



# 华创期货

## HUACHUANG FUTURES

### 华创证券控股子公司（国有控股）

2012年2月

国债期货基础知识

华创研究培训系列

华创期货

研究员

冯沙

(0)13917002533

## 国债期货历史回顾及 327 事件

目录：

1. 我国国债期货历史回顾
2. “327”事件始末
  - 2.1 “327”国债期货品种及其炒作题材
  - 2.2 事发前的多空搏杀
  - 2.3 事件的处理结果
3. 国债期货退市原因分析
  - 3.1 国债期货市场的功能错位
  - 3.2 资本主体行为的非理性化
  - 3.3 国债期货市场设计有缺陷
  - 3.4 法制建设落后
  - 3.5 内幕交易与市场公正性问题
  - 3.6 风险控制体系不完善

## 一、【我国国债期货历史回顾】

1992年12月2日，上海证券交易所首次尝试国债期货交易，设计并推出了12个品种的期货合约，标志着上海国债期货市场进入了试行期。第一批获准参加交易的会员机构有20家，但是没有对个人投资者开放，再加上投资者数量不多且信心和操作经验都不充分，因此，国债期货市场初期交易十分冷清。从1992年12月至1993年10月，国债期货总成交金额只有5,000万元左右。1993年7月10日，财政部决定对国债实施保值补贴，同年10月25日，上海证券交易所重新设计了国债期货交易品种、交易机制的基础上，正式向社会投资者开放，并进行了广泛的推介，疲软的国债期货市场开始活跃。1993年12月15日，北京商品交易所开始创办国债期货，共推出四个国债品种，成为我国第一家开展国债期货交易的商品期货交易所。接着，全国其他交易所纷纷开办国债期货业务，国债期货交易蓬勃发展初现端倪。这一时期是我国国债期货市场的萌芽和发育阶段。

1994年是国债期货市场最为繁荣的一年。截止1994年9月12日，全国开办国债期货交易的场所达到14家。1994年下半年，国债期货更是飞速发展，成交量成倍放大，机构和个人投资者纷纷入市。1994年全国国债期货市场总成交量达2.8万亿元，是445亿元的现货市场成交量的六七十倍。国债期货市场的繁荣带动了相关国债现货市场的活跃。1994年国债现货市场总成交量比1993年翻了十多倍，现货流动性大为增强，一级市场发行再次畅销，国债终于恢复了其“金边债券”的美誉。这一时期是我国国债期货繁荣发展阶段。然而，繁荣背后孕育着危机。1994年10月上海证券交易所出现了“314”风波。“314”国债期货合约在数家机构联手做多的操纵下，出现了日价位波幅达3元的异常行情，在离最后交收日仅两个交易日时，持仓量仍高达78.87万张，远远超过了对应现券的发行量。上交所为了维护市场正常秩序，只能采取强制平仓的措施才使该事件平息。这一事件给整个国债期货市场留下了隐患，使得国债期货市场逐步演变成超级机构运用巨资互相抗衡以获取巨大投机利润的沃土。

进入1995年，国债期货市场交易更加火暴，持仓量不断增加，市场风险也不断累积。1995年2月，沪市发生了著名的“327”逼仓事件。“327”品种是对1992年发行的3年期国债期货合约的代称。市场在1994年底就有传言

说“327”等低于同期银行利率的国库券可能加息，而另一些人则认为不可能，因为一旦加息国家需要多支出约 16 亿元来补贴。于是期货市场形成了“327”品种的多方与空方。1995 年 2 月 23 日，提高“327”国债利率的传言得到证实，这一消息对空方造成致命的打击。万国在走投无路的情况下铤而走险，在没有相应保证金的情况下，违规大量透支交易，于收盘还有 7 分钟的时候，疯狂地抛出 1056 万张卖单，面值达 2112 亿元，将“327”合约价格从 151.30 硬砸到 147.50 元，使得当日开仓的多头全线爆仓。24 日，上海国债期市停市，上交所发出《关于加强国债期货交易监管工作的紧急通知》，就实行涨跌停板制度、加强持仓量限额管理及期货资金使用管理等问题做出了严格规定。2 月 26 日中国证监会颁布《关于加强国债期货交易风险控制的紧急通知》，要求各国债期货交易所立即采取提高保证金比率、密切注意持仓大户交易情况、严格执行每日结算制度和强行平仓制度等对策。上交所从 2 月 27 日开始休市，在监管部门及上海市政府的积极配合下，对“327”国债期货事件进行了调查。

