

## 对央行购债的理解误区

### 核心观点:

美联储、日央行和欧央行都曾通过购买国债实行量化宽松（QE），因此市场可能会误认为只要央行购买国债就是实行QE，但事实上央行购买国债只是实现QE的手段之一，并不等同于QE，量化宽松是一种非常规货币政策操作，一般对应零利率和极度宽松的流动性。现券交易是我国已有的公开市场操作工具之一，也是国际通行的央行投放基础货币的方式。中国目前政策利率具备较大的操作空间。如果央行将现券交易（买卖国债是现券交易的其中一种）纳入常规操作，与QE有本质区别。

公开市场操作是央行与交易对手之间进行的关于货币政策的日常操作，通过改变基础货币的数量，希望实现的政策目标包括：1.调节流动性；2.引导货币市场利率；3.调节货币供应量。中国公开市场操作包括人民币操作和外汇操作两部分。

#### 公开市场业务债券交易类型

从交易品种看，公开市场业务债券交易主要包括3种类型：回购交易、现券交易和发行中央银行票据。短期流动性调节工具（SLO）作为公开市场常规操作的补充。这些交易都是央行从市场上回收和投放流动性的方式，可以改变基础货币的数量。

#### 央行历史上曾经进行过现券交易（买卖国债），但没有作为常规的日常工作

现券交易分为现券买断和现券卖断。现券买断为央行直接从二级市场买入债券，一次性地投放基础货币。现券卖断为央行直接卖出持有债券，一次性地回笼基础货币。根据历史操作观测，这项操作并没有作为常规性的日常工作展开。2007年，财政部发行1.55万亿元特别国债用于成立中投公司，央行曾在二级市场买入该特别国债，当时的操作并没有扩表，表现为资产端项目的转换，“外汇”项减少，“对政府债权”项增加。并非常规的投放基础货币操作。观察央行资产负债表，2001年-2004年，“对政府债权”项目有金额波动，有可能为现券交易的常规操作，但是我们在央行官网的公开披露中尚未找到相关信息。

#### 如果现券交易做为常规性操作会产生什么影响？

中央金融工作会议强调“充实货币政策工具箱”，未来央行可能加大对现有公开市场操作工具的灵活使用，也可能创设新的公开市场操作工具。不断优化货币政策操作，更好的实现货币政策目标。

**丰富基础货币投放的手段。**目前央行公开市场操作主要通过逆回购影响基础货币数量，调节流动性。但逆回购期限偏短期。如果在公开市场操作中逐步增加国债买卖，可以丰富提供中长期基础货币的工具。与同样可以提供中期基础货币的MLF相比，国债买卖操作时点更灵活，覆盖的期限更广泛。可以形成有效补充。

**加强货币政策和财政政策协同性。**有助于熨平日常财政收支和政府债券发行对流动性的影响，平滑短期冲击，提升国债二级市场流动性，增强投资吸引力。

**完善国债收益率曲线。**目前超长期国债市场由于存量相对较小，短期供求关系冲击容易带来收益率波动，如果央行在公开市场操作增加对于超长期国债的买卖，将有助于完善国债收益率曲线。

### 分析师

#### 章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

#### 许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

#### 詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

### 风险提示

1. 对政策理解不到位的风险
2. 中国货币政策超预期的风险
3. 金融市场的风险
4. 对公开市场操作理解不到位的风险

## 一、央行购买国债并不等于 QE

美联储、日央行和欧央行都曾通过购买国债实行量化宽松（QE），因此市场可能会误认为只要央行购买国债就是实行 QE，但事实上央行购买国债只是实现 QE 的手段之一，并不等同于 QE，量化宽松是一种非常规货币政策操作，一般对应零利率和极度宽松的流动性。现券交易是我国已有的公开市场操作工具之一，也是国际通行的央行投放基础货币的方式。中国目前政策利率具备较大的操作空间。如果央行将现券交易（买卖国债是现券交易的其中一种）纳入常规操作，与 QE 有本质区别。

