



您的位置：首页 - 最新观点

彭兴韵：回购市场在逐步恢复本来面目(11月25日)

文章作者：

### 一、债券回购市场交易量的扩张与交易结构的变化

债券回购市场是以债券为质押的资金交易市场。由于与现券交易相比，以债券为抵押品的债券回购交易有着诸多优势，因此，当债券回购一出现在我国的金融市场中时，就引起了市场参与者的广泛注意，并在很短的时间内，回购交易量便迅速上升并超过了债券的现券交易。到2003年，我国的债券回购交易额突破了17万亿元，相对于1997年的债券回购交易量而言，增长了近13倍。尤其是近几年来，债券回购市场已成为我国货币市场乃至金融体系中最为活跃的部分。

1998年银行间债券回购市场建立之后，我国就形成了银行间和交易所两个相互平行的债券回购市场。在银行间债券回购市场建立起来之后，其交易量便迅速增长，在债券回购交易中所占的比重快速上升，1998年时，银行间债券回购交易所占的比重达到了近80%，虽然在2003年这一比重有所下降，但依然在60%以上；而与此相反，交易所债券回购交易占全社会债券回购交易的比重却大幅度地下降了。债券回购交易结构的这种变化是由我国社会的资金供给结构决定的。

随着债券回购交易量的扩张，债券回购交易量在货币市场交易中所占的比重也不断上升。1997年，债券回购交易占货币市场交易量的比重不足40%，但到2002年这一比重就达到了65%以上的水平。就本来具有相似功能的债券回购和同业拆借而言，现在的债券回购交易量远远高于同业间的信用拆借量。这说明，债券回购市场已成为我国金融机构进行流动性管理的最重要的场所。同时表明1997年之后我国货币市场的发展为我国金融结构的有效调整起到了至关重要的作用，且有效地改变了原来货币市场与资本市场不协调发展的局面。

在市场经济国家中，债券回购市场具有多重功能。对于金融机构来说，通过回购交易，它们得以最大限度地保持资产的流动性、收益性和安全性的统一，从而实现资产结构多元化和合理化；对于各类非金融机构(主要是企业)，它们可以在这个市场上对自己的短期资金作最有效的安排；对于中央银行来说，回购市场则是进行公开市场操作的场所和贯彻货币政策的渠道。虽然我国债券回购市场的最初发展没有进入上述轨道，市场参加者的首要目的和持续的动力之一，都是为了绕过货币当局的控制、从居民手中争取日益增长的储蓄、从金融机构吸引资金、以及摆脱信贷规模的约束，但现在回购市场正逐步恢复其货币市场功能的本来面目，市场参与者们规避信贷规模控制、筹集长期资金的动机正逐渐弱化，而利用这个市场进行流动性管理、取得收益与风险平衡的意图则日趋明显。对于货币当局来说，这样的市场基础，显然为它提供了一个运用市场化手段来实施金融调控的良好依托。从这些意义上讲，我国债券回购市场的迅速发展，对于我国金融结构的调整、宏观调控机制的改善和利率市场化的改革都提供了良好的市场环境。

### 二、债券回购市场的分割性与促进统一债券回购市场的建立

虽然交易所回购所占的比重下降了，银行间债券回购所占的比重上升了，但我们不能据此断定孰轻孰重，因为这两个市场有着不同的价格形成机制、市场参与者也不尽相同，自然地，它们的存在就有着不同的意义。我国建立银行间债券回购市场的初衷就是要在货币市场与资本市场之间设立一道“防火墙”，以免股票市场风险通过债券回购途径传染到银行体系。正是从这一目的出发，银行间债券回购市场建立之后，包括证券公司在内的非银行金融机构并不能进入银行间回购市场，它只是商业银行之间进行流动性管理和头寸余缺调整的场所。然而，这样人为地阻隔货币市场与资本市场之间的资金流动，对于金融资源的有效配置带来了非常不利的影响。于是，从2000年起，非银行金融机构开始获准陆续进入银行间债券回购市场相互融通资金，自此，在我国的货币市场与资本市场之间便有了资金流通的合法的渠道和机制。虽然如此，这两个回购市场之间仍然是相互分割的。

首先，两个回购市场之间有着相互悬殊的回购参与者。银行间债券回购市场的直接参与者只限于金融机构，而非金融机构只能在交易所进行债券回购交易，同样地，商业银行也只能限于银行间债券回购市场进行交易。由于银行间债券市场和交易所债券交易的主体结构的分割性，以及我国债券独特的持有者结构，使得相同期限和信用的债券在银行间债券市场和交易所市场具有不同的价格和收益率。这表明，分割的银行间债券市场和交易所交易市场产生了明显的债券套利机会，但由于其分割的性质，却又无法通过套利行为来完全消除两个市场的收益率差异。

其次，两个市场之间有着完全不同的交易价格形成机制。银行间债券回购是询价交易，是场外回购交易市场，债券的结算与托管服务是分开两个系统；交易所债券市场实行的是集合竞价电脑撮合交易，它是场内交易市场。场外交易相对于场内交易而言，要寻找交易对手相对较为困难，因此，场内交易的回购价格和回购利率的平滑性以及它的竞争性方面要差一些。

最后，两个市场之间的债券托管和资金清算系统是相互分离的。交易所市场拥有自己的债券托管结算系统，银行间市场则由中央债券登记结算公司负责债券的托管与结算。两个市场间只能进行单向转托管，即只允许交易所市场的债券转托管到银行间市场，反向转托管则不允许。这就限制了债券在市场间的流动，影响了债券市场功能的正常发挥。形成了银行间债券回购与交易所债券回购之间债券与资金的单向流动格局，由于投资者不能进行跨市场套利交易，使得价格差异无法消除。这样，在银行间与交易所债券回购市场之间便形成了不同的风险收益评价机制，也形成了互相分离的债券托管和清算体系。为了改变银行间市场与交易所市场的分割特性，2003年以来财政部加大了跨市场债券的发行力度。尽管这还不能从根本上扭转两个市场间的分割性，但在一定程度上推动了两个市场之间共同的收益风险评价机制的形成。

托管和结算都是债券市场的技术基础，也是债券市场的基础设施。建立一个统一的、高效的债券托管与资金清算体系，对于增强债券的流动性，减少市场风险，提高市场效益都有着重要意义。2004年我国开始探索建立债券的跨市场转托管制度，这与交易所与银行间债券回购市场的统一协调发展奠定了良好的制度与技术基础。债券跨市场转托管业务包括：债券从全国银行间债券市场转托管到记账式债券柜台交易市场或证券交易所市场；以及债券从交易所转托管到银行间市场或柜台市场，或从一个交易所转托管到另一个交易所。债券跨市场转托管有利于推动交易所回购与银行间回购市场之间的协调发展，减少债券回购市场的分割性，有利于形成统一的债券回购利率。这样，债券回购利率将更加充分地反映我国全社会的资金供求状况。

但是，债券回购中的转托管制度并没有从根本上解决银行间和交易所回购市场之间的分割性问题，要实现跨市场之间的转托管不仅手续繁琐，而且还有较高的交易成本，费时费力。随着现代信息技术的发展，金融市场的价格瞬息万变，较长时间和较高交易成本的债券转托管会给投资者带来机会损失或风险损失。而有效率的金融市场既要求在尽可能低的交易费用的基础上，缩小市场间的套利空间，也能够为回购交易者提供便利。显然，目前的跨市场转托管还难以做到这一点。要进一步提高这两个市场之间的协调性，应当充分利用现代的信息化技术，统一两个市场债券托管制度，使市场参与者获得以一个账户同时参与两个市场交易的便利，以提高我国货币市场的效率。

### 三、债券回购交易机制的改革：封闭式回购转开放式回购

我国债券回购市场发展的最初几年里，只能采用质押式回购模式。在封闭式回购下，如果回购交易到期后资金融入方无法按期还本付息，则资金融出方可以通过出售质押债券得到补偿。但是，在封闭式回购交易到期之前，资金融出方仅拥有该债券的质权，无权随意处置被质押的债券，被质押债券处于冻结状态，不能流通和再次融资。1998年以来，我国回购交易量的急剧扩张，占用了大量的现券资源，减少了可供交易的债券量。虽然近两年来我国债券发行市场得到了长足发展，但也远远赶不上回购交易成倍增长对现券的需要。

另外，在封闭式回购下(包括现券交易也是如此)，单一的现货交易使得做多成为交易者的唯一选择，市场参与者只能在市场行情看涨中获得盈利，却没有办法在利率下跌走势的正确预期中获得相应的风险回报。这样，在市场利步走低，现券价格不断上升的过程中，现券交易量不断放大，流动性随之得到改善。但是一旦价格走势出现逆转，由于缺乏做空机制，所有持券的参与者都将遭受损失。此时交易量就会立刻下降，导致市场流动性不足。

相对于封闭式回购而言，开放式回购似乎可以较好地克服这些问题。开放式回购的开放性主要体现在以下方面：在交易期内，交易双方对资金和债券均拥有完全的处置权，可以按照自己的需要自由处置，这样，逆回购方在回购期间就可以根据市场行情的变化获取盈利机会，在预期债券市场价格会下跌时，逆回购方就可以在回购期间将债券卖出，然后在回购到期前以较低的价格回购相应的债券，偿还给正回购方，并同时得到正回购方偿还的资金。

从理论上说，无论是市场的下跌还是市场的上涨，市场参与者都应该有基于自身对市场行情判断的开放式回购交易。然而，在我国债券开放式回购推出半年多来，开放式回购的交易量并不大。金融机构似乎对于开放式回购仍然表现得非常谨慎。粗略地分析，造成这状况主要有以下几个方面原因。

1、2003年以来受宏观调控和金融环境变化的影响，尤其是受央行货币政策对市场预期的影响，市场利率波动较大，市场风险愈发凸现出来。由于买断式回购的最长期限只能达到91天，这样，在买断式回购中，逆回购方要在回购期间卖出债券，然后再买回相应债券保证返售阶段的履约，就面临着非常大的市场风险。

2、在债券回购现行的财务制度安排下，利率和市场价格波动较大时，市场成员做空的内在动力并不十分充足。在债券市场价格不断下跌中，债券持有者并不愿意出售手中持有的债券，这是因为一旦出售债券就会转化为现实的损失，如果将债券持有到债券到期日，至少并不会形成账面上的亏损。这正是造成我国今年以来债券回购交易量大幅萎缩和开放式回购量非常小的一个重要原因。

3、开放式回购本身还具有许多风险。虽然开放式回购有利于活跃债券回购市场，但开放式回购无疑也会加大市场风险，如市场空头投机风险。开放式回购为资金融出方引入了一种卖空机制，一旦市场价格出现了与预期相反的变动，就会给已出售了质押债券的逆回购方带来相应的损失。最后，目前开放式回购正式推出的时间并不长，市场参与者还基本上处于试探的阶段，这也影响了开放式回购在短期内的增长。

虽然我国推出开放式回购的半年时间以来，其交易量还很小，但对于开放式回购的潜在风险也还是应该引起高度注意。开放式回购在为市场参与主体提供了一种做空手段的同时，也增加了交易主体的市场风险，因此，对做空行为进行适当限制是必要的。

目前开放式回购统一的比例控制是一种简便易行的办法，但对于所有不同信用级别的市场参与者设定相同的敞口头寸比例限制，在信息不对称的情况下，也会产生逆向选择效应。最后的结果，可能更多的是那些风险更高的参与者最积极地进行开放式回购交易，而风险较低者较少地进行开放式回购交易。这显然与设定敞口比例限制的初衷是相违背的。有鉴于此，我们应认为，目前的敞口头寸的比例限制应该是更为原则性的，应当允许开放式回购交易双方根据交易对手的信用状况协调确定，按照市场参与机构的资产规模核定相应的回购限额，可以在控制交易对手违约风险的同时，较好地把握自身敞口头寸的总体风险，这在一定程度上也有助于减少市场系统性风险发生的可能性。

