

## 中国交易所回购市场法律问题分析

王 畅

**内容提要：**中国债券回购市场诞生于1991年，在近20年的发展历程中，它为各类市场主体构建了重要的短期融资平台，对推进中国金融体制改革和金融市场创新做出了积极贡献。但市场的发展道路并不平坦，其间长期充斥着各类违规违法现象，造成了巨额交易损失，对中国金融秩序和安全构成严重威胁，且虽经数次整顿仍反复发生。中国回购市场的问题主要成因而于现行金融体制与金融发展客观需求间存在的体制性冲突，成立于体现浓郁“中国特色”的法律制度构造，爆发于市场主体利用制度缺陷、铤而走险式的不当交易行为。问题的彻底解决应当从完善法律制度和改革金融体制两个方面共同努力，既要建立与回购交易本质属性和经济功能相适应的恰当的法律规则体系，又要遵循金融发展的客观规律，结束不恰当的金融市场分割局面，解除不必要的各种金融限制，建立统一、开放、顺畅流动的稳定、高效的金融系统，从而剥离回购市场承载的过多与其交易性质不相符合的额外功能，使其恢复应有面貌。

**关键词：**回购市场 银券对付(货银对付) 三方回购交易 中央交收对手 代理和隐名经纪

王 畅，中国政法大学民商经济法学院。

中国债券回购<sup>[1]</sup>市场诞生于1991年，2009年的市场交易总规模超过70万亿人民币。在近20年的发展历程中，它为各类市场主体构建了重要的短期资金融通平台；提供了保持资产流动性、收益性及安全性，实现资产结构多元化和合理化配置的有效金融手段；并成为央行贯彻货币政策的重要渠道，发挥着加快利率市场化，推进金融体制改革和金融市场创新的积极功效。<sup>[2]</sup>但必须看到，中国债券回购市场的发展道路并不平坦，长期充斥着各类违规违法现象，造成了巨额交易损失。债券回购市场的混乱局面对中国金融体系的秩序和安全构成严重威胁，且虽经数次整顿却仍反复发生。有鉴于此，我们有必要探究导致中国回购市场秩序得不到根本改善的制度性根源，力图以制度完善为着眼点，有效防范违规违法现象

[1] 鉴于回购交易具有特定的法律涵义和交易性质，因此，本文严格区分回购交易与购买/售回交易（即买断式回购交易），并在文中在相同意义上使用回购交易与质押式回购交易术语。鉴于回购交易的标的证券可以涉及任何有价证券，因此，本文在相同意义上使用证券回购、债券回购和国债回购术语。

[2] 参见吴晓灵主编：《中国金融体制改革30年回顾与展望》，人民出版社2008年版，第160、170页；李扬：《中国国债回购市场分析》，载《经济研究》1996年第8期。

的出现,促进市场的健康、有序、安全发展。同时,难以根除的中国交易所回购市场问题与中国金融体制的某些弊端息息相关,并具有一定的典型性,可以被作为透视中国金融市场中大量存在的体制病的实证素材,对它的深入研究将帮助我们认清中国金融的历史与现状,并促使我们思考如何通过金融体制的变革推动中国金融未来的长远、稳健、真实成长。

## 一 中国回购市场功能定位的偏差

### (一) 回购市场经济功能分析

#### 1. 回购市场的发展溯源

回购交易是指交易双方订立回购协议,约定一方向另一方交付一定证券作为担保借入资金,并同意于未来特定日期由资金借入方向资金贷出方归还借款本金及约定利息并同时取回担保证券的法律关系。资金的借入方称为回购方,即交易中的卖方;资金的贷出方称为逆回购方,即交易中的买方。在市场操作层面上,一项回购交易就资金借入方角度而言是回购交易,就资金贷出方角度而言是逆回购交易或返售交易。

早在1917年,美联储为应对美国战时信用紧缩困境,通过回购交易为其成员银行提供信用。<sup>[3]</sup> 20世纪20年代,纽约联储使用回购交易为非银行交易商提供信用。<sup>[4]</sup> 经过20世纪30年代恐怖的大萧条和二战期间的短暂停滞,伴随美国进入利率市场化的金融时代,回购市场于50年代初期开始获得飞速发展,并于80年代起形成极大繁荣。<sup>[5]</sup> 适应金融形势的变化,市场主体不断开掘出回购交易的新用途,极大地扩展了其市场价值和金融功能,其在金融市场中的地位和影响与日俱增。在美国回购市场中,回购方主要包括国债的一级交易商和为数众多的国债二级市场交易商;逆回购方主要包括货币基金、大型企业、州和地方政府、外国中央银行。美国回购市场呈现出自发形成、自治发展、自律管理的经典自由资本主义特质。作为被誉为“大爆炸”的金融改革的成果之一,英国于1996年1月2日正式启动国债回购市场。市场参与者主要包括:商业银行、投资银行、资金管理者、地方政府、企业等。英国回购市场是在一整套完善的成文规则的引导和规范下创立和发展的。在筹备阶段,市场参与者和监管者即共同制定、发布了一系列市场规范,明确规定了回购交易中的各种重要法律问题和交易参与者的行为准则,并不断根据市场发展予以修订。这为英国回购市场的健康、有序发展奠定了清晰的法律框架和坚实的制度基础。此外,英格兰银行敏锐地意识到回购市场的未来成长需要交易系统的结构化创新予以推动,并倡导推行回购交易的净额结算体系和可广泛使用的电子化交易机制。现今,回购市场规模在全球范围内迅猛扩张。印度、日本、匈牙利、俄罗斯、我国台湾地区等许多国家和地区均设立有回购市场。

#### 2. 回购市场的经济功能

回购市场日益成为现代金融体系中具有枢纽意义的重要组成部分,这主要得益于其呈

[3] 参见 Harris, S., *Twenty Years of Federal Reserve Policy*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1933, p. 289.

[4] 参见 Beckhart, B., J. Smith, and W. Brown. *The New York Money Market*, vol. iv, *External and Internal Relations*, New York: Columbia University Press, 1932, pp. 363-364.

[5] 参见 Simmons, E. 1947. *The Position of the Treasury Bill in the Public Debt*, *Journal of Political Economy* 55, no. 4 (August): 333-345, 1954. "Sales of Government Securities to Federal Reserve Banks Under Repurchase Agreements." *Journal of Finance* 9, no. 1 (March): 23-40.

