



302 号文： 道高一丈的债市新规

302 号文针对债券市场过去存在的代持业务和高杠杆运作模式进行了规范和限制，集中体现了行为监管、审慎监管、协调监管的成果，将对市场产生深远影响。

文 | 宗军

2018 年新年伊始，一行三会即发布《规范债券市场参与者债券交易业务的通知（银发[2017]302 号）》（下称“302 号文”），规范债券市场参与者债券交易业务。

作为金融去杠杆政策的延续，302 号文体现了未来监管协调统一的整体思路，针对债券市场过去存在的代持业务和高杠杆运作模式进行了规

范和限制，将对市场产生深远影响。

追根溯源

充分理解 302 号文的初衷、内涵和影响，需要对其发布前的经济金融背景情况有一个长焦概览。

从宏观背景看，进入新常态后，经济呈现“三

期叠加”的复杂运行态势。增长速度换挡，主动开展结构调整，化解累积矛盾，必然伴有阵痛。这些宏观变化折射到银行体系，则是连续保持多年的不良贷款余额和不良率双降态势开始戛然而止。中小银行机构主要服务的企业对象不良率较高，矛盾尤为突出。贷款作为传统资产端业务的形势不利，逼得银行求变。因为银行资金不能进入股市，广大中小银行纷纷将目光投向债券市场，八仙过海，各显神通，有的做自营，有的做委托投资，有的做同业投资，资金来源注入债市。有点夸张的真实案例是，个别商行将80%以上的可用资金投入债市运作。

从市场环境看，随着利率市场化的推进，中国金融加速脱媒。商业银行特别是中小银行的传统负债来源——存款增速下降，其他负债来源的利率成本上升。同时，存贷息差大为压缩，较为充裕的市场流动性被输入债市。日益依赖金融市场的批发性融资逐渐大行其道。这一过程中，既有应对市场条件变化的理性选择因素，也有借助金融业务规模扩张和弯道超车的主观冲动。在高速扩张的债市投资中，要取得较高的回报，往往会诉诸加杠杆和期限错配，即滚动借入成本较低的短期资金，投资期限较长的资产。随着入市资金的拥挤，“资产荒”进一步驱使这种错配。

从微观机制看，债市投资的杠杆可能来自多个渠道。一是回购融资。通过回购质押获得资金后买券，质押再融资后再买券，如此几个来回，形成债市内部的显性杠杆。二是机构代持。投资者自身加杠杆受约束时，让另一个有空间的机构代为持有债券，到期给对方一个资金成本，自己保留剩余收益。如此委托代持，不断滚动续作，期限长达数月甚至跨年，俗称“养券”。可见，代持养券与回购放大的原理相似，都是利用短期利率与长期利率利差来放大杠杆。区别是代持往往通过场外抽屉协议，不在相关方的表内体现，因而是存于债市内部的隐形杠杆。三是同业拆借。

这是债市以外的杠杆。但由于传统上人民银行对金融机构拆借实行限额管理，且拆借属于信用借贷，因此拆借规模增长较为平稳，不是债市加杠杆的主渠道。四是同业存单。同业存单在政策观察期一度豁免比例管理和宏观审慎管理，因此余额爆炸式增长，是债市外部杠杆的主力。五是同业理财。通过该渠道，以同业信用（适用20%风险权重）替代债券信用占用（信用债券100%风险权重），从而节约资本占用。银行通过发同业存单，购买同业理财产品，同业理财反过来再购买同业存单，形成自我强化的巨量循环。此外，不同理财产品通过分级安排，劣后安排部分也相当于额外加了结构化杠杆。

上述种种机制形成了复杂的融资网络，在一定条件下出现了期现套利、信用套利、监管套利、结构套利等多种套利交织、多种杠杆叠加的局面。加之微观主体短期盈利激励大、内部合规松弛，一旦出现市场不利态势，高杠杆的局部机构必然承受较大的调整压力。这种情况下，由“萝卜章事件”违规代持所暴露出的风险和问题，激起相关监管层的高度警惕，成为出台302号文的直接导火索。金融危机后美国的银行体系大幅降低批发融资规模，提供了重要借鉴。中央金融工作会议确立的强监管主题和十九大确立的防范化解重大风险攻坚战，进一步为规范债市行为确定了政策基调。

延续去杠杆

302号文是金融去杠杆政策的延续，贯穿全文的主线是：全覆盖、强合规、禁代持、控杠杆。其主要内容如下。

一是覆盖债券全市场，适用对象包括场内、场外符合有关规定的境内合格机构投资者，也包括非法人产品，交易形态包括现行各类债券交易业务。

二是明确市场参与者的内控体系要求。它

302号文是金融去杠杆政策的延续，贯穿全文的主线是：全覆盖、强合规、禁代持、控杠杆。

302号文和资管产品管理等规定一起，堵住债市加杠杆的各项通道，共同编织了债市控杠杆的安全网。

强调了引导市场参与者实施科学合理的激励机制和合规机制。例如，在资产方面，要求自营、资产管理、投资顾问等各类前台业务相互隔离；在人员方面，发挥中后台部门对前台部门的制衡作用；在系统方面，运用技术手段和指标管理；在制度机制方面，建立有效防火墙，避免激励过度投机等。

