



质押式回购利率形成机制优化

债券业务中心



上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

2017年4月21日



一、 质押式回购介绍

质押式回购

- 正回购方(资金融入方)在将债券出质给逆回购方(资金融出方)融入资金的同时,双方约定在将来某一指定日期,由正回购方按约定回购利率计算的资金额向逆回购方返回资金,逆回购方向正回购方返回原出质债券的融资行为。

■ 交易所债券回购历史变革

1990年12月，上海证券交易所正式开业，国债现券交易

1993年，国债回购推出，以单只现券为基础，按席位交易

1994年，推出标准券折算制度，整合市场流动性

1996年，开始按季调整标准券折算比率

1998年，现券开始逐步转入账户托管，并建立回购登记制度

2003年，开始按月调整标准券折算比率

2005年，开始按周调整标准券折算比率

2006年5月8日，新债券回购交易制度推出

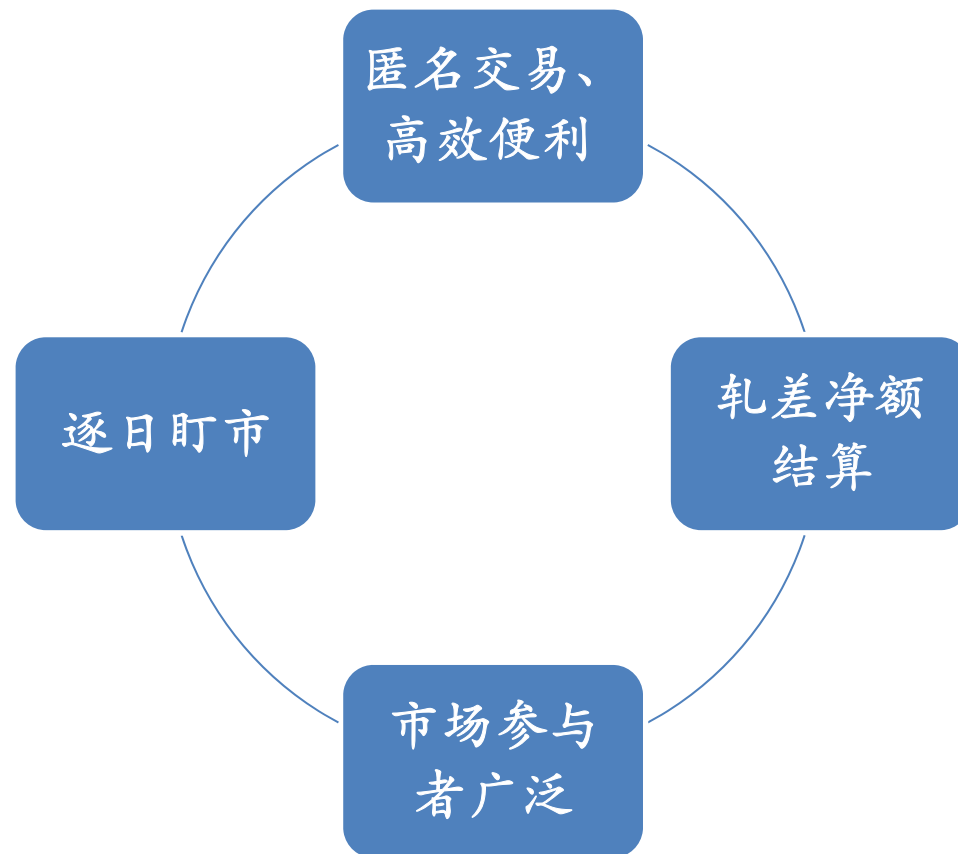
2007年，公司债开始记入回购质押库

2012年12月，新回购实行逐日盯市制度

2017年4月，调整可质押入库债券标准

2017年5月，调整回购计息规则和收盘价计算方法

交易所回购市场特点





■ 交易所回购市场特点

■ 标准券制度

标准券——指由不同债券品种按相应折算率折算形成的，用以确定可通过质押式回购交易进行融资的额度。

■ 标准化期限

1天、2天、3天、4天、7天、14天、28天、91天和182天共九个回购期限。

■ 匿名交易、高效便利

完全按照“价格优先、时间优先”原则撮合成交

■ 轧差净额结算

可以实现滚动续做，满足持续的融资需求

■ 逐日盯市

每日根据价格变动计算质押券价值，保证足额质押

■ 市场参与者广泛

■ 质押券标准:

