

证券公司客户资产安全研究

课题总策划人：陈共炎

课题总协调人：刘肃毅

课题研究组成员：杨志华（组长）

陆泽峰 杨 烈

徐风雷 吕晓宁

孟 薇 高 斌

王彦龙 殷志诚

摘 要

客户资产具体包括客户资金和股票、债券、封闭式基金等各类证券资产。客户资产安全受到由外部法律环境、内部运作环境、监管环境等因素的综合影响。作为机构监管的一个视角和目标，客户资产安全早已受到监管部门的高度关注。

客户资产的存管形式和保护措施具有较强的路径依赖的特征，横跨金融、证券、法律、经济等众多学科，涉及多个业务环节及多个部门，新《证券法》的出台，使得与客户资金存管有关的诸多法律关系与业务流程面临较多调整，因此，对客户资产安全的历史、现状和有关理论进行系统梳理研究，已成为当务之急。

本文将客户资产分为客户交易结算资金、权益类证券、债权类证券等三大类别，在对各类客户资产进行专业定义的基础上，对客户资产的存管制度的历史发展进行了阐述，并通过存管制度沿革的分析，对当前存管制度的现状、存在的问题进行了深入的探讨和分析，对涉及证券公司客户资产安全的业务流程进行了系统的梳理。同时，在对各国同类资产存管制度的比较分析的基础上，对新环境下制定新制度的基本思路及制度框架进行了探讨，并对在新的法律环境和竞争环境下，涉及我国证券公司客户资产安全的潜在及现实的影响进行了评估和论证。

目 录

引 言.....	1
第一章 客户交易结算资金.....	2
第一节 客户交易结算资金的定义.....	2
第二节 客户交易结算资金存管制度沿革简述.....	2
一、《客户交易结算资金管理办法》出台前（证券市场成立之初——2001年）	2
二、《客户交易结算资金管理办法》出台后（2001年——2006年初）.....	2
三、银证通.....	4
第三节 客户资金各国存管模式的对比.....	4
一、基本模式.....	4
二、由证券公司融资方向的不同比较存管模式.....	6
三、各国存管模式综述.....	6
第四节 三号令.....	8
一、三号令.....	8
二、银证通（按《银证通解释口径》进行修改）.....	12
第五节 独立存管.....	14
一、独立存管概念.....	14
二、客户交易结算资金独立存管的历史背景.....	15
三、独立存管标准及其实施.....	18
第六节 第三方存管.....	23
一、第三方存管实施背景.....	24
二、第三方存管的基本业务关系分析.....	25
三、第三方存管模式的特点.....	25
四、第三方存管的缺陷.....	28
五、融资融券公司作为“第三方”监管主体的设想.....	29
第二章 权益类证券.....	30
第一节 权益类证券的范围与定义.....	30
一、权益类证券的定义.....	30
二、权益类证券的范围.....	30
第二节 各国证券资产托管模式对比.....	31
一、美国模式.....	31
二、英国模式.....	31

三、香港地区模式	32
四、日本模式	32
五、台湾地区模式	32
第三节 我国现行的证券存管制度——中央托管基础上的二级托管	33
第四节 我国证券托管模式的发展方向——看穿式的证券二级托管制度	33
一、看穿式的证券二级托管制度的特征	33
二、看穿式二级托管制度的优势	35
第三章 债权类证券	36
第一节 债权类证券的定义和范围	36
第二节 我国交易所国债市场的发展及存管制度的历史沿革	37
第三节 我国交易所旧体制国债回购模式介绍	39
一、制度基本框架及业务流程	39
二、在交易所债券市场体系下，我国国债回购业务流程大体上可概括为五个特点：	40
三、交易清算制度的缺陷	41
四、交易所国债交易及回购的发展规模和影响	44
第四节 我国目前国债回购模式介绍	45
一、制度基本框架	46
二、功能特点及优势	48
三、新交易清算制度的缺陷	49
四、交易所新模式国债交易及回购的发展规模和影响	49
结 论	51

引 言

客户资产安全作为机构监管的一个视角和目标，早已受到监管部门的重视，证监会出台了多个规章制度，从客户资产的存管制度设计、资金的流动路径、证券公司内控制度、高管人员承诺等各方面加强对客户资产安全的控制，建立了立体的客户资产安全防护体系。新《证券法》也明确要求证券公司对客户交易结算资金实行第三方存管，将客户资金与公司资金隔离管理，严禁任何机构或者个人以任何形式挪用客户交易结算资金、客户证券账户名下的债券、基金、股票等证券资产，《刑法》在修订过程中也将保护包括证券公司在内的金融机构客户资产安全纳入了考虑。

客户资产的存管形式和保护措施具有较强的路径依赖的特征，同时客户资产涉及客户资料、存管关系、委托申报、清算交收等多个业务环节，涉及证券公司、商业银行、结算公司、证监会、银监会、人民银行等各个部门，并横跨金融、证券、法律、经济等众多学科，而新《证券法》的出台，使得与客户资金存管有关的业务流程面临较多调整，诸多法律关系也需要重新确立，因此，亟需对客户资产安全的历史、现状和有关理论进行系统研究和梳理，在现有法律框架下，研究制定与之相对应的合理制度。

本文采取历史研究、比较研究、系统分析、经济分析等方法进行研究。立足于我国证券发展的实践，通过各国的比较分析，对证券公司客户资产安全进行了多学科、多视角的系统分析和论证，对涉及证券公司客户资产安全的现状和涉及的业务流程进行了系统的梳理，并对在新的法律环境和竞争环境下，涉及我国证券公司客户资产安全的潜在及现实的影响进行了评估和论证。

第一章 客户交易结算资金

第一节 客户交易结算资金的定义

客户交易结算资金是指客户为保证证券足额交收而预存的资金，出售所持证券所得的款项，持有证券所获得的股息、现金股利、债券利息以及上述资金所获的利息。

客户交易结算资金属于客户资产，我国《证券法》规定，“证券公司不得将客户的交易结算资金和证券归入其自有财产。禁止任何单位或者个人以任何形式挪用客户的交易结算资金和证券。证券公司破产或者清算时，客户的交易结算资金和证券不属于其破产财产或者清算财产”。

第二节 客户交易结算资金存管制度沿革简述

一、《客户交易结算资金管理办法》出台前（证券市场成立之初——2001年）

从我国证券市场建立初期，券商挪用交易结算资金是违规行为的法律界定就十分明确。在93年颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》(国务院令第112号)第七十一条之(六)明确规定“挪用客户交易结算资金，可以处以警告、罚款或取消业务资格”。《禁止证券欺诈行为暂行办法》(93年8月国务院批准，9月由证监会颁布)第十条之(一)规定“将自营业务和代理业务混合操作是欺诈行为”。但是，这些规定都过于原则化，证券公司没有从管理上、制度上将客户资金与证券公司自有资金分离开来，客户资金与证券公司自有资金混用，造成许多公司实际挪用客户资金。

二、《客户交易结算资金管理办法》出台后（2001年——2006年初）

二〇〇一年五月十六日，证监会颁布《客户交易结算资金管理办法》（现在一般简称3号令），这是中国证券市场上客户交易结算资金首次被纳入专门的法

规，对交易结算资金进行全面的制度化管。该制度要求客户将拟用于买卖证券的资金存入证券公司营业部，营业部将交易结算资金留足日常支付外，将其中的大部分上划到证券公司法人存管银行交易结算资金专户，证券公司法人再将其中部分资金划到其在登记结算公司开立的结算备付金账户，用于清算备付。结算公司将结算备付金存入其在结算银行开设的备付金专户中。在这种管理体制下，所有客户交易结算资金基本都存放在银行的交易结算资金专户内。

三号令产生的历史背景

从九十年代早期我国证券市场建立之初，存管制度的基本框架就是客户把资金存入证券公司，由证券公司直接管理客户交易结算资金。在资金清算上，证券交易所对会员（证券公司）实行净额交收，而会员对其客户实行全额交收，因此每日证券公司交收净额远小于其客户交易结算资金总额（根据对部分公司的调查，90%的证券公司日交收额约占证券公司客户保证总额的10%），大量资金滞留在证券公司处，给挪用提供了机会。93-95年，随着房地产市场、武汉证券交易中心等交易场所证券回购的火热，证券公司把大量资金用于炒作房地产、进行证券回购，造成了大量的呆滞资产和坏帐，也形成了证券公司挪用客户交易结算资金的历史缺口。其他挪用形式主要是自营、给客户透支、购建固定资产等。

从法规上，交易结算资金与自有资金“分账管理”和“不得挪用”十分清楚，券商只需要在业务中按此操作，并不得挪用即可。但实际上由于公司自有资金和交易结算资金混合操作，外部监管不到位，实际挪用现象十分普遍。因此，很多人认为“券商之所以挪用交易结算资金是因为交易结算资金存管制度不健全。要防止券商挪用交易结算资金，要制定清晰的将券商自有资金和交易结算资金分开存管的制度，就可以防止券商挪用交易结算资金”，即希望从存管制度的设计上防范挪用。上世纪90年代末，人民银行就曾经单独发文，要求改变投资者的交易结算资金存管方式，由银行直接负责每个投资者账户资金的往来管理和清算支付，证券公司只负责股票交易。在此通知中，还取消了证券公司获得金融机构同业拆借利息的资格。

由于此方案在许多方面不具有可操作性，因此，从99年起，证监会开始致力于建立新的“将券商自有资金和交易结算资金分开存放和流转”的存管制度。在证监会、人民银行，沪、深交易所，部分商业银行、证券公司、证券登记结算公司筹备组等有关方面共同讨论的基础上，形成了3号令，并定于2002年初正

式实施。

三、银证通

银证通的产生背景

银证通业务是指投资者直接将在商业银行开立的活期储蓄存款账户作为证券交易结算资金账户和清算账户，通过商业银行的委托系统，或通过证券公司的委托系统进行证券买卖和办理资金清算交收的一种业务，属于客户交易结算资金存管模式的一种。银证通的本质是客户交易结算资金存管在商业银行，客户属于银行的客户，证券公司只称谓一个“交易通道”。其前身是 1999 年在深圳地区出现的“存折炒股”，是在证监会颁布《关于禁止“存折炒股”的通知》（证监机构字[1999]142 号）后的一种变形，与“存折炒股”无本质区别。

开展银证通业务，可使证券公司借助商业银行网点，突破传统证券营业部有形网点的限制，实现低成本扩张，防范证券公司挪用客户资金。按照公众和媒体的理解，银证通为投资者提供了一个方便的投资渠道，认为安全度较高。对证券行业而言，以为有利于培养和扩大投资者规模，同时也不会增加证券机构的网点成本，大大提高了市场效率；对银行业来说，银证通增加和改善了客户服务，利用了既有网点资源，银行还可以获得一笔相当可观的中间业务收入，避免了资金流失。

银证通最早在 2000 年由深圳工商银行和国信证券两家发起，目前，银证通业务在多数证券公司中均有开展，但在经纪业务中所占比重较低。据 2004 年中国证券业协会抽样调查，有 59 家证券公司、745 家证券营业部在全国 29 个省（市、区）已经或准备开通银证通业务，客户总数 146 万户，相当于一家大型券商的客户总量，托管市值 350 亿元，占总流通市值的 3%。其中业务量最大的证券公司依次为国信证券、招商证券、国泰君安、光大证券、广发证券、银河证券等。

第三节 客户资金各国存管模式的对比

一、基本模式

国际上证券客户交易结算资金基本存管模式可分为以下三种：

（一）证券经纪商存管

证券经纪商存管是指证券公司以自己的名义持有客户交易结算资金，其典型代表是美国和日本。美国在上世纪 70 年代以前，客户交易结算资金一直存放在证券公司，由证券公司进行管理。到了 70 年代初期，证券公司控制客户交易结算资金出现了隐患，导致美国国会于 1972 年出台了《证券交易法》，规定证券公司应在银行开立“客户特别存款账户”（Special reserve bank account for the exclusive benefit of customer），由美国证券交易委员会定期检查账户的对应关系，以防止挪用。这一举措的实际意义是将证券公司自有资金与客户资金体系划分清楚，防止混用引起的挪用，但这类客户资金账户实际上仍然由证券公司管理，证券公司作为其客户资金记账主体的地位没有发生变化。这种客户资金的存管方式是美国及其他主要证券业发达国家所采用的方式，尽管其操作具体方式或有不同，但以证券公司作为客户资金的保管者的特征保证了证券市场正常的运行效率。

（二）第三方托管

第三方托管是指客户交易结算资金交由证券经纪商以外的银行或指定的专门机构管理。即客户在法规框架内可以任意指定托管机构(一般而言是商业银行)存放其证券交易结算资金，这种模式的典型代表是台湾。这种方式的实质是将证券公司对客户资金的管理权切割出来交给第三方，通过完全清除证券公司染指客户资金运作权的方式保证该等资金不被证券公司挪用。

（三）混合存管

指法律规定证券经营机构和第三方都可从事客户交易结算资金的管理业务，其典型代表是香港市场。香港市场客户交易结算资金存放一般采用以下两种方式：一种是客户将证券交易资金交给证券公司，由证券公司统一存入其在“持牌法人”（即香港证监会认可的银行或具有相应业务资格的金融机构）处开立的信托账户，交收时证券公司根据客户应收应付数据指示后者从信托账户中支取或向信托账户中存入相应金额；另一种方式为客户在证券公司约定的某个“持牌法人”处开立资金账户，证券交易资金以客户名义存放，交易完成后证券公司将客户清算数据传递给“持牌法人”，后者据此代理客户向结算所履行资金交收义务（类似“银证通”的存管模式）。一家证券公司一般仅提供上述两种方式中的一种，客户可根据自身需要选择证券公司并在其与证券公司的委托协议中对此加以约

定。

二、由证券公司融资方向的不同比较存管模式

客户交易结算资金的存管与证券公司的融资方向具有内在的逻辑关系。一般来说，客户交易结算资金的存管放在何种机构，则该机构就成为证券公司主要的融资来源。由此可以将世界各国(地区)的交易结算资金存管及证券公司融资模式分为三大类：

