

重启国债期货对我国经济的深远影响*

■ 涂永红 吴雨微

【提 要】本文从国债期货的特性和基本功能入手,结合我国经济和金融改革的实践,深入分析国债期货的理论价值和现实意义。

【关键词】国债期货 金融改革 利率风险

【中图分类号】F830

【文献标识码】A

【文章编号】1008-1747(2013)09-0032-04

经过5年多的反复酝酿,2013年9月6日,中国金融期货交易所推出3款国债期货产品,标志着“327”国债期货投机事件的阴霾散尽,关闭18年之久的国债期货市场浴火重生。

一、重启国债期货的背景及必要性

国债是政府平衡收支差额、调节货币数量、实现宏观经济管理目标的重要手段,是财政政策的重要内容。扩大财政支出或者减轻税负时,入不敷出造成的赤字一般需要发行国债来弥补。理论上讲,利率与固定收益债券的市场价值之间存在负相关关系,利率上升,则债券价格下降,债券持有者的资产缩水;相反,利率下降,则债券价格上升,债券持有者的资产增值。国债是一种典型的固定收益债券,其价值对利率波动十分敏感。

国债期货是利率期货的一个主要品种,是指买卖双方通过有组织的交易场所,约定在未来特定时间,按预先确定的价格和数量进行券款交收的国债交易方式。由于国债期货与现货的利率一致,而且可以卖空,投资者可以在现货市场购买国债的同时,按照相同的价格、数量卖出国债期货,运用这样的套期保值策略,利率上升造成的国债市值损失,能够完全由期货市场的盈利弥补。规避利率风险,这就是国债期货最主要的功能。

国债期货诞生的初衷就是为了规避利率风险。1973年,布雷顿森林体系解体后,美元急剧贬值,导

致利率大幅上涨,美国的国债投资者损失惨重。在此背景下,1976年1月,美国芝加哥商业交易所首次推出90天国债期货,1年后又陆续推出2年期、5年期、7年期和10年期国债期货,为投资者提供成本低廉的利率风险管理工具。国债期货增强了美国国债市场的吸引力,使得美国成为全球最大的国债市场。目前,美国、欧元区、英国、日本、加拿大、墨西哥、俄罗斯等23个国家或地区拥有国债期货市场,根据国际清算银行(BIS)和美国期货业协会(FIA)的统计,2012年全球利率期货交易约占全球各类金融期货交易金额的90%,而大约一半的利率期货交易为国债期货。由此可知,国债期货是国际金融市场最主要的利率风险管理工具。

我国正在经历经济发展模式转型,经济增长速度明显放缓,与此同时,营改增的税制改革使得短期内政府税收减少,城镇化对公共产品供给和社会保障支出的需求却不断增加,结果是财政赤字扩大。根据2013年的政府工作报告,我国需要新增国债发行4000亿元,国债发行面临需求不足的压力。此外,为了减少金融抑制,提高资金使用效率,2013年7月,央行放开了贷款利率,利率市场化迈出了重大的一步。一旦经济周期、货币政策、财政政策、汇率、市场心理等利率决定因素发生变化,利率就会上下波动,进而增加国债市场的利率风险。按照2012年末我国7万亿元的国债规模计算,利率每上升1个百分点,国债持有者的市值将损失约3000亿元。商业银行是国债的主

*本文是2013年首都社科联重大决策咨询课题“首都金融发展问题研究”的成果之一。



要购买者和持有者,2012年商业银行持有的国债约4.78万亿,占国债存量的70%,利率风险很可能导致商业银行的国债资产净值缩水,降低其购买国债的愿望。为了提高国债市场的吸引力,确保国债的顺利发行,当务之急就是要为市场避险提供一个便捷、有效、成本低廉的手段。这一重任落到了国债期货头上,重启国债期货对促进我国国债市场和实体经济健康发展具有重要的现实意义。

