

兰瑞智库战略决策研究



兰瑞智库

Runwaysys

2022年02月21日 星期一

政策观察

Policy to observe

主办：兰瑞智库经济战略研究中心

网址：<http://www.runwaysys.com>

全国客服热线：4001182162

E-mail：runwaysys@163.com

欢迎关注

兰瑞智库

官方微信平台

(RUNWAYSYS888)



目 录

【2021 四季度货币政策报告释放出的信号】	2
一、前言	
二、报告要点	
三、与三季度报告的不同点总结	
四、释放的信号：再降准迎利好	
【央行进一步规范银行间债券市场债券借贷业务】	13
一、前言	
二、债券借贷的法规及指引沿革	
三、债券借贷介绍及发展	
四、《办法》的新变化	
五、影响	

【2021 四季度货币政策报告释放出的信号】

目录

- 一、前言
- 二、报告要点
- 三、与三季度报告的不同点总结
- 四、释放的信号：再降准迎利好

正文

一、前言

2022 年 2 月 11 日，央行发布 2021 年四季度《货币政策执行报告》（以下简称报告），报告从保持流动性合理充裕、综合融资成本稳中有降、加大重点领域和薄弱环节支持力度、把握内外部均衡和防范化解金融风险等五个方面回顾了 2021 年的货币政策表现，强调“2021 年的货币政策体现了灵活精准、合理适度的要求，前瞻性、稳定性、针对性、有效性、自主性进一步提升，主要金融指标继续保持有力增长，金融对实体经济支持力度稳固”，下一阶段，稳健的货币政策要灵活适度，加大跨周期调节力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，注重充分发力、精准发力、靠前发力，既不搞“大水漫灌”，又满足实体经

济合理有效融资需求。

总体来看，相比于 2021 年第三季度货币政策执行报告的定调，此次货币政策更加积极，屡次提出“加大”，包括“加大跨周期调节力度”“加大金融对实体经济的支持力度”等，预计 2022 年上半年是货币政策发力的重要时点。

二、报告要点

1、央行对经济仍然担心，国内经济面临三重压力，国外更趋复杂

国内经济增长方面，报告认为“第四季度我国经济恢复企稳”，我国经济长期向好的基本面没有变，但也要看到“当前我国经济仍然面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，“国内经济面临下行压力，疫情反复仍对消费需求形成抑制，部分领域投资尚在探底，经济潜在增速下行、人口增长放缓、低碳转型等中长期挑战也不容忽视”。国内通胀方面，央行认为 2022 年 CPI 运行中枢将温和抬升，PPI 将延续回落趋势。

全球经济方面，报告认为“外部环境更趋复杂严峻和不确定。疫情、通胀和发达经济体货币政策调整仍是全球经济的三大不确定性”。主要发达经济体通胀攀升，供应瓶颈尚未有效缓解。美联储加息或缩表将让“全球跨境资本流动和金融市场调整的风险上升”。

总体而言，受国内经济下行压力和国际诸多不确定性因素的影响，央行对国内经济能否保持平稳运行更为谨慎，因而在货币政策更趋向宽松和主动，以对冲

经济潜在下行压力和防范国际不确定性变化带来的冲击。

2、货币政策发力稳增长，注重“总量稳、结构优”

从总基调来看，延续了1月金融数据发布会的表述，“稳健的货币政策要灵活适度，注重充足发力、精准发力、靠前发力”“既不搞‘大水漫灌’，又满足实体经济合理有效融资需求”，重提不搞“大水漫灌”。表明了央行推动金融支持实体，避免资金空转的立场。

着重增强信贷总量增长的稳定性。本期报告在信贷总量稳定、信贷结构优化、融资成本稳中有降等方面用了较大篇幅。在专栏2中提到“为应对经济面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，2021年下半年人民银行加大跨周期调节力度，引导金融机构加大对实体经济支持力度，着力增强信贷总量增长的稳定性”，“发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”，“充分发挥LPR改革效能，推动企业综合融资成本稳中有降”，“加大对重点领域和薄弱环节的金融支持，实现总量稳、结构优的较好组合”。

可见央行高度重视“宽信用”进程及效果。以往经验看，流动性宽松往往会带来资金空转等问题，不利于调整产业结构；稳增长离不开金融信贷支持，但不会再走盲目扩张的老路。后续要关注金融经济数据的边际变化，判断“宽货币、宽信用”组合是否进入下半场。