(一) 实行全能银行制的国家，客户将交易结算资金存在银行下属的证券经纪子公司，银行通过吸收该存款，并成为其证券经纪子公司的主要贷款人。典型代表国家是德国；

(二) 证券公司不吸收公众存款，即不以客户资金作为自有资金，其融资主要是来自货币市场和资本市场，这类国家的典型代表是美国。美国是实行银证分业制度的典型代表，客户将交易结算资金以证券公司客户资金专用账户的名义存在指定的商业银行，同时商业银行通过发达的货币市场为证券公司提供强有力的融资支持；

(三) 证券公司主要通过专门的金融机构——证券金融公司进行融资（相当于专门为证券交易参与者提供各类资金服务的专业银行），证券公司的客户交易结算资金存入证券金融公司，同时也由这个机构向证券公司提供融资服务，这里的“证券金融公司”相当于第（二）中模式中的商业银行，但具有法律强制性。其典型代表是韩国。

三、各国存管模式综述

(一) 各国普遍采用的主流存管模式

当今国际证券市场普遍采用多层次市场参与者和分级托管、分级清算交收及风险控制的运作模式。这类模式是在客户业务关系和效率驱动主导下证券结算制度长期演进的产物。具体到客户交易资金的存管模式上，作为中央结算的直接参与者，证券公司同时托管客户证券和资金，不仅符合托管人权利与义务对等的原则，而且也是提高证券结算效率、降低作业成本、促进市场发展、加强风险控制的必然要求。

目前美国、英国和日本等发达资本市场普遍采用了证券经纪商托管客户资产的模式，世界各国一般也通过证券经纪商自有和客户账户分离以及参加法定保险等形式来防范存管机构挪用风险，保护投资者资产的安全。事实证明，在法制完备，监管有效的状态下，这种存管模式经得起实践的检验，是保证分业经营，顺应证券交易客观规律的科学存管模式。

（二）台湾地区实施严格第三方存管模式的弊端

目前实行严格的客户资金第三方存管制度的只有我国台湾的证券市场，也即纯粹银行托管模式。台湾证券市场曾经历过客户交易结算资金被大规模挪用、证券公司因此内外交困、证券市场风险集中爆发的惨痛教训，因此转而实行最为严格的客户资金第三方存管模式。这种模式从根本上杜绝了证券公司染指客户资金的可能性，但是实践证明这一模式也存在较大的问题。主要表现为下面两点：

1. 银行和证券公司的托管交收权责极不平衡。作为资金托管人的银行，不对客户交易做前端资金控制，仅承担客户交易清算款的代收代付责任，对于客户无力支付证券买入款的情况，银行承担交收责任，导致证券业务风险向商业银行转移。这不符合证券经纪业务的基本特点，即：由于客户买买证券要做预交收准备（在我国实行的是更为苛刻的全额预交收制度，证券公司所承担的义务更大），交易结算资金必须由参与证券经纪业务的权利义务方实施托管，以便经纪商可以发挥前端基本控制的作用，实现权利义务的对等，保证交易公平顺畅。

2. 台湾地区银行蚕食证券公司客户和业务的现象日益严重，使得岛内证券公司难以做大做强。更为严重的是，由于银行涉足的基金代销、债券承销等业务，不仅与证券公司的经纪业务存在着竞争关系，而且也与银行自身传统零售业务存在着利益冲突。银行凭借资源和信息优势追求自身利益最大化的同时，难以保证第三方存管客户的利益不受损害。

在纯粹“第三方存管”的体系下，证券公司不托管客户资金，从理论上讲，客户的交易甚至完全可以不通过证券公司，而直接在交易所或银行下单，证券公司经纪业务生存面临被边缘化的危险，证券公司、投资者乃至整个证券行业的利益格局极不平衡，客观上违背了强化保护证券投资者权益的初衷。目前，台湾有关部门正在考虑逐步改变严格的第三方存管模式，转而实施与市场风险控制水平相匹配的、更符合证券资金交易结算规律的存管方式。

附表：

海外各主要资本市场投资者资金存管模式简要归纳和比较

国家或地区	交易会员	中央结算会员	投资者资金存管
日本	仅限于证券公司，有综合交易参加者及正交易参加者和特别会员等三种会员资格。	证券公司、证券金融公司、银行、信托公司、保险公司以及投资公司	经纪商存管模式 1. 投资者在证券经纪商开立资金账户，并在交易前将资金存入证券经纪商指定的银行账户。
台湾	仅限于证券经纪商和证券自营商	证券公司、证交所、证券金融公司、托管机构、保险机构、信托机构、基金公司以及证券发行人	银行存管模式 1、证券经纪商在往来银行开立款项给付专户，投资者在证券经纪商往来的银行开立款项划拨账户，凭以办理款项收付事宜。 2、投资者买入证券的，应在 T+1 日将资金汇入其款项划拨账户。 3、净买入的证券经纪商必须在 T+2 日上午十时前将资金汇至证交所指定的银行账户。证交所在十时后通知指定银行向净卖出的证券经纪商付款，并指示台湾集保公司交割证券。 4、投资者不能如期履行交割义务的，证券经纪商必须当日上报证交所，并代为交割。证券经纪商代客户交割所得的证券，可于下一营业日委托其他证券经纪商处理。
美国	证券公司、投资银行、基金、清算公司、顾问公司、经纪人	证券公司、银行、信托公司、保险公司、投资银行和基金	经纪商存管模式 1. 投资者将资金交证券经纪商保管，除信用交易外，证券经纪商必须将客户资金存入特别指定的银行账户，不得挪用属于客户的交易资金。
香港	证券公司、财务公司和投资公司	证券经纪商、托管商参与者（有银行、财务公司和信托公司）、股份承押人	经纪商/托管商存管模式 1. 投资者在证券经纪商开立资金账户，并将资金存入证券经纪商指定的银行账户；也可以在作为托管商的银行开立账户用于证券买卖结算账户。 2. 证券公司自有资金与客户资金严格分离。
德国	银行、证券公司、基金、投资银行、清算公司、金融控股公司、资产管理公司	境内外信贷和金融服务机构、分销商、基金、境外中央存管公司、清算机构和跨国金融组织	经纪商存管模式 1、德国实行金融混业经营，银行一般为全能银行。 2、投资者将资金交证券经纪商，也即银行保管。证券经纪商如为结算参与者，须在登记结算机构开立现金账户，并在账户中保持充足的资金。

第四节 三号令

一、三号令

(一) 三号令的基本框架和安全性原理

三号令从制度上防范证券公司挪用的主要原理是：

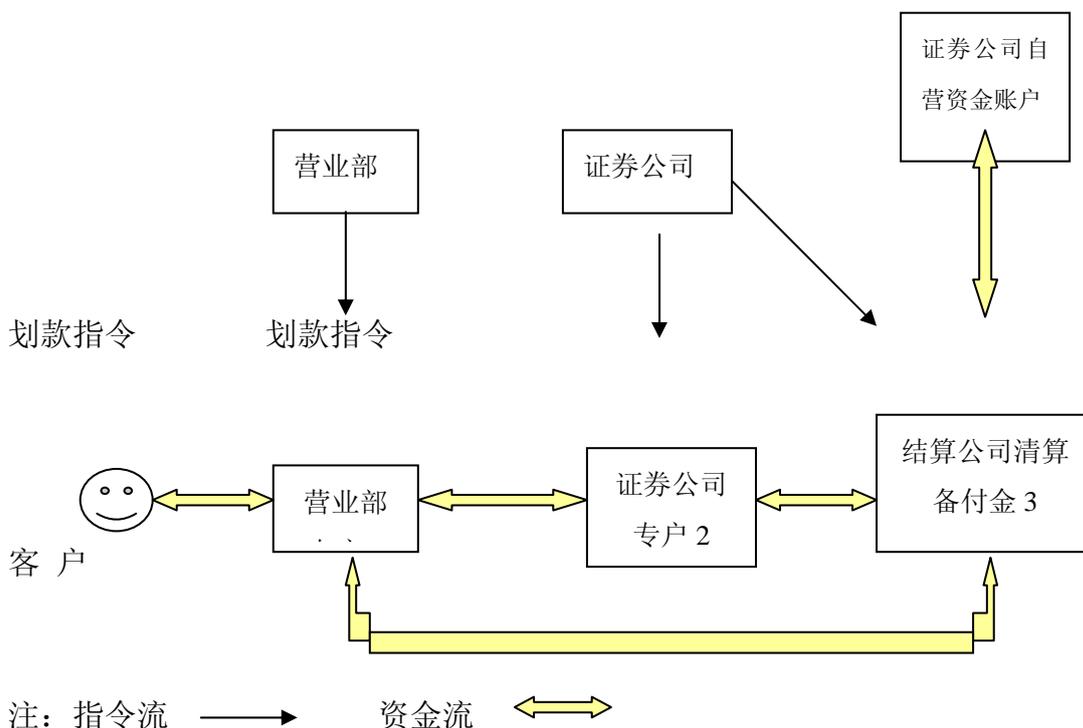
1、对客户结算资金实行专户管理，建立专户备案制度。证券公司将客户交易结算资金全额存入指定商业银行专户及交易所登记结算公司。

在实际业务中证券公司客户交易结算资金因业务需要须在营业部、公司总部、结算公司三个点存放，因此三号令要求把这三个点的客户交易结算资金纳入

指定的商业银行专户管理，由银行承担一定的监督职能。证监会对证券公司及其营业部开立的客户交易结算资金专户、结算公司开立的存放证券公司清算备付金的结算专户等有关账户进行备案，并定期进行统计核对。

2、规定客户交易结算资金只能在证监会备案的账户中运动，建立客户交易结算资金相对封闭的运行渠道，监控证券公司客户交易结算资金的情况，防止挪用。

客户交易结算资金的相对封闭运行渠道，就是客户、营业部专户、证券公司专户、结算公司清算备付金构成的渠道，如下页图示（以综合类证券公司为例）：



在任何时刻，如果以上三点存放的客户交易结算资金的和大于或等于客户交易结算资金总额，就说明没有发生挪用，通过限制以上三点上资金的划拨，防止了营业部层次的挪用，并可监督证券公司证券自营环节的挪用。

上述客户交易结算资金之所以不能完全封闭，是因为在证券经纪业务中，证券公司要将佣金、利息等收入转入公司的自有资金账户，同时发行有价证券筹集的资金也需要从结算公司划出该渠道，因此必须为这类业务留有出口。

2005 年证监会又出台了《关于进一步加强对客户交易结算资金划转过程监控的通知》，对客户交易结算资金的划转范围和划转过程进行了限定。

3、建立银行专户

在客户交易结算资金存管中引入了“存管银行”、“主办存银行”、“结算银行”的概念，通过对银行特定账户用途的限制，对客户资金安全实施监督。

4、证券公司自营、经纪证券账户严格分开

由于营业部专户、证券公司专户都有商业银行监督，其资金汇划只能在允许的账户间进行，在这些环节不会发生挪用，只有在结算公司头寸的使用上，有可能发生挪用，因此规范证券公司自营行为成为防止挪用行为的重要一环。

证监会 1996 年发布的《证券经营机构证券自营业务管理办法》就要求证券公司将自营、经纪“两类业务的资金、账户和人员分开管理”，原《证券法》132 条规定“综合类证券公司必须将其经纪业务和自营业务分开办理，业务人员、财务人员应分开，不得混合操作”。但长期以来这些规定未得到有效执行，证券公司以他人名义进行自营的现象十分普遍，混合操作作为证券公司挪用客户证券交易结算资金进行自营提供了方便。

因此可以说，自营、经纪证券账户严格分开、自营和经纪业务结算备付金账户严格分开，使两类资金在不同的体系中循环，是建立存管制度的关键。后期证监会又发布了《关于对证券公司结算备付金账户进行分户管理的通知》，将自营备付金账户和客户备付金账户分隔开来。

5、设定从事证券交易结算资金存管业务的商业银行的条件，将商业银行纳入管理

三号令对银行从事证券交易结算资金存管业务的条件提出了要求，通过对银行抵御风险能力、服务能力进行认定，建立商业银行从事该业务的进入和退出机制，使得合格的商业银行可以公平地进入证券交易结算资金存管市场，对于严重违规或不能履行《管理办法》所赋职责的商业银行，可通过撤销许可的方式中止其该项业务。

6、对证券公司的客户交易结算资金定期检查

证监会检查证券公司、结算公司的周期的长短可以作为客户交易结算资金监控力度大小的调节措施，美国 *Sea rule 15c3-3* 规定证券公司一般以每月报告一次其资金情况，而对经营上有疑点的证券公司公司，SEC 可要求其每周报送一次。目前，证券公司和存管银行通过“证券公司客户交易结算资金监管信息系统”向证监会每周上报有关数据，使得证监会能够及时发现证券公司的挪用情况。

该信息系统在分户存放和严禁互划的制度基础上，主要通过总额控制和过程

控制两种手段，发现并防止挪用行为的发生。所谓总额控制，就是通过对存管银行和结算公司所报交易结算资金数据与证券公司所报数据的核对和监控，发现挪用交易结算资金行为；所谓过程控制，就是在赋予存管银行存管交易结算资金权利的同时，赋予其监控交易结算资金划转的义务，防止交易结算资金循环体系与自有资金循环体系的交叉、混淆。通过三号令系统已经发现了南方证券、新华证券、亚洲证券等许多证券公司的挪用行为。这个系统，经过一系列的完善措施之后，在一周报送一次数据的情况下，基本可以在 10 天左右的时间发现总额挪用的现象，由于这种威慑作用，可以大大增强事前防范功能。

（二）三号令的缺陷

三号令实施以来，由于结算层面客户交易结算资金尚未独立、存管银行过程控制不到位、系统收集的是账面数和时点数导致难以防范客户交易结算资金质押等，使三号令系统的独立存管的功能未得到有效发挥；另外，虽然监控系统能够在一定程度上发现挪用行为，但由于对证券公司和存管银行的检查执法工作没有全面跟进，三号令作为一项监管政策还没有真正起到遏制违规、防范挪用的作用。其主要缺陷是：

1、在结算层面交易结算资金尚未独立于证券公司的自有资金。三号令在存管银行层面要求了将证券公司的自有资金和交易结算资金分离，但在结算公司层面没有分开。证券公司可以通过结算备付金账户挪用交易结算资金。

