债券回购交易市场审慎管理：欧美实践与中国策略

胡　艳　方雅茜　邢　炜　房　烨

摘　要　本文分析欧美债券回购市场的发展经验及其监管体系，并结合中国现状提出政策建议。欧美市场主要包括经典回购、三方回购和 GCF 回购三种模式，并逐步建立了多层次的管理架构和制度体系，在风险事件中总结经验教训，在抵押品的违约处置、计价规则和再使用等方面以及其他宏观审慎领域形成了若干重要机制安排，有效提升了市场效率和风险防控能力。本文指出，中国债券回购市场可借鉴国际经验，完善交易机制，推进盯市管理，推动买断式回购发展，加强杠杆率监管，同时兼顾市场参与者的利益，探索符合中国特色的发展路径。

关键词　债券回购　违约处置　回购主协议

债券回购交易作为一种重要的短期融资工具，对提升市场流动性、降低融资成本以及优化资源配置具有不可替代的作用。欧美市场经过长期发展，已形成较为成熟的债券回购市场运作及规范管理体系，为全球金融市场提供了相应经验。本文梳理欧美债券回购的基本内涵和主要类型，考察了发展历程、市场特征和监管体系，结合历史事件研究了回购市场上的重点安排，并结合我国市场现状，提出针对性的政策建议，旨在为我国债券回购市场的健康发展提供实践参考。

一、欧美市场债券回购的概念与分类

欧美市场上的债券回购（Bond Repo）指一种交易合同，正回购方卖出债券，并约定在未来某一时点、以特定价格从逆回购方买回同一债券；如果正回购方在回购存续期违约，则逆回购方有权将债券卖给第三方，以此回补损失。因此，在法律层面上，回购期间债券的所有权（处置权）在两个主体间发生了转移，但值得一提的，在财务处理方面，为了体现正回购方通过交易加杠杆的经济实质，欧美债券回购交易中的抵押品仍保留在正回购方资产负债表，债券风险和收益仍归属正回购方。欧美市场上的债券回购按照不同的维度可分为不同类型，具体如下。

（一）按抵押品利息处理方式可分为经典回购和购入 / 售回交易

二者主要区别在于，首末期执行的债券价格不同以及回购期间对于抵押品派息的处理差异。目前欧美等境外债券回购市场主要使用经典回购，购入 / 售回交易使用整体有限。

①经典回购（Classic Repo），正回购方在售出抵押品给逆回购方的同时，约定在未来某个日期以特定价格购回该资产。

胡艳，中国农业银行广东省分行副行长；方雅茜，中国农业银行金融市场部处长；邢炜、房烨，中国农业银行金融市场部高级专员。2023 年 NAFMII 研究计划“境内外金融市场回购交易发展及其法律制度研究”（KFKT2023-043）。

这一过程中，售出和购回的债券价格相同，且均使用全价（含息价格）。

首期结算金额＝债券全价 × 面值 × 债券数量 × 折扣率；

到期结算金额＝首期结算金额 ×（1+回购利率）× 实际占款天数 / 计息基准。

该笔交易的利息根据回购利率计算，即为首末期结算金额的差额。如果回购交易期内抵押品有派息，由逆回购方在付息日转交给正回购方。回购交易存续期间，正逆双方就抵押品进行盯市。如正回购方抵押品估值低于融入金额，累计偏离达到双方事前约定的阈值（Threshold）、且单笔交易偏离达到最小转移金额（Minimum Transfer Amount）时，正回购方需向逆回购方补缴保证金；如抵押品估值大于融入金额，正回购方可撤回抵押品或由逆回购方向正回购方补缴保证金。如遇抵押品发行方违约或提前赎回，通常由正回购方进行换券。在正回购方到期未还款形成违约时，逆回购方有权将抵押品进行处置以回补损失。

②购入 / 售回交易（Buy/Sell-Backs），回购交易生效时正回购方出售债券，在合约规定到期日期完全赎回，即发生一次即期债券出售行为和远期债券购买行为；如果回购交易期内抵押品有派息，由逆回购方获得，但将包含在远期价格中返回给正回购方，即正回购方不会即时获得抵押品利息。购入 / 售回交易中，债券售出和购回价格不同，均使用全价（含息价格），差异体现为回购交易的利息以及抵押品派息（如有）。

（二）按运作模式可分为双边回购、三方回购及通用担保融资回购

①双边回购（Bilateral Repo），是最基本的回购交易类型。具体交易时，双方需要就回购金额、期限、利率、抵押品等要素进行一对一协商确定。交易首期，正回购方提供抵押品获得资金，逆回购方提供资金获得抵押品，到期则反向操作；交易仅涉及正逆回购两方。交易双方通常事先签署标准协议，一般为《全球回购主协议》（*Global Master Repurchase Agreement*，*GMRA*）。双边回购可以是一般抵押品（General Collateral，GC），也可以指定特别抵押品（Special Collateral，SC）。当一方需要某一特定债券时，会在双边回购市场进行交易，特别抵押品回购交易由于对担保债券提出要求，利率通常低于一般抵押品回购交易利率。根据市场惯例，交易双方可通过电话、邮件或 Tradeweb 等方式达成交易。交易期内抵押品盯市及管理由交易双方自行开展。

②三方回购（Tri-Party Repo），是指在回购交易中，债券和资金由交易对手分别交付至第三方托管机构，由其为双方提供抵押品管理服务。其中，第三方托管机构仅是代理人，使用第三方服务并不会改变正逆回购两方的风险关系，双方仍需签署 GMRA，同时交易双方还需和第三方托管机构签署“三方服务协议”，该协议约定托管机构作为独立第三方为交易双方提供抵押品管理的代理服务。

第三方托管机构并不提供交易场所，回购金额、期限、利率仍由正逆回购双方协商，一旦达成交易，双方会分别通知第三方托管机构，后者匹配指令并进行后续处理。交易双方需在第三方分别开立账户（该账户是可进行资金及债券托管的综合账户），同时三方在第三方托管机构系统中拥有共同账户。交易时，正逆回购双方

分别将抵押品、资金通过各自账户划入共同账户进行券款对付（DVP）全额清算。抵押品的选取标准由交易对手在事先与第三方托管机构签署的协议中进行规定，即交易时抵押品由第三方机构自动选取，也因此三方回购不能用于借入和出借特定证券，而是一种一般抵押品融资工具。回购期间，第三方托管机构还提供抵押品估值、追加或扣减、替换等日常管理服务。如遇抵押品估值低于回购金额，第三方托管机构将从正回购方账户自动选取抵押品进行补充；如抵押品估值高于回购金额，则将抵押品撤回。逆回购方在回购期间可对抵押品再使用进行融资，但其新交易对手也需通过相同的第三方托管机构进行券款交割及管理。

在美国，主要由“清算银行”即纽约梅隆银行提供三方管理服务。[①] 在欧洲，主要的第三方托管机构包括明讯银行（Clearstream Bank Luxembourg）、欧清银行（Euroclear Bank）等。因三方回购中第三方托管机构为市场参与者提供抵押品自动选择、抵押品估值、保管等服务，极大地降低了机构内部抵押品管理和结算的业务成本。

③通用担保融资回购（General Collateral Finance Repo，GCF 回购），于 1998 年由固定收益清算公司（Fixed Income Clearing Corporation，FICC）推出，旨在提供给 FICC 会员之间根据协商的利率和条款进行回购交易。GCF 回购通过经纪商（Inter-Dealer Broker，IDB）匿名完成，FICC 在 GCF 回购中充当中央对手方，抵押品主要为美国国债、房利美和房地美固定利率的抵押支持证券（MBS）等。

GCF 回购交易中，交易机构将期限、资金需求等交易要素告知经纪商，由其对订单进行匿名匹配。匹配完成后经纪商将相关交易信息发送给 FICC，由 FICC 反馈至各交易机构，并得到交易机构确认。全部交易信息确认后，FICC 作为中央对手方对每个交易机构的净额头寸进行计算，并将相关结果传送至纽约梅隆银行，由纽约梅隆银行为 FICC 及各交易机构提供净额清算等第三方独立服务。

GCF 回购中的匿名功能降低了双边及传统三方回购中的债券抛售风险（Fire-Sale Risks）。债券抛售风险表现为两种场景：场景一是由于资金富余的机构由于担心交易对手方风险不愿出借资金，导致资金紧张的机构难以在双边或传统三方回购市场上获得资金，或通过降低债券价格筹集资金，而债券价格降低又引发已有的正回购方需要增加抵押品以满足盯市的要求，由此会导致部分机构陷入流动性更为紧张的局面；场景二是正回购方违约后，其逆回购方会立即变现抵押品，大量的债券抛售会增加市场风险。

GCF 回购中，由 FICC 作为中央对手方介入交易，确保匿名的交易方式，可以避免因顾忌交易对手方风险，资金融出供给不足，资金需求方低价抛售债券的场景一风险；而且一旦出现机构违约的情况，中央对手方会负责处理违约一方的抵押品，避免出现市场上无序抛售抵押品的情形，避免了场景二风险，从而在整体上降低了双边及传统三方回购市场上的债券抛售风险。