宏观杠杆率保持基本稳定。专栏3高度肯定了稳杠杆取得的成效，提及国民经济持续恢复，分母GDP增长速度对杠杆率变化起到了关键作用。央行指出，

2021 年末我国宏观杠杆率为 272.5%，比上年末低 7.7 个百分点，连续 5 个季度下降，稳杠杆取得显著成效。而我国稳中有降的宏观杠杆率，也为未来金融体系继续加大对实体经济的支持创造了空间；同时，稳定宏观经济大盘、促进经济进一步恢复，也能为保持宏观杠杆率的基本稳定创造条件。央行认为，预计随着经济进一步恢复发展、内生增长动力不断增强，2022 年我国宏观杠杆率将继续保持基本稳定。

但从现实操作过程中，稳杠杆是一个长期目标，并不意味着每一年、每个阶段杠杆率都不能上升。例如 2017-2019 年我国宏观杠杆率保持基本稳定，但 2020 年面对经济下行压力的时候，宏观杠杆率在一年内上升了将近 24 个百分点。2021 年稳增长不是重点，宏观杠杆率明显回落。但今年经济下行压力依然较大，预计宏观杠杆率依然会提高。

3、在货币政策工具的结构功能方面，结合 1 月金融数据看

1 月社融新增超过预期，与稳增长基调相符，但从结构上看，政府债券融资占比较高且同比增加多，构成主要支撑，企业新增贷款 3.36 万亿，环比增加近 4 倍，而住户贷款仅增加 0.84 万亿，环比增加近 1.3 倍，由此可见企业信贷需求强于居民信贷需求，这应该与地产需求疲弱相关。企业贷款中，中长期贷款同比多增 600 亿，短期贷款同比多增 4345 亿，票据融资同比多增 3193 亿，可见信贷增加中，短期贷款和票据融资贡献了增长的主要部分。剔除春节错时因素影响，M1 同比增长 2%，较 2021 年 12 月明显回落，M1 的回落也从侧面说明地产销售

疲弱。而 M2 同比增长 9.8%，M2-M1 剪刀差扩大，说明经济活力差，1 月的制造业 PMI 与综合 PMI 减小也说明了这点。

4、房地产政策的松动仍在途中，需要更加关注“因城施策”带来的政策空间

此次报告央行在重申“房住不炒”“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”等表述下，加入 2021 年四季度以来高层多次强调的“更好满足购房者合理住房需求”。结合此前住建部 2022 年工作会议中提出的“充分释放居民住房需求”、以及 2 月 8 日央行及保监会联合发布的《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》，表明当前地产政策放松仍在途中。目前来看，房地产仍处于下行通道，在稳增长的需求之下，目前地产行业“保”的必要性在逐步抬升。2022 年 1 月下旬，受 LPR 利率下行影响，全国房贷利率整体下降。此外，部分一二线城市银行也主动降低了房贷利率，并且在放贷速度方面有所提升。当前来看，在前期严厉政策的冲击之下，后续需要更加积极主动的政策才能扭转市场对地产的悲观预期，而在“房住不炒”的总基调下，需要更加关注“因城施策”带来的政策空间。

5、对银行体系流动性分析应着眼全局

报告提出，在对银行体系流动性形势进行分析时，宜着眼于央行流动性管理

的整体框架而不是局部因素，不能将一些长短期影响因素简单相加计算流动性余缺，更不能将货币政策工具到期作为影响银行体系流动性的因素，并以此判断流动性松紧程度。实际上，在目前的流动性管理框架下，央行盯住市场利率开展操作，无论影响银行体系流动性的各种因素如何变化，央行都会灵活运用多种货币政策工具及时应对，保持流动性合理充裕。对于货币政策工具到期，央行会科学安排到期节奏进行跨周期流动性管理，审时度势根据调控需要对一些到期工具进行适度续做，充分满足市场合理流动性需求。

