

भारत का गिल्ट बाज़ार*

किसी भी देश का वित्तीय विकास गहरे और अर्थसुलभ सरकारी प्रतिभूति बाज़ार के अस्तित्व के इर्द-गिर्द टिका हुआ होता है। पिछले कुछ वर्षों में किए गए पुनरुत्थान कार्यों की बदौलत, भारत में गिल्ट बाज़ार ने हालिया महामारी समेत अस्थिरता और संकटों के दौरान लचीलापन दर्शाते हुए गहराई, तरलता और जीवंतता दिखाई है। आगे, सरकारी प्रतिफल वक्र में सभी परिपक्वता-कालों में चलनिधि में वृद्धि, निवेशक आधार को बढ़ाना और डेरिवेटिव बाज़ार को विकसित करना ध्यान देने योग्य क्षेत्र हो सकते हैं ताकि सरकारी प्रतिभूतियों के लिए अनवरत प्रयासों से निर्मित बाज़ार परिवेश को बढ़ावा मिल सके।

भूमिका

किसी भी देश का वित्तीय विकास गहरे और अर्थसुलभ सरकारी प्रतिभूति बाज़ार के अस्तित्व के इर्द-गिर्द टिका हुआ होता है। उधार संबंधी कर्तव्यों का निर्वाह करने और रोलओवर जोखिमों को कम करते हुए सरकारी कर्ज के परिपक्वता प्रोफाइल की देखभाल करने के लिए सरकारी ऋण प्रबंधक को लचीलापन प्रदान करने के अलावा, यह बाज़ार जोखिम-मुक्त ब्याज दरों को भी निर्धारित करता है, जिससे बाज़ार स्पेक्ट्रम के अन्य खंडों में मूल्य की खोज होती है जैसे मुद्रा बाज़ार लिखतों और कॉर्पोरेट बॉन्ड के लिए बाज़ार। यह अप्रत्यक्ष लिखतों जैसे कि रेपो और खुले बाज़ार के परिचालनों (ओएमओ) के माध्यम से मौद्रिक नीति के कार्यान्वयन को सुविधाजनक बनाने में भी महत्वपूर्ण भूमिका निभाता है।

पिछले कुछ वर्षों में किए गए पुनरुत्थान कार्यों की बदौलत, भारत में गिल्ट बाज़ार ने हालिया महामारी समेत अस्थिरता और संकटों के दौरान लचीलापन दर्शाते हुए गहराई, तरलता और जीवंतता दिखाई है। भारत का गिल्ट बाज़ार एशिया में तीसरा सबसे बड़ा सरकारी बॉन्ड बाज़ार बन गया है (राजाराम और घोष, 2019)।

* यह लेख वित्तीय बाज़ार विनियम विभाग (एफएमआरडी) के ऋतुराज, जी. राजशेखरन, अभिषेक कुमार, अमित मीणा और एम. जगदीश तथा आंतरिक ऋण प्रबंध विभाग के रोहित कुमार द्वारा तैयार किया गया है। सीसीआईएल के शोध दल एवं एफएमआरडी के अक्षय झा के सहयोग के लिए उनका अत्यंत आभार। इस लेख में व्यक्त विचार लेखकों के अपने विचार हैं और वे भारतीय रिज़र्व बैंक के विचारों को नहीं दर्शाते हैं।

यह लेख भारत में सरकारी प्रतिभूति बाज़ार के विकास की जांच करता है, विशेष रूप से इसके क्रमिक विकास को रेखांकित करने वाली नीतिगत पहल के संदर्भ में। खंड II में सरकारी प्रतिभूति बाज़ार में समय-समय पर आए बदलाव के संबंध में चर्चा की गई है, जबकि खंड III में उभरते बाज़ार (ईएम) समकक्षों की तुलना में इस बीच आए इन बदलावों की चर्चा की गई है। खंड IV में बाज़ार के आगे के विकास को बाधित करने वाले कारकों पर चर्चा की गई है। खंड V को, वैश्विक एकीकरण में अधिकाधिक प्रवृत्त अर्थव्यवस्था के साथ सुसंगत सरकारी प्रतिभूति बाज़ार के आधुनिकीकरण को आगे बढ़ाने के लिए संभावित नीतिगत उपायों के मूल्यांकन के साथ समाप्त किया गया है।

II: बाज़ार की सूक्ष्म-संरचना

एक कारगर सरकारी प्रतिभूति बाज़ार के विकास में निम्नलिखित शामिल हैं (ए) सरकारी प्रतिभूतियों के निर्गम और व्यापार को सहारा देने के लिए विधिक वास्तुकला एवं विनियामक फ्रेमवर्क की स्थापना; (बी) एक संभावित निवेशक आधार का निर्माण; और (सी) डेरिवेटिव क्षेत्रों के लिए बाज़ार इन्फ्रास्ट्रक्चर का विकास जिसमें कीमत और व्यापार को लेकर विभिन्न जोखिम होते हैं (आईएमएफ और विश्व बैंक, 2001)।

II.1. विधिक ढांचा

कर्ज प्रबंधन के लिए एक मजबूत विधिक और विनियामक ढांचा प्रतिभूतियों के निर्गम के लिए; और सुदृढ़ प्रवर्तनीय पर्यवेक्षी प्रथाओं के साथ बाज़ार विकास को बढ़ावा देने के लिए अनुशासन, पारदर्शिता और जवाबदेही की सुविधा प्रदान करता है (आईएमएफ और विश्व बैंक, 2001)।

आरबीआई अधिनियम, 1934, रिज़र्व बैंक को भारत सरकार (समझौता अनुसार) और राज्य सरकारों के सरकारी कर्ज के प्रबंधन का उत्तरदायित्व सौंपता है। सरकारी कर्ज अधिनियम, 1944 और सरकारी प्रतिभूति अधिनियम, 2006 सरकारी प्रतिभूतियों के निर्गम और सर्विसिंग, सरकारी प्रतिभूतियों से संबंधित निक्षेपागार सेवाओं और सरकारी कर्ज के समग्र प्रबंधन के लिए कानूनी ढांचा प्रदान करता है। 2006 में, सरकारी प्रतिभूतियों, डेरिवेटिव्स और मुद्रा बाज़ार लिखतों के मामले में रिज़र्व बैंक को स्पष्ट नियामक शक्तियां देने के लिए आरबीआई अधिनियम में संशोधन किया गया था। इसके

अलावा, भुगतान और निपटान प्रणाली (पीएसएस) अधिनियम, 2007 रिज़र्व बैंक को देश के भुगतान और निपटान प्रणालियों के विनियमन और पर्यवेक्षण का अधिकार देता है, जो मल्टीलैटरल नेटिंग, निपटान को अंतिम रूप देने और गारंटी युक्त निपटान के लिए एक कानूनी आधार प्रदान करता है, और ये सभी गिल्ट बाज़ार की कुशलता के लिए महत्वपूर्ण हैं।

इस व्यापक वैधानिक ढांचे के भीतर, रिज़र्व बैंक सरकारी प्रतिभूति बाज़ार के विनियमन और विकास के लिए विनियम जारी करता रहा है। नीलामी के जोखिम के बेहतर प्रबंधन और वितरण के माध्यम से ऋण जारी करने की रूपरेखा को मजबूत करने के लिए, सरकारी प्रतिभूतियों में “जब, जैसा और यदि जारी किया गया” (या जब जारी किया गया (डब्ल्यूआई)) व्यापार हेतु दिशानिर्देश जारी किए गए (2006)। उसी वर्ष सरकारी प्रतिभूतियों में मंदडिया बिक्री¹ की अनुमति देने के निर्देश जारी किए गए ताकि ब्याज दरों पर दो तरफा विचारों की अभिव्यक्ति सुविधानजक हो सके और मूल्य खोज में सुधार हो सके। गहरे और तरल रेपो बाज़ार सरकारी प्रतिभूति बाज़ार में तरलता को सहारा देते हैं। रेपो बाज़ार खरीद से अधिक बिक्री की भी सुविधा देता है क्योंकि रेपो बाज़ार के जरिए प्रतिभूति उधार लेकर खरीद से अधिक बिक्री करने का दायित्व पूरा किया जाता है। रेपो बाज़ार में वृद्धि करने के लिए, उसके भागीदार आधार जिसमें केवल एसजीएल खाता² धारक शामिल हैं, में इजाफा कर उसमें गैर-एसजीएल खाता धारकों को शामिल किया गया (2003), सरकारी प्रतिभूतियों के री-रेपो को अनुमति दी गई थी (2015) और त्रि-पक्ष रेपो शुरू किया गया था (2017)। जुलाई 2018 में रेपो बाज़ार को लेकर व्यापक निर्देश जारी किए गए थे।

सक्रिय डेरिवेटिव बाज़ार जोखिम के खिलाफ प्रतिरक्षा के लिए लिखत उपलब्ध कर पूंजी बाज़ार के क्रियाकलापों में मदद करता है जबकि साथ ही अंतर्निहित में मूल्य खोज में सहयोग करता है। काउंटर पर (ओटीसी) रुपया ब्याज दर डेरिवेटिव और ब्याज दर वायदा के लिए दिशानिर्देश क्रमशः 1999 और 2003 में जारी किए गए थे। विनियामक ढांचा वर्षों से विकसित

¹ मंदडिया बिक्री का आशय ऐसी प्रतिभूति की बिक्री से है जो पहले किसी और के स्वामित्व में थी।

² एसजीएल खाता: सब्सिडियरी जनरल लेजर खाता पत्र संस्थाओं द्वारा रिज़र्व बैंक के पास रखी गई सरकारी प्रतिभूतियों का खाता है।