### 四、完善交易制度化解交易所回购交易风险

#### 1. 交易所债券回购中的风险及其根源

2003年，富友证券债券回购事件的曝光，无疑是对交易所债市和股市影响最为重大的事件之一。富友证券被托管时，有高达39亿元的债券回购余额被上证所冻结。这39亿元回购余额所需债券现券，都是富友证券以代客理财的名义等融入债券，然后再由其通过债券回购融入资金，并进行股票投机。交易所债券回购风险之所以爆发，除了技术性原因外，恐怕还应当深入到体制上去挖掘证券公司债券违规的根源。

首先，债券回购问题的爆发，反映了我国证券公司的融资渠道过于狭窄。虽然我国早在2000年就允许证券公司等资本市场机构进入银行同业拆借市场和债券回购市场融入短期资金。然而，具有讽刺意味的是，这些资本市场中介机构在帮助其它实体部门融入长期资本，并为我国资本市场的发展做出了相当大的贡献的情况下，自身的长期资金和资本的需求却难以在现有的制度框架下得到满足。2003年券商发行中长期债券终于登上了我国资本市场的历史舞台，但严格的额度管理，只是缓解了少数券商的长期资金压力，对于资本市场众多券商的巨大资本需求缺口仍然是杯水车薪。

对证券公司银行间市场资金流动状况的分析，有助于我们对此问题的剖析。自2000年起的连续4年时间里，证券公司同业拆借市场上融入的资金远远高于通过正回购融入的资金。之所以如此，最主要的原因之在于，证券公司本身是资金的短缺者，要通过回购从银行获得资金，要求证券与基金管理公司必须先持有大量的债券，这本身需要大量的投资资金。由于证券公司本身就是资金短缺者，它持有的债券量又非常有限，通过自有债券回购难于满足其巨额的资金需求，于是，挪用客户托管的债券用于回购交易就成了最为便利的融资渠道了。

其次，债券回购风险的集中爆发只不过是 我国资本市场长期积累的历史矛盾的结果。如果证券公司通过债券回购融资只是为了进行流动性管理，而不是将债券回购融入的资金用于股票投资(投机)，那么，债券市场价格的波动只会给资金融出方带来利率风险。如果逆回购方将融入的债券一直持有到到期日，若不考虑机会收益的损失，那么，逆回购方的损失仍然会是在一个可以控制的范围内。然而，目前暴露出来的情况似乎不是这样简单。事实上，证券公司正是通过频繁的债券回购操作将短期资金用于了长期的股票投资，这样，股票市场价格波动的风险就传染到了债券回购市场。由于证券公司自有债券余额相当有限，为了达到拆东墙补西墙的“融资”目的，挪用客户托管的债券或进行所谓的三方监管式的委托理财便一发不可收拾。因此，如果深入到体制上说，交易所债券违规操作只不过是 我国资本市场长期发展的结构性缺陷所带来的系统性风险在债券回购领域的集中表现罢了。

## 2. 完善交易所债券回购交易制度

针对交易所债券回购交易与托管技术和制度框架下的巨大风险，我国于2003年便开始了对债券回购进行了清查。2004年10月18日，上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券登记结算公司又联合公布了《标准券折算率管理办法》，旨在堵住证券公司“违规”挪用客户债券用于回购的渠道。《标准券折算率管理办法》对企业债券和债券规定了不同的折算比率，这体现了不同信用级别的债券的市场风险。此项改革的核心在于，回购交易过程中对拟用回购现券实施转移和占有进行及时监控。它的实施将完善交易所债券市场回购制度，对于防范市场风险、保障债券投资人的合法权益无疑都具有重要的意义。