2、过程控制存在漏洞，导致对于挪用的事前防范不到位。三号令对过程控制的要求过于原则。交易结算资金专户中的资金应当只能用于客户提款或用于清算交收，不能向证券公司的自有资金账户中划拨资金。但对于交易结算资金专户与其它账户之间的划款规则，三号令制定得太原则化，缺乏可操作性，导致资金往来账控制不力，使三号令系统变成了一个彻底的事后监控体系，事前控制功能没有发挥。

3、三号令监控系统收集的是账面数据，监管部门难以发现证券公司将交易结算资金向银行进行质押的情况，对证券公司变相挪用交易结算资金的情况防范不足。

由于客户资金以证券公司名义存放在商业银行，第三方机构不掌握客户明细，证券公司依然可以通过以下几种方式“利用”客户资金：

（1）证券公司为资金或关联方贷款提供担保；

(2) 担保公司出面为证券公司的关联企业向银行借款提供担保，证券公司再以客户交易结算资金向担保公司提供反担保；

(3) 证券公司以客户资金向银行质押，向银行拆借资金；

(4) 证券公司为保本保底的委托理财资金预留交易结算资金账户支票。

因此，虽然三号令不允许证券公司直接挪用客户交易结算资金，但是通过银行的抵押贷款和同业拆借，依然可以绕开这种形式上的监管。

4、三号令监控系统中收集的数据是时点数，证券公司可以临时拆借资金掩盖挪用缺口。三号令系统实行周报制度，证券公司、存管银行和结算公司按周向监管部门报告交易结算资金专户每个周末的时点数据状况。证券公司往往与存管银行合谋，在周末这个时点，拆借资金打入证券公司在该银行的交易结算资金专户，从而达到掩盖其挪用行为的目的。只是对于证券公司而言，一周上报一次，成本较高。

5、三号令监控系统只掌握交易结算资金的总量，没有掌握交易结算资金的明细账，因此证券公司可以通过在明细账上做手脚从而达到恶意挪用交易结算资金的目的。如通过虚设客户账户，并将交易结算资金内转到该账户上，从而达到恶意挪用的目的。

6、证监会对有挪用行为的证券公司处罚力度不够，使三号令作为一项监管政策未发挥应有作用。

三号令实施以来，虽然通过三号令系统和日常监管工作发现了一些证券公司的挪用行为，但依据三号令处罚机构和个人的力度较弱，使得三号令系统及时发现、防范和威慑的作用没有得到充分发挥。

二、银证通（按《银证通解释口径》进行修改）

（一）银证通的问题

实质上，银行和证券公司之间的利益分配、客户资源争夺、技术标准与安全差异以及相关的清算风险和投资者保护的问责机制等一系列问题上，由于存在分业经营和分业监管，银证通在银证两大行业的交叉地带存在重大风险隐患和监管真空。

不管是新版还是 1998 年版的《证券法》，都明确写入银证分业原则，这也是

我国现在实行的金融监管框架的基本原则。从分业监管的原则出发，任何因证券交易引发的风险与损失，都要由证监会负监管责任。股市行情好的时候，银证通银行方很容易出现大面积宕机，银行方又不承担由此而带来的风险。银证通存在的问题是：

1、与证监会 1999 年颁布的《关于禁止“存折炒股”的通知》相违背

《关于禁止“存折炒股”的通知》规定，证券公司不得通过银行为证券投资者代理开立证券交易账户，不得通过银行系统发起证券买卖委托指令。而这些禁止性行为在银证通中仍然存在。

2、与新《证券法》的有关规定相违背

银证通业务中，由商业银行审核证券投资者的身份和证件，代理客户开立证券交易账户并保管客户有关开户资料，违反了《证券法》第一百一十一条证券公司为投资者开立证券交易账户、第一百四十七条证券公司应当妥善保存客户开户资料、第四十四条证券公司必须依法为客户开立的账户保密的规定；客户通过银行系统发起买卖委托，违反了《证券法》第一百一十一条投资者应当委托证券公司代其买卖证券的规定；客户的资金交收是银行端完成，违反了《证券法》第一百一十二条证券公司承担清算交收责任的规定；上述行为表明在银证通业务中，商业银行已经实质介入证券业务，违反了《证券法》第六条证券业与银行业实行分业经营的规定。

3、导致证券公司间的恶性竞争，压缩了经纪业务的盈利空间

据了解，银证通业务并没有真正增大客户总量，主要还是通过低佣金从营业部挖走客户，造成客户在不同公司之间来回流动，导致了证券公司间的恶性竞争，一方面冲击了证券公司的正常经营秩序，另一方面引发佣金战，使整体佣金水平下降；另外，银证通模式下，证券公司没有利差收入，佣金还要与银行分成，因此，压缩了证券公司经纪业务的盈利空间。

4、银行直接侵入证券公司经纪业务，挤占证券公司的生存空间，最终将造成我国资本市场的中介功能的丧失

一方面，银行通过代理客户开户、代理签订证券买卖协议、为客户提供委托交易系统进行交易、代理与客户的资金交收等方式直接侵入了证券公司经纪业务；另一方面，银行等机构在控制部分证券经纪业务关键资源的基础上，全面挤压证券公司生存空间，证券公司作为直接融资体系的主体中介机构渐趋萎缩，而

银行等机构其业务特性与直接融资体系的不适应性，又使其在挤压了证券公司的生存空间后，不能真正服务于直接融资体系，最终将造成我国资本市场的中介功能的尚失。

5、银证通业务的技术系统很不稳定，风险很高

银证通业务中，客户每买卖一笔都要访问银行主机系统，对银行系统造成很大的运行压力，一旦市场交易量放大，就会造成堵单。而且一家银行系统出现故障，会造成这家银行下的所有客户无法交易，存在很大的技术风险和业务风险。

另外，银证通业务还存在难以支持证券市场业务创新、银行方控制证券公司客户资源、侵占其它客户交易结算资金缴纳结算备付金、证券市场业务风险向银行体系传递、证券经纪业务监管缺位、可能形成新的非法证券交易网点等一系列问题。

存管制度是市场的基本运作制度，制度的设计不能仅从单方面考虑安全问题，产生了证券投资资产、证券业务链、风险控制者与风险承担者三者的分离，使得客户无法得到真正的证券专业服务，证券公司风险控制失控，商业银行承担了证券市场风险，直接违反了我国分业经营的管理原则。

由于银证通违反了新《证券法》第 6 条、第 44 条、第 111 条、第 112 条、第 139 条、第 147 条和第 167 条的有关规定，证监会于 2006 年 3 月份发布《关于落实证券法、规范证券经营机构证券经纪业务有关行为的通知》（机构部部函[2006]149 号），对银证通予以清理。现在的主要清理思路是转为银证转账和第三方存管。

第五节 独立存管

一、独立存管概念

客户交易结算资金独立存管的定义最初正式见于证监会颁布的《关于进一步加强证券公司客户交易结算资金监管的通知》（证监机构字[2004]131 号）：“客户资金独立存管指的是证券公司将客户资金独立于证券公司的自有资金，存放于具有一定独立性和必要的监管职责的存管机构，并使之达到安全、完整、透明、可查、可控的运行状态。”

二、客户交易结算资金独立存管的历史背景

（一）三号令——独立存管的雏形

独立存管实际起源于 2002 年开始实施的三号令，在三号令中基本明确了客户交易结算资金与证券公司自有资金分户存放、严禁互划的制度，初步建立了客户资金独立存管的雏型。三号令系统是基于全国证券公司交易结算资金管理的平均水平基础上建立起来的，能够在最大限度内照顾各种类型证券公司的实际情况。因此三号令系统成为大多数证券公司履行独立存管义务的基本手段。

（二）、独立存管概念形成

1、三号令需要进一步强化完善。

三号令奠定了独立存管的基础，但三号令在执行过程中，也逐渐暴露出一些问题（见本章第四节第三部分），需要进一步强化完善，考虑的强化完善措施主要包括以下方面：

（1）要求结算公司为证券公司分设自营备付金账户与经纪业务备付金账户，自营业务与经纪业务分开结算，从而使交易结算资金在存管银行层面和结算公司层面均独立于证券公司的自有资金。

（2）出台交易结算资金过程控制的操作细则，可以通过在银行往来凭证上对交易结算资金专户进行明确标识，达到交易结算资金只能用于结算和客户提款的目的。

（3）增加交易结算资金明细账的透明度，防范证券公司通过在明细账上做手脚从而恶意挪用交易结算资金。可要求证券公司定期将柜面系统数据和财务数据刻录成光盘报送监管局备查，各地证监局定期按比例进行抽查；

（4）客户自己是资产的最好的监督者，可以在系统设置有关功能，让投资者直接核对自己的账户数据的功能。

（5）积极推进证券公司的技术进步，通过客户资料的集中管理、集中交易、集中清算等措施，使公司柜面系统、清算系统和财务系统能够更好地进行核对和监控，最大限度地减少营业部层面的挪用风险，也便于监管部门对公司总部的监管。

（6）改善三号令独立存管系统运行的外部环境

A 健全法律环境，确立交易结算资金“神圣不可侵犯”的法律地位

现行法律对挪用交易结算资金的规定存在重大缺陷，挪用交易结算资金没有明定为一种犯罪行为，挪用交易结算资金为己牟利才属犯罪。至今，由于挪用原因受到司法处理的案例仍然非常罕见，挪用行为在法制的层面被纵容了。

首先，在制定《证券公司监管条例》和修改《证券法》等法规的有关法律条款时，明确界定交易结算资金及存管专户“神圣不可侵犯”的法律性质，力争交易结算资金在证券公司破产清偿时的“优先偿付权”，并根据挪用的性质、金额、影响等将挪用定性为不同程度的犯罪行为。第二，在《证券公司监管条例》中明确我会有权在认为必要的情况下，决定相关证券公司的交易结算资金存管方式，并监督其实施；第三，严格执法，对情节严重、屡教不改的恶意挪用行为的公司和个人进行严厉处罚，达到“杀一儆百”的示范效果；

B 督促证券公司完善内控措施

证券公司的内控制度的完善可以提高交易结算资金的安全。我国证券公司目前的系统平台和风险控制水平差别较大，其中集中监控系统的投资较少但对提高公司的内控程度作用大，因此可以作为我们目前鼓励发展的重点；同时，还应大力强化证券公司独立风险检查部门的力量，提高公司风险测量、检查和控制的能力。将证券公司集中监控系统的建设和相关风险检查部门的独立性作为我会评价证券公司类别和对其业务进行审核的首要审查条件。

C 加强对证券公司交易结算资金存管的外部审计工作

充分发挥外部审计的作用，是各国监管部门的共识。随着我国证券公司会计、审计、内部控制及信息披露规则的逐步完善和注册会计师行业的成长壮大，外部审计应可发挥越来越重要的监督作用。

通过以上措施的完善，可以使交易结算资金完全独立于证券公司的自有资金，建立起交易结算资金封闭运行的机制。总额控制、资金上存、过程控制、“协议指引”等措施的出台，和对资金明细账进行监管等多种手段综合使用，可以防止各类掩盖挪用和将交易结算资金用于质押从而变相挪用的风险，使证券公司交易结算资金的管理从对内和对外两个方面达到更加安全透明的状态；法律、法规中对交易结算资金地位的明确，监管部门对挪用行为处罚使监管部门掌握交易结算资金监管工作的主动权。

独立存管的基本思路基本基于以上完善三号令的相关建议措施中。

2、交易结算资金存管探索模式的总结和提炼

在执行三号令的过程中，一些公司也结合自身的特点，进一步向前探索推进交易结算资金存管模式。中信证券提出“开放监控系统”模式、申银万国提出“总部集中管理，收支两条线”模式、国泰君安提出“证银一卡通”模式、国信证券提出建立在总分账户和总对总基础上的“证银通”模式，银河证券提出“交易结算资金经营与管理分离”模式。此外，招商证券、光大证券、国海证券、华安证券等公司也在积极探索改进交易结算资金存管模式，但囿于人才、经验、利益格局、投资成本等的限制及各家公司运行管理模式的差别，他们所提出的方案之间却相差很大，指导思想也很不统一。需要从行业层面提供一个全面性、前瞻性、可操作性的客户资产安全体系的框架指引。

3、行业整体状况的需要

我国证券公司不是资本市场发育成熟自发形成的，很大程度上是政策引导的产物，存在着先天不足，而我国资本市场十几年间走完了发达国家上百年的历程，快速的发展也不利于证券公司本身在发展中修炼内功。证券公司的先天不足、后天失调造成了他们在内部控制上存在着种种不足，在组织体系、账户体系、交易体系、结算托管体系、核算体系、划付体系及监控体系上各有不同问题和缺陷，且相互制衡机制更加薄弱。另一方面，由于客户资金与客户股票、债券等可以互相转化，仅仅将目光停留在客户交易结算资金，将导致忽视其他客户资产的安全性问题（即便将客户资金全部交出去，仍然无法保障客户资产整体的安全性）；如果只抓监管制度和监控系统建设，而不严肃处理或不处理所发现的挪用问题和风险，则会助长挪用动机的膨胀；如果不以客户资金安全为核心，建立完备的内部控制和风险管理体系，内部控制本身就会缺少针对性并流于形式，挪用风险和问题就会十分普遍，最终必然导致监管无所适从；如果不及时跟进计算机与银行技术前进的步伐，不及时总结先进经验并加以推广，行业前进的方向就会迷失，变革的动力也会逐渐消逝；如果不踏踏实实地从客户账户规范管理、结算托管运作控制平台等最基本的要素入手，任何先进的技术、模式最后必然演变成空洞的教条，甚至沦为风险转嫁的工具。

因此，必须对客户资产（包括客户资金）安全问题进行持续的、系统的研究，及时总结证券业内及相关行业的先进经验和最新技术的情况，借鉴国际通行的客户资产安全性控制模式，从而制订出前瞻性与操作性有机结合的客户资金独立存管规范标准。

三、独立存管标准及其实施

2004年10月，证监会发布《关于进一步加强证券公司客户交易结算资金监管的通知》（证监机构字[2004]131号），系统的提出了交易结算资金独立存管的概念，并在证券公司中进行分类实施。