现极为灵活、多样的经济功能,并与金融市场的其他部分存在广泛的关联关系。回购交易为市场主体提供了重要的短期融资途径。回购交易中的担保机制使其相较于无担保的货币市场(如同业拆借市场)对于贷款人而言更具吸引力。回购交易的利率往往低于传统银行贷款利率,且借款人不会失去对证券的所有权,其仍可以享有回购期间的证券利息收入和证券市场价值,因此使用回购交易融资对借款人而言也更为有利。

在一个开放的金融系统中,回购交易者可以应用对不同回购交易部位的对做,通过回购交易与其他金融交易的套作,获取利差收益、提高资产流动性、调整资产负债结构、管理投资风险和赚取交易利润。与此相应,回购市场连接起了货币市场、证券市场的各个部分,加强了金融系统的关联性。

## (二) 中国回购市场的功能错位——体制之痛

然而债券回购业务于上世纪末引进到中国后却变了样。当时恰逢我国经济腾飞之时,市场资金需求巨大,股市刚刚开始兴旺,大项目巨多,资金缺口多,投资机会多。但我国的金融业却完全在政府的掌控之中,利率没有市场化。事实上出现了利率的双轨制,即一方面,银行正轨贷出的利率很低,但控制很严,不能随行就市,且贷方基本限定于国有或国家控股的金融机构和中大型企业;另一方面,我国民间闲置资金甚多,中小投资人的投资渠道却很有限,许多投资项目民间不能参与。盘活手中闲钱,使之取得较大收益,成了民间资金的巨大需求。大的投资机构、大企业看中了这个需求,两者一拍即合。因而出现了我国债券回购的特殊现象,也出现了中国债券回购市场的特殊问题。

其一:债券回购主体特殊。中国回购市场交易者的主要类型与金融发达国家区别不大,大体包括银行、证券公司、机构投资者和非金融类企业。但有所不同的是,在金融发达国家,回购市场属于大额交易市场,鲜有居民参与其中。这表明,与金融发达国家以用最优利率实现短期资金融通的回购交易创设初衷不同,中国回购交易的基本功能和首要推动力在于:绕开金融当局的货币控制,吸收居民手中的储蓄资金,并摆脱现行金融体制的种种约束,由各类金融机构再行分配使用。

其二:债券回购交易目的特殊。一般而言,回购市场作为货币市场的组成部分,虽然其交易策略复杂,与其他金融市场间存在密切联动关系,但市场参与者运用回购交易与其他金融交易进行套作或对不同部位回购交易进行对做的策略,其目的主要在于获取不同市场间的利差收益和管理(对冲)所持存量债券市场价格波动风险,并不意图从事将回购资金投资于股票市场等长期投资领域这样的高风险操作。可见,中国回购市场参与者交易的最重要动机在于:对抗现行金融体制与经济发展客观上对长期资本需求间的激烈冲突,将信贷资金经由回购交易曲线输入股市等长期资本市场,利用货币市场工具实现长期资金的筹措。由于回购交易与长期投资领域的风险类型不相匹配,因此,应用这样的操作模式,交易者根本无法有效地管理市场风险,发生交易损失和连锁性债务拖欠势所必然。

综上所述,中国债券回购市场与西方相比,主体不同,功能不同,但操作方式相同,中国市场也就随之变了模样,出现了西方通常没有的特殊问题。概而言之,这些问题的核心是:债务拖欠、清算资金亏空和挪用客户证券三个方面。它们有如梦魇,相互交织、缠绕,笼罩着中国回购市场,始终挥之不散。

## 二 中国交易所回购市场法律制度的缺陷

为保证回购市场具有独特的交易结构和经济功能,西方国家在长期的实践中,探索出了一套与之相匹配的法律规则体系,清晰地规定了参与各方的权利义务。与回购市场的功能定位偏差相呼应,中国式回购市场在法律制度上存在诸多不同常规之处,这往往成为诱发或便利市场参与者实施“违规违法”行为的制度之弊,致使中国回购市场的问题长期得不到根本改观。1997年治理整顿后,中国债券回购市场分为了交易所市场和银行间市场两个相互独立的系统,各自封闭运行。交易所回购交易仍然沿用传统中国式回购交易法律制度,且依旧问题频发。而债券存量和交易规模均远远高于交易所市场的银行间回购市场,由于基本遵循了回购交易应有的法律规则,至今运行正常。其中问题一目了然。

### (一) 回购交易规则中的法律问题

#### 1. 回购交易规则之分析

##### (1) 回购交易基础法律关系

回购交易的基础法律关系并不复杂,其结构非常类似有担保贷款。回购方为借款人,逆回购方为贷款人,相关证券为担保品。一项回购交易确立后将涉及两次结算,一次是当期结算,一次是延期结算。具体而言,第一次结算为,于回购合同生效时(购买日期),逆回购方向回购方支付约定合同金额,回购方向逆回购方交付证券作为担保。第二次结算为,于合同到期日(回购日期),回购方向逆回购方归还合同本金和利息,逆回购方向回购方返还用于担保的证券。通过第一次结算,回购方取得资金,逆回购方成为相关证券的担保权人。通过第二次结算,逆回购方收回资金,回购方解除担保取回证券。如果合同到期日,资金借入方不能归还资金,资金贷出方可执行担保权利出售相关证券受偿,并可基于合同通过诉讼程序实现其资金偿还请求权。反之,如果资金贷出方无法返还作为担保的证券,资金借入方可以保留应归还资金,并用之在市场上重新购置证券受偿。<sup>[6]</sup>

西方国家通常采用所有权让与的方式来实现物的担保效果。国际上通行的回购协议规定,回购方是以出售证券给逆回购方的方式获得资金。在第一次结算中,回购方交付证券意味着向逆回购方转让证券的所有法律权利。<sup>[7]</sup>但逆回购方在合同期内只能为担保的目的而持有证券,不能以所有权人的身份将证券与自己的资产混同、取得证券收入(利息、股息、红利等)或任意处分,并有义务在第二次结算中将证券连同期间所获收入返还依约支付回购资金的回购方。这与购买/售回交易(也称买断式回购)有显著区别。

中国目前法律上并未承认所有权让与担保制度,因此,在回购交易中的担保效果以设定证券质押的方式实现。概略而言,以国债为标的证券,以国债质押为担保形式的回购交易即为质押式国债回购。其基础法律关系为:逆回购方有义务于合同始期交付合同价款于回购方,回购方有义务在合同终期向逆回购方还本付息(回购价款);回购方有义务在合同始期将相应证券质押给逆回购方,逆回购方有义务于合同终期在得到返回资金后,将相应证券解