① 2018年以前摩根大通也曾作为清算银行提供相关服务。

二、欧美债券回购市场发展与管理概况

（一）历史沿革与市场特征

1. 美国债券回购市场

债券回购最初于 1918 年起源于美国，当时美联储通过推出回购交易在联邦储备银行体系内出借资金。20 世纪 70—80 年代，美国债券回购市场开始扩展，主要受到美国国债发行量增加、市场流动性收紧带动回购收益回报上行、货币市场基金发展等多重因素影响；同期，因回购市场发展带来的债券抵押品管理成本及风险的增加，由第三方托管机构提供抵押品管理服务的三方回购产生并逐步发展。[①]2009 年因金融危机影响，美国短期融资市场流动性和交易规模受到冲击，同业拆借规模大幅回落，债券回购规模亦有所下降。2009 年美国债券回购市场日均余额 4.4 万亿美元，同比下降 32%。2010 年随着全球经济复苏，债券回购交易规模回升，日均余额 4.7 万亿美元，较 2009 年增长 7%。之后经过多年发展，美国债券回购市场（2024 年日均交易量约 4.5 万亿美元）已远超联邦基金（拆借）（2024 年日均交易量约 0.8 万亿美元）市场，是全球流动性、活跃度较高的市场之一。

在回购期限方面，美国回购市场以隔夜期限为主；在抵押品方面，美国本币国债占比在三分之二左右，其余大多是政府担保的机构债券，此外还包括世界银行等超国家机构发行的高评级债券等，公司债券、ABS 等因流动性相对较差，且被认为有一定风险，占比相对较低；在回购类型方面，美国三方回购和双边回购在市场中基本各占 50%，其中第三方托管机构提供的抵押品相关服务大大降低了机构内部抵押品管理成本，是部分机构特别是中小机构的优选业务方式。

2. 欧洲债券回购市场

与美国债券回购市场相比，欧洲债券回购市场起步较晚，且初期被金融机构用来弥补债券卖空的头寸，而非作为融资工具使用。20 世纪 90 年代初期，欧洲受经济衰退的影响，债券发行和银行贷款利率较高，回购被作为一种相对短期的融资工具开始得到普遍使用并持续增长，同期欧洲市场引入三方回购。2009 年因金融危机影响，欧洲回购市场规模有所下降。2010 年随着全球经济逐步复苏，回购市场重新恢复增长。根据国际资本市场协会(ICMA)调查数据，截至 2010 年底，欧洲回购市场余额 5.9 万亿欧元，较 2009 年同比增长 5.8%，但较 2007 年峰值相比仍下降了 12.8%。近年来，欧洲债券回购市场持续恢复发展，是金融机构重要的融资场所之一。

① 20世纪80年代中期之前，回购抵押品管理成本较高。在回购存续期内，因抵押品所有权归属于逆回购方所有，一些中小型机构作为逆回购方，为降低抵押品管理成本，接受正回购方建议，将抵押品保存在正回购方清算银行（为客户提供资金及债券结清算）的隔离账户中。这种类型的回购被称为信件回购（Letter Repos）。1984—1985年，部分信件回购为逆回购方造成损失。1984年初，Lion Capital Group作为一家小型经纪交易商，经常通过信件回购方式开展交易。同年5月2日，Lion Capital Group因经营不善申请破产，处置过程中发现，Lion Capital Group通过信件回购融入资金4 000万美元，但其隔离账户中仅持有1 300万美元债券，其余债券被挪用，并不足以偿还给逆回购方。一年后，另外两家经纪交易商倒闭，因同样原因，给逆回购方造成3亿美元损失。1985年3月4日，E.S.M.证券倒闭，信件回购逆回购方损失占总损失的三分之一。1984年和1985年信件回购逆回购方的损失，反映市场需要一种安全且操作成本较低的回购机制，三方回购交易方式应运而生。

在回购期限方面，欧洲债券回购市场以中短期限为主，余期一个月内的回购占比在 60%~70%，主要由于投资者更偏保守，倾向于长期限投资；在抵押品方面，欧债危机后市场认识到应对欧元区国家信用进行甄别，欧元区各国评级和市场表现逐步分化，因此抵押品以德国和法国等高评级政府债券为主，但较为分散；在回购类型方面，因欧洲国家较多、市场分散，对于抵押品的统一管理有一定难度，主要以双方回购为主，三方回购发展较为缓慢，占比相对较低，为 10%~20%。

（二）管理架构与制度体系

随着欧美债券回购市场不断发展，以及防范风险要求的不断提升，逐步形成了国际组织、各国或地区监管当局以及行业协会的多层次的管理架构，各层次的管理主体出台的相关指导文件、法律法规和协议文本等，共同规范了市场主体在回购业务交易运作和风险管理等行为。