## 二、什么是公开市场操作？

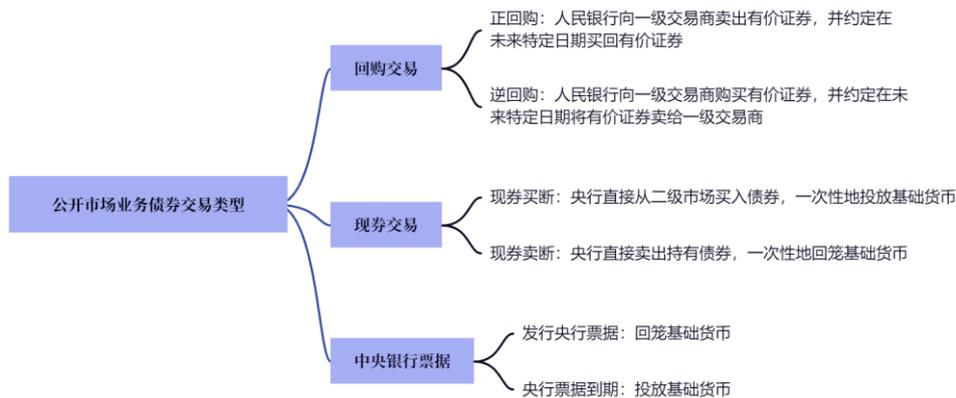
根据中国人民银行官网公开披露，“公开市场操作是中央银行吞吐基础货币，调节市场流动性的主要货币政策工具，通过中央银行与市场交易对手进行有价证券和外汇交易，实现货币政策调控目标。”“1999 年以来，公开市场操作发展较快，目前已成为中国人民银行货币政策日常操作的主要工具之一，对于调节银行体系流动性水平、引导货币市场利率走势、促进货币供应量合理增长发挥了积极的作用。”从央行的这段表述中，我们可以得出，公开市场操作是央行与交易对手之间进行的关于货币政策的日常操作，通过改变基础货币的数量，希望实现的政策目标包括：1.调节流动性；2.引导货币市场利率；3.调节货币供应量。

“中国公开市场操作包括人民币操作和外汇操作两部分”。1994 年 3 月启动外汇公开市场操作，1998 年 5 月 26 日恢复人民币公开市场操作，随后规模逐步扩大。易纲、吴有昌所著的《货币银行学》有对公开市场业务的介绍内容，“中国外汇公开市场操作是人民币汇率并轨、结售汇实施的必然结果。”央行操作市通过“相机入市买卖外汇以调节汇率，平衡供求，稳定市场”。目标是保持人民币汇率的相对稳定。人民币公开市场操作，则是由于 1995 年颁布的《中国人民银行法》明确规定“货币政策目标保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”，央行将货币供应量设为中介目标，开始了对于基础货币的管理。

公开市场操作采用一级交易商制度。“选择了一批能够承担大额债券交易的商业银行作为公开市场业务的交易对象”。2023 年度公开市场业务一级交易商共 51 家。

从交易品种看，公开市场业务债券交易主要包括 3 种类型：回购交易、现券交易和发行中央银行票据。短期流动性调节工具（SLO）作为公开市场常规操作的补充。

图1：公开市场业务债券交易类型



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

回购交易分为正回购和逆回购。正回购是人民银行向一级交易商卖出有价证券，并约定在未来特定日期买回有价证券的交易行为。逆回购是人民银行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商的交易行为。正回购是央行从市场收回流动性的操作，逆回购是央行向市场上投放流动性的操作。回购交易中买入和卖出的有价证券，参考易纲、吴有昌所著的《货币银行学》的描述，可能有国债、政策性金融债和人民银行融资券（即中央银行票据）。目前比较常见的是 7 天、14 天逆回购操作。

现券交易分为现券买断和现券卖断。现券买断为央行直接从二级市场买入债券，一次性地投放基础货币。现券卖断为央行直接卖出持有债券，一次性地回笼基础货币。根据历史操作观测，这项操作并没有做为常规性的日常操作展开。

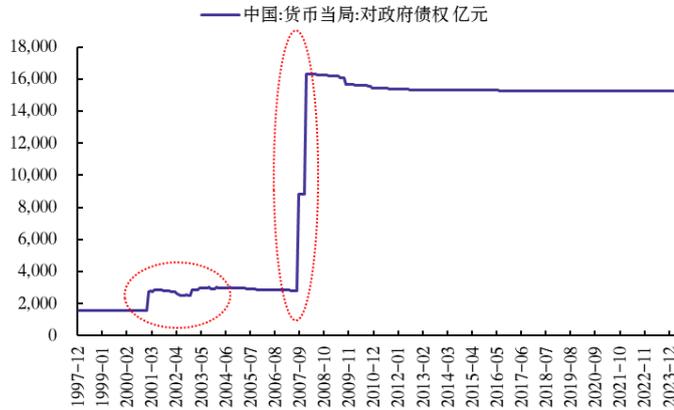
中央银行票据是人民银行发行的短期债券，央行通过发行央行票据可以回笼基础货币，央行票据到期则体现为投放基础货币。2002 年~2011 年，国际收支顺差带来外汇占款被动快速上升，央票被做为央行回收流动性的工具使用。2011 年后规模持续下降，近年来稳定在 1000 亿元左右，没有明显变化。

