

国际证券融资交易宏观审慎监管改革与启示

贾君怡

(北京大学博士后流动站, 北京 100871; 中国银行保险监督管理委员会博士后工作站, 北京 100033)

摘要: 2007~2009年国际性金融危机期间, 回购与逆回购、证券借贷、保证金融资等证券融资交易表现出顺周期效应并产生了系统性影响。为此, 国际组织将证券融资交易作为五大影子银行领域之一, 在加强宏观审慎监管方面开展了大量工作, 成果包括定性和定量标准相结合的折扣系数监管框架、证券融资交易逆周期监管等。其中, 折扣系数定量标准是国际影子银行监管框架中关于证券融资交易的核心监管要求, 已纳入《巴塞尔III: 后危机改革的最终方案》。本文全面梳理了国际证券融资交易宏观审慎监管框架, 并结合我国相关业务发展情况提出政策建议。

关键词: 证券融资交易; 回购; 逆回购; 折扣系数; 金融监管

Abstract: During the 2007-2009 global financial crisis, securities financing transactions including repo and reverse repo, securities lending, margin lending, are subject to pro-cyclicality and has posed risks to financial stability. In the aftermath of crisis, international organizations treat SFTs as one of five shadow banking areas and have developed series of policy recommendations to strength macro-prudential supervision for SFTs, with the predominant ones of qualitative and quantitative haircuts regulatory framework and SFTs countercyclical regulation. As key requirement for SFTs in the international shadow banking framework, numerical floor on haircuts has been incorporated into the 'Basel III: Finalising Post-crisis Reforms' published in December 2017. This paper analyzes the international SFTs macro-prudential supervision framework and proposes recommendations on how to improve SFTs regulation in China.

Key words: securities financing transactions, repo transaction, reverse repo transactions, haircuts, financial supervision

作者简介: 贾君怡, 女, 经济学博士, 北京大学博士后流动站、银保监会博士后工作站在站博士后, 研究方向: 影子银行发展与监管领域。

中图分类号: G15; G2 **文献标识码:** A

引言

2007~2009年国际性金融危机前, 回购与逆回购、证券借贷、保证金融资等证券融资交易是各类金融机构和资管产品增加杠杆的重要途径。危机期间, 房贷资产支持证券等资产价格持续下跌, 以其作为质押品的证券融资交易折扣系数(haircuts)要求大幅提高, 金融机构面临较大的质押品补足压力从而大规模抛售资产, 进一步强化资产价格下跌和市场流动性紧张, 形成证券融资交易与金融市场的动态正反馈机制, 推动危机不断蔓延深化。

2007~2009年国际性金融危机后, 国际组织、各国

监管当局和研究学者从各方面研究反思证券融资交易顺周期效应及其潜在风险, 并在折扣系数作为一项宏观审慎监管工具方面开展了大量研究工作。归纳来看, 主要包括三个方面: 一是金融稳定理事会将证券融资交易作为五大影子银行领域之一, 研究提出了定性定量相结合、适用于所有市场参与者的证券融资交易折扣系数监管标准。其中, 设定折扣系数最低定量标准与对银行机构实施资本监管具有类似作用, 旨在防止市场上行期间金融机构通过下调折扣系数、加大杠杆的趋势, 是危机后金融稳定理事影子银行监管框架下关于证券融资交易的核心监管要求。二是巴塞尔委员将折扣系数最低定量

标准引入了银行资本监管框架，大幅提高实际折扣系数不满足最低定量标准的证券融资交易的资本要求，从节约资本角度激励银行主动按照相关标准开展证券融资交易。三是国际清算银行、欧洲央行和部分专家学者研究提出了证券融资交易逆周期监管思路，尝试引入具有逆周期特征的折扣系数要求，通过在上行期提高折扣系数要求以抑制杠杆水平、在下行期适当降低折扣系数要求以缓释市场流动性紧张，进一步缓解证券融资交易的顺周期效应。

我国金融市场的回购与逆回购、债券借贷、融资融券等证券融资交易快速发展，已成为各类金融机构和资管产品广泛开展的市場交易。为此，人民银行、银保监会、证监会近期联合发布了《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》，在回购与逆回购交易方面，主要对债券代持等违规业务予以规范，并统一了同类机构开展回购交易的杠杆率要求。但是，目前我国尚未形成系统完整的证券融资交易监管框架，尤其在统一折扣系数监管标准，以及构建证券融资交易逆周期监管框架等领域仍需进一步工作。鉴此，本文在分析证券融资交易及其顺周期效应基础上，全面梳理了国际证券融资交易宏观审慎监管政策框架，结合我国实践情况，提出进一步加强我国证券融资交易监管的政策建议。