हुआ है ताकि ब्याज दर डेरिवेटिव बाज़ार के विभिन्न पहलुओं का समाधान किया जा सके जिसमें अन्य के साथ-साथ पत्र संस्थाएं, अनुमेय लिखत, एक्सपोजर सीमाएं तथा रिपोर्टिंग शामिल हैं। ओटीसी और एक्सचेंज ट्रेडेड डेरिवेटिव दोनों को शामिल करते हुए व्यापक दिशा-निर्देश 2019 में जारी किए गए थे। खरीद-बिक्री की जानकारी को लेकर पारदर्शिता, उचित पहुंच एवं प्रसार को बढ़ावा देने एवं व्यापार में ईमानदारी तथा सुरक्षा सुनिश्चित करने के लिए इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म (ईटीपी), जिस पर रिज़र्व बैंक द्वारा विनियमित लिखतों में लेनदेन अनुबंधित किया जा सकता है, को इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म (रिज़र्व बैंक) निर्देश, 2018 जारी करने के साथ विनियामकीय दायरे में लाया गया। अनुचित बाज़ार प्रथाओं को रोकने के उद्देश्य से विनियामक ढांचे को मजबूत करने के लिए, 2019 में बाज़ार दुरुपयोग की रोकथाम के लिए सर्वश्रेष्ठ वैश्विक प्रथाओं के अनुरूप दिशानिर्देश लागू किए गए थे। रिज़र्व बैंक द्वारा विनियमित बाज़ारों में बेंचमार्क प्रक्रियाओं के अभिशासन में सुधार के लिए, विशेष रूप से लाइबोर घोटाले³ के बाद, वित्तीय बेंचमार्क सिद्धांतों के संबंध में अंतर्राष्ट्रीय प्रतिभूति आयोग संगठन (आईओएससीओ) की रिपोर्ट (2013) और रिज़र्व बैंक द्वारा स्थापित वित्तीय बेंचमार्क समिति की रिपोर्ट (2014) में अनुशंसित सर्वोत्तम प्रथाओं के अनुसार वित्तीय बेंचमार्क प्रशासक (रिज़र्व बैंक) निर्देश 2019 में जारी किए गए थे।

सरकारी कर्ज के कुशल प्रबंधन को सुविधाजनक बनाने और द्वितीयक बाज़ारों के विकास को बढ़ावा देने के लिए सरकारी प्रतिभूति बाज़ारों का विधिक और विनियामक ढांचा इस प्रकार वर्षों से विकसित हुआ है।

II.2. आपूर्ति पक्ष

सरकारी प्रतिभूतियों को भिन्न-भिन्न परिपक्वता वर्गों के अनुसार जारी किया जाता है, जिसकी वजह से कम समय से लेकर 40 साल तक के लंबे समय का प्रतिफल वक्र का निर्माण हो पाता है। नतीजतन, बकाया स्टॉक में 20 साल और उससे अधिक की अवशिष्ट परिपक्वता वाली प्रतिभूतियों का हिस्सा मार्च 2012

³ लाइबोर घोटाला एक ऐसी योजना थी जिसमें कई प्रमुख वित्तीय संस्थाओं के बैंकों ने एक-दूसरे के साथ मिलकर लंदन इंटरबैंक ऑफर रेट (लाइबोर) में हेरफेर किया।

सारणी 1 – दिनांकित सरकारी प्रतिभूतियों का परिपक्वता प्रोफाइल

परिपक्वता (वर्ष)	31 मार्च 2012			30 सितंबर 2020		
	प्रतिभूतियों की संख्या	कुल बकाया (₹ करोड़)	कुल बकाया में हिस्सा (प्रतिशत)	प्रतिभूतियों की संख्या	कुल बकाया (₹ करोड़)	कुल बकाया में हिस्सा (प्रतिशत)
0-5	39	7,82,017	30	34	19,39,139	29
5-7	12	4,22,251	16	10	8,74,072	13
7-10	14	4,77,846	18	13	11,25,350	17
10-15	11	3,61,451	14	16	13,52,702	20
15-20	6	2,09,367	8	4	2,27,151	3
20-25	7	2,37,307	9	6	5,06,002	8
25-30	3	1,03,000	4	3	2,77,798	4
>30				5	3,54,468	5
कुल	92	25,93,328		91	66,56,682	

टिप्पणी : विशेष प्रतिभूतियों को छोड़कर। स्रोत : सीसीआईएल, आरबीआई, आरबीआई स्टाफ गणना।

के अंत में 13 प्रतिशत से बढ़कर सितंबर 2020 के अंत में 17 प्रतिशत हो गया है (सारणी 1)। इसके साथ ही, निर्गम के आकार में अनुगामी नीलामियों में पुनर्निर्गमों के जरिए इजाफा किया गया ताकि चलनिधि में वृद्धि करने वाले समान ब्याज और परिपक्वता तारीखों वाली प्रतिभूतियों के समरूप स्टॉक का सृजन किया जा सके। बड़े आकार के निर्गमों के रोलओवर जोखिम को बाइबैक/स्विट्चस का उपयोग कर सक्रिय समेकन के जरिए संभाला गया ताकि पुनर्निर्गमों के तरीके से निष्क्रिय समेकन को सहारा दिया जा सके। नतीजतन, प्रतिभूतियों की संख्या पिछले दशक में काफी हद तक अपरिवर्तित बनी रही, क्योंकि सरकारी ऋण का स्टॉक दुगुना से अधिक हो गया है।

सरकारी कर्ज आपूर्ति में पारदर्शिता को अप्रैल 2002 से सरकारी प्रतिभूतियों में नीलामियों के संबंध में निर्गम कैलेंडर पेश करने के जरिए बढ़ाया गया। हाल के वर्षों में, विस्तृत अर्धवार्षिक उधार कैलेंडरों की घोषणा की गई, जिनमें जारी की जाने वाली प्रतिभूतियों के परिपक्वता-काल और रकम समेत निर्गमों की साप्ताहिक समय-सारणियां दी गई हैं। दिनांकित सरकारी प्रतिभूतियों को मुख्यतः स्थिर-कूपन बॉन्ड के रूप में जारी किया जाता है। तथापि, मुद्रास्फीति-संबद्ध बॉन्ड, पूंजी-इन्डेक्स बॉन्ड, अस्थिर-दर बॉन्ड एवं एमबेडेड विकल्पों वाले बॉन्ड जैसे लिखतों के माध्यम से उत्पाद विविधता लाई गई। ट्रेजरी बिलों (टी-बिल्स) और नकदी प्रबंधन बिलों (सीएमबी) को डिस्काउंटड लिखतों के रूप में जारी किया जाता है। प्रतिभूतियों के पंजीकृत ब्याज और मूलधन के पृथक व्यापार के

निर्गम के लिए विनियामक प्रावधान भी किया गया है ताकि शून्य-ब्याज दर प्रतिफल वक्र के विकास को सुगम बनाया जा सके। खुदरा निवेशकों को लक्ष्य बनाने वाले आला उत्पादों में सॉवरेन गोल्ड बॉन्ड (स्वर्ण में मूल्यवर्गीकृत सरकारी प्रतिभूति) और बचत बांड शामिल हैं।

दिनांकित सरकारी प्रतिभूतियों के प्राथमिक निर्गमों को 21 प्राथमिक व्यापारियों (पीडी) का सहारा प्राप्त है जो इन नीलामियों की हामीदारी देते हैं जिनमें बोली प्रतिबद्धताओं/सफलता अनुपात (टी-बिल/सीएमबी के मामले में) को लेकर लक्ष्य निर्धारित किए जाते हैं। 2019-20 के दौरान, पीडी ने व्यक्तिगत रूप से 40 प्रतिशत का निर्धारित न्यूनतम सफलता अनुपात हासिल किया, और वह भी लगभग 60 प्रतिशत के औसत से। इसके अलावा, रिजर्व बैंक द्वारा राज्य विकास ऋणों (एसडीएल)⁴ की अधिसूचित नीलामी राशियों के 100 प्रतिशत तक के लिए सामूहिक रूप से बोली लगाने के लिए पीडी को भी आमंत्रित किया जा सकता है।

II.3. मांग पक्ष

भिन्न-भिन्न समय सीमाओं और जोखिम तरजीह वाले वैविध्य निवेशक आधार कर्ज बाजारों के लचीलेपन को बढ़ाने में अहम भूमिका अदा करते हैं जिसके लिए वे सभी परिपक्वता-काल में सक्रिय व्यापार और चलनिधि सुनिश्चित करते हैं। पिछले एक दशक में, सरकारी प्रतिभूतियों के लिए निवेशक आधार का

⁴ एसडीएल राज्य सरकारों द्वारा जारी दिनांकित प्रतिभूतियां हैं।

सारणी 2: सरकारी प्रतिभूतियों की धारिता (बकाया स्टॉक में प्रतिशत हिस्सा)

समाप्त तिमाही	वाणिज्यिक बैंक	बीमा कंपनियों	कॉर्पोरेट	एफपीआई	भविष्य निधि	आरबीआई	राज्य सरकारें	अन्य वित्तीय संस्थाएं	अन्य
मार्च 2010	47.25	22.16	2.99	0.59	6.76	11.76	-	4.24	4.24
मार्च 2020	40.41	25.09	0.81	2.44	4.72	15.13	2.05	4.24	5.12

टिप्पणी : डीबीआईई।

विस्तार हुआ है। सरकारी प्रतिभूतियों में बैंक सबसे बड़े निवेशक बने हुए हैं। हालांकि, कुल धारिताओं में उनकी हिस्सेदारी में गिरावट आई है जबकि बीमा कंपनियों और अनिवासी निवेशकों की हिस्सेदारी में वृद्धि हुई है (सारणी 2)।

विदेशी पोर्टफोलियो निवेशकों (एफपीआई) को बकाया स्टॉक के 6 प्रतिशत की ऊपरी सीमा के अधीन सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश करने की अनुमति दी गई है। पूर्णतः सुलभ मार्ग (एफएआर) की शुरुआत के साथ, एफपीआई समेत गैर-निवासी, कतिपय निर्दिष्ट प्रतिभूतियों⁵ में बगैर कोई सूक्ष्म-विवेकपूर्ण सीमाओं के निवेश कर सकते हैं। एफपीआई किसी भी सरकारी प्रतिभूति में, न्यूनतम प्रतिधारण अवधि के भीतर, स्वैच्छिक प्रतिधारण मार्ग (वीआरआर)⁶ के माध्यम से निवेश कर सकते हैं, जिसमें उनको सूक्ष्म-विवेकपूर्ण सीमाओं से कई छूट हैं।

जैसा कि विश्व स्तर पर है, भारत में सरकारी प्रतिभूतियों में खुदरा निवेश मुख्य रूप से बीमा, पेंशन और म्यूचुअल फंड जैसी सामूहिक निवेश योजनाओं के माध्यम से किया जाता है। कर लाभ वाली लघु बचत योजनाएं और सरकारी क्षेत्र के बैंक में रखी गई सावधि जमाएं भी खुदरा ब्याज के लिए सरकारी प्रतिभूतियों के साथ प्रतिस्पर्धा करती हैं। बहरहाल, सरकारी कर्ज में प्रत्यक्ष खुदरा निवेश को प्रोत्साहित करने के लिए कई कदम उठाए गए हैं:

⁵ 31 अक्टूबर, 2020 तक, 10 दिनांकित प्रतिभूतियां एफएआर के तहत निवेश के लिए पात्र हैं। इसके अतिरिक्त, वित्तीय वर्ष 2020-21 से 5-वर्ष, 10-वर्ष और 30-वर्ष के परिपक्वता-काल की सरकारी प्रतिभूतियों के सभी नए निर्गम 'निर्दिष्ट प्रतिभूतियों' के रूप में एफएआर के तहत निवेश के लिए पात्र होंगे।

⁶ सरकार और कॉर्पोरेट ऋण में दीर्घकालिक निवेश को प्रोत्साहित करने के लिए 01 मार्च, 2019 को शुरू किए गए एफपीआई निवेशों के लिए वीआरआर एक अलग मार्ग है। कई सूक्ष्म-विवेकपूर्ण कंट्रोल से प्रदान करने के अलावा, यह योजना एफपीआई को रेपो और डेरिवेटिव ट्रांजेक्शन को स्वतंत्र रूप से करने की अनुमति देती है।

- (i) खुदरा निवेशकों के पास सरकारी प्रतिभूतियों की समुचित रूप से कीमत पता लगाने की विशेषज्ञता नहीं हो सकती है, इसलिए प्राथमिक नीलामियों में एक गैर-प्रतिस्पर्धी बोली सुविधा उनके लिए शुरू की गई थी जिसमें प्रतिभूतियों को नीलामी में पता लगाई गई भारत औसत कीमत पर जारी किया गया;
- (ii) सभी प्राथमिक निर्गमों में खुदरा निवेश के लिए अधिसूचित राशि की 5 प्रतिशत की एक अलग सीमा निर्धारित की गई है;
- (iii) खुदरा निवेशक बैंक, पीडी और स्टॉक एक्सचेंज जैसे वैकल्पिक एग्रीगेटर / फेसिलिटेटर चैनलों का उपयोग कर सकते हैं;
- (iv) खुदरा निवेशकों के लिए सॉवरेन गोल्ड बॉण्ड लॉन्च किए गए हैं और द्वितीयक बाजार में उसकी खरीद-बिक्री को एक्सचेंजों के माध्यम से सक्षम बनाया गया है; 2007 के बाद से तयशुदा लेनदेन प्रणाली ऑर्डर मिलान (एनडीएस-ओएम) में ₹5 करोड़ के मानक खेप आकार के मुकाबले ₹10,000 के न्यूनतम बाजार खेप आकार के एक अलग न्यून-खेप वर्ग का सृजन किया गया।
- (v) भारतीय प्रतिभूति और विनियम बोर्ड (सेबी)-विनियमित निक्षेपागारों की तरह कन्स्ट्रिक्टूअन्ट सब्सिडियरी जनरल लेजर (सीएसजीएल) खाताधारकों को विभिन्न निक्षेपागारों के डीमैट धारकों के बीच शेयर बाजारों पर खरीद-बिक्री के संबंध में सरकारी प्रतिभूतियों का मूल्य मुक्त हस्तांतरण (वीएफटी) सीधे रिज़र्व बैंक के कोर बैंकिंग सॉल्यूशन (ई-कुबेर) पर करने की अनुमति दी गई है। सीएसजीएल खाताधारकों के लाभ के लिए ई-कुबेर पर सीधे फाइल अपलोड की सुविधा विकसित की जा रही है।

II.4. बाज़ार इन्फ्रास्ट्रक्चर

एक सुदृढ़, मजबूत और सुरक्षित बाज़ार इन्फ्रास्ट्रक्चर बाहरी झटके के खिलाफ सरकारी प्रतिभूति बाज़ार के लचीलेपन को बढ़ाता है और मूल्य की निरंतर खोज में योगदान करता है, जिससे बाज़ार चलनिधि में वृद्धि होती है (बीआईएस, 1999)। रिज़र्व बैंक सरकारी प्रतिभूतियों के लिए ट्रेडिंग इन्फ्रास्ट्रक्चर को विकसित करने में लगा हुआ है, जिसमें एकमुश्त और रेपो दोनों बाज़ारों में कारोबार की जानकारी की रिपोर्टिंग और समय पर प्रसार शामिल हैं। फरवरी 2002 में रिज़र्व बैंक द्वारा शुरू की गई तयशुदा लेनदेन प्रणाली (एनडीएस) एक मजबूत बाज़ार इन्फ्रास्ट्रक्चर के रूप में विकसित हुई है।

अप्रैल 2005 में ऑनलाइन बोली-प्रक्रिया को सक्षम करके परिचालन क्षमता बढ़ाने के उद्देश्य से एनडीएस (पब्लिक डेट ऑफिस-एनडीएस) में दिनांकित सरकारी प्रतिभूतियों की नीलामी चालू की गई थी। एनडीएस-नीलामी प्लेटफॉर्म ने शुरूआती नीलामियों में अक्टूबर 2012 तक अपनी भूमिका निभाई जब ई-कुबेर, जो एक प्रौद्योगिकी-आधारित समाधान है और जो बाज़ार-आधारित मूल्य खोज को बढ़ावा देता है, ने बागडोर संभाला। यह निर्बाध रूप से एनडीएस-ओएम और भारतीय समाशोधन निगम लिमिटेड (सीसीआईएल) (नीचे देखें) समेत रिज़र्व बैंक के पब्लिक डेट ऑफिस में धारित सरकारी प्रतिभूतियों के निक्षेपागार, भुगतान प्रणालियों और द्वितीयक बाज़ार ट्रेडिंग इन्फ्रास्ट्रक्चर के साथ एकीकृत हो गया है ताकि प्राथमिक और द्वितीयक बाज़ारों के बीच की कड़ी सुनिश्चित की जा सके। यह इन्फ्रास्ट्रक्चर शेयर बाज़ारों के साथ एक इंटरफ़ेस को भी शामिल करता है जिसके माध्यम से बोलियां एकत्रित की जा सकती हैं और रिज़र्व बैंक के समक्ष रखी जा सकती हैं।

सरकारी प्रतिभूतियों में लगभग 80 प्रतिशत द्वितीयक बाज़ार लेनदेन एनडीएस-ओएम पर किए जाते हैं जो सरकारी प्रतिभूतियों में व्यापार के लिए एक गुणनाम ऑर्डर मिलान प्लेटफॉर्म है। ट्रेडिंग इन्फ्रास्ट्रक्चर को सहारा देना वितरण-बनाम-

भुगतान (डीवीपी)-III⁸ आधार पर लेनदेन के निपटान की एक पद्धति है और केंद्रीय प्रतिपक्ष के माध्यम से प्रतिपक्ष जोखिम समाप्त होते हैं एवं, बहुपक्षीय नेटिंग के माध्यम से चलनिधि आवश्यकताओं में कमी आती है। 2001 में स्थापित सीसीआईएल, पीएसएस अधिनियम, 2007⁹ के तहत सरकारी प्रतिभूतियों के लेनदेन के लिए केंद्रीय प्रतिपक्ष के रूप में कार्य करने के लिए भुगतान प्रणाली के रूप में अधिकृत है। सीसीआईएल का मूल्यांकन वित्तीय बाज़ार इन्फ्रास्ट्रक्चर (पीएफएमआई)¹⁰ संबंधी सिद्धांतों के तहत निर्धारित अंतरराष्ट्रीय मानकों के अनुपालन के रूप में किया गया है। सरकारी प्रतिभूतियों में रेपो लेनदेन मुख्य रूप से दो प्लेटफॉर्म पर किए जाते हैं - क्लियरकॉप रेपो ऑर्डर मैचिंग सिस्टम (सीआरओएमएस) और त्रिपक्षीय रेपो डीलिंग सिस्टम (टीआरईपीएस)। एनडीएस-ओएम समेत ये प्लेटफॉर्म, क्लियरकॉप डीलिंग सिस्टम्स (इंडिया) लिमिटेड द्वारा चलाए जाते हैं जो सीसीआईएल की सहायक कंपनी है और इलेक्ट्रॉनिक ट्रेडिंग प्लेटफॉर्म (रिज़र्व बैंक) निर्देश, 2018 के अधीन आते हैं। एकमुश्त लेनदेनों के साथ-साथ रेपो ट्रेड को डीवीपी-III प्रक्रिया के तहत सीसीआईएल द्वारा भी निपटाया जाता है ताकि निपटान के दौरान चलनिधि एवं नेटिंग क्षमता को सुरक्षित किया जा सके। इन्फ्रास्ट्रक्चर व्यवस्थाओं के तहत व्यापार संबंधी जानकारी का तत्काल प्रसार शामिल है। व्यापार भंडार बाज़ार इन्फ्रास्ट्रक्चर का पूरक है जिसमें संबंधित ब्याज दर डेरिवेटिव (साथ ही विदेशी मुद्रा और क्रेडिट डेरिवेटिव) में सभी ओटीसी डेरिवेटिव लेनदेन रिपोर्ट किए जाते हैं, इस प्रकार सरकारी प्रतिभूतियों और संबंधित बाज़ारों में सभी लेनदेन का 360 डिग्री दृश्य मिलता है, जिसकी बदौलत प्रभावी बाज़ार निगरानी और पर्यवेक्षण संभव हो पाता है।

