

第一章 国债回购的一般分析

作为一种金融创新产品，国债回购是国债派生市场的交易形式，是居于国债现货交易与国债期货交易之间的一种衍生物。要对国债回购作系统和深刻的理论与实证研究，我们必须首先对其进行一般性的基础理论分析，从国债回购交易与商品交易、银行信贷和一般债券业务的区别中，寻找其独特的交易运行特征；从国债回购的货币政策工具和套利工具两大属性中，了解其独具的功能，从国债回购是货币市场与资本市场的结合点，是财政政策与货币政策的融合点中，窥视国债回购在整个国民经济和金融市场中的重要地位。

第一节 国债回购的概览

国债回购在西方国家金融市场上虽然已经是一种非常活跃的交易形式，但其在我国存在的时间并不长，且运作极不规范。正确认识国债回购到底是什么，它有哪些法律特征等，就成为无法回避的首要问题。

一、国债回购的简单定义

国债回购是指国债持有人（回购方）在卖出一笔国债的同时，与买方（返售方）签订协议，约定在某一时间以事先确定的价格买回同一笔国债的融资活动。在国债回购中，卖出国债融得

资金的一方称为融资方，买进国债支出资金的一方称为融券方。回购的具体程序为：双方商定交易的期限、交易价格、交易国债的品种和数量（其市场价值不低于融资额），成交后由融资方以融资额为准向融券方卖出国债，同时商定于期满时以融资额加利息买回国债。

与国债回购相反的是“逆回购”或“反回购”。在国债回购中，融资方出售国债获取资金，到期再购回国债。在逆回购中，融券方购买国债让出资金，嗣后再出售国债重获资金。也就是说，回购与逆回购仅仅是同一交易过程从两个不同方向观察的结果。

国债回购这种融资方式实际上是一种短期资金的融通，它为持券者和资金富余者提供了一种灵活的融资与融券渠道。一方面，长期国债的持有者在债券持有期间，可能会遇到临时性的资金需要，但又不愿将债券的所有权作永久性转移，认为所持债券的利率高，是长期投资的良好选择，就可根据资金需要的时间长短作一定期限的回购交易。这样既满足了暂时资金的需要，又在回购期满后能继续持有这种债券。另一方面，有暂时资金剩余的投资者，并不打算一直持有某种长期债券，但又垂青于长期债券的安全性和高收益性，非常想将手中闲置的资金投资于长期债券，以求在短期内分享长期债券的收益。于是，其视其闲置资金的时间作一相应期限的逆回购交易。这样不仅活化了暂时闲置资金，又可在回购期满后收回资金并获相应收益。

二、国债回购的形式分类

国债回购的形式，可以从不同的角度加以分类和研究。

1. 按照期限不同，国债回购可以分为隔日回购和定期回购两种。隔日回购是指最初售出者在卖出债券次日即将该债券购

回；定期回购则是指最初出售者在卖出债券至少两天以后再将同一债券买回。按照国际惯例，回购交易的期限一般在一个月以内，最长不超过一年。在美国，一般为七天，最长不超过一个月；日本规定，“现先交易期间不得超过一年”^②；在我国“最长不得超过一年”^③。所以，国债回购作为短期融资的一种手段，被视为一种参与货币市场的工具。此外，回购期限长短不同，其信用风险也不同。一般而言，回购期限越长，信用风险越大。因此在做定期回购时，回购方需交纳一定的保证金，以防止回购方到期不及时将债券买回。

2. 按照交易场所不同，国债回购可以分为场内回购和场外回购两类。场内回购是指在证券交易所、期货交易所、证券交易中心、证券交易报价系统内，由其设计并经主管部门批准的标准化回购业务。场外回购是在交易所和交易中心之外的证券公司、信托投资公司证券部、国债服务中心、商业银行证券部及同业之间进行的国债回购交易。在西方国家，国债回购通常是一个无形市场，由非中心交易场所通过电话系统达成回购协议而完成交易。在我国，真正的场外国债回购并不多，主要是通过上海证券交易所、深圳证券交易所、武汉证券交易中心、STAQ 系统、天津证券交易中心以及一些中心城市的证券交易中心进行场内国债回购，各场所都对可做回购业务的券种、期限结构、回购合约标的的金额、交易竞价方式、清算与结算的相关制度等内容作了较为