证券融资交易及其顺周期效应

一、国际证券融资交易概览

证券融资交易是指通过市场估值确定交易合约价值、要求融入方提供现金或证券作为质押品的交易，主要包括三类业务：一是回购与逆回购交易，即以证券为质押品、从交易对手融入资金的业务，如我国银行间

市场和交易所市场开展的债券回购业务。二是证券借贷(securities lending)，即向交易对手借出证券、收到现金或证券作为质押品的证券融资交易，如我国银行间市场的债券借贷、交易所市场的股票融券交易等。三是保证金融资(margin lending)，即投资者向金融机构融入资金，用于购买证券并以证券作为质押品的交易，如我国交易所市场的股票融资交易等。

金融稳定理事会认为，尽管从形式上看，回购与逆回购、证券借贷、保证金融资交易在参与机构、标准化程度、质押品类型等方面存在较大区别，但实质上具有相同的经济功能和风险特征，应纳入统一的证券融资交易监管框架予以系统性的规范(表1)。

二、证券融资交易折扣系数及其顺周期效应

2007~2009年国际性金融危机发生前，证券融资交易领域的文献主要聚焦于证券融资交易利率，如回购利率在债券、股票等资产定价方面的作用，如Duffie(1996)^[14]，Buraschi和Menini(2002)^[11]，Duffie et al.(2002)^[15]等。金融危机后，越来越多的学者开始从金融稳定视角重新审视证券融资交易，尤其是质押品折扣系数(haircuts)顺周期效应及其对金融危机的推动作用引发广泛关注。金融稳定理事会(2012)^[20]指出，国际金融机构开展证券融资交易，融出方通常不会借出与质押证券市值等量的资金或证券，而是扣减一定金额后融出资金或证券，如在用市值100元的证券为质押品融入95元资金的交易中，折扣系数为5%。李文红和贾君怡(2018)^[11]认为，折扣系数的功能类似于资本要求，用于控制证券融资交易的杠杆水平，降低因质押证券市场价格下跌而可能造成的损失。证券融资交易的折扣系数越小，可融入的资金或证券越多，杠杆水平也就越高。

大量文献表明，折扣系数等内部风险管控措施有利于降低单体机构风险、保护融出方利益，但也会表现出“随市场上行而扩张、随市场下行而收缩”的顺周期性，对危机前金融体系杠杆累积和资产泡沫扩大，以及危机后市场价格下跌、流动性短缺、恐慌性抛售资产和危机不断蔓延深化，都起到了一定的推动作用。Brunnermeier和Pederson(2008)^[10]通过构建关于资产价格随机冲击的市場发展模型发现，在正向资产价格冲击下(即市场上行期)，金融机构往往会放松交易标准，降低

表1 回购与逆回购、证券借贷、保证金融资的比较分析

项目	回购与逆回购	证券借贷	保证金融资
相同点	<ul style="list-style-type: none"> 交易期间资产交换，一方提供质押品，另一方提供资金或证券，交易结束后资产交回 具有资金或证券融通等经济功能 具有期限转换、流动性转换、杠杆交易等影子银行风险特征 		
不同点	<ul style="list-style-type: none"> 参与机构：大部分是商业银行、证券公司等大型金融机构之间开展批发性交易 参与机构：主要是大型商业银行、投资银行等金融机构向对冲基金、私募投资机构、高净值投资者等提供融资服务 标准化程度：较高，双方签订回购主协议等标准化合约 标准化程度：较低，双边通过协议约定交易要素 质押品类型：单一证券，以政府债券等固定收益产品为主 质押品类型：现金或单一证券，证券以股票为主 质押品类型：现金和证券的质押品组合 		

折扣系数，导致融出规模增加，杠杆水平提高，进一步助长市场资产价格上涨。在负向资产价格冲击下(即市场下行期)，随着折扣系数提高和质押品补足要求，融入方受限于资本约束往往会大规模集中抛售资产，这会进一步强化资产价格下跌趋势，加剧市场流动性紧张。Nuño和Thomas(2016)^[28]构建了关于受杠杆约束金融中介机构的宏观理论模型，用以解释金融体系杠杆水平变化、资产价格波动和实体经济发展。其中，实施折扣系数的随机冲击，会引致金融体系杠杆和资产价格的顺周期反馈。得到相同分析结论的还有Valderrama(2010)^[31]，Rytchkov(2009)^[29]，Geanakoplos(2010)^[22]以及Acharya et al.(2011)^[1]等。Krishnamurthy et al.(2014)^[27]的进一步研究表明，国际大型金融机构证券融资交易质押品中资产支持证券等高风险资产占比更高，因此危机期间资产价格骤降和证券融资交易规模大幅萎缩，对系统重要性金融机构的影响更为显著，这加剧了金融市场流动性紧张和危机蔓延。

