

# 澳大利亚国债期现货 市场研究报告

## 摘要

20 世纪 80 年之前，澳大利亚一直对金融业实行严格的管制，国债的发行首先由监管机构确定将发行国债的利率，然后由投资者申报要购买的数量，监管机构再根据投资者的申报确定本期发行国债的总额，而且监管机构强制要求金融机构的资产配置中必须持有一定比例的国债。在这种严格管制的体制下，当时澳大利亚的国债市场基本只是购买并持有的状态，国债的二级市场流通极少，相关的衍生品市场更是没有建立。

随着澳大利亚的金融自由化改革推进，澳大利亚政府的国债发行开始实现市场化，同时建设了高度流动的国债二级市场和衍生品市场。1982 年 8 月监管机构开始采用市场化的招标方式发行国债，并加强了国债发行的信息透明度，使得市场投资者对政府国债的发行情况能够进行适度预测。国债的二级市场建设方面，澳大利亚政府采取了鼓励发展专业化的做市商、允许卖空国债、鼓励国债回购和发展国债衍生品市场。

近年来，由于财政状况的改善，澳大利亚联邦政府债券的发行持续减少，导致二级市场周转率和流动性有所下降。为此，联邦政府努力完善债务管理，以维护一个具有高流动性的市场和有效的基准收益率曲线。1999 年 7 月，联邦政府建立了一个特别的代理机构——澳大利亚金融管理局，负责政府融资、到期债务偿付和相关的风险管理职能。

从国债的发行来看，澳大利亚目前主要存在三种债券，分别是中长期国债、短期国债和指数国债，以前还发行过浮动利率国债，和储蓄国债等。本次金融危机前澳大利亚政府的国债发行策略主要是考虑期货市场的需求，发行中期国债以支持 3 年期国债期货产品，发行长期国债以支持 10 年期国债期货产品。最近几年澳大利亚每年新发国债的规模在 50 亿澳元左右，但是随着 2008 年全球性金融危机的爆发，澳大利亚的政府的国债的发行规模由 2007-08 财年的 51 亿澳元急增至 2008-09 财年的 550 亿澳元。

从国债余额规模来看，由于 1996 - 1997 财政年度澳大利亚联邦政府开始采取在一个经济周期内维持预算平衡的财政战略，这一财政战略的实施，使澳大利亚的国债余额呈逐年递减态势，国债余额占 GDP 的比重从当时的 20% 左右逐年下降至 2007 - 2008 财政年度的 5.1% 左右。由于 2008 年开始的全球性金融危机的蔓延，2008-09 财年澳大利亚增加了国债发行规模，国债余额规模也开始增加。截至 2009 年 4 月底澳大利亚所有政府债券的余额为 810 亿澳元，其中长期国债 674 亿澳元，短期国债 76 亿澳元，指数债券 60 亿澳元。

澳大利亚债券二级市场交易的主要基础是场外市场，其中国债市场是澳大利亚最具流动性的债券市场。2008 年度国债现券成交 2,847 亿澳元，国债回购成交 32,929 亿澳元。不计算国债回购情况下，2008 年每 1 澳元的国债余额平均换手 4.9 次。澳大利亚场外市场的主要监管机构是澳大利亚证券与投资委员会和澳大利亚金融市场协会，澳大利亚金融市场协会负责建立行业性标准和行业的自律性监管。

澳大利亚推出国债期货时，刚刚实现了利率市场化。澳大利亚的利率市场化始于20世纪80年代进行的金融自由化改革，在1980-1985年短短的6年时间里，澳大利亚取消或放松了几乎所有的金融监管措施。1984年2月，SFE首次在美国市场之外推出2年期国债期货，并于同年12月推出了10年期国债期货，1988年5月推出3年期国债期货。经过多年的发展，澳大利亚的利率期货市场已经成为世界上流动性最好的市场之一。在2008年全球长期利率期货合约的成交排名中，澳大利亚3年期国债期货和10年期国债期货的成交量分别位列第十位和第十二位。另外，澳大利亚的短期利率期货品种也比较活跃，其中90天银行票据期货、30天银行间现金利率期货和3个月新西兰票据期货的成交量分别位列2008年全球短期利率期货品种的第六、第九和第十位。

# 目录

摘要	2
一、澳大利亚国债宏观经济政策介绍	8
(一) 货币政策概述	8
1、管理机构、管理模式及主要政策工具	8
2、货币政策的传导机制及效果	9
3、货币政策的历史沿革	11
(二) 财政政策概述	14
1、管理机构、管理模式及主要政策工具	14
2、政府债务管理制度	15
二、澳大利亚国债现货市场情况介绍	17
(一) 国债一级市场及其相关市场概述	17
1、国债一级市场现状及历史沿革	17
2、国债一级市场管理模式介绍	22
3、国债发行方式及期限结构	24
4、国债一级市场参与者结构分析	28
5、发行量等关键指标统计	29
(二) 国债二级市场及其衍生市场概述	30
1、国债二级市场现状及历史沿革	30
2、国债二级市场管理模式介绍	31
3、国债二级交易制度介绍	34
4、国债二级市场参与者结构分析	34
5、国债收益率曲线	36
6、交易量、持仓量等关键指标统计	37
7、国债回购、远期、互换市场介绍	39
三、澳大利亚国债期货市场情况介绍	41
(一) 国债期货市场产生、发展和现状	41
(二) 开展国债期货时利率市场化程度介绍	45
(三) 主要国债期货品种介绍	45
(四) 国债期货功能发挥案例介绍	47
(五) 国债期货交易模式介绍	48
(六) 国债期货结算交割模式介绍	49
1、结算模式	49
2、交割方式	49
(七) 国债期货风险管理措施介绍	50
1、对结算会员的财务要求	50
2、保证金制度	51
3、涨跌停板和交易中止	53
4、持仓管理	53
5、异常情况处理	54
(八) 国债期货市场参与者结构分析	56
四、澳大利亚国债现货、期货市场特点及对我国推出国债期货的启示	56

（一）国债现货市场的主要特点及与其他国家的差别 .....	56
1、债券品种非常丰富 .....	56
2、债券市场高度开放 .....	56
3、现券市场总量较小 .....	57
4、债券交易体制完善 .....	57
5、投资者结构较为分散 .....	58
（二）国债期货市场的主要特点及与其他国家的差别 .....	59
1、产品体系完善 .....	59
2、流动性极高 .....	59
3、交易方式多样 .....	60
4、现金交割 .....	60
（三）对我国推出国债期货的启示 .....	61
1、加快发展国债期货市场，完善债券市场定价机能 .....	61
2、正确对待金融衍生产品，合理引导金融创新 .....	62
3、国债期货市场的成功需要现货市场的有力支持 .....	63

## 图表目录

图表 1 澳大利亚实施通胀目标制后经济变化情况 .....	11
图表 2 澳大利亚债券市场规模 .....	18
图表 3 澳大利亚债券市场发展情况 .....	19
图表 4 澳大利亚非政府债券发展情况 .....	19
图表 5 澳大利亚各种类国债余额（亿澳元） .....	25
图表 6 澳大利亚新发国债期限结构（亿澳元） .....	28
图表 7 澳大利亚国债余额期限结构（亿澳元） .....	28
图表 8 澳大利亚国债发行竞标和中标情况 .....	29
图表 9 澳大利亚各年国债发行总额 .....	29
图表 10 澳大利亚各年国债余额规模 .....	30
图表 11 澳大利亚国债持有者结构 .....	35
图表 12 国债二级市场交易集中情况 .....	35
图表 13 澳大利亚货币市场利率（年利率%） .....	36
图表 14 澳大利亚资本市场利率（年利率%） .....	36
图表 15 澳大利亚市场收益率曲线 .....	37
图表 16 澳大利亚债券市场成交量（十亿澳元） .....	38
图表 17 澳大利亚国债二级市场成交情况（十亿澳元） .....	38
图表 18 澳大利亚国债流通情况（十亿澳元） .....	39
图表 19 2008 年回购市场交易情况 .....	40
图表 20 澳大利亚远期市场交易情况（亿澳元） .....	40
图表 21 2008 年澳大利亚互换市场交易情况（亿澳元） .....	41
图表 22 2008 年全球 TOP20 长期利率期货合约 .....	42
图表 23 2008 年全球 TOP20 短期利率期货合约 .....	43
图表 24 澳大利亚国债期货合约成交量统计 .....	44
图表 25 澳大利亚国债期货合约成交金额统计 .....	44

图表 26 悉尼期货交易所利率衍生产品 .....	46
图表 27 SFE 澳大利亚国债期货合约条款 .....	47
图表 28 SFE Clearing 的抵押证券及折扣 .....	52
图表 29 SFE 结算担保基金结构 .....	53

# 澳大利亚国债期现货市场研究报告

## 一、澳大利亚国债宏观经济政策介绍

### (一) 货币政策概述

#### 1、管理机构、管理模式及主要政策工具

澳大利亚储备银行为澳大利亚的中央银行，由澳大利亚政府全资所有。澳大利亚储备银行主要职责为制定和实施货币政策，其他职责包括维持金融体系的稳定，促进支付系统安全高效运行，参与金融市场，管理外汇储备，发行纸币和代理国库。澳大利亚储备银行还提供有关利率、汇率、货币和信贷增长的统计以及业务研究信息。1998年开始，澳大利亚储备银行不再行使银行监管职能。

澳大利亚储备银行是依据《储备银行法 1959》成立的法定机构，向澳大利亚议会负责，下设储备银行理事会 (the Reserve Bank Board) 和支付系统理事会 (the Payments System Board)。储备银行理事会负责货币政策和整个金融体系的稳定，支付系统理事会负责支付系统的安全和效率。

储备银行运用的主要货币政策工具是利率、公开市场业务操作以及再贴现，即主要运用以市场为基础的货币政策工具，以便将作为操作目标的利率保持在理想的水平。其中，公开市场业务操作是储备银行行使市场利率接近其公布水平的主要手段，而再贴现业务则主要用于储备银行调节市场银根及货币供应量。储备银行公开市场业务操作方式主要有：1、通过回购协议和买卖政府债券的方式维持现金利率水



平；2、通过常设信贷便利为银行提供资金来源；3、通过外汇掉期方式为银行融资；4、在二级市场上购买长期债券为市场提供多样化的期限结构。

## 2、货币政策的传导机制及效果

依据《储备银行法 1959》第 10（2）条款，澳大利亚储备银行货币政策目标包括：（1）维护澳大利亚货币稳定；（2）维持充分就业；（3）促进经济增长和保障澳大利亚人民的福利。1993 年以来，澳大利亚储备银行货币政策目标在实践中体现为在中期内将消费价格指数 CPI 年增长率维持在 2-3%，并在此前提下，促进经济强劲持续增长。澳大利亚储备银行认为控制通货膨胀、维护货币价值稳定，是货币政策为经济长期增长奠定健全基础的首要方式。

澳大利亚货币政策的制定主要由储备银行理事会负责。理事会由 9 名成员组成，包括储备银行行长、副行长、财政部秘书长和其他 6 名由财政部长任命的外部成员。理事会通常在除一月份的每月第一个星期二举行例会，每年举行 11 次会议。储备银行为每次例会准备有关通货膨胀、国内国际经济情况和金融市场的详细报告，报告还包含货币政策决定的建议。储备银行理事会依据以上信息对现金利率水平做出决定。利率决定结果一般在会议的第二天公布。

储备银行的国内市场部门负责货币市场的操作，以保证现金利率位于或接近委员会决定的目标水平。现金利率是金融机构隔夜拆借利率，它对于其他利率产生重要影响，并构成了经济活动中利率结构的基础。调整货币政策意味着现金利率的变动，并导致金融体系主要利率结构的变化。储备银行运用公开市场操作来影响现金利率。在政策

变化期间，市场操作的重点是通过控制货币市场银行资金的供给，使现金利率接近规定目标。

《储备银行法 1959》第 11 条款赋予了澳大利亚储备银行对政府的独立性，储备银行理事会就利率做出的决定不受政府的影响。同时，澳大利亚储备银行有义务向政府和议会就货币政策进行定期和不定期的报告。每次储备银行理事会例会结束后，储备银行行长、副行长及高级官员会与财政部举行会议，告知政府有关货币政策的决策情况。澳大利亚储备银行通过多种渠道向议会、政府和公众说明货币政策的制定和执行情况。1、储备银行理事会每次例会结束后向公众公布货币政策决定；2、储备银行理事会例会两周后公布会议备忘录；3、每月发布“储备银行公报”，发布储备银行官员讲话、统计数据和相关金融市场及商品价格的分析资料；4、每季度发布货币政策报告。报告详细分析经济和金融市场形势，阐明储备银行关于通货膨胀的观点，解释储备银行的货币政策决策；5、储备银行行长每年两次向众议院经济、金融和公共管理委员会回答储备银行货币政策制定和执行的有关问题；6、澳大利亚储备银行还通过举办研讨会、发布学术研究信息等方式与公众沟通。

从澳大利亚实施通胀目标制前后宏观经济的表现可以看出，澳大利亚通胀率、经济增长率和失业率的变化是非常明显的：通胀率明显下降，经济增长率稳步上升，失业率下降。虽然这其中不排除上世纪 90 年代中期以后世界经济形势普遍向好、通胀率普遍下降的影响，但在统计期间内，实施通胀目标制确实对澳大利亚的经济金融发展起到了一定的推动作用。