① （美）弗雷德里克 S·米什金：《货币银行金融市场学》，中国财政经济出版社 1990 年版。

袁东：《国债、金融创新与利率市场化》，学林出版社 1996 年版。

说明：在日本，债权回购交易也被称为债券现先交易。

三部委：《关于重申对进一步规范证券回购业务有关问题通知》，《中国证券报》，1995 年 8 月 9 日。

详细的规定。

3. 按照交易主体、目的和范围的不同，国债回购可以分为中央银行公开市场操作的国债回购、同业拆借市场操作的国债回购、证券交易场所操作的国债回购三类^①。中央银行公开市场操作的国债回购，是中央银行实施货币政策的重要工具之一，是开展公开市场业务的主要方式。中央银行向商业银行或证券交易商办理国债回购有两个目的：一是满足商业银行或证券交易商对流动性即头寸资金的需要，或者说是中央银行向商业银行或证券交易商提供再融资的手段，从而起到调节市场货币供应量的作用；二是为货币市场确定一个较为合理的利率水平。同业拆借市场操作的国债回购是商业银行、合作银行、金融信托投资公司之间开展的国债回购交易。其目的在于通过国债回购交易调剂商业银行、合作银行、金融信托投资公司之间的头寸余缺，它实质上是同业拆借市场拆借短期资金的一种方式。证券交易场所操作的国债回购是证券商、企事业单位、非银行金融机构和非居民的海外投资家通过证券交易所、证券交易中心、期货交易所和STAQ系统等进行的国债回购。它是证券商、法人、非银行金融机构和非居民的海外投资家进行套期保值和融通短期资金的一种手段。

4. 按照交易方式的不同，国债回购可以分为证券公司回购、委托回购和直接回购三种。

证券公司回购是证券公司为筹措资金而以附买回条件的方式卖出自己手中的国债。证券公司为顺利地发挥其“零售商机能(Dealer 机能)”，通常要在自己的账户上保有一定数量的国债，为补充或调节在库资金，证券公司又会通过回购交易(卖出国

^① 钟起瑞：《积极发展规范化的证券回购市场》，《每日证券》，1995年9月12日。

债)来筹集资金,这样,证券公司回购实际上成了证券公司调节在库资金的主要手段。委托回购是证券公司以外的债券保有者为筹措资金而通过证券公司以回购交易的形式卖出自己保有的国债。具体过程是,国债卖出者以附买回条件的方式将自己保有的国债卖给证券公司,证券公司买了这些国债以后,又以附买回条件的方式在当天就将这些债券卖给国债购买者。整个过程中,证券公司的在库国债余额不会发生任何变化。直接回购是商业银行等资金不足的金融机构不通过证券公司和证券交易所而直接以附买回条件的方式将自己持有的国债卖给国债购买者的行为。

三、国债回购的价格确定

在发达的市场经济国家,国债市场不仅是政府投融资的主要场所,而且在整个金融市场体系中发挥着主导性和传导性作用。在西方一些经济发达国家的金融市场上,国债利率具有两个显著特征:一是较其他同类金融商品利率水平低;二是具有基准作用,即国债利率,特别是短期国债利率一般被作为资本市场的基准利率,其他各类债券或金融资产均以国债价格和利率为参照系,根据各自不同的风险、期限或成本,形成各自不同的价格与利率,并与国债价格及利率之间保持着相对稳定的价差关系。因此,国债价格与利率在金融市场上具有较强的示范与基准作用。例如,美国近些年来通行的“新利率规则”之一就是:国债价格是整个债券市场的定价标准^①。现在,资信最高的公司发行新债券时也完全根据政府债券收益曲线来定价。