（一）多数公司通过强化3号令推行客户资金独立存管

对于一般的证券公司，证监会通过强化3号令，大面积地推行客户资金的独立存管，具体体现为以下五项内控要求：

1、设立合规部门或由现有的监督检查部门对客户交易结算资金进行内部监管，公司分管该部门的高级管理人员应具有一定的独立性，不得同时分管经纪、投资银行、自营或资产管理等业务部门。

2、建立集中监控系统，实现对公司及分支机构客户交易结算资金和交易情况的实时监控。

3、要求各证券公司将资金和证券的清算职能实行集中管理，交易、清算、核算及资金划付职能适当分离，相互制衡。同时，进一步优化与客户交易结算资金、客户证券托管相关的业务流程，加强对交易系统授权的管理。

4、要求各证券公司对分支机构客户资金账户和股东账户进行一次全面清理，确保公司总部能够及时、准确地掌握各分支机构客户资产的真实情况。

5、要求各证券公司对营业部的客户交易结算资金专用存款账户开户情况进行清理，确保每个营业部开立的客户交易结算资金专用存款账户不超过5个。

通过5项内控的独立存管评审也是申请规范发展类证券公司的先决条件。

截至目前，除已通过创新试点类证券公司独立存管的公司外，所有正常经营的证券公司均已通过5项内控的独立存管。

（二）创新试点类证券公司独立存管标准

对于申请创新试点类资格的证券公司，要求在上述五项内控要求的基础上，按更加严格的原则建立客户资金独立存管模式：完善客户资金内控机制，使组织体系、账户体系、交易体系、结算托管体系、核算体系、划付体系和监控体系在职能定位、业务流程、技术系统三方面完善、独立且相互制衡，并在此基础上对监管部门开放，使客户资产安全、完整、透明、可控、可查。

2004年9月23日，证监会发布《创新试点类证券公司客户资金独立存管试

行标准》(以下简称《试行标准》), 并作为申请成为创新试点公司的先决条件。

标准总共分为十部分, 界定了客户资金及客户资金独立存管的概念, 采用了广义的客户资金概念, 即包括客户的证券类资产; 提出了封闭运行、集中管理、分离与制衡、增加透明度、防范风险传递、系统强制留痕等六大总体原则; 对证券公司的组织体系、账户体系、交易体系、结算托管体系、核算体系、划付体系、监控体系等分别提出了有针对性的标准; 并对国债回购业务以附则的方式提出了原则性标准。

1、基本概念

(1) 客户资金概念

客户资金包括用于证券交易、结算的货币资金, 也包括以股票、债券等形式存在的客户的证券类资产。

(2) 客户资金独立存管的概念。

客户资金独立存管不仅指客户资金的专户管理和独立存放, 而且要以组织体系为保障、以账户体系为基础, 结算托管体系、核算体系与交易体系、划付体系相互制衡, 具有有效的独立监控体系, 并保障客户资金封闭运行的一个完整体系。

2、六大原则

六大原则是客户资金独立存管的总体原则, 也是客户资金安全性的总体原则, 包括封闭运行、分离与制衡、集中管理、增加透明度、防范风险传递、系统强制留痕等六个方面。

封闭运行原则, 指公司从组织体系、人员、资金等各个层面进一步做到客户资金与自有资金分离;

分离与制衡原则强调在业务、职责分离的基础上对客户证券交易、客户资产转移以及客户存取款等进行中台控制的要求(这也许是目前我国证券公司最为薄弱的一环)以及后台监控、检查、处理的要求, 并通过严密的制衡体系形成对所有部门、人员特别是公司高管和关键岗位人员的有效约束;

集中管理原则顺应交易、清算、核算、资金(大额)划付及客户账户管理及风险控制等集中运作的趋势; 增加透明度原则在整个运作体系清晰的基础上, 强调提高对监管部门透明度和投资者另路查询机制的完善等内容;

防范风险传递原则要求公司不断优化运营环境、采用稳健的经营与财务政策, 防范关联方、合作方及其他业务的风险转移为客户资金风险;

系统强制留痕原则强调业务运作结果的留痕，而且强调业务运作过程也须有痕迹可查。

3、七大体系

针对当前证券公司组织体系、账户体系、交易体系、结算托管体系、核算体系、划付体系及监控体系各有不同问题和缺陷，且相互制衡机制更加薄弱的现实，标准提出若干原则性规范标准。

(1) 关于组织体系

证券公司的组织体系普遍存在业务（交易）、清算、核算与监控极不协调，存在重业务轻管理与控制，重交易轻清算和核算，独立监控与查处功能存有严重缺失，导致业务运作缺乏强大的中后台的支持和监控，业务部门失去监督和控制，成了相对独立的“王国”。例如：营业部是一个独立王国，营业部之交易部门则又是一个小独立王国。此外，部分公司自营、经纪、受托业务不分开，风险传递难以避免。

针对这些问题，证券公司的自营、经纪、受托等业务应分开运作，并具有保障客户资金封闭运行的运作体系及客户资金集中管理职能，具有进行客户证券交易、证券资产转移、客户资金划付等与客户资金存管密切相关的业务的运作风险事中控制职能；具有独立的风险集中监控职能和独立履行稽核、合规检查等职能的监督检查部门，监督检查部门、计算机系统管理部门不得直接从事业务与财务运作职能。

(2) 关于账户体系

客户资金账户体系主要由客户资金专用账户体系和客户明细账户体系构成。专用账户与客户明细账户之间脱节是账户体系存在的最核心的问题，客户证券账户与资金账户对应关系不清，客户开户资料不全等则是客户资金安全的重要障碍，而不按照规定开立、使用和注销专用账户同样意味着风险。

对此，证券公司应当针对客户账户的不同风险状态进行严格的分类管理，其次是要对客户账户、开户资料、账户对应关系的设定及修改有专门复核机制，且应确立客户资金账户与客户预留银行收款账户的对应关系，减少资金划付过程中的人工干预；还对客户资金专用存款账户体系的管理和使用提出了原则性要求。此外，公司在客户资金存入环节应建立防范客户资金体外循环的机制。

(3) 关于交易体系

现行的交易系统一般包括客户信息管理、账户管理、资金与股份管理、实时交易管理、清算和结算、柜员管理等几大模块，券商交易体系不仅承担了过多非交易职能(特别是部分清算交收和数据库管理管理职能)，而且在客户的账户、资金和证券管理方面相对薄弱，导致在交易体系内部就可以比较方便地利用虚假账户(开户资料)，资金内转，红冲蓝补，利息积数调整，转帐存入，强制取款(T+0)，资金提前解冻，蓝补国债(标准券)，客户透支等手段达到挪用目的，且总部多年来没有集中交易系统，营业部交易体系是空前强大，营业部往往变成一艘失衡的“船”。

针对这些问题，一方面是需要强化结算托管体系的中台控制职能和集中监控系统建设(如相关部分所述)，另一方面则是对交易体系本身提出若干要求，包括客户交易、自营交易分别不同席位进行，受托资产管理业务集中管理；交易系统的权限及交易参数标准由总部统一分配和授权管理；交易系统应当禁止透支、虚增账户、虚存资金、修改清算数据，严格限制内转资金、内转证券、更换资金帐号、账户冲正(红冲蓝补)等功能的操作权限及使用范围；交易系统操作痕迹完整等。

(4) 关于结算托管体系

客户证券和客户资金数据分布在柜台交易系统、法人结算系统中。法人结算系统接收有客户交易明细数据，并针对营业部做清算拆分(但没有管理到客户的证券和资金数据，目前的系统中客户级的证券和资金数据均在柜台系统中)。但结算托管(包括清算、交收及托管)却是长期被忽视、被弱化的环节。由于结算托管体系的弱化，使得交易体系失去了风险控制的基础，使得会计核算失去了清晰的明细账户体系的坚强支持，也无法在清算数据和客户明细账户数据的基础上，建立有效的客户资产的运作风险控制平台。事实上，中、后台的管理的差距，正是我国证券公司落后与国外一流券商的内在原因。特别是缺少对交易、存取款及证券转移等前台业务运作进行有效控制的平台，则是证券公司内部控制机制最为薄弱的环节，也是诸多风险频繁发生的关键所在，同时也大大制约了证券公司的经营拓展和业务创新。

建立这样一个事中的运作控制平台，虽然涉及到公司内部方方面面的既得利益格局的重新调整(不是单纯的技术问题)，但却是关乎证券公司风险控制模式的变革和证券公司的长远发展的根本大计，因而需要加以明确并从发展的角度进

行引导。此外，从有利于逐步建立事中控制平台的角度出发，清算或清算职能应集中管理、公司总部应建立完整有效的债券（含标准券）两级托管体系。

（5）关于核算体系

现行客户交易结算资金的会计核算主要由柜台系统生成汇总数据，各分支机构分别进行核算（财务上通常为每日核算，但只反映总额）。客户交易结算资金的帐分布在交易、法人结算、财务等不同系统，证券公司普遍缺少完整反映客户资金的会计核算体系，且客户资金专用存款账户与客户资金明细账户之间缺少核对、制衡机制。此外，还缺少完整的簿记体系反映客户证券类资产（原理上应在结算托管体系中体现）。

证券公司应做到客户资金核算与自有资金核算适当分离，具有完整反映客户资金余额、存放状态及变动的明细核算体系和客户资金专用存款账户核算体系，做到交易、清算系统中明细账户体系（自动取数）与核算系统中的专用账户体系有效核对，做到银证资金往来系统中数据与核算系统中专用存款账户数据勾稽核对，并能够独立编制客户资金会计报表，反映公司及其分支机构客户资金来源、余额及其变动等信息。

（6）关于划付体系

证券公司客户资金划付体系存在的主要问题，一是混合交收挪用，客户资金专户与自有资金专户互划转或直接划出体外；二是通过抵押等变相挪用；三是挪用给关联企业账户；四是虚假开户或利用内转等提款挪用问题。产生问题的主要原因，除了客户资金专用存款账户过程控制的存在缺失有关，还与账户体系透明度、清晰度不高，客户交易结算资金头寸与账户分开管理，授权、复核机制不健全等有关。

针对这些问题，结合商业银行的银证资金往来管理系统及集团账户管理等功能的近来的新发展，证券公司客户资金划付的相关职能适当分离、流程清晰，并对证券公司进行客户资金汇划的存管银行提出了若干要求，包括达到过程控制的技术和管理要求、实现集中管理相关功能、便于查询余额及流水等。还要求证券公司根据事先维护的客户收款人名册和指定银行收款账户进行定向划付，并做到银证资金往来管理系统与证券公司的客户资金管理系统进行数据有效对接。此外，要求仍然存在的现金柜台只能用于小额支付，异常资金进出要及时进行报告和分析。

(7) 关于监控体系

交易、结算托管、核算及资金划拨系统理应相互制衡，但在现实中则往往相互割裂，且缺少独立、集中的监控系统及时发现风险。而已有的集中监控系统主要是侧重在交易风险的监控方面。需要在集中客户明细数据、交易数据、清算数据等的基础上，大力加强监控体系和实时监控系统的建设。特别是集中程度不高的公司，监控体系的建设应优先得到大力加强。

证券公司应建立集中的交易管理与风险控制平台，使总部能够适时监控到客户资金和客户证券的明细余额、流水及帐号等信息；在此基础上，建立具有独立数据源（分别从公司清算系统、交易系统、财务系统及银证往来系统等自动转入相关数据）的集中监控系统和同一业务不同数据源基础商的比对校验机制，并由独立的风险监控部门集中监控。此外，还对相关监督检查部门之间的协作关系及向监管部门开放监控系统接口、建立投资者的另路查询对帐机制等作出了要求。

这七大体系主要是中、后台。前、中、后台的定位要合理，平衡。只有公司统一了中、后台，前台才能真正把业务重点转到客户服务，投资管理上去。同时，前台每个业务模块也有自身的风控角度、业务程序。例如，受托理财、自营业务的股票池的制定和维护，止损止盈线，每一项投资的动态跟踪和事后分析。

第六节 第三方存管

客户交易结算资金第三方存管是指将客户资金交由券商以外的第三方银行或指定机构专门存放与管理。2004年4月南方证券与中国建设银行合作推出的客户资金银行存管方案，就是客户资金第三方存管的一种模式。按照证监会原来的设想，对于多数券商，通过强化3号令，加强对客户交易结算资金的管理；创新试点类券商，按照独立存管的要求，对客户资金采取更加严格的控制和管理；对于风险券商，则强制实施第三方存管。从2004年初对南方证券进行风险处置开始，证监会、人民银行、银监会等单位着手推进在风险处置公司中实施第三方存管。2005年10月，客户交易结算资金第三方存管作为法定要求写入到新修订的《证券法》中，意味着第三方存管已从风险券商扩展到所有证券公司，作为证券行业的一项基本制度和法定要求被确立下来。

一、第三方存管实施背景

（一）2004年1月开始在被处置证券公司、新设及重组证券公司中试点第三方存管

从2004年1月南方证券被处置时开始，在被处置证券公司中试点客户交易结算资金第三方存管。截至2006年10月底，已经有18家被处置证券公司实施第三方存管，试点过程中，先后研究、试点了多种第三方存管模式：就单家银行存管模式而言，先期试点了建行（中行、农行）和工行两种模式，后期逐渐统一到建行模式；就实现多银行存管而言，试点了“一带多”（如广东证券、新疆证券）和“平行行”（如河北证券）两种基本模式，个别公司（如天同证券）试点了“一带多”和“平行行”相结合的多银行存管模式。

（二）2005年10月底至2006年3月，确定了完善第三方存管制度的基本原则

自2005年10月27日新《证券法》正式出台后，于2005年10月底正式成立了第三方存管工作小组，在对当时已有的第三方存管方案进行深入研究分析的基础上，结合新《证券法》中关于开户、存管、交易、清算、交收、客户资料保管等多项要求，归纳提出证券公司第三方存管的五项基本原则：一是多存管银行制；二是证券公司是客户交易结算资金会计记账主体，银行是出纳；三是证券公司和银行分别保有客户资金明细账；四是银行向客户提供另路查询，实现客户自我监管功能，银行通过总分核对，实现第三方监管功能；五是实行全封闭银证转账，取消证券公司端存取款功能。根据这五项原则，第三方存管在符合银证分业经营法律要求的前提下，可以同时实现客户资金安全、方便投资者、有利于券商业务创新等目的。