图表 1 澳大利亚实施通胀目标制后经济变化情况

	年份	平均值	标准差
通胀率	1979/80 至 1992/93	7.1	3.3
	1992/93 至 2006/07	2.7	1.5
GDP 增长率	1979/80 至 1992/93	2.8	2.3
	1992/93 至 2006/07	3.7	0.8
失业率	1979/80 至 1992/93	8.0	1.8
	1992/93 至 2006/07	6.7	1.5

### 3、货币政策的历史沿革

#### (1) 80年代初金融自由化改革

自二战至20世纪80年代初，澳大利亚一直对金融业实行严格的管制。以1980年12月宣布取消银行存款利率上限和1981年11月国会坎贝尔委员会发表著名的坎贝尔报告提出具体10项建议为标志，澳大利亚以放松管制为内容的金融自由化改革迅速全面铺开，其措施集中表现在：第一，取消银行间兼并的限制和新银行准入的障碍；第二，取消对银行的直接控制，从1980年到1985年，澳大利亚相继取消对金融机构存贷利率、存款期间和借贷数量的限制，同时扩大银行业务范围，取消金融机构在业务分工方面的限制，允许银行间业务交叉，相互竞争；第三，取消外汇管制，实现澳元自由兑换；第四，放开金融市场，允许外资银行进入澳大利亚；第五，改革证券市场，取消对股票市场佣金率和经纪人准入的限制。

以放松管制为主要内容的金融自由化改革对澳大利亚金融业来说无疑是一场深刻的革命，在1980到1985年短短的6年时间里，澳大利亚取消或放松了几乎所有的金融监管措施，其改革力度大，放松管制迅速全面，使澳大利亚的金融自由化改革一步到位，澳大利亚在发

达国家中也由金融管制最严格的国家一跃成为管制最松的国家。

## (2) 90年代加强监督和管理

金融自由化取得巨大成功的同时，澳大利亚金融改革进程中的负面影响也是存在的，如金融自由化导致信用扩张、股票市场过度“繁荣”、债务增加，这些引发了1987年10月的股票市场大崩溃，进而引发了金融危机；取消外汇管制，实施汇率自由浮动后，澳大利亚国际收支一直处于失衡状态；1980年和1982年分别取消统一的存贷款利率和贷款限额后，一些财务公司等非银行金融机构无序竞争，大量吸收存款、发放贷款，变成了事实上的银行，造成年代初各银行出现了大量的呆坏账，澳大利亚以及它的主要银行的信用等级也随之下降，等等。

80年代末的金融动荡促使澳大利亚各界对金融自由化改革进行反思，朝野上下均认识到金融自由化在激发金融创新、提高金融业效率的同时，也会扩大市场风险，因此，在行政上放松对金融业直接管制的同时，以控制风险为主要内容的金融监管必须加强，否则，如果任风险不断积累，超过一定限度后，非但效率不可求，甚至可能导致危机。正是在这一背景下，澳大利亚政府90年代初提出了对金融业加强监督和管理的新政策，它与金融自由化趋势并行不悖，并非对前者的简单否定，而是一种补充。其目标是要建立一个既保障安全性，又富有竞争性，公平与效率并重的金融体制。

1996年6月，澳大利亚政府成立了“金融体系调查组(FSI)”，这是联邦政府在继坎贝尔报告之后，再次调查澳大利亚的金融制度。

FSI 的主要结论和建议于1997 年3 月出版发表。根据FSI 提出的六条建议，澳大利亚着手金融监管体制的改革，于1997 年9 月决定成立一个新的框架实施对金融体系的管理。新的管理框架将成立三个管理机构，分别负责不同层面的监管责任：澳大利亚储备银行（RBA）将负责货币政策、金融体系稳定和支付体系的管理；澳大利亚监督管理局（APRA）或称澳大利亚审慎监管委员会（APRC），将负责对存款机构、人寿和一般保险公司和养老基金的管理；澳大利亚公司和金融服务委员会（ACFSC）将负责金融体系中市场完善和消费者保护的职能。

### （3）货币政策的制定、执行和目标变化

货币政策的制定和执行方面，根据澳大利亚1959年制定的《储备银行法》，澳大利亚中央银行——澳大利亚储备银行拥有独立制定和实施货币政策的权限。但在20世纪90年代前，澳大利亚的货币政策并不是由储备银行制定，而是由财政部来决定。直到1996年8月澳大利亚政府才正式承认澳大利亚储备银行在货币政策上的独立性。为了实现货币政策目标，澳大利亚储备银行被赋予执行方面的权限，如编制年度货币发行计划、调整利率等，无须经议会及联邦政府批准。储备银行实施货币政策手段的独立性也是逐渐形成的，它始于20世纪80年代初的金融自由化时期，80年代后半期基本形成，至90年代已完全实现。

货币政策的目標方面，按照《储备银行法》的有关规定，澳大利亚储备银行在自己的权限范围内，应致力于实现澳大利亚的货币稳

定、充分就业、经济繁荣和国民福利提高。在具体的实施过程中，其货币政策目标随着形势的变化而有所侧重。自20世纪60年代至70年代初期，实现充分就业是澳大利亚货币政策的主要目标。但是到了20世纪70年代中期之后，由于国内通货膨胀急剧恶化，控制通胀成了第一位的目标。此后，其货币政策目标的侧重点虽有反复，但最终还是放在控制通胀上，并将其列为货币政策的中期目标。从1993年开始，货币政策目标在实践中被确定为将消费物价指数年增长率控制在2%-3%（通胀目标制），并通过货币政策的中期目标调整，刺激经济的快速和可持续增长。控制通胀被确定为中期目标是就一般意义而言的，它允许一定时期内不可预见的通货膨胀的发生，暂且不对货币政策进行调整，允许货币政策对经济施加影响带有一定的滞后性。

## （二）财政政策概述

### 1、管理机构、管理模式及主要政策工具

澳大利亚的公共行政管理系统主要沿袭英美模式。国家行政管理分为联邦、州（6个州和2个领地）和地方（约863个）三级。每个州有各自的体制，负责管理地方政府，都具有很强的独立性。与政府分级管理相适应，澳大利亚实行典型的分税、分级财政管理体制，并通过较为规范的财政转移支付制度，尽可能使公民享受均等的社会公共服务。

澳大利亚是一个高税收国家，联邦政府税务局负责税收管理。地方政府是由各州依法设立，财权很小。税收分联邦税、州税两种：联

邦税收包括：公司和个人所得税（约占联邦收入的 75%）、员工福利税、商品服务税（GST）、预提税、退休基金保证金、关税、消费税等；州税主要有：财产税、工薪税、土地税、印花税以及博彩税等。州政府的资金来源主要是联邦转移支付（占 40%—60%）和州税。澳大利亚各级政府支出主要依据明确的事权划分，联邦一级主要是行政、国防等本级支出，以及对州政府的一般性转移支出和社会福利等专项转移支出，后两者支出约占联邦级支出的 60%。

1976 年以后，为了避免权利过于集中和加强相互制约，澳大利亚由两个部门负责政府财政管理：一个是财政部，一个是财政与行政管理部。财政部是澳大利亚最重要的宏观经济管理部门，下设 4 个决策部：宏观经济部、预算部、税收部和市场部。财政部主要侧重于宏观管理，具体负责经济预测分析、财政收入预算编制、税收政策、税收征管、国债发行、制定财政政策、参与货币政策、产业政策、国民经济发展规划的制定、维护市场经济秩序等。财政部还下属澳大利亚储备银行、统计局、竞争和消费者委员会、证券和投资委员会、竞争委员会、生产力委员会、金融管理局（AFOM）等机构。财政和行政管理部主要负责财政预算执行的日常工作，包括预算支出、制定定额、财政资金拨付，并向议会及政府提供详细准确的财政资金支付使用信息（决算）及有关建议。

## 2、政府债务管理制度

澳大利亚实行政府融资政策的制定和执行职能相分离的政府债

务管理模式，AOFM 的《债务管理章程》中明确了政府债务管理政策制定和操作相分离的原则，由财政部负责政府融资政策的制定，AOFM 负责政策的具体执行。

### **(1) 财政部**

澳大利亚的财政部在对政府提供经济政策建议方面具有优先权，负责在政府债务政策和其他公共政策方面提出建议，包括对政策的潜在风险和敏感性进行评估。

财政部长位于政府债务管理框架的最高点，其职责是：承担债务管理责任；向国会报告关于债务管理立法方面的问题；根据财政部和 AOFM 的建议，决定债务管理命令的范围和期限；决定风险管理标准、风险政策、年度报告和其他债务管理问题。

财政部秘书的职责是：利用财政部、AOFM 和 AOFM 顾问委员会的资源，向财政部长提供有关债务管理问题的建议；根据财政部长批准的风险政策和基本框架，负责批准年度债务管理的风险策略文件和头寸限制；根据批准的风险政策，监督执行情况，防范超出规定头寸的违规行为；负责财政部长债务管理命令的执行；担任 AOFM 顾问委员会的主席。

### **(2) 澳大利亚金融管理局 (AOFM)**

1999 年 7 月，澳大利亚金融管理局 (AOFM) 成立，负责政府融资、到期债务偿付和相关的风险管理职能。AOFM 作为财政部的一个独立代理机构而存在，在财务和人事上独立于财政部，但仍在法律关系和业务方面与财政部有着密切的联系，财政部在名义上仍保留着债



务管理的职能。

AOFM 的目标是在中期内以最低的成本管理联邦政府的净债务，维护金融市场的有效性，并服从于政府总的政策和风险偏好。AOFM 的作用包括澳大利亚政府债务管理的所有操作层面，并包括相应的战略风险管理政策和过程控制。作为一个特别的部门，AOFM 负责管理澳大利亚政府的债务余额，AOFM 的 CEO 通过财政部秘书向财政部长报告并负责，并且 AOFM 每年向国会报告政策的执行情况。

## 二、澳大利亚国债现货市场情况介绍

### （一）国债一级市场及其相关市场概述

#### 1、国债一级市场现状及历史沿革

##### （1）债券市场

2008 年澳大利亚的债券市场规模约 5000 亿澳元，主要市场参与者包括银行、机构投资者/基金管理人、政府以及公司。银行发行银行债，进行债券交易和投资，为保证流动性持有债券；机构投资者主要出于赢利目的进行债券投资；联邦和州政府是政府债券和半政府债券的发行人，通过回购特定债券来向市场提供流动性；公司主要发行公司债。

目前澳大利亚的主要债券类型有六种。第一种是**联邦政府债券**（简称**CGS**），存量约 550 亿澳元，3A 评级；第二种是由州政府发行

的债券（也被叫做半政府债券），存量约 660 亿澳元，3A 评级，这两种债券合起来占了澳大利亚债券市场份额的 25%，被认为是无风险债券；第三种是主要由银行发行的 3-10 年的金融债，存量约 900 亿澳元，AA--AA+ 评级；第四种是公司债，流动性不好，存量约 450 亿澳元，A 评级，这两种都是由私有部门发行的债券，占市场的 25-30%；第五种是资产支持债券，其中约 80% 是住房抵押债券和商业抵押债券，存量约 1160 亿澳元，占市场的 20-25%，原来评级为 3A 评级，现在评级下降很快，增长也趋于缓慢，因为投资者逐渐转回投资银行债；第六种是袋鼠债券，即外国实体在澳大利亚发行的以澳元为面值的债券，存量约 1087 亿澳元，3A 评级，流动性仅次于政府债和半政府债。

图表 2 澳大利亚债券市场规模

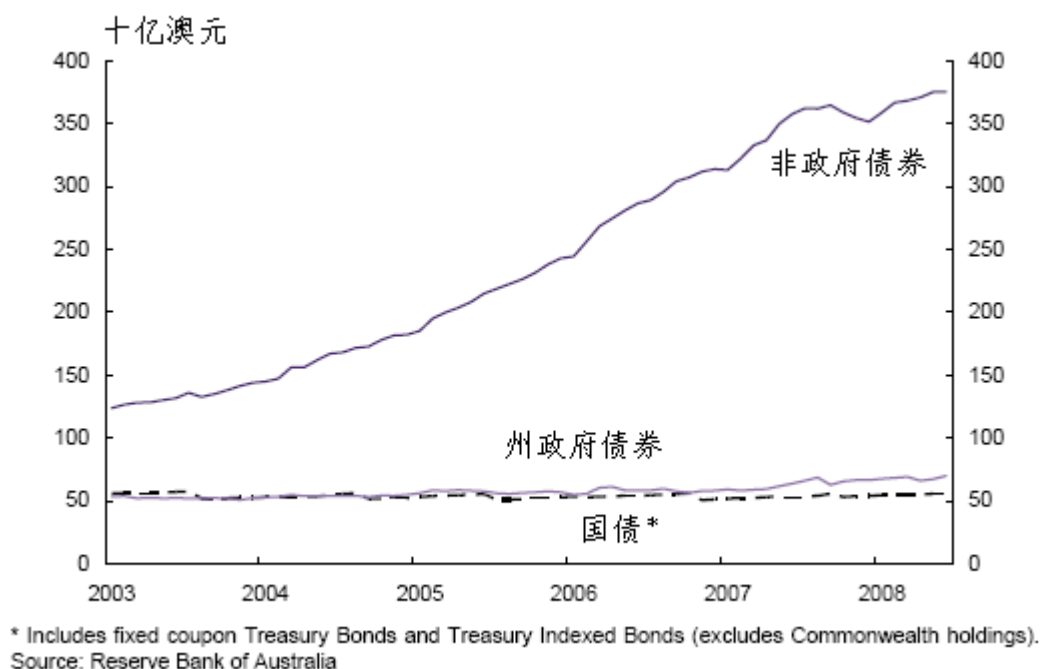
债券类型	余额 (十亿澳元)		占比 (%)		年均增长率 (%)
	1998	2008	1998	2008	1998-2008
Commonwealth Government Securities (CGS)	86.6	54.3	52.6	11.3	-4.6
State and semi-government agencies	44.9	66.0	27.2	13.8	3.9
Financial corporations	7.2	89.3	4.4	18.6	28.7
Other Corporations	7.2	44.8	4.4	9.3	20.0
Asset-Backed Securities	16.2	116.0	9.9	24.2	21.7
'Kangaroo' (or 'matilda') Bonds	2.6	108.7	1.6	22.7	45.3
Total	164.7	479.2	100.0	100.0	11.3

Source: Debelle, G. (2008). Recent Developments in the Australian Bond Market, Address to the Westpac/KangaNews Speed-meeting Summit, Sydney, 5 March 2008, Reserve Bank of Australia.