[6] 参见2000 TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement。

[7] 参见2000 TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement。

质返还回购方。在合同期内,回购方是质押人,逆回购方是质权人,合同到期如回购方未履行还本付息义务,逆回购方得依质押关系依法处置质押物(国债)。特别需要注意的是:由于一项质押回购交易涉及初期和终期两次结算,因此很容易被认为是先后进行的两笔交易(如购买/售回交易中的情况),实际上,质押回购是一个完整的合同关系,两次结算不过是对一个单一合同所涵涉多项义务的分阶段履行。

## (2) 回购交易规则

为使回购交易的有益经济价值得到正常发挥,维护回购市场的健康秩序,回购交易需要以下交易制度的规范和保障。

第一,回购交易当事人资金支付和证券交付的同时履行义务。资金支付和证券交付是回购交易当事人最基本的法律义务。在一项交易中,除有特别约定,资金的支付和证券的交付要求同时履行。回购交易从整体上看是分先后两次结算始得完成,但在每一次结算中,交易当事人均负同时履行义务,银券对付是回购交易结算的基本要求。在任何一次结算中,如发生一方当事人未支付资金或交付证券的情况均构成回购交易的违约事件,将触发合同终止和违约损害赔偿。基于所购证券是作为合同价款担保物的性质,卖方要保证其对交付证券具有完整的法律权利,其上不存在任何权利瑕疵及附带任何留置权、索赔、担保等法律负担。

对于具体交易而言,担保物既可以被约定为一种特定证券,也可以被约定为各种不同种类的混合证券。对于非以特定证券作为担保证券的一般担保回购交易,应当根据不同种类证券的市场价格分别计算出其价值,然后将总价值与购买价格相当的多种具体证券划定为一项回购交易的担保物,总括交付与买方。于回购日期,买方须将同等证券返还卖方。同时,在一般担保物的选择中还可以设定集中度限制,例如每一种证券在最后确定的总担保物中所占的比例不超过10%。值得注意的是:虽然回购交易的所购证券不一定为某一种特定证券,但是,必须在卖方可供担保的所有证券中依DBV(Delivery-By-Value)规则<sup>[8]</sup>划定具体哪些证券被用作一项特定回购交易的担保物,并将该组证券交付给买方设定担保权利(质权)。

可见,资金和担保物的一一对应关系是回购交易的基本要求,是买方(资金贷出方)防范风险、维护金融安全的最根本保障,是实现回购交易经济功能和市场价值的最重要的制度安排。只有理解这一点,才能将回购交易与期货交易、融券交易等其他类型的金融交易相区别,才能正确把握回购交易的基本法律关系,交易规则的确立、市场行为的规范、法律纠纷的解决亦才能有合理、正当的依据。

第二,回购交易的保证金要求。市场主体之所以乐于参与回购交易的一个重要原因即在于担保机制的存在使资金贷出方的风险得到了有效控制,同时资金借入方取得资金只需要将证券用作担保物而无需出售证券丧失对证券的所有权。但是,由于回购交易的担保物是市场价格不断变化的证券,因此,在回购期限内,交易者仍然面临与证券价格波动相关的信用风险。对买方而言,当证券价格下跌,可能使担保物的价值低于购买价格,如果卖方违约,将出现担保不足的情况;对于卖方而言,当证券价格上升,可能使担保物的价值超过购买

[8] DBV即按市值交付规则,在一般担保回购交易中,要求须针对每一项交易,根据相关市场价格分别计算可供担保的各种证券的价值,然后选定总价与该项交易相当的一组具体证券进行交付,作为该项回购交易的专属担保物。

价格,如果买方违约,无法取回的证券价值将大于其借入的资金。为了防范回购期间交易各方面面临的信用风险,回购交易确立了交易保证金要求。<sup>[9]</sup> 回购交易中的保证金要求包括初始保证金和维持保证金。初始保证金是指在回购交易成立时,除购买价格外,当事人还约定一个保证金比率,并以此计算出在购买日期应支付的保证金。维持保证金是在整个合同期内,不断对购买价格与证券市值进行比较,如有差额,则由价值低的一方向价值高的一方支付保证金,以确保资金与担保物价值的相等。维持保证金的确定可以配合逐日盯市制度。在法律意义上,保证金形成支付方对接收方的债权,接收方负有对所接收保证金的返还义务。同时,交易当事人可就保证金另行议付利息。

需要强调的是:回购交易中保证金要求的意义在于,在整个合同期内,保证交易资金与证券(担保物)价值的相等,从而最大限度地发挥回购交易中担保机制化解交易风险的效果。这与期货交易、证券信用交易(融资融券)中保证金要求所具有的授信或透支意义完全不同。

第三,回购交易的违约与终止规则。回购交易中最重要违约事件包括:在第一次结算中,于购买日期,卖方未交付所购证券;买方未支付购买价款。在第二次结算中,于回购日期,卖方未支付回购价款;买方未交付所购同等证券。当违约事件发生时,回购交易中的守约方须向违约方发出违约通知(履行催告),通知中应确定最后履约日期、违约市值及合同将被终止等事项。如果违约方在最后履约日仍未履行义务,守约方可以通知终止回购交易并享有请求损害赔偿的权利。

## 2. 中国交易所回购中的交易规则根本问题——消失的担保关系

综上可知,回购市场属于有担保的短期货币借贷市场,担保关系的确立和维护是回购交易得以顺利进行的当然要求,也是回购交易法律关系的核心内容。只要切实保证回购交易中担保关系的适当、有效存在,当事人违约的意愿和损失将被大大降低。由于回购方在第一次结算中已经交付了足额证券作为担保,因此在第二次结算时如不返回资金将失去对已付证券的所有权,极高的违约成本可以有效促使其积极履行义务。因为逆回购方在第一次结算中已经取得了足额担保品,所以在第二次结算中即使回购方不返回资金,其损失基本上可以通过处置担保品获偿,交易风险将得到极好控制。如此,回购交易本应是低风险的、或曰风险可控的安全交易。然而,中国交易所回购交易规则却恰恰在回购交易最重要的担保关系的确立和维护上出了致命的问题,使之成为高风险交易。

### (1) 罪魁祸首——标准券

正如前文所述,回购交易的担保物为现券交易市场上存在的各种有价证券。质押式回购交易的回购方应通过回购交易将自己所有的证券质押给逆回购方以借入资金。显而易见,国债回购交易中的质押品应为国债现券。然而,中国1994年开展不分券种的国债回购交易之初,却引入了区别于国债现券的“标准券”概念,并以此为基础进行回购交易。正是这一混用“抵押券”与“标准券”概念的做法,给继后交易所回购交易质押物的认定和担保关系的确立造成了极大混乱。“标准券”不过是用以测算回购方所持不同品种债券市值,并据以

[9] 参见 Joint Economic Committee, 1959. "Employment, Growth, and Price Levels, Part 6B—The Government's Management of Its Monetary, Fiscal, and Debt Operations", Hearings Before the Joint Economic Committee. U. S. Congress, 86th Cong., 1st Sess., August 5-7, p. 1558; Lumpkin, S. 1993. "Repurchase Agreements and Reverse Repurchase Agreements", in T. Cook and R. LaRoche, eds., *Instruments of the Money Market*. 7th ed. Richmond: Federal Reserve Bank of Richmond, p. 63.

