

如何理解在公开市场操作中逐步增加国债购买

2024年03月28日

近日发行出版的《总书记关于金融工作论述摘编》一书中提到：要充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债购买。

► 央行在二级市场购买国债是可行的

央行直接购买国债需要区分两种情形：一种是央行在国债发行的一级市场直接购买，另一种则是央行在二级市场购买。

现行的《中国人民银行法》不允许央行在一级市场直接购买国债。根据《中国人民银行法》第二十九条：中国人民银行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券。

但央行在二级市场购买国债是可行的。根据《中国人民银行法》第二十三条：中国人民银行为执行货币政策，可以在公开市场上买卖国债、其他政府债券和金融债券及外汇。

► 央行此前大规模购买国债主要是配合特别国债发行为主

2007年财政部发行特别国债，注资成立中投公司，央行曾通过商业银行大规模购买特别国债，具体流程如下：

首先，财政部向农业银行和社会公众发行国债用于购买外汇；

其次，财政部先向农业银行定向发行国债，筹集的人民币资金用于向央行购买等值外汇；

最后，央行再用出售外汇换取的人民币资金向农行购买特别国债：央行资产端减少人民币等值的外汇储备，同时增加特别国债。

► 现券交易曾是央行公开市场操作工具，对债券收益率影响更大

2000年开始，央行引入现券交易工具管理流动性，并在2001年逐步提高现券交易的比重，其中以国债买卖为主。现券交易分为现券买断和现券卖断两种，前者为央行直接从二级市场买入债券，一次性地投放基础货币。

2000-2003年，央行多次开展现券买卖操作，但操作频率和投放规模均低于逆回购，属于辅助性质的流动性管理工具；现券买卖的并不仅仅局限在国债，专项国债、国开债和进出口债也在交易范围之内。

从操作效果上看，与以国债为质押品进行回购交易相比，现券买卖不但实现基础货币收放，而且提高了国债的流动性，对国债收益率的影响也更为直接。

► 加大国债购买也并不等同于QE，而是适应货币政策框架调整

首先，即使央行加大国债购买也不等同于海外QE模式。当前国内货币调控仍处于正常的货币政策调控框架，现券买卖通过调节基础货币，进而影响市场利率曲线。并不是美联储等海外央行在政策利率降至0%之后，在过剩准备金调控框架下，进行大规模资产购买，刺激企业 and 个人的借贷和投资意愿。

其次，加大国债购买可作为中长期流动性投放工具。当前中长期流动性投放依赖降准，考虑到降准空间会越来越小，现券交易可作为一个补充工具。

最后，当前信用扩张的锚逐步切换，货币政策框架可能进入新的转型阶段。当前国内信用扩张的锚由外汇转向信贷，后续随着国债存量规模逐步增加，信用扩张的锚可能逐步向国债切换，货币政策调控工具也会相应进行调整和改变。

风险提示：货币政策超预期，银行监管规则调整。



分析师 赵宏鹤

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师 吴彬

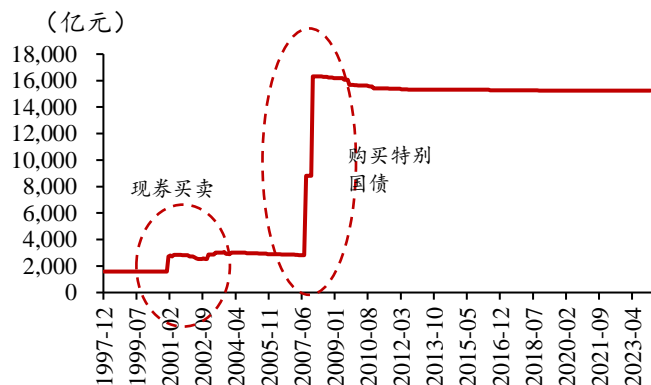
执业证书：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

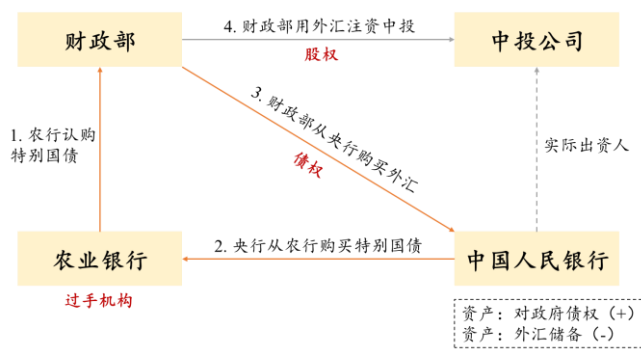
- 1.国内经济高频周报：3月第3周：经济的结构特性特征愈发显著-2024/03/25
- 2.人民币汇率点评：汇率波动的两种猜想-2024/03/24
- 3.全球大类资产跟踪周报：全球央行开启“降息赛跑”-2024/03/23
- 4.宏观专题研究：探索利率传导机制的新变化-2024/03/20
- 5.2024年1-2月经济数据点评：开年数据超预期原因和影响-2024/03/19

图1：货币当局对中央政府债权



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2007 年央行购买特别国债流程



资料来源：中国政府网，民生证券研究院绘制

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026