由于国债回购期限很短,短则一天,最长也不过一年,所

^① (美)亨利·考夫曼:《利率、市场与新的金融世界》第14章,中国金融出版社1986年版。

以，国债回购利率是一种最能反映市场资金供求状况的利率，通过回购交易所形成的的是一个均衡市场利率，是一种完全市场化的利率。

由于国债回购是现货交易与期货交易的结合，所以国债回购价格也就包括初始交易的现货交易价格，以及反向成交时的远期交易价格这两种价格形式。只不过国债回购中的即期价格和远期价格存在一定价差，这个价差基本上代表了交易双方的交易成本或收益，这就意味着国债回购价格可以根据回购期限的长短和期间现货价格的变动而以收益率的形式来统一表示，从而避免了确定即期和远期两种价格的麻烦，更加有利于交易的计算和结算，提高交易效率。

国债回购收益率是对国债供求关系和资金供求关系对比结果的综合反映，是国债市场收益率的一种重要表现形式。当国债供不应求，债券现价上扬时，由于作为标的物的国债的市价上升，就会使得回购利率相对较低。

反映国债回购收益率大小的回购率，用计算公式来表示，则是：

$$\text{年回购率} = (1 - \text{卖出价} \div \text{买进价}) \times \left(\frac{360 \div \text{从卖出到买回的天数}}{\text{买回的天数}} \right)$$

回购率的大小是投资者通过回购方式进行融资对比的依据。一般而言，卖出回购合同的融资者应当使其通过回购渠道筹集的资金的投资收益率大于或等于回购率，买进回购合同的融券者应使其获得的回购率不小于手中资金用于其他方面投资的机会收益率。

四、国债回购合同的法律效力

国债回购合同是国债回购交易双方在融资融券活动中所达成的

明确相互间权利与义务关系的协议。通过国债回购合同的签订，国债持有人卖出并回购特定国债，达到融通短期资金的目的，买方买回并返售同一笔国债，达到获取较高利息收益的目的。

（一）法律特征

国债回购合同与一般的经济合同并不完全相同，它具有自身的法律特征，主要表现在以下几个方面：

1. 合同主体的限定性。各个国家对国债回购的合同主体都给予了明确限定，如日本政府只允许法人机构进入债券回购市场^①，我国将国债回购合同的主体仅限于具有法人资格的金融机构，非金融机构、个人以及不具有法人资格的金融机构一律不得直接参与证券回购业务^②，对入市者的资信情况审查较为严格。

2. 合同标的物的特定性。一般而言，国债回购合同的标的物限定为国库券，包括实物券和财政部发行的记账国债。禁止以其他券种从事国债回购业务。

3. 合同主体间权利义务的对应性。国债回购存在两次券款交割行为：第一次为回购方卖出国债，返售方买入国债，回购方作为卖方必须履行交付国债之义务，以获得约定的购券款，返售方作为买方必须履行给付购券款的义务，以领受所购国债；第二次为回购方买进国债，返售方卖出国债，返售方在回购方给付购券款后，则必须交付在前一合同中买入的国债。交易双方在前后二个合同中享有的权利、负担的义务呈现对应性特征。不同的是回购方支付的回购款一般高于返售方支付的购券款。

4. 适用法律的限制性。国债回购在交易行为的公平性和恪

参见《关于附条件债券买卖的管理》，1984年藏证879号。

参见三部委：《关于重申对进一步规范证券回购业务有关问题的通知》，1995年60号。

守信用的诚实性方面虽然也应遵循民法通则的基本原则，但因为国债回购不是普通的债权债务关系，而是交易双方为提高债券流动性，使短期资金能得到较好利用而进行的资产组合调整，体现为互易关系，并兼具套期保值功能，加之国债回购市场上类型繁多、高额利率等特殊性问题，所以国债回购必须受有关金融法规 and 政策的限制，受国家政策的严格管理和控制。

（二）法律效力的认定

国债回购合同法律效力的确认，必须结合国债回购合同的法律特征，从合同主体、合同内容两个方面进行认真审查。

1. 合同主体资格合法性的确认。如前所述，各国对国债回购主体都作了明确限定，这就意味着只有具有从事国债回购主体资格的当事人之间签订的合同才具有法律效力，那些不具备订立国债回购合同主体资格的当事人，如借用他人会员席位从事国债回购交易业务，以出借人名义签订的证券回购合同应确认无效，又如以租券、借券方式从事国债回购业务或假国债回购之名行资金拆借之实，所签订的国债回购合同也应确认为无效。