1. 巴塞尔委员会为代表的国际组织与《巴塞尔协议》对银行回购业务的风险管理要求

第一层是国际组织，主要为金融稳定理事会（FSB）巴塞尔委员会（BCBS），其发布并不断更新的《巴塞尔协议》对全球范围内主要银行资本、杠杆率和流动性三方面树立了监管标准，其中部分规定涉及回购交易。**一是**资本监管方面，2004 年发布的《巴塞尔协议》（BCBS，2004），首次将回购交易对手的信用风险纳入资本监管框架，商业银行可采用信用风险标准法或内部评级法计量交易对手的信用风险加权资产。**二是**杠杆率监管方面，2010 年发布《巴塞尔协议》（BCBS，2010），在资本充足率监管之外增加杠杆率监管指标，2014 年发布的《巴塞尔协议：杠杆率框架和披露要求》（BCBS，2014），对回购交易中的杠杆率计提标准重新进行了规定。**三是**流动性风险监管方面，2008 年重新修订的《稳健的流动性风险管理与监管原则》（BCBS，2008），进一步强化流动性风险管理的定性要求，并于 2010 年在《流动性风险计量标准和监测的国际框架》（BCBS，2010），首次提出了流动性覆盖率（Liquidity Coverage Ratio，LCR）和净稳定资金比例（Net Stable Funding Ratio，NSFR）两项流动性风险定量监管标准。流动性覆盖率（LCR）使银行获得短期回购资金投资低质量抵押品的成本更高，促进回购期限的拉长。净稳定资金比率（NSFR）旨在鼓励银行及其附属机构延长其负债期限，以减少对短期批发资金的依赖。

2. 司法辖区内的监管主体及出台的主要相关法规

美国方面，美联储主要负责回购制度顶层设计，美国证监会（SEC）及美国证券金融监管局（FINRA）对回购市场相关参与者的交易行为进行监管。2010 年出台的《多德 - 弗兰克法案》（*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*）对美国金融体系进行了广泛改革，其中包括债券回购市场。该法案引入了对金融机构的更严格监管，包括系统性重要金融机构（SIFI）和金融稳定监督委员会（FSOC）的设立，以监测和应对金融体系风险；加强了回购交易市场的监管和风险管理，提高透明度和保护投资者权益，对回购交易的规范和稳定发挥了积极作用，有助于预防金融风险和保护金融体系的稳定。

欧盟方面，欧盟委员会负责出台相关法律法规，欧洲证券和市场管理局（ESMA）

负责制定详细规则和指导方针，欧盟各成员的国家主管当局负责执行欧盟层面的法规和政策，并对本国的债券回购市场进行日常监管。欧盟委员会 2015 年出台证券融资交易监管法规（*Securities Financing Transactions Regulation*，*SFTR*）强调市场参与者的责任和披露要求，加强了监管机构对回购交易的监管力度，并为市场的稳定性提供了更好的保障。同时，SFTR 也促进了欧洲各国之间的数据交换和合作，以确保对回购交易的监管在整个欧洲范围内的一致性。以上规定有利于提高回购交易市场的透明度、监管效能和风险管理能力。

3. 行业协会及主要回购主协议文本

美国证券业与金融市场协会（SIFMA）和国际资本市场协会（ICMA），通过制定和推广回购交易的最佳实践、指导方针和标准条款等方式规范市场运作。为确保交易过程中的权利和义务关系，避免法律风险并提高回购业务效率，SIFMA 制定了《回购主协议》，并和国际资本市场协会（ICMA）合作制定了《全球回购主协议》（GMRA）。前者遵循纽约法，主要适用于美国做市商和本土机构开展交易；后者遵循英国法，主要适用于涉及非美国机构的交易，在全球金融市场回购交易业务中应用广泛，目前中资机构与外资机构签署的双边回购协议就以 GMRA 为主。GMRA 由主协议和补充协议构成，其中主协议主要对回购业务中的通用规则进行规定，包括“适用范围、定义、保证金、利息支付、约定货币、违约事件、通知送达”等主要条款；补充协议是根据交易双方的内部管理制度、交易习惯和适用主体等具体情况进行的调整补充。2000 版的 GMRA 在金融危机期间表现良好，包括 2008 年雷曼兄弟破产期间；2011 年 GMRA 推出最新版本，旨在加强 GMRA 与全球证券借贷主协议和 ISDA 衍生品主协议之间的协调，并反映最新的市场实践和法律变化。

三、欧美债券回购业务中的重要安排的形成

欧美债券回购交易的快速发展，很大程度上得益于一些重要安排在法律法规或市场机制上的建立和明确，提升了市场运行的效率和规范，而这些重要安排的确立又是由一系列风险事件或破产案件推动的。