6、注重内部均衡和外部均衡的平衡，汇率或将成为内外平衡调节机制

报告只在汇率部分提及“以我为主，以市场供求为基础”，具体表述为“以我为主，处理好内部均衡和外部均衡的平衡，以市场需求为基础，增强人民币汇率弹性”，表明在海外政策逐步收紧的背景下，我国央行已注意到海外央行超预期收紧后将会对我国政策形成一定的掣肘，只是目前外部环境尚未到掣肘我国货币政策独立性的时候，因此我国货币政策依旧会侧重于“内部均衡”。货币政策以“内部均衡”为主，意味着货币政策首先要服务于国内基本面，对于短期的资本外流压力，则通过汇率和资本管制来应对，那么汇率或将成为内外平衡调节机制。

当前外部因素对人民币汇率影响的关键因素在于出口。2021年年底以来，人民币汇率韧性十足，对中美货币政策的差异形成了缓冲，究其原因主要是在海外需求旺盛，但供应链吃紧的背景下，我国作为全球产业门类最为齐全的国家，

防疫物资、居家办公等需求的增长构筑了近期出口的韧性，贸易顺差的扩大带动了出口企业的结汇需求，也是给予目前人民币汇率支撑的最大力量。展望后市，预计我国出口阶段性仍会发力，给予人民币汇率一定的支撑。在没有新的变异毒株出现前，出口回落将是大概率事件，边际回落或出现在今年二、三季度。但在国内稳增长政策发力尚未见效的情况下，若我国出口回落速度加快，那么届时人民币汇率将失去主要支撑力量。

7、积极引导市场汇率预期，增强人民币汇率弹性

报告提出“深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用”。去年 Q4 的“稳定市场预期”改为“引导社会预期”，并“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。此外，央行在提到应对美债收益率上行和美联储调整货币政策时，强调了要“加强跨境资本流动宏观审慎管理，增强人民币汇率弹性”。因此，“增强人民币汇率弹性”也有助于在后疫情时代维持我国汇率和金融市场的稳定。

8、金融风险有效改善，突出体系建设与长效机制

习近平总书记在十九大报告中提出，“要坚决打好防范化解重大风险、”，2020 年央行在《中国金融稳定报告》中指出，防范化解重大金融风险攻坚战取

得重要成果。时隔1年多之后，央行再提防范化解重大金融风险取得重要成果，背后对应了艰苦卓绝的努力：宏观杠杆率大体稳定、政府隐性债务、问题金融机构、问题实体企业得到妥善处置、平稳实施资产新规、有力管控影子银行风险，并且保持了宏观经济的大体稳定、守住了不发生系统性风险的底线。对于房地产，央行强调在牢牢坚持“房住不炒”、不将房地产作为短期刺激经济手段的基础上，“更好满足”合理住房需求。房地产或按揭额度充足、审批快、成本降，因地制宜放松限购限贷等措施来稳销售，同时通过引入AMC、支持并购贷债等方式加快化债，提高预售资金统筹级次以缓解房企的流动性紧张。对于长效机制，2022年1月央行发布《宏观审慎政策指引（试行）》，其工具箱包括两类：一是逆周期调节的时间维度工具，包括资本、流动性、资产负债、金融市场交易、以及跨境资本流动的管理工具；二是跨周期调节的结构维度工具，包括特定机构附加监管规定、金融基础设施管理工具、跨市场金融产品管理工具、风险处置等阻断风险传染的管理工具。同时，继续按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针，稳妥有序做好重点机构风险处置化解，提升监管协调效能，坚决遏制各类风险反弹回潮。

三、与三季度报告的不同点总结

相比三季度的货币政策报告，四季度主要有以下几点不同之处：

1、“以我为主”的表述减少，重提“不搞大水漫灌”。在国外通胀、货币政策收紧的背景下，四季度货币政策执行报告中减少了“以我为主”的表述，重

提“不搞大水漫灌”似乎是收紧的信号，但是2021年二季度货币政策执行报告中同样提及“不搞大水漫灌”，之后货币政策一路宽松，不宜对此过度解读，央行的态度还需要结合通篇考虑。

2、信贷方面，既关注总量，又关注结构。与三季度报告中着重强调信贷总量不同，四季度报告中提出“实现总量稳、结构优的较好组合”。下一步可能推出更多结构化货币政策工具。

3、再次强调判断货币政策姿态应关注利率指标而不是数量指标。

4、对经济形势的判断与此前中央经济工作会议上的表述一致，“当前我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，外部环境更趋严峻和不确定”。三季度表述为“外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复发展面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约”，较三季度更悲观。

