



您的位置：首页 - 文章选登

交易所国债买断式回购面临五大风险(李建功；12月17日)

文章作者：李建功

继银行间买断式回购推出半年后，交易所国债买断式回购日前亦在上海证券交易所正式亮相。然而，作为债券市场上一种新型的交易方式，交易所国债买断式回购在制度设计上还有很多不成熟的地方，具有一定的风险性。

第一，交易所国债买断式回购面临着交易不活跃带来的流动性风险。

首先，由于买断式回购在我国债券市场上尚属创新品种，国内投资者对其了解还不够充分，而买断式回购在操作上要求投资者具备专业的投资知识与技能，因此让广大投资者熟悉并运用这种交易方式还需要一段时间，这对其交易的活跃程度将会产生一定的影响。

其次，银行间买断式回购交易的冷清为交易所国债买断式回购敲响了警钟。尽管银行间与交易所买断式回购有许多不同的地方，但二者在本质上是相同的，而且银行间市场相对于交易所来讲交易方式更加灵活。因为银行间交易对于券种的选择、交易的价格以及交易的和约都是可以商谈的，而交易所交易则是标准化的，在券种的选择和交割时间都有明确的规定，又有严格的履约担保。此外，目前交易所能够用于买断式回购的国债品种只有一种，而银行间买断式回购规定在银行间交易的所有债券都能用于买断式回购。这样，交易方式更加灵活，交易品种更加丰富的银行间买断式回购尚且出现交易不活跃的情况，交易所国债买断式回购也难保不出现这种现象。

第二，交易所国债买断式回购面临“做空”风险。买断式回购在债券市场上引入了“做空”机制，为融券方提供了规避风险的手段，但这是建立在对国债价格变动正确预期的基础上的。如果预期准确，则能在国债价格下跌的时候规避风险，赚取收益；但是如果预期错误，国债的价格不降反

升，那将使融券方蒙受损失。如果价格变动幅度过大的话，还有可能导致融券方亏损额较大而造成对融资方的违约风险。在买断式回购下，由于“卖空”可以进行循环操作，融券方“卖空”标的国债后，可以继续进行回购。在一个由多方参与的循环买断式回购交易中，一方违约，将导致多方蒙受损失。

第三，交易所国债买断式回购面临着履约金制度缺陷带来的风险。履约金比例的确定是一个两难问题：如果设计的比例过低，那违约风险会相应加大；如果设计比例过高，则因为交易成本太高而降低投资者的积极性，使买断式回购面临着交易不活跃的风险。

第四，交易所国债买断式回购面临着非担保交收制度风险。交易所国债买断式回购清算细则规定，国债买断式回购交易按照“一次成交、两次清算”原则进行，二次清算采用逐笔不担保交收方式完成，另行开立独立的专用结算备付金账户完成不担保交收业务。这意味着交易双方在二次清算中将直接以对方为交易对手，如果对方不能够支付资金，那么中国证券登记结算公司并不会代为支付。

一直以来，中国证券登记结算公司提供中央担保交收是交易所市场结算制度中最核心、有别于银行间债券市场的重要一环，在担保交收制度下，交易双方在结算过程中实际上是以结算公司为对手方进行结算交割。相对而言，中国证券登记结算公司的信用是比较可靠的，从而使交易双方对债券和资金交割都比较放心。而在不担保交收制度下，交易双方直接以对方为交易对手，由于交易所债市将来要以集合竞价为主要交易方式，在此种交易方式下参与者甚至不知道实际交易对手的身份，更加不了解对手的信用情况，这就使交易双方的资金和债券难以有安全的保证。

第五，交易所国债买断式回购面临着“不履约”申报制度风险。《国债买断式回购交易实施细则》第十八条规定“在到期日闭市前，融资方和融券方均可就该日到期回购进行不履约申报，即主动申报不履行购回或卖出的义务，投资者申报不履约指令后，按违约处理”。

根据此种设计方案，在标的国债价格变化幅度较大的情况下，投资者可以根据《实施细则》在到期日申报“无法履约”来单方终止合同的履行，而不管交易对方是否同意接受。这实际上意味着，只要支付给对方一定的违约金，就可以终止违约方的履约义务和守约方的索偿权利。如果违约金不足以弥补价差损失的情况下，参与者有时可以利用故意违约而获取收益，相应损失却由守约方承担。这种“有限责任”的制度安排很容易产生变相鼓励违约的不良后果。

此外，交易所国债买断式回购还面临着定价风险。任何一种新的金融工具的推出，都面临着如何进行定价的问题。对于交易所买断式回购这种在中国刚刚起步的交易方式来讲也不例外，如何科学合理地进行定价，是急需解决的问题。原有的债券定价模式与结构对这种交易方式将不再适用，需要新的定价方法。但由于买断式回购刚刚推出，广大投资者对其机理还不了解，对其如何定价以及价格是否公正自然也就不得而知，这样价格就易被某些机构所操纵，使广大投资者蒙受损失。

文章出处：《国际金融报》

[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