2013 年创设短期流动性调节工具(SLO)，作为公开市场常规操作的必要补充。这一工具的创设是为了在流动性出现临时性波动时，有效调节市场短期资金供给，熨平突发性、临时性因素导致的市场资金大幅波动，防范金融风险。2013 年-2016 年 SLO 有投放操作，2016 年 1 月之后没有再投放过。

### 三、央行历史上曾经进行过现券交易（买卖国债），但没有作为常规的日常操作

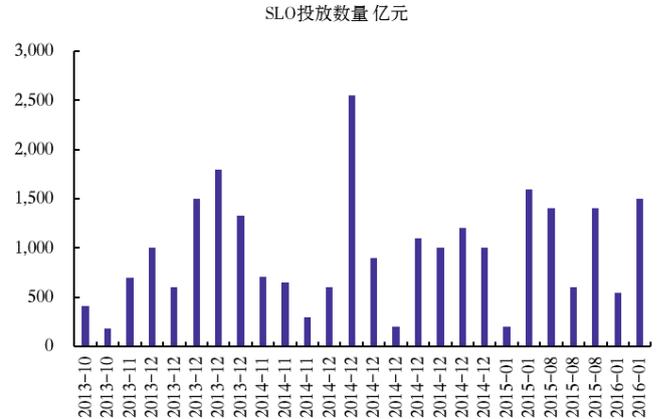
2007 年，财政部发行 1.55 万亿元特别国债用于成立中投公司，央行曾在二级市场买入该特别国债，当时的操作并没有扩表，表现为资产端项目的转换，“外汇”项减少，“对政府债权”项增加。并非常规的投放基础货币操作。观察央行资产负债表，2001 年~2004 年，“对政府债权”项目有金额波动，有可能为现券交易的常规操作，但是我们在央行官网的公开披露中尚未找到相关信息。

图2：央行资产负债表资产项：对政府债权



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：SLO 投放数量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 四、如果现券交易做为常规性操作会产生什么影响？

中央金融工作会议强调“充实货币政策工具箱”，未来央行可能加大对现有公开市场操作工具的灵活使用，也可能创设新的公开市场操作工具。不断优化货币政策操作，更好的实现货币政策目标。

现券交易并不等于 QE。现券交易是我国已有的公开市场操作工具之一，也是国际通行的央行投放基础货币的方式。美联储、日央行、欧央行都有通过买卖国债这种公开市场操作方式影响基础货币的数量。中国目前政策利率距离 0 利率还有很大的操作空间、法定存款准备金率平均水平为 7.4%也同时具备较大的操作空间。如果央行将现券交易纳入常规操作，与 QE 有本质区别。观察央行资产负债表，2001 年-2004 年，“对政府债权”项目有金额波动，有可能为现券交易的常规操作，但是我们在央行官网的公开披露中尚未找到有关信息。

### 丰富基础货币投放的手段

目前央行公开市场操作主要通过逆回购影响基础货币数量，调节流动性。但逆回购期限一般是 7 天、14 天，主要集中偏短期。如果在公开市场操作中逐步增加国债买卖，则会有丰富提供中长期基础货币的工具。目前央行主要使用中期借贷便利 MLF 提供中期基础货币。与 MLF 相比，国债买卖可能操作时点更为灵活，覆盖的期限更为广泛。可以作为有效补充。

### 加强货币政策和财政政策协同性

将国债买卖加入公开市场常规操作，有助于熨平日常财政收支对流动性的影响，支持政府债券发行，平滑短期冲击，以及提升国债二级市场流动性，增强投资吸引力，与财政政策协同发力。

### 完善国债收益率曲线

目前超长期国债市场由于存量相对较小，流动性相对较差，易受到短期供求关系冲击带来收益率波动，如果央行在公开市场操作增加对于超长期国债的买卖，将有助于完善国债收益率曲线。

## 图表目录

图 1： 公开市场业务债券交易类型 .....	3
图 2： 央行资产负债表资产项： 对政府债权 .....	4
图 3： SLO 投放数量 .....	4

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊** 中国银河证券首席经济学家。

**许冬石** 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**詹璐** 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士。重点关注国内宏观经济研究工作

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn