



您的位置：首页 - 文章选登

开放式回购：风险与收益并存(孟庆辉、徐英；2004年2月24日)

文章作者：孟庆辉 徐英

近年来，我国债券市场得到了长足发展，尤其是银行间债券市场发展很快，但二级市场却相对落后，流动性过低，为此，财政部和中国人民银行于年初相继提出要加大二级市场的改革步伐，推出开放式回购、远期交易等操作简单、风险相对较易控制的交易方式，开放式回购一时成为市场讨论的热点。

开放式回购是相对于封闭式回购而言的，它是指资金融入方先将持有的债券卖给资金的融出方，并约定在未来的某一交易日以协议价格赎回债券的行为。在开放式回购的存续期内，资金融出方享有债券的所有权。开放式回购的最大特点是不需要抵押冻结债券，资金融出方只要保证回购期满能够归还债券，就可以在回购期内对其自由处置，进行再回购或抓住市场行情进行买卖以获得投资收益。这种交易方式解冻了现行封闭式回购中处于质押状态的现券，同时通过逆回购后可立即卖出现券的方式引入了规范的做空机制。开放式回购作为一种交易方式的创新必将对我国债券市场的发展产生重大影响：

促进债券市场的进一步活跃。开放式回购将大量质押债券释放出来使其恢复流通，扩大了流通债券的数量，有助于市场交投的活跃。

引进新的赢利模式。在预期利率上升，债券价格下降的行市中，交易者可通过开放式逆回购的形式在期初拆出资金融入现券，随即将其卖出，等市场下跌直至到期日时，再按市价买回债券然后返还债券并取得本金。这种高卖低买形成的价差收入即构成卖空交易的盈利。它改变了目前银行间市场只有债券价格上涨才能赚钱的单边赢利模式。

有利于形成更为高级的价格发现机制。封闭式回购减少了市场中可供交易的现券量，变相放大了买多的力量，加大了供求矛盾，形成单边助涨效应，尤其是交易者可以通过循环正回购放大资金规模进行套利买多，这种资金杠杆效应使国债的强势价格进一步扭曲推升。开放式回购引入了做空机制，将放大卖空的压力，对市场产生助跌功能，可在一定程度上抑制债券市场收益率的进一步降低，进而降低债市利率风险，促进债市的理性回归。

正如任何事物都有正反两个方面一样，开放式回购既为我国债券市场带来前所未有的发展机遇又增加了交易主体的风险。我们只有客观准确地认识这种风险并努力寻求一种合理的规避手段，才能最大限度地获取这种新型交易方式的利益，避免债市的剧烈波动。

开放式回购在一定程度上为做空提供了可能，尤其是在我国目前债券市场流动性相对较低的环境中，若资金融出方在取得债券所有权后将其卖出，则难以避免回购期满无法交割的空头风险。为控制这种违约风险，可以进行账户监控，对违约的统计通过系统自动记录，并定期通报违约机构和违约次数，对违约超过一定次数的机构实施一定的惩罚，强化市场的监管力度。其次可以实施盯市保证制度。对于信用等级较低的卖家或该债券流动性较低时，设立“保证金”条款，比例由双方自主协商。第三进行回购仓量的限制。由各家机构根据交易对手的资信状况设定不同的回购限额，并对单一券种的敞口头寸规模进行限制，这样可以有效地控制对手的违约风险和个别市场成员操纵单一券种而产生的风险。

开放式回购的推出对我国债市影响深远，利益毋庸置疑，风险也客观存在，我们可以对回购本身进行更精心的设计并完备相关配套措施（如远期交易），从而以最小的成本换取它的最大收益。

文章出处：《中国经济时报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所