（三）2006年3月至7月底，完成国泰君安第三方存管方案及业务规则的制定

国泰君安在五项原则的基础上与银行开展业务谈判，制定第三方存管实施方案。国泰君安公司的多银行的第三方方案基本成为行业内证券公司的通行模式。

目前已确立的模式基本框架是：证券公司在多家商业银行开立专户存放客户的交易结算资金，接受客户委托，承担申报、清算、交收责任。是客户资金明细账的会计记账主体；商业银行根据证券公司映射过来的数据，建立客户资金明细

簿记账簿，通过总分核对和全封闭的银证转账，防止证券公司总额层面挪用客户资金。同时，证券公司通过中、后台大集中和向监管部门提供监管接口，防范客户资金的明细账层面的挪用。

二、第三方存管的基本业务关系分析

（一）客户交易结算资金债权债务关系：客户的证券交易结算资金以每个个人的名义托管在证券公司，证券公司将资金汇集后专户存放在商业银行，与银行形成同业存款的债权债务关系，客户个人在证券交易结算资金方面与银行之间不存在债权债务关系。因此，证券公司是证券投资者的证券交易结算资金的会计记账主体；银行根据证券公司映射过来的数据建立客户证券交易结算资金明细簿记账簿，是其进行总分核对的基础。

（二）业务流程，包括申报、清算和交收：券商接受证券投资者的委托买卖指令，完整完成申报、清算和交收的证券业务链。银行根据证券公司映射过来的数据，调整客户证券交易结算资金明细簿记账簿，进行总分核对，防止总额挪用。客户提款时，可以通过银行或券商任何一端发起转账指令，先将其个人的客户交易结算资金从交易结算资金总账中转到其个人开立在商业银行的活期存款账户中，再从银行端提款。因此，简单地说，证券公司是客户的“会计”，商业银行是“出纳”。

三、第三方存管模式的特点

（一）证券公司不会受制于单一银行：国泰君安模式是多银行模式，不会造成证券公司之间、商业银行之间的客户和资金搬家，符合市场竞争的基本原则，银行服务效率不会降低。

（二）与《证券法》的关系：符合《证券法》第一百三十六条：“证券公司客户的交易结算资金应当存放在商业银行，以每个客户的名义单独立户管理。”的要求，同时符合第一百一十二条“证券公司承担清算交收责任”的要求。

（三）安全性：通过以下措施保护客户资金安全：一、银行既掌握证券公司客户资金总额，又掌握客户资金明细。银行通过总分核对防范证券公司在交易结算资金总额层面的挪用（简称“总分核对”）。二、全封闭的银证转账，证券公司

不涉及存取款业务环节。上述两条措施均能发挥防止券商总额挪用的功能。三、通过中、后台的大集中，证券公司各营业部退化成营销网点，杜绝了营业部层面的明细挪用。四、通过向监管部门提供监管接口，进一步防范总部层面的明细挪用。五、通过客户向银行端的主动查询，发现并防范券商明细账层面的挪用。

（四）客户资源关系：券商作为会计记账主体，掌握全部的、第一手的客户资料；银行建立簿记账簿，得到基本全部的、第二手的客户资料。因此，在客户资源问题上，券商为主，银行为辅。

（五）资金资源：客户交易结算资金以证券公司同业存款的名义存放在商业银行。交易结算资金存款仍然存在，但搬动交易结算资金存款必须先搬动客户，因此，券商对资金资源的掌握弱于三号令存管体系，但未完全尚失。

（六）利差：客户交易结算资金仍以同业存款的名义存放在商业银行，证券公司仍然可以获得利差。同业存款利率市场化后，由于券商对该存款的转移能力较弱，利差会比三号令存管体系下减少。不存在券商向商业银行上缴资金托管费的可能性。

（七）对证券公司内控体系建设的影响：券商是客户交易结算资金的保管者和会计记账主体，有保护客户资金安全的动力和责任心。具体方案上，国泰君安模式是以证券公司的中、后台大集中为前提的。券商仍有建立内控体系的动力。

（八）对商业银行的风险传递问题：商业银行未涉及证券业务环节，证券业务风险不会向银行体系传递。

（九）对证券市场的运作状态形成障碍：商业银行未涉及证券业务环节，不会对证券市场的运作状态形成障碍。

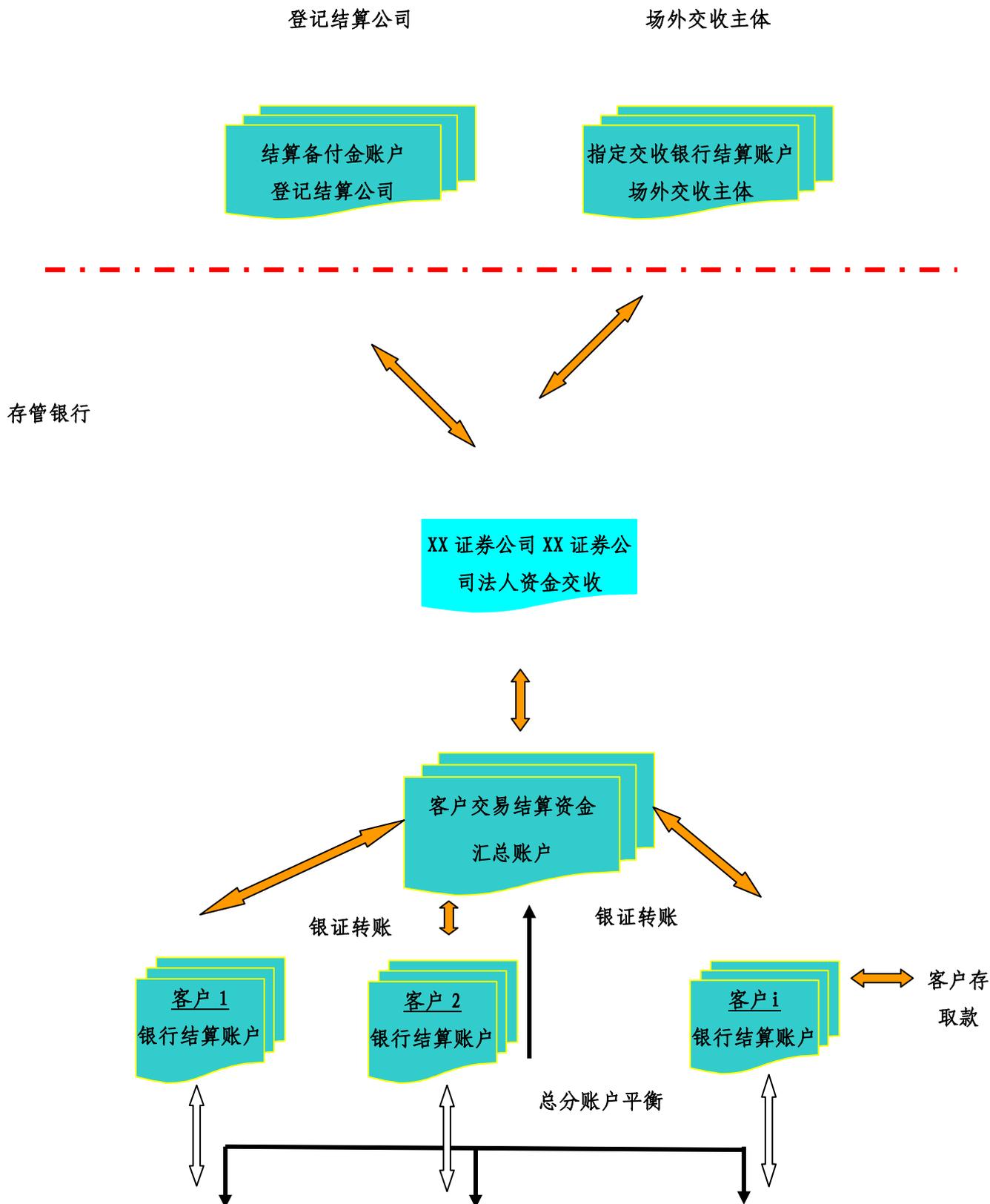
（十）结算参与人的业务与法律关系分析：证券公司是结算参与人，完成整个申报、清算和交收业务。现有的结算业务法律关系不需要调整。但是，国泰君安模式中，券商需要及时调动客户在各存管银行的交收资金，通过一家主办银行完成中央交收，交收环节上对券商的中、后台压力很大。如果结算公司可以对一家券商多净额交收，可以大大减少对券商中、后台的压力。

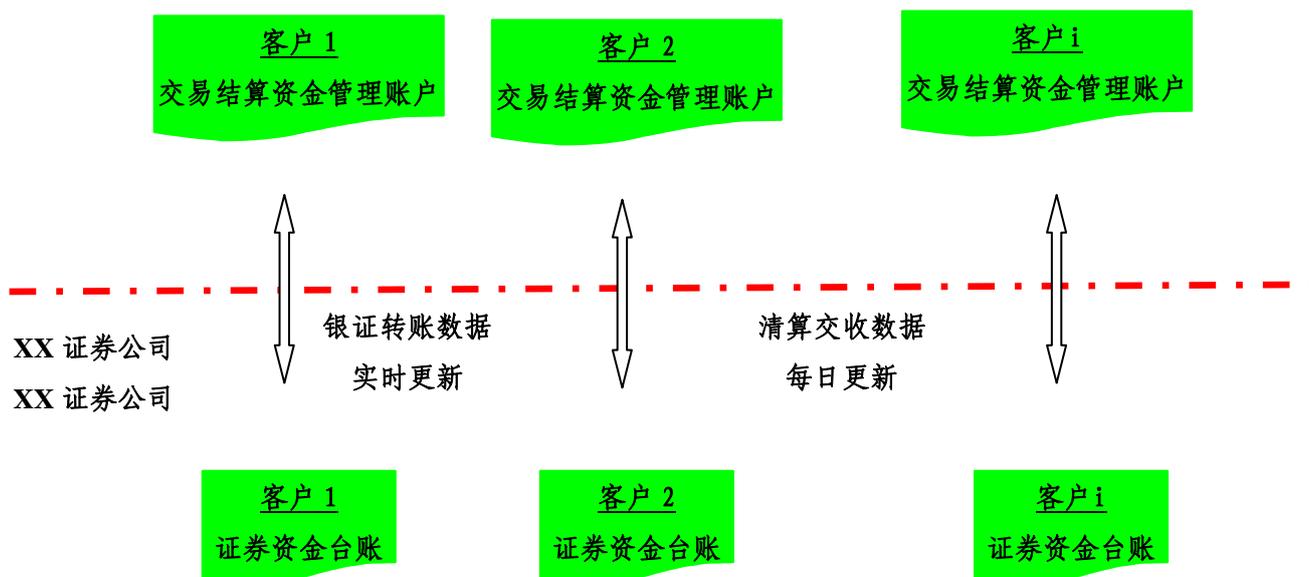
（十一）对银行系统的依赖性不高：由于银行只是发挥总分核对和银证转账的功能，不涉及证券业务环节，银行系统的瘫痪只会影响新资金的流入，不会影响证券市场的运作。

（十二）对证券市场结算体系的影响：证券公司作为结算参与人完成整个清

算交收过程，承担相应责任。不会增大证券市场结算体系风险。

账户设置中银行方为管理账户，是结算账户下的虚拟账户，证券公司方的资金台账是实账户，账户体系见下图：





四、第三方存管的缺陷

现存第三方监管模式的问题在于，第三方监管的主体是证券公司的商业竞争对手——商业银行，因此，同时，由于证券公司在线上时限要求的倒逼机制下，不得不让渡大量利益。

首先，在证券公司与银行的谈判过程中，出现了工农中建四大商业银行要向证券公司收取客户交易结算资金存管总金额 0.27% 的年费和每笔银证转账的费用，另外，商业银行还出现了降低甚至取消利差的趋势，按每年交易结算资金 4000 亿计算，证券公司每年将损失超过 40 亿元。

其次，当今国际证券市场普遍采用的多层次市场参与者和分级托管、分级清算交收及风险控制的运作模式，是在客户和效率驱动主导下证券结算制度长期演进的产物。目前实行客户资金第三方存管的只有台湾证券市场（银行托管模式），但从台湾的经验来看，但是实践证明这一模式存在较大的问题。包括银行和券商的托管交收权责不平衡、银行蚕食券商客户和业务的现象日益严重。

再次，在法律关系、交易技术和清算异常处理方面存在缺陷，不利于保障投资者的合法权益。实行客户资金第三方存管以后，券商端交易前端控制环节复杂化，交易通讯环节增加，请求处理时间延长，增大了客户交易失败风险和重置成本。

五、融资融券公司作为“第三方”监管主体的设想

按照新《证券法》规定，客户交易结算资金的第三方监管主体只能由商业银行担任，从理论上来说，“第三方”可以是任何一方，例如融资融券公司、登记结算公司、单独的数据公司等。当然，这只能是在下一稿《证券法》中解决。

一种是建立一家单独的公司，例如上述的证券金融公司和数据公司（类似于期货交易结算资金数据公司），一种是交给中国证券登记结算公司，由结算公司直接承担这一角色。比较理想的是成立一家证券金融公司，要求券商将百分之九十的交易结算资金集中到这家公司，以此先解决券商的融资渠道问题和可调动资金问题。并在融资公司的基础上建立客户资金明细中心。由于融资公司不存在与证券公司商业竞争问题，同时又能解决证券公司融资渠道不畅的问题。

第二章 权益类证券

第一节 权益类证券的范围与定义

在我国，客户资产除了客户交易结算资金之外，还包括证券类资产。证券类资产分为权益类证券及非权益类证券。广义上说，权益类证券即包含属于投资者所有的，托管于专门机构的各类股票。

一、权益类证券的定义

证券首先是一种金融资产，与实物资产相对应。证券的发行者利用实物资产创造收入后，依据投资者持有的证券资产所有权比例，按照预先约定的规则将收入分配给投资者，也就是金融资产的所有者。当金融资产持有者基于利率和证券的面值来确定获得的收入时，此要求权是固定的，这类金融资产是债务类证券。一部分金融资产的持有者对所投资的实物资产在支付债务类证券本息以后的剩余收入享有要求权，具有这种收入特征的金融资产称之为权益类证券，如普通股票（区别于优先股）等。简单而言，权益类证券就是股票。股票拥有收益性、风险性、流动性、永久性和参与性等多种性质，是一种综合权利证券，上述性质使其明显区别于债券证券和物权证券。在现代证券法律制度体系中，这类证券广泛地存在于各个国家的证券资本市场中，成为构成证券发行、投资体系的最主要的部分，也是各个国家证券交易的最主要的品种，也是广大投资者最广泛地拥有的一种证券。