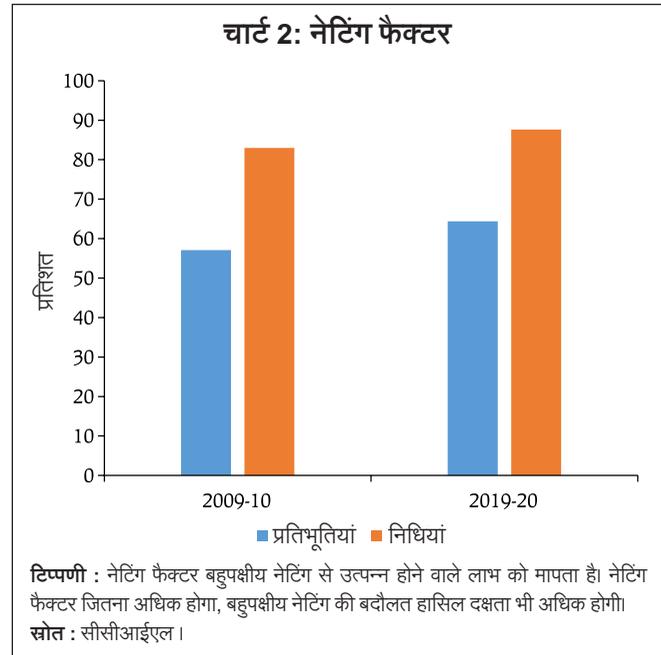
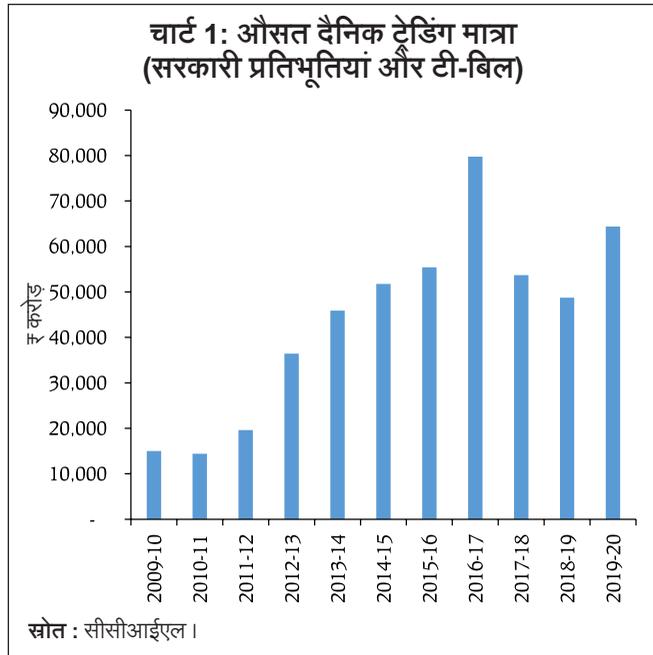
पिछले एक दशक के दौरान, एकमुश्त सेगमेंट में औसत दैनिक कारोबार 2009-10 में ₹15,000 करोड़ से 16 प्रतिशत के

⁸ वितरण बनाम भुगतान - III (डीवीपी-III) एक निपटान विधि है जिसमें प्रतिभूतियों और धन दोनों चरणों को शुद्ध आधार पर निपटाया जाता है और केवल किसी एक प्रतिभागी द्वारा किए गए सभी लेनदेन की अंतिम शुद्ध स्थिति का निपटान किया जाता है।

⁹ सीसीआईएल को सरकारी प्रतिभूतियों, मुद्रा बाज़ार लिखतों, विदेशी मुद्रा और रुपया डेरिवेटिव में लेनदेन के समाशोधन और निपटान के लिए पीएसएस अधिनियम के तहत एक अधिकृत भुगतान प्रणाली के रूप में प्रमाणित किया गया है।

¹⁰ पीएफएमआई वित्तीय बाज़ार इन्फ्रास्ट्रक्चर के लिए कमिटी ऑन पेमेंट्स एंड मार्केट इन्फ्रास्ट्रक्चर्स और इंटरनेशनल ऑर्गनाइजेशन ऑफ़ सिक्योरिटीज कमिशन द्वारा जारी किए गए अंतरराष्ट्रीय मानक हैं। https://www.bis.org/cpmi/info_pfm.htm

⁷ शेष लेनदेन ओवर-द-काउंटर (ओटीसी) में होते हैं और एनडीएस-ओएम पर रिपोर्ट किए जाते हैं।



संयुक्त वार्षिक वृद्धि दर (सीएजीआर) से बढ़कर 2019-20 में ₹64,000 करोड़ हो गया (चार्ट 1)। प्रतिभागियों को मिलने वाले नेटिंग लाभों में तेजी से वृद्धि हुई है, जैसा कि नेटिंग फैक्टर में सुधार के द्वारा देखा जा सकता है, जो बहुपक्षीय नेटिंग के कारण प्राप्त दक्षता को मापता है (चार्ट 2)। बाज़ार चलनिधि में वृद्धि और बाज़ार इन्फ्रास्ट्रक्चर में सुधार से भी बड़े व्यापार करने में आसानी हुई है (सारणी 3)।

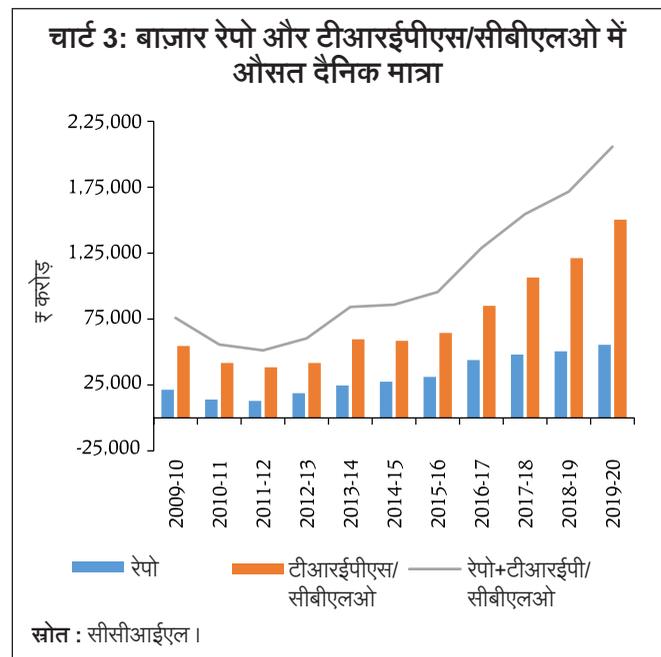
रेपो बाज़ार में पर्याप्त वृद्धि देखी गई और औसत दैनिक मात्रा 2009-10 में ₹75,000 करोड़ से बढ़कर 2019-20 में लगभग ₹2 लाख करोड़ हो गई (चार्ट 3)। इसके साथ ही, डेरिवेटिव बाज़ार (ब्याज दर स्वैप या आईआरएस; ब्याज दर

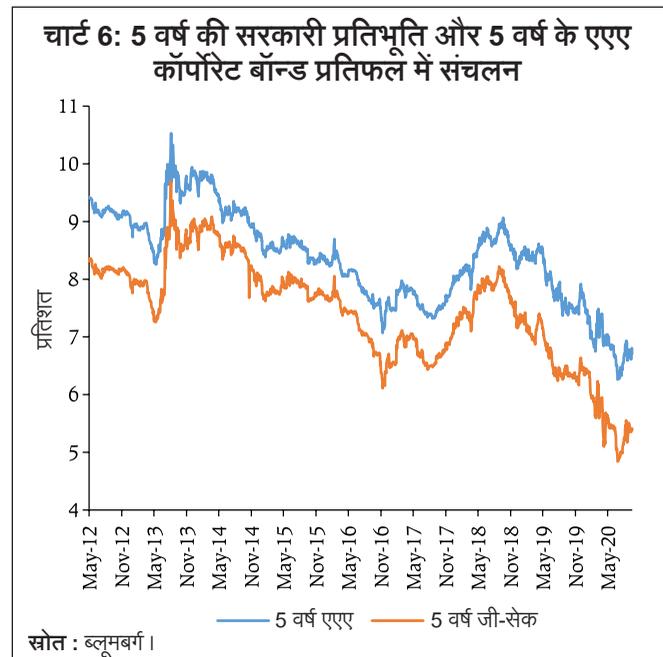
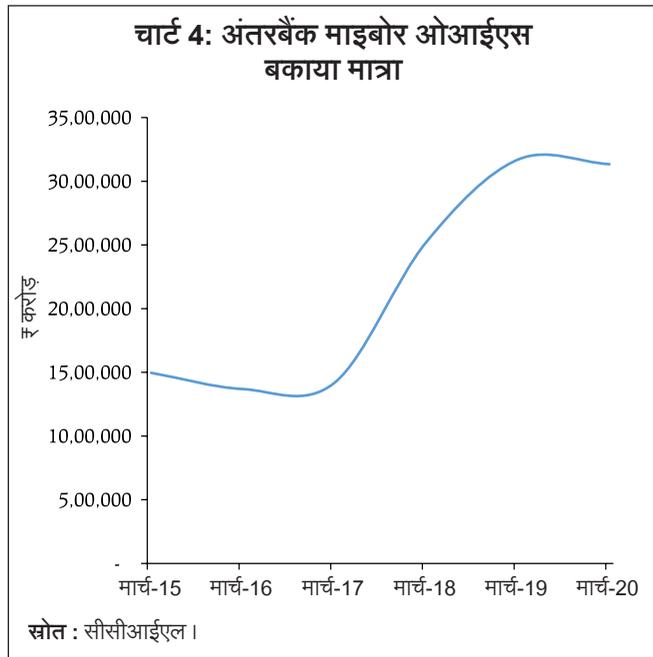
वायदा या आईआरएफ) में भी विकास हुआ है। विशेष रूप से, ओवरनाइट इंडेक्स स्वैप (ओआईएस) बाज़ार में चलनिधि में हाल के वर्षों में उल्लेखनीय वृद्धि देखी गई (चार्ट 4)।

सारणी 3: एकमुश्त व्यापार के लिए लेनदेन के आकार का विश्लेषण

वित्त वर्ष	लेनदेन आकार (कुल लेनदेन का प्रतिशत)				
	₹5 करोड़ से कम	₹5 करोड़	₹5-10 करोड़	₹10-20 करोड़	₹20 करोड़ से अधिक
2009-10	5.7	65.1	18.0	3.3	7.8
2019-20	3.4	52.9	21.1	7.8	14.9