二、重启国债期货对我国经济的深远影响

重启国债期货不仅对国债发行是一大利好,还会因其巨大的溢出效应,对我国资本市场扩容、利率市场化和人民币国际化大有裨益。

第一,国债期货能够为不同主体发行的债券提供规避利率风险的工具,并通过价格发现功能提供市场定价的依据,调动全社会投资债券的积极性,推动资源配置效率更高的直接融资发展。国债的偿还保障是政府税收,除非出现极端情况,一般不会违约,因此,国债是全球公认的无风险债券。这一特点决定了国债利率成为债券市场的基准利率,其他债券根据信用风险大小,使用同期国债利率加点的方式来定价,例如,5年期AAA级企业债的利率为5年期国债利率加50个点,5年期BBB级企业债的利率为5年期国债利率加150个点。换言之,金融机构和企业发行的债券与国债利率总是同方向变化,而且与国债利率风险完全相同,上述运用国债期货来规避国债利率风险的策略完全适用于机构债和企业债。具体地说,目前国债期货交易品种有3个,基础产品是标准化的期限为5年、利率为3%的国债。如果企业债的期限是3年,利率是5%,要使用国债期货来套期保值,投资者可以使用中国金融期货交易所定期公布的转换因子^[1],来确定需要买卖的国债期货数量,从而有效地规避利率波动造成的损失。按照中国金融期货交易所的规定,国债期货交易的杠杆率高达50倍,要为100万元的债券避险,只需花2万元保证金即可。交易成本低廉,以及流动性高和信用风险低等特点,使得债券市场的利率风险管理变得简单、透明和高效。有了国债期货这一债券市场的避险工具,债券投资者更容易实现预期收益,债券现货市场交易自然会更加活跃,债券市场规模有望出现长足发展。诚如是,我国间接融资比例过高的金融格局将得到改善,我国经济将从三个方面得到好处:一是更多的企业不再依赖银行,从债券市场

上直接筹集中长期固定资产投资所需资金,降低融资成本,增强其市场竞争力和生存能力;二是家庭的富余资金不再以存款方式储蓄,更多地投向债券市场,得到更高的投资回报,享受到金融发展带来资产增值的财富效应,提高其消费能力和养老保障的能力;三是加速资金流动速度,提高全社会金融资源配置效率及投入产出比,商品与劳务总供给的增加有利于降低物价水平,增加人均可支配收入,人民群众将切实感受到改革带来的实惠。

第二,重启国债期货,具有巨大的创新示范效应,围绕国债期货将掀起金融产品创新高潮。国债期货是标准化、基础性的利率衍生产品,要使用国债期货来规避利率风险,就必须满足国债期货市场对交割债券的具体要求,无论是机构、企业发行的债券,还是银行的中长期贷款,或者是信托机构设立的信托产品,基金公司的理财产品,都会在产品规模、期限、利率选择、本息支付方式、合同规范、风险评估、定价机制等方面进行结构调整和完善,推动基础金融产品的标准化和规范化,进而增加金融信息的透明度,降低信息不对称风险。此外,国债期货为金融机构提供了基础性利率风险管理工具,为银行开展高收益的风险管理类中间业务奠定了基础。实际上,承销企业债、固定收益投资、债券类理财产品都有规避利率风险的强烈需求,银行可以国债期货为基础或范本,完善金融创新机制,设计出满足不同客户需要的个性化的利率衍生品。金融产品的创新和利率风险产品的丰富,拓宽了银行的业务和盈利能力,增强了金融机构服务实体经济的能力,有利于构建金融发展与实体经济发展的良性循环。

第三,国债期货的价格发现功能,有利于推动利率市场化和提高货币政策效力,增强金融系统的稳健性。导致利率变化的一个非常重要的因素是经济周期,从国际经验看,经济周期与政治周期关系紧密,政府选举、换届对政府的经济政策有较大的影响,此举人为加剧了经济波动,使得利率偏离正常运行轨道,加大了中长期利率预测的困难。目前,我国银行间货币市场能够形成市场化的1年以内的短期利率,但是银行间债券市场采取双方询价交易方式,缺乏连续竞价机制,而且信息不透明,利率市场化程度较低,受此影响,中长期债券交易效率不高,市场规模和交易活跃程度都差强人意。由于存在中长期债券利率定价难这一短板,利率市场化目标难以取得根本突