5、对金融数据的评价积极，认为“一系列政策措施成效显著”。“2021年末，M2和社会融资规模同比增速分别为9%和10.3%，同名义经济增速基本匹配。从两年平均看，2020年、2021年M2和社会融资规模增速分别为9.5%和11.8%，同两年平均名义经济增速基本匹配并略高。”

6、宏观杠杆率下降，GDP作为分母，其增长加快是关键因素。央行预计2022年我国宏观杠杆率将继续保持基本稳定。

四、释放的信号：再降准迎利好

从内外部环境来看：

1、外部环境：主要发达国家加息预期增强。

虽然我国货币政策仍坚持以我为主，但仍不能完全忽视美联储加息可能对国内经济预期、金融市场运行、人民币汇率、进出口、跨境资本流动等领域所产生的影响。故而有必要准备好防范措施，减少外部冲击尤其是“黑天鹅”或“灰犀牛”事件的负面影响。

具体来看，美国1月CPI已突破近40年历史新高至7.5%，进一步强化了美联储3月加息预期。在中美货币政策方向差异进一步扩大之前，提前降准有利于规避未来潜在风险。

2、内部形势：上半年经济下行压力较为突出。

2021年下半年经济下行的“三重压力”惯性延续，2022年一季度经济增长基数又相对较高。一季度货币政策有必要加大跨周期调节力度，适时降准降息。

具体来看，通过释放长期资金，可以进一步降低社会融资成本，增强银行信贷动能，满足政府专项债发行及其项目融资、小微企业、碳减排、房地产等领域的合理增量资金需求，精准有效地降低实体经济融资成本，实现“稳增长”的目标。

再降准将迎三个“利好”预期：

央行进一步降低存款准备金率带来的“利好”影响将主要体现在稳增长政策预期、流动性宽松预期和行业轮动预期三个方面：

一是不断强化市场对“稳增长”政策的期待，市场信心和情绪获得提振，“稳增长”共识深入人心。

二是降准会释放流动性偏松的政策信号，银行类金融机构在执行上也将倾向

于加大信贷投放力度、提高债券市场的参与度，短期内社融等指标有望出现显著提升，相关金融机构或将得到更多投资者的关注。

三是由于信贷和社融趋向宽松，房地产、基建等资金密集型行业将会感受到暖意。值得注意的是，有行业预期“利好”，自然也会有行业预期“利空”，开年股市的频繁震荡给我们上了“生动的一课”：降准会通过机构投资者等媒介进行传导，从而使得资本市场出现明显的行业轮动。

【央行进一步规范银行间债券市场债券借贷业务】

目录

- 一、前言
- 二、债券借贷的法规及指引沿革
- 三、债券借贷介绍及发展
- 四、《办法》的新变化
- 五、影响

正文

一、前言

为规范银行间债券市场债券借贷业务，保护市场参与者的合法权益，提高债券市场流动性，近日，中国人民银行制定了《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》（以下简称《办法》），自 2022 年 7 月 1 日起施行。

近年来，我国银行间债券市场债券借贷业务（以下简称“债券借贷业务”）交易规模不断扩大，随着债券借贷业务快速发展，特别是银行间债券市场金融机构与债券借贷需求的持续增加，原有的《全国银行间债券市场债券借贷业务管理暂行规定》已不适应市场形势变化，《办法》延续了此前针对银行间债券市场的

改革思路，目的是在更好满足市场主体债券借贷交易需求的同时，有效提升市场运行的规范性和稳健性。

《办法》借鉴国际成熟市场实践经验，立足我国金融市场发展需要，从市场参与者、履约保障品、主协议等方面完善债券借贷制度，包括支持市场参与者规范开展集中债券借贷业务等，提高债券借贷交易效率和灵活性。同时，为加强风险防范，《办法》明确了大额借贷报告及披露、风险监测、自律管理等有关要求。

