
第6单元 金融资产与价格

教学案例

327 国债期货事件

1、相关名词术语解释

“327”是“92（3）国债06月交收”国债期货合约的代号，对应1992年发行1995年6月到期兑付的3年期国库券，该券发行总量是240亿元人民币。

国债的保值贴息指的是，由于通货膨胀带来人民币贬值，从而使国债持有者的实际财富减少。为了补偿国债持有人的这项损失，财政部会拿出一部分钱作为利息的增加，称之为保值贴息。1993年7月10日，财政部颁布了《关于调整国库券发行条件的公告》，公告称，在通货膨胀居高不下的背景下，政府决定将参照中央银行公布的保值贴补率给予一些国债品种的保值补贴。国债收益率开始出现不确定性。国债期货市场的炒作空间扩大了。从经济学的角度来看，保值贴息应该与通货膨胀率的实际值相等，而在国际惯例上，大多数国家已经取消了这一补贴，原因在于，国债购买者在购买时应当自行预见金融产品收益的不确定性。保值贴补是对储蓄类存款利息的补贴。

2、事件背景

20世纪90年代中期，国家开放了国债期货交易试点，采用国际惯例，实行保证金制度，虽然大大的高出了1%的国际标准，但2.5%的保证金制度仍然把可交易量扩大到了40倍，有效的提高了国债期货产品的流动性。

由于期货价格主要取决于相应现货价格预期。因此，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年三年期国债现券价格的主要因素有：

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。

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。贴息问题：1993年7月1日，人民币三年期储蓄存款利率上调至12.24%，这与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。

1995年新券流通量的多寡也直接影响到92（3）期券的炒作，由于上海证交所采用混合交收的制度，如果新券流通量大，且能成为混合交收的基础券种，那么，空方将有更多的选择余地，市场将有利于空方，如果相反，则对多方有利。

这些价格的不确定因素，为92（3）国债期货的炒作提供了空间。

3、事件回顾

1995年时，国家宏观调控提出三年内大幅降低通货膨胀率的措施，到1994年底、1995年初的时段，通胀率已经被控下调了2.5%左右。众所周知的是，在1991~94中国通胀率一直居高不下的这三年里，保值贴息率一直在7~8%的水平上。根据这些数据，时任万国证券总经理，有中国证券教父之称的管金生的预测，“327”国债的保值贴息率不可能上调，即使

不下降，也应维持在 8% 的水平。按照这一计算，“327” 国债将以 132 元的价格兑付。因此当时市价在 147~148 元波动的时候，万国证券联合辽宁国发集团，成为了市场空头主力。而另外一边，1995 年的中国经济开发有限公司（简称中经开），隶属于财政部，有理由认为，它当时已经知道财政部将上调保值贴息率。因此，中经开成为了多头主力。

1995 年 2 月 23 日，财政部发布公告称，“327” 国债将按 148.50 元兑付，空头判断彻底错误。当日，中经开率领多方借利好大肆买入，将价格推到了 151.98 元。随后辽国发的高岭、高原兄弟在形势对空头及其不利的情况下由空翻多，将其 50 万口做空单迅速平仓，反手买入 50 万口做多，“327” 国债在 1 分钟内涨了 2 元。这对于万国证券意味着一个沉重打击——60 亿人民币的巨额亏损。管金生为了维护自身利益，在收盘前八分钟时，做出避免巨额亏损的疯狂举措：大举透支卖出国债期货。下午四点二十二，在手头并没有足够保证金的前提下，空方突然发难，先以 50 万口把价位从 151.30 元轰到 150 元，然后把价位打到 148 元，最后一个 730 万口的巨大卖单把价位打到 147.40 元。而这笔 730 万口卖单面值 1460 亿元。当日开盘的多方全部爆仓，并且由于时间仓促，多方根本没有来得及有所反应，使得这次激烈的多空绞杀终于以万国证券盈利而告终。而另一方面，以中经开为代表的多头，则出现了约 40 亿元的巨额亏损。

1995 年 2 月 23 日晚上十点，上交所在经过紧急会议后宣布：1995 年 2 月 23 日 16 时 22 分 13 秒之后的所有交易是异常的无效的，经过此调整当日国债成交额为 5400 亿元，当日“327” 品种的收盘价为违规前最后签订的一笔交易价格 151.30 元。这也就是说当日收盘前 8 分钟内空头的所有卖单无效，“327” 产品兑付价由会员协议确定。上交所的这一决定，使万国证券的尾盘操作收获瞬间化为泡影。万国亏损 56 亿人民币，濒临破产。

1995 年 2 月 24 日，上交所发出《关于加强国债期货交易监管工作的紧急通知》，就国债期货交易的监管问题作出六项规定，即：

从 1995 年 2 月 24 日起，对国债期货交易实行涨跌停板制度；

严格加强最高持仓合约限额的管理工作；

切实建立客户持仓限额的规定；

严禁会员公司之间相互借用仓位；

对持仓限额使用结构实行控制；

严格国债期货资金使用管理。同时，为了维持市场稳定，开办了协议平仓专场。

4、事件处理结果

1995 年 3 月份全国“两会”召开了之际，全国政协委员、著名经济学家戴园晨发言，要求对万国的违规予以严肃的查处。

1995 年 5 月 17 日，中国证监会鉴于中国当时不具备开展国债期货交易的基本条件，发出《关于暂停全国范围内国债期货交易试点的紧急通知》，开市仅两年零六个月的国债期货无奈地划上了句号。中国第一个金融期货品种宣告夭折。

1995 年 9 月 20 日，国家监察部、中国证监会等部门都公布了对“327 事件”的调查结果和处理决定，决定说，“这次事件是一起在国债期货市场发展过快、交易所监管不严和风险控制滞后的情况下，由上海万国证券公司、辽宁国发（集团）公司引起的国债期货风波。”决定认为，上海证交所对市场存在过度投机带来的风险估计严重不足，交易规则不完善，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严重违规交易引起的国债期货风波，在国内外造成极坏的影响。经过四个多月深入调查取证，监察部、中国证监会等部门根据有关法规，对有关责任人分别做出了开除公职、撤消行政领导等纪律处分和调离、免职等组织处分，涉嫌触犯刑律的移送司法机关处理，对违反规定的证券机构进行经济处罚。