



An Introduction to Repo Markets (Third Edition)

回购市场导论

(第3版)

[英]莫拉德·乔德里
Moorad Choudhry 著

杨农 申世军 匡桦 等 译
杨农 审校

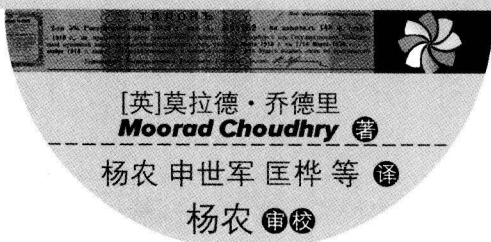


清华大学出版社

NAFMII金融译丛

An Introduction to Repo Markets (Third Edition)

回购市场导论 (第3版)



[英]莫拉德·乔德里
Moorad Choudhry 著

杨农 申世军 匡桦 等 译

杨农 审校

清华大学出版社

北 京

Moorad Choudhry

An Introduction to Repo Markets, Third Edition

EISBN: 978-0-470-01756-2

Copyright © 2006 by Moorad Choudhry

All Rights Reserved. This translation published under license.

本书中文简体字版由 Wiley Publishing, Inc. 授权清华大学出版社出版。未经出版者书面许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书内容。

北京市版权局著作权合同登记号 图字: 01-2010-3276

本书封面贴有 Wiley 公司防伪标签, 无标签者不得销售。

版权所有, 侵权必究。侵权举报电话: 010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

回购市场导论(第3版)/(英)乔德里(Choudhry, M.) 著; 杨农 等译.

—北京: 清华大学出版社, 2012.7

(NAFMII 金融译丛)

书名原文: An Introduction to Repo Markets, Third Edition

ISBN 978-7-302-28987-6

I. ①回… II. ①乔… ②杨… III. ①证券回购市场—研究—英国 ②证券回购市场—研究—中国
IV. ①F835.615 ②F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 115865 号

责任编辑: 陈 莉 高 岫

封面设计: 周周设计局

版式设计: 高新特公司

责任校对: 成凤进

责任印制: 张雪娇

出版发行: 清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址: 北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编: 100084

社 总 机: 010-62770175 邮 购: 010-62786544

投稿与读者服务: 010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈: 010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者: 三河市春园印刷有限公司

经 销: 全国新华书店

开 本: 180mm×250mm

印 张: 19

字 数: 282 千字

版 次: 2012 年 7 月第 1 版

印 次: 2012 年 7 月第 1 次印刷

印 数: 1~4000

定 价: 48.00 元

产品编号: 036803-01

“NAFMII 金融译丛”总序

“金融是现代经济的核心”，这个论断普适而常新。

近代以来，由于危机和丑闻周期性频发，金融家和金融行为曾广受诟病，这个“门口的野蛮人”在每次大危机中总被视为一切祸患的罪魁祸首。但是，历经颠扑、洗礼，从产业资本时代走来的金融浪潮，虽百转千回，也未改变奔涌向前、发展壮大的趋势，在与实体经济的融合互动中终成国民经济的枢纽锁钥。在我国改革开放历程中，伴随着有中国特色社会主义市场经济的建立和发展，我国金融体系的发展和开放持续深入，金融对国民经济的支持和促进作用愈发突出。特别地，金融之于国民经济的媒介，尤以金融市场的作用为重！近些年来，我国金融市场发展迅猛，规模迅速扩大，创新步伐加快，广度深度不断拓展，市场参与者日益丰富，基础设施和运行机制进一步完善。不断发展的金融市场为国家实施宏观调控提供了新的平台，为市场主体进行投融资和风险管理提供了更为丰富的渠道和手段，使社会资源得到了更为合理、有效的配置，在经济发展和金融体系中的地位和作用日益增强。高速发展中的中国金融市场，既以“润物细无声”的姿态飞入寻常百姓家，影响着国计民生建设，更以挺立潮头、博采众长的谦逊态度与国际接轨，稳步对外开放，在推动我国经济“走出去”的同时，将各种有益的国际经验“引进来”。斯是译丛，也正是向国际金融市场发展经验学习中所进行的一点点努力。

