

“冷清”的国债期货 火炽的期货变局

□本报记者 王朱莹



CFP图片

完善做市商制度 提升国债期货流动性

□海通期货研究所 成艳丽

国债期货自9月6日上市以来，其流动性成为市场关注的焦点。国债期货上市首日三个合约合计成交量仅3.6万手，远低于其他期货品种包括股指期货上市首日的成交量；之后成交量进一步萎缩，最低的时候一个交易日成交量仅有5000多手，与其他期货品种一天几十万甚至几百万手的成交量不可同日而语。国债期货流动性较差的主要原因是机构等大的投资者还没有进入到国债期货市场。目前，国债现券最大的持有者银行和保险尚未获得监管层的批准参与国债期货；而已经获得批准的机构像券商和基金也受到诸多的限制，机构感觉操作空间不大，所以并没有急于参与到这个市场。如果流动性较差的现象持续下去，也会进一步影响机构参与国债期货的积极性。

机构目前并没有大举进入国债期货市场的另外一个主要原因就是市场利率波动较小，机构利用国债期货套保的需求不大。期货产品的本质是风险对冲的工具，套保需求的支撑是期货产品发展的基础。从海外经验来看，国外国债期货市场的繁荣发展也是得益于市场利率风险加大，机构避险需求的增加。20世纪70年代，布雷顿森林体系崩溃，外汇体系由固定汇率走向浮动汇率，汇率波动加大；同时，金融自由化、石油危机以及经济滞胀等因素导致全球金融市场动荡加剧，投资者的避险需求激增，国债期货作为规避利率风险的金融工具应运而生，并且在全球主要发达国家经济得以发展。美国于1975年10月推出了世界上第一张国债期货合约——政府国民抵押协会抵押凭证期货合约；随后，英国、日本、法国和德国分别于1982、1985、1986年和1992年推出国债期货。

目前国内经济状况和利率水平都相对稳定，机构避险需求不强，也制约了机构参与国债期货的积极性。没有避险需求的参与，套利和投机交易缺乏对手盘，也难以活跃。但是根据国外市场经验，在利率市场化的进程中，利率波动的幅度和频率都会上升。因此，随着我国利率市场化进程的逐步推进，利率波动将会加大，机构运用国债期货对冲利率风险需求也会加大；届时，或许才是国债期货大发展的开始。

海外市场国债期货成交活跃还有一个制度上的保障，那就是做市商制度。做市商制度是一种市场交易制度，是由具备一定实力和信誉的法人充当做市商，不断地向投资者提供买卖价格，以其自有资金和证券与投资者进行交易，从而为市场提供即时的流动性。做市商制度对市场的活跃功不可没。做市商制度不仅为市场提供了流动性，促使了国债期货价格发现功能的实现；同时，做市商都是具有一定资质和实力的大型机构，他们的报价相对合理，对抑制过度投机也起到一定作用。因此，积极发展完善的做法市商制度也不失为一种在提高国债期货市场流动性的同时也能有效地抑制过度投机的良策。

同时，基于利率产品的属性，构建完整的不同期限的系列产品对市场也是有益的。国外国债期货市场大都具有短、中、长期不同期限的国债期货合约。芝加哥期货交易所(CBOT)上市交易的美国国债期货具有2、3、5、10年期和超长期等期限；欧洲期货交易所(EUREX)具有短、中、长期德国国债期货和短、中、长期意大利国债期货等；伦敦国际金融期货交易所(LIFFE)的英国国债期货也分为短、中、长期三个期限；另外，国外各大交易所除了推出本国的国债期货，还在本国交易所推出以其他国家国债为标的的国债期货，比如伦敦国际金融期货交易所不仅有英国国债期货合约上市交易，还有美国和日本等国家的国债期货合约。因此，在合适的时机推出其他期限的国债期货产品甚至其他国家的国债期货都将有利于交易策略的丰富和实施，吸引更多的具有不同投资和避险需求的投资者参与，增加市场的流动性，对市场起到锦上添花的作用。

2013年9月6日，筹备多时的国债期货终于在万众瞩目之下重登资本市场舞台，其流动性也成为市场焦点。上市首日，三个合约合计成交量仅3.6万手，远低于股指期货及其他期货品种上市首日的成交量；之后成交量进一步萎缩，最低时日成交量仅5000多手，交投之冷清，与其他期货品种几十万甚至几百万手的成交量相比，无疑相形见绌。

国债期货成交不旺的主要原因，是银行、基金和保险机构等投资者还没有大规模进入国债期货市场。上市初期，主要参与者是个人投资者、部分私募和券商，而他们也都是有限参与。”宝城期货金融研究所所长助理程小勇指

前景光明 甘坐冷板凳

出，对个人投资者而言，国债期货定价的复杂性使投机散户不敢轻易尝试，国债期货涨跌的分析框架与商品期货和股指期货有所不同，寻找需要精密计算的套利机会尚需学习，多数散户不理解国债期货价格波动规律。

券商方面，在参与国债期货初期，他们需要时间来建立适当的风险管理制度和期现对冲的策略。多数券商固定收益研究员对国债期货也不甚熟悉，需要慢慢适应期货交易方式，因此在资产配置初期不会大规模介入。此外，银行、基金和保险机构参与国债期货步伐不会太快，目前银行尚未明确参与方式，而基金则处在观望期，在流动性不足的手

券商方面，在参与国债期货初期，他们需要时间来建立适当的风险管理制度和期现对冲的策略。多数券商固定收益研究员对国债期货也不甚熟悉，需要慢慢适应期货交易方式，因此在资产配置初期