—国债、地方债、政策性金融债;

—信用债质押回购入库新标准 (2017-4-7后)

债项评级为AAA级、主体评级为AA级(含)以上要求。其中,主体评级为AA级的,其评级展望应当为正面或稳定。

—信用债质押回购入库老标准 (2017-4-7以前)

同时在本所固定收益平台和集中竞价交易系统挂牌交易的公司债(含企业债)、可转债和分离债,且符合以下条件之一的,可作为新质押式回购的质押券:

(1) 债券发行人是中央直属的国有独资企业;

(2) 由中国工商银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、

(3) 中国农业银行股份有限公司、中国交通银行股份有限公司、国家开发银行之一提供全额无条件不可撤销连带责任担保或者提供足额资产抵押担保;

(4) 主体评级和债券评级为AA级;

(5) 经中国证监会认可的其他债券

■ 流动性安排 (四个T+0)

✓ 当日买券当日回购 (买券T+0)

✓ 质押期间实时换券 (换券T+0)

✓ 回购到期滚动续做 (续做T+0)

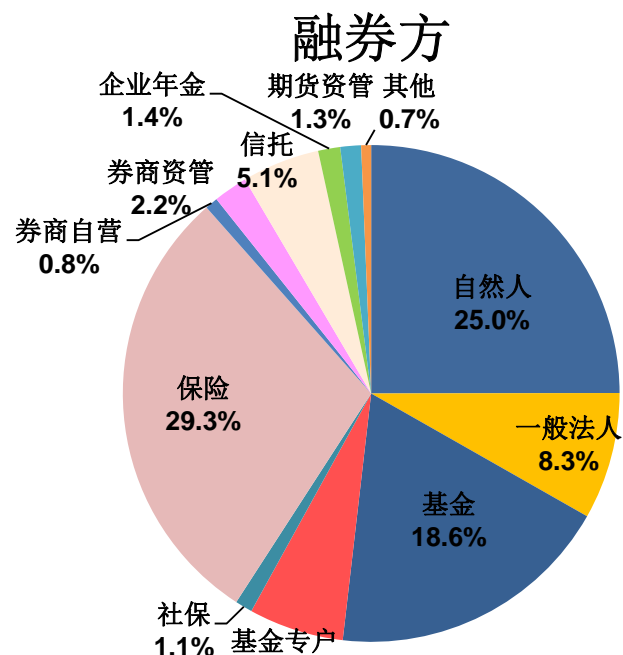
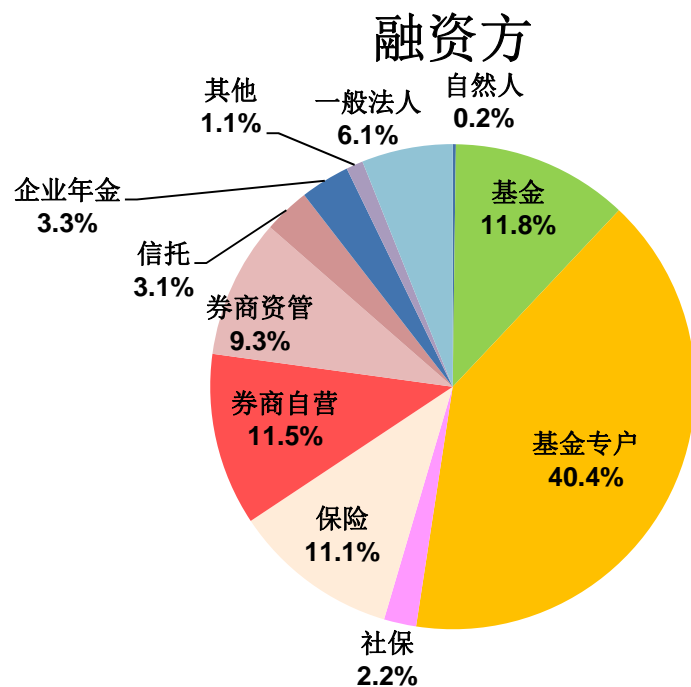
✓ 到期卖券还款 (卖券T+0)

上交所回购日均交易量及未到期规模

年份	日均成交金额 (亿元)	回购未到期余额 (亿元)
2009	145	418
2010	272	1059
2011	839	2140
2012	1423	3059
2013	2438	5492
2014	3252	7267
2015	4686	8921
2016	8778	15810