《办法》的出台有利于满足市场参与者多样化的交易需求，提高做市商头寸管理能力，提升银行间债券市场流动性，促进金融市场功能深化和健康发展。

二、债券借贷的法规及指引沿革

2006年11月2日，中国人民银行发布了《全国银行间债券市场债券借贷业务管理暂行规定》（以下简称：原办法）。

2006年11月17日，全国银行间同业拆借中心发布《债券借贷交易规则》。

2006年11月17日，中央国债登记结算有限责任公司发布《债券借贷结算规则》。

2006年11月20日，中国人民银行发布《关于债券借贷信息披露和风险监测有关事项的通知》。

2015年3月13日，上海证券交易所与中国证券登记结算有限责任公司发布《关于开展债券借贷业务试点的通知》。

2022年1月14日，全国银行间同业拆借中心发布《银行间债券市场债券借

贷匿名点击业务指引》。

2022年2月11日，中国人民银行发布了《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》。

2022年7月1日起，债券借贷新办法施行，《全国银行间债券市场债券借贷业务管理暂行规定》同时废止。

三、债券借贷介绍及发展

1、债券借贷的定义、功能及作用

债券借贷是什么？一般而言，债券交易大致可以分为现券买卖、债券回购、债券远期、债券借贷四类。当前现券买卖和债券回购是最主要的两种，占全市场成交总量的比例超过90%。

现券买卖是交易双方一方付钱买债，一方卖债收钱的行为。

债券回购，本质上是一种资金借贷行为，性质和用房子去银行抵押借钱类似，都是将资产抵押（或暂时卖给）给资金借出方以获取资金的行为，只是抵押品从房子变成了债券而已。

债券借贷属于证券借贷业务的子品种，是指债券融入方以一定数量的债券为质物，从债券融出方借入标的债券，同时约定在未来某一日期归还所借入标的债券，并由债券融出方返还相应质物的债券融通行为。

在我国，债券借贷的应用主要有两个，一个是直接做空，还有一个是通过借

入利率债来进行资金回购，以此用更低的成本融入资金。

债券借贷的主要功能之一就是为投资者提供一个做空现券的工具，若投资者预计未来收益率将上行，则可先通过债券借贷借入现券，然后在市场上以目前的高价卖出，最后待债券借贷到期前从市场中以预计的低价买回，其总收益为做空收益减去借贷成本。

债券借贷在实际应用中除了直接做空以外，另一个很重要的功能即通过借入利率债来进行资金回购，以此用更低的成本融入资金。在实际质押式回购操作中，利率债的质押率与信用债的质押率存在一定的差异，若使用利率债进行质押，相对于使用信用债质押，需要更少的债券面额，故此可以用省下来的债券面额再融资，并产生收益。

债券借贷的作用主要有以下几点：

债券借贷有助于提高市场流动性，流动性往往被视作市场效率高低和完善与否的判断标准。债券借贷将本来暂时不流动的债券出借给需要债券的投资者，增加了市场上可用于交易和结算的债券数量，提高了债券的周转速度，有助于增强市场的流动性。不过，在关注债券借贷为二级市场提供流动性的同时，也需警惕在市场情绪持续悲观、价格下跌不止的情况下，其可能产生的助推市场杀跌的副作用。

债券借贷可以提高市场有效性，较好地修复利差。在债券市场中，套利机会可能无法完全抹平利差，这将对市场有效性产生一定的负面影响，此时债券借贷可以为修复利差提供工具，帮助抹平利差，提升市场有效性。