相关实证研究也支持了证券融资交易顺周期效应。Adrian和Shin(2010)^[2]的实证分析显示，回购与逆回购交易能够在很大程度上解释证券公司杠杆水平的顺周期特征。Gorton和Metrick(2012)^[25]采用上百只资产支持证券的信用利差数据勾勒了危机由次级贷款向其他金融领域蔓延的演变路径，发现危机爆发伴随着质押品折扣系数的显著提高，从而提供了折扣系数顺周期效应的直接实证证据，且这种顺周期性与交易对手信用风险和质押品的质量有密切关系。Fontaine和Garcia(2012)^[17]则将视野放宽至包括折扣系数、质押品质量、交易对手等在内的各项市场融资条件，认为市场融资条件变化对资产价格和市场动态发展具有显著的一阶效应，这会内生地正向放大市场随机冲击对整个金融系统产生的影响。

同时，大量研究进一步表明外部评级调整会加剧证券融资交易的顺周期效应。金融稳定理事会(2015)^[19]指出，危机前市场普遍将信用评级作为确定交易对手、合格质押品范围和质押品折扣系数的主要因素。由于市场采取的标准趋同，外部评级调整易引发证券融资交易的同步同向变化，进一步加剧折扣系数的顺周期效应。CGFS(2010)^[13]观察指出，危机期间，随着住房抵押贷款违约率不断上升，住房抵押贷款支持证券的外部评级

频频下调，金融机构纷纷提高相关证券的折扣系数要求甚至不再接受其作为质押品，住房抵押贷款支持证券的折扣系数一度从危机前的近0%上升至100%，导致证券融资交易急剧萎缩，并加剧市场整体流动性紧张程度。Jurek和Stafford(2010)^[26]的研究也支持了上述论断，基于MM理论的模型分析表明资产支持证券等高风险、低流动性、结构复杂的金融资产，折扣系数水平往往更高，对市场变化的敏感性强，其外部评级变动更为频繁，顺周期效应也更加明显。

金融稳定理事会关于证券融资交易折扣系数 监管的政策建议

2007~2009年国际性金融危机后，金融稳定理事会成立专门工作组，将证券融资交易作为五大影子银行领域之一加强监管和监测，分别于2013年8月和2015年11月发布了《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》^[18]、《将影子银行转为稳健的市场融资方式—关于非集中清算证券融资交易折扣系数的监管框架》^[19]，在规范融入资金再使用、控制交易杠杆、加强质押品估值与管理、推进基础设施建设等方面，构建了证券融资交易的全面监管框架。其中，为了控制证券融资交易产生的杠杆，缓解折扣系数带来的顺周期效应，金融稳定理事会首次提出了定性和定量标准相结合的证券融资交易折扣系数监管标准，是危机后金融稳定理事会影子银行监管框架中关于证券融资交易的核心监管要求。

一、关于折扣系数作为宏观审慎监管工具的理论研究

危机后，学者针对折扣系数最低定量要求能否抑制金融机构杠杆行为和证券融资交易顺周期效应开展了深入研究，是金融稳定理事会最终提出折扣系数定性与定量标准的重要理论基石。Gai et al.(2011)^[21]围绕回购和拆借行为以及折扣系数冲击构建的网状模型表明，折扣系数最低定量标准等流动性管理措施有助于增强金融体系的适应性和恢复力。Goodhart et al.(2012)^[23]基于一个同时包含传统银行和影子银行体系的一般均衡理论模型，分析了质押品折扣系数等政策工具通过影响风险共担(risk sharing)倾向和交易成本从而抑制机构杠杆行为和顺周期效应的具体作用机制。Biais et al.(2016)^[6]则从道

德风险视角阐释了折扣系数在遏制机构风险承担行为方面的作用。支持折扣系数最低定量标准工具有效性的研究还有Brumm et al.(2015)^[8]，Stein(2012)^[30]以及Gorton和Metrick(2010)^[24]等。

二、金融稳定理事会折扣系数监管标准

1. 折扣系数定性标准

一是折扣系数的设定主要考虑质押品的市场风险，为缓解证券融资交易的顺周期效应，确保覆盖交易对手预期违约损失，应使用长期样本数据和较高置信区间确定折扣系数。金融稳定理事会要求，折扣系数的样本数据不得少于2年，并且应至少覆盖一个压力期。在针对折扣系数开展的多轮定量评估过程中，金融稳定理事会采用的样本区间至少为5年，以覆盖2007~2009年国际性金融危机这一压力期。