破。重启国债期货，将交易的标准国债定位为5年期，刚好与政府换届周期保持一致，而且将利率确定为3%，表明我国政府有能力将未来5年的通货膨胀率控制在3%以内，并由此制定了国债期货市场重启后的开盘交易价格。国债期货交易集中反映了市场买卖双方对未来利率走势的主观判断，增加了价格信息含量，有利于引导建立合理的价格预期。而且，国债期货具有报价连续、公开透明的特点，能够准确反映市场预期，形成全国性、市场化的利率。根据几何学原理，两点确定一条直线，一旦5年期国债的市场利率确定下来，以此为支点，不难计算出此前此后任何一个期限的国债利率，这样就可以构建起一条市场公认、期限完整的基准收益率曲线，推动利率市场化取得重大进展。值得一提的是，由市场预期形成的、期限完整的收益率曲线，无疑为中央银行了解未来的资金供求状况和市场预期，引导和管理利率水平提供了一个直截了当的工具。由于国债期货市场的利率与现货市场的利率保持一致，央行可以根据国债期货市场的价格变化，有针对性地在公开市场上买卖国债，避免国债期货市场价格过高或者过低，进而通过国债期货市场向全社会传递价格信息，引导市场的利率预期，完善并增强货币政策传导机制。中央银行货币政策效力的提高，有利于宏观经济和金融市场稳健运行，降低了系统性风险发生的可能。

第四，促进国债发行功能，为人民币国际化积聚正能量。中国是世界最大贸易国和第二大经济体，也是世界前六大经济体中唯一不是国际货币发行国的国家。截止2012年底，中国86%的进出口贸易要用美元、欧元、日元、英镑等国际货币计价结算，并承担汇率波动的巨大风险。人民币国际化，即逐步提高跨境贸易和直接投资中使用人民币计价结算的比例，直至人民币成为主要国际货币，是我国更好地利用国内国外两个平台、两种资源并有效降低汇率风险的必由之路。然而，扩大人民币境外使用，刺激境外企业、机构持有人民币动机的一个前提条件是人民币能够保值增值。与国内的金融市场机构不同，国际金融具有明显的证券化特征，以直接融资方式为主。投资股票的风险较高，风险适中的债券市场是国际投资者青睐的对象，国际债券市场的规模远大于股票市场，这就意味着建设一个规模庞大的人民币债券市场是推动人民币国际化的必要前提。美国的经验表明，国债是境外投资者的主要工具，也是美元回流的主要渠道。实

际上，中国债券市场上规模最大、信用最高、流动性最好的也是国债，以前由于国债承销商缺少对冲工具，常常选择将国债放入持有至到期账户的低收益操作方式或者在一级半市场出售国债的高风险操作方式，国债承销商缺少合理定价的机制，抑制了进行国债交易的动力，使得国债需求不旺，发行效率较低。国债期货为国债发行市场的承销商提供了规避风险工具，大大降低债券的持有成本和交易成本，进而降低国债发行利率和发行成本，有利于刺激承销商和投资者参与国债一级和二级市场的积极性，扩大国债市场规模，满足人民币国际化后境外投资者对国债投资的需求。此外，按照目前资本账户管制下的制度安排，离岸人民币市场办理人民币业务的境外机构可以进入国内银行间债券市场进行投资和交易，而国债期货的转托管机制意味着国债期货能够同时连接交易所市场和银行间市场，可以有效消除交易所和银行间市场两个市场间同一债券之间的定价差别，提高债券市场的定价能力。这样，银行间市场的投资者能够得到更合理的收益，境外持有人民币的机构也可从中受益，有利于提高其扩大人民币业务的主动性，为人民币国际化积聚更多的正能量。

三、让“国债327”风波警钟长鸣

回顾过去30多年的国债市场，不难发现国债市场一直保持着旺盛的金融创新动力。1988年财政部在全国部分城市进行国债流通转让试点，逐渐放开债券二级市场的交易利率，实现了国债二级市场的利率市场化；同年中国人民银行对三年期居民定期存款进行保值贴补，并适用于国债；1992年中国证监会批准进行国债期货交易，为国债发行创造良好的条件；1999年，银行间债券市场开始以市场化招标方式发行国债，实现了国债一级市场的利率市场化；2002年中国推出QFII制度，允许合格的境外投资者进入中国证券市场，国债市场的参与主体扩大到非居民；2009年中国到香港离岸人民币市场发行国债，国债发行市场开始从在岸扩展到离岸，地理空间的约束被打破；2013年重新开启国债期货。金融创新是一把双刃剑，并非每一次金融创新都能产生理想的结果，21年前进行的国债期货创新，就因为1995年2月进行的疯狂投机而以失败告终。前车之鉴，后事之师，重温“国债327风波”，吸取第一次国债期货创新失败的教训，对我国国债期货市场的健康发展十分重要。