然而，笔者认为，标准券折扣比率的确定需要在实践中不断完善和修订。折扣比率过低，一旦出现债券市场风险暴露，正回购方违约有利可图时，它仍有违约的动机，从而将债券市场价格下跌的风险转嫁给了逆回购方，即资金的融出者和债券的融入方，这就违背了标准券折算的初衷。另外，如果折扣比率过高，这固然有利于逆回购方的风险控制，但对于正回购方而言，同面值的债券所能融入的资金又被大打折扣，这又阻碍了债券回购市场为金融机构提供流动性管理的正常功能的充分发挥。

此外，标准券折算管理主要是为了控制证券公司债券回购中的风险，然而，目前对所有的券商都实行统一的折算率管理办法，似乎又与风险控制的初衷有所违背。由于不同的证券公司有着不同的信用基础和潜在违约风险，因此，理应对不同信用基础和潜在违约风险的证券公司规定不同的标准券折算比率。信用高、潜在违约风险低的证券公司在债券回购交易中的标准券折算比率就应当低一些，而对信用不高和违约风险较高的证券公司的标准券折算比率就应当高一些，从而为它们的高风险支付相应的风险成本。我们认为，在进一步完善我国债券回购标准券折算制度的时候，可以借鉴《巴塞尔新资本协议》的资本资产风险加权法和对风险评估的标准法和内部评级法等好的风险管理制度安排。为此，对证券公司等资本市场上机构的信用评级就非常必要了。

由于交易所债券回购市场特殊的托管体系和结算模式存在缺陷，为证券公司挪用客户托管在证券公司的债券提供了可乘之机。因此，为了改变这种状况，改变交易所债券回购市场交易的托管体系也是题中应有之义。事实上，自1998年我国建立银行间债券回购市场以及在2000年证券公司和基金管理公司获准进入银行间回购市场融资以来，在债券回购市场上并没有暴露出像交易所市场那样大的风险，主要原因就在于银行间回购市场实行了一级托管体系，这在很大程度上克服了二级托管中证券公司挪用客户证券进行回购交易的道德风险。我国的实践已经证明，债券回购中的一级托管优于二级托管，因此，应当借鉴银行间债券的托管方法，将交易所二级托管体系改为一级托管，从技术和制度上切断证券公司挪用客户债券的渠道。

因为回购信用风险集中体现为债券贬值风险，而债券价格又不断变化，为尽早发现风险、降低风险损失，有必要改变风险监控模式，进行动态及时监控，按市价逐日计算质押债券的市值和市值质押折扣率。如果市值质押折扣率低于规定的最低质押折扣率，则通知正回购方在一个交易日内补缴债券或者资金，以便使质押折扣率维持在规定的折扣率之上。

应当说，近两年来，管理层为拓宽证券公司的融资渠道做出了许多积极的努力，先是在2003年证监会允许证券公司发行中长期债券来融资，今年中国人民银行又通过了《证券公司发行短期融资券管理办法》和完善了《股票质押贷款管理办法》等。现在的问题是，需要将这些已经做出的努力落到实处。

这里，我们还想强调，债券回购市场，或者说包括回购市场在内的整个社会的信用与融资体系的健康发展离不开我国资本市场制度的彻底改革和完善。我国资本市场从发展的一开始就留下了难以解释的顽症，股权分置与上市公司低效的公司治理结构过去是、在今后相当长的时间里都将是我国资本市场中最大的系统性风险。因此，即便证券公司有了许多合法的正规融资渠道，由于股票市场的制度性风险依然较大，证券公司发行债券从一开始就遇到了许多的问题，要么是难以达到证券公司预期的发行规模，要么是证券公司必须以付其自身难以承受的利率，为债券投资者提供风险补偿。最后的结果是，证券公司发债一直在合法的保护伞下处于非常尴尬的境地。因此，尽管证券公司和一些机构投资者操纵股票市场加剧了市场的不稳定性，但在金融体系的改革中更应该正视不合理的制度设计所造成的不良后果。

### 链接：债券回购交易市场的演进

我国的债券回购业务始于1991年。为了提高债券流动性，STAQ系统于1991年7月宣布试办债券回购交易，随后，以武汉证券交易中心为代表的各证券交易中心也纷纷推出了债券回购业务。1993年12月19日，上海证券交易所又开办了债券回购交易，规定当时在该交易所上市的五个债券品种，均作为回购业务的基础债券。由此，债券回购作为一种新的金融交易方式，便正式地融入到了我国的正规金融体系之中了。