确定可供质押借入资金数额的计值单位。“标准券”制度实际上融合了GC类回购交易普遍适用的证券按市值交付、初始保证金和维持保证金要求的内容。但在中国交易所回购制度中，“标准券”的性质却被长期误读，一直被作为交易所回购交易的质押物看待。回购交易结算中被贷记的只是作为计值单位的“标准券”，而对真正的担保物国债现券却未做有效质押登记，仍可以被回购方自由交易。并且，交易保证金的计算与交付亦极不规范，根本无法保证交易资金与担保证券的价值相等。由此导致，在回购方不履行回购义务归还资金时，逆回购方因无足额担保物可供受偿，遭受巨大损失，并形成连锁性债务拖欠。可见，以“标准券”概念为基础设计的回购交易制度严重破坏了回购交易的正常秩序。虽然在新交易所质押回购交易规则中明确了“标准券”的计值单位的性质，<sup>[10]</sup>但该概念仍然容易引起歧义，并继续在制度上影响着回购交易中担保机制功效的正常发挥。

## (2) 名存实亡的担保关系

回购交易的担保贷款性质决定了一项回购交易由两次结算构成。第一次结算的法律效果是借款方提供担保物取得资金，第二次结算的法律性质为借款方归还资金赎回担保物。在两次结算中，双方当事人均互负支付资金或交付证券的义务，并要求义务的对等和同时履行。只有这样，才能够维护交易担保机制，保证及时发现和处理违约事件，保障交易安全。中国交易所回购交易制度虽然承认回购交易是“一次交易，两次结算”，但制度设计中没有明确交易当事人资金支付与国债交付的对等和同时履行义务，致使中国交易所回购交易的担保关系名存实亡。

第一，只有对于资金的借贷关系，没有基于国债现券的担保关系。依据中国交易所回购交易制度：在一项回购交易的结算中，实际上只有资金的支付，没有国债现券的交付。析言之，在一项回购交易的第一次结算中，只将资金由逆回购方账户真正划转至回购方账户，却并不将国债现券由回购方账户划转至逆回购方账户做质押登记，而是替换以在逆回购方账户中贷记“标准券”额度的方式。这样的结算方式，其法律效果只在于标识了逆回购方对回购方享有的债权额，而全然没有设定担保的性质，实际上免除了回购方在第一次结算中的国债现券交付义务，意味着借款方并非在提供担保物的前提下取得资金。与之相应，因为第一次结算并没有实现对国债现券的交付设质，逆回购因此不能承担返回其并未取得质权的国债现券的义务。所以在第二次结算中，只涉及对回购方资金的划转，并在逆回购方账户中对相应“标准券”额度做借记处理，以注销其对回购方的债权，不存在解除质权向回购方返还国债现券的环节。如此的制度安排，无异于彻底打碎了回购交易中的担保机制，使其变成了无担保借贷形式，为交易安全埋下了重大隐患。一旦回购方违约，逆回购方将处于“既无资金，也无证券”的尴尬境地，损失无法挽回。更重要的是，因为在第一次结算中回购方并没有交付国债现券，违约成本极低，这助长了其不计后果地大量以回购交易融入资金，并投入长期投资领域的高风险操作。当投资无法收回时，将产生回购债务拖欠情况泛滥的恶果。虽然，新规则中确立了“质押库”制度，但其只是要求借款人在交易前将所持有的国债现券一揽子提交质押给中登公司，并在此价值内进行回购交易，而没有规定国债现券在回购交易当事人间，与资金支付相对应的逐笔锁定并交付设质。换言之，“质押库”制度并未改变中

[10] 参见2006年《上海证券交易所债券交易实施细则》第四章；2007年《标准券折算率管理办法》第3条。

国交易所回购交易只结算资金不结算证券的做法。<sup>[11]</sup>因此,“质押库”制度起不到维护回购交易当事人间借贷担保关系的效果,它的功能仅限于在一定程度上弥合了现行中央交收制度中的缺陷,给作为中央交收对手的中国证券登记结算有限责任公司(中登公司)带来的业务风险。

第二,没有确立回购方在回购交易中的到期还款义务。借款方有义务在第二次结算中还款赎券是回购交易法律关系的核心内容,是维护回购市场交易秩序的重要制度要求。但中国交易所回购交易规则却从未严守这样的要求,而是强调回购交易到期的滚动续作和卖券偿还。

“滚动续作”本身是回购交易的可行的到期处理方式。它的正确含义是合同展期而不是杠杆融资。即回购交易到期,双方当事人设定新的到期日和利息,使一项回购交易的期限得以延长。滚动续作的效果是一项到期回购交易的当事人同意延续该交易,保持原有的资金借贷和担保关系不变,而不是在原有担保证券价值不变的基础上,增加贷款数额,实现杠杆融资。但是,中国交易规则却将滚动续作定义为:“融资方在可融资额度内进行新的融资回购”,即一项交易到期,回购方不但不需要返还资金,还可以按该到期交易项下的国债现券市值,自动获得新的融资额度,在前债未偿、不提供新的担保物的情况下,直接借入增量资金。<sup>[12]</sup>可见,这实际上是允许借款方用已经质押过的国债进行再次借款,回购交易的足额担保机制不复存在,借款方在回购交易名义下实现的实质上是卖空操作。经过不断的滚动续作,担保效果将被逐步稀释殆尽,资金贷出方的风险大大增加。一旦资金链断裂,担保物价值与交易资金量根本无法匹配,交易损失在所难免。“卖券偿还”更是完全违背了回购交易法律关系的基本性质。《上海证券交易所新质押式国债回购交易业务指引》中规定:“回购到期日回购方可以转回证券,并可当日卖出,卖出的资金可用于偿还到期回购款。”可见,这一规定实际上根本否定了回购交易中的担保关系,借款方可以不需要还款解质,就能收回交易担保物的所有权,并对其进行自由处置,处置收益也只是可以而非必须用于清偿贷款人的资金。如此,贷款人的资金谁来偿还?回购交易的基本秩序何以维护?

