

■ 备战国债期货之重生篇

沉寂十八载,国债期货终于脱胎换骨、重生在即。国债期货的推出,是我国金融市场体系进一步走向成熟的重要里程碑,对我国利率市场化改革影响深远,同时为投资者施展才华开启了一片崭新的天空。从即日起,本版将就此以专题形式进行连续四天报道,内容分别涉及:国债期货新生的意义和亮点、对不同资本市场的影响、交易策略和投资技巧、首日交易情况预测等。

阔别18载 国债期货重返资本舞台

普通投资者应谨慎参与

■ 本报记者 熊峰

金融期货创新空间广阔

□银河期货首席宏观研究员 赵先卫

金融期货是指交易双方在金融市场上,以约定的时间和价格,买卖某种金融工具的具有约束力的标准合约。金融期货合约标的物不是实物商品,而是金融商品,如证券、货币、利率等。伴随股指期货、国债期货的相继推出,近年来我国金融期货市场得到了稳步发展,而对比国外成熟市场,我国金融期货创新业务的空间还非常广阔。

金融期货交易产生于本世纪70年代的美国市场,当时以货币学派为主流的新自由主义经济思潮开始主导美国的经济金融政策,而随着金融管制放松,金融市场汇率、利率以及资产价格处于快速动荡之中,为了防范金融市场动荡的风险,新的金融衍生工具被创造出来,包括各种金融期货、期权以及货币互换等。这些新的工具不仅帮助传统金融机构化解了利率、汇率波动的风险,而且也为他们提供了更广泛的资金筹措渠道,降低了他们的融资成本。经过几十年的发展,金融期货交易已经成为整个期货市场的主流,年度交易量占整体市场的80%,其中期权、互换等衍生品更是每日金融市场上最大的成交品种。

金融期货一般分为三类:外汇期货、利率期货和股票指数期货。2010年,我国顺利推出了国内第一个金融期货——沪深300指数期货。

起源于美国的2008次贷危机给我国的实体经济以及资本市场都带来了严重的冲击,国内股票现货市场更是从6000多点迅速下滑至1600多点。股票价格的快速下滑不仅导致国内财富严重缩水,更导致了金融市场重新洗牌,一大批机构投资者在这次危机中退出股票市场,这也给我国金融市场建设提出了课题。为了培育一个良好运转的金融市场,培育一个机构投资者占市场主体的金融市场,规避金融市场的系统性风险,适应中国经济金融体制的改革,我国也在2010年顺利推出了国内第一个金融期货——沪深300指数期货。

从运行3年多的时间来看,股指期货已经成为国内期货市场的主力军,不仅成交量超过了期货市场整体成交量的一半以上,而且机构投资者也逐步成为股指期货市场的主要力量,各种投资工具和方法也如雨后春笋一般不断涌现。实践来看,股指期货在丰富投资者资产组合的同时,也防止了系统性风险的积聚,提供了一个内在的平衡机制,促使股票指数在更合理的范围内波动。

股指期货成功的推出不仅证明了金融期货创新的可行性,也证明了金融期货创新的必要性。伴随着人民币国际化的进程,汇率以及利率市场化逐步成为未来金融体制改革的两个必要方向,市场决定货币市场价格也将成为常态,这使得国内金融机构、实体企业都面临货币市场价格波动的风险,如何利用金融创新、金融衍生品来规避市场价格波动的风险,也成为我们金融创新发展的下一个目标。

“十二五”规划中关于金融市场的规划提出,要加大对债券市场发展的重视,努力建设一个产品序列齐全、功能完备、具有相当规模的债券市场体系。而债券市场最大的风险,就在于利率波动的风险。为此,中国证监会批复国债期货9月6日在中国金融期货交易所上市,标志着国债期货在时隔18年后重新登场。

国债期货是最重要的利率期货。利率期货在中国未来发展前景巨大,原因有以下几点:首先,利率期货可以对冲系统性风险,维护社会经济稳定。其次,利率期货的套保功能可以提高债券市场的活跃度。再次,利率期货将推动利率市场化目标尽快达成。最后,利率期货还可以有效降低政府宏观调控的成本。展望国债期货的上市交易,必将延续金融期货受到追捧的态势,不仅仅是因为这是我国第一个利率期货产品,更重要的是,它带来了更多金融投资工具的创新和金融投资理念的创新,围绕着利率期权将展开多种投资模式。