“327”风波之后，各交易所虽采取了提高保证金比例、设置涨跌停板等措施抑制国债期货的投机气焰，但终因当时的市场环境所限，上证交易所依旧风波不断，4 月份再次掀起投机狂潮，透支、超仓、恶意操作等现象层出不穷。5 月 10 日，上证交易所又爆发了“319”逼空事件。1995 年 5 月 17 日，中国证监会发出《暂停国债期货交易试点的紧急通知》，宣布我国尚不具备开展国债期货交易的基本条件，暂停国债期货交易试点。5 月 31 日，全国 14 家国债期货交易场所平仓清场完毕，历时两年半的国债交易戛然而止。

## 二、【“327”事件的始末】

### （一）“327”国债期货品种及其炒作题材

“327”即 F92306，是 1992 年三年期[92（3）]国库券的衍生品种，交收日期为 1995 年 6 月，对应基础券种总量 246.8 亿元。由于期货价格主要取决于对相应现货的价格预期，因而，影响现货价格的因素也就成了期货市场的炒作题材。

**影响 1992 年三年期现货国债价格的主要因素有：**

1、基础价格：92（3）现券的票面利率为 9.5%，如果不计保值和贴息，到期本息之和为 128.50 元；

2、保值贴补率：92（3）现券从 1993 年 7 月 11 日起实行保值，因而，其中 1995 年 7 月份到期兑付时的保值贴补率的高低，影响着 92（3）现券的实际价值；

3、贴息问题：1993 年 7 月 1 日起，人民币三年期储蓄存款利率上调至 12.24%，这与 92（3）等国债品种将与居民储蓄存款一样享受保值贴补，并未说明 92（3）现券的票面利率拉出了 2.74 个百分点的利差，而 1994 年 7 月 10 日财政部发布的公告仅仅规定了 92（3）等国债品种将与居民储蓄存款一样享受保值贴补，并未说明 92（3）现券是否将随着储蓄利率的提高进行同步调整。因此，92（3）现券是否加息成为市场一大悬念，直接影响 92（3）现券的到期价值。

92（3）现券价格的诸多不确定因素，为 92（3）期券的炒作提供了广阔的空间。但除此之外，1995 年新券流通量的多寡也直接影响到 92（3）期券的炒作。由于上海证券交易所采用混合交收制度，如果 95 新券流通量大，且能成为混合交收的基础券种，那么，空方将会有更多的选择余地，市场将有利于空方；如果相反，则对多方有利。

## （二）事发前的多空搏杀

对于保值贴补率、贴息及 95 新券的发行量等直接影响 92（3）现券到期价值的主要因素，几大市场主力机构存在严重的意见分歧。空方认为：

第一，国家将抑制通货膨胀作为 1995 年经济工作的重点。因此，通货膨胀回落必然会导致保值贴补率的回落。在 1995 年 6 月交收期，保值贴补率将大幅下滑；第二，对 92（3）国债的贴息将增加财政支出十几亿元，因此不可能；第三，1995 年新国债发行额度将在 1500 亿元左右，比去年增加 50%，因此，流通量必然较大。

但多方却持完全相反的观点。因而，围绕着 92（3）期券，市场迅速形成了以个别主力机构代表的多空重兵对峙局面，1995 年春节过后的短短二周时间内持仓量从 154.7 万口猛增至 363.8 万口。

## （三）事件的处理结果

2 月 23 日晚，上交所召集参与“327”最后 10 分钟交易、持仓合约在 5 万口以上的券商商讨对策。当晚 11 时，上交所果断地作出五点决定，并随即发布



公告。经调查显示，此一事件为其会员公司为影响当日结算价而严重蓄意违规，23日16时22分13秒以后“327”品种的所有成交无效；该部分成交不纳入当日计算结算价、成交量和持仓范围内，由此确认当日收盘价为151.30元；同时宣布对有关违规行为作进一步调查。

第二天，上交所又发出《关于加强国债期货交易监管工作的紧急通知》，就国债期货交易的监管问题作出六项规定，即：

- ① 从1995年2月24日起，对国债期货交易实行价格涨（跌）停板制度；
- ② 严格加强最高持仓合约限额的管理工作；
- ③ 切实建立客户持仓限额的规定；
- ④ 严格禁止会员公司之间相互借用仓位；
- ⑤ 对持仓限额的使用结构实行控制；
- ⑥ 严格国债期货资金使用管理。同时为维持市场稳定，开办了协议平仓专场。

事件发生后，国家监察部会同中国证监会、国家保密局联合组成调查组，在上海市政府的配合下，对这一事件进行了调查，并于9月20日公布了情况和处理结果。调查结果认为，上海证券交所国债期货“327”品种发生的事件，是一起在国债市场发展过快、交易所监管不严和风险控制滞后的情况下，由万国证券公司、辽宁国发（集团）股份有限公司等少数交易大户蓄意违规、操纵市场、扭曲价格、严重扰乱市场秩序所引起的国债期货风波。

调查结果指出，事件的直接责任者上海万国证券公司违规联手操作、擅自超限额持仓，仅“327”品种的持仓就超过了交易所为其核定的全部品种最高限额一倍多。在市场异常波动、价格不断上扬的巨大压力下，公司主要负责人明知严重违反交易规则，为扭转公司巨额亏损，作出了大量抛空单打压价格的错误决策，造成了市场的极大混乱。调查结果还指出，事件的另一责任者为辽宁国发（集团）股份有限公司。该公司的主要负责人于2月23日上午把几家关系户空仓集中在海南某公司名下，通过无锡国泰期货经纪公司（已被中国证监会依法取消经营资格）大量违规抛空，企图压低价格，以达到减亏或盈利的目的。当打压无效时，又率先空翻多，制造市场假象，扰乱市场秩序。事件之前，该公司及其空方关系户也存在联手操作、超限额持仓达120多万口的严重违规问题。

调查结果还认为，上海证券交易所对违规事件也应负一定的责任。上海证券

交易所对市场存在的过度投机所带来的风险估计不足，交易规定不完善，风险控制滞后，监督管理不严，致使在短短几个月内屡次发生由于严重违规交易引起的国债期货风波，在国内外造成很坏影响。

经过深入广泛的调查取证，监察部、中国证监会等部门根据有关法规，对“327 事件”的有关负责人员分别作出了开除公职、撤销行政领导职务等纪委处分和调离、免职等组织处理，涉嫌触犯刑律的移送司法机关处理，并对违反规定的证券机构进行了经济处理。

### 三、【国债期货退市的原因分析】

#### （一）国债期货市场的功能错位

国债期货作为利率期货的一种，其产生、发展的基本原因即是，在利率频繁波动的市场环境中它能为投资者提供一种“风险冲抵”的机制。西方国家国债期货发展的历史已经证明，为投资者提供套期保值便利是一个稳定的国债期货市场中第一位的经济功能。尽管任何一个期市都不能缺乏理性的投机者，但只有套期保值者成为市场的主导力量，期货市场的功能才能有效发挥，期货市场本身也才能健康地发展。当然期市功能的发挥还有赖于一个适当的市场背景和良好的现货市场基础。唯其如此，期货市场才会有真正的套期保值需求，才能不被投机者所左右。考察停市前的中国国债期货市场，不难发现“327”事件发生根本原因——中国国债期货市场的主要功能错位。