（一）确立逆回购方在正回购方破产时享有的抵押债券出售权豁免于“自动中止”条款

在美国回购交易发展初期，多数市场参与者认为，在正回购方违约时，逆回购方可以立即出售正回购方抵押的债券。但在法律层面，如果回购协议被定义为以正回购方出质债券为抵押的贷款，那么逆回购方出售债券的权利会受到银行破产法中“自动中止”条款的约束，即将回购交易纳入债务人（正回购方）所有债务后再行判断处置优先级，禁止回购交易债权人（逆回购方）出售回购债券。在这期间，逆回购方需要承担债券市值波动带来的风险，同时如果逆回购方需用回购交易到期资金平补头寸缺口，可能会因诉讼时间过长而引发自身流动性紧张。上述市场认知与法律认定层面上的差异，在经过一系列美国机构破产事件后，最终于 1984 年达成一致，认定回购交易豁免于“自动中止”条款。

1975 年 7 月，美国一家小型证券公司 Financial Corp 破产，在破产处置过程

中，法院曾提及回购协议属于贷款或交易的问题，但最终未能明确其性质。该案件引起部分市场参与者的关注，纽约著名私人执业律师托马斯·鲁索（Thomas Russo）当时指出："关于回购最重要的法律不确定性，即是其最终是否会被定性为担保贷款，还是作为独立的回购协议。"

1982 年 8 月 12 日，一家资产规模 20 亿美元左右的小型证券交易商 Lombard-Wall 倒闭。8 月 17 日法院宣布，该公司的回购交易将被视为担保贷款，纳入债务人 Lombard-Wall 的所有债务后再行判断处置优先级，并发布一项"自动中止"限制令，禁止回购交易逆回购方出售回购债券。针对上述决议，纽约联邦储备银行提交意见书，高盛、所罗门公司和投资公司协会等也提示该决定将削弱回购市场流动性，但法院在一个月后重申其前期立场。鉴于此，市场参与者和美联储共同向国会提出申请，时任美联储主席沃尔克敦促通过一项修正案，免除回购交易适用于"自动中止"条款。沃尔克指出："回购交易是美联储公开市场操作中的重要工具，保护回购市场免受不必要的干扰非常重要，如果回购交易在破产过程中被自动中止，市场流动性将会受到潜在影响。"

1983 年 4 月，一项包含回购修正案的法案在美国参议院通过。1984 年中期，国会最终颁布《破产修正案和 1984 年联邦判决法案》，正式豁免回购交易适用于"自动中止"条款。

从美国上述案例来看，在业务发展初期，市场参与者虽然认为逆回购方可以在正回购方破产违约时，立即出售其抵押债券，但直到 1984 年美国国会立法，才在法律层面上正式认定回购交易豁免于"自动中止"条款。期间，经过较长时间的摸索，在监管者、交易参与者等多方集体推动下，不断推进回购交易在法律层面更加完善。

（二）回购交易抵押债券由净价向全价计价转变

1982 年之前，在美国债券回购市场，对于抵押债券按照债券净价进行交易，而在债券买卖市场，按照债券全价进行交易，二者的差异一直被忽视。1982 年，Drysdale 破产案引起市场关注并推动相关交易规则出现转变。

1982 年时任 Drysdale 国债部门交易主管的 David Heuwetter 利用债券买卖和回购交易抵押债券计价方式的差异，从回购市场以净价买入债券，并以全价在国债买卖市场卖出，以零成本获得该债券应计利息这一部分额外资金，并将该部分额外资金进行再投资。总体看，这一交易策略获利概率较大。如果债券收益率下跌，可以通过"低买高卖"获得丰厚收益；如果债市走平，机构可以获取零成本资金；但如果债券收益率上涨，则可能面临亏损。1982 年 2 月至 5 月，美国国债市场大幅上涨，Drysdale 出现巨额亏损，宣布倒闭。

Drysdale 破产案发生后，时任美国政府证券一级交易商协会主席的艾伦·罗杰斯指出，忽视回购抵押债券应计利息是"不理性的"；同期，交易商协会执行委员会召开会议，重新讨论回购协议，并提议重视抵押债券应计利息处理方式，并于 1982 年 6 月 14 日通过"债券回购要按全价进行交易"的决议。同年 10 月，纽约联储正式宣布将全价作为债券回购交易的定价标准。

Drysdale 利用回购交易中忽视应计利息的特点，采取过度加杠杆搏市场方向的

策略，从而积聚巨大风险。Drysdale 破产事件促使市场采取行动，在市场机构、行业协会、美联储的集体推动下，形成当前回购交易抵押债券按全价交易的定价标准。

（三）禁止未到期三方回购交易日间抵押债券“松绑”