如果说中国交易所回购交易规则中忽视两次结算中对国债现券的设质要求(证券交付),尚仅仅属于可能被利用导致“国债欠库”和“债务拖欠”问题的制度漏洞,那么,中国式滚动续作和卖券偿还的到期回购处理方式,实际上形成了默认借款人合法运用回购交易,实现卖空操作和不如期归还借入资金的制度安排。至此我们发现,中国交易所回购市场意图实现的经济功能与真正的回购交易——担保贷款性质的短期融资工具——并不相同,制度希望在回购交易形式中加入杠杆融资和卖空操作的功能,因此,回避对回购交易中足额担保机制的切实维护,则成为了交易所回购规则中隐含的设计初衷。于此情况下,要求交易中国国债现券以每项交易为基础,在当事人间进行正常交付设定质权亦当然不可行。相应的,中国交易所回购制度对交易当事人不用惯常的称谓,而是与正常回购交易相反,将回购方成为“买方”,将逆回购方称为“卖方”,同时不将逆回购方称为“资金融出方”而是“融券方”。如此的制度构造和交易效果并不能被简单地归结为疏忽或恶意,实际上,它体现了在中国现有

[11] 《中国证券登记结算有限责任公司债券登记、托管与结算业务实施细则》第三章,《上海证券交易所新质押式国债回购交易业务指引》第二部分、第四部分。

[12] 《上海证券交易所新质押式国债回购交易业务指引》第二部分第(5)条,第四部分举例。



金融体制中市场主体与主管部门诸多难言的苦衷和变通的技巧。当然,这种中国式金融创新模式必然以模糊交易法律关系为代价,致使交易当事人间的权利义务和行为规范含混不清,不利于金融交易秩序的维护和金融市场安全的保障。

## (二) 中央清算和集中存管制度中的问题

### 1. 回购市场的清算与证券保管制度分析

回购交易风险控制机制的有效发挥需要高效安全的清算和保管系统提供坚实保障。清算保管系统首先需要解决的是回购交易交收成本问题。西方早期回购交易的履约采用的是个别交收的方式。一项回购交易达成后,交易当事人分别选定自己的清算银行。在购买日期,买方将价款汇入自己的银行账户,再指示银行将其汇入卖方指定的银行账户。买方安排银行接受卖方交付的所购证券,并存入一个证券保管账户。在回购日期,各方再指示银行做反向交收。银行将收取清算、保管费用。每项交易单独完成交收,交易当事人需要就每笔交收支付费用,交收成本昂贵。交易者曾将回购交易的交收描述为“经营噩梦”,<sup>[13]</sup>为了降低交收成本,一些中小规模的贷款人(买方)开始接受一种被称为证书式回购的由借款人(卖方)代持证券的交收方式。适用这种方式,买方不再要求将所购证券直接转移至自己清算银行的证券保管账户,而是同意由卖方代表买方将所购证券存入卖方清算银行的专门账户予以保管,不再需要两次转移证券,简化了证券交收的环节,节省了交易费用。

证券代持交收模式的确立解决了交收成本过高问题。但是,随之而来的是人们始料未及的担保物保管安全问题。在证券代管回购交易中,买方(贷款方)仅取得了表明授权卖方(借款方)在卖方清算银行代表买方保管担保物(所购证券)的证书,而没有实现任何产生担保权确立效果的对担保物具有法律意义的占有——对实物证券的交付背书或实券转移;对无纸化证券的持有人账户登记。卖方的清算银行不属于交易当事人,没有任何为买方安全保管证券的法律义务,亦未确认承担为买方利益持有证券的责任。这就为卖方滥用代表权、挪用买方的担保证券打开了方便之门。1984-1985年间,美国以 Lion Capital Group 破产案为开端发生的一系列回购市场交易商破产案,使交易商利用 Letter Repo 的制度漏洞大肆侵占代表保管的担保证券的事实昭然天下,买方(贷款方)的担保权无法获得切实的法律保障,因担保物丧失而遭受惨重损失。受害者感叹道:难以想象,我们在回购交易中竟然处于既无资金也无证券的境地,这简直太疯狂了。<sup>[14]</sup>

Letter Repo 危机的教训使人们清醒地认识到:回购交易需要的是安全与便捷并重的清算保管系统。籍此,以独立的清算主体作为中介进入交易负责完成交收的三方回购交易登上了历史舞台,并成为目前最通行的回购交易形式。三方回购交易的交收模式为:清算主体与回购交易双方当事人共同签订清算协议,约定由清算主体作为独立的交易清算方,负责为交易当事人设立交收账户,转移和接受资金和证券,为买方的利益保管担保证券,并提供诸如选定担保物、逐日盯市确定保证金、替换证券等清算与保管服务。若卖方发生违约,将接受买方指令出售担保证券并主张实现损害赔偿请求权。同时,独立清算方亦保证卖方在回购日期可以收回证券,从而避免因丧失证券而在市场上重购证券时可能遭受的利益损失。

[13] Growing Caution: Hig Treasury's Investors Become More Careful After Two Films Fail, *Wall Street Journal*, April 12, 1985, p. 1.

[14] Thrift Crisis: Closing of Ohio S&Ls After Run on Deposits is One for the Books, *Wall Street Journal*, March 18, 1985, p. 1.

第三方清算模式不仅避免了银券多次转移,提高了交收效率,更很好地解决了无法同时控制交易双方交收风险这一回购交易中存在的天然缺陷,保证了交易安全,从而极大地助推了回购市场的安全与蓬勃发展。

