

开放式回购条件下债券市场交易模式探讨

张梅琳, 陈明章

(上海大学 国际工商管理学院, 上海 201800)

摘要:开放式回购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交易。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,同时通过逆回购后以立即卖出现券的方式来引入规范的做空机制。种种迹象表明,开放式回购的推出已进入后期阶段,这将改变我国目前只能做多不能做空的单边市场交易模式,对我国债券市场乃至金融的深化改革必将产生深远的影响。

关键词:开放式回购;债券市场;交易模式

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)05-0046-11

我国债券市场长期以来存在着交易手段单一的问题,即只能进行现货交易和封闭式回购,没有相应的衍生产品,制约了投资者的操作余地,也缺乏避险工具。为了解决这一问题,早在10年前,沪深交易所曾开设过国债期货交易,对当时的国债市场发展发挥了一定的作用。但是由于没有化解风险的机制,以至于当时的国债期货交易发生重大问题,最终被迫取消。目前,虽然市场环境和当时已经有了很大的不同,但是如何化解类似国债期货交易中的风险仍然没有得到根本的解决,国债期货交易也就无法恢复。换言之,债券市场交易单一的问题,想通过国债期货交易来缓解,显然市场条件还不成熟。那么,能否寻找到其他途径呢?2003年以来,管理层正在设计的开放式回购方案,以期能解决这个问题。开放式回购对市场最本质的影响就是给市场参与者提供了一个融券做空的机制,也就增强了债市的流动性,这将对整个债券市场的操作模式产生深远的影响。因此,研究开放式回购的交易模式就显得很有必要。

一、目前我国债券市场基本构成

要分析开放式回购的交易模式,首先必须了解我国目前债券市场的构成,

收稿日期:2004-01-20

作者简介:张梅琳(1952—),女,江苏江阴人,上海大学国际工商与管理学院教授,硕士生导师;

陈明章(1973—),男,福建尤溪人,上海大学国际工商与管理学院硕士生。

因为它是未来开放式回购交易的基础。目前,我国债券市场已经形成了银行间债券市场、交易所市场和商业银行柜台市场并存、场外市场和场内市场分工的基本格局,其框架结构如图 1 所示。

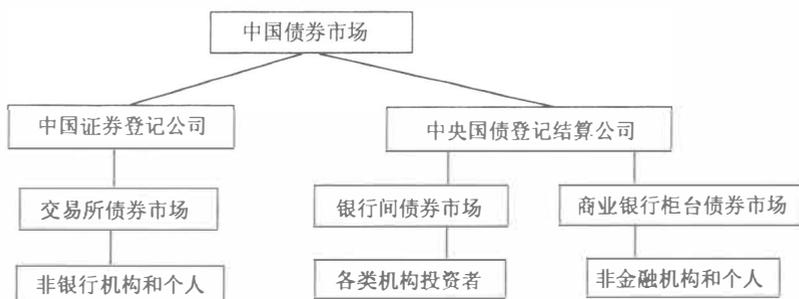


图 1 中国债券市场格局

银行间债券市场。银行间债券市场是机构投资者进行大宗批发交易的场外市场,大部分记账式国债和全部政策性银行债券均在银行间债券市场发行交易。场外交易的特点是以询价的方式进行,自主谈判,逐笔成交。银行间债券市场债券交易依托中央国债登记结算公司的债券簿记系统和同业拆借中心的债券交易系统进行,即通过全国银行间同业拆借中心的交易系统提供报价信息、办理债券交易,通过中央国债登记结算公司办理债券的登记托管和结算,广义的银行间债券市场包括商业银行柜台市场。截至 2002 年 12 月 31 日,在中央国债登记结算公司托管的债券为 25 525 亿元,其中国债 13 578 亿元,金融债 9 793 亿元,中央银行票据 1 486 亿元。

交易所债券市场。交易所市场是各类投资人包括机构和个人进行债券买卖的场所。交易所市场是场内市场,交易方式是集中竞价、撮合成交、投资人将买卖需求输入交易所的电子交易系统,由电子系统集中撮合完成交易。在债券交易所挂牌交易的券种为国债、企业债、可转换债。截至 2002 年 12 月 31 日,在交易所交易的债券约为 3 400 亿元,其中国债为 2 722 亿元,企业债券 600 亿元,可转换债券 72 亿元。

商业银行柜台市场。商业银行柜台市场由两部分组成,一部分是通过商业银行柜台发行凭证式国债,发行对象为个人和企业;另一部分通过商业银行柜台发行、交易记账式国债。商业银行柜台记账式国债交易,是商业银行通过其营业网点、按照其挂出的债券买入价和卖出价,进行债券买卖,并为投资人办理债券的托管和结算。国债柜台交易自 2002 年 6 月份开办以来,目前已有包括 2002 年记账式(六期)国债(简称 02 国债 06,代码 020006)、020015、030001 和 030007 在内的 4 期柜台交易国债。同时,开办国债柜台交易的省份也由原来的北京、上海等地扩大到江苏、浙江、福建、广东等地。国债柜台交易新券种的增加和交易地区的拓展,标志着国债柜台市场进入了品种和规模

双向扩容的阶段,发展速度将大幅提升。

通过对以上中国债券市场构成的分析,我们可以发现三个市场在交易主体、交易品种和交易制度等方面都存在重大差异,这种差异直接导致中国债券市场目前的分割、分裂状态。而银行间市场和交易所市场在波动性、流动性及托管体制方面的差异是产生跨市场套利机会的根源和基础。由于可用金融工具的匮乏,目前中国债券市场的套利机会主要是基于中国债券市场的结构差异而产生的跨市场套利。

但机会总是在制度的裂变中产生,如果说市场间的分割、分裂状态是产生套利机会的根源和基础,那么管理部门反方向的政策措施则提供了市场套利的现实可行性。为了整合债券市场的市场资源,提高市场效率,建立统一、互联的证券交易登记结算体系,监管部门从2002年开始大力推进三个市场的融合,包括发行跨市场债券、通过代理结算制度让非金融机构进入银行间市场以及不久后将推出的开放式回购和远期交易等措施。这些措施使原本可望而不可及的套利机会变得具有可操作性,由此,我们的重点就放在分析如何利用开放式回购进行市场套利。

二、开放式回购下的基本交易模式分析

所谓开放式回购和买断式回购分别是指由财政部和中国人民银行主导进行规则制定的新回购业务,其中开放式回购适用于交易所市场,而买断式回购适用于银行间市场。关于该新回购业务的定义,目前主要有两种:第一种定义为两种买断的方式,第二种定义为融资方式。目前的《国债开放式回购业务管理办法》(征求意见稿)将开放式回购定义为一次即期现券买卖加一次远期交易;而《债券买断式回购业务管理规定》(征求意见稿)则将开放式回购明确定义为融资行为。由于所应用市场环境的不同,财政部与央行在具体业务规定上存在着差异。限于篇幅,对这些差异在此不展开讨论,而将这种新回购业务统称为开放式回购。

封闭式回购是指交易双方进行的以债券为权利质押的一种短期资金融通业务,指资金融入方(正回购方)在将债券出质给资金融出方(逆回购方)融入资金的同时,双方约定在将来某一日期由正回购方按约定回购利率计算的金额向逆回购方返还资金,逆回购方向正回购方返还质押债券的融资行为。封闭式回购的资金通常有债券做质押,质押债券不发生所有权的转移,交易双方资金及债务资产的安全性高,同时操作简单方便,期限选择灵活(一年内任意时间),目前仍是银行间债券市场的主要品种之一。封闭式回购由于可以确保回购到期时质押券的购回,因此在债券市场开办初期对于控制结算风险具有一定积极意义,同时也牺牲了该券在质押期内的流动性,也就是说做一笔多大数量的债券回购,就有至少同数量的债券处于冻结状态,使得可供交易的现

券存量进一步减少，进而限制了债券的交易。

目前我国债市通行的是封闭式回购：在银行间债券市场，交易过程中质押的国债被登记结算机构冻结；交易所债市将质押国债折成标准券管理，拆入资金的会员的债券头寸必须抵得上到期偿付资金的余额。协议期内，债券所有权不发生变化。在这种交易制度下，大批质押债券在协议期无法流通，尽管近两年我国债券发行呈加速度，但仍远远赶不上回购交易成倍增长的速度。同时投资者为了获利，往往通过正回购不断地融进资金对现券进行杠杆交易。目前，银行间市场每月债券封闭式回购余额在2 800~3 000亿元左右，同时，中国人民银行用于正回购的债券也在3 000亿元左右，以当前债券发行总额3万亿元左右为基准，20%的债券因回购质押而不能流动，所以说，封闭式回购减少了债市中可供交易的现券量，加剧供求矛盾，变相放大了买多的力量，间接推动单边助涨的效应，增大了市场利率风险，并使现券价格严重扭曲。

而开放式回购不需要冻结质押债券，逆回购方在取得正回购方转移过来的债券后，便可做现券买卖。很明显，封闭式回购和开放式回购的最大差别在于回购期间对质押债券的处理方式不同。在封闭式回购中，债券并不从正回购方账户转到逆回购方，而是在正回购方账户内被冻结，在回购期间双方均不得动用质押债券；在开放式回购中，债券从正回购方账户转到逆回购方账户，在回购期间逆回购方可以利用这些债券进行回购融入资金或卖出该笔债券，只要在到期日有券可以归还正回购方即可。开放式回购的推出，使回购期间质押的债券仍可以在二级市场自由流通进行回购和买卖，增加了整个债券市场交易的活跃性，更有利于促进债券品种定价的准确性。

由于开放式回购的逆回购方可以将债券在回购期限内自由支配，因此，逆回购方可以有三种选择：一是抛出抵押债券，在回购期末购回完成交割；二是用抵押的债券再进行正回购融资，期末反向操作完成交割；三是继续持有债券。可见在开放式回购下投资者可构建的交易模式，不仅可以继续进行多头效益放大模式、回购利率跨市套利模式等大家熟悉的操作，而且可以派生出空头效益放大模式、套期保值模式、债券组合套利模式、回购利率组合套利模式等众多新的交易模式。下面分别对这些模式如何盈利做一深入分析。

1. 空头效益放大盈利模式

这是大家熟悉的封闭式回购下正回购所实现的多头效益放大模式的反向操作，是在开放式回购条件下衍生出来的一种盈利模式，也就是说其操作方法和过程与多头效益放大模式相同只是方向相反。该模式利用了开放式逆回购融入的债券可立即抛出的特点，通过不断循环进行逆回购→抛出债券→再进行逆回购的操作，实现空头效益的放大。该模式由于不必占用投资者大量资金，而且由于放大效益明显，可以实现更高的价差收益，所以适合中小机构投资者在确认后市债券现货价格将下跌的情况使用。但由于该模式的开放式逆

回购放大操作模式与目前大家熟悉的封闭式正回购放大操作模式不同,其在操作过程中不存在最大放大倍数的问题。因此,如果投资者对债券走势判断错误的话,其损失也是无限放大的。

具体的操作过程是,如果投资者确定债券价格在期限 T 内将出现下跌,其首先通过开放式逆回购融入债券,然后卖出该笔融入的债券,随后再用出售所得资金继续逆回购融入债券再抛出,如此反复操作,回购期结束时再购回债券逐笔交割。采用这种操作方法投资者使用有限的资金达到了做空效益放大的目的。设该投资者的资金量为 S,逆回购的利率为 R,卖出时债券的价格为 P_0 ,共进行了 N 次逆回购,回购期结束时购回债券的价格为 P_1 ,如果该种债券的最终走势与该投资者预期相同,那么该投资者的收益为:

$$\text{空头效益放大模式投资者的收入} = N \times [(S \times R \times T / 365) + (P_0 - P_1)]$$

2. 套期保值盈利模式

该模式是利用套期保值的基本原理,在债券市场价格受不确定因素影响、变动方向无法确定的情况下,利用开放式逆回购后债券可立即抛出的特征,在继续持有债券现券的情况下,进行开放式逆回购,将融入的债券与现券进行对冲交易,实现套期保值。以锁定收益、规避债券现货市场不确定因素所造成的风险。该模式比较适合需要长期持有债券,并且对风险因素要求较高的机构投资者。

具体操作过程是,如果投资者认为其持有的债券在某个时间内(例如 3 个月),市场价格走势将受不确定因素影响而无法预测,但该投资者也不愿意即刻卖出该债券,于是投资者为锁定该期限内债券收益并规避债券价格波动的损失,可以用现金 S 做一次开放式逆回购,融入与原持有债券数量、品种相同的债券并立即抛出,逆回购期末购回该债券完成交割。这样在 3 个月后该债券的价格 P_1 无论是大于或者小于抛出时的价格 P_0 ,因为原来持有的债券赚赔与期末购回的债券赚赔相抵,所以投资者实现了套期保值的目的,并实现 $S \times R \times 90 / 365$ 的收益。