在不同的发展时期，金融市场都有着鲜明的特点。从国际实践看，固定

收益市场因其规模大、产品丰富、易于衍生和机构交易等特性,已经成为成熟金融市场重要组成部分,特别在以直接金融为主要融资渠道的“市场主导型”国家(如美、英等国),债券市场支持国民经济发展的核心作用绝非传统信贷融资模式可以比拟!毫无疑问,在现代经济条件下,债券市场发展是多层次资本市场建设的至关重要的环节。在此基础上应当看到,市场的发展总是依循其内在规律前行,债券市场因其固定收益和个性化特征,适合询价交易,适宜面向机构投资者,因此场外市场是债券市场的主体,以场外市场(即银行间债券市场)为主、场内市场(即交易所债券市场)为辅,两个市场分工合作、相互补充、互通互联的债券市场发展道路已通过各国市场实践广为证明。

债券市场体系建设对于我国要发展直接融资、完善金融体系、分散过度集中的银行信贷风险具有重要的借鉴意义和启示。在社会主义市场经济体制建立的过程中,发展债券市场、推进金融市场建设、完善金融体系是一项波澜壮阔的伟大事业。我们有幸能够见证并亲身参与这项工作。中国银行间市场交易商协会(NAFMII)自2007年9月成立以来,不断充实和发挥市场自律管理职能,大力推动银行间债券市场发展。我们建立了非金融企业债务融资工具发行注册机制,提高市场管理效率。自2008年4月15日至2012年5月31日,NAFMII接受非金融企业债务融资工具注册总额度为60 943.63亿元,累计发行总额为55 829.44亿元,占我国非金融企业直接债务融资产品(包括非金融企业债务融资工具、企业债、公司债、可转债、可分离交易债)的76%;未到期余额总量为33 281.37亿元,占全部余额的61%以上。我们以市场需求为依托,大力推动了非金融企业债务融资工具的创新。在自律管理模式下,NAFMII组织市场成员相继推出了中期票据、中小企业短期融资券、含权中期票据、美元中期票据、中小企业集合票据、超短期融资券等创新产品,受到市场参与者的普遍欢迎和广泛好评。我们有效推动了场外金融市场标准文本制定和应用。在成立之初即推出了《NAFMII主协议(2007版)》,并于2009年3月16日发布了与《CFETS主协议》合并后的《NAFMII主协议(2009版)》,确立了中国场外金融衍生产品市场的统一“标准”。以此为依托,经过长时间的研发,特别是认真观察国际金融危机中

CDS市场的变化规律,推出了中国的信用风险缓释工具(CRM)。此外,我们在发行承销、信息披露、信用评级和市场交易等领域发布了一系列的规则指引,开展了大量自律管理工作,有效推动了市场的规范发展。

然而,事非经过不知难,我们也必须承认,由于起步晚、市场体制建设滞后等原因,我国债券市场和金融市场的发展还远落后于发达市场经济国家。发展,依然是我国债券市场建设的第一要义。国际金融危机的爆发,为我们提供了一个难能可贵的分析研究案例,我们看到了一场由金融市场引发的令人震撼的“繁荣危机”,对于金融市场的发展,是进行“飞蛾扑火”式的大发展,还是“荷戟独彷徨”而踌躇不前?如何在积极推进市场创新的同时,避免脱离实体经济“实需原则”的“创造性毁灭”?现在已到了积极开展思想突破和理论创新的关键时刻!协会应该在这方面更好地发挥作用,加强场外金融市场知识和理念的普及,加深相关金融理论的研究,积极借鉴国外发展的经验,为我所用,努力在全社会营造加快场外金融市场发展的氛围,不断推进金融市场建设。