- 回购是债券的主要交易方式。2016年，上交所债券市场基本上全部是回购交易(98%)，现券交易为2%。2016年回购交易220万亿元。

上交所回购融资融券方结构



数据时间截止：2016年底

- 回购的融资方主要是基金专户、基金、券商自营、资管、保险公司等直接参与者；
- 回购的出资方主要是保险公司、券商的经纪客户（包括个人和机构客户），保险公司是回购市场最重要的出资方。

金融机构流动性管理工具

- 交易所回购市场采用市场化的撮合机制，自动匹配资金供求双方，具有高度市场化和自动化的特点。
- 保险、基金等机构大量转到交易所回购市场进行融资，交易所回购市场成为流动性管理的场所。

降低公司债券发行成本

- 发达的回购市场可有效盘活债券资产，满足债券投资人融资需求，提高债券流动性。
- 从历史经验来看，债券如果能被纳入交易所回购质押库，会显著增强投资者的参与兴趣，可以使发行成本下降20-30BP。



二、“质押式回购利率形成机制”优化方案

（一）交易所市场回购的“周四”效应增加利率波动

- “周四”效应主要是由于交易所回购业务计息规则导致，按照名义天数而不是实际天数计息导致回购天数与资金占用天数不一致。
- 在每周四、五一、十一、春节等节假日前，会出现回购实际资金占用天数大于名义天数的情况，导致回购利率大幅波动。