1994年为了推动经济对外开放,中国实行了外汇体制改革,人民币对美元贬值33%,出口受到刺激,获得了300多亿美元的顺差,当年央行因购买外汇多投放了2000多亿元人民币,导致通货膨胀率高达24%,此后政府采取了十分严厉的措施来控制通货膨胀,但是市场对1995年的通货膨胀预期分歧较大,正是这种分歧导致人们对1995年到期的3年期国债期货的价格涨跌预期产生了很大的差异。1995年7月交割的92(3)现券的票面利率为9.5%,如果不计保值贴息,到期本息之和为128.50元。保值和贴息提高了国债的收益率,使得国债期货的价格上涨,与之对应的代码为327的国债期货的市场价格已经涨至147-148元。327国债期货的价格很大程度上取决于保值贴息率,如果市场预期的保值贴息率为5%,对应的价格为148元,一旦实际的保值贴息率高于5%,到期的国债期货价格将高于148元,市场上做多的买方就会盈利,做空的卖方则会赔钱。反之亦相反。1995年2月23日,财政部发布公告,对国债327进行保值贴息,将按照148.5元兑付,即保值贴息率略高于5%。消息一出,原空方主力之一的辽宁国发集团马上倒戈做多,推动国债期货价格疯狂飙升至150元以上。当时中国最大的证券公司万国证券一直认为政府不会提高国债327的保值贴补率,因而重仓做空。国债期货价格上涨导致万国证券出现60多亿元的巨额损失。为了挽回巨额亏损,万国证券违规向上交所大规模透支,充当保证金,在收盘前八分钟交易1056万手卖单,将价格从151.3元打压到147.8元,令以中国经济开发公司为首的多头方全线爆仓,赔光全部保证金后还亏损40多亿元,而万国证券则由较大亏损转为10多亿盈利。当晚,上交所认定万国证券严重蓄意违规,16时22分13秒之后的操作全部无效。随后,上海证券交易所总经理尉文渊被罢免,万国证券总经理管金生锒铛入狱,万国证券被申银证券合并。1995年5月17日,中国证监会发出《关于暂停中国范围内国债期货交易试点的紧急通知》,中国首次国债期货创新宣告失败。

痛定思痛,1995年国债期货中途夭折的根本原因在于急躁和冒进,没有遵循金融创新的规律。当时的环境,无论是宏观经济还是中国国债市场发展状况,其实都不足以支撑国债期货的发行。此外,327国债期货在合约设计以及交易规则上不合理,加上中国金融监管的缺陷共同酿造了国债期货交易的暂停。现货市场规模过小,投资者不成熟,制度不完善,共同造成

了国债期货市场投机盛行,“国债327”风波则是投机疯狂到极点的集中表现。经过18年的中国特色社会主义市场经济建设,我国金融市场成熟度有了根本性改善,那些导致1995年国债期货暂停的问题已基本排除,国债期货涅槃再生具备了充分的条件。首先,整体金融环境发生了巨大的进步,国债现货市场规模巨大且品种多样,国债发行制度日趋成熟,市场化程度和流动性不断增强。其次,我国大力发展商品期货市场,已上市26个商品期货品种,覆盖农产品、金属、能源和化工等诸多产业领域,已经成为全球最大的商品期货市场。不仅期货交易技术手段规范化,而且构建了能够成功抵御国际金融危机重大冲击的期货市场法规制度框架和风险防范及化解机制,为重启国债期货提供了宝贵的经验和借鉴。第三,在金融监管上,中国法规和金融风险控制体系逐渐完善,已经建立起以证监会、证监会派出机构、各期货交易所、期货协会以及保证金监控中心为核心的监管体制,能够对国债期货市场的参与者、交易制度和各环节做到全方位监管,将风险控制可在承受的水平。例如,为了降低国债期货到期交割现券前的投机冲动,中国金融期货交易实行差别保证金制度,越是临近到期交割日,保证金比例越高,这就增加了投机性交易的成本。此外,对单个投资者的最高持仓比例也做出了规定,还要求对异常交易进行详细的申报,这些制度安排有利于杜绝类似万国证券违规交易的可能性。

与所有金融衍生工具一样,国债期货不可避免地也会成为一种套利和投机工具。一些投资者并没有购买或持有国债,其买卖国债期货不是为了规避现货市场的利率风险,而是纯粹为了赚取利率变化产生的国债期货的价差,因此,国债期货重启可能造成过度投机和局面失控。目前,近90%的国债由商业银行购买并持有到期,现货市场的流动性不足可能会给国债期货市场带来包括期现价格难以拟合、价格走势易被操纵、交割风险等潜在风险。在国债期货重启阶段,国债期货交易规模不大,流动性不足,也会削弱其避险和价格发现功能。