与我国国民经济改革开放其他领域一样,“摸着石头过河”和向国际经验学习是我国债券市场建设的重要经验。在未来的发展中,我们需要更进一步吸收来自成熟市场的理念和思想,通过扬弃从中汲取营养壮大自己。在广泛调查、研究和甄选的基础上,通过审慎、细致的翻译和研校,我们决定出版“NAFMII金融译丛”系列图书,将国外优秀的金融学教材引入中国,让国内读者有机会接触到国际最经典和前沿的理论知识。国外的金融教材浩瀚无边,但诚如诗人所写“触目横斜千万朵,赏心只有三两枝”,我们秉承了“优中选优”的原则,从金融学的图书海洋中,精选出国际上享有盛誉的经典力作奉献给读者。“NAFMII金融译丛”系列所入选的图书包括三类:在金融领域有着广泛影响力的权威之作,国外最畅销的金融学教材,著名金融专家的最新力作。它们的共同特点在于体系严密,深入浅出,非常适合金融学相关专业本科生、研究生作为教材或研究参考书;同时,由于理论与实践并重,它们对金融行业从业人员也有较高的参考价值。“NAFMII金融译丛”是一个开放的系列,在丛书编委会的精心挑选和严格把关下,我们会有越来越多的国外优秀金融教材纳入其中,期待各位读者给我们提出宝贵的意见

和建议,也衷心希望该系列丛书能为金融市场从业人员厘清概念,为培养现代化的金融人才做出贡献。

然而,我要强调的是,“纸上得来终觉浅,绝知此事要躬行”,理论是灰色的,实践之树长青,希望吾辈同侪特别是青年人加入到推进债券市场建设、完善我国金融体系的事业中来!

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized Chinese characters, likely '李小平' (Li Xiaoping), followed by a long, sweeping horizontal stroke.

2012年6月

TO CHINESE READER

Dear Reader

It is a great pleasure, and privilege, to have my books translated and made available in China. The development of the Chinese marketplace in the last 30 years has been one of the great advances in the history of the world economy and the fact that my books are now part of that marketplace is a source of immense pride to me.

In my 21 years in investment banking, the one factor I have always been aware of is that of change. The financial markets are constantly in a source of flux, as new products and processes are developed, sometimes to replace older products and sometimes to sit alongside them. For both students and practitioners it is important to stay abreast of this change. Hence the need for constant learning. What I have always attempted to do when writing textbooks is to make the subject matter as accessible, and as transparent to the reader, as possible. There is no subject in finance and banking that cannot be made easy to understand.

I hope I have achieved this with my books, and I hope that they are of value to you, dear reader. My best wishes to you, in learning and in life.

Professor Moorad Choudhry
London Metropolitan Business School
May 2010

致中国读者

亲爱的中国读者：

作为本书作者，在下非常高兴《回购市场导论（第3版）》得以译成中文并进入各位读者的视线。中国的市场经济在过去30年里取得了极大的成功，绝对是世界经济史上的一个奇迹，现在，本书能够成为这宏大篇章中的一小部分，本人由衷地感到荣幸和自豪。

在我21年的投行生涯里，印象最为深刻的就是事物的不断变化和发展。金融市场就处于这样一个不断变化、不断演进的过程当中，新的产品和新的交易机制不断涌现，与旧的产品或交易机制形成互补或者取代其地位。无论是学生还是实务工作者，都需要紧紧跟上这些变化，这也就意味着我们必须不断吸收新的知识。对我个人而言，总是希望尽可能将这些新的变化以最为浅显易懂的语言呈现在各位读者面前。事实上，我始终认为金融领域当中的所有议题，都能够用最简单的方式描述出来。

但愿本书实现了这一目标，也希望本书对各位读者有所帮助。

向各位致以最美好的祝愿！

莫拉德·乔德里教授
伦敦都市大学商学院

2010.5

序 言

回购是金融市场中应用最为广泛的一类工具。相对于金融市场上进行资源配置的其他资产类别而言,回购市场在提高其融资效率和资产流动性,增加投资收益,促进价格发现,提升市场透明度等方面都大有裨益。源于在流动性和灵活性方面的上佳表现,回购市场吸引了包括商业银行、投资银行、资产管理公司、公司财务部门等在内的众多参与者。