三是明确禁止行为。302号文梳理已发布的相关文件要求，重申了相关禁止性规定，如租借账户、利益输送、内幕交易、操纵市场、规避内控或监管等。

四是对代持有堵有疏，提出了针对性措施。禁止非报备线下交易，禁止回购、远期的无协议交易，禁止代持等“抽屉协议”交易。同时，明确了买断式回购交易的会计要求，正回购方应将回购债券继续按照自有债券进行会计核算，并统一纳入规模、杠杆、集中度等指标控制；规定买断式回购最长期限为365天，质押式回购可以换券，买断式回购交易可以现金交割和提前赎回；将债券发行分销期间代申购、代缴款的情形列为豁免情形；历史交易可以按合同继续履行，纳入表内规范造成相关监管指标不达标，一年之内予以豁免。

五是审慎控制杠杆。302号文注重市场参与者合理控制自身债券交易杠杆比率。鉴于处置了代持之后，债市内部的杠杆全部转为显性，债券回购是控制重点。针对多层嵌套的产品，302号文要求其净资产按照穿透至公募产品或法人、自然人等委托方计算。不过，由于加杠杆渠道不乏在债市以外，302号文没有将债券交易杠杆比率绝对化，而是主要作为监测整体杠杆的观测指标，以起到扯袖子、咬耳朵的警醒作用，促使市场参与者和监管部门提高风险防控意识。

流动性管理成重中之重

302号文较为全面梳理了债市交易行为监管

规范，是迄今相关行为监管的集成作品。它和资管产品管理等规定一起，堵住债市加杠杆的各项通道，共同编织了债市控杠杆的安全网。它在许多方面体现出强化金融机构风险防控主体责任的要求，贯彻了全面风险管理的方法论，对金融机构授之以渔，提出了债市合规体系建设的总纲要求，具有丰富的实践性和高度的针对性。

同时，也体现了审慎监管的重要成果。一方面，它鞭辟入里，从正反两个角度提出对债市交易行为的明确要求，要求实质重于形式和真实透明，体现了严格监管和有效监管的理念。另一方面，积极回应了市场的声音，充分考虑监管措施的全局影响。该文经过征求业内意见，做了实事求是的调整，并且规定了一年的过渡期，积极引导市场平稳过渡，有利于实现平稳有效降低债券市场风险的目标，避免处置风险的风险。

302号文还体现了协调监管的最新成果。金融稳定发展委员会成立后，监管协调性明显增强。此次302号文是又一份一行三会联合发布的监管文件。它明确债券市场宏观审慎管理部门必要时可对参与者杠杆要求进行逆周期的动态调整，各金融监管部门对所管理的金融机构内控制度建设、债券交易规范、杠杆比率审慎水平监督检查，金融监管部门之间加强信息共享与沟通协调；自律组织加强自律管理，市场中介机构加强债券市场监测和信息披露。

可以预见，302号文的出台对不同机构的影响亦将不尽相同。对于前期杠杆较高的部分机构，调整压缩规模的压力较大。对于小型机构影响较大，不但约束其融入规模，也约束其融出规模，这和监管部门约束中小机构扩张冲动的考虑一致。对私募产品的杠杆套上了轡头，中国式对冲基金的发展受到一定程度的抑制。对于杠杆率较低的存款类机构、保险机构、公募基金压力不大。

值得注意的是，尽管考虑了对市场震动最小

302 号文对债券交易杠杆比率的规定

	此前披露	302 号文规定需要向监管部门报告的情况
存款类金融机构（不含开发性银行与政策性银行）	债券回购资金余额不得超过存款余额的 8%	自营债券正回购资金余额或逆回购资金余额超过其上季度末净资产的 80%
其他金融机构（包括但不限于信托、资管、证券、基金、期货）	债券回购资金不得超过净资产的 80%	债券正回购资金余额或逆回购资金余额超过其上月末净资产的 120%
保险公司	债券回购资金不得超过净资本的 80%	自营债券正回购资金余额或逆回购资金余额超过其上季度末总资产的 20%
公募性质的非法人产品	债券回购资金余额不得超过产品净资产的 40%	债券正回购资金余额或逆回购资金余额超过其上一日净资产的 40%
封闭运作基金和避险策略基金	-	债券正回购资金余额或逆回购资金余额超过其上一日净资产的 100%
私募性质的非法人产品	债券回购资金余额不得超过产品净资产的 100%	债券正回购资金余额或逆回购资金余额超过其上一日净资产 100%

资料来源：根据公开资料整理

化，但毕竟会对市场的流动性预期有所影响。一是压杠杆、调仓位的操作会在局部时点加剧流动性压力。二是对逆回购的比例要求，既限制机构盲目加杠杆，也限制过度融出资金，可能造成一定的心理压力。三是集中去金融杠杆有可能形成顺周期的负面反馈。短期看，市场将经历被动去杠杆的过程，债市利率面临上行压力。长期看，随着代持业务规范化和杠杆率下降，债市曲线有逐步恢复陡峭化的可能。整个调整过程中，流动性管理成为重中之重，对流动性政策调节的依赖

性相对较大。

对此，政策操作可综合运用多种货币政策工具，强化稳健中性的流动性预期；重点保障存款类机构回购利率（DR）水平，同时适度兼顾全市场货币利率水平；必要时适度扩大国库现金管理操作，以收财政政策和货币政策配合之效；探索货币政策和审慎政策双支柱适度分工，不赋予货币政策过多的金融稳定职能。□

（作者系中央国债登记结算有限责任公司业务总监、《债券》杂志执行主编）