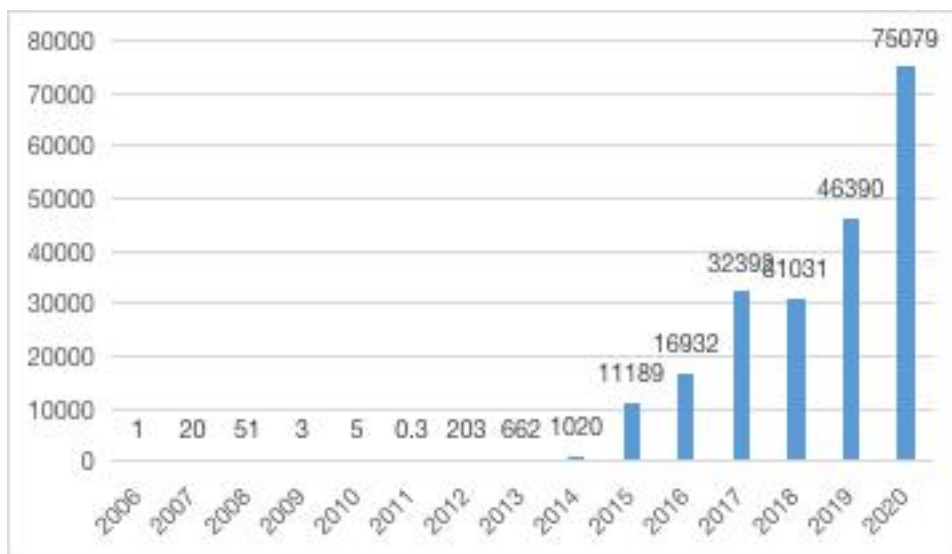
债券借贷能增强市场的稳定性。随着银行间市场交易量不断增大、交易工具

越来越丰富，市场参与者面临的结算风险日益加大，投资者可以利用债券借贷融入债券用于交割，降低结算失败的概率。同时债券借贷还可以盘活做市商的债券存货，从而提高其做市能力，这也有助于市场的稳定运行。

2、债券借贷业务的发展

我国债券借贷业务起步较晚。2006年11月，中国人民银行发布《全国银行间债券市场债券借贷业务管理暂行规定》（中国人民银行公告〔2006〕第15号），标志着我国银行间债券市场正式推出债券借贷业务。在推出的前几年，市场非常冷清，一年仅寥寥几笔交易。2006年至2011年，根据中债登数据显示，债券借贷的总结算量为78.45亿元，远低于2012年一年的结算量202.9亿元。但从2012年开始，出现了逐步活跃的迹象，交易量逐年攀升，仅2018年略有回落。

图1 债券借贷成交量（单位：亿元）



债券借贷业务 2012 年之前成交较为寡淡而之后成交量大幅攀升的原因主要有以下几点。一是从融入债券角度来看，市场产生了借券的需求。我国债券市场在近十几年间快速发展，2005 年推出短期融资券，2008 年推出中期票据，2009 年以后城投债大量发行，由于机构对于高收益的追求，手中持有的信用债越来越多，而利率债因为资质良好，具有天然的融资优势，因而机构就有了用手中信用债换取利率债的需求。

二是随着市场的发展、风控体系的不断完善，债券借贷的融出机构也在不断增多。

三是经过市场不断的培育，机构对于债券借贷的认识也逐步加深，除了传统的融资目的外，债券卖空，多业务品种套利等需求不断增加。

四是 2013 年“钱荒”催生的资金熊市和国债期货的推出，使得债券借贷业务迎来发展的窗口期。而 2016 年债券熊市，债券收益率快速上行，也推动了债券借贷业务的飞速发展。

目前，债券借贷参与机构多元，包括大型商业银行、证券公司、城商行、股份制商业银行等。债券借贷成交的期限品种集中在中短期，体现了市场对借券融资的需求旺盛，与之相应的是，具有天然融资优势的利率债成为债券借贷的主要标的券种。具体来看，成交品种主要以 7 天为主，其次是 14 天、21 天和 1 个月品种。

四、《办法》的新变化

1、对比 2006 年出台的《暂行规定》，《办法》的新变化

(1) 对债券借贷的定义进行了更新。原办法定义：债券借贷，是指债券融入方以一定数量的债券为质物，从债券融出方借入标的债券，同时约定在未来某一日期归还所借入标的债券，并由债券融出方返还相应质物的债券融通行为。

而此次办法将“质押”要求予以了删去，而代替以交付“履约保障品”的要求。此次办法要求债券融入方提供一定数量的“履约保障品”，不再局限于质押债券，更加有利于债券借贷业务的发展。但除债券外的履约保障品如何实际运作还有待市场进一步探索和实践。

(2) 对银行间债券市场参与者的概念进行了明确。《办法》指出，参与者应为银行间债券市场法人金融机构或外国银行分行。同时要求，金融机构作为资产管理产品管理人参与债券借贷的，应按照诚实信用、勤勉尽责的原则履行受托管理职责。中债登数据显示，截至 2022 年 1 月末，我国银行间市场投资者数量为 31119 个。

(3) 关于债券借贷的标的债券，《暂行规定》强调需要是融出方自有的、可以在全国银行间债券市场交易流通的债券，而《办法》去掉了“融出方自有”这个条件，仅提到在银行间债券市场交易流通的债券即可。