二是除市场风险外，折扣系数设定还需综合考虑其他因素。(1)质押品特征，包括证券类型、剩余期限、结构复杂性、估值频率、压力情况下的变现能力和证券发行人信用状况等。同时，应充分考虑因交易对手违约和证券清算导致质押品持有期延长的风险，对质押品持有期予以审慎估计。(2)交易对手情况，如交易对手的信用状况、对该交易对手已形成的风险暴露等。(3)清算风险，尤其是对规模较大、集中度较高的敞口进行清算所面临的不确定性。(4)货币错配风险，即质押品和风险暴露币种不一致的风险，应根据两种货币汇率的历史波动情况调整折扣系数大小。

2. 折扣系数最低定量标准

为了控制证券融资交易产生的杠杆，缓解折扣系数带来的顺周期效应，尤其是防止市场上行期间金融机构通过下调折扣系数、加大杠杆的趋势，金融稳定理事会区分质押证券类型和剩余期限，规定了证券融资交易折扣系数的最低定量标准，金融机构可在此基础上，根据

表2 折扣系数最低定量标准

质押证券剩余期限		最低折扣系数	
		公司或其他发行方	证券化产品
债券	小于等于1年	0.5%	1%
	1~5年	1.5%	4%
	5~10年	3%	6%
	大于10年	4%	7%
主要股票指数的成分股 (main index equity)		6%	
其他适用范围内的证券		10%	

金融市场和交易对手的具体情况，采用更高的折扣系数。总体来看，股票质押品折扣系数的定量标准比债券质押品更高，意味着以股票为质押品融入的资金或证券规模更小，同时债券质押品的剩余期限越长、产品结构越复杂，相应的折扣系数定量标准越高，即融入资金或证券的规模更小(表2)。

3. 折扣系数监管标准适用范围

折扣系数定性和定量标准均适用于实施非中央清算的证券融资交易，包括回购与逆回购、保证金融资等资金融入型证券融资交易，以及不满足相关条件的证券借贷交易。其中，定性标准适用于上述交易中的所有参与主体，各国应当在2017年年底之前实施。为防止与现行银行资本和流动性监管要求叠加，定量标准仅适用于以非政府债券为质押品的上述交易中，融入方为不受资本和流动性监管的非银行金融机构，各国应当在2018年年底之前实施。从金融稳定理事会调查评估结果看，折扣系数最低定量标准将主要影响商业银行、证券公司等大型金融机构与对冲基金开展的以股票为质押品的保证金融资业务，以及一些以养老基金、房地产信托投资基金(real estate investment trusts, REITs)、交易型开放式指数基金(exchange traded funds, ETFs)等投资基金为融入方的证券融资交易。

三、各国/地区关于证券融资交易折扣系数的监管实践

早在国际性金融危机前，个别国家已经意识到证券融资交易潜在的杠杆风险，并实施了折扣系数限额管理，如加拿大要求公募基金开展证券融资交易的折扣系数不得低于2%。金融稳定理事会发布证券融资交易监管框架后，加强折扣系数定性和定量监管已成为各国监管共识。目前，欧美等主要国家正在推进证券融资交易基础设施建设，通过完善信息披露、提高数据颗粒度来加深对市场的了解，旨在制定适合自身市场实际情况的折扣系数监管要求，包括质押品合格标准、不同类型质押品的最低折扣系数水平等。如欧洲中央银行(2015)^[16]在《欧洲市场基础设施改革提案》(European Market Infrastructure Regulation, EMIR)研究修订过程中提出，成员国监管当局应使用宏观审慎监管工具，以控制金融体系上行期的杠杆累积、提高金融市场应对下行风险的能力，其中一项工具为按照折扣系数最低定量标准展业。随着《巴塞尔III：后危机改革的最终方案》将折扣系数最低定量标准

纳入证券融资交易资本计量框架，各国关于折扣系数的监管改革也在持续推进中。

巴塞尔委员会基于折扣系数最低定量标准的 银行资本监管框架

在折扣系数最低定量标准适用范围内，对于融入方为非银行金融机构、融出方为银行机构的情形(银行一非银行交易)，金融稳定理事会请巴塞尔委员会对《第三版巴塞尔协议》进行修订，将证券融资交易折扣系数最低定量标准纳入银行资本监管框架。各国监管当局既可以强制要求银行机构直接实施折扣系数最低定量标准，也可以实施调整后的银行资本监管框架。为此，巴塞尔委员会于2015年11月发布了《非中央清算证券融资交易的折扣系数最低定量标准》^[5]，对证券融资交易折扣系数是否满足最低定量标准及相应的资本要求作出详细规定，并已纳入2017年12月巴塞尔委员会正式发布的《巴塞尔III：后危机改革的最终方案》^[4]。《巴塞尔III：后危机改革的最终方案》主要从以下几个方面对证券融资交易资本计量做出调整：