## 2. 中国交易所回购中的中央清算制度问题——无法完成的交收

中央清算机构是三方回购交易中独立清算人的一种,它可以借助一套严谨的中央清算系统和强大的技术能力为回购市场提供高效、安全的连续交收服务。<sup>[15]</sup> 中央清算机构作为回购交易的中央交收对手,在第一次结算中,它将逆回购方支付的资金和回购方交付的证券收妥后,将资金由清算账户划转入回购方资金账户,将证券由清算账户划转至逆回购方证券账户做质押登记。在第二次结算中,它接收回购方返还的资金划转逆回购方资金账户,同时对逆回购方证券账户中的证券做解质处理并过户到回购方证券账户。当发生违约事件时:针对第一次结算,如果回购方未交付证券,中央交收对手应扣留清算账户中逆回购方已支付的资金,并帮助向回购方收取利息,连同已交付资金一并转回逆回购方资金账户,以了结交易。针对第二次结算,如果回购方未返还资金,中央交收对手应将逆回购方账户中的证券解质过户给逆回购方所有,或帮助出售并将价款划转逆回购方资金账户。可见,回购交易中的中央交收与国债现券买卖交易的中央交收在制度要求上没有区别,即以坚守银券对付原则为第一要义。其差别仅在于:回购交易为质权设定,现券买卖交易为所有权转让;回购交易涉及两次结算,现券买卖交易仅有一次。质言之,中央清算机构的责任为:通过保证回购交易当事人在两次结算中各自义务的同时履行,为回购交易减除交收风险,保障交收安全;而绝不是自己代为履行交易义务、以垫付资金的方式承担交易风险,或以虚计证券的方式破坏交收秩序。而中国交易所回购交易的中央清算制度却与此截然不同。

由于中国交易所回购交易制度中的担保关系有名无实,因此,在交易结构上根本无法实现两次结算中的银券对付。但是,为了保证回购交易的交收连续性,现行制度要求作为中央交收对手的中登公司承担起了代替回购方还款的责任。中登公司需要在与资金完全没有对应关系,且品种多样、价值变化剧烈的质押证券中,及时进行筛选并择机出售以平衡损失,这无异于将其由中央交收主体演变为了进行 Matched-Book 投资策略的交易商,且变形的回购交易使担保物总市值与资金交易量间存在天然缺口,其所面临的风险可想而知。这样的中央清算制度设计导致原本可由交易主体分散承担、及时了断的交易违约和担保品处置问题,全部集中在中登公司一身。更重要的是,由于中登公司对交易风险的全面承担,会进一步淡化回购交易当事人的风险控制意识,有害回购市场的健康发展。

此外,特别需要指出的是:金融市场中可以存在杠杆交易和卖空交易,但是,必须有一套与其相适应的中央交收制度以保证交易安全。所谓卖空交易不过是不进行前端审查的现货交易。交易者在交易时可以不持有证券,但在交易结算时必须买入或借入证券完成交付。卖空交易实际上仅是交易者的一种交易策略,其效果在于可以为交易者带来套利

[15] 一般而言,任何具备相应能力的银行、金融市场中的各类清算机构均可以充任回购交易的独立清算方。随着金融市场关联性的加强,对金融市场整体效率提升和系统性风险控制的要求日益提高,因此,通过中央结算系统完成交收成为交易者倾向选择和各国管理当局倡导使用的回购交易交收方式。在英国,国债清算中心(CREST)为英国市场中的国债回购交易提供中央清算服务。美国 DTCC 于近期宣布,其负责固定收益类产品清算的子公司 FICC 在得到 SEC 批准后,将为美国所有 Tri-Party Repo 提供中央清算服务。参见 DTCC to Expand Central Clearing for Tri-Party Repos, Business Wire, March 12, 2009。

收益。但在交收环节上,作为中央交收对手的清算机构,仍然要求严守每笔交易的银券对付原则,并不代行义务或虚计证券。当卖空方在结算时未买入证券,它可以通过独立借券市场借入证券或从清算参与人同意建立的清算系统借券机制中借入证券,并以借入的证券交付中央交收对手完成交付。可见,卖空交易必须与独立的借券(融券)市场配合运行,由证券买卖(回购)和证券借贷两个清晰的法律关系所共同构成。而在中国,由于不存在合法、有效的借券机制,因此,交易所回购交易的卖空功能只能以含混法律关系的方式实现,这必然形成部分交易的空转,交易安全无以为继。所谓杠杆交易实际上是期货等金融衍生交易所特有的功能,其法律关系、交易结构和清算体系更与回购交易完全不同。可见,赋涵杠杆、卖空交易效果的中国交易所回购交易制度和与杠杆、卖空交易交收要求并不相符的中央清算制度相结合,不仅不能起到适用中央清算系统提高交收效率和安全性的作用,反而积累并扩大了交收风险,并加剧了回购市场的系统性风险。中登公司在回购清算业务中,会发生用尽所有清算参与人的备付金、保证金和互保基金,仍发生逾千亿亏空的情况,便不难理解。

### 3. 中国交易所回购中的集中存管制度问题——丢失的国债现券

证券集中存管制度的核心内容即在于:明晰证券所有人与证券存管人间的财产法律关系,确定证券权属,以保护财产所有人的合法权益。集中存管是指债券所有人为了回购交易的目的,将其所有的债券存放于指定机构保存管理。这种保管的法律关系本来十分简单明确,如同港口码头仓库一样,保管人不能侵犯其所保管的物品,其职责仅仅是替客户妥善保管好所寄存之物,而无权随意处置该物。该物的所有权仍完全归属于委托人。存管机构只能代保管债券,不能处置;有义务依客户指令、为客户利益负责证券的日常保管维护和帮助完成交易过户。其要点为:促进证券存管关系的透明化,要求中介机构对其代持的证券进行分户、详细的所有人账户登记,全面披露间接持有状态下的证券权益拥有人明细,严格要求依所有人授权管理、维护代管证券,要求向所有人提供对代管证券账户变更的确认和查询服务。可见,安全保管是集中存管制度的首要价值目标。但是,中国现行集中存管制度却未能很好体现这一价值追求。

中国现行集中存管制度在保障客户金融财产安全方面存在严重缺陷。制度没有任何对客户授权的严格确认要求,而仅依据证券公司的申请和笼统的客户资料即可以完成证券的账户间划转,而不是根据客户指令,对其寄存之券做对应交付。这为证券公司挪用客户证券打开了方便之门,中国交易所回购交易中严重挪用国债现券问题亦由此而生。虽然,原有交易所回购交易的“席位清算制”经常被指为这一问题的祸首,但是实际上,这一制度设计本身即反映出现行集中登记、存管制度对存托证券财产权属确认的漠视。其实,回购交易是以国债现券为基础的,国债现券均有明确的权益人实名账户登记。因此,回购交易的登记、存管业务应该先确认现券持有人授权,再将现券转入指定回购交易账户,并确认每日结算结果,逐笔进行证券账户划转并做质押登记。而“席位清算制”的做法却与此完全不同,回购交易的存管业务因此处于只听证券公司的一面之词进行账户登记的只存不管的状态,最终助推回购交易演化成为证券公司大肆动用客户托管证券为自己进行融资活动的无本万利的生意。2006年的新规则尽管规定了国债回购按证券账户进行申报,但并没有配套地严格要求证券公司提交客户授权并由中登公司确认后放券的规定,却特别增加了“凡证券公司提