（二）回购收盘价一般较低、随机性强

- 债券回购收盘价一般都比当日加权均价低，且随机性较强。
- 上交所近一年来加权均价约为收盘价的3.8倍，收盘价最高为6.445%，最低只有0.005%。

“周四”效应的原因

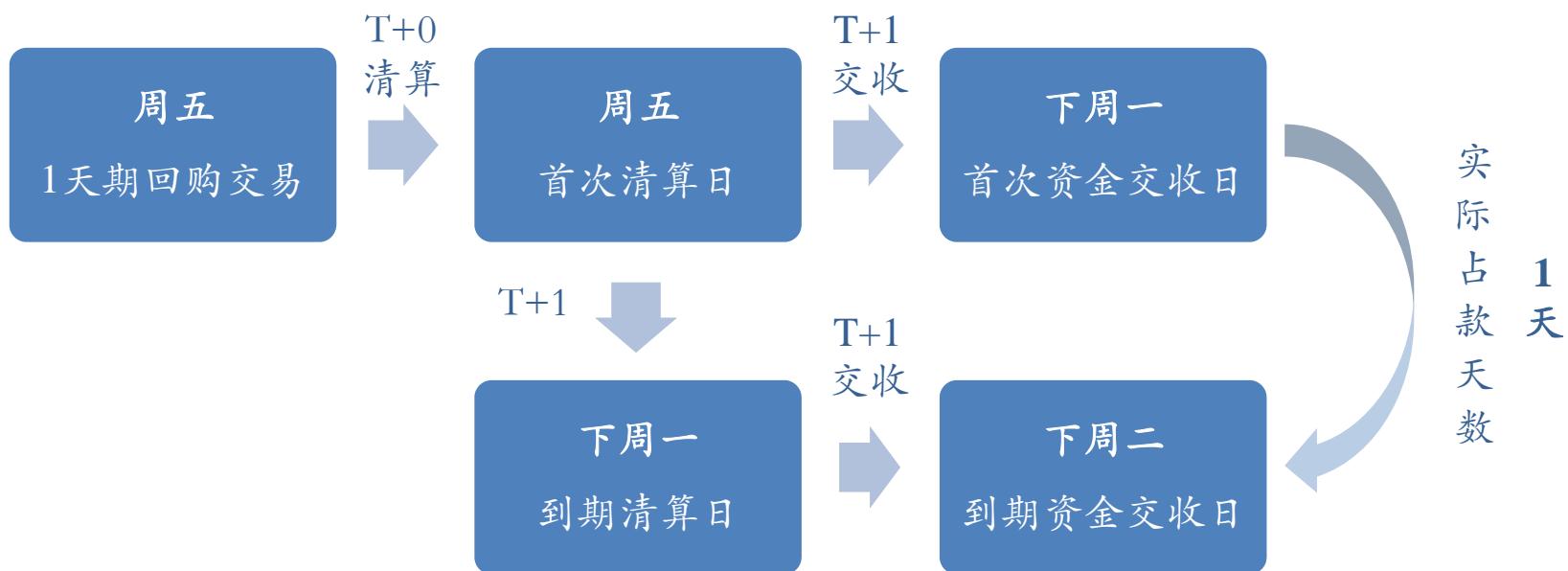
交易所市场

交易所市场回购采用“T+0”清算、“T+1”结算，周四1天回购融资周五为首期结算日，下周一为到期结算日，因而回购资金实际占用天数为3天（周五、周六、周日）；但交易所回购利息按照回购名义天数计算，比如周四1天期回购资金占用3天，但回购利息仍然按照1天计算，市场参与者通过回购利率自发调整（比如，当前市场利率水平为2%，市场参与者报价6%，回购利息计算为 $6\% \times 1/360$ ），从而出现明显的“周四”效应。

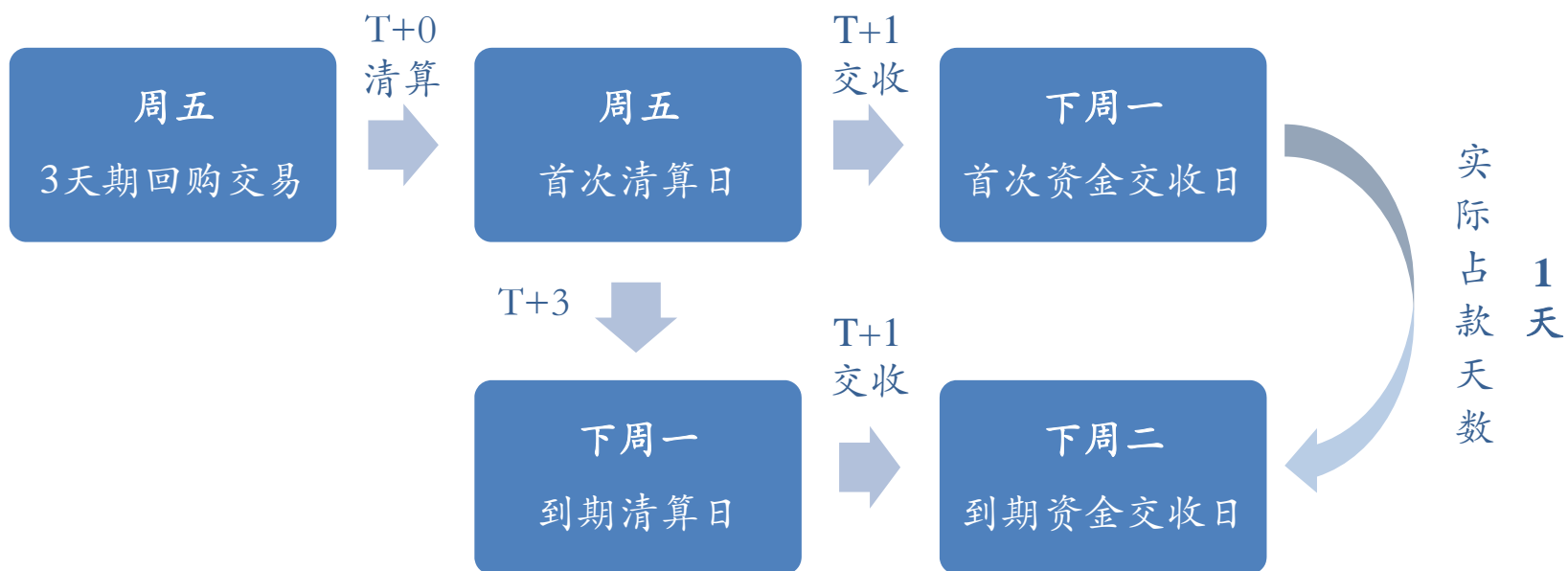
银行间市场

在银行间市场，回购为“T+0”结算，周五隔夜回购资金占用天数为3天，但银行间回购利息计算按照实际资金占用天数计算，因此，其回购利率是回购资金占用期间的平均年化利率，节假日因素不会对回购利率产生影响，回购利率相对平稳。