在 2008 年金融危机之前，美国三方回购市场中，存在每日回购交易“松绑”与“捆绑”机制。每日 8:00-8:30，无论三方回购交易当日是否到期，第三方托管机构均会对所有三方回购交易进行“自动到期”处理。对于实际未到期的回购交易，第三方托管机构对正回购方已抵押的债券做解开处理，并将债券与资金回划至正逆回购双方账户，转入正回购方账户的抵押品可进行再抵押交易，转入逆回购方账户的资金则由第三方机构代正回购方进行垫付。因此第三方机构不再是纯粹的三方服务机构，同时成为向正回购方提供日间融资的授信机构。

日终结算时点，第三方机构会对日初被“松绑”的三方回购交易进行再“捆绑”，将正回购方的抵押债券和逆回购方的融出资金锁定，并按照最新的市值将抵押债券按其价值重新分配给逆回购方。由于三方回购中不需要逐笔约定具体担保品，每次重组会由系统重新自动选取，由第三方托管机构直接划拨至逆回购方账户。

每日“松绑”和日内授信机制一定程度上提升回购交易的活跃度，但同时也增加了市场的脆弱性，这种弊端在金融危机期间被放大。对于正回购方来说，当正回购方出现潜在问题时，逆回购方和第三方机构均会迅速做出反应，争先减少对该正回购方的信用敞口，将信用风险尽量转嫁给对方。逆回购方可能会在“松绑”后中止对正回购方的融资、抽离资金；同时如果第三方机构认为逆回购方将停止融资，第三方也会拒绝代替逆回购方融出资金。这种机制可能造成正回购方缺乏资金，最终带来流动性风险。对于第三方机构来说，因为每日“松绑”和日内信用机制的存在，第三方机构对正回购方的信用敞口规模较大，据市场数据显示，金融危机期间，第三方机构对单一正回购方的日间授信额度可能高达 1 000 亿美元。如遇正回购方发生违约，第三方机构可能需要使用自身持有的抵押品，进而影响到第三方机构自身的流动性与稳定性。

金融危机期间，金融环境的恶化和抵押品价值的波动，令三方回购市场融资规模持续缩减。据市场数据显示，在雷曼兄弟宣布破产前的 5 个工作日，其在三方回购市场上的融资量减少了 40% 左右，加速其倒闭，进而恶化整个金融体系的稳定性，三方回购市场的操作流程和体系缺点开始显现。雷曼兄弟破产前，三方回购市场日均规模在 2.5 万亿美元左右，在其宣布破产后，市场融资量持续下降，直到 2009 年 7 月以后，才逐步稳定在 1.5 万亿美元左右的水平。

监管机构认为，三方回购市场对市场流动性至关重要，三方回购市场的崩溃，会对金融体系的稳定性造成严重威胁（纽约联储，2010）。因此，2009 年 9 月，纽约联储建立三方回购基础设施改革工作小组，并发布《三方回购市场基础设施改革白皮书》（*Tri-Party Repo Infrastructure Reform*），建立新的三方回购机制。新机制下未到期回购交易日间不再松绑，到期交易每天松绑时间从早上 6:30 推迟到 15:30

（一般 15:30 之后第三方机构不再接受新的交易指令，开始进行后台清算）。新机制落地后，美国三方回购市场日间授信水平大幅下降。截至 2015 年底，日间信用水平已降至 2012 年 3%~5% 的水平，三方回购市场日内授信机制所带来的风险大为降低。

（四）回购抵押品再使用的强化管理

回购交易中抵押品的再使用（Reuse）可以为市场和交易参与者带来以下益处。**一是**逆回购方对正回购方抵押品的再利用可以让其以较小的自有证券存量运营，从而降低资产负债表成本，反过来降低正回购方的融资成本。**二是**抵押品的重复使用有利于促进抵押品流动，进一步促进市场的价格发现和市场效率提升。**三是**通过促进债券结算，有利于维护市场正常运作。一般来说，如果债券冻结起来不能使用，会减少回购交易可用债券数量。抵押品再利用有效地扩大了可用债券池。**四是**许多央行通过回购交易传导货币政策，重复使用抵押品能够减少市场摩擦，帮助一些机构获得可以用于跟央行开展回购交易的债券，进而获得流动性。但同时，抵押品再使用也会提升市场的总体杠杆水平，强化顺周期性，加强机构之间关联程度，在市场不稳定时可能进一步强化局部风险的传播和放大。

因此，2008 年金融危机后，FSB 出台一系列监管指导意见，对回购债券再使用加强规范管理。FSB 先后发布《加强影子银行监测和监管——关于防范证券借贷和回购交易影子银行风险的监管框架》（FSB，2013）和《将影子银行转为稳健的市场融资方式——关于非集中清算回购交易折扣系数的监管框架》（FSB，2015），从机构资质、资产用途、信息披露三方面对抵押品再使用行为提出了以下监管要求：一是只有满足相关流动性监管要求的金融机构才能再使用正回购方提供的抵押品；二是逆回购方应当披露抵押品的再使用情况。