一是将质押品风险缓释作用的有效性与其与证券融资交易是否满足折扣系数最低定量标准直接挂钩，从节约资本角度激励银行主动按照折扣系数最低定量标准开展证券融资交易。在现行银行资本监管框架下，银行应对开展证券融资交易形成的交易对手信用风险，计量风险加权资产和监管资本。在上述过程中，银行可以运用合格质押品的风险缓释作用扣减监管资本，表现为风险敞口规模减少或风险权重降低。在修订后的银行资本监管框架下，若证券融资交易的实际折扣系数低于金融稳定理事会提出的最低定量标准，则不再认可质押品的风险缓释作用，银行需按照向交易对手发放的一笔无担保贷款来计量证券融资交易的风险加权资产，资本计提要求将随之大幅提高。

二是认可合格净额结算的影响。针对从属于有效净额结算协议、适用最低定量标准的一笔证券融资交易，巴塞尔委员会规定，银行应在该净额结算组的净头寸基础上计量该笔证券融资交易的实际折扣系数。也就是，将银行在该净额结算协议下所提供和接受的质押品轧差后的净头寸作为分母，将所融入与融出证券和现金轧差

后的净头寸作为分子，构成计量该笔证券融资交易实际折扣系数的基础。针对从属于合格净额结算组、但不适用最低定量标准的证券融资交易，巴塞尔委员会强调其需要纳入该有效净额结算协议下实际折扣系数的计量范畴，但不受折扣系数最低定量标准约束。

三是质押品组合的折扣系数为所有单一证券折扣系数的加权平均值。针对以现金和证券组合为质押品的证券融资交易，如保证金融资，适用的折扣系数最低定量标准为组合内所有单一证券折扣系数最低定量标准的加权平均值，权重为相应证券规模占组合总规模的比例。

国际性金融危机后关于证券融资交易逆周期 监管的研究

在金融稳定理事会构建折扣系数定性和最低定量监管框架基础上，部分监管当局和学者研究提出了更进一步的监管工具—证券融资交易逆周期监管，其作用原理十分类似于目前各国已基本达成共识的逆周期资本缓冲，即通过引入具有逆市场周期特征的折扣系数监管要求，促使金融机构在市场上行阶段提高折扣系数标准，增加质押品，抑制证券融资交易杠杆；在市场下行阶段适当降低折扣系数标准，降低金融体系流动性紧张程度，从而缓解折扣系数机制安排对市场周期波动的放大作用。2007~2009年国际性金融危机后，关于证券融资交易逆周期监管的研究可以分为两大阶段：

第一阶段：国际清算银行和部分监管当局原则性地提出了证券融资交易逆周期监管思路。危机后，国际清算银行(2010)^[7]成立了研究工作组专门就证券融资交易顺周期效应进行系统梳理，并针对性地提出了附加逆周期缓冲的折扣系数要求、加强质押品估值管理、建立中央对手方等政策建议，为后续证券融资交易监管研究，以及金融稳定理事会最终提出折扣系数监管标准提供了政策思路。金融稳定理事会(2015)^[19]在提出定性定量相结合的折扣系数监管框架时特别指出，折扣系数可以作为一项宏观审慎监管工具，监管当局可以综合考虑本国金融市场和系统性风险状况，决定是否调整最低折扣系数水平。时任欧洲中央银行副行长Constâncio(2016)^[12]也提出，折扣系数可以作为一项宏观审慎监管工具，工具形式既可以是时变的折扣系数最低定量标准(time-varying

minimum requirements/buffers), 也可在折扣系数最低定量标准基础上附加逆周期折扣系数缓冲(countercyclical haircut buffers)。

