

# 引入国债期货合约能否发挥 现货市场稳定效应<sup>\*</sup>

——基于中国金融周期的研究视角

张宗新 张秀秀

引入金融衍生工具，在提供资产组合对冲风险功能的同时，能否起到现货市场稳定效应，一直是宏观政策决策层和学术界关注的课题。2015年，股市“去杠杆”引发我国A股市场大幅波动，背后是否存在“恶意做空”力量成为核心问题，股指期货在其中扮演“恶意做空”工具抑或“风险对冲”手段受到广泛质疑。2016年下半年以来，我国实施金融“去杠杆”政策，市场利率上行明显，风险敞口持续扩大，国债期货是否会和股指期货一样助长现货波动，理论研究认为，期货市场内在的杠杆交易、低成本和低卖空限制等特征会起到现货市场稳定效应，但我国国债期货市场是否呈现该特征尚存在争议。厘清我国国债期货衍生工具的内在功能及其所扮演角色，严防金融衍生工具对现货市场的“负向效应”诱发新一轮债券市场波动，直接关系到我国宏观金融安全与金融市场稳定，这也是本文研究的出发点。

现有关于期货市场能否稳定现货市场波动研究中，国内学者集中于股指期货市场、商品期货市场对现货市场作用，尚未对我国国债期货市

---

\* 原文刊载于《金融研究》2019年第6期。

作者简介：张宗新，经济学博士，教授，复旦大学金融研究院；张秀秀，博士研究生，复旦大学金融研究院。

场能否发挥现货市场稳定功能进行深入研究，缺乏对微观影响机理的综合探析，尤其是金融周期背景下国债期货与现货市场关联机制的研究更显不足。传统的关于经济周期与金融稳定的分析框架忽视了金融周期风险及其对经济周期的叠加作用。当考虑金融周期波动时，原有度量经济周期的指标对外部冲击的响应时间会延长，波动深度也会增加。金融周期对经济变量影响的显著性决定了将其引入现有研究框架的必要性。基于此，本文结合我国金融周期波动水平，探究国债期货合约对现货市场波动的影响机制。

本文研究创新性主要有三个方面：一是从债券市场信息传递与国债期货参与者行为角度，深入探析国债期货市场稳定现货市场的微观机制和实现路径；二是引入金融周期因素，分析金融周期风险对国债现货市场波动的冲击，揭示金融周期因素如何影响国债期货市场参与者行为；三是探析我国国债期货市场是否有助于抑制金融周期风险对现货市场稳定性冲击。

本文选择我国 5 年期国债期货主力合约和 5 年期国债个券数据作为研究样本，个券样本分为刚发行可交割国债和同收益率可交割最廉价现券，前者基于债券活跃度分类，后者基于对一揽子国债收益率进行名义标准化处理。在此基础上构造国债市场可预期和不可预期交易量、期货投机和套保行为、金融周期波动等指标，其中金融周期指标利用信贷、信贷/GDP、房地产价格、M2 同比增长率进行合成。

研究结论显示，在引入 5 年期国债期货合约后，国债市场波动程度显著降低，国债期货市场已发挥稳定效应。虽然金融周期波动程度越高，越增加现货市场波动，但国债期货市场能够缓解金融周期波动对现货市场波动的冲击。进一步从期现市场信息传递机制和不同参与者行为两个维度分析国债期货市场影响现货市场波动的微观机制。首先，在“价格—价格”信息传递机制中，改善现货市场深度是国债期货市场发挥稳定功

能的微观路径，国债期货市场增进国债预期交易量流动性、减弱非预期交易量干扰。其次，在“波动—波动”信息传递机制中，国债期货市场对现货市场存在显著波动溢出效应。我国2015年3月16日修改5年期国债期货交易规则，新规则中涨跌停幅度降低、保证金比率降低、梯度持仓限制放松，新规后国债期货市场向现货市场信息溢出能力提升。同时，正向和负向基差对国债波动的非对称影响显著，正向基差效用更大。最后，在参与者行为影响机制中，国债期货投机者交易活跃度与现货市场波动成正比，套期保值者活跃度与现货市场波动成反比，金融周期低波动抑制投机交易增加现货市场波动，套保交易降低现货市场波动的程度。

基于上述实证研究结论，为了在金融周期波动下充分发挥我国国债期货市场稳定现货市场功能，实现国债市场稳定运行，构建金融市场稳定机制，实现宏观金融稳定的政策目标，本文提出如下政策建议：第一，优化国债期货市场交割细则，建立透明的市场信息传递机制。通过国债期货市场最小动价单位、涨跌停幅度、梯度持仓等交割细则设计，增加国债期货市场信息吸收、转化和传递能力，提高期货市场深度，减弱国债期货市场波动溢出对现货市场的冲击。第二，完善机构投资者结构，丰富国债期货市场参与主体。通过有序推进商业银行、保险资金及境外机构入市，增进国债期货市场交易活跃度，提高国债期货市场流动性和价格发现功能，充分发挥稳定现货市场功能。第三，加强对国债期货投机交易活跃度的实时监督，防范国债期货过度投机行为。实证结论表明，国债期货投机交易越活跃，现货市场波动越剧烈。应通过对国债期货投机交易持仓量和交割月份成交量等指标的监督，避免过度的国债期货投机非理性行为对现货市场波动带来剧烈冲击。第四，引导投资者通过国债期货进行利率风险管理，提升国债期货市场套期保值比例。通过鼓励投资者进行国债期货套期保值交易，达到提供利率管理工具、优化投资组合、稳定国债市场波动的目的。