1994年是债券市场迅猛发展的一年，回购市场的交易量急剧增大，回购交易总量在3000亿元以上，市场参与者也不断扩张。在债券回购市场的最初发展中，由城市兴办的证券交易中心，主要发挥的是在本省区范围内调剂资金供求关系的作用；资金流动的基本方向，是将分散在中心城市邻近区域的资金，集中到中心城市来使用。从资金在全国范围的流动来看，基本的格局仍然是从经济发展较为迟缓的地区流向经济较为发达的地区。

然而，作为一种新的金融交易方式，债券回购市场在我国出现后不久就暴露出了诸多的问题。主要表现为以下几个方面：(1)交易形式不规范。回购交易本应有100%的国库券或特定的金融债券作抵押，但实际上，各交易机构普遍实行了大大低于这一要求的比例回购交易，

很多回购交易的现券比例在30%左右甚至更低；通过虚开债券代保管单套取资金，乃至进行完全无券的买空卖空交易，也不鲜见。(2)资金用途不规范。从回购市场上获得的资金，主要流入股票、期货和房地产市场进行广泛的投机活动，加大了融资风险，使得许多回购协议到期不能履约，成为呆账，形成金融机构间严重的债务拖欠。(3)金融机构的违规经费吸纳和运用情况较为严重。此外一些金融机构用回购资金绕开当局的信贷规模控制扩张贷款，逃避中央银行的监管。(4)无论是回购交易还是返售交易，都有场内和场外两个市场。所谓“场内交易”，指的是通过上海和深圳两个交易所以及STAQ系统的网络进行的交易。这种交易可能在交易所之外遍布全国的交易中心进行，但其交割和清算都通过交易所和STAQ系统。“场外交易”在实践中可以有二个涵义：其一，它指的是通过诸如天津、武汉、成都等证券交易中心进行的交易，这种场外交易的交割和清算只通过各交易中心；另一涵义，指的是交易双方“暗地里”直接进行的交易。这种交易纯属“地下交易”，为政策所不允许。

有鉴于此，1995年8月，我国开始对债券回购市场进行规范清理，通过一系列整顿措施，场外交易基本被遏止，回购市场的混乱状况有了明显改善。对债券回购市场进行清理之后，债券回购就主要在上海证券交易所进行交易，原来各地的证券交易中心的债券回购交易中心被取消。从此，我国的债券回购实现了集中交易和集中托管，全国统一的债券回购市场的形成，也形成了全国统一的债券回购交易价格和债券回购利率，从而对推动我国的利率市场化改革创造了必要的基础性条件。

然而，尽管形成了全国统一的交易所集中交易的债券回购市场，但商业银行也广泛地参与到了交易所的债券回购交易中，一些证券公司和机构投资者便通过债券回购大量地从商业银行获得资金后，转而投资于股票市场。这是助长我国1995年至1998年间股票市场大幅上涨的资金供给方面的原因。这种状况的任意发展对银行体系带来了极高的风险。于是，我国在1998年又对债券市场进行了一项重大的改革，将商业银行的债券交易业务从交易所分离出来，组建专门供商业银行之间进行债券回购交易的银行间市场，从此形成了两个相互平行的债券回购市场。

最初，银行间债券市场与其名称是完全相对应的，即只有商业银行才能参与，而包括证券公司在内的非银行金融机构则被排斥到了这个市场之外，这样一种制度安排在我国货币市场与资本市场之间人为地设置了一道资金流动的屏障，受到了人们的非议。自2000年起，证券公司、基金管理公司等，只要满足一定的条件，也可以进入这一市场，参与回购交易。这样，证券公司、基金管理公司等机构进入我国的银行间债券市场后，我国的货币市场与资本市场之间就正式地建立起了资金流通的正规渠道和机制。

文章出处：《上海证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所