周五1天期回购交易实际占款天数举例



周五3天期回购交易实际占款天数举例



交易所原质押式回购实际占款天数举例

回购交易	首次清算日	到期清算日	首次资金交收日	到期资金交收日	实际占款天数	备注
周四1天期回购交易	周四	周五	周五	下周一	3天	1.由于T+1交收制度,交收日为清算日的下一个交易日。 2.到期清算日为首次清算日加上回购天数(按自然日),若到期清算日为非交易日,则延至下一交易日清算。
周四3天期回购交易	周四	下周一	周五	下周二	4天	
周五1天期回购交易	周五	下周一	下周一	下周二	1天	
周五2天期回购交易	周五	下周一	下周一	下周二	1天	
周五3天期回购交易	周五	下周一	下周一	下周二	1天	
周五4天期回购交易	周五	下周一	下周二	下周三	2天	

回购收盘价较低且随即性强的原因

回购收盘价一般为当日最后几分钟的交易。

每日交易最后15分钟，回购尾盘利率较低。

交易所市场回购采用集中竞价的订单驱动交易模式，该交易模式具有公开、透明、高效等特点，价格波动相对灵敏，可在短时间内受市场资金供求关系迅速下降或上升。

质押式回购利率形成机制完善方案

调整债券质押式回购购回价

- 1. 现行回购期限以名义天数计
- 2. 全年计息天数为360天

- 1. 回购期限以资金实际占款天数计
- 2. 全年计息天数为365天

调整债券质押式回购收盘价

当日最后一笔交易前一分钟所有交易的成交量加权平均价

当日最后一笔交易前一小时所有交易的成交量加权平均价



新老划断

- 在2017年5月22日前已达成回购交易的到期购回价仍按目前的计息规则（即回购名义天数和全年360天）计算；
- 在新规实施当日（含）后发生的回购交易则按照实际资金占款天数和全年365天来计息。

《上海证券交易所交易规则》

- 第4.1.3条修改为：
- “除本规则另有规定外，证券的收盘价为当日该证券最后一笔交易前一分钟所有交易的成交量加权平均价（含最后一笔交易）。当日无成交的，以前收盘价为当日收盘价。债券质押式回购的收盘价为当日该证券最后一笔交易前一小时所有交易的成交量加权平均价（含最后一笔交易）。当日无成交的，以前收盘价为当日收盘价。”

《上海证券交易所债券交易实施细则》

- 增加一条作为第十六条：
- “债券回购交易开盘价，为当日该回购品种集合竞价中产生的价格；集合竞价不能产生开盘价的，连续竞价中的第一笔成交价为开盘价。债券回购的收盘价为当日该证券最后一笔交易前一小时所有交易的成交量加权平均价（含最后一笔交易）。当日无成交的，以前收盘价为当日收盘价。”