स्रोत : सीसीआईएल।



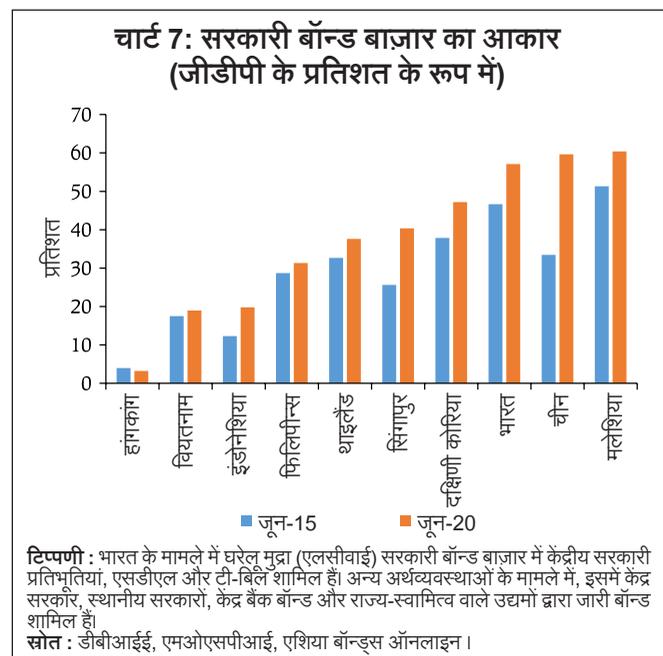
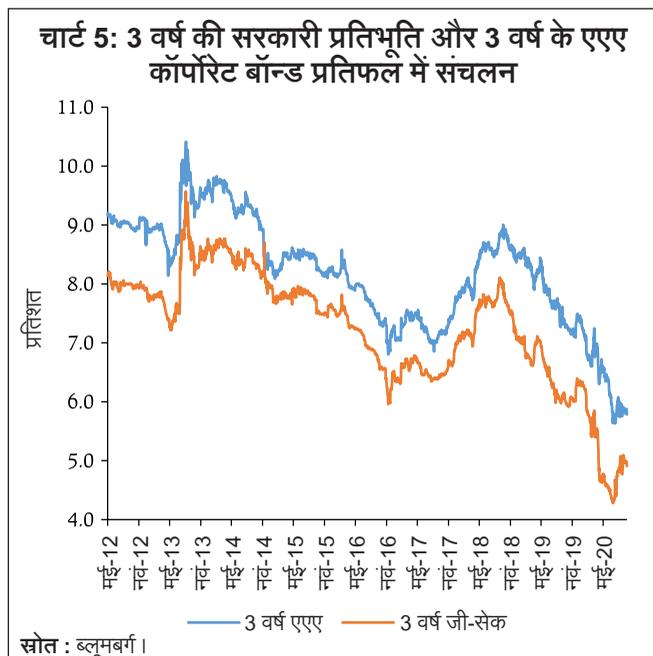


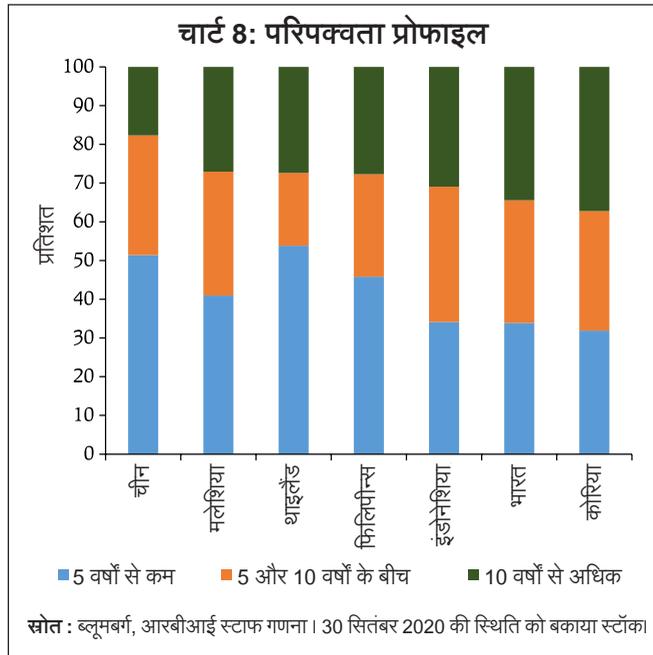
सरकारी प्रतिभूति बाज़ार ने भी कॉर्पोरेट बॉन्ड बाज़ार के विकास के लिए एक मजबूत आधार प्रदान किया है। स्थिर क्रेडिट स्प्रेड (सरकारी प्रतिभूतियों और कॉर्पोरेट बॉन्ड प्रतिफलों के बीच का अंतर) लंबे समय तक सरकारी प्रतिभूति सेगमेंट से कॉर्पोरेट बॉन्ड बाज़ार में आवेगों के अपेक्षाकृत सुचारू ट्रान्समिशन का साक्ष्य देता है (चार्ट 5 और 6)।

III. बहु-देशीय अनुभव

चीन और मलेशिया को छोड़कर अधिकांश एशियाई अर्थव्यवस्थाओं की तुलना में भारत सरकार के बांड बाज़ार का आकार बड़ा है (चार्ट 7)।

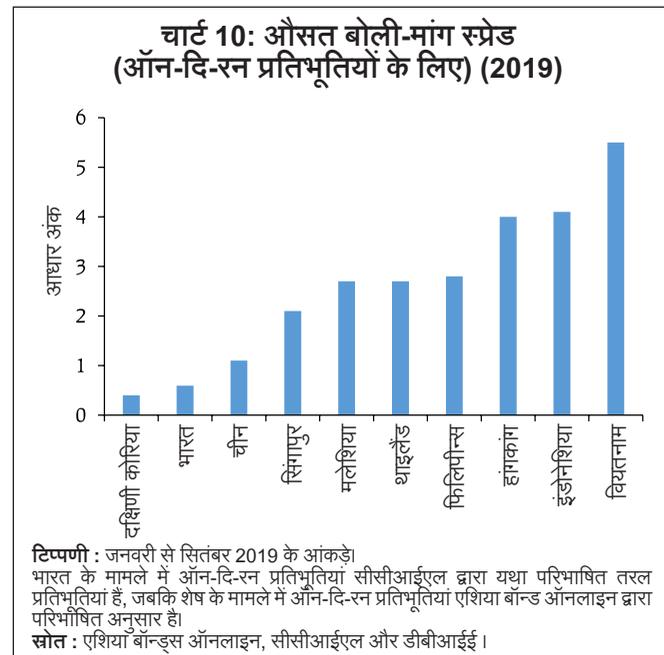
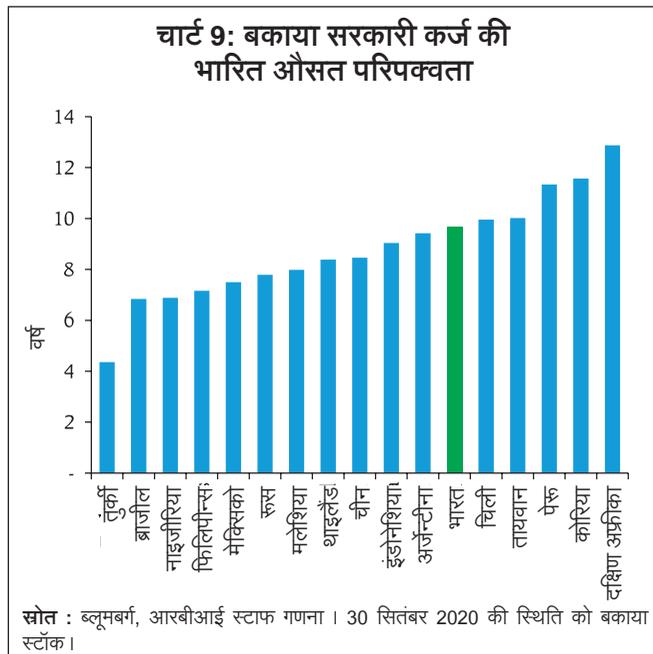
एशियाई साथियों की तुलना में, बकाया भारतीय सरकारी कर्ज के परिपक्वता प्रोफ़ाइल को छोटे (5 वर्ष से कम), मध्यम (5



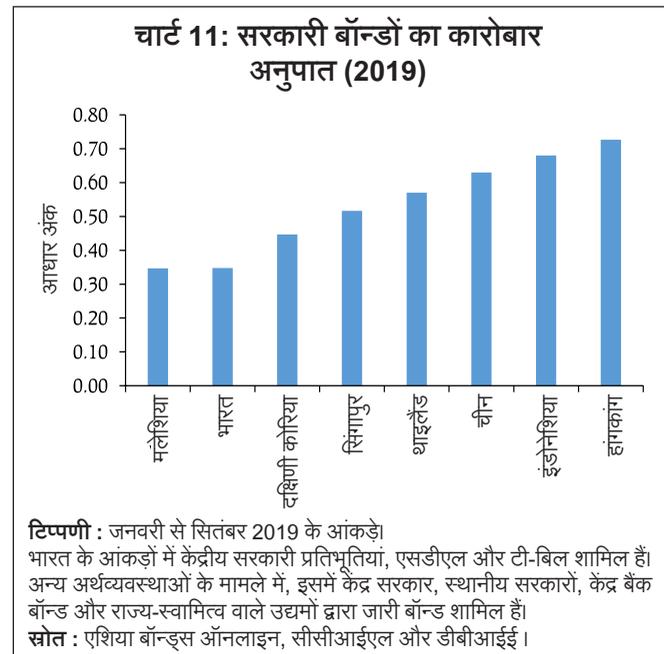


से 10 वर्ष) और लंबे (10 वर्ष से अधिक) परिपक्वता काल (चार्ट 8) के अनुसार अधिक समान रूप से बांटा जाता है, जिससे निवेशकों को अपनी समय सीमाओं के मुताबिक निवेश करने की सहूलियत मिलती है। व्यापक उभरते बाज़ार (ईएम) जगत के सापेक्ष भी, बकाया सरकारी कर्ज की औसत परिपक्वता अपेक्षाकृत अधिक है, जो कम रोलओवर जोखिम का संकेत देता है (चार्ट 9)।