2. 合同内容合法性的确认。国债回购合同的内容主要包括实物券的数额、回购的期限、价格以及违约责任等。在规范化的国债回购市场，一般都规定了国债回购必须以足额的实物券作保证。足额的实物券是国债回购合同效力的决定因素，对实物券数额不是 100% 的国债回购合同，原则上应认定为无效。各国政府也对国债回购的最长期限作出规定，只有在规定期限内的约定才确认为有效，以体现国债回购短期交易的性质。国债回购价格实际上就是利率，在规范的回购市场上，回购价格是以当时市场的行市来决定的，即以债券的即时市场价值作为定价的基础。所以，一般情况下，只要主体合格回购方又有足额实物券作保证，就应确认该合同约定的回购价格有效。

（三）无效合同的认定

从回购合同合法性的确认中可以看出，经营行为规范的国债回购合同，由于有足额实物券作抵押，往往不会发生纠纷。发生纠纷的均为不规范的经营行为，所签订的回购合同要么为全部无效，要么为部分无效。

认定合同全部无效的依据主要有：（1）系空开国债代保单，根本没有国债购回的条件，纯粹属资金拆借行为；（2）私下交易；（3）一方或双方超经营范围和方式进行经营活动；（4）中介机构为不合法主体；（5）合同中的实物券托管、回购期、交易券种均不符合规定。

认定合同部分无效的依据主要是：（1）合同中有部分实物券托管、保证、封存、交割；（2）回购期限超过规定的期限；（3）交易券种不符合规定。当合同中的某一项条款以这些形式出现时，就可确定为部分无效。

第二节 国债回购的特点

国债回购是国债派生市场交易形式，是一种短期金融活动。要正确认识国债回购存在的合理性，加强对国债回购交易的科学管理，我们必须对国债回购的特点作较为全面的分析，了解国债回购与一般商品交易、银行信贷业务以及一般债券业务的关系。

一、与商品交易比较

国债回购与商品交易虽然在性质上都属于涉及所有权转移的一种买卖关系，但是，商品交易中转移所有权的是一般商品（即普通商品），而国债回购交易中转移所有权的是特殊商品（即资金和证券），它们是两种完全不同的交易形式，其主要区别表现

在以下几个方面：

1. 交易标的不同。一般商品交易的对象为钱、物，即通常所谓的“一手交钱，一手交物”，钱或物分别从买者或卖者手中转移到对方手中。而国债回购交易的对象是钱、券，即在国债回购交易中，并不涉及实物的运动，表现出来的只是钱或券分别从融券者或融资者手中转移到对方手中，在这里，发生的是“一手交钱，一手交券”。

2. 交易手段不同。一般的商品交易过程表现为钱和物的一次换位，即当交易一旦达成，货币和实物就向反方向运动，一次性完成所有权的永久性转移（就本次交易的买卖双方而言）；而一个完整的国债回购交易是初始即期交易和回购期满时的反向成交相统一的过程，无论是售出国债的正回购，还是买进国债的反回购交易，都得进行券和款的两次换位。第一次交易是现货买卖，正回购方售出债券换回资金，反回购方买进国债付出资金，双方实现了各自的目的，但回购期满时必须进行反向交易，券款又发生了一次交割换位，相对于第一次交易来说，第二次交易是一笔远期债券交易。

3. 交易价格决定机制不同。商品交易价格是由商品供求关系决定的，而社会所提供的商品供应量以及社会对商品的需求量则是由生产力发展水平和人们的消费水平决定的，换言之，商品交易价格最终是由生产商品的社会必要劳动时间决定的。国债回购交易价格是由国债回购市场上资金的供求状况决定的，而国债回购市场上所能提供的资金数量的多寡，以及市场拥有的国债数量的多少，则与整个社会资金余缺状况，财政发行国债的规模和结构，中央银行公开市场操作意向，以及商业银行资产负债比例结构等等因素相关。所以，国债回购交易价格受多种因素制约，最终由正当的市场竞争自行决定。