二、权益类证券的范围

在现阶段，我国证券投资者所持有的权益类证券主要包括以下两个部分：

（一）股份制公司发行的股票

股份制公司向特定对象或不特定对象发行股票，由相应的证券登记机构对投资者所持有的股份公司股票予以确认，证明其投资行为和因持有股票而对股份公司所拥有的相关权利。

目前，证券公司的投资者，包括机构投资者和个人投资者拥有的股票，是由国内上市公司公开发行的、在上海或深圳证券交易所挂牌交易的股票，也就是一般意义上的 A 股或 B 股的流通股份。这些是公众投资者通过证券公司的交易通道和证券交易所的交易平台，以等价有偿的方式购买的，并托管于中国证券登记结算公司，这些股票的所有权属于公众投资者。

（二）封闭式证券投资基金

封闭式基金是一种契约式基金，在存续期内不可赎回本金。其“封闭”的性质导致其持有人进行交易对手方只能是其他基金持有人，而不是基金管理人。这类特性使得封闭式基金可以在证券交易所内自由买卖，在交易方式和托管方式上与股票没有区别。因此，我国证券投资者持有的权益类证券亦包含封闭式证券投资基金。

第二节 各国证券资产托管模式对比

****海外证券市场的客户证券托管制度，二级托管是通行的模式。CSD（中央结算机构）一般只为参与者开立证券账户并负责管理，投资者则在 CSD 参与者处开立证券账户并由该参与者负责其证券的保存管理。

一、美国模式

美国证券集中交易市场实行中央登记制。美国证券集中保管结算公司（DTCC）是美国上市证券法定登记机构。投资者将证券托管在证券公司处，证券公司作为名义持有人在 DTCC 开设的代理人账户存管这些证券，在上市公司股东名册中只有名义持有人的名字。1996 年 11 月后，DTCC 开设《直接登记系统》，允许投资者选择直接登记在有关公司的股东名册，为结算参与者提供他们之间客户账户的过入过出服务。但是，DTCC 这些服务没有改变投资者证券托管在证券公司处的做法。

二、英国模式

英国实行证券分散登记，证券的法律所有权由证券登记处认定。英国的中央

证券登记机构共有系统用户 271 个，由 17000 多个证券名义持有人使用。这些名义持有人主要是证券公司、银行和基金管理公司，他们代表着 50 多万个投资者。根据英国的证券法，投资者证券托管仍然是由其名义持有人负责的。

三、香港地区模式

香港开始运行中央存管系统负责上市证券集中存管。香港结算条例规定，只有经纪参与人才可开立证券交收账户，证券交收由香港中央登记机构通过贷记或借记经纪参与人的证券交收账户得以完成。投资者持有证券只能以其证券公司名义存放在中央登记机构的存管系统。1998 年，香港本地最大的证券经纪商正达证券因挪用客户证券而垮台，香港中央登记机构推出投资人托管账户服务，鼓励个人和机构投资者直接在中央结算系统开设证券账户，但投资者证券的转移仍需由其证券公司或托管商处理，只是这种转移必须由投资者本人确认才可执行，投资人账户服务并没有根本改变二级托管体制。而且投资人账户的交收需要投资者的交收指示，客观上增加结算成本，目前投资人账户交收的股数占联交所交易股数的比重仍然很小。

四、日本模式

日本的证券交收由日本证券存管中心进行。日本证券存管中心的参与人包括证券公司、银行、保险公司、证券金融公司等机构，每个参与人都在日本证券存管中心开设账户来存管股票凭证，投资者只能通过在存管中心参与人处开设证券账户来进行股票存管。证券交收通过日本证券存管中心的参与人账户、以及投资者在参与人处的证券账户两个层面以簿记形式进行。

五、台湾地区模式

台湾证券集中保管公司负责证券的集中存管，实行两级式的证券托管制度，投资者向证券公司开设证券账户，并与证券公司签订协议。投资者证券的登记与过户，实物券的存入、提取与查询等，只能在同一证券公司完成。各托管人（证券公司、证券金融公司等）在台湾证券集中保管公司开设证券交收账户，办理证

券的划拨与交割。

第三节 我国现行的证券存管制度——中央托管基础上的二级托管

《中华人民共和国证券法》规定“证券登记结算采取全国集中统一的运营方式”。在实践中，中国证券登记结算公司（沪、深分公司）通过指定交易制度、托管券商制度（买入即托管）、法人结算制度、以及相关业务规则和协议的制订，构建了“中央登记、二级托管”的证券托管制度。

我国的“中央登记、二级托管”制度可大致归纳为以下七点：一是投资者证券的持有与变更全部由登记结算公司记录在册，唯一证明有效；二是投资者进行证券交易前必须与其选定的证券公司签定证券委托买卖协议，建立所谓的形式托管关系；三是证券交收由登记结算公司采用簿记过户方式直接对所有证券持有人的证券账户办理所有权的转移操作，而资金交收则由登记结算公司对结算参与人的备付金账户进行二级交收下的收付操作；四是投资者虽然只与证券公司产生交易代理合同关系，但不论投资者对证券公司是否履行合同，证券公司都必须对投资者的交收行为向登记结算公司负责；五是证券公司虽然承担了客户证券的全部托管义务，却不享有客户证券的管理与处分权和托管收费等权利；六是中央登记下的托管角色模糊定位，登记结算公司享有了客户证券的交收与管理处分权；七是投资者应得证券权益由证券公司通过登记结算公司获得。

因此，我国现阶段的“中央登记、二级托管”证券托管制度仍有待完善，尤其在托管与存管的权责义务，以及存管与登记的业务关系等方面。

第四节 我国证券托管模式的发展方向——

看穿式的证券二级托管制度

一、看穿式的证券二级托管制度的特征

看穿式二级托管的实质是在法律关系上维持二级托管关系的同时，登记结算公司同时用二级账户记载客户买入的证券、卖出证券和证券余额。由于客户的二级账户也由登记结算公司直接维护，因此登记结算公司可以穿透证券公司一级专

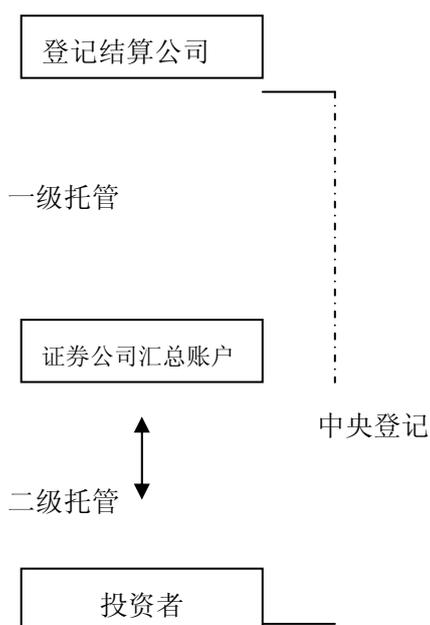
用证券账户直接看到客户二级账户。

看穿式二级托管模式采用总分账户的结构，即登记结算机构为证券公司设立总账，同时证券公司账户下设有客户的明细账。这个明细账跟证券公司为投资者开立的证券账户一一对应，投资者本人的名义在证券登记结算机构有了簿记账户，同时证券公司也为投资者开设了证券账户。由于客户二级账户也由登记结算公司直接维护，因此登记结算公司可以穿透证券公司一级证券账户直接看到客户二级账户。采用看穿式二级账户体系，可充分保障客户资产安全，严格监控客户资产被占用或串用情况的发生。

完全的集中托管关系在国内实际上是不可能存在的，这种体制要求投资者能够直接参与登记结算公司的清算交收，这对于一些大的机构投资者（比如保险公司，社保基金等）也许能够成立，但是上千万个投资者如果直接参与登记结算公司结算，则是不可能实现的，在国际上也没有类似的架构。我们一般所说的直接托管实际上针对的是目前我国国内的现行体制。

看穿式二级托管则在法律关系上完全遵循了二级托管的法律关系，只是在技术细节上能够实现登记结算公司可以看透证券公司获取客户的结算数据，这种技术看透并不影响两级结算关系的成立。

看穿式二级托管的账户结构



二、看穿式二级托管制度的优势

看穿式二级托管的结算关系非常清晰，完全体现二级托管的法律关系。客户与证券公司签订托管协议，在证券公司开立证券账户，托管证券资产，证券公司簿记所有客户的证券明细，履行客户证券的交收职能，承担客户证券的托管责任，同时享有客户证券的管理与处分权、客户证券内部过户处置权、融资融券、托管服务收费和以证券二级托管为基础的产品创新等权利。

证券公司与登记结算公司签订托管协议，在登记结算公司开立证券存管技术性账户，集中托管投资者的证券，登记结算公司只对参与者（证券公司、基金托管人等）的证券账户集中交收和管理处分，不直接面对投资者，中央交收层面的参与主体将完全限定为结算参与者。

登记结算公司对证券公司的账户结构是总分账户关系，即以证券公司作为总账户，投资者作为分账户，总分平衡控制。中央结算公司既维护证券公司总账账户的总量，也维护分账户的账户数据。

登记结算公司应该为投资者开放直接查询的路径，比如网上或者电话查询或者书面查询，但是中央结算公司对证券公司的明细数据不承担法律责任。

证券公司应重新与客户签订权责明确的托管协议，修订证券二级托管制度下的证券交易代理法律关系。综上，看穿式二级托管具有如下优点：一是各相关主体的法律关系明晰；二是可以在法律关系上保证 DVP 交收；三是可以有效保护客户证券资产的安全；四是可以兼容证券市场创新产品，尤其是衍生产品。这种托管方式可以作为未来我国证券托管改革发展的方向。

第三章 债权类证券

第一节 债权类证券的定义和范围

债权类证券简称债券，指政府、金融机构、工商企业等机构直接向社会借债筹措资金时，向投资者发行，并且承诺按淀利率支付利息并按约定条件偿还本金的债权债务凭证。债券的本质是债的证明书，具有法律效力。债券购买者与发行者之间是种债权债务关系、债券发行人即债务人，债券持有人即债权人。

根据不同的角度，债券可以分为不同的种类。根据发行主体的性质，可将债券分为国债、企业债和金融债等；根据到期时间长短，可将债券分为长期债券和短期债券；根据债券利率在偿还期内是否变化，可将债券分为固定利率债券和浮动利率债券；根据债券利率支付方式不同，可将债券分为贴现债券和付息债券；根据发行的地域范围，可将债券分为国内债券、国际债券、欧洲债券、扬基债券、武士债券、龙债等。此外，还有一种可转换公司债券，它是一种可以在特定时间、按特定条件转换为普通股股票的特殊企业债券。

在实际经济生活过程中，影响最广、规模最大、交易最频繁、业务最复杂的要数国债。以下我们将以国债作为重点，对国债的安全从存管制度、回购业务等方面进行分析。

国债是中央政府为筹集财政资金而发行的一种政府债券，是中央政府向投资者出具的、承诺在一定时期支付利息和到期偿还本金的债权债务凭证，国债是国家信用的主要形式。中央政府发行国债的目的往往是弥补国家财政赤字，或者为一些耗资巨大的建设项目、以及某些特殊经济政策乃至为战争筹措资金。由于国债以中央政府的税收作为还本付息的保证。因此风险小、流动性强，利率也较其他债券低。在美国，经权威性资信评级机构评定为最高资信等级（AAA 级）的债券，也称“金边债券”。后来，“金边债券”一词泛指所有中央政府发行的债券，即国债。

从债券形式来看，我国发行的国债可分为凭证式国债、无记名（实物）国债和记账式国债三种。凭证式国债是一种国家储蓄债，可记名、挂失，以“凭证式国债收款凭证”记录债权，不能上市流通，从购买之日起计息。在持有期内，持

券人如遇特殊情况需要兑取现金，可以到购买网点提前兑取。提前兑取时，除偿还本金外，利息按实际持有天数及相应的利率档次计算，经办机构按兑付本金的有关规定收取手续费。无记名（实物）国债是一种实物债券，以实物券的形式记录债权，面值不等，不记名，不挂失，可上市流通。发行期内，投资者可直接在销售国债机构的柜台购买。在证券交易所设立账户的投资者，可委托证券公司通过交易系统申购。发行期结束后，实物券持有者可在柜台卖出，也可将实物券交证券交易所托管，再通过交易系统卖出。记账式国债以记账形式记录债权、通过证券交易所的交易系统发行和交易，可以记名、挂失。投资者进行记账式证券买卖，必须在证券交易所设立账户。由于记账式国债的发行和交易均无纸化，所以效率高，成本低，交易安全。

国债回购指国债持有人在卖出一笔债券的同时，与买方约定，经过一定期限后，以一定的价格再行买回该笔国债的交易。它实际上是一种以国债作为质押拆借资金的信用行为，具体指国债现券持有方以持有的国债作为质押，获得一定期限内的资金使用权，期满后需归还资金使用权，支付一定利息，收回质押的国债；而资金贷出方则暂时放弃相应资金使用权，从而获得国债质押权，期满后归还国债质押权，并收回资金和一定利息。

鉴于国债的存管模式与股票、封闭式基金的存管模式基本相同，相关问题在前文已进行说明，本章将重点从国债回购的制度设计、业务流程和存在的缺陷等方面介绍客户国债资产安全相关内容。

第二节 我国交易所国债市场的发展及存管制度的历史沿革

我国债券流通市场从 1981 年国家恢复发行国债开始起步，历经 20 多年的发展，经历了实物券柜台市场、上海证券交易所为代表的场内债券市场和银行间债券市场为代表的场外债券市场三个主要阶段的发展过程。在不同的历史阶段国债的存管和回购业务存在不同的方式和特定的问题，是一个不断完善和改进的过程。

1988 年财政部在全国 61 个城市进行国债流通转让的试点，这是银行柜台现券的场外交易，也是我国国债流通市场的正式起源。但当时债券存管的主要特点是不记名的实物券没有统一的托管机构，而是发行后再分散托管在代保管机构，