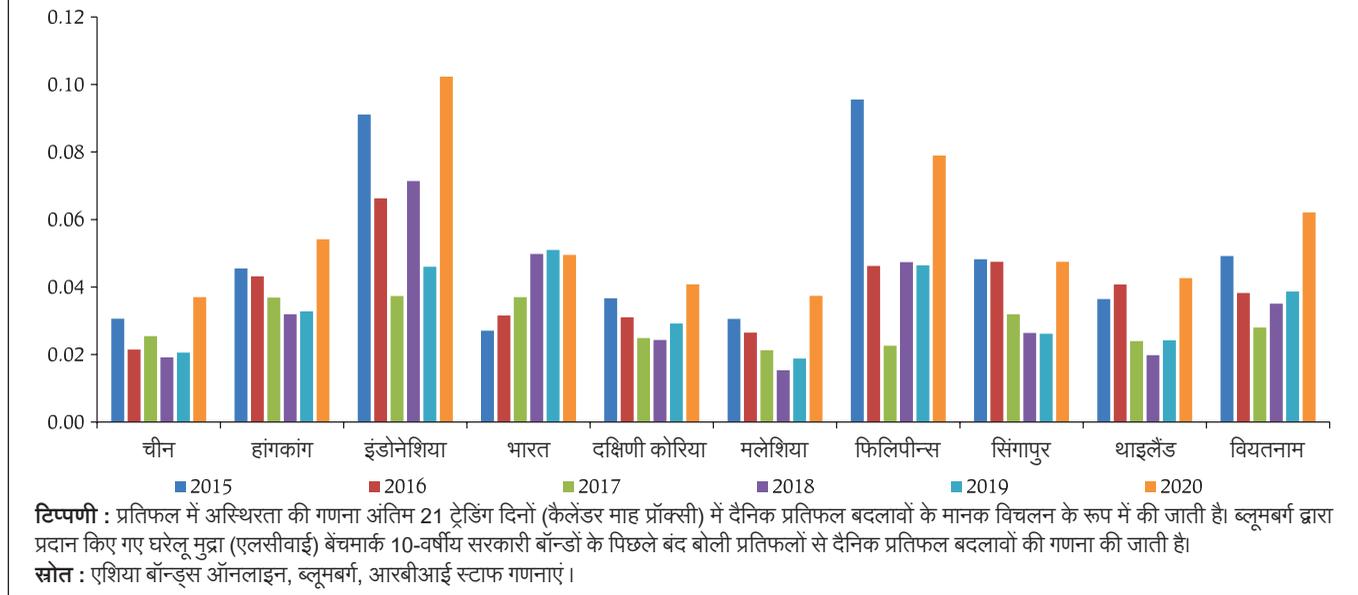
एक तरल बाज़ार सामान्यतः छोटी बोली/मांग स्प्रेड की विशेषता युक्त होती है जिसमें बड़े लेनदेनों के मामले में भौतिक रूप



से वृद्धि नहीं होती है (गर्बर, 1997)। भारत सरकार की प्रतिभूतियों के मामले में औसत बोली-मांग स्प्रेड एशियाई ईएम समकक्षों में सबसे कम है (चार्ट 10)। वास्तव में, बाज़ार चलनिधि की प्रभाव लागत और बोली-मांग स्प्रेड (बीआईएस, 2019) के संदर्भ में विकसित अर्थव्यवस्थाओं के साथ भी अच्छी-खासी तुलना की जाती है। हालांकि, कारोबार अनुपात – बकाया बॉन्ड स्टॉक की तुलना में कारोबार का अनुपात - भारतीय मामले में कम है, जो द्वितीयक बाज़ार में अपेक्षाकृत कम मात्रा का संकेत देता है (चार्ट 11)।



चार्ट 12: प्रतिफल में अस्थिरता – 10 वर्ष की सरकारी प्रतिभूतियां



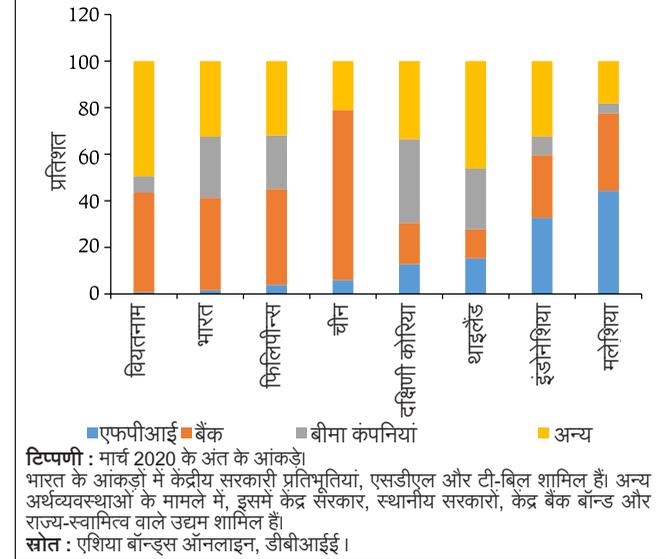
प्रतिफल अस्थिरता को सामान्यतः पिछले 21 ट्रेडिंग दिनों (कैलेंडरमाह के लिए एक प्रॉक्सी) में दैनिक प्रतिफल परिवर्तनों के मानक विचलन के रूप में परिभाषित किया जाता है। उच्च प्रतिफल अस्थिरता बॉन्ड प्रतिफलों में दैनिक संचलनों की कम भविष्यवाणी बताती है, जबकि निम्न अस्थिरता का आशय है कि प्रतिफल औसत प्रतिफलों के इर्द-गिर्द अपेक्षाकृत स्थिर होते हैं और इस प्रकार अधिक तरल बाज़ार के संकेतक हो सकते हैं (कवाई, 2019)। हाल के वर्षों में, भारत सरकार की प्रतिभूतियों के मामले में प्रतिफल अस्थिरता कच्चे तेल की कीमतों में आपूर्ति संबंधी चिंताओं और उतार-चढ़ाव के चलते चीन और मलेशिया के बॉन्ड की अपेक्षा सामान्यतः अधिक रही। फिर भी, इंडोनेशिया, फिलिपीन्स और वियतनाम में जारी बॉन्डों की अपेक्षा अस्थिरता निम्न रही (चार्ट 12)।

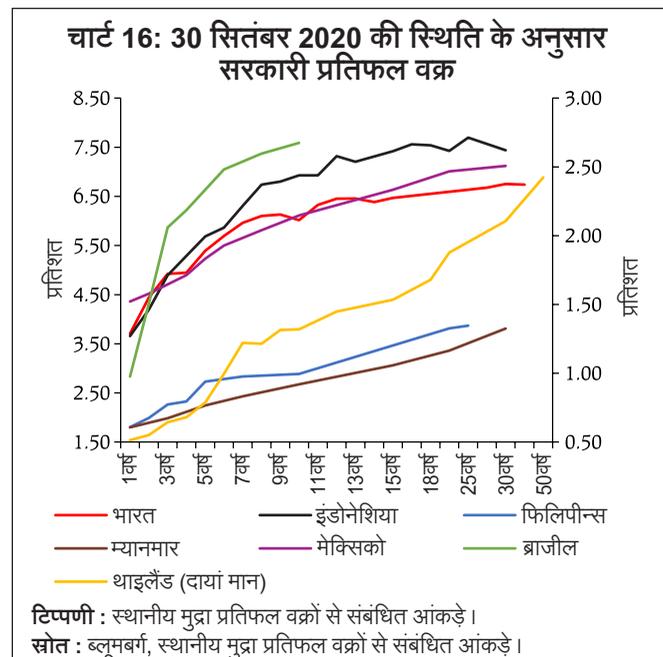
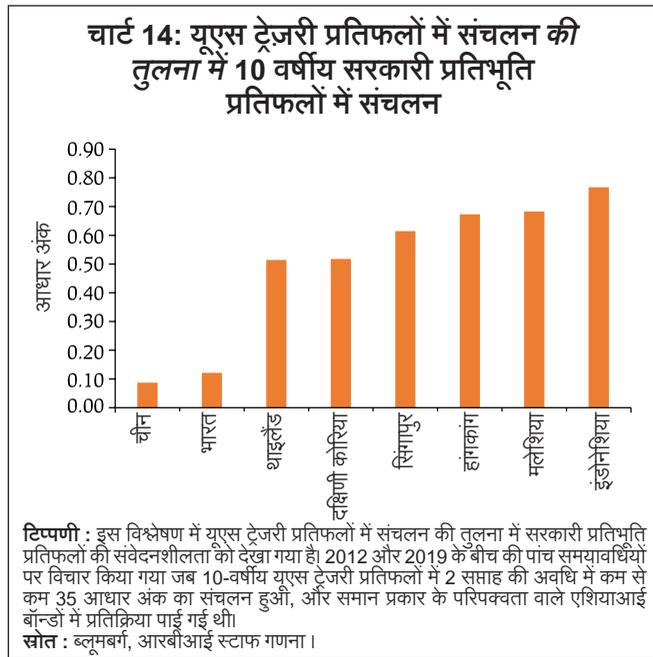
भारत सरकार की प्रतिभूतियों में गैर-निवासी निवेश एशियाई ईएम समकक्षों की अपेक्षा कम है (चार्ट 13), जो आंशिक रूप से भारत में विदेशी निवेश के लिए घरेलू कर्ज बाज़ारों को खोले जाने को लेकर अपनाए गए सोचे-समझे दृष्टिकोण की वजह से है। तथापि, कर्ज बाज़ारों में अपेक्षाकृत रूप से कम विदेशी मौजूदगी ने भारतीय बाज़ार को बाहरी झटकों के प्रति

कम संवेदनशील बनाया जैसे कि यूएस ट्रेजरी नोटों में प्रतिफल का संचलन (चार्ट 14)।

भारत के मामले में प्रतिफल वक्र 40 साल तक लंबा होता है, जो अधिकांश उभरती बाज़ार वाली अर्थव्यवस्थाओं (ईएमई) में

चार्ट 13: सरकारी प्रतिभूतियों में निवेशक प्रोफाइल

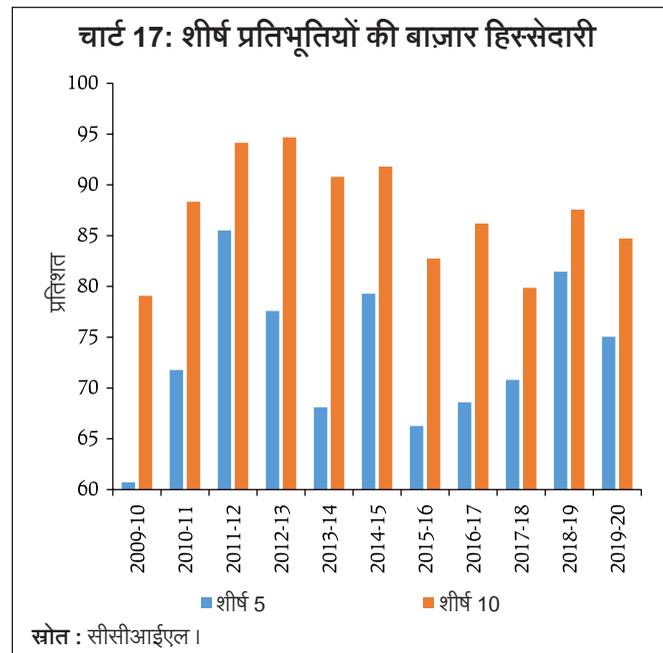
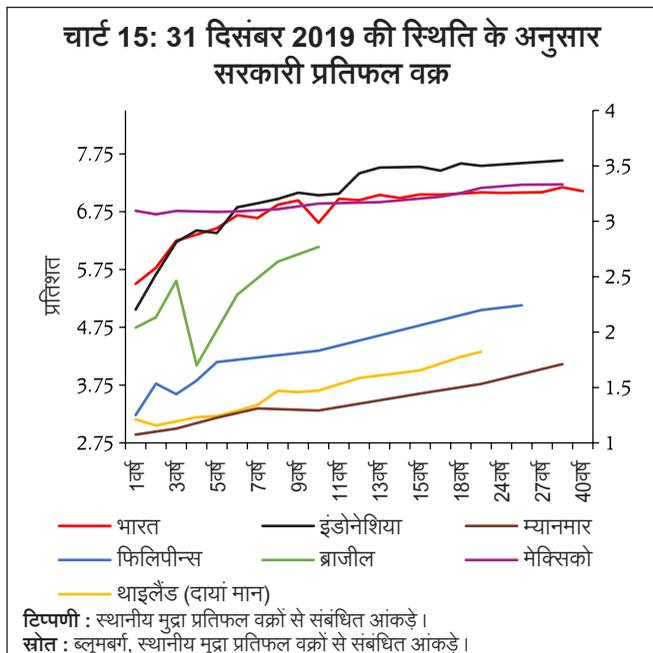