3. 债券组合套利盈利模式

该模式利用预期利率上升可能造成的不同债券的走势分化,通过开放式回购和封闭式回购的融资融券功能对不同类型债券进行套利操作,以获得盈利的一种组合套利方法。这种盈利模式特别适合手中既持有大量不同期限、类型的债券,同时又持有大量现金的大型机构投资者。

具体操作过程是,在市场预计未来一段时间内(例如 3 个月)市场利率将上升,那么投资者认为不同品种债券走势将出现分化,即浮动利率债券价格将跟随利率上升而上涨,而长期债券价格将出现下跌的情况下,首先用现金在回购市场上对长期债券做一笔 3 个月的开放式逆回购,获得了长期债券后马上抛出,然后用所得资金购入浮动利率债券,再用浮动利率债券进行一笔 3 个月

的封闭式正回购，收回现金。3个月回购期末，该投资者首先购入长期债券以完成开放式回购的到期交割，再用回收的资金对封闭式回购的浮动利率债券做到期交割，最后把回收的浮动利率债券在市场上抛出，完成整个操作过程。投资者通过这一系列操作以很低的资金成本获得了长期债券下跌的价差收入和浮动利率债券的溢价收入。对于大型机构投资者，由于其资金充足而且其进行买卖时会对浮动利率债券和长期债券的市场价格产生影响，因此，机构投资者在进行该组合套利操作的同时还可以在买卖现券时进行套期保值操作，以锁定收益并规避价格波动风险。

债券组合套利投资者收入 = 债券数量 \times (P₀ 长期债 - P_t 长期债) + 债券数量 \times (P₀ 浮动债 - P_t 浮动债)

4. 回购利率组合套利模式

该模式是在开放式回购推出后，利用市场短期资金头寸出现紧张，而发生的短、长期回购成本倒置，以及一段时间内同一期限回购出现违反一价性原则或者回购的利率高于债券的本期收益率的情况下，通过短、长期回购品种的不同组合以及开放式逆回购，利用持有的债券现券进行组合套利的操作模式。该模式比较适合于实力强、研究能力高的机构投资者。由于该模式是利用利率违反一价性原则后的价差实现套利，所以使用该模式的投资者要有丰富的货币市场知识，能正确推断短、中、长期的市场利率走势，并严格按同时性和等额性原则操作。

具体操作过程是，投资者预计市场短期头寸紧张短期回购利率将上升，而中、长期回购利率却会由于资金充裕而下跌，并且目前中、长期回购利率高于债券现券的本期收益率。那么投资者首先用持有的债券进行短期（期限为其判断的短期利率将上升的时间）正回购融入资金，利率为 R₀ 短期。然后用该资金做一次中、长期的开放式逆回购融入债券，利率为 R₀₁ 长期，在短期正回购期末用该融入的债券做与中、长期开放式逆回购相同期限的封闭式正回购融入资金，利率为 R₀₁ 长期，用该资金归还短期正回购融入的资金，利率为 R_t 短期。在中、长期回购期末进行方向相反的第二次操作进行交割。投资者通过价格差异实现了套利。

回购利率组合套利投资者收益 = (R_t 短期 - R₀ 短期) + (R₀₁ 长期 - R₀₁ 长期) + (R_t 债券 - R₀ 债券)。可以预见，随着开放式回购的推出，必将促进二级市场的交易量，改变目前债券市场只能做多才能盈利的模式，对债券的定价也将产生直接影响，特别是对于长期债券，由于增加了做空方式，其价格将向更合理的价格回归。随着投资者对开放式回购的进一步研究，回购将会出现更多的衍生套利模式。

5. 开放式回购组合套利模式

投资者通过买入现券构成一个相对长期的国债多头部位，同时可以远期

卖出同品种债券构成一个远期的国债空头部位。并行实施上述操作的净风险头寸是：一个长期多头部位局部抵消一个远期空头部位，其净结果构成一个相对短期的国债多头部位——恰好与回购交易过程中逆回购方短期持有国债的多头地位完全相等。这就意味着实际上我们可以通过现券买入和远期卖出（再加上一点到期日匹配的技巧）的组合交易构造出与逆回购完全同质的复合风险头寸，一旦该复合头寸的定价与逆回购交易定价发生偏离，就存在确定的无风险套利交易机会。举例来说，当根据同一品种债券的远期卖价和现券买价计算取得的持有该券的短期利率高于该券的同期回购利率时，可以买入现券并立即远期卖出，以锁定较高的持券收益；同时再将买入的现券立即进行同期正回购交易，则可锁定较低的融资成本并抵补现券买入时的资金流出。在以上3笔净现金流投入为零的交易中将产生正的现金回报（因为存在差价缘故），由此完成收益率为无限（因为成本为零的缘故）的无风险套利交易。若差价方向相反，则交易方向也刚好相反。

