# 简述质押式回购和买断式回购的区别

质押式回购是交易双方以债券为权利质押所进行的短期资金融通业务。在质押式回购交易中，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向逆回购方返还本金和按约定回购利率计算的利息，逆回购方向正回购方返还原出质债券。

买断式回购业务(亦称开放式回购，以下简称“买断式回购”)是指正回购方 (资金融入方)将债券卖给逆回购方（资金融出方)的同时，交易双方约定在未来某一日期，由正回购方再以约定价格从逆回购方买回相等数量同种债券的融通交易行为。

买断式回购与质押式回购的主要区别在于标的券的所有权归属不同，买断式逆回购方获得协议期间债券的所有权，在资金周转过程中还可将标的券另行正回购以便进行再融资；其次，买断式融资金额由期初买价决定，质押式融资金额由标准券折算比例决定；再次，买断式融资成本由期末卖价决定，质押式融资成本由回购利率决定。

摘要：本文通过对买断式回购和质押式回购存在的差异进行比较，认为买断式回购的会计处理不明确，又具有许多风险以及现行的财务制度规定的缺陷造成买断式回购的交易量与交易活跃程度远远低于质押式回购。

自2004年5月19日国债市场推出买断式回购以来，其交易活跃程度始终不尽人意。以2005年全年的回购交易数据为例，2005年债券买断式回购达成交易1562笔，累计成交金额2222.83亿元，日均成交8.86亿元；而与之形成鲜明对比的是2005年质押式回购共达成交易47217笔，累计成交金额为156784.32亿元，日均成交624.64亿元。可见买断式回购的交易量与交易活跃程度远远低于质押式回购。这似乎与管理层的最初设想不一致。本文希望通过对这两种交易方式的各个层面进行比较，对这一现象提出相应的解释。

## 一、买断式回购与质押式回购的差异分析

债券买断式回购是指债券持有人（正回购方）将债券卖给债券购买方（逆回购方）的同时，与买方约定在未来某一日期，由卖方再以约定价格从买方买回相等数量同种债券的交易行为。债券质押式回购是指债券持有人（正回购方）将债券质押给资金融出方的同时，与买方约定在未来某一日期，以约定的价格从资金融出方买回该债券。二者的差异主要体现在以下几个方面

### （一）交易的目的和债券所有权归属不同

质押回购卖方的债券在交易过程中被中央登记结算公司冻结，在质押期内，债券所有权并不发生变化，买方不能动用，逆回购方只获得拆出资金的利息收入，并没得到债券的所有权，同时正回购方用债券做抵押，拆入一笔资金并付出相应利息，在得到资金使用权的同时还拥有出质债券的所有权及利息收入，所以质押式回购是以短期融资为主为目的。而买断式回购的逆回购方在期初买入债券后享有再行回购或另行卖出债券的完整权利，所以在此还有融券的目的。

### （二）资金清算价格不同

质押式回购首期资金清算金额＝首期交易全价×回购债券数量/100，质押式回购到期资金清算金额＝首期资金清算金额×（1＋回购利率×回购天数/365）,主要计算的是回购期间的回购利率。而买断式回购首期资金清算金额＝（首期交易净价＋首期结算日应计利息）×回购债券数量/100，买断式回购到期资金清算金额＝（到期交易净价＋到期结算日应计利息）×回购债券数量/100,主要计算的是价格，可见买断式回购计价方式根现券交易计价方法一致，买断式回购与现行质押式回购交易最重要的差别就在于债券的所有权在交易过程中发生了一定期限的转移，即伴随着一次现券的卖出和一次现券的赎回，实际是两次现券交易的组合。一般认为买断式回购不仅同时具有融资、融券及远期价格发现的功能，而且为债券市场提供了利用做空和做多交易组合获得盈利的机会。

### （三）法律关系的差异

从现有的定义和规定看，质押回购实际是质押贷款；买断式回购是包含两次结算的一次交易行为，由一个买断式回购合同约束。与质押式回购不同的是，在买断式回购中，债权所有权发生两次转移，不体现为质押形成，逆回购方取得的不是债券的质押权，而是债券的所有权，在回购期间可对回购债券进行处置，只不过回购到期时必须将这种权利交还给正回购方并相应收回融出的资金。

### （四）会计政策的差异

由于质押回购实际是一笔质押贷款，所以其会计处理相对简单。而从债券买断式回购的定义可以看出，与目前国内债市通行的封闭式回购（又称质押式回购）相比，买断式回购（又称开放式回购）的最大特点是，在买断式回购中，债券所有权发生两次转移，而不体现为质押形式，逆回购方在回购期间拥有债券的所有权，可对持有债券进行处理。从形式上看，债券买断式回购中包含了回购和债券所有权转移两个基本事项。对于回购事项的处理，买断式回购与基金现行的封闭式回购相比并无特殊之处，争论的焦点及主要的风险点集中在债券所有权的转移上。即回购首期和到期两次债券所有权的转移应该怎样处理？为此我国的买断式回购在会计处理上可有以下两种选择：一是按准现货交易方式处理；一是按融资方式处理。

#### 1）按准现货交易方式处理

在会计处理上将买断式回购作为两次现货交易，回购首期和到期均按现货交易的处理在交易双方的资产负债表内反映回购相应资金和债券的变动情况，但在报表附注中对回购相应的资金或债券给予注释。这样处理的结果是，买断式回购交易双方的首期和到期的资产负债表内会计处理基本与现货交易相同，只是需要在报表说明内容中应注释买断式回购情况。这样处理的好处是：1）资产负债表如实反映债券所有权的转移情况，会计处理简单明了；2）回购期间回购债券发生的利息支付便于处理；不足之处：1）以现货交易形式表现买断式回购，其融通的经济现实体现不明显；2）资金和债券在回购期内都是可以流动的，表内难以直接体现回购规模，会计注释随意性较大。