更长远来看,金融体制的创新仍然将不断继续,金融工具的创新也将不断进行,未来金融期货创新的步伐不会停止。可以相信,随着人民币国家化的进程逐步推进,人民币期货也将在国内逐步上市。一方面外汇储备不断增加,另一方面人民币国际化进程中的汇率波动加大,因此我国迫切需要有效管理汇率风险的金融衍生品工具。国际上流行的汇率对冲工具有外汇远期合同、掉期和外汇期货,而我国的人民币汇率衍生品只有远期和掉期,因此将来人民币期货的上市只是时间问题。此外,在人民币国际化进程中,中国资产将成为更重要的国际金融资产,届时对人民币期货的需求将呈现爆发式增长。

时隔18年,国债期货将于9月6日重返国内资本市场。而在老期货的眼中,即将上市的国债期货实际上是一个全新的品种,与90年代时的国债期货相比,合约合计、宏观金融环境、监管条件等早已不可同日而语。

8月30日,中金所正式公布了《6年期国债期货合约》及相关规则,在保证金标准、交割月份持仓限额等四大方面做了进一步完善,此举凸显了防范风险的原则。

专家还提醒,国债期货并不一定适合普通投资者参与,在国际市场上国债期货也是机构投资者为主的市场。



漫画/韩景丰

脱胎换骨 全新面貌

在业内专家看来,与国内90年代曾经推出的国债期货相比,现在重新上市的国债期货实质上是一个全新的品种。

国泰君安期货代理总裁寿亦农曾经亲身经历3·27国债期货风险事件。在他看来,现在国债期货上市的宏观金融环境、监管水平、合约的设计以及投资者的教育情况,与当年3·27风险事件时,早已不可同日而语。

1992年12月28日上海证券交易所首次设计并试行推出了12个品种的国债期货合约。作为亲历者,寿亦农表示,从当时推

出的国债期货合约看,合约本身的设计存在一定的缺陷,而且当时的国债期货制度设计也有相当多的漏洞,例如期货交易所市场严重分割、风险管理意识淡薄、缺乏相应预警系统、没有大户报告制度、持仓限额制度形同虚设等,这些对于今天的期货市场而言都是难以置信的。正是由于这些缺陷的存在,才使3·27等国债期货事件的爆发成为可能,最终导致开市不足三年的国债期货无奈地画上句号。

寿亦农表示,3·27事件不但引发证券行业大洗牌,更对我

国金融创新进程带来负面影响。应该牢牢记住3·27事件带来的教训”,他说。

而对于本次中金所推出的国债期货,寿亦农认为,与18年前的国债期货相比,今时今日的国债期货实质上就是一个新产品,而且,诱发类似3·27”事件的内外部环境已经发生根本改变,当前重推国债期货不会重蹈3·27”事件的覆辙。

他指出,当年国债期货以某一具体国债作为合约标的,并采用单一券种交割。由于单一券种存量规模较为有限,容易引发多逼

空”风险事件。而现在的5年期国债期货采用名义标准券设计,实行多券种替代交收,从产品设计上扩大可交割券规模,从源头上遏制可能发生的逼仓。此外,当年国债期货的标的利率为固定票面利率加上保值贴补率,这使得每月公布一次的保值贴补率成为市场上多空双方“对赌”的焦点,如今这一影响因素已不复存在。

此外,目前整个期货市场的风险防范能力得到本质性改善,期货法规体系趋于完善,并且以证监会为核心的集中统一的监管模式已经确立。

条件成熟 水到渠成

专家指出,国债期货的上市条件早已经成熟,而未来上市后国债期货也不会影响宏观经济走势。

从国际经验来看,上市国债期货需要三个先决条件:一是国债发行和交易的市场化,这是上市国债期货的制度前提;二是国债现货市场的规模和流动性水平达到一定程度,这是上市国债期货的市场基础;三是投资者的避险需求较强,这是上市国债期货的内在动力。

当前,我国推出国债期货的

条件已经成熟。从制度前来看,自1999年后,我国国债一、二级市场已经实现了利率市场化;从市场基础来看,我国国债现货市场规模巨大,流动性水平不断提高。截至2012年12月底,我国记账式国债存量突破7万亿元,超过所有已推出国债期货国家上市当年的国债存量,国债存量与GDP的比值为14%,与韩国推出国债期货时相当。2012年我国国债交易量9.13万亿元,换手率为1.35倍,与日本当年相当。从内在动力来看,随着我国利率市