综上所述,国债期货的避险功能和价格发现功能,能够为债券市场和实体经济参与者提供高效率、低成本的利率风险管理工具,有利于增强实体经济抵抗利率风险能力,有利于提升我国金融系统的稳定性。当然,金融衍生市场的风险明显高于金融现货市场,为了确保国债期货市场安全 (下转第57页)



了全面的丰富和发展,但仍有一些问题值得深入研究和探索。例如,优良传统如何在市场经济环境下找到生长点,如何认识党内矛盾以及如何正确开展批评和自我批评等。这些既是需要理论上不断研究的课题,也是这次群众路线教育实践活动及经常性学习实践需要探索 and 解决的问题。

注释

- [1]《十四大以来重要文献选编》上,人民出版社1996年版,第450页。
- [2][14]《江泽民文选》第一卷,人民出版社2006年版,第492页;第362页。
- [3][17]《十六大以来重要文献选编》上,中央文献出版社2005年版,第711页;第42页。
- [4]习近平:《全面贯彻落实党的十八大精神要突出抓好六个方面工作》(2012年11月15日),《求是》2013年第1期。
- [5][6][11][19][21][28][30]《邓小平文选》第二卷,人民出版社1994年版,第45页;第45页;第266页;第368页;第358页;第215页;第333页。
- [7]习近平:《坚持实事求是的思想路线》,《学习时报》2012年5月28日。
- [8]《邓小平文选》第一卷,人民出版社1994年版,第216页。
- [9]《十七大以来重要文献选编》上,中央文献出版社2009年版,第851页。
- [10]《习近平在省部级主要领导干部社会管理及其创新专题研讨班结业式上的总结讲话》(2011年2月23日),新华网2011年2月24日。
- [12][13][25]《邓小平文选》第三卷,人民出版社1993年版,第

238页;第252页;第379页。

- [15]《习近平在十二届全国人大一次会议闭幕会上的讲话》(2013年3月17日),新华网2013年3月18日。
- [16]《习近平在十八届中央政治局常委与中外记者见面会上的讲话》(2012年11月15日),新华网2012年11月15日。
- [18]胡锦涛:《在庆祝中国共产党成立90周年大会上的讲话》,人民出版社2011年版,第10页。
- [20]《群众路线是“执政生命线”——党的群众路线新思考之一》,人民网2013年6月18日。
- [22]《江泽民文选》第三卷,人民出版社2006年版,第327页。
- [23][29]《十六大以来重要文献选编》下,中央文献出版社2008年版,第873页;第873页。
- [24]《摒弃享乐主义,重在奋斗——党的群众路线新思考之四》,人民网2013年6月26日。
- [26]《十六大以来重要文献选编》中,中央文献出版社2006年版,第415页。
- [27]熊自牧:《党的群众路线的形成与发展》,《学习时报》2013年7月22日。
- [31]《党面临的“赶考”远未结束——习近平总书记再访西柏坡侧记》,《人民日报》2013年7月14日。
- [32]胡锦涛:《在庆祝中国共产党成立85周年暨总结保持共产党员先进性教育活动大会上的讲话》,人民出版社2006年版,第26页。

(作者为中国延安干部学院兼职教授;北京市委党校党史党建部讲师、博士)

责任编辑 吴新华

(上接第35页)运行、健康发展,避免重蹈“国债327风波”的覆辙,政府必须加强对国债期货市场的规范,建立国债期货配套的风险管理体系,注重制度设计和细节安排,丰富和完善国债市场的流动性。

参考文献

- [1]魏涛:《国债期货重出江湖》,《证券导刊》2013年24期。
- [2]吴晓晖:《国债期货的前世今生》,《证券导刊》2013年18期、19期。
- [3]胡俞越、曹颖:《国债期货箭在弦上》,《投资北京》2013年1期。
- [4]刘玄:《国债现货流动性不足背景下的国债期货市场稳定性研究》,《武汉金融》2013年4期。

注释

- [1]转换因子是可交割债券和名义标准券之间的价格转换比例。转换因子的计算是面值1元的可交割债券在其剩余期限内的所有现金流量按国债期货合约票面利率折现的现值,这是国债期货合约中最重要的参数之一。

(作者为中国人民大学国际货币研究所副所长,财政金融政策研究中心研究员;首都经济贸易大学金融学研究生)

责任编辑 李萌