



进一步发展债券市场 买断式回购业务的思考

Suggestions on Developing Bond Market Buyout Repos

周诚君 文根第 孔维煜

摘要：与国际成熟市场相比，我国债券市场质押式回购业务占据绝对主导地位，市场对买断式回购的关注度和参与度不足。债券的质押冻结制约了交易活跃度，对流动性提升和债券市场进一步开放发展具有不利影响。转移抵押品所有权的“买断式回购”是国外债券回购市场的主流模式，其财产权利清晰、融券交易便利等特点对于保障债权人利益、完善市场交易功能、提高二级市场流动性、促进货币政策传导以及推进债券市场高水平对外开放具有积极意义。下一步，应着眼于完善基础制度建设、优化市场结构和交易结算体系，建立正向激励机制、激发市场活力，进一步推动债券回购业务和市场发展，同时不断强化风险管理，完善违约处置机制。

关键词：债券回购 买断式回购 债券市场流动性 货币政策传导

Abstract: Pledged bond repos hold an overwhelmingly dominant position in China's bond market, while buyout repos—unlike on more mature international markets—have gained inadequate market attention and participation. With pledge repos, the bonds are frozen, thereby restricting trading activity and negatively impacting liquidity and the opening of the market to foreign investors. Buyout repos, with transfer collateral, are the main manner of trading on foreign markets. Their characteristics of clear property rights and convenient bond lending are of significant value in safeguarding the interests of bondholders. They also improve the market's trading function, boost market liquidity, promote the transmission of monetary policy and contribute to a high-degree of opening of the bond market. This paper puts forward policy suggestions, such as improving market infrastructure, establishing a positive incentive mechanism, stimulating market vitality, strengthening risk management and perfecting the default disposal mechanism.

Keywords: Bond Repo, Buyout Repo, Bond Market Liquidity, Monetary Policy Transmission

周诚君，中国人民银行金融研究所所长；文根第，江苏银行博士后工作站与中国人民银行金融研究所博士后流动站联合培养博士后；孔维煜，江苏银行。



我国债券回购业务概况及国际比较

我国债券回购业务基本情况

债券回购是指债券持有人（正回购方）将债券出质或卖给债券购买方（逆回购方）的同时，约定在未来某一时期以约定价格再购回相等数量同等债券的行为，本质上是以债券作为抵押品的短期融资手段和流动性管理工具。在我国，债券回购在债券市场中占据举足轻重的地位，2021年债券回购成交额1394.95万亿元，占债券市场成交总量的80%左右。债券回购交易不仅链通着银行和非银机构的流动性，更连接了货币市场和债券市场。债券回购业务的发展对于金融机构有效管理资金与现券头寸、活跃债券二级交易、促进货币政策传导等具有重要意义。

我国债券回购可在银行间市场和交易所市场进行。从交易量来看，银行间债券回购占全市场债券回购总量的70%以上，成为我国债券回购的主要市场。两大市场的债券回购业务并存且相互隔离，在参与者类型、交易模式、业务品种、结算方式等方面有显著差异。银行间市场是场外市场，参与者主要为机构投资者，通过自主寻找交易对手并询价达成交易意向，交易更为灵活。目前我国银行间市场的债券回购业务包括质押式回购、买断式回购两大类，近年来针对质押式回购陆续推出了三方回购、匿名点击、中央对手方清算

等机制。同银行间市场相比，交易所市场的债券回购业务规模要小很多，2021年上交所债券回购313.75万亿元，占全市场债券回购的比重为22.49%，深交所债券回购36.44万亿元，占全市场债券回购的比重为2.61%。交易所债券回购的业务品种包括通用质押式回购、质押式三方回购、质押式协议回购和买断式回购，但实践中绝大多数交易为通用质押式回购。交易所债券回购业务具有投资者适当性管理、竞价交易、多边净额结算、标准券折算等特点，标准化及市场化程度更高。

在交易结算方面，中债登和上清所负责银行间市场债券的登记、托管及结算，但两个机构在债券回购业务上的结算模式和流程也不尽相同。如中债登采用实时逐笔全额结算的方式，而上清所可由交易方选择采用全额结算或净额结算，采用净额结算的交易由上清所作为中央对手方统一轧差清算。银行间回购的债券大多数都托管在中债登，因此债券回购交易以中债登的全额结算方式为主。中证登为交易所债券的托管结算机构，采用分级结算的形式，在通用质押式回购中，通过多边净额结算完成交易，中证登作为交易共同对手方承担担保交收责任。

根据交易是否转移标的债券所有权，债券回购可分为买断式回购和质押式回购两种业务类型。质押式回购将债券质押冻结，而买断式回购则将债券的所有权和票



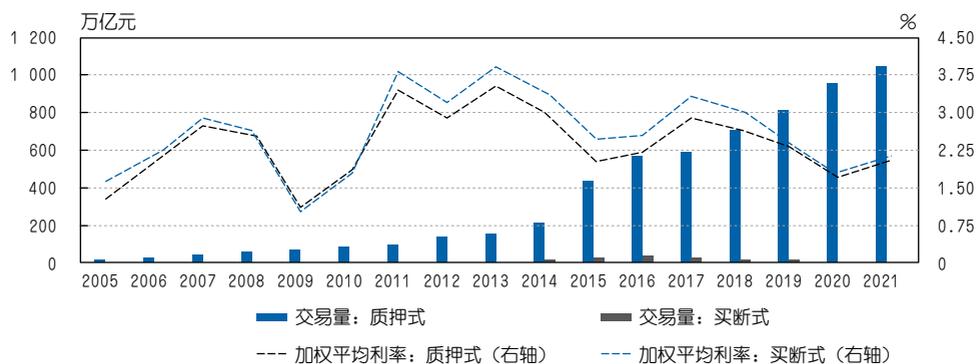
息收益权转移给逆回购方。现实中我国市场参与者更偏好质押式回购，质押式回购占据债券回购的绝对主导地位。交易所买断式回购仅适用于国债，自推出至今几乎没有交易量；银行间市场买断式回购的市场活跃度也很低，特别是2017年以来，在金融监管趋严、信用收紧的背景下，银行间买断式回购交易量更是连续五年下降。2021年，银行间市场质押式回购成交1 040.45万亿元，日均交易4.16万亿元，而买断式回购仅成交4.74万亿元，日均交易不到0.02万亿元。截至2021年底，银行间市场质押式回购余额为16.30万亿元，买断式回购余额为0.15万亿元，买断式回购仅相当于质押式回购的0.92%。

我国买断式回购的起步时间晚于质押式回购，无论是在交易品种、制度创新，

还是清算模式上，发展速度都远不及质押式回购。目前质押式回购推出的三方回购、匿名点击业务、中央对手方清算模式等机制在制度建设上不断向国际成熟债券回购市场靠近，相比较下买断式回购业务的制度创新不足，起初交易期限被限定在91天以内，且只能单笔单券进行交易，降低了交易效率。此外，买断式回购的利率要高于同期限质押式回购利率，同时成交品种少于质押式回购。

国际债券回购市场的比较分析

从国际成熟债券市场的发展经验来看，“买断式回购”是回购交易的主流形式。早期国外普遍开展经典回购（Classic Repo）与购入/售回交易（Buy/Sell Back），在PSA/ISMA通用基本回购协议修订后，大多数国家都是在此基础



数据来源：Wind。

图1 质押式回购与买断式回购对比：交易量和加权平均利率



上制定标准法律文本，两种回购形式趋同。从交易抵押品涉及的信用支持文件（Credit Support Document）来看，欧洲回购是彻底的“买断式”，回购交易发生了所有权转移；美国回购实质上可视为“买断式”，虽创设了质押权，但逆回购方可以直接将抵押品卖给第三方，并且一旦正回购方宣布破产，逆回购方可以在破产法院介入前对质押物进行处置，同时享有对质押物的一般权利（如取得付息、卖出等）。

此外，国际债券回购有两种常见的分类标准：一是按照抵押品特殊性分类，可分为一般抵押品回购和特殊抵押品回购。一般抵押品为一类债券，而特殊抵押品为特定的某只债券。特殊抵押品回购通常是融券需求驱动，为获得某个特定债券，逆回购方需要接受比一般抵押品回购更低甚至是负的利率。二是按照交易参与方数量及抵押品管理方式分类，可分为双边回购和三方回购。双边回购的参与方只有买卖双方，三方回购引入第三方机构进行抵押债券的管理，对买卖双方而言操作更为便利，提高了交易效率。美国的三方回购交易发展程度最高，超过60%的做市商正回购交易为三方回购。

