。

田杰预计，2025年央行还会继续降息降准，固收类理财产品收益率会持续下滑，短期内会加剧

期资金抱团购买债基的情况。“理论上来说，债基牛市还将持续，偏债型基金正在逐渐抢夺货币型基金份额，这一趋势也将持续。”

张碧璇进一步指出，当前债券指数基金的发展程度仍远低于主动债基，不过随着市场活跃度提升，债券指数基金的种类和细分策略也在不断增加。

不过，田杰认为，对于债基资产的配置，也不建议盲目看多。“今年7月份央行有一级市场借入国债、二级市场抛售的情况，管理机构从实质上市也会限制债券类资产无限上涨，希望资金更多地流入股权市场和实体经济，所以债基也仍存在一些潜在风险。”

在利率下行与震荡风险持续的环境下，理财机构多元化产品体系构建仍是重中之重。黄轼刻强调，接下来，理财机构一方面需要持续完善投研体系和人才团队，巩固固收类产品领域的成绩，同时扩大银行理财在权益类产品领域的话语权。另一方面也需要不断扩充产品矩阵，满足不同风险偏好的客户需求，吸纳更多的客户群体。

设专门对冲账户 “保险+期货”新规全方位支农

本报记者 郭婧婷 北京报道

“保险+期货”业务领域迎来首份行业规范性文件。

近日，中国期货业协会(以下简称“中期协”)发布实施了《期货公司“保险+期货”业务规则(试行)》(以下简称《规则(试行)》)。该规则明确要求设立专门的对冲账户，并在备案设备上

填补规则空白 惠农支农

谈及政策制定背景，首都经济贸易大学农村保险研究所副所长李文中在接受记者采访时表示，随着“保险+期货”业务规模不断扩大，在服务国家“三农”战略，保障农民稳收增收方面发挥着越来越重要的作用。但是，该业务模式在发展过程中也暴露了一些问题，主要有工作不规范、发展战略定位不清晰、行业生态不太健康、业务的可持续性不强、相关主体对业务模式认识存在偏差，弱化了业务的功能发挥。

据了解，“保险+期货”金融综合支农模式发端于我国农产品目标价格制度改革之初，是发挥期货功能化解中小涉农主体价格风险的成功探索。2015年“保险+期货”开始试点，十年来，业务规模不断扩大，覆盖区域和主体越来越广泛。

“保险+期货”具体操作模式是，农民通过保险公司购买农产品价格险或收入险，保险公司向期货公司购买场外期权，转移赔付风险，最后由期货公司通过期货市场对冲价格风险锁定收益。对农民来说，如果农产品价格或农户种植收入不及预期，就能得到赔付。

“保险+期货”为农业风险管理的一种新型工具，在近几年迎

进行对冲操作，同时建立对冲记录台账和独立核算业务成本及收益。

中期协数据显示，自2015年开始推出“保险+期货”，截至2024年9月30日，期货经营机构通过“保险+期货”模式为天然橡胶、玉米、大豆、鸡蛋、苹果、棉花、白糖等21个品种提供了价格保障，累计承保货值2055.37亿元，涉及现

来爆发式增长。后来在“保险+期货”模式基础上，还创新发展出“保险+期货+订单农业”“保险+期货+银行”等服务模式，形成了多方位“三农”金融服务体系。

同时，“保险+期货”表述频繁见诸中央、有关部委政策文件，自2020年以来，中央一号文件三次提及优化“保险+期货”。2023年《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》要求优化“保险+期货”以更好满足涉农经营主体的价格发现和风险管理需求。2024年农业农村部一号文件也明确提出要完善“保险+期货”模式。为更好引导期货公司“保险+期货”业务良性有序开展，有必要结合当前业务开展现状，在行业层面出台一份引导文件。

2024年11月，国家金融监管总局、财政部、农业农村部、国家林草局联合发布《关于推进农业保险精准投保理赔等有关事项的通知》，明确提出鼓励探索创新“农业保险+”模式，发挥保险服务农业全产业链建设和融资增信等作用，《规则(试行)》为农业保险创新与高质量发展提供有力支持。

中期协统计数据显示，截至目前，“保险+期货”落地31个省市

自治区，覆盖21个涉农品种，保障价值2000多亿元，惠及农户超740万户次。

记者注意到，《规则(试行)》明确了期货公司“保险+期货”业务的基本原则、定义、目标和要求，并从业务承揽、期货服务、自律管理等方面提出规范性要求，旨在引导推动“保险+期货”业务良性有序开展，更好助力农业强国建设。

“自2015年试点以来，随着规模扩大，‘保险+期货’也逐渐暴露出一些问题，包括缺乏统一明确的工作规范、发展战略定位不清晰、行业生态需进一步改善、业务的可持续性有待进一步增强。在项目推进中，还出现了项目参与主体认知偏差、期货市场功能作用发挥有待增强、农业价格风险保障意义弱化等具体问题。”谈及《规则(试行)》制定背景，中期协方面表示。

“保险+期货”模式的创新点是什么？在李文中看来，期货、期权等衍生品市场是进行价格风险管理的有效工具，但众多的普通农户和中小农业企业没有参与期货、期权市场的专业技术与经验，更没有参与的资格。这个时候通过农业保险将这些众多的风险汇

集起来，再由保险公司与期货公司合作，参与期货、期权交易，就能够很好地利用“保险+期货”机制来帮助农民和农业企业进行价格风险管理，保障农业生产经营的稳定性。

对于农民和农业企业来说，这项规则将如何影响他们参与“保险+期货”项目？李文中表示，首先，《规则(试行)》对业务进行规范，进一步防控风险，有利于维护参加农户的长期利益和业务的持续发展，增加他们参与其中的信心。其次，《规则(试行)》明确业务的战略定位，清晰了业务的能力，有利于增强地方政府对其认识，加强对业务的发展支持，降低农民和农业企业参与的成本，提高他们的参与积极性。

《规则(试行)》强调，“保险+期货”业务底层实质属于衍生品交易业务，但考虑到交易对手方(保险公司)和项目实际服务对象(涉农主体)不同而导致的信息、认知差异，不宜将其视为纯金融交易属性的业务，一方面要更为深入、准确地了解涉农主体的真实需求，增强“保险+期货”服务的适应性；另一方面要不断增强期货之所能与“三农”之所需的匹配度，切实提升项目服务质效。

农民收入，逐步实现了将价格波动风险有效转移至期货市场，使农户能够真正规避市场风险。

受访人士表示，《规则(试行)》的制定将有助于提高“保险+期货”业务的专业性和规范性，增强市场参与者的信心。同时，这也将促进期货市场和保险市场的深度融合，为实体经济提供更加丰富的风险管理工具。

期货业以风险管理为专长，自身的风险管理是重中之重。

《规则(试行)》明确了期货公司“保险+期货”业务的各类禁止行为。一是禁止在保险方案、保单等材料中设置保底赔付条款，并要求期货公司在项目开展前向涉农主体及地方政府准确说明“保险+期货”项目的保障性、有偿性和基本赔付逻辑。二是禁止以夸大预期成效、隐瞒交易风险、非标准化期权非正常定价报价等方式承揽项目，并要求期货公司遵循保本微利原则，采用科学的定价模型，基于综合头寸和对冲成本确保期权定价的合理性。三是禁止以任何形式单独或者合谋开展资金空转、脱离向虚以及其他不具备保障意义的项目。四是禁止通过项目进行利益输送、损害涉农主体合法权益或者套取涉农财政补贴资金。

中期协相关负责人指出，为进一步压实主体责任，《规则(试行)》还明确了业务的自律检查机制，对违反《规则(试行)》规定或者证券期货相关法律法规及部门规章的行为，提出了具体处理措施。