第二阶段, 在证券融资交易逆周期监管思路提出后, 部分学者进一步研究设计了折扣系数逆周期调整机制的操作框架, 并开展了相关理论和实证分析。Brumm et al.(2015)^[9]基于一般均衡理论模型, 比较分析了折扣系数最低定量标准和附加逆周期缓冲的折扣系数最低定量标准对金融市场运行的影响。理论分析表明, 后者在市场上行时更有利于抑制杠杆累积, 在市场下行时更有利于缓解市场去杠杆造成的负面冲击, 从而较好地熨平金融市场波动性, 提高金融体系的整体效用水平。欧洲央行的经济学家Battistini et al.(2016)^[3]则研究设计了折扣系数逆周期调整机制的一个操作框架, 以此展开的实证研究也支持了Brumm et al.(2015)^[9]的理论分析结论, 是对折扣系数逆周期监管实践的良好探索。与逆周期资本相类似, 确定逆周期折扣系数的关键在于, 选取合适的挂钩指标以确定逆周期折扣系数的目标水平。作者将逆周期折扣系数缓冲设定为市场周期的连续函数, 市场周期则由欧洲中央银行统计编制的金融系统承压指标(CISS, Composite Indicator of Systemic Stress)和金融市场流动性指标(FMLI, Financial market liquidity indicator)综合反映。基于上述折扣系数逆周期调节机制, 作者实证分析了以下三种情形下折扣系数变化与市场周期的关系: 基准情形(无任何折扣系数监管要求情形)、仅实施折扣系数最低定量标准、同时实施折扣系数最低定量标准和逆周期缓冲要求, 得到结论: 一是基准情形下, 折扣系数与市场周期存在显著的负相关关系, 支持了折扣系数具有顺周期效应的理论判断; 二是在缓解顺周期效应方面, 相比仅实施最低定量标准, 附加逆周期调节缓冲要求更能熨平市场周期波动。

综上, 实务界和理论界针对折扣系数逆周期监管开展了一系列研究探索工作, 但尚未形成能够付诸实践的操作框架, 尤其在逆周期挂钩变量选取构建等重要领域仍需进一步深入研究和反复论证。

我国证券融资交易及监管实践

我国证券融资交易主要包括回购与逆回购交易、债

券借贷和融资融券交易, 其中回购与逆回购是最主要的证券融资交易, 债券借贷和融资融券业务规模较小, 但近年来发展较快。目前, 我国各类证券融资交易涉及各类金融机构、债券和股票等各类证券以及多个交易场所, 形成了不同的交易规则和监管框架, 折扣系数的制度安排也存在一定差异。

一、回购与逆回购

我国绝大部分回购与逆回购业务以债券作为质押品。债券回购交易以银行间市场为主、交易所市场为辅, 但近年来交易所市场规模和占比不断上升。2017年全年, 我国债券回购交易规模总计为874万亿元, 银行间市场与交易所市场规模占比约为7:3, 2016年该比例为7.3:2.7, 2015年为8:2。两个市场在投资者构成、交易机制、制度安排等方面存在较大不同。

银行间市场是大型金融机构之间进行资金融通的批发性回购市场, 主要采用一对一询价交易模式, 折扣系数等交易要素主要由交易双方自行协商约定。银行间市场参与者以商业银行为主, 此外还包括信托公司、证券公司、基金管理公司、保险公司等非银行金融机构, 以及银行理财产品、信托计划、证券公司资管计划等各类资管产品。由于单笔交易金额较大且个性化程度较高, 银行间市场主要采用灵活度较高的一对一询价交易模式, 交易双方自行协商约定质押债券、折扣系数和融资利率等交易要素。实践中, 国债、政策性金融债等利率债占据质押品绝对份额且市场占比逐年上升, 此外还包括企业债、同业存单、票据等金融资产。此外, 银行间市场也于2015年推出了质押式回购匿名点击业务(即X-Repo), 相当于标准化的债券回购业务, 采用集中撮合竞价交易模式, 质押品仅限于利率债, 期限品种仅限于隔夜、7天和14天。

证券交易所市场相当于金融机构与投资者之间的零售性回购市场, 采用标准化的机制和制度安排, 制定实施统一的折扣系数取值。目前, 证券交易所市场的参与主体以证券公司、基金管理公司等非银行金融机构和各类资管产品为主, 同时还包括大量的个人和非金融机构投资者。由于单笔交易金额小且参与者众多, 交易所市场多采用标准化的机制安排。在交易定价方面, 采用集中撮合竞价模式。在资金清算方面, 采用中央对手方机制, 由中国证券登记结算有限公司(以下简称“中证登”)