与海外回购市场相比，我国债券回购市场在制度建设、业务模式等方面存在较大差距，债券市场流动性不足，与国际接轨任重道远。2021年我国银行间市场

现券交易最活跃的政策性银行债和国债换手率（年交易量/年末托管量）分别为406.57%和177.33%，远低于欧美等发达债券市场的换手率。近年来，三方回购、匿名点击、中央对手方清算等机制的推出进行了改革的有益尝试，但实际参与的机构较少。两大市场、三大结算机构的业务规则不尽统一，相关配套措施仍需进一步完善。同时，在质押式回购为主导的业务模式下，买断式回购交易寥寥，这一方面导致市场中大量的债券被冻结，不利于债券二级市场流动性提升和货币政策有效传导，另一方面也阻碍了境外机构投资者参与我国债券回购市场，不利于我国金融市场的对外开放与国际化。买断式回购具有财产权利清晰、融券交易便利等特点，避免了市场债券被冻结的问题，债券回购交易中转移担保品所有权也是国际成熟债券市场的主流模式。在此背景下，有必要对我国“质押式回购为主，买断式回购为辅”特有业务格局产生的原因进行分析和探讨。

我国买断式回购发展乏力的原因

以资金为核心驱动下，金融机构参与意愿低

在我国，回购并非债券驱动型交易，无论是质押式回购还是买断式回购，金融机构参与的目的在于“资金融通”，对于债券所有权是否转移的问题，基于同业间



长期以来形成的信任体系及交易习惯，市场参与机构并无过多关注。由于买断式回购的推出时间晚于质押式回购，而质押式回购具备可交易期限长、定价较低、质押操作方便等优势，因此金融机构形成了采用质押式回购开展交易的习惯。关于质押式回购，市场机构基本制定有较为清晰的业务流程，包括交易、监测、清算、会计处理等环节。在买断式回购本身市场交易量较小、机构关注度不高的情况下，针对买断式回购区别于质押式回购的特点，专门制定相关业务操作流程的机构不多或者业务操作流程不完善。此外，因买断式回购涉及所有权转移，对于基金等非法人产品户，存在账户变动和相应的登记结算等操作性管理要求，且融入债券会对产品账户持仓比例、久期等产生影响，管理上相对比较复杂。从简便性的角度考虑，机构更愿意选择质押式回购作为融资手段。

资金融入方以非银机构为主，交易成本高

理论上，较之于质押式回购，买断式回购财产权利转移确定性高、债券流动性好，因此价格应该更低，但实际上却恰恰相反。在我国银行间债券回购市场，资金融出方通常是资金充裕的大型商业银行，资金融入方以中小银行、非银机构和非银机构发的产品（如基金专户和券商资管产品）为主。非银机构受质押式回购限额制约的影响，成为买断式回购的主要需求

方。尤其是在市场流动性较紧情况下，非银机构及产品户的议价能力相对较弱，导致买断式回购市场存在交易对手方溢价。同时，在交易策略上，由于中小银行倾向于通过“质押式融入、买断式融出”的交易策略进行交易和流动性管理，从质押式回购市场以较低价格从大行融入资金后，再在买断式回购市场向非银机构融出，从中赚取差价，资金链条拉长也抬高了买断式回购资金成本。此外，金融机构往往视买断式回购为质押式回购融资后资金缺口的边际补充手段，边际资金成本的提高推升了溢价。

债券借贷业务灵活性更优

对于国际上更普遍的基于融券驱动的回购交易（特殊抵押品交易），由于2006年我国推出了债券借贷业务，债券借贷与买断式回购都能够实现融入债券的所有权转移，但债券借贷的期限更长、允许现金交割，灵活性要优于买断式回购，因此具有融券需求的金融机构更可能参与债券借贷业务。目前债券借贷业务的市场体量正快速提升，2021年债券借贷全年成交量10.2万亿元，为买断式回购成交量的两倍多。近年来，债券借贷业务意向报价模块、匿名点击功能、X-Lending报价商机制的上线提升了定价和交易效率，2022年中国人民银行发布债券借贷业务新规，从市场参与者、履约保障品、统一主协议等方面对债券借贷制度进行完善，有助于更好