三、开放式回购下的跨市场交易形式

在开放式回购下，跨市场套利不仅可以实现真正的无风险套利，规避目前市场环境下套利的主要风险即持券风险，而且还可以放大资金规模实现无风险套利。其主要形式可以有以下几种：

1. 利用开放式回购规避持券风险的跨市场套利

迄今为止，由于我国禁止实行买空卖空操作，投资者必须在手中拥有债券后才允许在一个市场报单卖出。同时，由于我国交易所债券交易实行T+1日交割方式，因而在交易所买入的国债在交易日当日不能转托至银行间债券市场。因此，要实现套利交易，投资者必须在两个市场同时储备有一定数量的国债，这部分的债券多头部位就构成持券风险，而且没有其他方式可以规避这个风险。

而在开放式回购下可以利用开放式逆回购融入现券融出资金，在锁定年度基本收益的情况下（目前1年期回购利率约为2.71%），还可以利用质押的债券进行跨市场套利。在套利机会出现时，只要每个交易日在不同市场做方向相反的对冲操作，同时保持现券持有量不变，则持券风险可以完全规避。在开放式回购下收益率由两部分构成：1年期回购利率+年度套利收益率。

2. 利用开放式回购实现跨市场短期资金放大套利

利用开放式逆回购的融券特征可以实现跨市场的短期资金放大套利，假设某券H在A债券市场和B债券市场有足够的套利空间，其价差为 $P_1 - P_2$ （ P_1 为券H在A市场的价格； P_2 为券H在B市场的价格）。操作方式是首先在资金市场拆入短期资金（如7天），资金成本为 R_1 ，数量为Q，然后在A市场做一开放式回购融出资金融入债券H（回购利率收益为 R_2 ），同时在A市场

卖出债券 H, 在 B 市场买入等量的债券 H, 最后将在 B 市场买入的债券 H 转托管到 A 市场, 并在开放式回购到期日将债券 H 返还给开放式回购的正回购方, 收回回购资金并在同一日返还给资金拆出方(交易结构如图 2 所示)。

套利收益约为: $Q(R_2 - R_1) + Q(P_1 - P_2)/P_1$ 。资金拆借和回购的期限取决于将债券从 B 市场转托管到 A 市场的时间。

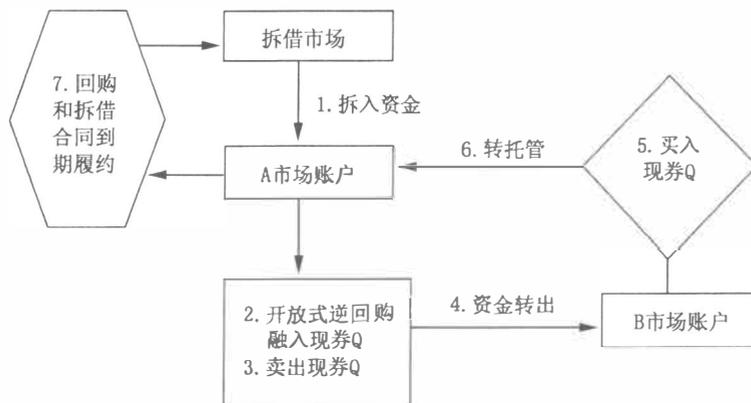


图 2 交易结构图

3. 跨市场套利的组合模式

开放式回购可以规避持券风险, 可以实现跨市场短期资金放大套利, 再结合现有的跨市场套利模式, 实际上我们已经可以构造一个跨市场无风险套利的模式。

四、开放式回购对我国债券市场的影响分析

每一项政策的推出总是有利有弊, 有其积极因素, 也有其相应的风险。开放式回购的推出不管是从哪个方面来衡量都将对市场产生深远的影响, 这是因为, 从政策推出的这一时刻起, 市场将不再是以前那种只能做多不能做空的单边市。