第一，我国特殊的利率环境并未使投资者产生真正的套期保值需求，反而为投机的盛行提供了条件。我国利率改革尽管已进行多年，但迄今为止，存、贷款利率仍然由政府制定，并受政府严格管制。国债发行利率的确定也是如此，即采用比同期储蓄存款利率高 1 至 2 个百分点的方式，并在发行前由政府提前公告。而在二级市场上，由于居民持有的主要金融资产为储蓄存款，而国债利率与储蓄存款利率有着明显的依存关系，因而，国债的价格也就相对稳定。在这样的利率背景下，就不可能有国债期货的套期保值需求。我国国债期货推出后的半年多时间里成交甚少，即证明了这一点。

然而，1993 年 7 月以后对 1992 年、1993 年发行国债实行保值贴补政策的推出以及贴息和提前兑现可能性的出现，使国债价格一下子显得捉摸不定。在这种

情况下，照例应该出现套期保值需求了。但是，由于储蓄存款与同期限的国债采用同一保值贴补率，保值贴补率的高低与变动严格地说并不会影响国债的市场价值（相对于同期限储蓄存款而言），实际上也就不会给投资者带来资产套期保值需求。对于高保值贴补率与贴息的预期及追逐，也因它从实际上变成对期市的投机了。

第二，即使存在着一定的套期保值需求，但狭小的国债一级市场也不可能性使这一需求在量上形成规模，相反却为操纵市场行为的出现提供了条件。据统计，我国从1981年到1995年的15年间累计发行国债4509.33亿元。我国国债发行主要针对城乡居民个人，虽然近几年机构投资者也大量购买国债，但未兑付的国债中大部分仍由个人投资者持有。在投资渠道狭小的情况下，个人投资者普遍把国债作为一种变相的长期储蓄存款，很少有进入市场交易的兴趣。并且由于个人投资者投资额少，在地域上相当分散，因而，不可能会有通过期货市场进行套期保值的需要。市场的主要部分游离于市场之外，从而大大削弱了国债期货市场的一级市场基础，却为投机和操纵市场行为提供了土壤。

第三，不发达的国债二级市场，不仅制约了国债期货市场套期保值功能的发挥，更使操纵国债期市成为可能。我国国债的转让流通起步于1988年，1990年后才形成全国性的二级市场。由于我国以前发行的国债中有部分不允许上市交易，再加上受一级市场发行规模和特有结构的影响，我国真正能够上市流通的国债极为有限。据估计，“327”事件发生前，我国国债的实际流通量仅为400亿元左右。如此之小的流通量却由于缺乏一个全国统一的中央国债登记托管中心而分割于北京、上海、深圳、武汉等多个交易所，极大地损害了国债的流动性，增加了套期保值交易的风险，反而迎合了投机者操纵市场的需要。“327”事件中的空方主力敢于逆大市而行，就是充分利用了我国国债现货市场的这一缺陷。

## （二）投资主体行为的非理性化

国债期市的投机者之所以能够在市场上屡屡翻江倒海，一个重要的原因就是这些投机者缺乏内部控制机制。考察一下中国的国债期市，不难发现掌握国债期市资金投入绝对量大小的是机构投资者，这些机构投资者几乎都是国有企业。尽管我国国有资产管理体制的改革近些年来在某些方面已经取得了一定的进展，但

是金融机构产权改革却始终困难重重，明显地滞后于整个金融体制改革步伐，使得资金营运者的权限和责任无论在法律上还是在具体的运作上都无法界定和明确。由此造成的一个必然结果是，投入到国债期市的资金，盈利由经营者和国家分享，亏损则由国家单方面承担。责任和效益的这种不对称状况，势必大大削弱经营者的风险意识，刺激了市场上的投机行为，使国债期市投资者普遍呈现出偏好高风险、追逐高效益的特性。

“327”事件的主角万国证券公司，在严重违规的“八分钟”之前，据说已经持有近 1000 万口的空仓，其对应现券的总面值达 2000 亿元，与我国区区 400 亿可流通国债现券相比，其投机程度之高可见一斑。当市场预期严重错误，致使投机的浮动亏损高达数十亿元时，蓄意违规就在所难免了。

理性的机构投资者是一个成熟市场重要的稳定力量。我国国债期市理性投资者的缺乏，表明我国国债期市还相当的幼稚。

### （三）国债期货市场设计有缺陷

我国的国债期货市场，是在 1993 年下半年股市扩张受阻、国债现货扩大发行困难的背景下，由市场组织者作为活跃现货市场、带动一级市场的一项金融创新业务而推出的。推出伊始，由于人们对国债期货在实质上缺乏需求，在实际运作上又相当陌生，交易极其清淡。因此，提高国债期货的交易量，增进投资者对这一市场的兴趣，在很长一段时间里成为市场组织者首要任务。在对市场规模即交易量的追求中，交易所的利益动机与期市的扩张不幸地揉合在一起，由此带来了两个严重的问题。一是各交易所、交易中心纷纷推出国债期货交易，并互相分割，十分不利于政府部门的监管；二是由于交易量与各交易所的利益直接相关，使各交易所竞相在提高交易效率和降低交易成本上下功夫，而忽略了监管，从而给了投机者提供了兴风作浪的空间。“327”事件的爆发，可以说是国债期市以来有关国债期市交易制度设计及监控机制上存在问题的总暴露。

#### 1、国债期货交易制度设计上有缺陷

“327”事件正好发生在最早推出国债期货交易的上海证券交易所。事件发生之前的上海证券交易所，在国债期货交易的监控制度方面存在诸如保证金比率过低、



没有涨（跌）停板制度、缺乏客户持仓限额规定、没有建立期货交易风险基金及对各品种最高持仓限额管理不严、国债期货资金使用管理乏力等问题。保证金水平的设置是期货风险控制的核心。在实践中，期货的保证金水平必须不低于极端情况下合约价格的日最大波动幅度。但是，“327”事件发生前，《上海证券交易所国债期货业务试行细则》则规定，“客户开仓时（跨期买卖除外）每个合约须向证券期货商交纳保证金 500 元人民币”，当国债期货发生波动而出现浮动亏损致使保证金低于每个合约 300 元时，证券期货商须向客户追收至 500 元；“证券期货商须在本所开立‘保证金’账户，对客户自营的所有开仓合约（跨期买卖除外），须按每个合约 200 元向交易所交纳保证金，”当国债期货价格发生波动而出现浮动亏损使保证金低于每个合约 200 元时，即须追收至 200 元。

可以看出，上交所国债期货交易，客户只须交纳合约面值 2.5% 的保证金，其中交到交易所的只有 1%；而期货商自营部分的保证金则为合约面值的 1%。只要国债期货日价格波幅超过这一比例，投资者的亏损就会大于所交的保证金，就可能出现无法结算的问题。“327”事件中，“327”国债期货品种先由开盘的 148.21 元猛升至当日最高价 151.98 元，又于最后八分钟前回跌至 151.30 元，升幅达 3 元以上，超过合约面值的 3%。“327”价格的剧跌，使空方主力面临着数十亿元的巨额亏损，迫使其设法采取一些能避免破产结算的手段，在交易监管不严的情况下，万国证券公司选择了违规打压价格的方式。

于是最后八分钟“327”品种的价格迅速跌至 147.50 元，跌幅高达 4 元以上，超过合约面值的 4%。可以说，在 2 月 23 日这一天，几乎所有的国债期市入市者在“天堂”和“地狱”之间走了一回。上交所对于会员公司在国债期货各品种上持仓限额的管理不力无疑也是“327”事件爆发的一个重要原因。据悉在 2 月 23 日前万国证券公司已经持有巨额“327”空仓，2 月 23 日最后八分钟前，其“327”品种的持仓量已经远远超过了限额。显然，如果在市场传闻沸沸扬扬的事发前，上交所能引起警惕，加强盯市，在收市前的最后八分钟里，万国证券分司就不可能再有下数千万巨单的机会。