满足债券借贷需求并提升市场活跃度。相比较而言，买断式回购在短期资金融通和短期债券融通领域现有条件下都不具有明显优势。

合规风控和会计处理问题

总体而言，长期以来，我国商业银行盈利模式和合规风控主要侧重于以息差收入为主的间接融资模式，交易做市等业务在营收和利润中占比较低，合规风控、会计财务处理和相应的系统支持能力相对薄弱，兼容性不强。一方面，早期买断式回购业务的会计核算方式不统一，可按融资业务核算或两笔现券买卖业务核算。制度层面模糊不清，业务管理分散制约规模化发展，影响交易效率。《中国人民银行 银监会 证监会 保监会关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》（银发〔2017〕302号）规定债券回购交易应计入“买入返售”或“卖出回购”科目，统一为融资业务核算方式，这种会计处理方式使得债券所有权的转移仅发生在托管账户，而未在资产负债表中体现。相应地，正回购方应对该债券继续按照自有债券进行会计核算，并统一纳入规模、杠杆、集中度等指标控制。在计算监管指标时，现有系统对该部分债券进行业务处理的适应性不强，甚至需要手工处理，操作不具便利性等成为机构参与买断式回购面临的问题之一。另一方面，与质押式回购相比，买断式回购中逆回购方的债券票息收益权

和债券处置权造成会计处理相对复杂。对于买断式回购，债券在回购期间产生的利息归属于逆回购方，因此正回购方在每日计提应付利息时，需要将派息金额考虑在内，同时在派息日以派息金额冲减买断式回购金额。此外，如果买断式回购的逆回购方选择在合约期间卖出债券或再次使用债券进行回购融资，则形成对正回购方的一笔交易性金融负债，而目前交易性金融负债的会计核算缺乏规范。

逆回购方操作风险及法律风险

质押式回购设定质押券的方式是通过托管机构在正回购方债券账户中设置“质押”标签来实现，在回购期间标的债券一直被锁定在正回购方账户。而对于买断式回购而言，在回购期间标的债券将从正回购方账户过户至逆回购方账户，虽然债券所有权的转移更好地保障了债权，但在机构破产、债券流动性枯竭等极端情形下，存在到期时逆回购方无法返还标的债券的风险。同时，在实务中，回购债券会同逆回购方自营账户的其他债券相混同，这增加了逆回购方的管理难度，也增加了交易的操作风险和法律风险。

买断式回购对债券市场发展的积极意义

尽管多种因素制约下，当前我国买断式回购业务的参与度不高，但随着我国利率市场化改革的深入和金融开放的扩大，



投资者对于交易工具安全性、便利性和多元化功能的诉求日益强烈，提高债券市场流动性、完善债券市场资源配置功能的需求极为迫切。在此背景下，推进买断式回购发展势在必行，其意义主要体现在以下几个方面。

保障债权人利益，降低违约处置成本

在质押式回购中，因债券所有权并未得到转移，如果正回购方发生违约，逆回购方并不能立刻没收或处置质押券，而要经过双方协商折价或拍卖、变卖等流程，违约处置的周期较长。在买断式回购的制度设计下，财产权利更加清晰，作为抵押品的债券实际上起到降低逆回购方所面临风险敞口的作用。若正回购方到期无法还本付息，逆回购方可以立即依法处置标的债券来获得清偿，追偿更有保障，有利于保障债权人利益，降低违约处置成本。尤其是在市场流动性紧张和债券价格下跌同时出现时，发展买断式回购及相应做空机制有助于增强资金融出方的融出意愿和风险管理能力，从而起到逆风调节、熨平市场波动的作用，避免“规避信用风险-机构惜出-市场资金面紧张-信用风险加剧”的顺周期现象。

完善市场交易功能，实现资金和债券市场的有效联动

债券回购市场是融资融券的重要场所，在我国质押式回购占据绝对主导的情况下，市场融券功能的发挥受到限制。质

押式回购冻结质押券的特性导致市场部分债券不可动用，虽然推出了质押券的换券机制，但换券需要交易双方达成一致，正逆回购方利益冲突可能造成在实践中换券操作不够灵活。买断式回购同时具备了融资和融券的双重功能，对于正回购方，不仅满足其融资需求，而且在市场看涨时提供了做多机制；对逆回购方而言，可满足其融券需求，且提供再融资、做空、做市等其他交易和操作机制。总体看，买断式回购可更好满足参与机构的多样化交易需求，提高债券运用效率，完善市场交易功能，从而有助于实现资金市场和债券市场的有效联动。不仅如此，由于跨市场套利机制的存在，远期交易和套期保值机制可催生多种跨市场产品组合盈利模式，从而促进银行间和交易所市场的联动和融合。