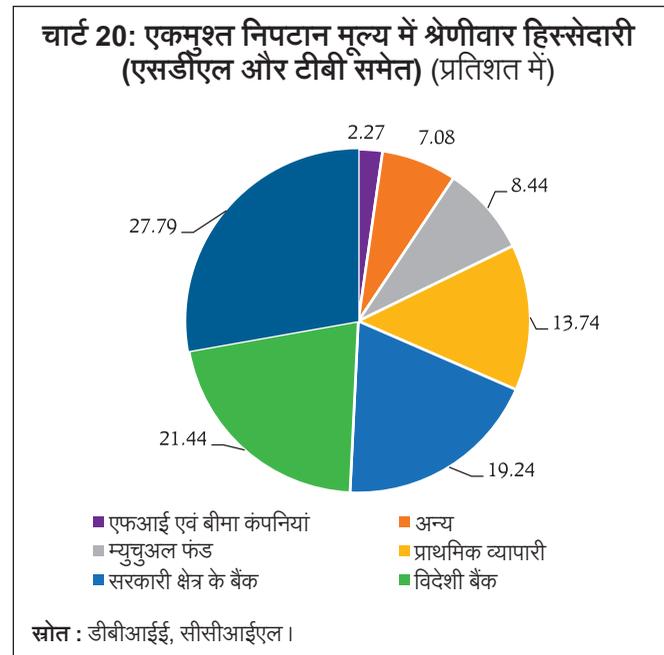
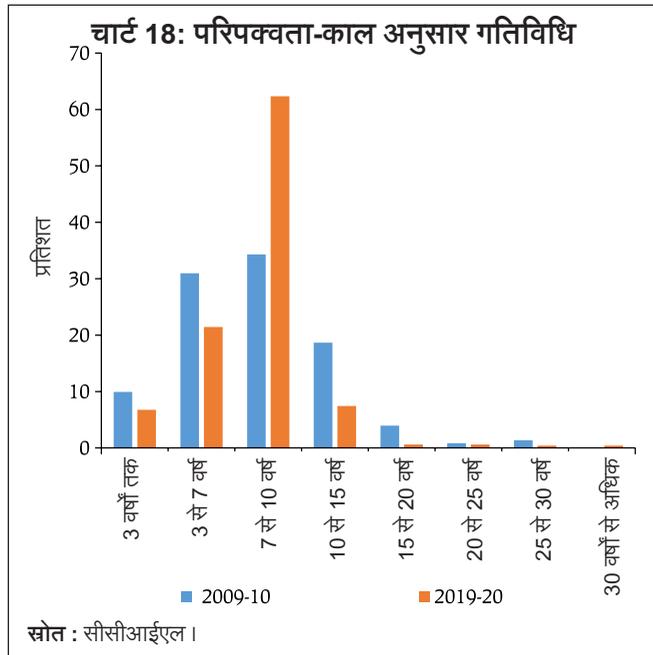


नहीं देखा गया (चार्ट 15)। भारत का प्रतिफल वक्र सबसे सपाट भी है, जो मीयादी संरचना में निम्नतर मीयाद प्रीमियम को दर्शाता है। उसी समय, भारत का प्रतिफल वक्र चुनिंदा परिपक्वता-कालों में असहज रूप से बर्ताव करता है जो दर्शाता है कि चलनिधि प्रीमियम चुनिंदा प्रतिभूतियों/परिपक्वता-कालों के अनुसार संचालित होते हैं। ऐसे असहज बर्ताव कुछ अन्य ईएम के प्रतिफल वक्रों में भी पाया गए हैं (चार्ट 16)।

IV. कुछ असाधारण विशेषताएं

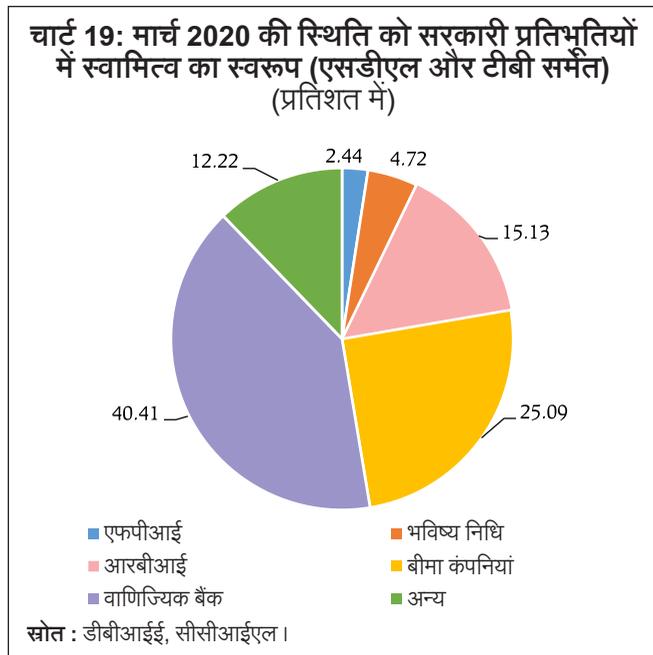
सरकारी प्रतिभूतियों में द्वितीयक बाजार चलनिधि कुछ एक प्रतिभूतियों व परिपक्वता-कालों में संकेद्रित है। 2019-20 में द्वितीयक बाजार के कारोबार में शीर्ष की 5 प्रतिभूतियों की हिस्सेदारी उच्च अर्थात लगभग 75 प्रतिशत थी (चार्ट 17)। अधिकांश ट्रेडिंग 7 और 10 साल के बीच के परिपक्वता-कालों वाली प्रतिभूतियों में संकेद्रित रही (चार्ट 18)। भिन्न-भिन्न





परिपक्वता-कालों में द्वितीयक बाजार चलनिधि का व्यापक वितरण जोखिम-मुक्त दरों के लिए एक बेंचमार्क के रूप में सरकारी प्रतिफल वक्र की विश्वसनीयता को और बढ़ा सकता है और इसके परिणामस्वरूप, गैर-सरकारी कर्ज के मूल्य में सुधार होगा। हालांकि, यह भारत में बाजार के माइक्रोस्ट्रक्चर के विशिष्ट पहलुओं को भी दर्शाता है।

बीमा और भविष्य निधि अपने नकदी प्रवाह के स्वरूप और संबंधित निवेश कार्यनीतियों के कारण 'क्रय और धारण' निवेशक होते हैं, जो उनकी देयता प्रतिबद्धताओं के अनुरूप लंबी दिनांकित प्रतिभूतियों को प्राथमिकता देते हैं। दैनिक ट्रेडिंग मात्रा में ऐसी संस्थाओं की हिस्सेदारी सरकारी प्रतिभूतियों की धारिताओं में उनकी हिस्सेदारी की अपेक्षा काफी कम है (चार्ट 19 और 20 और सारणी 4)।



सारणी 4: भारत सरकार की दिनांकित प्रतिभूतियों के संबंध में परिपक्वता समूह-वार धारिताएं (प्रतिशत)

श्रेणी	5 वर्ष तक	5 से 10 वर्ष	10 से 15 वर्ष	15 से 25 वर्ष	25 वर्ष से अधिक
वाणिज्यिक बैंक	54.2	52.1	43.2	11.6	3.1
बीमा	7.6	10.6	31.5	65.2	90.4
म्युचुअल फंड	2.5	3.7	2.2	0.3	0.5
सहकारी बैंक	0.3	1.3	0.8	0.3	0.2
आरबीआई	28.2	23.2	11.6	6.2	0.0
भविष्य निधि	2.0	2.3	4.4	10.8	3.9
राज्य सरकारें	2.2	3.9	3.2	0.0	0.0
अन्य	3.0	2.9	3.1	5.6	1.8
कुल	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

टिप्पणी : 30 जून 2020 की स्थिति के अनुसार आंकड़े।

स्रोत : आरबीआई स्टाफ गणनाएं।

सरकारी प्रतिभूति बाजारों में बड़ी संख्या में प्रतिभागी 'केवल लंबे समय' के खिलाड़ी होते हैं, जिनके पास विनियामक बाधाएं या व्यापारिक कार्यनीतियां हैं जो उन्हें मंदड़िया बाजारों में खरीद से अधिक बिक्री करने से रोकते हैं। उदाहरण के लिए, जहां रिजर्व बैंक ने सभी संस्थाओं को खरीद से अधिक बिक्री करने की अनुमति दी है, वहीं उसके अधिकार क्षेत्र से बाहर की संस्थाएं जैसे कि म्यूचुअल फंड अपने संबंधित विनियामकों द्वारा प्रतिबंधित हैं। बैंकों के बीच भी, कुछ व्यापारिक कार्यनीति के रूप में खरीद से कम बिक्री करने की स्थिति पर बने रहना पसंद करते हैं। इस प्रकार, चलनिधि मंदी के बाजारों में और अनिश्चितता के समय सूख जाती है, जिसमें प्रतिभागी मूल्यों को लेकर अपनी राय देने के लिए अनिच्छुक या असमर्थ हैं।