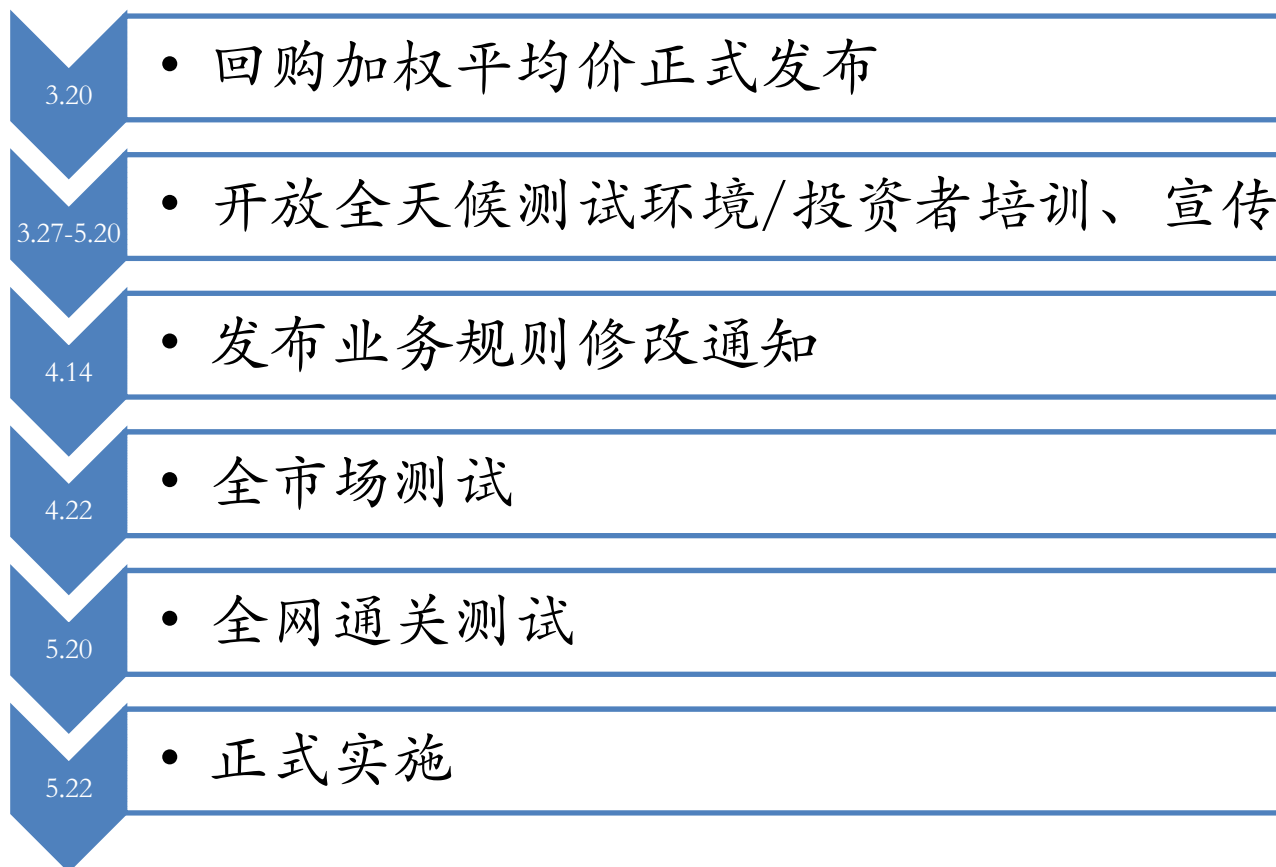
《上海证券交易所债券交易实施细则》

- 原第十八条修改为：
- “回购到期日，证券登记结算机构根据购回价公式计算应进行交割的资金和质押券数量。购回价计算公式为：购回价=100元+年收益率×100元×实际占款天数/365。本条第二款所称实际占款天数，是指当次回购交易的首次交收日（含）至到期交收日（不含）的实际日历天数。”



三、回购利率优化工作实施计划

时间安排



对机构的要求

- 对证券公司、基金公司、保险公司、托管银行等机构的准备工作要求
 - 业务技术准备：业务培训、系统修改和参加测试
 - 市场宣传教育：通知每一个回购投资者，网站、营业场所等公告和视频播放
 - 下载地址：投教：“十问十答”（文字），动画视频

网站：上交所投教网站 <http://edu.sse.com.cn/>

微信：上交所投教



百川众学



■ 业务技术支持

- 业务联系：刘迅，021-50185291, xliu@sse.com.cn
- 技术支持服务热线：4009003600
- 技术支持服务群：298643611