(4) 结算机构由中央国债登记结算有限责任公司(以下简称中央结算公司)，扩展至中国人民银行认可的债券登记结算机构。

(5) 在提高效率方面，《办法》在主协议方面“简政放权”，给予市场交易主体更多自主权。例如，《暂行规定》曾要求，市场参与者进行债券借贷，应逐

笔订立书面形式的借贷合同。借贷合同应订明标的债券名称和数量、质押债券名称和数量、债券借贷期限、债券借贷费用、质押债券置换、借贷期间借入债券的利息支付及争议解决方法等事项。

相比之下，《办法》则强调，参与者进行债券借贷应当签署中国人民银行认可的债券借贷交易主协议。银行间债券市场自律组织应依据《办法》，制定债券借贷主协议，报中国人民银行备案。

(6) 引入集中债券借贷模式。办法提出，集中债券借贷业务是指债券结算服务机构根据与参与者的事先约定，在债券结算日参与者应付债券不足额时，根据参与者在中国人民银行认可的电子交易平台发起的债券借贷指令，受托按照统一规则与其他参与者进行匹配，并达成债券融通的行为。集中债券借贷交易达成后，债券结算服务机构应将相关结算数据传输至交易平台。

(7) 提高了债券借贷融入规模限制要求。同一参与者通过债券借贷融入标的债券的余额超过其自有债券托管总量的 20% (含 20%) 或单只标的债券融入余额超过该只债券发行量的 10% (含 10%) 起，每增加 5 个百分点，应在次一工作日 12:00 前向交易平台和债券结算服务机构书面报告并说明原因。原办法中，前述比例分别为 30% 和 15%。

2、对比《征求意见稿》，《办法》的变化

相较于此前的《征求意见稿》，《办法》主要修改了四处：

一是明确金融机构管理的资管产品和外国银行分行可以参与债券借贷业务。

二是将债券借贷履约保障品市值应“足额”的要求修改为“满足双方约定”。

三是明确人民银行认可的托管银行可负责债券借贷的结算,从而确立了多级托管模式下债券借贷业务的结算安排。

四是放宽了大额借贷报告和披露的及时性要求,将参与者大额借贷交易的报告时间由“当日”修改为“次一工作日 12:00 前”。其余内容基本保持不变。

五、影响

第一,参与主体的丰富、标准化协议的设定以及集中债券借贷业务模式的便利,有利于债券借贷业务的市场规模进一步扩大。与现券买卖、债券回购相比,国内债券借贷市场起步晚,发展相对较慢。《办法》落地后,非法人产品的加入将拉升市场空间,集中借贷机制和标准化主协议有望提高交易与清算服务的效率,多重利好驱动下,市场有望快速扩容。

第二,非法人产品可以参与借贷交易,有利于满足市场参与者多样化的交易需求,提高市场活跃度。目前国内债券借贷的参与机构以银行和证券公司为主,市场规模占比约为 98%,而全球市场中证券借贷业务的主要参与方是政府、养老金以及公募基金,其规模占比约在 80%,非法人产品的加入符合成熟市场经验,也符合监管提升操作的便利性,提高做市商头寸管理能力的要求。

第三,市场自律组织的管理、大额借贷披露要求的提高、主协议的签署,有助于完善风险监测体系,促进债券借贷市场纵深健康发展。《办法》在关注债券

借贷市场的活跃度的同时相应加强风险管控,强调债券借贷业务的自律管理机制建设,降低了披露大额借贷事项的集中度比例,严格限制集中做空单券风险。与此同时,主协议对于违约处置的规范将有效避免债券借贷合同差异化的条款争议。

第四,就债券市场而言,债券借贷新规有助于进一步完善债券借贷交易制度,提高债券市场流动性,盘活存量债券的利用效率。其次,债券借贷交易操作中蕴含着市场预期,现阶段债券借贷市场操作限制较多,市场规模较小,债券借贷虽作为卖空现券的基础工具,其空头属性对于价格信号的指引相对有限,随着其操作便利性的提升,债券市场的价值发现或更加完善。

重要声明:

本报告的信息均来源于公开资料，其来源及观点出处皆被我公司认为可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，客户和决策者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为兰瑞智库，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**我们的一切努力都是为我们的客户——
提升竞争优势，共同创造持续长远的收益**

主办：兰瑞智库经济战略研究中心
网址：<http://www.runwaysys.com/>
e-mail: runwaysys@163.com
全国客服热线：4001182162