市场规模、标的适需性、投资者结构等指标要综合关注

国债市场体系在宏观政策实施、货币市场运行、金融产品定价等方面发挥着重要作用，而国债期货作为重要的场内利率衍生品，是国债市场体系建设的重要组成部分。当前，全球国债期货市场发展不平衡，北美及欧洲地区起步早，品种更完善，市场规模更大，新兴市场地区则相对滞后。由于国债期货市场服务于现货市场，其发展也依托于现货市场，对于全球国债期货市场发展不平衡状况，本文分析针对美国、英国、德国的国债市场体系发展情况，提炼出市场成熟度指标。同时，选取豆粕期现市场发展历程，作为我国国债市场发展参照，来验证现货市场成熟度对期货市场发展的影响。最后，对现阶段我国完善国债现货市场机制并促进国债期货市场发展提出路径建议。

A发达国家的国债现券市场发展情况

现券成熟度指标

因为美国、英国、德国等发达国家的国债市场历史悠久，所以选取这些发达国家的国债市场，从市场规模、适需性和投资者结构等方面展开讨论，为对比分析我国债券市场现实差距作理论铺垫。

本文以市场规模、适需性和投资者结构指标衡量国债现券成熟度，具体来看：

一是市场规模指标，即衡量债券市场规模，包含市场规模、增长速度等指标。常见的衡量指标包括债券市场占国内生产总值（GDP）的比值和不同投资者持有量占比等。

二是适需性指标，即衡量相关交易规则、管理制度，以及交易标的的适宜性，是否能满足市场发展需求。由于交易、交割以及结算制度是保证市场平稳运行的关键因素，一般通过国债的首发与续发制度、一篮子可交割券的规定以及债券回购交易制度等，来分析现货市场的制度完善度对期货市场的影响。

三是投资者结构，衡量债券投资者的数量及参与资金来源的多样性等因素，包括投资者数量、投资资金多元化、境外资金参与规模等。

美国国债市场

美国国债市场已有200多年历史，美国国债现券市场存量规模居全球第一。国债市场体系完善、流动性充裕、机构投资者占比较高及境外投资者积极参与是美国国债市场发展的重要因素。

关于市场规模，现今美国国债的规模水平、国际化水平、交易活跃水平和发行额度在全球领先。因科技股泡沫以及减税计划实施等导致美国财政赤字不断扩大，国债发行规模攀升。自2012年以后，美国年度国债规模超其GDP总额成为常态化。2021年，美国政府债务总额占GDP的比重接近140%。

关于适需性，美国国债在美国货币政策实施、货币市场运行及金融产品定价等方面都发挥重要作用，是美联储公开市场操作的主要标的品种，是回购交易的抵押品。同时，国债收益率也是信用债、权益市场、衍生品市场定价的基准。交易规则方面，债券结构综合稳步发展，由于交易频繁活跃，侧重短期债券发行。管理机构方面，美国财政部负责管理其国债市场。财政部与美联储商议确定年度发行规模并提前公布详细发行计划，以投标拍卖的方式发行可流通国债，通过预发行和续发行机制来保持国债稳定供应并提高市场流动性。

关于投资者结构，机构投资者占比较高及境外投资者积极参与是美国国债市场发展的重要因素。美国国债是重要的外汇储备资产，资金来源于全世界。分国别来看，欧盟占20%，日本占16%，中国占13%，英国占8.5%；分持有主体类型来看，海外投资者、货币当局、共同基金和养老基金是美国国债市场居前4位的持有者，持有规模占比分别为30%、24%、15%和13%，合计占比82%。银行在国债市场持有规模占比约为7%。

英国国债市场

英国国债市场已有近600年历史，政府债务结构转换、英格兰银行监管以及投资者来源多样化有效促进英国国债市场发展壮大。

关于市场规模，英国是现代债券的重要起源地之一，国债规模超过其GDP规模也有发生。英国政府公共开支的急剧膨胀促进英国债券的诞生和发展，宏观因素导致国债规模不断扩大。

关于适需性，英国债务转换制度是英国政府国债制度取得成功的关键。债务转换将政府国债推向市场，通过把国家对单个投资者的债务改造为对特权公司的固定债务，政府的债务产品更加符合市场需求，债务市场规模也得到扩大和深化。管理机构方面，英格兰银行协助政府建立并管理债务发行机制、承担设定基准利率的职责。而英国国债管理办公室代表英国财政部发行债券，执行英国政府的债务管理政策，在财政部长批准的风险偏好下运营，力求以较低成本来管理国库现金需求。