对金融机构而言,借助回购市场更低的融资利率和波动性,贷出资产就可以获得较无担保的现金交易市场更好的投资组合回报;对有现金资产配置需求的投资者而言,可以利用回购的安全性、灵活性以及尤为关键的简便性,来精确匹配、达成所愿。作为一种货币市场工具,回购操作体现了市场参与者对短期利率、抵押类别、特定发行体以及债券发行的前瞻和预判。回购也是固定收益市场的重要组成部分,可谓基础资产定价的决定性因素。在政府债券、公司债券、资产支持债券(ABS)和衍生品市场上,当运用各种表内和表外工具进行对冲和基差交易时,回购操作的应用尤为突出。

由于回购几成燎原之势,交易规模成倍增长,适用范围不断扩大,加之其对债务资本市场的有效运行具有重要意义,因此,全面了解这一产品非常必要。与其他金融产品不同,回购交易的参与者应对基础资产及其对应的信用、监管、会计、法律、结算风险之间的关系通盘掌握,且谙熟于心。

在这本简单易懂、娓娓道来的书中,作者莫拉德·乔德里(Moorad Choudhry)阐述回购市场恰若庖丁解牛,语言平实而简练,举重若轻,信手拈

来,相信对于学生、研究人员和市场参与者都颇具吸引力。阅读本书无需事先了解相关知识,因为作者运用自己在回购、债券以及结构化产品方面丰富的交易经验,为读者奉献了一本内容全面的初级读本。本书还介绍了回购的广泛应用,以彰显其在金融机构业务发展中的重要性。

较于纸上谈兵,读者可能更关注参与回购的实际收益。为此,在本书中,作者结合案例对回购做了详细的技术分析。作者平实的文风和浅显的描述,更令本书成为有志于参与回购和货币市场的从业者不可或缺的业务指南。本书的独到之处在于,将回购与资本市场业务间的深刻联系全面呈现,以飨读者。

亚当·萨顿(Adam Sutton)

美国银行全球融资部(欧洲)欧洲回购业务主管

前 言

固定收益市场生机勃勃,变幻莫测,交易工具推陈出新,应用领域和交易机制层出不穷。尽管回购作为一种金融工具,已然常规化和标准化,且不过是“出售和重新购回的协议”,但本书第3版仍然增添了不少内容。常言道,“细节决定成败。”自本书1999年首版以来,回购的演变主要体现在细节上。众所周知,回购本质上是一种标准化的产品和简便易用的基础工具,这就意味着“它的成功可以复制”,很容易扩展到新的市场中。

如果一位作者的写作水平在事过7年之后仍原地踏步、未获提高,那着实令人悲哀。我的写作能力也经受了同样的考验,第3版无论是在行文风格还是在内容上都有诸多改进和提升,对读者而言应是物有所值。新的内容体现在哪里呢?首先,基于彭博界面重新处理的范例插图将使银行业从业人员和将要投身金融或经济领域的大学读者感到熟悉而亲切。其次,第3版新增了如下内容:

- 众多资产组合的一篮子回购融资;
- 资产支持证券等结构化金融产品回购案例;
- 合成回购或总收益互换,包括单名和一篮子回购;
- 回购在商业票据市场中的应用;
- 标准回购主协议——全球回购主协议(GMRA)的最新解读,该协议由丹尼尔·弗兰克(Daniel Franks)撰写;
- 不同市场的新案例。

对于学生和培训学员,本书还提供了一些入门级练习和案例分析,以阐明一些基本概念。

尽管新兴市场国家的回购市场在交易惯例和合约细节上可能有所不同,但本版还是删除了有关新兴市场国家回购市场的单独章节,因为“万变不离其宗”,这些差别并未改变回购的本质。对于新兴市场国家而言,发达国家回购市场风险防范的基本方法同样适用。因此,对各国回购市场单独介绍并无必要,需要了解特定国家回购市场的从业者可以自行研究。同时,囿于我们在法律和会计方面知识的欠缺,涉及这些领域的回购交易细节将会较为简略。

一如既往,本书面向回购领域的初学者及新晋者,因此通俗易懂是我们的一贯追求。

希望你能喜欢!