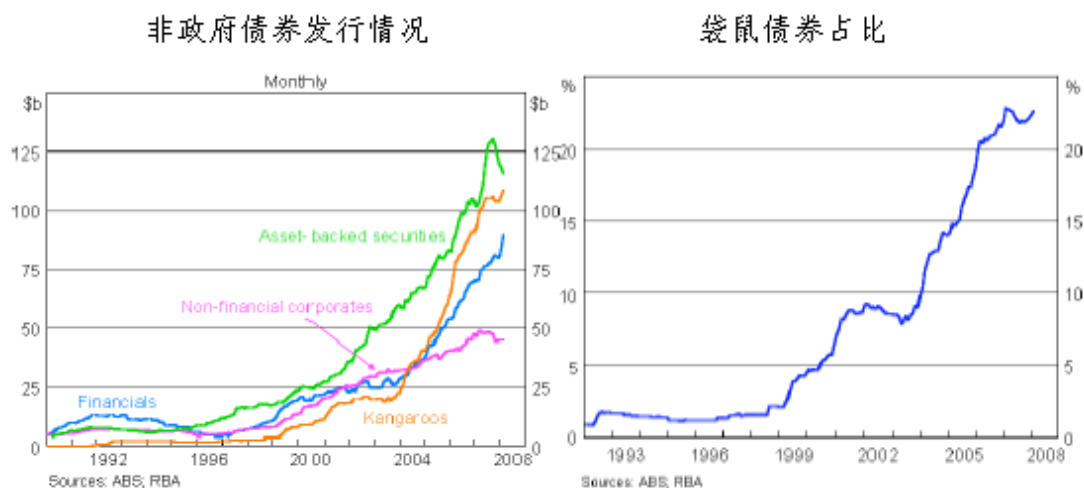
澳大利亚债券市场发展的趋势是政府和半政府债券发行减少，私人领域的债券发行增加，如下图所示，私有部门发行的债券、资产支持债券和袋鼠债券的发行近年来都增长迅速，主要原因有三点：一是私有部门有更为专业的人才来发行和管理债券；二是私有部门发债筹

集的资金成本低；三是足够的金融市场深度和货币掉期的流行，使袋鼠债券在澳大利亚较为活跃。

图表 3 澳大利亚债券市场发展情况



图表 4 澳大利亚非政府债券发展情况



## (2) 国债市场

在澳大利亚，联邦政府是政府债券的主要发行者，也是澳大利亚具有最高信用等级的发债人，所有主要的评级机构都给予它最高的评

级，这反映了联邦政府享有通过税收来偿还其债务的权力。此外，州政府也发行州政府债券，在所有的州和地区都有中央借贷机构（central borrowing authorities），负责政府和相关机构的借贷项目，这些中央借贷机构发行的债券通常被称为“准国债”。

20世纪80年之前，澳大利亚一直对金融业实行严格的管制，国债的发行采用 Tap 方式。所谓 Tap 方式是指首先由监管机构确定将发行国债的利率，然后由投资者申报要购买的数量，监管机构再根据投资者的申报确定本期发行国债的总额。一方面是为了审慎监管的需要，另一方面也是为了保证市场对国债的需求，监管机构强制要求金融机构的资产配置中必须持有一定比例的国债，譬如当时曾规定人寿保险公司和养老保险基金机构的资产配置中必须持有 30% 以上的国债。在这种严格管制的体制下，当时澳大利亚的国债市场基本只是购买并持有的状态，国债的二级市场流通极少，相关的衍生品市场更是没有建立。

随着澳大利亚的金融自由化改革推进，澳大利亚政府的国债发行开始实现市场化，同时建设了高度流动的国债的二级市场和衍生品市场。1982年8月监管机构开始采用市场化的招标方式发行国债，并加强了国债发行的信息透明度，使得市场投资者对政府国债的发行情况能够进行适度预测。国债的二级市场建设方面，澳大利亚政府采取了鼓励发展专业化的做市商、允许卖空国债、鼓励国债回购和发展国债衍生品市场。监管制度安排上澳大利亚政府采取由储备银行负责货币政策制定及执行，AOFM 负责国债的发行及管理，二者完全独立。

近年来，由于财政状况的改善，澳大利亚联邦政府债券的发行持续减少，导致二级市场周转率和流动性有所下降。为此，联邦政府努力完善债务管理，以维护一个具有高流动性的市场和有效的基准收益率曲线。1999年7月，联邦政府建立了一个特别的代理机构——澳大利亚金融管理局（Australian Office of Financial Management, AOFM），负责政府融资、到期债务偿付和相关的风险管理职能。AOFM确保在债务减少过程中维持市场的一体化和流动性。

AOFM成立后，着力于赎回旧债券（off-the-run securities），并将新债券合并到有限数量的基准债券之中。近年来，联邦政府倾向于发行到期期限在4-5年11-13年的债券。长期债券发行量的增加有利于维持联邦政府债券收益率曲线的长度，减轻政府的偿债压力，保证具有流动性的债券不断地成为3年期和10年期国债期货合约的标的物，使期货合约和标的债券的流动性得到相互加强。

### （3）澳大利亚政府关于国债市场的讨论

澳大利亚政府经济政策的一个重点是确保联邦政府融资的可持续性。1997年财政年度开始，澳大利亚政府做出在整个经济周期内保持财政收支平衡的承诺。此后，联邦政府通过出售政府资产等多种途径改善财政收支状况，使政府的财政收支从1996年的占GDP 2%的赤字变为了2001年的占GDP 1%的盈余。收支平衡财政战略的成功实施，使澳大利亚的国债余额呈逐年递减态势，并可能使得澳大利亚的政府债券在未来的某一时期会从市场上消失。针对这一问题，澳大利亚政府展开了广泛的讨论并征求市场意见。最后形成了三种意见，一

种是关闭政府债券市场；二是将联邦政府债券市场和州政府债券市场进行合并；三是建立综合的资产组合项目以代替政府债券的发行。

经过反复的讨论之后，市场投资者认为政府债券具有风险低、流动性高、期限灵活以及投资人专业化强等特点。基于以上特点，政府债券是一种很好的投资工具，特别是对于考虑风险小的投资者来说是最优的选择。另外政府债券也是市场其他投资工具的比较基准和衍生基础，是央行调控的工具，是外国投资者的主要投资品种以及利率风险管理的工具。更重要的是维持充足的政府债券发行量是国债期货市场存在的基础，因此澳大利亚政府认为需要继续保持充足的国债发行量。

## 2、国债一级市场管理模式介绍

### (1) 国债监管制度的变迁

在 20 世纪 80 年代初期以前，澳大利亚金融市场受到严格的监管，利率和汇率均被严格管制。澳大利亚的国债市场也反映了这种监管环境：国债发行采用固定价格的公开市场销售（tap）方式；货币政策与债务管理政策没有被明确分离；市场投资者绝大多数为国内投资者；市场存在着严重的垄断；二级市场交易不活跃，投资者通常在购买债券后一直持有到期；没有建立债券衍生市场。

80 年代之后，澳大利亚政府采取了一系列改革措施发展国债市场，这些措施体现在三个方面。在经济政策方面，澳大利亚政府取消了汇率管制，允许澳元自由浮动；取消了利率管制和其他管制；引入

外国银行参与竞争；使政府的债务管理政策与货币政策相分离。在市场操作方面，改革了一级市场发行方式，积极发展二级市场和衍生品市场。在基础设施方面，完善清算和结算体系，重建市场监管框架。这些措施有力地促进了澳大利亚国债现货及衍生品市场在 80 年代以后的快速发展。

澳大利亚在 1997 年对金融市场监管格局进行了重大调整，建立了包括澳大利亚储备银行（RBA）、澳大利亚合规监管局（APRA）、澳大利亚证券与投资委员会（ASIC）在内的三极监管框架，各机构的监管职责根据功能划分，而不再根据行业划分。这项改革的主要目标是建立一个高效率的监管框架，同时能够有效地维护市场的完整性和保护消费者。新的框架具有足够的灵活性，为金融机构高水平的创新提供便利，以应对日益全球化的市场竞争。改革的最终目标是市场提供一个能够促进金融服务竞争的环境。

1999 年，澳大利亚政府对债务管理框架做出了重新调整。澳大利亚政府认为，由于财政部负责战略政策的制定，债务管理就经常要服从于更广泛意义上的政策安排。而 AOFM 在具体的政策操作方面和实践经验方面更具有相对优势，能够为债务政策的制定提供有价值的建议。因此将政府融资政策的制定和执行职能分离开来更为有利。为此，财政部与 AOFM 签署的《谅解备忘录》（MOU）详细规定了债务管理职能的分离，以及财政部和 AOFM 各自的职责。

## （2）国债管理机构

目前澳大利亚联邦政府负责国库现金管理及国债管理的机构主

要有金融管理局（AOFM）和联邦储备银行（RBA）。州一级负责国库现金管理的是国库公司（TREASURY CORPORATION）。

金融管理局于1999年7月从财政部分离独立，虽挂靠于财政部，但机构、人员相对自主，首席执行官（CEO）直接对财政部长（TREASURER）负责。金融管理局设有四个部门，分别是：国库管理处，根据国库现金流预测情况，负责国债发行、现金管理、掉换和外汇买卖业务；政策研究处，搜集汇总国库现金收付数据，分析和预测国家财政收支情况以及政府部门业务活动对国库现金的影响，拟定债务管理战略；风险控制处，分析金融市场融资风险，拟定债务管理和国库现金管理具体操作方案；会计资金处，编制财务报表，负责到期国债的还本付息。

联邦储备银行是澳大利亚中央银行，负责货币政策。1980年之前货币政策与债务管理有非常紧密的关联，但现在两者相互独立。联邦储备银行在国库现金管理及国债管理方面与金融管理局合作紧密，内容包括：紧急情况时，对联邦政府不可预见的亏空提供透支；当国库资金盈余时，为金融管理局提供定期和活期存款服务。

### 3、国债发行方式及期限结构

#### （1）国债发行方式变迁

20世纪80年之前，澳大利亚一直对金融业实行严格的管制，国债的发行采用Tap方式，所谓Tap方式是指国债发行时首先由监管机构确定将发行国债的利率，然后由投资者申报要购买的数量，监管机



构再根据投资者的申报确定本期发行国债的总额。随着上世纪 80 年代澳大利亚的金融自由化改革推进，澳大利亚政府的国债发行开始市场化，1982 年 8 月开始采用招标方式发行国债。

2006 年之前 AOFM 通过联邦储备银行的信息交换系统（RITS）进行国债的招标发行，其竞标者仅限于参加 RITS 系统的成员，包括主要的国内银行、大的外资银行、非银行交易商和其他国内金融机构。2006 年 10 月 24 日 AOFM 开始使用彭博招标系统（BAS）进行国债发行招标；2009 年 3 月 4 日 AOFM 改用 Yieldbroker 国债系统进行国债发行招标。AOFM 规定所有参与竞标者必须进行注册登记，并与 AOFM 签订有关协议。正常情况下澳大利亚政府每年 5 月份做出全年的国债发行计划，并进行公布，以增加市场的透明度。

## （2）国债种类

澳大利亚联邦政府通常发行三种债券：中长期国债（Treasury Bonds），短期国债（Treasury Note）和指数国债（Treasury Indexed Bonds）。以前还发行过浮动利率国债（Treasury Adjustable Rate Bonds），和储蓄国债（Saving Bonds）等。

图表 5 澳大利亚各种类国债余额（亿澳元）

国债种类	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
中长期	771	795	700	652	591	537	511	498	477	484	480	472	494
指数	37	45	52	56	59	62	64	66	66	66	60	60	60
短期	158	133	103	70	58	51	42	0	0	0	0	0	0
浮动利率	71	80	43	43	25	0	0	0	0	0	0	0	0
其他	0	4	4	6	5	3	4	3	1	0	0	0	0
合计	1037	1057	901	826	738	653	621	567	544	550	540	532	554