此外，FSB 于 2017 年 1 月发布《关于非现金质押品再使用情况的衡量指标》（FSB，2017），构建了衡量抵押品再使用情况的指标矩阵，旨在加强对抵押品再使用情况的风险监测、分析和预警，还对回购交易的抵押品估值与管理提出了最低监管标准，包括折扣系数最低定性和定量监管标准等。

（五）金融危机后出台的与回购市场相关的其他审慎规定

一是健全信息披露。2008 年金融危机前，美国回购市场交易机制与交易数据透明程度较低，长期缺乏官方数据统计与市场监测，一方面市场参与者无法全面了解市场运营状况，容易酿成恐慌，进而引发系统性风险，加剧危机的扩散与深化；另一方面数据的缺失使得监管机构无法获取市场运营详细情况，阻碍了对危机的有效救援。金融危机后，纽约联储根据清算行提供数据，定期发布三方回购市场抵押品种类、规模、回购期限、保证金水平等公开信息。自 2010 年 5 月始，纽约联储每月发布三方回购市场监测数据。此外，美联储积极推进回购市场每日价格的公开化，推出了 TGCR、BGCR、SOFR 三个利率指标，使回购市场利率更加公开透明。

二是加强杠杆率监管。货币市场基金为美国三方回购市场的重要出资方，其对流动性压力与信用风险高度敏感，一旦回购市场遭受“挤兑”或流动性冲击，货币市场基金会迅速变卖抵押品以补充流动性，进而导致资产甩卖和资产价格的进一

步下降，推升系统性风险。金融危机后，美国杠杆率监管的监管范围扩大，不仅包括银行，还包括货币市场基金等回购市场交易商，要求市场机构保持合理融资期限结构，以应对潜在的流动性风险。

三是影响银行回购参与度的审慎监管要求。例如，联邦存款保险公司（FDIC）将存款保险评估基础从存款扩大到包括回购的所有负债，使 FDIC 所保险的银行在回购市场上借款成本更高。“沃尔克规则”禁止银行利用参加联邦存款保险的存款进行自营交易、投资对冲基金或者私募基金，使得银行参与回购交易减少。《多德 - 弗兰克法案》第 165~166 条增加了美国银行控股公司的审慎标准，促进银行控股公司的交易商子公司延长其负债期限。

四、启示与建议

经历欧美长时间的摸索与试错，现代回购运作模式、市场格局、监管架构、制度规范逐步建立并不断完善。我国回购交易的发展方向不是简单照搬国外经验，而是通过深入的对比研究分析，找出一条既符合我国回购市场发展现状与特点，又进一步强化法律保护并兼顾市场不同参与群体利益，同时与国际经验接轨的有中国特色的发展路径，具体政策建议如下。

（一）业务品种上，境内市场上债券质押式回购占绝大多数，境外以经典回购[①]（买断式）为主，建议完善买断式回购工具，进一步提升抵押品再使用

买断式回购在融资功能之外，抵押品还可以再使用，具有增加债券流动性、促进价格发现、降低融资成本的优势，但是我国质押式回购仍更受欢迎，原因可能包括下面几点。**一是**从市场环境看，我国回购仍以融资而不是融券为主要驱动。我国主要资金融出方为政策性银行和全国性银行等大型存款类金融机构，这些机构自身债券储备较为充足，利用抵押品进行再融资的意愿较低。此外，我国金融机构融券需求可通过债券借贷实现。**二是**从投资者行为能力上看，交易策略较为单一，风险管理能力仍显不足，债券多放置于持有到期账户。欧美债券市场发展时间较长、更为成熟，各类机构策略差异性较大，策略丰富度较高，且风险管理、系统建设、协议管理等中后台基础建设更为完善，债券多置于可供出售或交易账户以辅助各类交易策略的实现。美国债券回购作为金融市场的基础产品，是相当一部分交易策略的基础组成部分。我国各类交易者的策略同质性较强，策略以做多、做空等方向性策略为主，而曲线交易等较少，投资者多以买入并持有为交易策略，债券主要放入持有至到期账户，因此将债券用于质押式融资为主流交易，开展买断式回购业务较少。**三是**从发展历程上看，我国债券回购市场以质押式回购为起步，买断式回购配套机制不完善。银行间买断式回购在推出时间、期限结构、交易机制、会计处理等方面存在不足之处。我国在质押式回购推出 10 年后，才新增买断式回购交易品种；在 2018 年之前，买断式回购不能超过 3 个月，2020 年之前只能操作单券。由于早期未对买断式回购会计处理有明确规定，《中国人民银行 银监会 证监会 保监会关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》（银发