提高债券二级市场流动性，促进价格发现与收益率曲线优化

质押式回购交易冻结了大量债券，尤其是高流动性的利率债，导致优质债券无法在市场上流通，对债券二级市场流动性产生不利影响。在我国债券市场存量规模不断扩大的背景下，促进二级市场流动性提升成为我国债券市场高质量发展的关键所在。买断式回购避免了标的债券被冻结的问题，支持逆回购方开展做市操作，有利于提高债券市场流动性。同时，买断式回购引入远期价格揭示机制，其到期交易



价格不仅反映融资融券活动的成本，而且还反映交易双方对利率变化趋势的预期以及对标的债券远期价格的判断，市场参与者的投资决策和避险交易行为不仅会推动市场交易和产品创新，还将大大提高债券市场的价格发现功能和定价效率，促使现券价格及时有效地反映市场供求变化，从而培育完善的债券收益率曲线。

提高货币政策传导效率，增强有效性

债券回购市场作为货币市场和债券市场的重要组成部分，在政策利率传导过程中具有“桥梁”作用。比如在美国，国债回购市场在货币政策传导中发挥着关键作用，美联储对国债回购市场的关注超过对一般国债市场的关注。理想情形下，央行利用公开市场操作、MLF等各项货币政策工具调节政策利率，首先通过货币市场影响金融机构的资金流动性，使债券回购利率等银行间市场利率围绕政策利率波动，然后进一步传导到债券市场和贷款市场，从而影响实体经济，实现货币政策目标。央行公开市场操作以短期债券为主，这要求短期债券市场及回购市场具有一定的广度和深度，而流动性是市场广度和深度的基础。推动买断式回购业务发展可以在市场上释放大量被冻结的短期债券，活跃市场交易，一方面充足了央行货币政策操作所需债券，另一方面为货币政策向下传导提供流动性，有利于提高货币政策传导效率。

扩大高水平对外开放，促进我国债券市场国际竞争力和吸引力

近年来，随着我国金融市场对外开放和人民币国际化步伐的加快，越来越多的国际投资者青睐人民币资产，外资不断进入我国债券市场。但总体而言，受制于国内债券市场流动性不足以及其他相关配套机制的相对滞后等因素，我国债券市场的境外投资者占比和投资规模还有待进一步提高。买断式回购更接近国际债券回购的通行做法，对国际投资者而言更熟悉、更容易接受，鼓励和推动买断式回购业务有利于提高国际投资者直接进入境内债券市场投资交易的便利性和积极性。

一方面，对国际投资者而言，买断式回购业务财产权利界定更清晰，更便利开展相应的套期保值和避险交易，有助于更好支持境外投资者增持人民币债券类产品并有效进行流动性和风险管理，从而提升我国债券市场对国际投资者的吸引力；另一方面，更多支持和鼓励买断式回购业务也有助于我国回购市场在业务模式和规则上更多与国际接轨，尤其是对于通过多级托管机制投资境内债券市场的非居民投资者，买断式回购机制的不断健全和产品服务能力的充分保障，更有利于支持中国债券类产品在国际市场上作为抵押品等进行投资交易，提高我国债券类产品在国际市场上的竞争力，推进人民币债券市场的国际化进程。



我国债券回购市场发展的政策建议

在提高债券市场流动性、加速国际化进程的内在要求下，我国债券回购市场具有广阔的发展空间，但目前我国债券回购特别是买断式回购业务发展与发达国家相比具有很大差距，仍需紧紧围绕我国债券市场深化改革发展和高水平对外开放要求，尽快克服体制机制障碍，进一步明确相关业务和监管规则，加快推动我国买断式债券回购业务和市场发展，主要包括以下方面。

第一，完善基础制度建设，优化回购市场结构。借鉴国际回购市场关于交易结构、担保品管理等的实践经验，探索优化买断式回购制度创新。逐步将国内回购协议同国际回购协议对接，不断提升买断式回购业务的竞争力和交易便利度，吸引符合条件的多层次、专业化国际投资者参与。对部分符合资质和条件的特定参与者（如做市商等）赋予一些政策倾斜，如提高债券发行过程参与度、明确风险补偿机制和相应的制度保障等，在一级市场操作、市场信息获取、期货及衍生品交易许可等方面构建正向激励机制。我国债券回购注重交易对手资质，导致银行间市场存在流动性分层，应大力推动三方回购、特别是中央对手方及相关中介机构和服务的发展，由第三方代理机构和相关中介服务机构对抵押券匹配、逐日盯市、托管结