中长期国债实行固定利率，每周三和周五招标，采用多重价位中

标方式（美国式），标的为收益率，到期时间从 12 个月至 13 年，到期日为每月的 15 日，利息每半年支付一次。中长期国债是澳大利亚最主要的国债类型，截至 2009 年 4 月底的余额为 674 亿澳元，约占全部国债余额的 83%。中长期国债和指数国债的发行要取得财政部的批准，是调整国库现金中长期头寸、弥补财政赤字的主要手段。

短期国债是联邦政府为满足一年以内的融资需求而发行的短期债券。由于联邦政府的收入与支出的时间不能精确的匹配，需要这种短期债务工具为联邦政府提供灵活的短期融资。另外，联邦政府也利用短期存款来进行现金管理，当政府有盈余的资金时，会将这些资金存放在澳大利亚储备银行（RBA），这些存款的收益率与财政票据的息票利率大致相当。财政票据改善了澳大利亚债券市场的流动性，并为市场提供了短期利率的基准，使基准利率曲线更趋完整。短期国债采用贴现方式发行，多重价位中标，以价格作为招标标的。2003 年开始澳大利亚政府已经基本停发短期国债，由于 2008 年开始的全球性金融危机，2008 - 2009 财年澳大利亚开始从新发行短期国债。2009 年 4 月底短期国债余额约为 76 亿澳元，占全部国债余额的 9.3% 左右。短期国债的发行由金融管理局在国债余额管理权限内自主决定。

指数国债或称为资本联系型债券（capital-indexed securities）。澳大利亚是世界上少数几个发行指数债券的国家之一，澳大利亚发行的指数国债的本金和息票利息都与消费者价格指数（CPI）相联系，使持有人能够获得稳定的实际收益率。指数国债每周四招标，最长期限 20 年，利息按季支付，主要是为了吸引稳健型

的投资者。指数国债 2003 年开始暂停发行，计划 2009 - 10 年度恢复发行。2009 年 4 月底指数国债的余额为 60 亿澳元，占全部国债余额的 7.4%，主要分布在三种期限：2010 年 8 月、2015 年 8 月和 2020 年 8 月到期。与中长期国债采用的美国式拍卖方式不同，指数国债全部采用荷兰式单一价格中标，招标标的为利差。

### (3) 国债的期限结构

从国债的发行来看，金融危机前澳大利亚政府的国债发行策略主要是考虑期货市场的需求，发行中期国债以支持 3 年期国债期货产品，发行长期国债以支持 10 年期国债期货产品。国债共可分为 9 大类期限品种，1-6 年的国债每隔一年发行一次，6-12 年的国债每 2 年发行一次。每种最高发行量都为 50 亿澳元。如当年没有 5 年的国债，同时 12 年的国债发行量也未达到 50 亿澳元，则可在以上两个品种进行发行；第二年 1 年国债到期，5 年国债变为 4 年并且发行量不足 50 亿澳元，则为保持国债发行种类和发行量的计划，可新发行 12 年国债和增发 4 年国债，如此类推，循环发行。从澳大利亚近年来国债的实际发行情况看（下表数据），AOFM 的国债发行集中于 4 - 5 年期和 11 - 13 年期。随着 2008 年开始的全球性金融危机，澳大利亚政府的发债策略发生变化，国债的发行规模由 2007-08 财年的 51 亿澳元急增至 2008-09 财年的 550 亿澳元，并从新开始发行短期国债。

图表 6 澳大利亚新发国债期限结构 (亿澳元)

年度	4 年期	5 年期	11 年期	12 年期	13 年期	合计
2002-03				24		24
2003-04	6		18		8	32
2004-05		32		24		56
2005-06	18		18		26	62
2006-07	29			24		53
2007-08	21				30	51
2008-09						551

从国债的余额情况来看,中长期国债每种期限的国债余额分布较为平均,全部国债的加权平均剩余期限维持在 5-6 年左右。

图表 7 澳大利亚国债余额期限结构 (亿澳元)

各年末	各期限国债余额										平均剩 余期限 (月)
	1 年之内		1- 2 年	2- 3 年	3- 5 年	5- 7 年	7- 10 年	10 - 15 年	15 年 以上	合 计	
	短 期	其 他									
1980	38	13	20	13	18	26	13	19	15	173	64
1985	53	28	37	29	40	48	80	39	9	363	74
1990	138	37	43	27	44	55	56	15	0	416	58
1995	133	25	51	116	167	126	150	130	12	910	75
2000	44	33	66	50	102	104	91	75	20	585	74
2005	0	67	27	47	110	54	115	67	0	486	69
2006	0	29	49	53	102	53	59	100	0	445	71
2007	0	51	57	62	102	48	119	93	0	531	68
2008	0	60	70	61	110	101	57	117	0	577	65
2009 年 3 月	14	60	76	77	134	131	113	81	0	673	63

#### 4、国债一级市场参与者结构分析

澳大利亚国债和其他联邦政府有价证券的发行模式为竞价发行,参与者基本为机构投资者,最少竞价 100 万澳元,不能串通竞价,拉低价格。采取电子系统竞标,从下图可以看出竞标和中标的利差一直很小,说明市场较为有效。

图表 8 澳大利亚国债发行竞标和中标情况

Table 1: Treasury Bond tender results — 2007-08

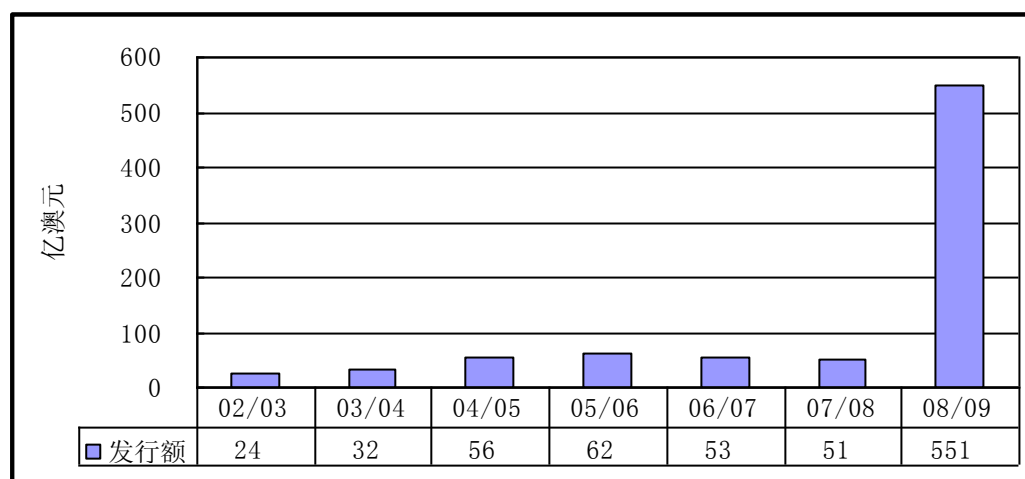
Tender date	Coupon and maturity	Face value amount allocated (\$m)	Weighted average issue yield (%)	Spread to secondary market yield (basis points)	Range of bids accepted (basis points)	Times covered	
14-Aug-07	5.25% 15-Apr-2012	400	6.2588	-0.32	1.00	2.56	
28-Aug-07	5.25% 15-Apr-2012	401	6.1579	0.29	0.50	3.59	
11-Sep-07	5.25% 15-May-2021	800	5.8540	na	2.50	2.34	
25-Sep-07	5.25% 15-May-2021	600	6.1866	0.66	1.00	2.69	
16-Oct-07	5.25% 15-May-2021	401	6.3031	-0.19	0.50	4.18	
30-Oct-07	5.25% 15-Apr-2012	400	6.5050	-2.00	0.00	3.25	
13-Nov-07	5.25% 15-Apr-2012	300	6.4322	0.22	1.50	4.07	
11-Dec-07	5.25% 15-May-2021	400	6.2059	0.59	1.00	2.29	
22-Jan-08	5.25% 15-Apr-2012	300	6.2652	0.65	1.50	2.29	
12-Feb-08	5.25% 15-May-2021	399	6.1802	-0.78	1.50	2.78	
22-Apr-08	5.75% 15-Apr-2012	300	6.3900	-1.25	0.00	4.88	
17-Jun-08	5.25% 15-May-2021	401	6.7438	1.38	2.00	2.45	
Average over year to June 2008					-0.07	1.08	3.17
Average over 3 years to June 2008					0.07	0.76	3.72
Average over 10 years to June 2008					0.37	1.13	3.73

Source: AOFM, 2007-08 Annual Report, p. 10

## 5、发行量等关键指标统计

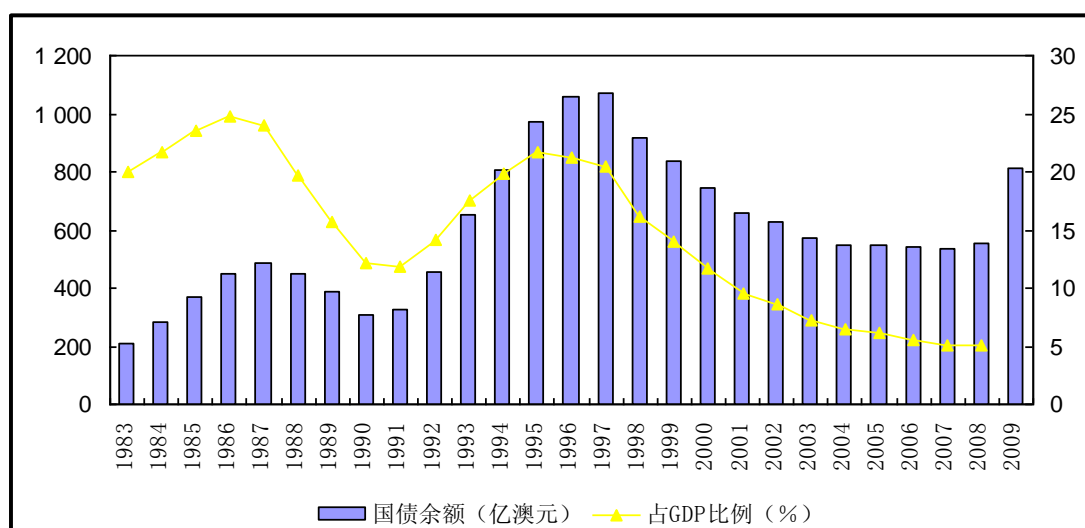
从新债发行来看，最近几年澳大利亚每年新发国债的规模在 50 亿澳元左右，但是随着 2008 年开始的全球性金融危机，澳大利亚的政府的国债的发行规模由 2007-08 财年的 51 亿澳元急增至 2008-09 财年的 550 亿澳元。

图表 9 澳大利亚各年国债发行总额



从国债余额规模来看，由于 1996 - 1997 财政年度开始，澳大利亚联邦政府开始采取在一个经济周期内维持预算平衡的财政战略，这一财政战略的实施，使澳大利亚的国债余额呈逐年递减态势，国债余额占 GDP 的比重从当时的 20% 左右逐年下降至 2007 - 2008 财政年度的 5.1% 左右。由于 2008 年开始的全球性金融危机，2008-09 财年澳大利亚增加了国债发行规模，国债余额规模也开始增加。截至 2009 年 4 月底澳大利亚所有政府债券的余额为 810 亿澳元，其中长期国债 674 亿澳元，短期国债 76 亿澳元，指数债券 60 亿澳元。

图表 10 澳大利亚各年国债余额规模



## (二) 国债二级市场及其衍生市场概述

### 1、国债二级市场现状及历史沿革

80 年代初期，联邦政府债券市场的垄断问题很严重，这种状况在市场发展初期有一定积极作用，能够满足政府不断增长的融资需求。

但随着市场规模的扩大，垄断造成的高成本和低效率问题愈发严重，扭曲了资金的合理配置，妨碍了二级市场的发展，导致二级市场的流动性很低。为此，联邦政府采取了多项措施改革二级市场，如鼓励专家做市商，鼓励更多的投资者直接参与二级市场，允许短期卖空国债，鼓励建立具有流动性和高效率的回购和衍生品市场。

澳大利亚联邦政府债券市场是澳大利亚最具流动性的债券市场。因为联邦政府债券的信用程度很高，收益率较高，吸引了国外投资者的广泛参与。活跃的回购市场、具有流动性的利率衍生品市场、有实力的做市商，也都提高了联邦政府债券市场的流动性。具有流动性的联邦政府债券市场被认为是澳大利亚金融市场体系的核心要素。联邦政府债券市场被看作是具有流动性的安全港，其价格是市场利率水平的基准，对于有效的公司债券市场的发展是非常重要的。

## 2、国债二级市场管理模式介绍

### (1) 监管架构

澳大利亚政府认为，运行良好的金融市场需要有一个能够清晰界定产权、信息透明、具有权威性监管机构的监管体系。因此，在金融行业监管和税收安排上，联邦政府尽量减小监管对于投资决策和市场价格信号的影响。这一理念使澳大利亚的谨慎监管政策获得了非凡的成功。