关于投资者结构，来源广泛，覆盖世界各国。

德国国债市场

德国国债市场是继美国、日本、中国之后的全球第四大国债市场，其存量规模居欧洲第一。

关于市场规模，德国国债市场已形成较为完善的一级和二级市场，因政府有意控制，国债总额未超出其年度GDP总额。二战之后，德国国债大规模发行。2008年金融危机之后，欧盟国家开始依据《马斯特里赫特条约》控制政府债务风险，该条约规定负债率标准为60%。因此，德国国债总体规模占GDP的比例自2013年最高约80%降至2021年的60%附近。

关于适需性，发行制度方面，已形成定期滚动发行、续发行等机制，国债品种体系完善，涵盖短、中、长和超长期限国债；管理机构方面，德国的国债管理主要由一个专门的国债管理公司负责。该国债管理公司的具体职责包括管理联邦政府债务及其流动性、制订年度发行计划、提供相关咨询分析服务以及进行国债登记托管等。

关于投资者结构，市场投资者以本国商业银行和外国央行的机构投资者为主。2021年三季度，外国央行持有德国债务的比重达到31%，德国本国商业银行持有占比为57%，德国非商业银行的持有占比仅为9%。

B发达国家的国债期货市场发展情况

1976—1999年，美国、英国、德国等先后上市国债期货。随后全球多个国家上市国债期货品种。2021年，据美国期货业协会统计，在全球所有国债期货品种中，交易最活跃的是美国和德国的国债期货。因此，本文立足美国、英国和德国国债期货市场，通过历史概况、产品体系及合约设计和市场规模等分析其间差异。

美国国债期货市场

1976年，美国推出国债期货。目前，在芝商所（CME Group）共上市6个国债期货品种，美国国债期货市场规模居全球首位，参与者以机构投资者为主。

美国国债期货产品体系完善，其设计思路成为全球国债期货产品设计的重要借鉴。因滞胀和浮动利率制度影响导致市场避险需求增加，1976年1月，CME的国际货币市场分部（IMM）推出美国最早的国债期货——美国91天期国库券期货合约。

现今，在CME上市的有6个美国国债期货品种，分别是2年期、5年期、10年期、超10年期、长期和超长期美国国债期货，完整覆盖美国国债收益率曲线的关键期限。从持仓占比来看，10年期品种和5年期品种占比较大，两者合计超过国债期货总持仓的50%。在品种设计方面，2年期国债期货合约面值为20万美元，其余几个品种合约均为10万元，并且合约标的为名义标准券，不同品种的可交割国债对应不同期

限（含原始期限和剩余期限设定）。

美国国债期货市场规模居全球首位，参与者以资产管理机构和杠杆基金两类机构投资者为主。在2021年全球规模前20的利率期货期权中，美国的6个国债期货品种均在其列。从历史持仓变化来看，因预期高利率和担忧通货膨胀，市场投资者更多使用期货合约对冲利率风险、调整投资组合中的利率风险敞口。

近年来，国债交易量、未平仓合约和持仓规模呈增长态势。CFTC发布的持仓统计报告显示，美国国债期货市场参与者以资产管理机构和杠杆基金两类机构投资者为主，交易商、中介商也是期货市场的重要参与力量。值得注意的是，从CFTC银行参与报告来看，全球银行对国债期货参与率不高，国外商业银行比美国国内商业银行对美国国债期货持有率更高。

英国国债期货市场

1982年，英国推出国债期货，目前，在洲际交易所（ICE）共上市4个国债期货品种，其中最活跃的品种是长期金边债券期货。

英国推出金边债券期货和期权等多种品类，配合ICE交易机制，促进国债期货发展。因现有商品期货市场基础和为稳固国际金融地位，英国于1982年在伦敦国际金融期货交易所推出国债期货。

目前，英国国债期货和期权产品在ICE上市交易，分别是短期、中期、长期和超长期金边债券期货品种，以及英镑隔夜平均指数、欧洲银行间欧元同业拆借利率和瑞士参考利率等利率衍生品标的，其中最活跃的是长期金边债券期货。英国金边债券期货和期权的期限最长可达30年，为希望对冲风险或在预期的央行利率变化附近获得利率敞口的市场参与者提供交易机会。ICE在交易机制方面提供利率组合保证金，为投资者提高资金使用效率。

德国国债期货市场

1990年，德国上市国债期货。目前，在德国期货交易所（DTB）共上市4个国债期货品种，是全球第二大国债期货市场。

德国是世界上第二个建立完善的国债期货产品体系的国家。受早期德国国内利率市场改革、国债现货市场规模扩大、券种结构合理和英国国债期货市场发展推动等因素影响，德国国债期货上市水到渠成并不断发展壮大。DTB于1990年11月首次上市德国国债期货，首个品种为10年期国债期货。目前，主要有4个品种，分别是超长期欧元债券期货、长期欧元债券期货（10年期）、中期欧元债券期货（5年起）

和短期欧元债券期货（2年期）。

总体来看，现货市场期限结构的完善、投资者结构的多样性和市场规模的稳定性，促进欧美国家国债期货市场在期货品种、期限结构、持有者结构和交易机制上都更加合理和有效。

C对我国国债市场体系发展路径的建议

期货市场起源于商品市场，而金融期货尤其是国债期货也借鉴商品期货的一些基本合约要素和概念，所以我们选取国内具有代表性的商品市场——豆粕市场，作为我国国债市场发展参照，来验证现货市场成熟度对期货市场发展的影响。与金融品种不同，商品品种的现货市场参与者均为产业链上的生产或贸易企业，所以在考查参与者结构这个指标时，我们将现货和衍生品两个市场结合起来考查。通过分析发现，现货市场规模不是期货市场发展的唯一决定性因素，还需标的的适需性、丰富的投资者结构、市场化程度、政策支持等因素综合发力才能推动期货市场发展。

2000年7月，豆粕期货在大商所上市，但受制于现货市场的发展，期货市场活跃性差。后期兴旺发展原因，一是豆粕期现市场规模逐渐扩大。随着市场不断发展和完善，豆粕现货市场贸易商群体活跃众多，参与者群体较为丰富，豆粕期货交易日渐活跃。2015年以后，大连豆粕期货连续多年位居全球农产品衍生品品种成交量首位。目前，豆粕期货已成为国内豆粕现货贸易定价基准和现货市场风向标。二是豆粕期货的适需性较好。大商所制定的交割厂库制度和仓单串换业务等交易规则，以及引入推广豆粕基差贸易等市场交易方式，更好满足市场需求。三是现货购销模式多样化，产业链参与者逐渐扩大。回顾豆粕期货发展历史，可以发现，豆粕现货市场不断完善对期货市场发展起到促进作用。

国债现货市场越成熟越有利于国债期货市场发展壮大。总结成熟国债市场的发展历程，可以看出，现货市场期限结构的完善、投资者结构的多样性和市场规模的稳定性等，促进欧美国家国债期货市场的期货品种、期限结构、持有者结构和交易机制更加合理和有效。虽然与发达国家相比，我国国债市场发展时间较短，但是通过借鉴海外发达经济体国债市场的发展经验，逐步构建成熟的现货市场，对进一步促进期货市场具有重要意义。

首先，完善制度，扩大和深化国债市场规模。市场规模奠定国债期货发展基础，与发达国家现券市场的发展成果相比，我国国债市场发展还有很长一段路要走。我们认为，一是增加国债发行对我国国债市场发展多有益处；二是相较继续扩大地方政府债，扩大国债规模更有利于防范系统性金融风险；三是扩大国债发行有利于人民银行完善公开市场操作、发挥基准收益率曲线有效作用、推动人民币国际化、促进国际收支平衡等。

其次，多方协同，引入竞争机制，了解投资者的真实需求。国债市场发展壮大离不开投资者的积极参与。借鉴欧美发展经验，政府可以与专业金融机构和其他权威企业建立协作机制，在国债发行制度改革、交易规则设计和产品结构优化方面，贯穿市场竞争性质，了解国债市场中投资者的真实需求和偏好，根据市场反馈不断升级调整，最终制定出适应客户需求的国债产品和债市规则，获得客户广泛认可，吸引更多机构客户和境外客户参与。

最后，提高我国国债市场的开放程度，丰富投资者结构。进一步丰富合格境外投资者范围，积极纳入全球国债指数WGBI，简化境外资金在我国银行间市场的备案、交易、托管、清算流程和提高境外资金参与的效率，是我国未来丰富债券市场结构的重要手段。（作者单位：华安期货）

本文源自期货日报