4. 对市场发育程度的要求不同。在人类社会的发展史上,当生产力发展到一定阶段,有了剩余产品出现,有了社会分工的时候,便产生了商品交换。最初的商品交换是以物易物,物物交易,当货币从一般商品中自发地分离出来作为一般等价物时,就有了以货币为媒介的商品交换。随着生产力的不断发展,商品交换的货币化程度越来越高,在市场经济条件下,商品交换已经实现了充分货币化。纵观商品交换发展史,不难看出,就商品交换本身而言,它的产生与市场发育程度并无密切联系,只是随着市场的日益完善而不断发展完善。而国债回购交易则不同,国债回购本身就是一种衍生金融工具,它是市场发育较高层次的产物,是发达市场上常用的国债交易方式。例如,国债回购市场起源于美国,直到本世纪 70 年代以后才逐步走向成熟和繁荣,成为国债交易商用来调剂债券和资金头寸以及套期保值的最主要交易方式,成为中央银行在公开市场操作中补充单纯的国债购买和销售的经常手段。日本也是到了 1976 年 4 月,由大藏省发出通知,提出健全完善和发展回购市场的方针时,现先交易才得以迅速发展。

二、与银行信贷业务比较

国债回购与银行信贷虽然都是短期融资工具,但前者属于直接融资,需要资金的部门要直接到市场上融资,借贷双方存在直接的对应关系;后者属于间接融资,借贷活动必须通过银行等金融中介机构进行,由银行向社会吸收存款,再贷放给需要资金的部门。两者的不同之处主要在于:

1. 资金供求主体不同。银行信贷业务中,资金提供者主要是商业银行,资金需求者主要是企业。在国债回购交易中,资金供求双方并不局限于某一机构,而有较多渠道,如中央银行、商

业银行、证券公司、各类基金、企业乃至个人，都可以成为国债回购中资金的提供者和需求者。

2. 资产存在形态不同。在国债回购交易中，回购者的部分资产由原来的国债形态转换为资金形态，反回购者的部分资产由原来的资金形态转变成国债形态。在资产运用的存在形态上，发生了债券与资金的相互转换，国债回购交易成为交易商相互调剂暂时性债券头寸与资金头寸的有效渠道，满足各自资产管理的需要。而银行信贷业务是在纯粹信用基础上发生的，只有单一资金形态暂时有偿让渡的行为，除了资金之外，没有相对应的价值形态和交换物。

3. 资金使用限制不同。在国债回购中，融资方融入的资金一般不受融券方的具体用途限制，而是受监管机构为回购市场制定的统一法规中有关融入资金用途规定的约束。在银行信贷业务中，企业借入资金通常有许多限制性条款，直接受银行诸如限制资金使用范围、限制借入其他债务、要求保持一定的流动比率和资产负债率等条款的制约。

4. 抵押担保条件不同。在规范的国债回购市场上，国债回购和逆回购交易都必须要有 100% 的国债作抵押担保，由于国债以国家信用为基础，几乎无违约风险，所以这种担保条件是无风险的。银行信贷业务虽然大都需要财产担保，或者由第三方担保，但是由于存在企业财产的归属，以及第三方的信誉等问题，因此这种担保条件相比较而言风险更大一些。

5. 社会信用规模影响不同。在规范的国债回购市场上，由于必须实行足额债务交易，加上对资金实行较严密的监控机制，没有资金和债券头寸的机构根本无法进入国债回购市场，这就使得通过国债回购完成的券款的相互换位并不会使交易双方的资产负债总量发生变化，不会扩大社会信用规模。银行信贷业务由于

是以银行信用为基础，每发生一笔交易，交易双方的资产负债总量和结构都将发生变化。例如，银行每增加一笔存款，其潜在的信贷能力就相对增加，每增加一笔贷款，其资产总量就增大，社会货币供应量作实质性增加，社会信用规模也相应扩大。

6. 管理侧重点不同。国债回购交易管理的重点在于规范化的国债回购市场建设上，即严格执行足额抵押交易的规定；建立场内国债回购交易集中审批制度，督促各交易场所加强自律；加强对回购市场资金流量的监控，将交易的风险降至最低限度；加强对商业银行参与回购交易的监控，防止其绕过贷款规模，增加信贷投放。银行信贷业务管理的重点则放在防止社会信用总规模的膨胀上，以实现保持币值稳定的目标。例如，按吸收存款的一定比例提高存款准备金，以保证银行对其债权人拥有足够的偿还能力；对银行资产负债结构实行比例管理和风险管理，优化信贷资产质量，促进银行实行流动性、盈利性和安全性的最佳组合。