#### 2）按融资方式处理

将买断式回购在会计处理上视为一次融资交易，而不是两次现货交易。进行买断式回购时，交易双方的资产负债表内只反映回购相应的资金运动，不反映债券运动，不反映债券运动，回购债券留在正回购方资产负债表，但要在报表说明中给予注释。这样处理的结果是，买断式回购参与者的首期和到期的资产负债表内会计处理基本与质押式回购相同，只是在具体的报表注释内容和要求上有所不同；期间如发生回购债券利息支付，试同为正回购方先部分偿还回购融入资金。这样处理的优点：（1）体现买断式回购的融通形式，由于逆回购方买入债券必须要反售，买断是形式，融通是实质，尽管法律所有权发生转移，但经济所有权实质上并未转移，正回购方仍然承担债券的价格波动风险，因此从反映经济意义出发，对于回购参与者而言，买断式回购的会计处理应视为融资方式；（2）有利于税务部门理解，避免对买断式回购按现货交易进行会计处理而导致不合理征税；不合理之处：会计处理较烦乱。

### （五）税收政策

买断式回购的税收政策实际上是与会计处理紧密，只要会计处理方法确定，税收政策基本也就确定。如采用现货交易方式进行会计处理，则可能会将回购收益视为两次交易的买卖差价征税；如采用融资方式进行会计处理，则往往会将回购收益视为融资利息征税。买断式回购的本质是包含两次结算的一次融通交易，而不是两次现货交易，因此不宜按现货交易征收买卖价差税（营业税），而应按融资交易对融资利息征收营业税。质押式回购由于实质是质押贷款因此不牵扯直接的征税问题。

### （六）风险问题

质押式回购的主要风险是：正回购方破产或陷入经济纠纷案中时，逆回购方面临的本金流动性风险或质押权可能无法行使；正回购方到期不履行债券购回义务时，逆回购方行使质押权追偿资金存在时间上的不确定性。买断式回购面临以下风险：

#### 1）市场风险

通过新交易模式获得更大的收益都是建立在市场预期充分正确的基础上，一旦预期错误，新交易模式的风险放大也是很明显，比如预计利率上升，债券价格将下降，想通过卖空在低位时再融入债券，以获得差价收入。若实际情况恰恰相反，市场利率下降了，债券价格不降反升，就会迫使回购方在高价位买回债券用于返售到期回购质押券，从而造成低卖高买的价差损失，特别是在循环卖空交易中，如果债市整体下滑，交易链中的每一笔回购交易都面临着债券贬值，保证金不足的风险，这将迫使投资者卖出债券以补充保证金的不足，大量的抛售债券又会进一步引发债券贬值，加剧保证金不足的压力。如果交易链中最终偿付资金不足，就会引发资金断裂，导致整条交易链的崩溃，最终引发杠杆做空交易的风险。

#### 2）信用风险

当债券市场价格剧烈波动时，回购交易的正逆交易双方可能因不履行回购协议而获利。这时正逆回购双方就可能出现拒绝回购协议的行为——对逆回购方而言，如果回购到期时，相应债券出现预期大幅上涨，且价格远远高于事先约定的返售价格，按低于市场的价格将债券返售给正回购方就会失去价差交易的机会，从而逆回购方就可能选择不按初始回购价格履行返售质押券的义务；反之，对正回购方而言，如果回购到期时相应债券的价格大幅下跌，并且价格远远低于事先约定的购回价格，按高于市场的价格购回质押券就会多支付购券成本，正回购方就可能选择不按初始购回价格履行购回义务，从而减少融资成本获利。

#### 3）清算风险

当市场债券价格趋于下跌，投资者就会选择买断式回购交易中的卖空抛补套利交易模式获利，但若回购到期时市场回购债券短缺，投资者无法在市场上融回卖空的债券拥有返售清偿，就会构成清算违约风险。

## 二、结论

通过上面的对比我们看出，买断式风险虽然相对质押式回购来说，既有融资功能，又有融券功能，但它仍然存在下列问题使其的交易量和交易活跃程度远远低于人们最初的预期。主要表现在：

**首先，会计处理不明确影响市场参与者参与的积极性。**买断式回购的会计处理和税收问题是市场参与者都关心的问题，也是影响买断式回购业务发展关键因素之一。在会计处理上是按现券买卖处理还是按资金融通处理，现在并没有明确的规定，这在很大程度上影响了参与者的积极性。

**其次，买断式回购本身具有许多风险，这意味着会加大市场风险。**买断式回购为资金融出方引入了一种卖空机制，一旦市场价格出现了与预期相反的变动，就会给已出售了质押债券的逆回购方带来相应的损失。

**再次，在债券回购现行的财务制度安排下，利率和市场价格波动较大时，市场成员做空的动力不足。**在市场价格不断下跌中，债券持有者并不愿意出售持有的债券，这是因为一旦出售债券就会转化为现实的损失，如果将债券持有到期，至少并不会形成账面上的亏损。这就是近几年回购交易量萎缩的原因。

**最后，由于买断式回购的最长期限只能达到91天**，这样，在买断式回购中，逆回购方要在回购期卖出债券，然后再买回相应债券保证返售阶段的履约，就面临着非常大的市场风险。

作者：杨丽彬 陈晓萍

作者单位：华中电网有限公司

武汉烽火通讯科技有限公司