场化改革进程的推进和金融业的快速发展,金融机构管理的债券资产规模日益增大,债券资产价格变动日益频繁,投资者的避险需求较为强烈,亟待推出有效的避险工具。同时,我国债券市场的发展水平、如交易机制、发行制度和利率衍生品市场已经优于成熟市场首次上市国债期货时的水平,可以更好地保障国债期货的顺利上市和平稳运行。未来上市后,国债期货也不会影响宏观经济走势。国债期货作为期货的一个品种,具有双向的交易

机制。正是基于此,国债期货为现货市场的投资者提供了一种良好的风险管理工具,并且发挥了稳定金融市场的作用。从国外推出国债期货的经验来看,推出国债期货并不会影响宏观经济走势。

专家指出,从国际成功推出国债期货的市场来看,国债期货市场服务于国债现货市场,是现货市场的反映,投资者在国债期货市场上的投资决策依赖于对宏观经济政策和利率走势的预期,推出国债期货并未使该国经济出现大的震荡。

50万门槛旨在保护中小投资者

适当性制度的核心理念是将适当的产品销售给适当的投资者,目的是保护中小投资者合法权益。

对于投资者的适当性制度,江明德指出,国债期货并不限制普通百姓的参与,只是要求符合一定资质的投资者谨慎参与,其根本目的是为了让投资者学会主动保护自己,衡量自身是否拥有参与国债期

货交易相匹配的风险意识和资金实力,去评估自己是否适合参加到这个市场中来。类似于股指期货的投资者适当性制度,这样的制度安排是对投资者负责任的表现,而非是为了设置进入壁垒来限制他们的投资权力和利益。

江明德认为,金融产品分类复杂,专业性强,投资者应该根据自

身的情况投资适当的金融产品。相对于股票等大众投资产品而言,国债市场的运行规律和定价机制等专业化程度更高,因而国债期货的投资对投资者的知识水平、资金实力以及投资经验都有较高的要求,并不一定适合普通投资者参与。事实上,在国际市场上,国债期货也是机构投资者为主的市场。

■ 机构观点链接

中投证券: 套利吸引力强过股指期货

中金所日前公布了《5年期国债期货合约》、《交易细则》、《交割细则》等17条相关业务规则和办法。对比国债期货正式规则和较早前发布的征求意见稿,可以看出正式规则更为严格,具体体现在三个方面:一是设定更为稳妥的保证金标准。二是从严设置交割月份持仓限额。三是设置最低交割标准。

不过,国债期货交易成本低廉、杠杆率高,市场有望成交活跃。按照交易细则,国债期货手续费标准为每手不低于5元,即不高于合约名义金额的万分之零点零五,而中金所收取的股指期货交易费用是万分之零点二五。由于交易成本极低,杠杆率高,因此期货价格极小的波动就可以覆盖各种成本,产生利润,这意味着在股指期货上不能盈利的一些模式或者套利空间在国债期货上却可能是盈利的。

从交易成本和杠杆率的角度来看,对于高频交易和套利等类型的投资者,国债期货可能比股指期货更具吸引力,而高频交易和套利等行为往往能为市场提供较多流动性,因此国债期货市场有望成交活跃。

国信证券: 对现货市场或有利好

考虑到国际经验以及短期内银行系投资者进入受限,我们认为期货推出后可能对市场有利好驱动。

首先,我们统计了部分海外市场国债期货上市之后的表现,很难得出国债期货推出对现货收益率走势有何明显驱动的观点。其次,从理论上分析,期货的推出会驱动之前市场缺失的做空需求的爆发,因而短期内会导致收益率的上行。但目前我国国债的主要持有者为银行系投资者,但银行系投资者作为空方在短期内可能无法完全进入期货市场。

最后,近期随着流动性预期的

稳定和一级市场的短暂回暖,10年期国债收益率已经高位企稳,短期内继续向上的可能性不会太大。结合交易所一再强调国债期货的风险控制和大力发展衍生品市场,以及权益类市场低迷的现状,期货推出后还是很可能会吸引大量资金流入。同时,期货的推出可能加速旧券的成交,流动性溢价的回落将驱动现券价格的回升,进而反作用于期货市场主力合约的上行。

方正证券: 对银行间资金面影响有限

目前的记账式国债规模将近7.4万亿元。中金所拟优先推出5年期国债期货合约,可交割券种主要为剩余年限在4~7年期的国债,目前剩余年限在4~7年间的记账式国债规模大概在2万亿元,假设这些记账式国债全部参与到国债期货市场,若以5%的交割保证金比例计算,规模也只有1000亿元。