“考虑到非标准化期权结构的灵活性与多样性，后续自律管理实践中，对于‘过度复杂的非标准化期权合约’‘非正常定价报价’等行为，将基于项目真实保障目标，通过专家会商等方式综合判定。”前述中期协相关负责人指出。记者注意到，《规则(试行)》明确期货公司应当设置专门的“保险+期货”业务对冲账户，即对于所有无期货交易所支持的“保险+期货”业务，集中于专门的账户中进行对冲操作和成本收益核算。

夯实期货公司风险管理底线

期货业以风险管理为专长，自身的风险管理是重中之重。

《规则(试行)》明确了期货公司“保险+期货”业务的各类禁止行为。一是禁止在保险方案、保单等材料中设置保底赔付条款，并要求期货公司在项目开展前向涉农主体及地方政府准确说明“保险+期货”项目的保障性、有偿性和基本赔付逻辑。二是禁止以夸大预期成效、隐瞒交易风险、非标准化期权非正常定价报价等方式承揽项目，并要求期货公司遵循保本微利原则，采用科学的定价模型，基于综合头寸和对冲成本确保期权定价的合理性。三是禁止以任何形式单独或者合谋开展资金空转、脱离向虚以及其他不具备保障意义的项目。四是禁止通过项目进行利益输送、损害涉农主体合法权益或者套取涉农财政补贴资金。

中期协相关负责人指出，为进一步压实主体责任，《规则(试行)》还明确了业务的自律检查机制，对违反《规则(试行)》规定或者证券期货相关法律法规及部门规章的行为，提出了具体处理措施。

“考虑到非标准化期权结构的灵活性与多样性，后续自律管理实践中，对于‘过度复杂的非标准化期权合约’‘非正常定价报价’等行为，将基于项目真实保障目标，通过专家会商等方式综合判定。”前述中期协相关负责人指出。

记者注意到，《规则(试行)》明确期货公司应当设置专门的“保险+期货”业务对冲账户，即对于所有无期货交易所支持的“保险+期货”业务，集中于专门的账户中进行对冲操作和成本收益核算。

谈及设立专门业务对冲账户的内在考虑，中期协方面表示，一是与其他衍生品交易业务对冲账户隔离，更好保障项目服务“三农”的真实属性；二是有效规避“保险+

期货”业务与其他业务出现利益冲突和风险传递；三是如实准确了解业务盈亏，实施有效的考核与激励，及时调整业务短期计划与长期规划，增强业务开展的可持续性，为独立业务形态形成奠定基础。当前实践中，期货公司可通过在现有一般法人账户中设立分(子)账户方式实现专门账户设置要求。

“此次新规更多是解决资金使用明确性，防止资金出现用途的歧义。建立台账对保费的使用更加明确化，对赔付也便利，在权责利方面都会一一对应，不会出现模糊不清情况。”屈晓宁表示。

在实施“保险+期货”模式的过程中，期货公司和保险公司在合作过程中可能面临多重挑战，如何应对？

对此，李文中分析，现阶段面临的挑战主要有四点：首先，农户和农业企业对“保险+期货”的认识与理解不充分，参与的积极性不强，需要保险公司加强宣传教育；其次，对保险公司和期货公司的产品设计与定价有较高要求，需要相关机构不断提升业务能力与水平。再次，一方面对“保险+期货”应不应该给予保费补贴有争议，另一方面近年来地方政府财政压力较大，这给业务发展争取政府支持带来了挑战。同样需要相关机构加强与政府的沟通，加强对业务能力的认识。最后，业务创新必然会带来风险防控方面的挑战，这需要保险公司和期货公司加强企业内控管理和合规管理，建立完善的风险管理制度。

期货公司资深人士建议，下一步要加快转变发展理念，摒弃规模为先的发展理念，更加注重服务质效的提升；要系统谋划、长远规划，不搞大水漫灌、蜻蜓点水，结合专业、区位优势，选定目标区域深耕细作、持续服务。