交易只能在代保管机构所在地进行，不能跨地区交易。这种存管方式的缺点是债券存管机构可以任意的挪用客户债券，甚至自行发行或者买卖伪造债券，投资者的债券资产没有任何保障。1994年后以代保管单的形式超发和卖空国库券的现象相当普遍，市场风险非常大，无记名实物券国债柜台转让市场，因滥发假国债代保管单而被关闭。

1990年12月上海证券交易所成立，开始接受实物债券的托管，并在交易所开户后进行记账式债券交易，形成了场内和场外交易并存的市场格局。1995年8月，国务院正式停止了一切场外债券市场，证券交易所变成了中国惟一合法的债券市场。1995年财政部在证券交易所市场仅试点发行记账式国债，到了1996年，记账式国债开始在上海、深圳证券交易所大量发行。同时，随着债券回购交易的展开，初步形成了交易所债券市场体系。在此期间，上海、深圳交易市场分别成立了为各自服务的证券登记结算公司，提供证券登记结算服务。2001年3月，中国证券登记结算有限责任公司在沪、深登记结算公司的基础上成立，我国交易所债券市场体系逐步建立起了“中央登记、二级托管”的债券存管体系。这种国债存管体系的主要特点是中央登记结算机构作为交易所及发行人认定的市场唯一的证券登记机构，投资者证券的持有与变更全部由登记结算公司记录在册，唯一证明有效；投资者进行证券交易前必须与其选定的证券公司签定证券委托买卖协议，建立托管关系，将国债托管在选定的证券公司。与早期的柜台现券交易相比，“中央登记、二级托管”制度大大的提高了客户国债资产的安全程度，有效防止了国债托管机构的直接盗卖，同时大大提高了国债的交易效率和流通范围，促使我国国债市场取得了长足发展。

但早期的国债回购采用“席位二级托管制”（也叫“席位联合制”）的标准券式回购模式，即登记结算公司为方便交易，将申请回购的现券按预先确定的折算比率折算成标准券，并登记在券商结算主席位上，并根据主席位上不分明细的标准券数量对国债回购总量进行控制，防止欠库行为，折合标准券的国债现券并没有被质押或冻结，仍可以自由买卖。在这种情况下，登记结算公司只知道联通债券主席位的国债回购总量，其具体分布并不清楚，从而为国债托管机构通过回购变相挪用客户国债提供了可能，并且被回购的国债可以被随意卖出变现，给登记结算公司带来巨大的欠库结算风险。

为解决上述问题，上海证券交易所于2006年5月8日起推出新的质押式国

债回购。此种回购模式主要特点是回购按照证券账户进行回购交易和核算标准券库存，防止国债挪用回购；同时，回购的融资方在进行回购申报前必须申报质押券，作为质押券的现券将被实行“转移占有”，防止登记结算公司中央担保交收欠库行为的发生。

第三节 我国交易所旧体制国债回购模式介绍

一、制度基本框架及业务流程

1994年，交易所创立国债回购标准化“套做”与“放大”业务，提供宽松的“席位二级托管”监管，这是为了活跃当时交投清淡的国债市场，鼓励机构进行国债投资。

（一）国债用于回购的登记程序

将记帐式国债用于回购业务投资者在将持有的证券账户办妥指定交易手续后，必须通过代理证券公司向交易所交易系统申报回购登记操作，申报代码为799997，交易所交易系统根据回购登记的申报，由登记结算公司负责将申报账户内的记帐式国债当日交易结束后实际余额按比例折算成标准券，统一计入各会员单位回购结算主席位的国债标准券库存，投资者如撤销国债回购业务的回购登记必须用原证券账户在原指定席位上向交易所交易系统进行申报回购，注销申报代码为799996，股东账户撤消指定交易时须在前一个工作日进行回购注销。每个账户只需办理一次回购登记，以后账户自动由交易所管理。

（二）国债回购交易及清算程序

由于回购业务在初始交易时即确定了反向交易的时间价格等要素，为简化手续提高效率，回购双方只须在初始交易时进行申报，而到期时由交易所电脑自动完成反向交易无须再次申报，两次交易简化为一次交易。回购交易在向交易所申报时无须申报账号，成交后资金结算和国债管理均直接在证券公司申报席位的自营账户内自动进行，在证券公司代理客户申报时可在账号中输入客户股东账号，作为证券公司与众多客户的资金清算的区分标志。由于投资者进行回购交易只能通过证券公司进行，交易所的资金清算与国债管理都在证券公司自营账户内进行，因此代理产生的一切风险由证券公司承担。具体操作程序如下：

1、以券融资。以券融资方向证券公司提出委托申请，证券公司审核其证券账户内是否有足额的可用于质押的国债；证券公司审核无误后由工作人员向交易所电脑主机进行申报买入；经交易所主机撮合成交，当天闭市后由证券登记结算机构读回成交数据；证券登记结算机构根据成交数据，依据有关交易规则向证券公司划拨融入资金，并冻结其相应的国债标准券；初始成交第二天证券公司将融入的资金划入以券融资方在该在证券公司处开立的资金账户；回购到期日前融资方应将融入资金的本金和相应利息划入在证券公司处开立的资金账户中；回购到期日交易所电脑系统自动产生一条反向成交记录，无须交易双方再进行申报，闭市后由证券登记结算机构读回成交数据；证券登记结算机构根据成交数据，并依据回购交易规则向证券公司解冻冻结的国债标准券，同时收回资金本息；以券融资方的质押国债解冻。

2、以资融券。以资融券方向证券公司提出委托申请事先资金账户中应该有足额资金；证券公司审核无误后，由工作人员向交易所电脑主机进行申报卖出；经交易所主机撮合成交当天闭市后，由证券登记结算机构读回成交数据；证券登记结算机构根据成交数据，依据有关交易规则从证券公司清算账户中划出融出资金，而对于交易对手质押的国债，目前交易所不直接划入以资融券方证券公司的证券账户中，而是由登记结算机构冻结标准券；回购到期日交易所电脑系统自动产生一条反向成交记录，无须交易双方再进行申报，闭市后由证券登记结算机构读回成交数据；证券登记结算机构根据成交数据，并依回购交易规则向融出资金方的证券公司清算账户划回融出资金本息；证券公司于第二天将证券登记结算机构划回的融出资金本息划至客户资金账户。

二、在交易所债券市场体系下，我国国债回购业务流程大体上可概括为五个特点：

（一）回购交易的标的均为标准券。标准券是为交易便利的目的，将现券按预先确定的折算比率折算，并登记在券商结算主席位上的。上海市场，国债现券均登记在投资人的账户中，投资人欲参与回购交易，必须通过交易系统进行回购登记申报。申报成功后，分公司根据预先确定的折算比率将其账户中的现券折算成标准券，并将标准券登记在委托券商的结算主席位上。深圳市场，2000年之

后(包括 2000 年)发行的国债现券登记在投资人的账户中, 2000 年之前发行的国债现券均登记在券商的席位上。与上海不同的是, 投资人无须进行回购登记申请, 现券一律按预先确定的折算比率折成标准券并登记在券商的结算主席位上。

(二) 折算比率的设定。现券折算标准券的比率均由沪、深交易所拟订, 中国登记结算公司沪、深分公司据此在系统中设定并调整。

(三) 初始成交及回购到期时标准券的处理。上海市场, 回购初次成交之日闭市后, 融资方结算主席位上的标准券将相应减少, 融券方结算主席位上的标准券将相应增加, 增加的部分做冻结处理; 回购到期之日闭市后, 融券方结算主席位上被冻结的标准券被解冻并相应减少, 融资方结算主席位上的标准券将相应增加。深圳市场与上海不同的是, 对回购初次交易融券方结算主席位上标准券增加的部分不作冻结处理, 融券方仍可以将融到的券另做回购。

(四) 一次成交, 两次清算。一次成交是指在回购初次申报成交后, 回购到期无须再做交易申报。两次清算是指在资金方面, 回购交易数据与其他交易数据一起在成交日与到期日进行两次清算。

(五) 在资金交收环节, 国债回购交易与股票、基金、可转债交易最终轧成一个交收净额。

两地市场对国债回购业务风险的主要防范措施是, 在结算参与者卖空标准券时做欠库扣款处理。即标准券直接卖空或出卖现券导致标准券卖空后, 系统自动暂扣相应融资款项或卖空款项, 如结算参与人在规定的时间内补仓, 系统将自动还款; 如结算参与者未在规定的时间内补仓, 本公司将用暂扣款项强制补仓, 由卖空造成的任何损失由该结算参与者承担。

标准券卖空, 在上海市场有两种可能, 一种是标准券不够, 回购做多了, 导致直接卖空标准券; 一种是已经做了回购, 但在回购未到期前, 折算成标准券的现券卖出导致标券总量上的不足, 从而产生卖空。在深圳市场, 因深交所对券商席位上的标准券总量进行前端控制, 因此, 不存在直接卖空标准券的情况, 但存在现券卖出导致标准券总量上的不足, 从而产生卖空的情况。

三、交易清算制度的缺陷

(一) 席位二级托管制

证券公司作为交易所市场的结算参与者，其属下的每个营业部在交易所都有交易席位，即所谓的“物理席位”。按照现有规定，不同的席位可以联通结算，即以一个被称为“逻辑席位”的回购结算主席位作为统一的结算账户，证券机构应按回购结算主席位设立总账，并按子席位及客户建立二级或多级明细账，同时进行总账和明细账的核算和管理，履行托管责任的登记结算公司只按主席位进行总账结算。这种交易和结算制度即“席位二级托管制”，也叫“席位联合制”。登记结算公司根据主席位上不分明细的标准券数量对国债回购总量进行控制，防止欠库行为。在这种情况下，登记结算公司只知道联通债券主席位的国债回购总量，其具体分布并不清楚，从而为违规回购提供了可能。

（二）登记结算公司中央担保交收，但不对标准券折算率进行前端控制

中央交收的含义实质上是由登记结算公司充当融资和融券双方的交易对手，相当于登记结算公司为融券方提供担保，保证在融资方违约时，代负其责。此时出资方拆出的资金几乎没有风险。而对于违约方，虽然对其债券欠库与到期违约有处罚程序和措施，但在实际操作中，更多的还是仅凭一纸通知这样的软约束，收效甚微，最终除了拍卖回购债券、动用结算备付金之外，严重时还需要通过央行再贷款来解决。这种交收安排在一定程度上提高了交收效率，活跃了回购市场。但是这种做法在增加了登记结算公司自身风险的同时，其另外一个弊端是会在一定程度上掩盖问题。登记结算公司提供中央担保交收，却对标准券的折算比率（即风险）不进行前端控制，一个没有前端控制的无限责任对登记结算公司带来的风险是巨大的，并使其处于非常被动和尴尬的地位。如果出现利率突然调整，使国债价格出现大幅下跌，而标准券的折合比率没有事前充分的准备，将出现大规模的系统性风险，对中央结算系统的打击将是巨大的。这种情况在现实中已发生。

（三）债券质押登记

交易所国债回购中的债券质押问题是通过标准券来实现。券商作为交易所会员，其席位上托管的国债，经回购登记后，都会被自动统一折算成可用于回购的标准券并实行席位二级托管。标准券的问题，其实在于其与实际债券之间的分离。在进行回购交易时，冻结的只是标准券，而实际债券仍然可以进行现券交易，比如卖出、转托管等。如果标准券已经用完被记录为零，此时仍可将债券卖出变现。其结果便是标准券被卖空，出现欠库。冻结标准券而不冻结回购国债产生的另一个问题是，用于回购质押的国债并没有在登记结算公司和券商的托管系统中标志

为质押状态，使得各方面无法对该笔国债所有权的完整性做出认定。另外当回购交收出现违约时，登记公司须采取平仓行动时，便会产生平仓哪部分国债的争议。最后，由于冻结的是标准券，并没有考虑国债的到期问题，于是就可能出现这样一种情况：客户使用于当年11月1日到期的国债于7月1日质押拆入资金300万，期限182天，这样国债回购应在11月1日之后到期，但在11月1日时，国债现券已经到期可以兑付，这样就可能出现质押国债欠库的问题。

（四）标准券折算比率

标准券折算比率直接影响融资方进行回购融资时用于质押的现券数量，对于保证融资方在回购到期时履行交收义务、防止国债回购风险起着至关重要的作用。目前，交易所在维持百分之百足额券质押的原则下，实行了按季调整上市国债现券折算成回购标准券比率的做法，折算后计入回购标准券的比例与该券在上一季度的平均市值接近但低于市值（交易所根据交易规则可以调整标准券折算比例公布的日期）。因此国债标准券折算比率在很大度上取决于国债现券价格。目前的国债回购市场上，某些机构完全有可能采取类似“坐庄”的方式人为地推高国债现券的交易价格，这样就可以提高标准券折算率，融入更多的资金。如果这些机构用融入的资金买入国债，再进行质押，如此循环往复，就会积累大量的回购余额。如果回购到期时，这些机构不能按时归还资金本息，那么登记公司必然对这些国债进行变现。这时，登记公司会发现这些国债的价格已经虚增，这部分虚增的价格就会成为其结算风险。此外，现行折算比例完全由交易所确定的做法不利于控制市场风险。因从交易所的角度看，较高的折算比例能够吸引投资者扩大成交量，但从回购市场及本公司控制结算风险角度看，较高的比例将带来较大的结算风险。

（五）T+0 回转交易

根据有关规定，回购融资资金不得用于固定资产投资、期货市场投资和股本投资。这是由回购期限、回购资金属性所决定的。从回购期限来看，一般期限较短，最长的为182天；从回购资金属性来看，主要是为解决短期流动需要，短期资金的长期使用必然会带来信用混乱。但是现在很多融资回购往往通过“T+0”回转交易，将回购资金长期占用。即融资方在国债回购到期日需要返还资金本息时，并不是真正打入资金，而是在当日再做一笔回购拆入以归还上次回购交易须归还的本息。由于登记结算公司采取“净额交收”的清算模式，当日重新回购所