三、与一般债券业务比较

国债回购与一般债券业务虽然都是把债券视为融资活动必备的媒介工具，但它们之间仍存在本质的区别，各自展示出独有的特点。

（一）国债回购与债券抵押的区别

1. 经济性质不同。国债回购交易的性质是一种涉及所有权转移的特殊商品买卖关系。在国债回购交易中，只要发生了资金和债券的交叉换位，就要涉及资金和债券所有权的转移，而且，一旦交易双方中有一方违约（这种可能性很小），用作保证的足额国债也可随时在市场上变现。债券抵押则是资金借贷行为的附带条件，在借贷活动中，不仅借贷的对象“资金”不发生所有权转移（只发生使用权让渡），而且作为借贷活动的附属物抵押债

券也不发生所有权转移，即便是借款人到期无力偿还借款，资金贷出者亦不得擅自处置属于资金借入者的抵押债券，而必须依照法律程序来拍卖抵押债券，以求得经济上的补偿。

2. 交易形成机制不同。国债回购作为一种纯粹的证券交易行为，它要受一般证券交易规则的制约，不仅需要合适的交易场所和交易主体，而且需要固定的交易时间和公平的价格发现机制。诸如高度集中统一的托管、报价、成交和交割制度；公开的价格行情信息披露制度；规范的信息报告制度；公开拍卖、竞争和标购的方法等。债券抵押则通常采用“一对一”的封闭方式成交，既无需固定的交易场所和交易时间，也无需严格界定交易主体、交易对象和借助于透明度极高的市场。

3. 市场功能不同。这主要可以从三个方面分析：首先，就货币政策功能而言，国债回购与逆回购是中央银行公开市场操作中临时性调节储备资产的有效工具。债券抵押是中央银行贴现窗口的主要形式，主要作为公开市场操作的辅助手段加以使用；其次，就融资功能来说，国债回购的融资功能具有双向性：一是融资性；二是融券性，不仅可以满足融资方的融券需求，而且可以满足融券方的融资需求。而债券抵押则只能满足资金借贷双方单一的融资需求；再次，从套期保值功能看，由于国债回购价格由初期交易的现货交易价格和反向成交时的远期交易价格组成，为了避免债券价格波动可能带来的损失，交易商可以利用债券交易价格在时间上的不一致进行套期保值。而债券抵押融资因其融资价格是事先确定的，且不受借贷期内市场变动的影响，不具备套期保值功能。

4. 对标的物的限制性要求不同。国债回购与债券抵押虽然都要求标的物要真实、足额、有信用保证、有法律保障等，但在具体的限制性条件上则有所不同。国债回购要求标的物必须是可

流通转让的国债，不能流通转让的国债不能成为回购交易的对象；即使能够流通的国债，在发行期内也不应用于回购交易，只有在发行期结束并进入二级市场后，才能充当回购交易的标的。债券抵押对其充当的标的物则无特别限制，既可以是流动证券，也可以是不流通债券；既可以是单一债券（国债），也可以是综合债券（国债、金融债券、企业债券等）。

5. 对社会信贷规模和货币供应量的影响不同。国债回购交易的结果，是在社会信贷总量和货币供应量既定的情况下，成为交易商相互调剂暂时性债券头寸和资金头寸的有效途径，不会使交易双方资产负债总额发生变化，也就是说，国债回购交易不会扩大社会信用总规模和货币供应总量。而债券抵押情形下的资金借贷则是一种有条件的单方面资金转移，其数量的多寡不仅要影响借贷双方的资产，而且还要影响借贷双方的资产负债总量，从而使社会信用总规模和货币供应量产生相应变化。