交的客户债券申报,均被视为客户已经授权”的中登公司免责条款。<sup>[16]</sup>可见,规则修改的效果仅限于明确中登公司对回购交易所用证券享有质权,从而彻底摆脱客户可能因国债被挪用而诉其返还的困扰。对于切实保护客户财产权利,有效防范证券公司挪用客户证券并无太大帮助。同时,企业债券回购交易仍然沿用已经被证明极不安全的“席位清算制”。<sup>[17]</sup> 据此我们可以认为,如果不从认识上将维护回购市场的财产秩序作为集中存管制度的首要原则,加强中央登记、存管机构安全存管责任,恐怕挪用客户证券问题难以从制度上得到根本解决。

### (三)交易代理与经纪制度中的问题

客户委托金融机构代为从事金融交易是金融市场活动的常态。客户在交易中与金融机构形成明确的代理或经纪法律关系,其权利义务适用严格法律规范的约束和保障。回购交易中代理与经纪关系所涉及法律问题要点不外乎二项:一是,明确金融资产所有者(普通参与者)对其代理商或经纪商的交易授权。这是保证普通参与者财产安全,防止金融机构侵占、滥用普通参与者金融资产的关键。二是,明确通过代理商或经纪商进行的金融交易,其权利和利润由客户享有,其义务和损失由客户承担。这关系着普通参与者和金融机构在金融市场中合法权益的法律保障,亦维系着金融市场整体秩序和系统安全。

在中国,出任代理商或经纪商角色的金融机构以证券公司为主。表面上看,中国证券公司与金融发达国家的交易商基本相同,但实质上,它们在生存环境、经营模式和市场地位上迥然有别。在一个统一的金融系统中,交易商处于直接金融市场的中枢地位,可以通过做市商、经纪商、自营商身份的灵活转换,运用丰富多样的经营策略,创制产品、促成交易、组织市场,起到贯通整个金融系统、协助调度社会资源市场配置的金融统筹作用,从而为自己拓展出巨大的市场价值和宽广的生存空间。然而在中国条块分割、壁垒森严的金融体制下,中国证券公司融资渠道和交易手段都非常有限,挪用代管的客户金融财产从事房地产投资和坐庄炒股便成为了处于金融体系边缘地带的中国证券公司在很长一段时间内的重要生存模式。这其中隐含的问题一望可知。但在这一问题上,主管部门不可不面临维护金融秩序和体认证券公司现实需求的两难抉择。

对于交易所回购交易而言,其创设的初衷更是主要在于为证券公司提供一个融资的平台。当制度对客户资金账户的管理日趋严格,证券公司可以腾挪的资产只剩下了财产关系尚较模糊的客户托管证券。这与结构独特的中国交易所回购交易制度相结合,使证券公司得以在自有资金和国债现券均有限的条件下,通过挪用客户托管证券提高融资额度,借助杠杆式循环续作延长用款期限并进一步扩大融资规模。同时,被民间借贷限制和正规债券市场缺失压抑的客户放贷需求与证券公司筹措资金和证券的愿望,也被包装成笼统的委托从事交易所回购交易的形式最终得以释放。这就使中国交易所回购市场成为了挪用证券的重灾区,形成了错综复杂的挪用证券问题,并且成为加剧、引爆市场整体风险的助燃剂。2006年新规则中将质押式回购业务的当事人界定为:“质押债券取得资金的会员或特定机构为融资方,作为其对手方的会员或特定机构为融券方。”这再一次模糊了证券公司在交易中的

[16] 2006年《中国证券登记结算有限责任公司债券登记、托管与结算业务实施细则》第57条。

[17] 2006年《上海证券交易所债券交易实施细则》第12条。

代理人或经纪人身份,未明确经代理或经纪完成的回购交易的交易当事人应为作为委托人的客户。同时,仍然保留了性质完全相同的企业债券回购业务的“席位清算制”。这些规则之深意耐人寻味。

### 三 结论:对策与反思

一言以蔽之,中国交易所回购市场的问题:成于现行金融体制与金融发展客观需求间存在的体制性冲突,成于体现浓郁“中国特色”的法律制度构造,爆发于市场主体利用制度缺陷、铤而走险式的不当交易行为。因此,仅靠主管部门严禁违规违法行为的严正声明,和危机发生后的清理整顿及集中风险处置,恐怕难以从根本上解决问题。依笔者所见,我们需从完善体制的改革方面着手,以真正达成正本清源的效果。

#### (一) 法律制度的完善

正确把握回购交易的本质属性和经济功能,建立与之相适应的法律规范体系,以维护市场秩序、保障交易安全。具体而言:

第一,确立与回购交易有担保资金借贷性质相符合的交易制度。借鉴国际通行惯例和中国银行间回购市场做法,制定完备的标准化回购合同文本和严谨的交易规则,明确回购交易法律性质,确定双方法律权利与义务,有效规范市场交易行为。具体建议:(1)取消“标准券”概念,进一步明确国债现券的担保品地位。拆解、还原、强化目前“标准券”规则中复合的制度功能:确立明了、规范的不分券种证券市值计算规则,在不分券种回购交易中,锁定市场价值与资金价值相当的足额标的证券,为每笔具体交易设定专属担保物。确立初始保证金计算、支付规则,及逐日盯市的维持保证金计算、支付规则,在回购交易期内始终保持每笔回购交易项下的标的证券与回购资金价值相当。(2)明确回购交易当事人在交易的两次结算中,均分别负有支付资金(资金出借或返回)或交付证券(证券设质或解质)的义务,且其义务必须对等、同时履行。修正“质押库”制度,明确逆回购方是回购交易标的证券的质押权人,并对回购交易进行逐笔证券交付设质。(3)明确在两次结算的任何一次中,交易当事人任何一方未履行资金支付或证券交付义务,均被视为违约终止事件。在一定日期内如仍未履行义务,回购交易将自动终止,守约方得保留资金或取得证券所有权,并对违约方就所受损失享有损害赔偿请求权。