作为中央对手方，承担交易对手违约风险和质押债券估值波动风险。在质押品管理方面，采用标准券制度，中证登设定质押债券合格标准，并依据债券评级制定实施统一的折扣系数取值，合格债券按照折扣系数折算成标准券的面额即相应的融资额度(表3)。总体来看，我国证券交易所债券回购交易基本满足金融稳定理事会提出的折扣系数最低定量标准。近年来，在标准券制度设计下，部分证券公司、基金公司将其持有的企业债由银行间市场转托管至交易所市场，用于开展回购交易融入资金。相应地，公司债托管规模占交易所市场债券托管总规模的比例由2013年末的11%上升至2017年末的53%。此外，交易所市场于2018年4月推出了三方回购业务。除传统的双边回购外，国际上大量存在由第三方代理机构(一般是摩根大通、纽约梅隆银行等大型银行和证券公司)提供交易撮合、资金和证券托管、质押品估值管理及交易结算等服务的三方回购。三方回购交易在欧美市场较为发达，美国三方回购规模约占回购市场总规模的65~80%。目前，我国第三方代理机构仍主要由中证登担任，但不介入交易、不承担担保交收义务，也不改变交易双方原有法律关系，这是与标准券回购重要的区别。

二、证券借贷

我国证券借贷业务主要包括银行间市场的债券借贷、交易所市场的股票融券交易(股票借贷交易)。中国人民银行于2006年推出债券借贷业务，近年来，我国银行间市场债券借贷交易发展较快，年度交易规模从2014年的3962亿元上升至2017年的3.2万亿元，年均增速约239%。大部分债券借贷业务为质押品升级交易，即中小

表3 证券交易所市场债券回购折扣系数

类别	债券评级		折扣系数	
	债项评级	主体评级	公司债等其他债券	可转换公司债和可交换公司债
利率债	国债		2%	
	地政政府债			
	政策性金融债			
信用债	AAA级	AAA级	10%	33%
		AA+级	20%	40%
		AA级	25%	47%
	AA+级	AA+级	30%	54%
		AA级	40%	61%
		AA级	50%	68%

注：根据《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引(2016年修订版)(中国结算发字[2016]89号)整理。

型商业银行以信用债为质押，从大型商业银行融入利率债并用于回购融资。2015年3月，上海证券交易所市场也推出债券借贷业务试点。债券借贷交易灵活度较高，质押债券、折扣系数、借贷费用等交易要素均由双方协商确定。

受证券公司券源有限、市场做空需求不足等因素影响，我国交易所市场的融券业务发展十分缓慢，2017年融券交易金额1876亿元、业务余额45亿元，占融资融券市场的比例均不足1%。

三、保证金融资

我国的保证金融资主要是交易所市场开展的融资交易。2010年3月，证监会推出证券公司融资融券业务试点，允许证券公司开展向客户出借资金供其买入证券，或出借证券供其卖出，并收取质押品的交易。在我国融资融券业务中，融资交易占绝对主导地位，2017年交易规模10.4万亿元、余额1万亿元，市场占比均超过99%。

与国际做法类似，我国融资融券交易实行保证金制度，保证金相当于回购与逆回购、证券借贷交易中的质押品。根据现行监管规定，可充抵保证金的证券包括股票、证券投资基金、债券等，实践中95%的保证金为股票。质押品折算为保证金金额的比例(1—折扣系数)，由证券交易所统一制定和发布最低定量标准(表4)。总体来看，我国融资融券交易基本满足金融稳定理事会提出的折扣系数最低定量标准。此外，证监会要求证券交易所根据市场发展情况，对融资融券业务可充抵保证金的证券种类及折扣系数等风险控制指标进行动态调整，实施逆周期调节。

启示和建议

近年来，我国金融市场的回购与逆回购、债券借

表4 我国融资融券交易中折扣系数最低定量标准

	证券	折扣系数最低定量标准
	股票	上证180指数成分股、深证100指数成分股
其他A股股票		35%
被实施风险警示、暂停上市或进入退市整理期的A股股票、权证		100%
基金	货币市场基金	5%
	交易型开放式指数基金(ETF)	10%
债券	其他上市证券投资基金	20%
	国债	5%
	其他债券	20%

数据来源：根据上海证券交易所和深圳证券交易所《融资融券交易实施细则》汇总整理。

贷、融资融券等证券融资交易快速发展，已成为各类金融机构和资管产品广泛开展的市场交易。目前，我国尚未对各类证券融资交易进行整体的监管框架设计，造成不同金融机构和不同交易场所之间的监管标准不一致，产生了监管空白和套利空间。金融稳定理事会和巴塞尔委员会等国际标准制定组织以及各国监管当局和专家学者针对证券融资交易提出的一系列宏观审慎监管建议，对当前完善我国证券融资交易监管规制、加强各类证券融资交易宏观审慎监管具有重要借鉴意义。