从记账式国债的投资者持有

结构看,目前作为国债持有规模最大的银行还没有获得国债期货的准入资格,保险资金进入国债期货市场的相关细则还未拟定。若以占比数据计算保证金规模,券商、基金综合占比将近1%,保证金规模只有将近10亿元。

另外,从中金所的角度来看,银行作为国债的主要持有者,持有规模大,倘若一开始就进入国债期货市场,或许对国债期货市场造成较大的冲击,不利于国债期货市场的平稳过渡运行,最有可能的是先划定一部分银行进行试点,再逐步扩大范围。

从目前银行缴纳的准备金基数来看,只有商业银行的信用证保证金存款、保函保证金存款以及银行承兑汇票保证金存款这三类保证金存款纳入了准备金上缴基数,国债期货的保证金应该对银行间市场的资金影响不大。总而言之,国债期货推出后对资金面的影响较为有限。(张勤峰 整理)

■ 国债期货大事记

1992年12月 上海证券交易所率先推出国债期货交易,最先开放12个品种的国债期货合约,只对机构投资者开放。

1993年10月 上交所对国债期货合约进行修订,并引入个人投资者交易。

1994年-1995年春节前 国债期货飞速发展,全国开设国债期货的交易所增加至14家,包括两个证券交易所、两个证券交易大厅以及10个商品交易所,国债期货交易日趋活跃。

1995年2月23日 3·27”风波爆发,结局是当时的万国证券不得不选择与竞争对手申银证券合并。

1995年5月10日 国债期货再次爆发“3·19”恶性违规事件。

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》,中国第一个金融期货品种宣告夭折。

2011年12月 中金所表示正在积极筹备国债期货。

2012年1月 全国证券期货监管工作会议提

出,将稳妥推出国债、白银等期货。

2012年2月 中金所启动国债期货仿真交易联网测试,8家金融机构参与首次测试。

2012年3月 首次顺利完成合约TF1203的仿真交易。

2012年4月 国债期货仿真交易开始向全市场推广。

2012年6月 中金所进行了国债期货交易结算测试。

2013年1月 全国证券期货监管工作会议提出,做好国债期货上市准备工作。

2013年7月5日 中国证监会宣布国务院已同意开展国债期货交易,国债期货上市前的各项准备工作时间预计需要两个月左右。

2013年7月27日 中金所组织全市场会员及行情商进行了国债期货第一次全市场演练测试。

2013年8月30日 中国证监会批准中金所挂牌上市5年期国债期货合约,拟定2013年9月6日上市交易。

助推利率市场化改革 丰富风险管理工具

□中国进出口银行 张译英

配置和现货组合风险管理上,国债期货将成为投资者面向利率波动的风险管理工具和重要参考指标。

一方面,国债期货有助于揭示市场利率风险。国债期货在揭示信息、完善市场价格形成机制上具有较强的优势,其场内集中竞价、杠杆交易、T+0起息等机制使得其价格变化往往领先于现券市场,且由做空机制,使得国债期货能够充分体现市场对经济和利率的预期,从而揭示利率风险。

另一方面,国债期货有助于分散和转移利率风险。通过国债期货交易,债券持有人能够以较低的成本迅速对利率风险敞口进行调整,将风险转移给那些有能力且愿意承担风险以获取利润的投资者,有效控制利率风险。此外,随着利率市场化改革进程的深入,市场利率波动将更为频繁和剧烈,国债期货的价格能更加准确地反映市场价格信息的变化。

其次,国债期货有助于完善收益率曲线。国债期货交易的动机是投资者对未来国债收益率水平的预期,使得名义标准国债的远期收益率水平,能够真实合理地反映出市场预期和利率远期的走势,提高了债券市场价格发现的效率,在完善远期收益率曲线的同时,修正了当期收益率水平。

第三,有利于基准利率的形成。我国的国债市场目前为交易所和银行间两个市场,两个市场在交易主体、交易品种以及托管方式等方面均存在一定的差异,使得国债市场尚未形成统一的基准利率。国债期货的推出,将促进国债二级市场的整合,有利于提高国债现货市场的稳定性和流动性,进而促进以国债为基础的基准利率曲线的形成。与此同时,市场化国债期货价格为利率市场化改革提供了重要参考。

有助于投资者管理利率风险

未来在调整资金期限

仅代表个人观点,不代表所在单位意见)