得资金与原来回购到期归还资金进行“轧抵”，登记公司无法发现其短债长用的问题。

四、交易所国债交易及回购的发展规模和影响

在 1996 年以前，中国的债券处于分散托管的状态，加之交易不规范，市场分割严重，风险管理措施不力，曾发生过数额高达上千亿元的国债回购债务链难以清偿的重要事件。1997 年 6 月，商业银行被要求退出交易所市场，并将其所持国债全部拿到新成立的场外市场进行交易，形成了现在所称的银行间债券市场，与此同时，中央国债登记结算有限责任公司（简称中央国债公司）成立。自那时起，交易所市场的规模骤然缩减，且鲜有增量进入，除了少量的企业债之外，国债在几年的时间里，都不在这里发行上市。随着存量债券的逐渐到期兑付，债券只数和托管规模之少，已不能再称之为市场——交易所债券市场进入萧条期。

这种情况一直持续到 1999 年下半年才有所改变，当年，有两只国债在交易所市场发行，随后，每年都有数百亿的国债进入这个市场，数量最多的年份曾超过千亿，交易所债券市场由此重现生机。来自中国证券登记结算有限责任公司的数据表明，截至 2004 年 6 月底，包括国债、企业债和可转债在内，交易所市场债券托管规模达到 4406.35 亿元，其中国债最多，为 3853.45 亿元，占比 87.5%。

债券托管规模大幅度增加了，再加上前几年的利率环境对债市有利，且股市二级市场低迷，一级新股申购资金也因市值配售政策的实施而受阻，导致大量资金涌入债券市场，使债券交易量迅速增长。如上海证券交易所 2002 年国债成交总额仅为 10728 亿元，到了 2003 年便增加到 58482 亿元，增长 4 倍以上。从交易结构上看，2003 年国债现货交易量为 5500 亿元，较 2002 年的 1850 亿元增长了 197.3%，回购交易为 52982 亿元，比 2002 年的 8878 亿元增长了 496.8%，国债回购交易量占全部交易量的比重，由 2002 年的 82.8% 增长到 2003 年的 90.6%。以上数据说明，交易所债券市场的融资功能远远高于投资功能。

正当交易所债券市场鼓足劲头，准备蓬勃发展之际，2003 年 5 月，曾被称为中国证券经纪业务榜样的富友证券，因挪用客户 39 亿元债券进行违规回购，被中信证券托管。“富友事件”大概是 1996 年之后有关国债违规回购的最重要的事件，并受到了监管当局的高度重视。随后，中国证监会开始对国债回购进行摸

底调查。这次摸底的结果，暴露出当时国债市场的违规回购规模为 200 亿元左右。紧接着在当年 8 月份的券商峰会中，中国证监会提出了所谓“三大铁律”，其中之一就是不许挪用客户托管的债券资产。

就在 8 月份券商峰会召开之后不久，因货币、信贷高速增长，投资需求旺盛，物价上涨明显，中国人民银行上调了法定存款准备金率——这标志着新一轮宏观经济调控的开始。因此持续多年的国债牛市行情到此结束，在交易所上市的各个国债现券普遍开始下跌，并相继出现跌破发行价的现象，国债回购风险开始逐渐暴露了。按规定，交易所根据各个国债品种的内在价值，制订相应的标准券折算比例。举例来说，某券种面值 100 元，含息价 105 元，市价 110 元，那么就按 1:1.05 的比例，折算成 105 元标准券进行回购。现在国债市价下跌了，假如上述券种市价现在只有 90 元，这样就必须按照 1:0.9 的比例折算标准券进行回购。因为回购比例的调整，原有的国债及其折算的标准券已不足以支持原有的融资规模，券商需使用更多的国债进行登记折成标准券，于是国债托管数量就告紧张。问题还没有结束，由于人们对市场升息的预期，国债现券持续下跌，交易所被迫一次又一次地下调折算比例，一些证券公司逐渐没有更多的托管国债可用了，结果就是融资额超过冻结的标准券，证券公司出现欠库。这样就造成了大规模的系统性透支，以至整个清算系统危机四伏。

2003 年底，证监会再次要求对现有国债回购制度进行调查与改进。随后，中国结算公司下发国债回购自查令，要求券商就自营债券量和回购融资量差额作出说明。这次摸底的结果是市场存在违规回购规模高达 1000 亿元。在 2004 年 4 月份债券市场再次大跌后，中国结算公司发出了关于加强债券回购结算风险管理的紧急通知，明确了回购欠库处理与到期违约处罚程序，并强调将对债券业务回购量大、持续进行滚动回购业务操作的参与机构，实施重点监控。

第四节 我国目前国债回购模式介绍

为解决老国债回购模式存在的问题，经多次研究、论证和全行业征求意见上，交易所于 2006 年 5 月 8 日起推出新模式的质押式国债回购。

一、制度基本框架

（一）国债回购的登记代码

新质押式回购增加“质押券申报代码”和“新回购代码”两类代码。质押券申报代码为“09*****”加买卖方向标识，“09*****”中后四位为相应国债的后四位代码，买卖方向标识质押券的申报类型，“卖出”为提交质押券，“买入”为转回质押券。上证所所有的上市国债都可用于新质押式回购交易。新质押式回购的交易代码为“204***”，“204***”中后三位为国债的回购天数，有“001、002、003、004、007、014、028、091、128”分别对应1天、2天、3天、4天、7天、14天、28天、91天和128天9个回购期限档次。

（二）证券账户

利用现有的上海证券账户可以交易新质押式回购。但原来已经做过回购登记的证券账户，在撤销回购登记前，不能参加新质押式回购的交易。

（三）具体交易流程

从交易环节来看，新质押式回购涉及提交质押券、转回质押券、融券回购交易以及融资回购交易四种申报类型，具体流程描述如下：

1、提交质押券流程

客户委托证券公司通过交易系统将其证券账户中的债券现券申报提交入结算公司的质押库。根据客户委托，证券公司通过交易系统向结算公司申报提交质押券。申报代码为“09*****”，交易方向为“卖出”，其中“*****”为相应债券的后四位代码，申报单位为“手”（1000元面值）。交易系统根据现券可用余额核查质押券的提交指令，如果申报数量大于现券可用余额，则申报指令无效。否则，申报有效，交易系统在现券可用余额中根据申报数量进行实时扣减，同时记增该证券账户的可融资额度。当日买入的现券当日可申报入库，当日转回的质押券也可以再次申报入库。结算公司在申报当日日末将相应债券转入结算公司的质押库，同时，该债券余额从相应的证券账户中记减。质押库以结算参与人为单位设立，并按证券账户来源分明细记录质押券。

2、转回质押券流程

如果证券账户提交的质押券对应的标准券剩余，客户可委托证券公司向交易系统提出质押券转回的申请。当日，根据客户委托，证券公司向交易系统申报转

回质押券指令。申报代码为“09****”，交易方向为“买进”。其中“****”为相应债券的后四位代码。出现以下情况，转出失败。①转回申报指令中的转回数量大于该账户当时的同品种可转出数量。②质押券转回数量折算的标准券大于其当时可融资额度。转回成功后，交易所前端实时扣减该账户的可融资额度，并实时增加现券的可用余额。投资者可在交易系统将当日转回的现券卖出。T 日日末，结算公司将相关债券转出结算公司的质押库，具体参见结算公司的相关规则。

3、融券回购交易流程

客户委托证券公司进行融券回购交易。T 日，根据客户委托，证券公司检查相应资金，并向交易系统下达回购交易指令（交易方向为“卖出”）。回购交易指令必须申报证券账号，否则回购申报无效。T 日，交易系统对融券申报账户合法性进行检查。交易所主机将有效的融资交易申报和融券交易申报撮合配对，回购交易达成。交易系统将回购交易成交数据实时发给结算公司。结算公司以结算备付金账户为单位，将回购成交应付资金数据,与当日其它证券交易数据合并清算，轧差计算出证券公司经纪和自营结算备付金账户净应收或净应付资金余额，并在 T+1 日办理资金交收。

4、融资回购交易流程

客户委托证券公司进行融资回购交易。T 日，根据客户委托，证券公司向交易系统下达回购交易指令（交易方向为“买入”）。回购交易指令必须申报证券账户，否则回购申报无效。T 日，交易系统将融资回购交易申报中的融资金额和该证券账户的实时最大可融资额度进行比较，如果申报的融资金额超过该证券账户实时最大可融资额度则属于无效申报。交易所主机将有效的融资交易申报和融券交易申报撮合配对，回购交易达成，交易系统根据相应成交金额实时扣减相应证券账户的最大融资额度。交易系统将回购交易成交数据实时发给结算公司。结算公司每日日终以证券账户为单位进行标准券核算，如果某证券账户提交质押券折算成的标准券数量小于融资未到期余额，则为“标准券欠库”，登记公司对相应参与人进行欠库扣款。（由于采取前端监控的方式，一般情况下，不会出现参与人和投资者“欠库”的问题，只有标准券折算率调整才可能导致“标准券欠库”。）结算公司以结算备付金账户为单位，将回购成交应收资金数据,与当日其它证券交易数据合并清算，轧差计算出证券公司经纪和自营结算备付金账户净应收或净应付资金余额，并在 T+1 日办理资金交收。（具体参照结算公司相关业务规则）

5、回购到期的处理

回购到期日，交易系统根据结算公司提供的当日回购到期的数据，为相关账户增加相应可融资额度。融资方可实现到期滚动续做，或者当日卖券偿还到期购回款。

二、功能特点及优势

（一）与老质押式回购相比，新质押式回购具有如下特点：

- 1、新国债质押式回购按照证券账户进行交易和核算标准券。
- 2、建立质押库制度，回购交易的融资方在进行回购申报前必须申报质押券，作为质押券的现券实行“转移占有”。
- 3、质押券提交、转回申报均通过交易系统完成，以提高质押券管理的效率。
- 4、交易系统对回购交易进行前端检查，只有在标准券足额的情况下，融资回购申报才有效。
- 5、充分考虑融资方交易便利和流动性需要，可以实现：T 日购买的国债可在 T 日申报提交为质押券，系统自动将其折成标准券，并可用于 T 日回购融资。
- 6、质押库内的质押券可以实现当日实时替换。
- 7、多余的质押券可以实时申报转回原证券账户。
- 8、融资回购到期日，融资方可以进行滚动续做，也可以在到期日当日卖券偿还到期购回款。
- 9、所有上市国债（包括新发行国债）均可用于新质押式回购的交易。
- 10、结算公司建立向投资者开放的国债余额查询系统，证券账户持有人可以随时查询其 T-1 日证券账户中国债余额及质押券余额。

（二）目前质押式国债回购新规则其主要优势体现在以下几个方面：

- 1、实施质押券保管库制度，其核心在于对质押券进行转移占有，对欠库风险提供有效保障；
- 2、取消“席位联合管理制”，将以参与人为单位，计算标准券总量、可融资额度、欠库扣款，防止变相挪券行为的发生；

三、新交易清算制度的缺陷

通过对新国债回购交易清算制度的分析和前文对原有国债回购模式缺点的分析可以看出，新国债回购交易清算制度虽然解决了席位二级托管制带来的变相挪用问题和回购国债没有质押造成的卖空欠库问题，但没有有效解决登记结算公司中央担保交收与标准券折算率进行前端控制相分离带来的系统性风险控制问题。虽然登记结算公司将回购国债进行了质押，并享有处置权，但一旦国债市场出现较大波动，国债现券价格跌破国债折合的标准券价格，登记结算公司作为中央对手方，在资金融入方违约的情况下，处理质押国债后，仍然要面临所得资金不足以支付回购到期金额（如当年 213 国债问题）。在这种情况下，按照上述的交收模式，证券公司须全额弥补欠库金额。这又分两种情况：

（一）如果回购为证券公司自身行为，当证券公司自有资金不足以弥补欠库金额时，登记结算公司将自动扣划客户交易结算资金以维持结算系统的正常运转，这严重侵害了正常经纪客户的合法权益，同时与《证券法》关于任何单位和个人不得扣划客户交易结算资金的规定相违背。

（二）如果回购是客户行为，则证券公司要替客户全额承担违约责任，虽然证券公司在风险控制方面负有一定责任，但标准券折算比例是交易所制定，其制定折算比例是没有充分考虑市场风险，出现问题全部由证券公司被动承担，显然有失公平，责权不统一，将促使交易所为了单方面追求利益（回购交易量）而不充分考虑风险。此外，按照第一点分析，如证券公司自有资金不足以弥补欠库金额时，登记结算公司将进一步扣划客户交易结算资金，使其他经纪客户的合法权益受到损害。

四、交易所新模式国债交易及回购的发展规模和影响

由于新模式下交易所国债回购开展至今仅有短短的几个月时间，对于该模式的交易所国债回购的影响在短期内还无法作出衡量和判断。下面仅对新模式下交易所国债回购在这几个月的交易规模进行简单介绍。

在新模式国债回购开展初期的 5 月份，新回购的未到期回购余额仅为 74 亿元，仅占新老回购总规模的 10%左右，主要由于大部分交易参与者和交易中介还

处在对新规则的观望阶段，国债回购交易仍集中于老式国债回购，但老式国债回购已被监管部门限定在现有规模内，并不断压缩，向新式回购过渡和转移。6、7、8、9、10 五个月份的新式回购未到期余额上升到 150 亿左右，比 5 月份有明显增加，同时老式回购不断压缩，到 10 月末，新回购第一次超过老回购规模，未到期回购余额达到回购总规模的 61%。在此期间，新式回购的规模随新股发行申购和冻结资金解除的影响上下浮动，但基本稳定在 150 亿左右。到了 11 月-12 月末，随着老式回购的不断清理，这种情况发生了根本性变化。至 11 月底，新的质押式国债回购业务质押券面值 659 亿元，折合质押券标准券 637 亿元，未到期融资总额 319 亿元。至 12 月 29 日闭市，老式回购停止新业务发生和续做，剩余未到期融资将随到期清算逐步停止或转为新式回购，交易所老式国债回购至此逐步退出历史舞台。

结 论

客户资产安全是一个涉及多学科、多部门的复杂课题，本文着重于制度、流程等角度的分析研究。从三号令到独立存管到目前的第三方独立存管，与国外相比，我国客户资产安全在制度制定上已处于相对较为严格的状态。要进一步推动客户资产安全，我们认为下一步应更多地考虑执行力度、部门协调等其他方面因素。