首先, 当然是国债市场的进一步活跃。开放式回购将解冻大批的质押现券使其恢复流通, 因此保证了市场上可供交易的债券量, 增加了债券市场的流动性; 远期交易的套期保值功能也将进一步减低国债市场的总体风险, 从而吸引更多投资者的加入(不过在开放式回购中允许的循环逆回购将放大卖空压力并对市场将造成助跌动能, 正如目前封闭式回购中仅允许循环正回购而对市场产生的单边助涨效应)。更重要的是, 现券、回购、卖空、套期、裸期、掉期等等一系列令人眼花缭乱的固定收益品种博弈将在中国国债市场上全面立体地上演。随着利率市场化程度的逐渐提高以及机构投资者的不断增加, 这种博弈的精彩和激烈程度更可能以一日千里的速度变幻发展。

其次,开放式回购的推出,将在债券市场中引入短期做空机制,为投资者提供了规避利率风险、利用市场变化套利的手段。目前的债券市场和股票市场一样,只有价格上涨才能盈利,但对交易所市场中许多大型机构而言,不可能通过卖出所有债券来规避价格的风险,迫使投资者只能通过推高现券价格这一方式来盈利,这就使得我国债券市场资金推动型特征非常明显。引入开放式回购这种衍生交易方式,投资者可以更便利地运用资金,债券市场短期利率会更趋于合理,促使投资者逐步向价值投资型转变。

其三,通过不同期限的回购交易和远期交易可构造具有完满利率期限结构的国债组合系列产品,同时揭示出更为平滑和完整的无风险收益率曲线。正如我们已知道的,通过现券交易和不同期限远期交易的配对操作,可以构造出具有相应不同期限的国债组合产品。再进一步而言,由于每一个组合产品均等同于具有同等期限的国债回购交易头寸,由此可以对不同期限的国债回购利率进行定价,并以此作为无风险收益率的重要参照指标(一般运用上可将两者相互替代,尽管从严格意义上来讲国债回购利率只可视为同期无风险收益率的上限值)。如果将来能开设逐日的国债远期交易(当然,实际上这种可能性极小),就能对应构造出逐日定价的连续收益率曲线(上限边界)。更趋平滑完整的无风险收益率曲线即是金融市场短、中、长期资金供求关系的客观标准,也是成为一切已有金融产品和未来衍生产品进行合理定价和金融工程开发的基础准绳。

以上分析的是开放式回购对我国债券市场的积极影响。毫无疑问,既有收益也有风险。实际上开放式回购可以看作是一笔现券交易和一笔远期交易的组合,与债券远期交易具有相同的问题,即存在着交易对方违约的信用风险及其引发的连锁反应问题。此外,可能存在的逼空风险也是债券市场面临的新课题。因此,建立起有效的风险管理制度是使开放式回购交易成功推出和平稳运行所需要解决的首要问题。所以,我们认为开放式回购的风险控制措施,可以包括以下几方面的内容:

(1)持仓限额制度。包括对各机构投资者的回购余额进行限定,对每一机构投资者在单一券种的回购余额进行限定和对每一券种的最大回购余额进行限定等。通过实行持仓限额管理,可以避免少数资金实力雄厚的大机构操纵市场,防范逼空风险。

(2)保证金制度。通过建立集中托管的保证金制度,可以减少违约情况的发生。但除非实行类似于期货市场的逐日盯市和追加保证金制度,较大的市场价格波动仍然可能导致部分交易者违约。

(3)交割替代制度。在可供交割的债券不足的情况下,允许用其他券种进行到期结算,或允许进行现金结算,可以化解逼空的压力。但采用这种方法会使正回购方面面临较大的风险,因为回购到期时可能无法收回原来质押的债券。交

割替代可以作为市场异常情况下的一种应急措施,但不宜作为经常性的手段。

(4)参与者的内部风险控制。参与开放式回购的机构投资者需要具备较强的风险管理意识,建立完善的内部风险控制制度。可以采取的措施包括:在操作上,事前授权与事后监控结合;进行严格的授信管理,分散经营风险;在回购交易时选择发行量大、市场流动性好的债券,以预防逼空风险;在签订回购合同时规定详细的违约条款,明确违约责任和惩罚办法等等。