पिछले कुछ वर्षों में आईआरडी बाजार सेगमेंट विकसित हुए हैं। हालांकि, एकमात्र प्रमुख तरल उत्पाद मुंबई अंतर-बैंक प्रस्तावित दर (एमआईबीओआर) आधारित ओआईएस है (सारणी 5)। आईआरडी बाजारों में भागीदारी विदेशी बैंकों, निजी क्षेत्र के बैंकों और पीडी तक भी सीमित है, जो संयुक्त रूप से अधिकांश ट्रेडिंग मात्राओं का कारण है। बैंकों, बीमा कंपनियों और पेंशन फंडों में सरकारी प्रतिभूतियों की महत्वपूर्ण मात्रा होती है, लेकिन बीमा कंपनियों और पेंशन फंडों को बाजार में अपने निवेश को चिह्नित करने की आवश्यकता नहीं होती है और बैंकों को अपनी सरकारी प्रतिभूतियों के बड़े हिस्से को 'परिपक्वता तक धारित' (एचटीएम) श्रेणी में रखने की अनुमति होती है, ऐसे प्रतिभागियों को हेज करने के लिए प्रोत्साहित नहीं किया जाता है। इसके अतिरिक्त, हेज को लेकर असममित लेखांकन व्यवहार के निदेशों - मार्क-टू-मार्केट मूल्यहासों को हिसाब में लिया जाना है, लेकिन नकदी स्थितियों के मामले में मूल्यवृद्धियों को नज़रअंदाज

आईआरएस व्यापारों की ट्रेडेड मात्रा

(₹ बिलियन में)

वर्ष	माइबोर	माइफॉर	आईएनबीएमके
2013-14	22.967	798	4
2014-15	20.292	1.198	3
2015-16	21.329	993	3
2016-17	19.235	1.254	-
2017-18	33.808	1.112	-
2018-19	58.617	1.709	-
2019-20	39.181	2.886	-
2020-21 (अग-20 तक)	6.745	668	-

किया जाता है, जबकि मूल्यवृद्धि और मूल्यहास दोनों को डेरिवेटिव स्थितियों¹¹ के मामले में हिसाब में लिया जाना है - जो बैंकों के हेजिंग से बचने के कारणों में से एक है।

V. भावी राह

2020-21 में, प्राथमिक बाजार निर्गम कार्यनीति को दुरुस्त किया गया ताकि प्रतिभूतियों को छह 'प्रमुख' परिपक्वता-कालों, अर्थात्, 2-वर्ष, 5-वर्ष, 10-वर्ष, 14-वर्ष, 30-वर्ष और 40-वर्ष में जारी किया जा सके जिसमें प्रत्येक प्रतिभूति को एक पखवाड़े में जारी/पुनःजारी किया जा रहा है। यह कार्यनीति द्वितीयक बाजार में ट्रेडिंग के लिए पर्याप्त सहूलियत के शुरुआती निर्माण में मदद करेगी और प्रतिभूति के निर्गमों के सटीक परिपक्वता-काल के बारे में विश्वास दिलाएगी।

विश्व स्तर पर, अतरल प्रतिभूतियों का आम तौर पर द्विपक्षीय रूप से कारोबार किया जाता है। रिजर्व बैंक ने हाल ही में एनडीएस-ओएम पर रिक्वेस्ट फॉर क्वोट (आरएफक्यू) विधि से लेनदेन करने को प्राधिकृत किया है ताकि प्रतिभागियों को बहुविध प्रतिपक्षों से एक साथ और प्रत्यक्ष क्वोट प्राप्त करने के लिए समर्पित इन्फ्रास्ट्रक्चर प्रदान किया जा सके।

अनिवासियों के लिए निवेश व्यवस्था विकसित हो रही है ताकि सुविचारित समष्टि-विवेकपूर्ण नियंत्रण के भीतर एफपीआई निवेश को सुविधाजनक बनाया जा सके, वहीं अनिवासियों द्वारा भारतीय गिल्ट का लाभ उठाया जाने के लिए और प्रयास की आवश्यकता है। अंतर्राष्ट्रीय केंद्रीय प्रतिभूति डिपॉजिटरी (आईसीएसडी) के माध्यम से सरकारी प्रतिभूतियों का अंतर्राष्ट्रीय निपटान उन अनिवासियों को सक्षम कर सकता है जो सरकारी प्रतिभूतियों में निवेश करने की इच्छा रखते हैं, लेकिन इस उद्देश्य के लिए घरेलू पंजीकरण करने के इच्छुक नहीं हैं। हाल के विनियामक परिवर्तन, जो अनिवासियों के लिए घरेलू हेजिंग बाजारों तक पहुंच को आसान बनाने में मदद करते हैं, इस प्रयास को और बढ़ा सकते हैं। इसी प्रकार, एनडीएस-ओएम - जो

¹¹ लेखांकन व्यवहार तब लागू होता है जब हेज प्रभावशीलता स्थापित नहीं होती है। किसी हेज को 'प्रभावी' माना जाता है अगर शुरुआत में और हेज की अवधि के दौरान हेजिंग के समय अंकित बाजार मूल्य के संदर्भ में हेज की गई वस्तुओं के मार्क-टू-मार्केट मूल्य में परिवर्तनों को हेजिंग इंस्ट्रूमेंट के अंकित बाजार मूल्य में बदलावों के जरिए 'लगभग पूरी तरह से बराबर' कर दिया जाता है और वास्तविक परिणाम 80 प्रतिशत से 125 प्रतिशत के दायरे में हैं।

एनडीएस-ओएम को एक्सचेंजों के साथ लिंक करने के लिए 'एनडीएस-ओएम-एक्सचेंज कनेक्ट' है - तक सीधी पहुंच को सक्षम करने के लिए तैयार किए गए प्रौद्योगिकी-संचालित समाधानों के माध्यम से खुदरा निवेशक आधार का विस्तार करने के प्रयास जारी हैं। गिल्ट एक्सचेंज ट्रेडेड फंड (ईटीएफ) शुरू करने को लेकर सरकार के साथ काम चल रहा है। एक समाशोधन सदस्य संरचना विकसित की गई है, जो पंजीकृत दलालों/ निक्षेपागार प्रतिभागियों को अप्रत्यक्ष सदस्य बनकर और एनडीएस-ओएम के समाशोधन सदस्यों के जरिए ट्रेडिंग करके एनडीएस-ओएम में भाग लेने में सक्षम बनाएगी।

वर्तमान में, प्रतिभागियों को तीन महीने तक खरीद से अधिक बिक्री की स्थिति बनाए रखने की अनुमति है। यह अधिक समय-सीमा तक या ब्याज दर चक्र में ब्याज दर विचारों की अभिव्यक्ति को रोकता है। संबंधित विनियामक मानदंडों को कम करने के साथ ही खरीद से अधिक बिक्री के लिए समय-सीमा को बढ़ाने से बाजारों में चलनिधि को विकसित करने में मदद मिल सकती है, खासकर मंदी की स्थिति में।

'विशेष रेपो'¹² हेतु बाजार वर्तमान में प्रतिभूतियों की उधारी की सुविधा प्रदान करता है। बीमा कंपनियों और म्यूचुअल फंड जैसे निवेशकों, जो सरकारी प्रतिभूतियों की बड़ी मात्रा रखते हैं, पर रेपो बाजार के माध्यम से प्रतिभूतियां उधार देने के संदर्भ में विनियामक सीमाएं हैं। व्यापक भागीदारी को सक्षम करने के लिए एक अलग सिक्युरिटीज लेंडिंग एंड बॉरोइंग मेकेनिज्म (एसएलबीएम) द्वितीयक बाजार चलनिधि को बढ़ा सकता है।

डिलीवरेबल बॉन्ड फॉरवर्ड दीर्घावधि ब्याज दर और गैर-बैंकिंग वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी) समेत बीमा कंपनियों, भविष्य निधि और कॉर्पोरेट्स जैसे बाजार सहभागियों द्वारा पुनर्निवेश जोखिम की हेजिंग की सुविधा प्रदान कर सकता है। बॉन्ड फॉरवर्ड, ओआईएस स्वैप की तुलना में बड़े संस्थागत प्रतिभागियों के लिए एक पूर्ण हेज समाधान प्रदान कर सकता है,

जो अनिवार्य रूप से अनिधिक लागतों को हेज करता है। विश्व स्तर पर, दीर्घावधि देनदारियों की हेजिंग के लिए बॉन्ड फॉरवर्ड का उपयोग असामान्य नहीं है।

आगे चलकर, सरकारी प्रतिफल वक्र के संबंध में भिन्न-भिन्न परिपक्वता-कालों में चलनिधि को बढ़ाना, निवेशक आधार में विस्तार और डेरिवेटिव बाजार को विकसित करना ध्यान देने योग्य क्षेत्र हो सकते हैं। यह सरकारी प्रतिभूतियों के लिए मिश्रित रूप से निर्मित बाजार परिवेश में वृद्धि करेगा और बढ़ती अर्थव्यवस्था के हितों को आगे बढ़ाने और उसमें मदद पहुंचाने के लिए बाजारों के लिए एक उत्प्रेरक के रूप में कार्य करेगा जो वैश्विक अर्थव्यवस्था के साथ तेजी से एकीकृत होता जा रहा है।

संदर्भ

Bank for International Settlements. Committee on the Global Financial System (CGFS) Paper No. 62. (1999, January). *Establishing viable capital markets*.

Bank for International Settlements. CGFS. (1999, October). *How should we design deep and liquid markets? The case of government securities*.

IMF and World Bank. (2001, July). *Developing Government Bond Markets – A Handbook*.

Masahiro Kawai. (2019, January). Economic Research Institute for Northeast Asia Discussion Paper No. 1901e. *Asian Bond Market Development*.

Robert I. Gerber. (1997). Managing Fixed Income Portfolios. In Frank J. Fabozzi (Eds.), *A User's Guide to Buy-Side Bond Trading (Chapter 16, p. 278)*. New Hope, PA: Frank J. Fabozzi.

Sahana Rajaram & Payal Ghose. (2019, December). CCIL Monthly newsletter. *Indian Sovereign Bond Market - An update*.

¹² विशेष रेपो के मामले में, उधारकर्ता और ऋणदाता दोनों विशिष्ट प्रतिभूति से अवगत होते हैं, जिसके विरुद्ध रेपो सौदा समाप्त करने की मांग की जाती है। एक विशेष रेपो सेगमेंट के अलावा, सीआरओएमएस प्लेटफॉर्म में एक सामान्य संपार्श्विक रेपो सेगमेंट होता है जिसे बार्केट रेपो कहा जाता है।