莫拉德·乔德里(Moorad Choudhry)

2006年3月于英格兰萨里

第 1 版前言

回购市场是全球资本市场和货币市场的重要组成部分。80 年前,美联储牛刀小试,第一笔回购交易由此诞生,之后,回购交易蔚然成风,逐渐成为大多数国家中央银行公开市场操作时采用的主要工具。在过去的 10 年时间里,回购市场实现了巨大发展。据估算,全球范围内证券交易每日结算量中(不包括美国国债),回购交易占据半壁江山,这是一个何等惊人的数字。统计数据显示,全球回购市场的日均存量已接近 4 200 亿英镑。

有果必有因。回购市场在世界范围内的快速发展,缘于以下几方面:资金脱媒、公共债务扩张、回购的流动性提高以及高质量抵押品的使用。回购交易灵活性的不断增强,吸引了越来越多的市场参与者使用这一工具,包括债券持有人、投资银行、资产管理公司、公司财务部门、政府当局等。事实上,全世界各主要货币市场都已建立起回购市场,而回购的便利性又推动了货币市场的不断发展。在所谓的“新兴市场”经济体,同样建立了回购市场,但基于特殊的市场风险和交易要求的考虑,本书将单独予以论述。

本书定位于对回购市场略知皮毛甚至完全未曾涉猎的读者。当然,对于那些对回购市场已有深入了解且实践经验丰富的市场参与者而言,本书也同样适用。尤其是,本书可以作为商业银行和资产管理公司的回购市场业务指南,也可以为公司财务主管、政府当局、风险管理机构以及法律机构提供有用信息。读者对本书内容的建议和评论,可以通过出版社转达给作者本人。

莫拉德·乔德里(Moorad Choudhry)

2002 年 5 月于英格兰萨里

目 录

第一篇 国外回购市场

第一章 回购简介	3
回购的重要性	6
回购市场的参与者	7
回购的类型	8
其他回购类型	18
参考资料	23
第二章 回购市场的背景知识	25
贴现及现值	27
货币市场工具	30
债券市场概述	34
应计利息	40
参考资料	41
第三章 回购的交易机制	43
回购的用途和功能	45
保证金机制	48
其他回购交易机制	52
回购交易的风险	53

参考资料	58
第四章 一篮子回购、合成型回购和结构型融资回购	59
一篮子回购	61
基于总收益互换的合成型回购	68
结构型融资实体:回购渠道	72
参考资料	75
第五章 英国的国债回购市场	77
背景介绍	79
回购交易对英国国债市场的影响	83
债券回购市场的内部结构	84
英国国债回购与收益率曲线	86
回购交易的模式	87
英国国债结算与 CREST	90
英国国债回购业务指引	92
参考资料	93
第六章 回购交易操作和期货合约中的隐含回购利率	95
交易策略	97
运用特定证券回购套利	102
运用回购发现信用级别的作用进行套利	103
运用账户匹配进行套利	104
回购交易的对冲工具	105
隐含回购利率以及基差交易	109
参考资料	121
第七章 回购和收益率曲线	123
零息利率	125
贴现因子与贴现函数	126
即期利率和远期利率:运用“剥离法”从票面收益率曲线中计算	126
票面利率、零息利率与远期利率的关系	135

计算练习	136
案例	137
远期定价与回购	140
参考资料	141
第八章 全球回购主协议	143
美国债券市场协会和国际资本市场协会联合协议	145
《全球回购主协议》	146
主协议的结构	147
主协议的核心原则	148
《全球回购主协议》的谈判	156
先决条件	159
针对特定产品和交易对手的修改及补充附件	161
《英国国债回购协议》	161
参考资料	162
第九章 回购交易涉及的会计、税务以及资本充足率监管问题	163
会计、税务和回购交易	165
资本充足率	166
巴塞尔协议 II 概要	169
第二篇 中国债券回购市场发展和完善	
第十章 国际债券回购市场的基本情况	175
债券回购交易及其特点	177
国际回购市场发展现状	182
第十一章 中国债券回购市场的发展历程及现状	185
发展历程回顾	187
发展现状	189
第十二章 中国银行间债券回购市场分析	193
产品类型分析	195