(5)结算风险的控制途径。在开放式回购和国债远期交易中,如果交易双方的资金、债券不能按约定的时间同步交付,则对先交付的一方便形成了两种风险:如果另一方一直不交付,则对先交付的一方形成信用风险;如果另一方延迟交付,则对先交付的一方形成流动性风险。防范结算风险的途径是由中国证券登记结算公司在开放式回购和国债远期交易的交割阶段安排“券款对付”的结算机制。

(6)设立 MARGIN 风险担保。在封闭式回购中,为了使资金融出方能牢牢控制风险,融入方即债券的卖方可以让质押出去的债券的价值比较多地高于对应的资金,即给予融出方较大的 MARGIN(边际担保),而不必过分担心对方在回购到期时不将债券再次返售给自己;而在开放式回购交易中, MARGIN 的损失风险或流动性风险是经常存在的。在开放式回购中逆回购方出于对自己权益的保护,首先要对具体券种进行质量评估,控制 MARGIN 的另一途径是维护回购市场价格的公允性。

五、一些启示与建议

金融在经济资源配置中起着主导作用,是国民经济发展中最重要、最敏感、也是最脆弱的“经脉”,随着 2006 年金融全面开放到期日的逼近,金融开放程度加速提高,需要一些创新金融产品,规避金融风险,维护金融安全,提高金融业的竞争力。债券的开放式回购为投资者提供了规避利率风险、利用市场化套利的手段,也是未来利率市场化条件下中央银行调控利率的基础(利率市场化是衡量金融开放程度、金融市场发展的重要标志,也是我国下一步金融改革的一项重要任务)。有鉴于它的影响,其今后的发展应着眼于我国金融和经济开放的需要。在实施方案推出之前,我们认为近期应做好以下三方面工作:

第一,设计标准融券合约和标准交易流程。标准融券合约设计可包括两个环节,即允许融券品种和风险控制规定。为开放式回购规范交易做准备。

第二,建立三级监管层:(1)交易监管。用建立保证金方式进行交易监管;(2)交易所监管。交易所对卖出定单实施严格的卖空检查,并计算每笔交易所需的初始保证金与维护保证金数额;(3)登记公司监管。会员公司必须在登记公司开立保证金账户,登记公司与会员公司实行保证金净额结算。

第三,逐步解决、完善技术问题。如实施标准融券交易后,交易系统就需要

改造,要实行实时跟踪,逐日结算,交易所应建立与此相适应的电脑监控系统等。

这些工作的开展将为开放式回购的顺利推出和发挥其对经济的正面影响,降低其对经济的负面影响创造条件、打好扎实基础。

参考文献:

- [1]成思危. 虚拟经济探微[R]. [http://www. peple. com. cn/GB/guandian/29/173/20021220/892306. html](http://www.peple.com.cn/GB/guandian/29/173/20021220/892306.html).
- [2]国家统计局. 中国统计年鉴[M]. 北京:中国统计出版社,2002.
- [3]张煜. 国债柜台交易的市场表现及发展[J]. 中国货币市场,2002,(8).
- [4]滋维·博迪. 投资学[M]. 北京:中国机械工业出版社,2002.
- [5]李国旺. 中国债券市场发展趋势[J]. 资本市场杂志,2003,(6).
- [6]敖一帆. 开放式回购:债券市场的机遇和挑战[J]. 资本市场杂志,2003,(5).
- [7]中国人民银行. 全国银行间债券市场债券买断式回购业务管理规定[N]. 中国证券报,2003-9-24.
- [8]莫易. 开放式回购——国债交易灰色游戏终见阳光[N]. 上海证券报,2003-9-26.

On the Transaction Modes of the Bond Market under the Condition of Open Repurchase

ZHANG Mei-lin, CHEN Ming-zhang

(*School of International Business & Administration,
Shanghai University, Shanghai 201800, China*)

Abstract: Open repurchase refers to the transaction in which the party which finances the funds sells its bond to that which produces the funds, appointing to buy back the bonds with an agreed price on a particular transaction date in the future. This type of transaction sets free the undermortgage in the current closed repurchase, at the same time, it introduces normalized selling mechanism through selling the bonds on hand after reverse purchase. All kinds of evidence indicates that it is in the later period for that type to be put into practice, which will change the current one-side transaction mode of forward buying without forward selling in China, and will be profoundly significant to the bond market and even the further financial reform in China.

Key words: open purchase; bond market; transaction mode