第二,确立以保障交收效率和担保品保管安全为核心目标的中央清算和集中存管制度。中央清算和集中登记、存管机构在业务中应当:(1)确认和维护回购交易的担保机制的有效存在,坚守两次结算中的银券对付原则。(2)确保担保机制风险控制效果的发挥,为不分券种回购交易提供一一对应的担保品锁定及市值计算服务,并提供逐日盯市的担保品价值变动计算及保证金交收服务。(3)明晰存管证券的财产权属关系,承担维护金融财产秩序的使命,严明客户授权提交和确认纪律,严格按照合法有效的权属认定和变动依据进行客户存托证券的登记和管理。(4)正视大规模金融交易对中央交收和集中存管业务提出的海量信息处理能力的要求,谨慎开展与自身技术能力相匹配的业务活动,在能力所及的范围内承担交收、存管责任,避免因技术原因危殆金融系统安全。

第三,明确代理与经纪法律关系,严格证券公司法律责任,规范代理或经纪交易行为。

(1) 重视客户交易授权的法律意义。在金融交易中,客户授权不仅具有确定客户与证券公司双方权利义务关系的法律意义,更是证券公司能够使用客户金融财产从事交易的唯一凭证,也是认定因交易所取得金融资产法律权属的唯一依据。因此,在制度上,不能将客户与证券公司的委托协议和客户交易指令仅作为备查信息做备案、保存处理,而必须严格要求对每笔代理或经纪交易,在申报、结算与登记存管环节中,反复核查与确认客户授权与指令。如果没有严格的制度要求和有效的外部监督,仅用一张“证券保管单”即可以从事回购交易的乱象还可能重演,客户的金融财产安全无从保障。(2) 确立证券公司代理或经纪业务中财产关系的严肃性,强调经纪商从客户取得的金融资产只能被用于交易的结算,无权以任何形式自用。借鉴银行间回购市场的相关规定,制定严格的结算规则。明确:经纪商只参与结算而不享有交收利益。在交易结算中,经纪商负责将客户交付的金融资产转付给交易对方当事人,同时接受对方当事人交付的金融资产并转付客户,该金融资产的所有法律权益属于客户。规范:结算参与人的资格和结算方式,结算经办人的资质及工作纪律,结算指令的接受、确认、反馈和结果的查询流程,非正常情况的处理方式等问题。必须由严肃财务管理制度和财金纪律的高度设定证券公司挪用客户存托证券的法律责任,这不仅仅属于民事侵权问题,更是侵占他人金融资产的严重犯罪行为。

## (二) 金融体制的改革

中国交易所回购市场中存在的问题不是孤例,它是中国金融系统中长期隐现的典型问题的一个缩影。这一问题很难简单地用“对”或“错”加以评判,它带有鲜明的时代烙印,凝集着意味深长的历史宿命感,激发人们对中国金融未来发展深刻的反思,根本解决途径恐怕也只有诉诸于观念的创新与体制的变革。金融系统有如社会经济的血脉,统一、开放、贯通、顺畅流动是金融系统功能高效发挥和系统稳定运行的当然要求。但由于经济转轨期的特定国情,致使中国金融系统中长期存在区隔和闭塞的现实,因此,不得已经常选择提高局部循环速度的代偿方式以维系体系的持续运行。这势必阶段性地形成局部失调和恶变,并危及国家整体金融秩序。随着经济改革的深入和金融的深化,我们已经有条件也有能力通过进一步加强金融市场体系和业务体系建设、提高金融机构能力和金融服务水平、改善金融发展环境,使这些问题从体制上得到彻底解决。

中国交易所回购市场长期存在的问题归根结底不过是源于其承载了太多与其交易性质并不相符的额外功用。解决的根本途径在于:(1) 拆解现行交易所回购市场中附涵的额外功能,在制度上还原回购交易的真实面貌。同时,拓展金融市场的广度和深度,建设包括规范的融资融券市场、国债期货市场等多功能、多层次的金融市场体系,满足市场主体的正当交易需求。(2) 逐步拆除市场壁垒、不断丰富金融产品、有序发展跨机构、跨市场、跨产品的金融服务,拓宽包括证券公司在内的各类金融机构的融资渠道和业务领域,为中国金融业提供公平、广阔、有序的生存和发展空间。(3) 健全金融服务方式和手段,完善金融服务设施和布局,促进各类金融信息系统和市场交易系统的互联互通,提供统一高效的现代化金融支持体系,减低交易成本、提高交易效率、维护交易安全。(4) 在统一回购合同文本和交易规则的基础上,祛除交易所和银行间回购市场的人为阻隔,实现交易主体的自由交易选择和资金的跨市流动,并最终实现债券市场和货币市场的统一。(5) 重视民间力量,体认现实需求,尊重市场的自主创新,使金融体制建设贴近市场规律和市场实践。追随国

际趋势,深入研究、把握金融发达国家各类金融业态的内在运行机制和系统支持体系,智慧地借鉴,妥恰地运用。(6)充分认识金融系统的复杂性、多样性和关联性,准确把握各类市场、业务、产品、机构的性质、功能、法律意义、制度要点及相互关联,制定法律关系清晰、规范目的明确、制度内容严谨、责任体系严明的法律制度,审慎监管,严格执法,及时、公正审理金融案件。

总之,我们应该在更深刻体认金融发展规律的前提下,适应市场主体的合理金融需求,结束不恰当的金融市场条块分割局面,解除不必要的各种金融限制,建立法律关系清晰、经济意义明确、制度规范完备、监管措施到位的多层次、多功能、多形态的金融体系,促进金融系统的顺畅、高效、安全、平稳运行,以实现推动中国金融市场和国民经济高速、有序、健康、科学、可持续发展的社会主义现代化建设目标。

---

[ Abstract ] Established in 1991 and in the past 20 years, China's repo market has shaped an important short-term debt-credit platform and offered an effective management tool for financial assets and financial allocation for various kinds of participants in market, thus making a positive contribution to the promotion of reform of financial system and of an innovative financial market in China. However, the growth of financial market has not been smooth, being full of all kinds of violation of law and regulations. This situation has resulted in enormous business losses and posed serious threat to China's financial order and security. It is necessary for us to explore the root causes leading to these problems, and find out effective approaches to solve them thoroughly. This article analyzes the deviation of functional place of repos and defects in institutional design of China's on-exchanges repo market from perspectives of both financial and legal systems. The author believes that problems faced by repo market are resulted from the systematic conflict between current financial system and objective needs of financial development, caused by framework of legal system carrying strong "Chinese characteristics", and stimulated by improper and reckless business conducts by market participants making use of the institutional defects. On the basis of this, the author points out that the establishment of a healthy repo market should depend on the following two efforts—the improvement of legal system and the reform of Chinese financial system. Only in this way, can we realize a sound and safe growth of China's repo market and promote its prosperity in a lasting way.

---

(责任编辑:姚佳)