一是制定实施统一的证券融资交易折扣系数监管框架。建议尽快实施金融稳定理事会关于折扣系数的定性和定量监管标准，对各类金融机构和资管产品的回购、逆回购和证券借贷业务等证券融资交易制定实施统一的折扣系数监管标准，控制证券融资交易杠杆水平，缓解顺周期效应。在定性监管方面，要求折扣系数计量方法应主要考虑质押证券市场风险，降低对外部评级的依赖性。针对折扣系数计量所采用的样本容量、置信区间和需要综合考虑的质押品特征、交易对手情况等提出监管要求。在定量监管方面，制定统一的证券融资交易折扣系数最低定量标准，市场参与者以其为限，综合考虑市场环境、交易对手等其他因素影响，审慎决策折扣

系数水平。此外，结合《巴塞尔III：后危机改革的最终方案》引入折扣系数最低定量标准的证券融资交易资本计量框架，研究决策相关国际规则在我国能否实施及具体的实施制度安排，促进银行主动按照折扣系数最低定量标准开展证券融资交易。

二是引导促进高流动性、低风险资产质押品使用。充分考虑不同市场和各类业务的投资者类型及其风险承受能力存在的差异，对质押品的合格标准做出稳妥安排。当前，尤其需要在普通投资者参与的交易市场，针对高风险、低流动性证券制定较高的折扣系数要求或者限制其入库，同时研究决策是否允许金融机构以票据等估值难度较大、流动性较低资产为质押品开展证券融资交易，或者应当至少大幅提高票据等质押品的折扣系数要求，以防市场下行期间因质押品缺乏流动性引发的资产抛售和市场价格螺旋式下跌。

三是推动我国证券融资交易逆周期监管研究。在充分借鉴国际研究成果基础上，研究建立我国证券融资交易逆周期监管框架，重点是结合我国金融体系运行的具体情况，研究论证折扣系数逆周期调整的挂钩变量，为加强证券融资交易监管、防范金融市场风险储备宏观审慎政策工具。 ■

参考文献：

- [1] Acharya V V, Gale D, Yorulmazer T. Rollover Risk and Market Freezes[J]. The Journal of Finance, 2011, 66(4): 1177-1209.
- [2] Adrian T, Shin H S. Liquidity and Leverage[J]. Journal of Financial Intermediation, 2010, 19(3): 418-437.
- [3] Battistini N, Grill M, Marmara P, et al. A Case for Macroprudential Margins and Haircuts[J]. Financial Stability Review, 2016, 6: 110-119.
- [4] BCBS. Basel III: Finalising Post-Crisis Reforms [EB/OL]. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.htm>, 2017-12-07
- [5] BCBS. Haircut Floors for Non-centrally Cleared Securities Financing Transactions [EB/OL]. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d340.pdf>, 2015-11-01
- [6] Biais B, Heider F, Hoerova M. Risk - Sharing or Risk - Taking? Counterparty Risk, Incentives, and Margins[J]. The Journal of Finance, 2016, 71(4): 1669-1698.
- [7] BIS. The Role of Margin Requirements and Haircuts in Procyclicality [EB/OL]. <https://www.bis.org/publ/cgfs36.htm>, 2010-03-23.
- [8] Brumm J, Grill M, Kubler F, et al. Collateral Requirements and Asset Prices[J]. International Economic Review, 2015, 56(1): 1-25.
- [9] Brumm J, Grill M, Kubler F, et al. Margin Regulation and Volatility[J]. Journal of Monetary Economics, 2015, 75: 54-68.
- [10] Brunnermeier M K, Pedersen L H. Market Liquidity and Funding Liquidity[J]. The Review of Financial Studies, 2008, 22(6): 2201-2238.
- [11] Buraschi A, Menini D. Liquidity Risk and Specialness[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 64(2): 243-284.
- [12] Constâncio V. Margins and Haircuts as a Macroprudential Tool[C]. Remarks by V í tor Constâncio, Vice-President of the ECB, at the ESRB international conference on the macroprudential use of margins and haircuts, Frankfurt on Main. 2016.
- [13] CGFS. The Role of Margin Requirements and Haircuts in Procyclicality [EB/OL]. http://www.fsb.org/2010/03/cos_100301/, 2010-03-01
- [14] Duffie D. Special Repo Rates[J]. The Journal of Finance, 1996, 51(2): 493-526.
- [15] Duffie D, Garleanu N, Pedersen L H. Securities Lending, Shorting, and Pricing[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 66(2-3): 307-339.
- [16] ECB. Response to the European Commission's Consultation on the Review of the European Market Infrastructure Regulation (EMIR) [EB/OL]. http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb_reply_to_commission_public_consultation_emiren.pdf?d2d149511414150aa03972c156c5e9d9, 2015-09-02.

(下转第77页)