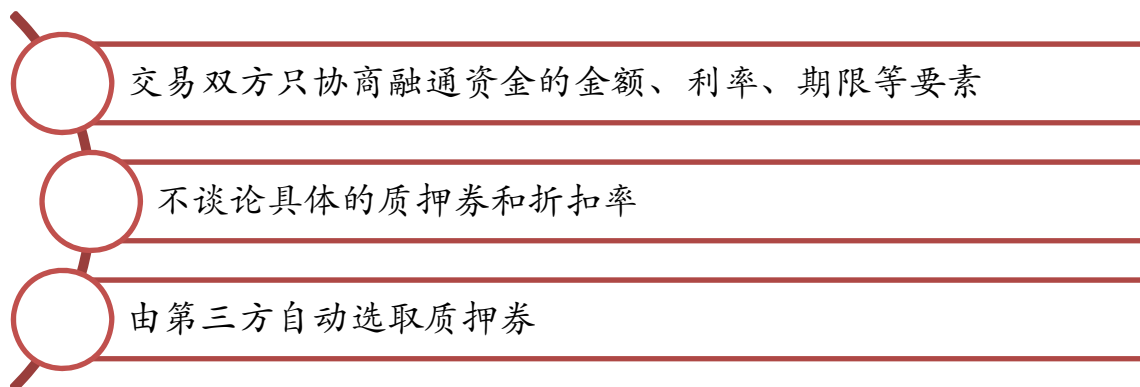
■ 完善多层次回购市场体系

▶ 优化协议回购

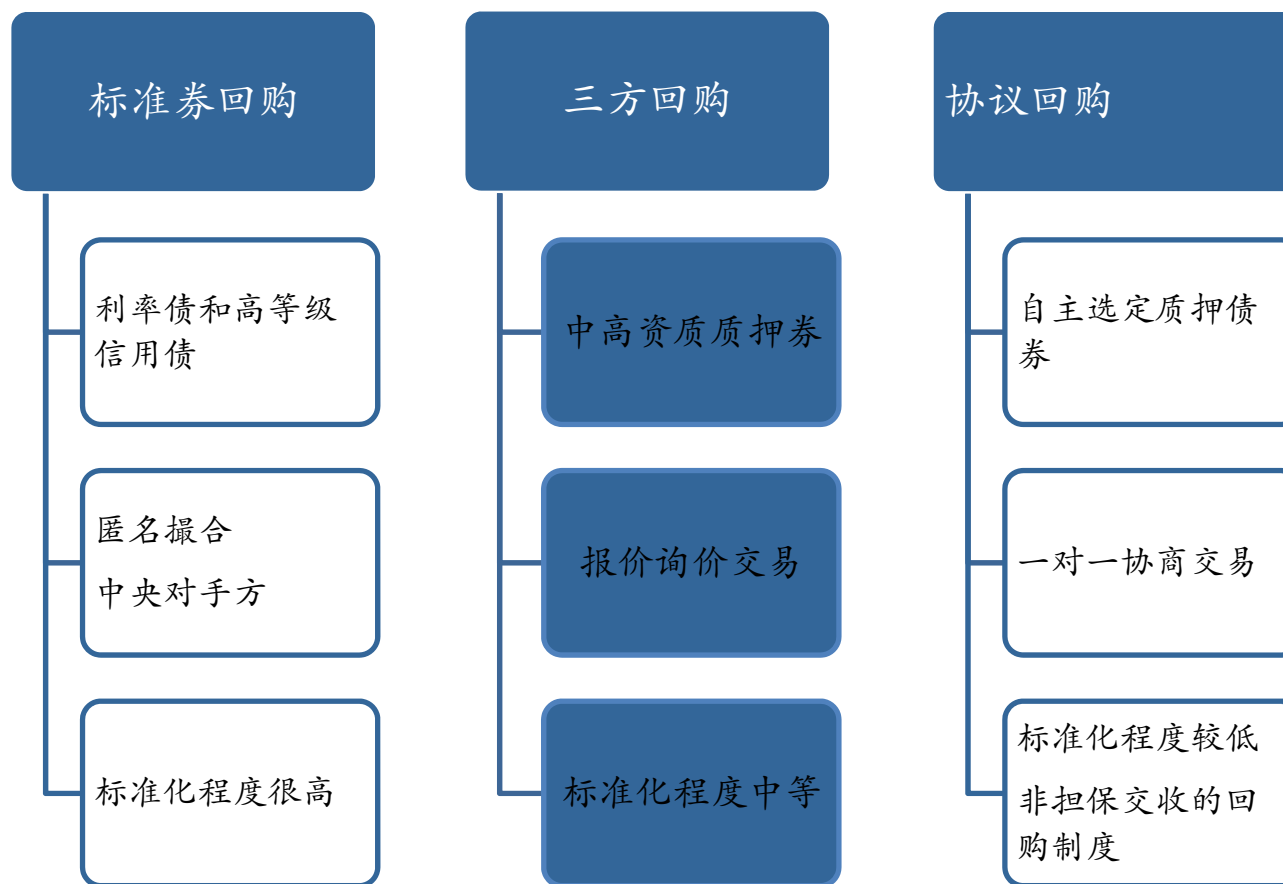
- 功能优化：日间交易系统和结算系统的数据交互，增强回购交易的灵活性，例如用户当天出库的券当天可以入库或者卖出

▶ 研究推出三方回购

债券质押式三方回购（简称“三方回购”）是指以债券为权利质押，并由证券托管结算机构作为第三方提供集中、专业的托管、结算和担保品管理服务的短期资金融通业务。



完善多层次回购市场体系





致谢

微信公众号：上交所债券