6. 融资风险不同。首先表现为承担风险的主体不同。在国债回购交易中，承担风险的主体不仅有融资方，而且有融券方。债券抵押融资中承担融资风险的只是资金贷出方；其次是承担风险的性质不同。国债回购交易双方所承担的是由于国债行市和市场的利率变动而可能带来的损失，即市场风险。债券抵押中资金贷出者所承担的则主要是借款人的信用风险，以债券作抵押只不过是对可能出现的信用风险进行防范的一种措施。因此我们不能混淆国债回购与债券抵押的根本区别，简单地把国债回购交易中反向交易的违约风险视同抵押借贷的违约风险，进而将集中托管的回购国债视作为抵押借贷中的抵押品，并武断地剥夺融券方对融入债券的支配权。

7. 监管部门不同。国债回购交易市场（包括中央银行公开市场业务操作的国债回购交易市场和场内、场外交易的国债回购

交易市场两个组成部分)作为整个证券交易市场的一个重要构成,从世界各国情况来看,一般由专门的证券监管部门来监管。而债券抵押则是从属于资金借贷市场的一种抵御信用风险手段,它一般由金融宏观管理当局——中央银行来负责监管,以保持信贷规模和货币供应适度。

(二) 国债回购与国债其他交易方式的区别

国债交易方式包括现货、回购、期货、期权等交易。国债回购作为发达市场上常用的交易方式,具有国债其他交易方式不可替代的特点。

1. 国债回购与国债现货交易的区别。

(1) 在国债市场中的地位不同。国债现货交易是国债市场发展的基石,是最原始、最基础的即期交易形式,是体现债券流动性大小的最基本渠道。国债回购交易是国债市场发展较高级形态的衍生交易形式,是一种包含现货交易,并以之为前提,带有远期交易性的交易方式,融资融券的灵活使国债信用工具功能得到充分体现,是现代证券市场和货币市场发展不可缺少的有效通道。

(2) 成交定约和清算期限不同。国债现货交易中买卖双方在谈妥成交条件后,马上办理交割手续,一次性完成买卖关系。而一次性完整的国债回购交易包括一来一去两次买卖,只不过第二次买卖的时间、价格在第一次时就已经约定妥当,回购交易双方实行“一次交易,两次清算”,可以说具有卖现货买期货或者买现货卖期货的特征。

(3) 对货币供求影响力度不同。国债现货交易是中央银行公开市场操作中进行永久性储备调节的工具。中央银行在公开市场上不断买入或卖出国债,使货币供应量在一个较长的时期内得到增加或减少,达到货币放松或紧缩的政策目标,实现货币政策的

转变。国债回购交易是中央银行公开市场操作中进行临时性储备调节的工具。为了保持银行准备金的稳定或者清除某些市场因素对银行准备金的影响，中央银行利用国债回购与逆回购在短期内调节或影响社会货币流通量，以促进稳定市场和货币供给目标的实现，维持既定的货币政策。

2. 国债回购与国债期货交易的区别。

(1) 经济性质不同。国债回购交易从性质上讲是一种涉及所有权转移的特殊商品买卖关系，所发生的两次买卖行为都表现为“一手交钱，一手交货”，涉及资金和债券所有权的转移。国债期货交易并不牵涉实际国债的所有权转移，只是转移与这种所有权有关的价格变化的风险，期货交易双方以预先商定的价格在某一确定的远期进行一次券款交割。

(2) 交易场所范围不同。国债回购交易既可以在场内市场进行，也可以在场外市场开展，在发达市场国家，国债回购交易主要集中在场外进行。国债期货交易却只能在指定的以市场的公开化和自由化为宗旨的集中的交易场所中进行。场外交易和私下对冲是被禁止的，交易所提供买卖双方交易的场所，制定、颁布各项规章制度，并成为所有买方的对手卖方，所有卖方的对手买方，保证期货交易的顺利进行。

(3) 对保证金要求不同。国债回购交易必须坚持的一个原则是实行足额债券交易制度，禁止对国债回购实行“比例抵押”，卖空国债，套取国家信用。国债期货实行的是保证金制度，通常交易双方只需付较少的保证金，便可买卖国债期货合约，是一种杠杆交易。

(4) 风险程度不同。国债回购交易由于有足额国债作保证，其债券发行体违约和交易双方的一方违约的信用风险较小。国债期货交易由于是一种杠杆交易，交易双方所承担的盈亏风险都被