在澳大利亚，对金融市场的监管由政府监管机构和代表市场参与者的行业性机构共同承担。在交易所市场，这种关系是正式的，两个

监管机构都具有各自的法律责任和权力。但在场外市场，这种关系可能是非正式的。这种方式有助于减少行政命令，发挥行业组织自律性监管的作用。在澳大利亚的 OTC 债券市场和债券衍生品市场，以及 SFE 的债券衍生品市场，主要的监管机构是澳大利亚证券与投资委员会（ASIC）。ASIC 依据《公司法》管理这些市场，有权强制市场参与者遵守《公司法》的相关条款。在 OTC 市场，ASIC 有很多行业机构伙伴起到自律性监管的作用。其中最主要的是澳大利亚金融市场协会（AFMA）。AFMA 负责建立行业性标准和行业的自律性监管。AFMA 和 ASIC 的关系是非正式的，两者是独立运作的。AFMA 负责管理柜台交易市场，制定市场行为规则和参与者标准，以及参与者的资格认定。这种监管方式被证明是非常有效的。

## （2）AFMA 的自律监管

AFMA 是代表澳大利亚金融市场 130 多家金融机构的自律性组织。其会员涵盖澳大利亚本土银行、证券以及全球性的银行等。协会的董事会由 17 家市场成员共同组成，主要来自于市场各类代表性机构、主要的投资银行、外国机构、政府有关部门等。除董事会外还有市场管理委员会和 22 个技术委员会。市场管理委员会主要由金融市场管理的权威人士参加。技术委员会主要有各个行业的具有技术和专业知识的机构构成，规范的是市场内部的技术性工作。除此之外还有一个专门的规范政策行为委员会，该委员会负责向董事会提出政策意见和建议，对市场外部的政策性工作进行规范。

澳大利亚金融市场协会对业务的规范包括：投资银行业务、公司



的合并兼并、公司通过股票和债券进行的资本征集活动以及各类金融衍生工具的交易如利率互换、回购协议和外汇互换等。澳大利亚金融市场协会功能包括：OTC 市场的自律管理功能；推广行业标准、行为准则；代表市场成员与政府监管机构间进行沟通和交流；进行市场数据统计可开展市场研究。

澳大利亚金融市场协会不是一个立法性机构，而是由市场各个参与主体通过协议的形式形成的一个协作性、自我管理、自我规范的机构。协会制定的规则 and 标准都是由市场决定的，是市场遵守的公约性条款，但如果交易的双方有特别的要求，可以在双方协议中另行规定，否则必须遵照协会制定的有关规范性条款执行。市场管理机构包括储备银行也经常参与协会的各种活动，借助协会的平台与市场各个参与主体进行充分的沟通交流。

### **(3) 托管清算体系**

原先澳大利亚债券清算主要由澳大利亚央行下一个中央债券托管系统 RITS (Reserve Bank Information and Transfer System) 完成。2002 年 2 月债券的清算开始通过 SFE 的全资子公司——Austraclear 有限公司运行的 Austraclear 系统实现。Austraclear 为其会员保存现金和证券记录，Austraclear 的结算涉及同时借记和贷记现金和证券账户。2006 年 8 月悉尼期货交易所 SFE 与澳大利亚股票交易所 ASX 合并——目前 Austraclear 被称为澳大利亚证券交易所 ASX Austraclear。

### 3、国债二级交易制度介绍

澳大利亚债券交易的主要基础是场外市场，除了新南威尔士州的公众假日以外，其他时间二级市场都可以进行交易。二级市场的市场报价以半年的到期收益率为基础而不是以价格为基础，以 Act/365 计息，通过电话、经纪人或者电子平台如 Yieldbroker 来做交易，交易必须在当天由交易双方通过电子的或者纸面形式（SWIFT、信件、传真、电邮）进行确认。

澳大利亚二级市场的债券交易交割日原则上由交易双方谈判决定，AFMA 给出了一些交割指导意见，指出交割应该在“交易日之后的三个工作日”完成，即交割日为 T+3。

### 4、国债二级市场参与者结构分析

从 2008 年国债持有者结构来看，澳大利亚国债投资者中，银行和其他金融机构持有不到 10% 的国债，用于满足自身的谨慎管理需求和对冲其他交易的市场风险。保险公司持有的国债份额下降较多，2008 年只持有不到 2% 的国债。RBA 在传统上持有大约 15% 的国债用于公开市场操作和执行货币政策，保持金融体系的稳定性，近年来 RBA 减少了通过直接购买国债执行货币政策的操作力度，2008 年持有的国债只有 1.98%。总体来看机构持有的国债占比只有 21% 左右，占比较低。

图表 11 澳大利亚国债持有者结构

年份	澳储	联邦政府	其他政府部门	银行	保险公司	交易商	其他金融机构	其他	合计
1970	11.23%	14.04%	17.81%	33.13%	12.49%	5.64%	4.25%	12.65%	100.00%
1980	20.51%	6.50%	25.04%	29.68%	11.91%	5.21%	6.15%	15.52%	100.00%
1990	4.64%	3.86%	7.73%	37.74%	4.82%	6.89%	4.32%	34.65%	100.00%
1995	14.49%	0.58%	22.39%	23.38%	8.85%	5.84%	4.74%	34.22%	100.00%
2000	18.86%	4.85%	20.60%	15.33%	9.69%	0.00%	9.93%	39.59%	100.00%
2005	9.58%	8.46%	12.65%	4.32%	1.21%	0.00%	7.22%	66.14%	100.00%
2006	10.52%	8.50%	14.66%	5.71%	1.42%	0.00%	5.93%	63.78%	100.00%
2007	12.13%	8.62%	12.66%	5.89%	1.37%	0.00%	5.82%	65.64%	100.00%
2008	1.98%	8.20%	2.64%	5.61%	1.88%	0.00%	2.32%	79.35%	100.00%

从国债二级市场的成交来看，国债二级市场的交易集中度非常高，排名前 8 名的交易者所贡献的交易量占全部国债交易量的 80% 以上。

图表 12 国债二级市场交易集中情况

2008 年排名	市场份额 (%)	累计份额 (%)
1	20.0	20.0
2	11.9	31.9
3	11.1	43.0
4	9.1	52.1
5	8.4	60.5
6	8.0	68.5
7	7.3	75.8
8	7.3	83.1
年份	前 8 名所占市场份额 (%)	
2003-04	87.7	
2004-05	89.5	
2005-06	83.4	
2006-07	80.8	
2007-08	83.1	

## 5、国债收益率曲线

澳大利亚市场的收益率曲线包括短期收益率曲线和长期收益率曲线。1-6 个月的短期收益率曲线依据银行券掉期参考利率；6-12 个月的短期收益率曲线可以由不同期限的 90 天银行券期货合约衍生而来；远期利率合约的价格和利率掉期市场可以用来产生 1 年以上的长期收益率曲线。

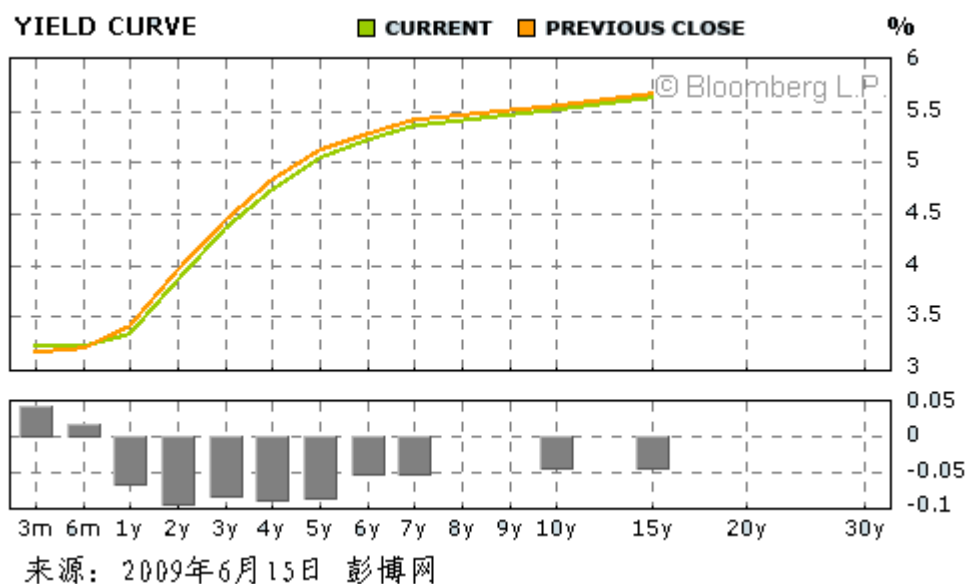
图表 13 澳大利亚货币市场利率（年利率 %）

	Interbank Cash Market	Bank accepted bills			Overnight indexed swaps		
		30 天	90 天	180 天	1 月	3 月	6 月
31-Dec-2001	4.23	4.33	4.25	4.24	4.25	4.19	4.21
31-Dec-2002	4.75	4.84	4.79	4.70	4.76	4.69	4.62
31-Dec-2003	5.25	5.46	5.52	5.58	5.26	5.35	5.44
31-Dec-2004	5.25	5.41	5.43	5.47	5.26	5.28	5.32
30-Dec-2005	5.50	5.62	5.64	5.68	5.51	5.54	5.57
29-Dec-2006	6.25	6.37	6.44	6.53	6.27	6.35	6.44
31-Dec-2007	6.74	7.05	7.20	7.36	6.77	6.88	7.00
31-Dec-2008	4.25	4.31	4.08	3.70	4.11	3.43	2.99
30-Apr-2009	3.00	3.08	3.06	3.00	2.92	2.73	2.56

图表 14 澳大利亚资本市场利率（年利率 %）

	Australian Government			
	3 年	5 年	10 年	Indexed
Dec-2000	5.27	5.34	5.46	3.31
Dec-2001	5.10	5.47	6.01	3.52
Dec-2002	4.55	4.79	5.16	3.22
Dec-2003	5.39	5.55	5.60	3.52
Dec-2004	5.10	5.22	5.33	2.76
Dec-2005	5.21	5.22	5.20	2.20
Dec-2006	6.10	6.03	5.89	2.64
Dec-2007	6.84	6.59	6.33	2.58
Dec-2008	3.21	3.51	3.99	2.46
Apr-2009	3.46	4.00	4.57	2.53

图表 15 澳大利亚市场收益率曲线



## 6、交易量、持仓量等关键指标统计

澳大利亚债券二级市场的成交非常活跃，2008 年度债券现货市场成交总额达到 17.58 万亿澳元，其中政府类债券（含州政府债券）成交 7,160 亿澳元，非政府类债券成交 6,370 亿澳元，可转让债券工具成交超过 5 万亿澳元，债券回购成交超过 10 万亿澳元。

图表 16 澳大利亚债券市场成交量（十亿澳元）

	2003-04	2004-05	2005-06	2006-07	2007-08
现货市场成交量					
Government Debt Securities	874	748	875	772	716
Non-Government Debt Securities	341	382	613	605	637
Negotiable & Transferable Instruments	2,964	3,356	3,936	4,665	5,871
Repurchase Agreements	7,520	12,818	13,439	12,652	10,353
小计	11,700	17,305	18,863	18,695	17,577
衍生品市场成交量					
Swaps	2,482	4,012	3,783	4,962	6,099
Overnight Index Swaps	939	933	851	2,660	1,846
Forward Rate Agreements	1,932	2,588	3,135	4,241	5,833
Interest Rate Options	124	281	215	361	425
Credit Derivatives	44	41	82	135	255
SFE Interest Rate Future and Options	16,196	21,912	26,765	35,077	38,228
小计	21,718	29,768	34,831	47,437	52,686
合计	33,418	47,073	53,694	66,132	70,263
衍生品市场成交量/现货市场成交量	1.9	1.7	1.8	2.5	3.0

从国债来看，2008 年度国债成交 2,847 亿澳元，国债回购成交 32,929 亿澳元。不计算国债回购情况下，2008 年每 1 澳元的国债余额平均换手 4.9 次，国债的换手率继续下降。近年来澳大利亚国债的年换手率呈现下降趋势，这一趋势的原因可能因为随着澳大利亚国债余额的逐年减少，市场投资者开始惜售国债这样安全投资产品。

图表 17 澳大利亚国债二级市场成交情况（十亿澳元）

年份	现券交易	回购交易
2003-04	433.46	3,658.96
2004-05	368.02	7,711.81
2005-06	356.53	5,947.47
2006-07	320.76	4,789.61
2007-08	284.68	3,292.94

图表 18 澳大利亚国债流通情况（十亿澳元）

年份	余额	现券交易	流通率
2003-04	60.65	433.46	7.2
2004-05	59.83	368.02	6.2
2005-06	59.07	356.53	6.0
2006-07	58.17	320.76	5.5
2007-08	58.02	284.68	4.9

## 7、国债回购、远期、互换市场介绍

### (1) 回购市场

澳大利亚的回购市场自 20 世纪 50 年代就一直存在，但在近年来才取得迅速发展，法律和技术方面的进步是主要因素。高度发达和流动性很强的回购市场促进了做市商的发展，增强了债券市场流动性，也为投资者提供了借贷证券以增加收入的机会。2007/08 年度澳大利亚回购市场总交易量超过 10 万亿澳元，其中 30% 的回购交易是以联邦政府债券作为抵押品。以联邦政府债券为抵押品的回购交易量是国债市场现券交易量的十二倍。回购交易的期限最长为 1 年，但期限为 7 天以内的回购交易量占比 50% 左右，其中期限 1 天以内的占比 33%。

具体来说，可回购债券的标准是由央行规定的有明确担保，并能通过 Austraclear 清算的联邦政府债、州政府债、国际组织债和有资格的外国政府和机构债。回购交易一般通过电话、电子屏幕（彭博）或者经纪人在工作日进行，标准数量是 1-7 天大约 2000 万美元，7 天以上的 5000 万美元，Act/365 计息，没有标准的手续费，标准法律文件是 2000ISMA GMRA。

图表 19 2008 年回购市场交易情况

债券种类	成交量 (亿澳元)
Commonwealth Government Bonds	32,929
State Government Bonds	35,177
Other Government Guaranteed Bonds	1,235
Corporate Bonds & Supranationals	4,362
Treasury Notes	0
Semi-Government Notes	8,986
Bank Paper	19,456
Corporate Paper	1,387
合计	103,533

## (2) 远期市场

澳大利亚远期市场也很活跃，2008 年远期市场总成交将近 6 万亿澳元，其中澳元远期成交 4.7 万亿澳元，非澳元远期成交 1.2 万亿澳元。期限为 12 个月以上的远期交易占比 34%，期限在 6-12 个月的远期交易占比 41%，期限在 3-6 个月的远期交易占比 21%，期限为 3 个月以下的远期交易占比 3%。

图表 20 澳大利亚远期市场交易情况 (亿澳元)

年份	澳元	美元	日元	英镑	欧元	其他	合计
2003-04	16,512	1,398	0	236	83	1,093	19,324
2004-05	22,867	1,808	3	249	127	824	25,878
2005-06	23,032	3,054	0	78	122	5,068	31,355
2006-07	29,062	4,412	2	115	411	8,411	42,413
2007-08	46,614	5,385	22	337	937	5,031	58,326

## (3) 互换市场

澳大利亚的互换市场包括利率及交叉货币互换和隔夜指数互换两类。2008 年互换市场的总交易量将近 8 万亿澳元，是 OTC 市场中仅次于回购交易的第二大市场，其中利率及交叉货币互换为 6.1 万亿



澳元，占互换市场的 77%。

图表 21 2008 年澳大利亚互换市场交易情况（亿澳元）

	成交量
利率及交叉货币互换	
Fixed AUD: Floating AUD	47,323
Floating AUD: Floating AUD	5,704
Fixed AUD: Non-AUD	577
Floating AUD: Non-AUD	7,383
小计	60,986
隔夜指数互换	18,464
总计	79,450

### 三、澳大利亚国债期货市场情况介绍

#### （一）国债期货市场产生、发展和现状

澳大利亚的利率期货市场自建立至今，已经有了 30 年的发展历史。悉尼期货交易所（Sydney Futures Exchange, SFE）是美国之外第一家推出金融期货的交易所，早在 1979 年 10 月，澳大利亚就推出了 90 天银行票据合约。由于澳大利亚金融系统的开放性以及其利率的高度波动性，该合约交投一直很活跃。1984 年 2 月，SFE 首次在美国市场之外推出 2 年期国债期货。但由于交易不活跃，两年后该产品被迫退市。1984 年 12 月，SFE 推出了 10 年期联邦债券合约，在经历了 20 世纪 80 年代后期新债发行减少以及澳大利亚财政部倾向于采用短期债务工具的挑战，该合约最终生存了下来。1988 年 5 月，SFE 推出了 3 年期联邦政府债券合约，该合约也取得了巨大的成功。

经过多年的发展，澳大利亚的利率期货市场已经成为世界上流动

性最好的市场之一。在 2008 年全球长期利率期货合约的成交排名中，澳大利亚 3 年期国债期货和 10 年期国债期货的成交量分别位列第十位和第十二位。另外，澳大利亚的短期利率期货品种也比较活跃，其中 90 天银行票据期货、30 天银行间现金利率期货和 3 个月新西兰票据期货的成交量分别位列 2008 年全球短期利率期货品种的第六、第九和第十位。

图表 22 2008 年全球 TOP20 长期利率期货合约

Contract	Exchange	Currency	Volume (No. Contracts)	Notional Turnover (USD Millions)
<b>Panel B: Long-Term Interest Rate Futures</b>				
1 Euro-Bund	Eurex	EUR	309,795,827	45,342,369
2 US 10y T-Notes	CBoT	USD	331,352,555	33,135,256
3 Euro-Schatz	Eurex	EUR	191,229,448	28,104,262
4 Euro-Bobl	Eurex	EUR	168,039,553	24,668,163
5 US 5y T-Notes	CBoT	USD	189,504,803	18,950,480
6 US 2y T-Notes	CBoT	USD	84,432,498	16,886,500
7 Jap. 10y Bonds	TSE	JPY	11,739,394	10,661,268
8 US 30y T-Bonds	CBoT	USD	104,280,612	10,428,061
9 Long Gilt	Euronext	GBP	26,230,897	5,262,238
<b>10 Aust. 3y T-Bonds</b>	<b>SFE</b>	<b>AUD</b>	<b>25,806,650</b>	<b>2,303,147</b>
11 Korean 3y T-Bonds	KRX	KRW	13,471,079	1,414,991
<b>12 Aust. 10y T-Bonds</b>	<b>SFE</b>	<b>AUD</b>	<b>15,525,568</b>	<b>1,383,360</b>
13 Can. 10y Bonds	MX	CAD	7,926,211	784,412
14 Euro-Buxl	Eurex	EUR	1,377,242	201,890
15 Jap. 10y Bonds	Euronext	JPY	148,710	134,951
16 Jap. 10y Bonds Mini	SGX	JPY	1,015,194	91,429
17 Taiwan 10y Bonds	TAIFEX	TWD	459,514	73,087
18 Swiss Bonds	Eurex	CHF	379,639	34,453
19 Mexican 10y Bonds	MDX	MXN	1,586,939	14,939
20 Global 2040 Bond	BMF	USD	100,088	5,004

注：统计周期为2007. 7. 1-2008. 6. 30

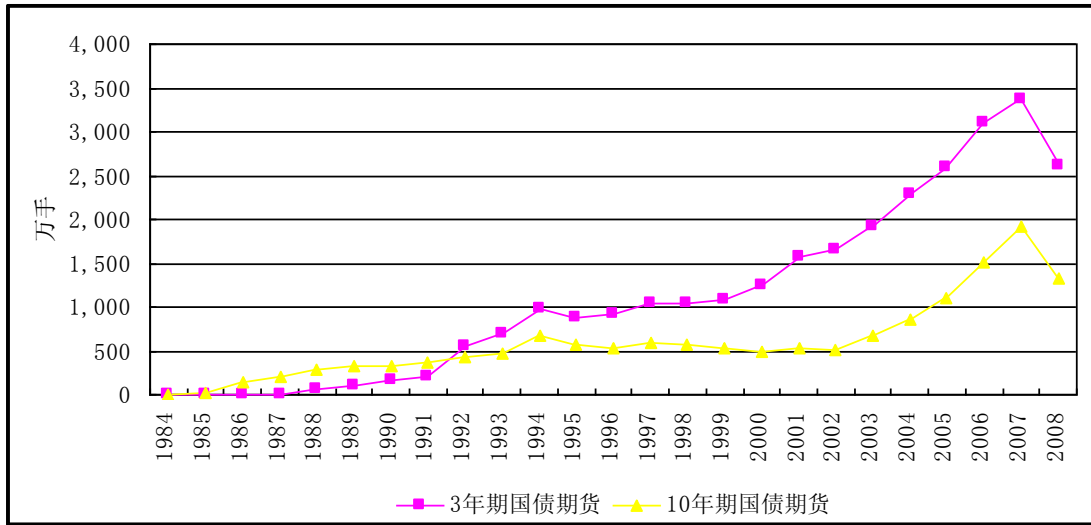
图表 23 2008 年全球 TOP20 短期利率期货合约

Contract	Exchange	Currency	Volume (No. Contracts)	Notional Turnover (USD Millions)	
<b>Panel A: Short-Term Interest Rate Futures</b>					
1	90d Eurodollar	CME	USD	652,464,871	652,464,871
2	3m Euribor	Euronext	EUR	246,914,312	362,951,954
3	90d Sterling	Euronext	GBP	127,571,629	127,779,916
4	30d Federal Funds	CBoT	USD	20,926,532	104,632,660
5	3m Euroyen	TFX	JPY	30,730,038	27,714,822
<b>6</b>	<b>90d Bank Accepted Bills</b>	<b>SFE</b>	<b>AUD</b>	<b>22,083,900</b>	<b>19,750,609</b>
7	3m Can. Bankers' Acceptance	MX	CAD	11,870,637	11,730,426
8	3m Euroswiss	Euronext	CHF	10,649,318	9,551,647
<b>9</b>	<b>30d Interbank Cash Rate</b>	<b>SFE</b>	<b>AUD</b>	<b>2,957,912</b>	<b>7,941,072</b>
10	1m LIBOR	CME	USD	1,080,867	3,242,601
11	28d Mexican TIE	MexDer	MXN	162,749,322	1,502,376
12	3m Euribor	Eurex	EUR	734,025	1,080,607
<b>13</b>	<b>3m NZ Bills</b>	<b>SFE</b>	<b>NZD</b>	<b>1,402,575</b>	<b>1,079,386</b>
14	3m Euroyen	SGX	JPY	1,047,863	937,313
15	3m Euroyen	CME	JPY	276,923	247,715
16	3m Euroyen	Euronext	JPY	156,711	141,924
17	3m KLIBOR	BM	MYR	208,700	63,168
18	91d Mexican Cetes	MDX	MXN	3,393,513	31,766
19	90d Eurodollar	Euronext	USD	20,738	20,738
20	3m HIBOR	HKEEx	HKD	26,513	17,011

注：统计周期为2007.7.1-2008.6.30

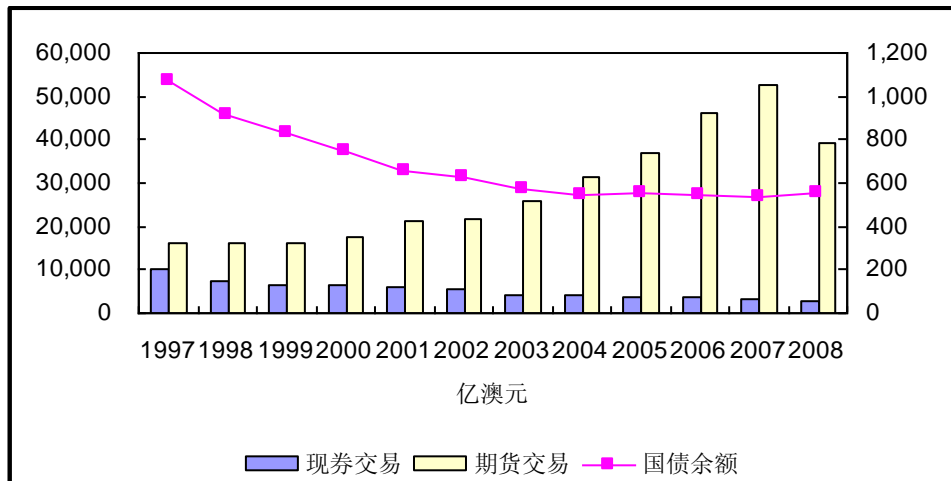
最近几年澳大利亚的国债期货成交量呈现加速增长趋势，2007年3年期国债期货成交达到3,359万手，10年期国债期货成交达到1,917万手。受本次全球性金融危机影响，2008年澳大利亚的国债期货成交出现下降，2008年3年期国债期货成交2,644万手，10年期国债期货成交1,319万手，分别比2007年下降22.35%和31.31%。

图表 24 澳大利亚国债期货合约成交量统计



从成交金额来看，2007年澳大利亚国债期货合约成交52,755亿澳元，是同期国债现券交易量的16倍。受本次全球性金融危机影响，2008年澳大利亚国债期货成交金额下降到39,305亿澳元，是同期国债现券交易量的14倍。

图表 25 澳大利亚国债期货合约成交金额统计



## （二）开展国债期货时利率市场化程度介绍

澳大利亚推出国债期货时，刚刚实现了利率市场化。澳大利亚的利率市场化始于20世纪80年代进行的金融自由化改革，在1980-1985年短短的6年时间里，澳大利亚相继取消对金融机构存贷利率、存款期限和借贷数量的限制，并1982年8月开始采用市场化的拍卖方式发行国债。1984年2月，SFE首次在美国市场之外推出2年期国债期货，并于同年12月推出了10年期国债期货，1988年5月推出3年期国债期货。

## （三）主要国债期货品种介绍

澳大利亚的利率期货集中在悉尼期货交易所进行，主要有30天银行间现金利率、90天银行票据、3年期国债、10年期国债和10年期利率互换的期货及期权产品，详细的利率产品如下表所示。

图表 26 悉尼期货交易所利率衍生产品

利率衍生产品	24 小时 全球交易	期转现	大额交易
30 Day Interbank Cash Rate Futures	Yes	Yes	
30 Day Interbank Cash Rate Options	Yes	Yes	
New Zealand 30 Day Official Cash Rate Futures	Yes	Yes	Yes
90 Day Australian Bank Accepted Bill Futures	Yes	Yes	Yes*
90 Day Australian Bank Accepted Bill Options	Yes	Yes	
90 Day New Zealand Bank Bill Futures	Yes	Yes	
90 Day New Zealand Bank Bill Options	Yes	Yes	
<b>3 Year Australian Treasury Bond Futures</b>	Yes	Yes	Yes*
<b>3 Year Australian Treasury Bond Options</b>	Yes	Yes	
<b>3 Year Australian Treasury Bond One Session Options</b>	Yes	Yes	
3 Year Interest Rate Swap Futures	Yes	Yes	
3 Year New Zealand Government Stock Futures	Yes	Yes	Yes
3 Year New Zealand Government Stock Options	Yes	Yes	
<b>10 Year Australian Treasury Bond Futures</b>	Yes	Yes	Yes*
<b>10 Year Australian Treasury Bond Options</b>	Yes	Yes	
<b>10 Year Australian Treasury Bond One Session Options</b>	Yes	Yes	
10 Year Interest Rate Swap Futures	Yes	Yes	
Australia/US 10 Year Bond Spread Futures	Yes		
10 Year New Zealand Government Stock Futures	Yes	Yes	Yes
10 Year New Zealand Government Stock Options	Yes	Yes	
* Block Trade Facility only available during the night trading session.			

图表 27 SFE 澳大利亚国债期货合约条款

合约名称	3 年期联邦政府债券期货	10 年期联邦政府债券期货
合约标的	面值为 100,000 澳元，票面利率为年利率 6%，到期期限为 3 年，无税收减免的联邦政府债券	面值为 100,000 澳元，票面利率为年利率 6%，到期期限为 10 年，无税收减免的联邦政府债券
合约月份	3、6、9、12 月循环中的前两个连续月份	
最小价格变动	价格按每年的百分点收益率报价，合约到期月份的第八天开下午 5:10 开始（若第八日为非交易日从下一交易日开始）至合约到期日的 4:30 结束，最小的利率水平变动为 0.005 个百分点；其他时间最小的利率水平变动为 0.01 个百分点。 最小的利率水平变动为 0.01 个百分点，大约相当于 28 澳元/手。	价格按每年的百分点收益率报价，最小的利率水平变动为 0.005 个百分点。 最小的利率水平变动为 0.005 个百分点，大约相当于 40 澳元/手。
交易时间	下午 5:10—上午 7:00 上午 8:30— 下午 4:30（美国夏令时期间） 下午 5:10—上午 7:30 上午 8:30— 下午 4:30（美国非夏令时期间）	下午 5:12—上午 7:00 上午 8:32— 下午 4:30（美国夏令时期间） 下午 5:12—上午 7:30 上午 8:32— 下午 4:30（美国非夏令时期间）
最后交易日	合约月份的第 15 日（如果 15 日不是交易日，则为 15 日之后的第一个交易日）。交易在悉尼时间中午 12:00 停止。	
交割方式	现金交割	
最后交割日	最后交易日后第一个交易日	
交割结算价格	从国债交易商中随机选择 10 个交易商，取交易商在最后交易日内 9:45AM, 10:30AM 和 11:15AM 三个时点的报价算术平均值，去掉 2 个最高、最低买价和 2 个最高、最低卖价	

注：美国夏令时从 3 月第二个星期日到 11 月第一个星期日。

#### （四）国债期货功能发挥案例介绍

澳大利亚储备银行在关于美国 911 恐怖袭击事件的分析报告中

明确肯定了国债期货对于金融市场有效运转的重要作用，储备银行在分析报告中写道：“911 恐怖事件发生后国内证券市场的流动性急剧恶化，银行间市场对于国债和州政府债的定价，以及公司债的交易活动几乎停止，回购市场的成交也严重萎缩。与现货市场和回购市场的表现相反，悉尼期货交易所的利率期货和期权交易量在 911 发生后的随后几天内明显放大，这段时间期货市场的风险管理和价格发现功能得到了充分发挥”。

### （五）国债期货交易模式介绍

悉尼期货交易所（Sydney Futures Exchange, SFE）是澳大利亚唯一一家期货交易所、亚太地区最大的利率期货交易所，2006 年 7 月 5 日悉尼期货交易所（SFE）被澳大利亚证券交易所（ASX）收购。SFE 成立于 1960 年，当时从交易羊毛期货起步；1979 年，成为除美国以外第一个引入金融期货的国家；1984 年，SFE 开始交易股票指数期货；1989 年建立了电子交易平台 SYCOM，开始进行 24 小时不间断交易；1992 年，SFE 与新西兰期货与期权交易所合并；1994 年推出了股票期货交易；1999 年，彻底取消了人工喊价的交易方式，成为完全电子化的期货交易所。

作为完全电子化的交易所，SFE 在伦敦、芝加哥、香港和新西兰分别设有系统工作站，使世界各地的交易者能够方便地参与交易。SFE 的电子交易系统 SYCOM®每天 24 小时运转，使交易者能够随时根据全球市场的动态从事交易和调整持仓头寸。SFE 的交易方式十分灵活，



交易者可以通过 SFE 的交易系统 SYCOM®的工作站、独立软件商( ISVs )提供的交易软件、经纪商专用系统、互联网、电话等多种方式参与交易。

## (六) 国债期货结算交割模式介绍

### 1、 结算模式

2000 年 9 月 11 日 SFE 进行了公司化改制，由一家有限责任公司改制成为股份公司，总共发行了 108, 999, 978 普通股。公司化后的悉尼期货交易所股份有限公司于 2002 年 4 月 16 日正式在澳大利亚证券交易所上市，100% 控股四家子公司：包括悉尼期货交易所有限公司 SFE，新西兰期货期权交易所有限公司，澳大利亚结算有限公司 Austraclear 以及悉尼期货交易所结算公司 SFE Clearing。SFE Clearing 为 SFE 所有期货和期权交易提供中央清算和结算服务。

### 2、 交割方式

与世界上其它国家的国债期货市场相比，澳大利亚是世界上少数采用现金交割方式的国家之一，这是澳大利亚国债期货市场的一个显著特征。澳大利亚的国债期货之所以采用现金交割，主要是由其现货市场的特点决定的。澳大利亚虽然二级市场的流动性较好，但相对于美国、欧洲等债券市场而言，国债现货市场规模较小。如果实行实物交割，现货市场规模小可能导致国债期货市场上的逼仓行为，从而导致期货价格扭曲。为了防止这种现象的出现，澳大利亚的国债期货交

割采用了股指期货市场通行的现金交割方式，即在国债期货到期日，用现券市场对应的可交割债券价格来计算未平仓合约的盈亏，并以现金支付的方式最终了结期货合约。事实证明，在二级市场流动性较高、现货市场价格具有公正性的前提下，澳大利亚国债期货的现金交割方式有力地保证了国债期货市场的健康、平稳运行。

SFE 规定澳大利亚联邦政府债券期货的现金结算价格为 SFE 每季度选择的一篮子联邦政府债券的平均价格。债券的选择标准包括流动性、余额和剩余期限等。现金结算价格的计算方法是：在最后交易日上午 9:45, 10:30, 11:15 分别在交易最活跃的交易商（至少要有 12 个）中随机抽选 10 个交易商，这些交易商都应是对 SFE 公布的该合约的一篮子债券进行买卖报价的交易商。对于每一采样时间的每一种债券的买卖报价，分别剔除买入报价和卖出报价中的两个最高价和两个最低价，对剩余的报价取算术平均值，计算到三位小数并四舍五入到两位小数。在每一个采样时间 SFE 公布一个指导性结算价格，正式的结算价格在下午 3:00 公布。

## （七）国债期货风险管理措施介绍

SFE 负责对交易所国债衍生品的市场监管，但风险管理的主要责任还是由其清算所 SFE Clearing 来承担。

### 1、对结算会员的财务要求

SFE Clearing 对结算会员的财务要求包括：最低净有形资产

(NTA) 不低于5百万澳元； 交纳1百万澳元的一级风险准备金； 交纳二级风险准备金，具体金额根据会员初始保证金总额的一定比例计算得出。此外，SFE Clearing对每个结算会员规定了一个以资本为基础的持仓限制（Capital Based Position Limits, CBPL）标准，数额为会员净有形资产的200%，会员的初始保证金总额不能超出该标准。

## 2、保证金制度

### （1）保证金要求

SFE Clearing 使用 SPAN 系统确定保证金标准。SPAN 系统是由芝加哥商业交易所（CME）于 1988 年发展的，是目前国际期货行业应用最多的保证金系统，为美国、欧洲和亚太地区的许多清算机构所采用。

SFE Clearing 确定初始保证金的原则是保证足以涵盖一个很大的当日价格变动。“基准”初始保证金水平根据长期历史数据计算，在 99%的置信水平上覆盖每日价格变动。此外，许多其他的因素也被考虑，包括：最近的价格波动率、市场流动性、历史和隐含波动率的背离、期货价格和标的市场现货价格的背离程度、任何市场参与者影响市场价格的可能性，等等。SFE Clearing 通过分析这些因素确定合适的保证金水平，并根据市场条件的变化予以检查和修正。

与其他清算所显著不同的是，SFE Clearing 的初始保证金水平对于所有市场参与者是相同的，不区分投机者和套期保值者。SFE 的会员可以对其客户收取更高水平的保证金，但决不能低于 SFE Clearing 规定的初始保证金水平。

SFE Clearing 根据每日结算价格收取和支付每日的变动保证金。SFE 选取期货合约收盘时买入价格和卖出价格的平均值作为当日结算价格。结算会员利用交易所交易分配和确认系统（STACS）对所有交易加以确认后，SFE Clearing 就通过清算程序系统（CPS）计算出每个会员的保证金要求，结算通知在交易日次日上午 7:00 以前送达结算会员，保证金的支付必须在 10:30 之前完成。

在市场极端波动的情况下，如价格变动接近或超出了初始保证金水平，SFE Clearing 可以要求日内追加保证金。这种追加可以在交易日内任何时间提出。例如，如果在上午 11:30 发布了重要的经济数据，SFE Clearing 可以在 12:30 发出日内追加保证金通知，要求所有保证金在当日下午 3:00 到帐。

## （2）保证金收取方式

SFE Clearing 允许使用现金、证券等作为保证金，并规定了不同抵押物的估价折扣。

图表 28 SFE Clearing 的抵押证券及折扣

抵押证券	折扣
欧元、港元、日元、美元、新西兰元	3%
到期期限不少于两周的美国短期国债（最低金额为 10 万美元）	10%
到期期限不少于两周的联邦政府短期国债、到期期限不少于 6 个月的联邦政府长期国债（最低金额为 50 万澳元）	到期期限小于 1 年为 5%；到期期限大于 1 年为 10%。
澳大利亚市值最大的前 20 只股票、作为 SFE 单只股票期货合约标的物的股票（最低金额为 1 万澳元）（SFE Clearing 的最大持有量为 2 亿澳元）	30%
新西兰市值最大的前 10 只股票、作为 NZFOE 单只股票期权合约标的物的股票（最低金额为 1 万澳元）（SFE Clearing 的最大持有量为 1000 万澳元）	30%

### (3) 其他财务保障

SFE Clearing 为所有的结算会员提供履约担保。为此，SFE Clearing 采取多种措施履行其职能，除了保证金之外，还建立了结算担保基金（Clearing Guarantee Fund）应对结算会员违约的情况，利用“压力测试”等方法确定需要的担保基金水平。当前 SFE Clearing 担保基金水平为 4 亿澳元，其中主要部分是 SFE 结算会员交纳的风险准备金 1.2 亿澳元，和 1.5 亿澳元的保险单。

图表 29 SFE 结算担保基金结构

类型	金额 (千万澳元)
Available SFE Clearing capital	3
Clearing Participants' Commitments	12
Insurance cover	15
Subordinated Debt	7
Clearing Participant Secondary Commitment	3
合计	40

### 3、涨跌停板和交易中止

SFE 没有规定联邦政府债券期货合约的涨跌停板。

### 4、持仓管理

#### (1) 账户分离

SFE Clearing 规定了会员的自营账户必须与客户结算账户相隔离，以避免期货经纪商对客户利益的侵害。

#### (2) 持仓限额和大户报告

SFE 对澳大利亚联邦政府债券期货没有规定持仓限额，但有持仓

报告制度，要求 SFE 的参与者提供所有期货和期权持仓的详细报告。

为了有效管理风险，SFE Clearing 对每个会员实行以资本为基础的持仓限制（CBPL）要求。SFE Clearing 规定，会员的初始保证金不能超过其持仓限制标准，从而将会员的持仓头寸控制在其财务能力承受范围之内。持仓限制标准根据会员的净有形资产（NTA）或净流动资产的价值设定，通常为会员净有形资产的 200%，以确保会员能够承受一定范围内的市场波动或违约风险。当一个结算会员的初始保证金达到警戒水平时，SFE Clearing 将通知结算会员采取措施，如要求会员降低持仓、追加额外的保证金或提供额外的资本金。

### （3）持仓监视

虽然 SFE Clearing 只直接对结算会员提供履约担保，但如果会员的一个大额持仓客户发生违约，就会影响到相应结算会员的履约能力和净有形资产水平。因此，SFE Clearing 也对客户持仓严密监视，如果发现某个会员的客户持仓规模过大，可以要求会员交纳额外的保证金。