① 境内债券回购市场发展与制度体系，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

〔2017〕302 号）之前，交易双方对于抵押品是否出表处理方式不同。以上均对买断式回购发展形成阻碍。

未来可进一步完善买断式回购工具及配套设施，为金融机构进行流动性管理提供更多选择，并拓展市场参与度和活跃性。例如，可出台相关指引，引导金融机构梳理明确开展买断式回购的相关业务规程，特别是在产品设计、过户结算、计息派息、会计处理、资本计提等方面建立清晰、规范的业务制度和流程。

（二）定价规则上，境内质押式回购、买断式回购与美国经典回购的定价规则均不相同，建议完善回购交易机制，并推进盯市估值及保证金双向交收机制

通过欧美回购交易定价演变历程可以看出，受市场风险事件推动，建立了以全价进行交易的机制。回购抵押品价格以市场价格确定，如果债券市值出现波动，在双边交易中，由双方后台对债券价格评估，并按约定调整抵押品。在三方回购中，第三方托管机构实时对债券价格进行估值，根据债券当前市场价格，及时对债券数量进行自动调整，不仅提高了交易效率，也防范了金融风险。

国内质押式回购按面值打折，折扣比例由双方协商确定，由于所有权未发生转移，债券利息直接支付给正回购方。买断式回购抵押品首期价格确定方式沿用了质押式回购对质押债券价格的确定方式（债券面值打折，打折比例双方协商），而非债券市场价格，通常交易价格低于债券市值。利息支付给逆回购方，但会在到期日包含在交易价格中返还正回购方。从此可以看出，我国回购交易主要保护的是逆回购方的利益，而对于正回购方债券的保护则不够。这可能是因为我国以质押式回购为主，债券所有权并未转移，逆回购方无法使用质押券，正回购方承担的风险较小的缘故。

为此，建议后续国内回购交易应逐步完善交易机制，并做好盯市管理，实行动态保证金双向交收，充分保障好回购交易融资融券双方的利益。

（三）加强宏观审慎管理是 2008 年金融危机后全球主要经济体的共识，建议在改善债券流动性的同时做好风险防范，控制杠杆率的过快提升

抵押品再使用虽然有诸多好处，但也会提升总体的杠杆水平、强化顺周期性、强化机构之间关联程度等，这又会进一步强化局部风险的传播和放大。2008 年金融危机之后，主要经济体均在强化系统性风险管控，我国也建立双支柱框架，在宏观审慎框架中对杠杆率等进行监测和规范。虽然未来我们需要通过抵押品再使用等来提升效率，但也要做好风险防控工作。一方面可以对抵押品再使用权进行规范，比如，要求披露用途、提前征求出券方同意、加强内外部审计、处置债券需要向监管机构及公众报告、限制债券再使用用途、对重新抵押客户债券的公司加强资本和流动性管理、强化客户抵押债券与自有债券隔离保管等；另一方面也可从机构总体杠杆率等角度加强监管。实现市场效率与风险管控的同步提升。N

学术编辑：张毓

参考文献
[1] Basel II:International convergence of capital measurement and capital standards:a revised framework [R].2004-06.
[2] Basel III:a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems[R].2010-12.
[3] Basel III leverage ratio framework and disclosure requirements[R].2014-01.
[4] Principles for sound liquidity risk management and supervision[R].2008-09.
[5] Basel III:International framework for liquidity risk measurement,standards and monitoring[R].2010-12.
[6] Strengthening oversight and regulation of shadow banking[R].2013-08.
[7] Transforming shadow banking into resilient market-based finance[R].2015-11.

Bond Repo Market Prudential Management: European and American Experiences and Chinese Strategies

HU Yan[1] FANG Yaxi[2] XING Wei[2] FANG Ye[2]
(1. Agricultural Bank of China Guangdong Branch;2. Financial Market Department,Agricultural Bank of China)

Abstract This paper analyzes the development and regulatory system of the bond repo market in the US and Europe and offers policy recommendations for China.The US and European markets primarily use three repo models: classic repos,tri-party repos,and GCF repos. Over time,they have established a multi-level management framework and institutional system,drawing lessons from risk events to create key mechanisms for collateral disposal,pricing rules,re-use,and macro-prudential regulation.This is aimed at enhancing market efficiency and risk control.The paper suggests that China's bond repo market should learn from these international experiences by refining its trading mechanisms,implementing full-price trading and mark-to-market management,promoting buyout repos,strengthening leverage ratio regulation,and balancing the interests of market participants,all while exploring a development path with Chinese characteristics.

Keywords Bond Repo, Default Disposal, Repo Master Agreement
JEL Classification G10 G18 G28