算、付息兑付以及其他业务操作等提供专业服务，有助于降低中小银行及非银金融机构的交易成本和融资压力。

第二，畅通价格形成机制，优化交易结算体系。建立自主询价与中央撮合并举的交易机制，从而降低机构的交易搜寻成本，提高交易结算效率。目前监管部门已经推出了一些政策，尝试对回购交易机制进行改进，如请求报价、匿名点击、基于中央对手方的债券回购集中清算模式等，但大多针对质押式回购，并且标准较为严格。建议在买断式回购业务中推广相关模式，并逐步放宽机构准入门槛，扩大中央交易对手方数量及可抵押债券范围，让更多的中小机构参与其中，盘活存量债券，提高债券市场流动性。同时，进一步促进跨市场跨机构的实质性互联互通，扩大跨市场双向转托管结算的债券品种，畅通转托管审核路径，统一业务规则，并推动结算机构联合提供登记托管、清算结算、付息兑付等服务，不断降低交易成本，提高跨市场交易效率。

第三，提升金融机构参与买断式回购的积极性和系统支持，拓展市场参与度和活跃度。买断式回购的优势之一是为市场成员提供了融券可能性，建议在投资者适当性前提下有序放开卖空限制和其他相关产品的服务创新，更好满足合格市场参与者的多元化交易需求，激发机构开展买断式回购的动力。一方面，要进一步建立健

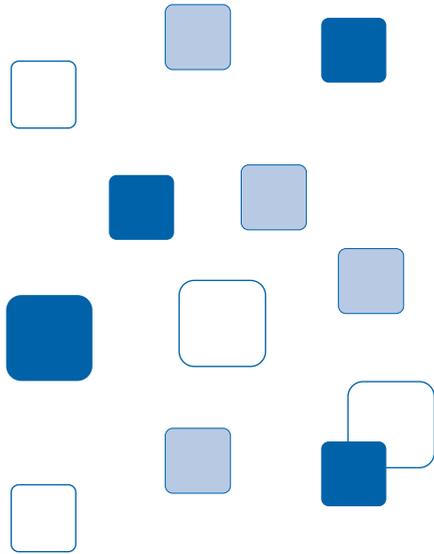


全监督管理机制，在坚守风险防范底线的前提下，构建支持鼓励买断式回购业务发展的正向激励机制和监管政策框架，促进商业银行盈利模式的转变和交易做市能力的提升；另一方面，有关部门和监管机构可鼓励和指导金融机构尽快明确并建立开展买断式回购的相关业务规程，特别是在产品设计、过户结算、计息派息、会计处理、资本计提等方面建立清晰、规范的业务制度和流程，加快推进利率定价等相关策略模型研发和前沿技术运用，进一步优化提升支持交易做市和相关风控合规的会计处理、运维制度和相关业务系统，推进买断式回购业务的稳健开展。

第四，强化风险管理，完善违约处置机制。针对买断式回购业务的操作风险和法律风险，一方面，除了大型批发型金融机构投资者，对于一般市场参与者，要强化投资者适当性要求，建立明确的合格投资者标准；另一方面，可考虑设立专门账户托管买断式回购债券，同时关注单只债

券的市场集中度，引入做市商支持机制，避免回购到期时的债券交割风险。此外，考虑到买断式回购中复杂回购链条可能导致的风险，应建立相关制度对买断式回购中担保品的再次使用进行规范，防范系统性风险。对于违约事件，要完善处置机制，确保违约处置的高效便捷。[N]

学术编辑：韦燕春



参考文献：

- [1]蔡国喜,包香明,吴方伟.关于买断式债券回购有关问题的探讨[J].证券市场导报,2005(06):47-56.
- [2]崔巍.审慎推进我国银行间债券市场两类回购改革[J].金融研究,2018(06):47-55.
- [3]冯果,张阳.不能忽视的债券市场分层:基于破解市场流动性困局的思考[J].华东政法大学学报,2021,24(02):89-100.
- [4]李文红,贾君怡.证券融资交易国际监管改革进展及对我国的启示与借鉴[J].金融研究,2018(02):45-60.
- [5]Copeland A,Martin A,Walker M.Repo runs: Evidence from the tri-party repo market[J].The Journal of Finance,2014,69(6): 2343-2380.
- [6]Huh Y,Infante S.Bond market intermediation and the role of repo[J].Journal of Banking & Finance,2021,122: 105999.