涨（跌）停板制度的缺乏，大大提高了投资国债期市的风险，使“327”品种价格波幅大大超出保证金水平，使当时市场上的几乎所有空方投资者顷刻间血本无归，一些机构投资者甚至被推到了破产的边缘。万国证券公司在最后八分钟

里的所作所为，实际上就是一种空方因各种原因无法承受市场风险时以极端方式转嫁风险于市场的手段。

## 2、国债期货市场多头监管

中国的国债期货交易最初是在地方政府的批准下推出的。在 1995 年 2 月下旬中国证监会、财政部制定的《国债期货交易管理暂行办法》颁布前，中国一直没有在法律上明确国债期货的主管机构，财政部、证监会、中国人民银行及地方政府都参与监管。如财政部负责国债的发行并参与制定保值贴补率，中国人民银行负责包括证券公司在内的金融机构的审批和例行管理，并制定和公布保值贴补率，证监会负责交易的监管，而各个交易组织者则主要由地方政府直接监管。

当各个管理者之间利益一致时多头监管很容易导致效率的低下，甚至出现某些监管真空。实际上，在“327”事件之前的“314”风波中，有关监管方面的许多漏洞已经暴露无疑。事发前不久，市场人士就已经嗅出了国债期市内弥漫的“火药味”，并发出了警告。但是，有关监管部门并没有协调一致，共同采取措施堵住漏洞，结果导致投机浪潮一波高一波，最终发生“327”事件。

### （四）法制建设落后

在“327”事件以前，中国从事国债期货交易地方性交易中心，皆按当地政府制定的法规和规章运作，监督管理方面的规章制度在各市场互不一致。其中最明显的例子是保证金比率和涨（跌）停板制度设计的差异。如前所述，“327”事件前，上交所规定客户保证金比率为 2.5%，深交所规定为 1.5%，武汉交易中心则低至 1%；又如事发前深交所已经取消涨（跌）停板制度，而上交所则根本没有建立。实际上，在很早以前已有许多专家学者建议尽快颁布《证券法》和《期货法》，建立全国统一的国债记帐、托管和结算系统，形成全国统一的交易及其监管制度，实现国债市场及国债期货市场的一体化。可直到“327”事件发生前，一切都只是纸上谈兵。由于相关法律的缺乏，使得“327”事件之前发生的许多违规现象没能得到及时、公正、合理的处理，这无疑从一定程度上助长了违规现象。“327”事件中，万国证券公司在预期错误造成无法弥补的巨额亏损时，能作出干脆以搅乱市场组织者来收拾残局这样的决策，也就不难理解了。

事发后的第二天，中国证监会、财政部匆匆忙忙地颁布了《国债期货交易管理暂行办法》，中国终于有了第一部具有全国性效力的国债期货交易法规。

#### （五）内幕交易与市场的公正性问题

“327”品种炒作的一大题材是加息问题。早在“327”事件发生的3个多月前，市场上就有了92年国债要加息的消息，据说消息来自于权威部门。但是，市场中的绝大部分投资者认为消息不实。围绕着加息这一题材，多空双方进行激烈交战。虽然多方是个别投资商，但从市场表现看，其势力十分强大。1994年11月22日，该消息刚刚面世，上海证券交易所的期债就出现了振幅为5元的行情，而这一行情并未引起有关部门的重视。从某种意义上讲，有关部门对这次事件的“准处理”，对国债期市的违规行为起到了一定的纵容作用，为“327”事件埋下了祸根。为什么1995年2月26日正式公布的消息在3个月之前就为市场传播，为什么经过3个月未证实的消息在2月23日（严格地讲是22日下午）就体现在市场了，显然，市场上存在内幕交易问题。关于92年国债的加息问题应当是国家机密，这种机密居然能够通过个别投资商早早地传向市场，说明中国国债期市在交易的公正性方面存在很大的问题。