## 5、异常情况处理

### （1）紧急情况处理

如果由于物理损害、系统或通讯故障、重大政策变动等原因，影响或可能影响市场的公平、有序运行，交易所可以采取以下紧急措施，包括：延长交易时间、暂停交易或缩短交易时间；停开新仓；推迟或延长结算时间；撤消或修改合约；将某一合约立即按规定价格平仓或

恢复到之前某一日的状态；由交易所规定结算价格等等。另外，交易所还可要求SFE Clearing依照其结算规则采取相应措施。

## **(2) 违约处理**

结算会员发生违约，SFE Clearing 将立即采取下列措施：将所有客户的持仓和保证金转移到另一个结算会员处；控制或平仓会员的自营结算账户，或同时控制或平仓会员的自营结算账户和客户结算账户；动用结算会员的自营初始保证金和风险准备金弥补违约损失。客户的资产不能用于弥补结算会员自营账户的违约损失。

如果结算会员的客户结算账户发生违约，SFE Clearing 可以立即采取以下措施：将未违约客户的持仓和保证金转移到另一个结算会员处；控制或平仓会员的客户结算账户和自营结算账户；利用违约结算会员的客户账户和自营账户的初始保证金，以及违约结算会员的风险准备金弥补违约损失。SFE Clearing 有权动用违约结算会员的客户账户中未违约客户的资金弥补违约损失。

在会员发生违约而自有保证金不足的情况下，SFE Clearing 将依次动用以下资产弥补违约造成的损失：违约会员的风险准备金、SFE Clearing 的自有资产、未违约会员的风险准备金、保险金。

如果结算担保基金仍不能弥补违约损失，SFE Clearing 可以动用自身掌握的其他资金或母公司的资产加以补偿。SFE Clearing 还可以要求未违约会员再交纳额外的3000万澳元的风险准备金，并在此基础上要求会员自愿交纳更多的资金，以保证市场的正常运行。但迄今为止，SFE 还未发生过结算会员违约的情况，因此也未遇到过结算担保

基金不足的问题。

## （八）国债期货市场参与者结构分析

澳大利亚国债衍生品的重要作用是转移价格风险，提高定价效率和市场流动性。SFE 的分析表明，在联邦政府债券期货和期权交易中，有大约 40% 的交易量来自套期保值需求，40% 为投机交易，还有 20% 是套利交易。在全部交易中，国内机构占 70%，国际机构占 20%，场内交易商和私人客户占 10%。

## 四、澳大利亚国债现货、期货市场特点及对我国推出国债期货的启示

### （一）国债现货市场的主要特点及与其他国家的差别

#### 1、债券品种非常丰富

澳大利亚债券市场的债券种类非常丰富，除了联邦政府债券之外，还发行有州政府债、公司债、资产抵押债券、袋鼠债券等。而且所有这些债券的发行规模都超过了联邦政府债券和州政府债券的发行，多元化的基础债券起到了活跃市场的作用。

#### 2、债券市场高度开放

澳大利亚债券市场的开放程度很高，不仅发行的国际债务证券数量在亚太排在首位，境外机构发行的债券（袋鼠债券）占澳大利亚债



券市场的比重达到四分之一左右。允许境外机构发债，带动了澳大利亚国内金融市场基础设施和制度的完善，促进了相关金融产品的创新，客观上为国内投资者带来了一个崭新的投资品种，从而促进了澳大利亚资本市场的发展和进步。

### 3、现券市场总量较小

由于澳大利亚政府保持财政收支平衡战略的成功实施，使得澳大利亚联邦政府债券余额规模呈逐年递减态势，国债余额占 GDP 的比重从当时的 20% 左右逐年下降至 2007 - 2008 财政年度的 5.1% 左右。虽然由于 2008 年开始的全球性金融危机，澳大利亚政府在 2008-09 财年巨额增加了国债的发行规模，截至 2009 年 4 月底澳大利亚联邦政府债券的余额也只有 810 亿澳元。

### 4、债券交易体制完善

澳大利亚债券市场的交易体制非常完善，具有高度流动的债券现货市场和衍生品市场。从现货市场来看，2008 年国债现券交易达到 2,847 亿澳元，国债回购更是高达 32,939 亿澳元，分别是当年国债余额的 5.1 倍和 59.4 倍。债券衍生品的产品体系更是齐全，OTC 市场的利率互换、利率远期、利率期权、信用衍生品等，以及悉尼期货交易所的利率期货和期权成交都很活跃，2008 年全部债券衍生品的交易总额是债券现货市场的 3 倍。

在澳洲债券市场，货币经纪公司是债券市场重要的中介机构。货

币经纪公司是在金融市场开展经纪业务，为金融产品交易提供资讯、促成交易达成的专业化机构。通过专业化的资讯集中方式和规范的操作流程，货币经纪公司可以有效整合市场需求资讯，提高市场流动性，也可以降低交易成本，提高市场效率。随着国际金融市场的专业化和技术水平的不断提高，货币经纪公司已经成为国际成熟金融市场运行机制的重要组成部分。作为交易商之间的经纪商，货币经纪公司提供的服务包括：促成金融机构之间的大宗金融交易；货币经纪商本身不持有头寸，严格地提供中介服务；向客户提供公平的定价和市场信息；实现实时的报价和交易、匿名交易、标准化交易方式和市场惯例；具有低廉的成本；为市场提供统一的流动性平台。澳洲二级市场中较为成熟的债券交易商和货币经纪商共同构成了较为完善的二级市场交易体系。正是这样市场体系保证了二级市场的流动性与交易商报价的有效性，给国债期货市场提供了有效的支持。

## 5、投资者结构较为分散

根据澳大利亚储备银行公布的债券持有者结构情况，2008年澳大利亚国债投资者中，银行和其他金融机构持有不到10%的国债，保险公司持有不到2%的国债，各类机构共持有的国债比例只有21%左右。澳储统计数据中，归结为其他项的国债持有者持有了将近80%的国债，显示国债的持有结构较为分散。

## （二）国债期货市场的主要特点及与其他国家的差别

### 1、产品体系完善

目前澳大利亚悉尼期货交易所挂牌交易的利率衍生产品共有 20 个，包括澳大利亚 30 天银行间现金利率期货和期权，90 天银行票据期货和期权，3 年期国债期货、期权和隔夜或日内期权，10 年期国债期货、期权和隔夜或日内期权。另外，由于 1992 年悉尼期货交易所合并了新西兰期货期权交易所，悉尼期货交易所挂牌的利率衍生品还包括新西兰的各类产品。

### 2、流动性极高

2008 年澳大利亚债券市场合计成交 70 万亿澳元，其中期货悉尼期货交易所的利率衍生产品交易量占了一半以上，达到 38 万亿澳元。就国债来说，2007 年澳大利亚国债期货合约成交 52,755 亿澳元，是同期国债现券交易量的 16 倍；受本次全球性金融危机影响，2008 年澳大利亚国债期货成交金额下降到 39,305 亿澳元，是同期国债现券交易量的 14 倍。高度流动性的国债期货市场提高了国债现货市场的流动性和利率价格发现效率。

与全球利率期货的比较来看，澳大利亚的利率期货市场是仅次于美国和欧洲之外的最具流动性的市场。在 2008 年全球长期利率期货合约的成交排名中，澳大利亚 3 年期国债期货和 10 年期国债期货的成交量分别位列第十位和第十二位。另外，澳大利亚的 90 天银行票

据期货、30 天银行间现金利率期货和 3 个月新西兰票据期货的成交量分别位列 2008 年全球短期利率期货品种的第六、第九和第十位。

### 3、交易方式多样

悉尼期货交易所 1989 年建立了电子化交易平台，1999 年彻底取消了人工喊价的交易方式，成为完全电子化的期货交易所。悉尼期货交易所实行 24 小时交易，并在伦敦、芝加哥、香港和新西兰分别设有系统工作站，使世界各地的交易者能够方便地参与交易。悉尼期货交易所的交易方式十分灵活，交易者可以通过交易所的 SYCOM® 工作站、独立软件商（ISVs）提供的交易软件、经纪商专用系统、互联网、电话等多种方式参与交易。交易机制上，除了集中撮合交易之外，悉尼期货交易所还支持期转现和大量转让交易。

### 4、现金交割

现金交割是澳大利亚国债期货市场的一个显著特征。澳大利亚的国债期货之所以采用现金交割，主要是由其现货市场的特点决定的。虽然澳大利亚的二级市场的流动性较好，但相对于美国、欧洲等债券市场而言，国债现货市场规模较小。目前，我国国债的存量相对于市场需求规模较小，特别是实际流通的债券比例较小。如果能在我国国债现货市场上能实现较好的流动性与有效的交易商报价系统，未来我国推出国债期货时可以探索借鉴澳大利亚做法，采用现金交割来规避在现货市场上逼仓的风险。

### （三）对我国推出国债期货的启示

#### 1、加快发展国债期货市场，完善债券市场定价机能

期货市场的主要功能之一就是发现价格的功能，在市场经济条件下，价格是根据市场供求状况形成的，而期货市场上的交易者带来了大量的供求信息，标准化合约的转让又增加了市场流动性，使期货市场中形成的价格真实地反映了供求状况，同时又为现货市场提供了参考价格。澳大利亚国债期货市场近几年得到了迅猛的发展，其规模达到了现货市场的十多倍。澳洲政府债券发行主要考虑的因素之一就是国债期货市场需求，可以说期货市场是澳洲政府债券存在的主要原因。借鉴澳大利亚债券市场经验，我国应该加快发展国债期货市场，完善债券市场定价机能。

国债期货的推出可以规避发行风险，提高一级市场效率。发行市场的改革使利率风险转移到了承销机构和认购者身上，虽然招标方式形成的利率价格包含了市场预期因素，但毕竟只能体现时点性的发行价格影响，不具有连续性。在发行利率招标确定后，一旦宏观利率水平发生变化，承销主体和认购者就将形成实际损失。如果恢复国债期货交易，发行主体就能够利用期货市场进行保值，规避发行利率风险，认购者也可以通过保值交易确保国债的持有价值。这就避免了在风险管理工具缺失的状况下，承销人和认购人只能选择放弃一级市场参与机会，确保了国债发行市场的顺利运行。

国债期货的推出还可以增加二级市场流动性，丰富主体资产管理

手段。造成债市价格剧烈波动的原因，一方面是因为政策变动使投资人的投资选择发生变化，另一方面也存在因投资人没有其他手段规避风险而别无选择地进行抛售，使市场供求关系瞬间严重失衡，造成交易下降进而市场流动性降低。偏弱的市场流动性又加剧了市场的恐惧心理，导致更严重的现券做空，使市场波动更为剧烈。如果适时推出国债期货，可以利用国债期货市场的避险功能合理分配转移二级市场风险，增加投资稳定性，促进二级市场的流通。

另外，我国国债二级市场投资主体多为银行、券商、保险、基金、财务公司等金融机构，国债期货的恢复能够使金融机构掌握更多的资产管理手段，丰富投资组合，增强国债资产的流动性。同时，国债期货的推出可以为政府提供新的宏观调控手段。由于国债期货市场的价格发现功能为利率市场提供了一个具有连续性、客观性和权威性的未来利率水平体系，这个体系不仅可以为投资人服务，也可以为政府的宏观调控提供帮助。

## 2、正确对待金融衍生产品，合理引导金融创新

从总体来看澳大利亚的金融市场是一个发展成熟的市场，不仅开放程度高，产品的种类也很齐备，随着房地产业的发展，多元化的债券市场中资产支持证券增长很快，但要看到这些金融产品大多是基本产品，利率/债券衍生品也主要是利率期货、利率掉期和利率期权（既有场外期权也有场内交易期权），没有过于复杂的金融产品，监管机构审慎监管的态度也没有任由金融衍生产品过度发展，因此在次债危

机发生后并没有因为衍生产品的过度膨胀导致危机扩散而造成较大损失，这说明适度发展的金融衍生品可以分散风险和活跃市场，我们不应该在美国产生危机后将问题归结到金融衍生产品本身，而应该考虑如何正确对待金融衍生产品的发展，同时由于中国的金融市场还不够发达，很多在发达国家已经相当普遍的金融产品在国内尚未使用或者使用不多，还需要对金融机构的创新进行合理的引导，在适度有效的原则下既增强机构的竞争力，又不造成过大风险损害投资人利益。

### 3、国债期货市场的成功需要现货市场的有力支持

澳洲国债期货市场的成功发展在很大程度上得益于澳洲政府在一级、二级市场上的支持与二级市场完善的交易体制。澳洲政府的发行策略除满足国家的债券需求外，主要的目的就是要考虑到期货市场的的需求，发行中期政府债券以支持 3 年期国债期货产品，发行长期政府债券以支持 10 年期国债期货产品。我国目前发展国债期货的主要障碍在于国债二级市场流动性的缺失。现货市场定价的不透明与低效将给期货市场的发展带来不确定性和系统性风险。因此，我国国债期货市场的发展将较大程度上依赖于国债现货市场流动性的提高。我国财政部在国债发行上的支持和市场参与各方建立有效的二级市场交易体系是成功发展我国国债期货市场的重要条件。