#### （六）风险监控体制不完善

首先，政府方面。国债期货市场没有一个权威性的主管机构，长期处在多头管理的体系当中，各部门之间缺乏协调配合，突出表现在：政出多门、监管效率低下、缺乏对违规事件的预见性防范、市场严重分割、交割规则不一致以及市场政策缺乏稳定性，等等。当违规事件发生后，政府更多采用行政手段加以制止，而不是通过经济、法律手段，甚至到最后一纸指令把国债市场关闭了事，这些生硬的行政手段表现出政府在管理上的不成熟。

其次，交易所方面。我国的一些国债期货交易所业务推出相对仓促，缺乏充分的准备和充足的经验，在交易制度与风险管理中存在诸多问题。

第一，交易所过多且设置不合理。当时开设国债期货交易的交易所共有14家，而证券市场发达国家一般也只有1~3家交易场所。由于没有统一的监管和法规，各交易所在国债期货的交易规则和合约设计上各自为政，短期行为充斥，

市场分割严重，流动性不足，难以反映真正的市场供求关系。

第二，交易所自身监管体系不完善。

1、保证金制度不合理。我国当时上海证券交易所以保证金比率是 2.5%，深圳证券交易所为 1.5%，武汉交易中心规定是 1%，这样低的保证金水平与国际通行标准 5%~10%相距甚远。保证金偏低，从而把潜在的风险放大了好多倍。

2、涨跌停板制度不合理。“327”风波后，各交易所按证监会的要求设置了涨跌停板制度，但是涨跌停板的基点是以前日收市价而不是结算价，使价格依然容易被大户操纵，从而管理措施难以奏效。除上述两点外，不完善的体系还表现在：信息披露不规范、持仓限量制度执行不严格、没有完全实行逐日盯市制度、结算所设在交易所下面、没有建立风险基金、专业人员素质不高、国债期货在证券交易所推出、存在着用现货机制管理期货的误区，等等。总之，我国国债期货交易在缺乏知识经验、手段、竞争激励的情况下，没有建立起适合国债期货运行的机制，并且在风险管理方面存在诸多问题，使我国国债期货市场始终没能形成公平竞争的秩序。

3、对会员公司的持仓限额管理不严使其投机心理爆发

国债期市某一品种的可持仓总额应与现市流通量之间有一定的配比关系。为了控制国债期市的风险，上证所曾于 1994 年 11 月对各会员公司实行了限额持仓制。但是，在激烈的市场角逐之中，一些会员公司刻意追求高的持仓量，以增加自己操纵市场的筹码，而违规使用其他会员公司的仓位，致使市场持仓量不断增大此外，上证所为了增加与周边市场的竞争力，对会员公司的持仓限额管理欠紧，对超限额持仓处罚不严，在一定程度上纵容了个别会员公司和机构投资者的超仓违规行为，导致市场总持仓量超过市场的承受能力。事发前的 2 月 22 日，上证所“327”合约的持仓量高达 363 万口之巨，而且空仓相对集中在以万国证券公司为首的几家大机构手中，使市场孕育了极大的风险。

4、缺乏对每笔申报限额控制，导致多空双方投机大户对峙

从 327 合约在 2 月 23 日尾市出现大笔抛单的情况来看，上证交易所对每笔申报数量缺少现场控制，为避免出现大机构投资者的砸盘行为，应对场内每笔申报的口数实行限制，并在电脑撮合系统中设定。



联系方式：

华创期货研发部

地址：重庆市渝中区中山三路 131 号希尔顿商务大厦 13 楼

网址：[www.hcqh.cc](http://www.hcqh.cc)

电话：(0) 13917002533

**免责声明：**本报告信息均来源于公开资料，本公司及其研究员对其准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预期仅反映本公司于发布本报告当日的判断，并不构成所涉及品种的投资建议，也未考虑到投资者的投资目标、财务状况和需求。投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况，审慎作出投资抉择。