

再论央行买卖国债

定期报告

华金宏观·双循环周报（第55期）

投资要点

◆ **为什么央行买卖国债是最古典、又最现代的货币政策工具？** 信用货币本身不具备金银货币所蕴含的价值，唯有通过央行买卖国债这一最基本的货币投放方式，信用货币才被赋予了国家信用的本质。我国货币发行储备资产中，一度因外国国债等外汇储备资产增长过快而不需进行主动基础货币投放，主动货币投放自2015年才开始逐步探索，当前主流的主动投放工具可以认为都是央行二级市场国债买卖的变种形式。从这个意义上来看，当前采取的主动投放类工具，信用支持结构趋于复杂，数量投放效果和工具利率的政策含义相互勾连也带来了更大的政策理解的模糊性，这些工具的未来现代化形态仍是央行较为直接地进行二级市场国债买卖，后者也能够更好实现利率走廊构建、货币政策传导效率提升、货币财政政策关联清晰化等多项长期优化特征的建设和完善，因而央行二级市场买卖国债也是最为现代化的基础货币投放工具。

◆ **当前货币财政形势下，央行买卖国债是否必要？是否迫切？** 从三个角度出发，当前货币财政形势下，是央行开始酝酿回归二级市场买卖国债操作较为理想的时点，但从年内的短期时间维度来看，实际上并不十分迫切。首先，随着2023年以来再贷款再贴现作为长期流动性投放工具发挥的作用日渐下降，降准成为近年来主要的中长期流动性投放方式，但降准过程不可逆，准备金率越频繁使用，就将越快接近央行认为调控货币乘数的下限临界点，长期来看对更稳定成熟高效的基础货币投放工具需求持续提升。第二，当前使用的基础货币投放工具因同时兼具数量型和价格型工具的性质，而在一定程度上导致了利率和货币投放量之间关系的模糊性，进而一定程度上增加了央行与公众沟通货币政策立场的困难。如果转而采取二级市场买卖国债的方式，以随行就市的即时利率水平进行国债交易，就可以实质性区分作为交易工具的量 and 作为中介目标的利率价格，从而为利率走廊的建立、收窄，利率走廊保证的刚性承诺可信度提升，银行体系信用创设效率的提高都提供了重大的体制性基础。第三，从财政政策需要货币政策配合的程度来看，当前财政扩张融资的力度尚在正常货币信用传导可以承受的范围之内，央行尚无需通过非传统的大规模一级市场购买的方式来应对巨额的流动性冲击，二级市场买卖所需的潜在规模仍然较小，最近几年内仍可通过降准或适度的MLF等既有流动性投放工具实现对冲。

◆ **传导机制：为何二级市场买卖国债多数情况下是利率中性的？** 二级市场买卖国债作为央行正当合理的高效率基础货币投放工具选择，其合理程度的交易对无风险利率曲线的影响趋于中性，而唯有在金融体系系统性风险集中暴露、或财政突然极速扩张债务规模而导致流动性冲击过载等情况下，迫使央行绕过二级市场直接在一级市场购买长期国债的较为极端的假设条件下，才会出现对长端利率的持续显著的压制。

◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：** 本周A股医药生物领涨，有色金属跌幅较深；美债长端收益率上行较多，中国1Y国债收益率短端下行9BP；美元指数基本持平，CNY小幅贬值；金价有所下行。

◆ **风险提示：** 货币政策宽松力度不及预期风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

美国经济已强弩之末？——24Q1美国GDP
点评 2024.4.25

歉收压力隐现，发债亟待加快——财政数据
点评（24Q1/3月） 2024.4.22

三个视角观察经济开门红的可持续性
2024.4.21

央行：防止利率过低，防范汇率超调风险——
华金宏观·双循环周报（第54期）
2024.4.20

商品消费弱势如何扭转？——24Q1/3月经济
数据点评 2024.4.16



内容目录

一、为什么央行买卖国债是最古典、又最现代的货币政策工具？	3
二、当前货币财政形势下，央行买卖国债是否必要？是否迫切？	4
三、传导机制：为何二级市场买卖国债多数情况下是利率中性的？	6
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	7

图表目录

图 1：美联储资产规模及结构（USD bn）	3
图 2：M2 同比及贡献结构（%）	4
图 3：全球股市：本周恒生指数涨幅靠前，A 股上证综指跌幅最深	7
图 4：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周医药生物板块领涨，有色金属板块跌幅较深	7
图 5：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周 IT 板块领涨，通讯服务板块跌幅较深	7
图 6：美国国债收益率变动幅度：本周美债收益率整体上行，长端上行较多	8
图 7：中国国债收益率变动幅度：本周 1Y 国债收益率下行较多	8
图 8：本周中国国债短端收益率下行约 9BP（%）	8
图 9：中美 10Y 利差有所扩大（%）	8
图 10：10Y 国开债与国债利差有所扩大（%）	9
图 11：1Y 信用利差持平，3Y 信用利差大幅缩小（BP）	9
图 12：美联储本周资产规模有所减少（USD bn）	9
图 13：主要央行政策利率（%）	9
图 14：全球汇率：美元指数基本持平	9
图 15：CNY 小幅贬值	9
图 16：本周金价有所下行	10
图 17：本周油价有所上行	10
图 18：4 月中下旬煤炭价格有所上行	10
图 19：本周铜价有所下行	10

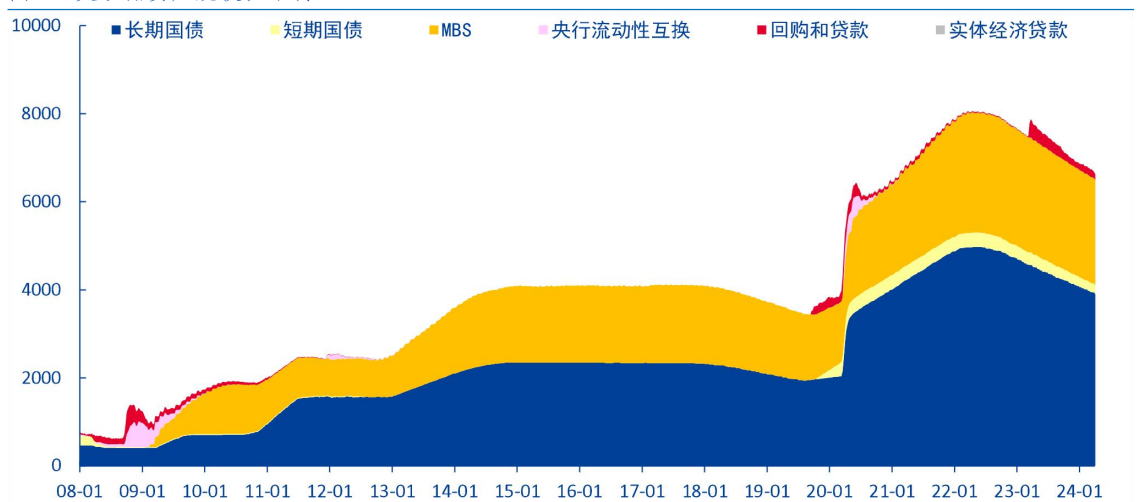
央行买卖国债绝非新鲜事物。相反，央行买卖国债是直击信用货币本质的最古典的货币政策操作；另一方面，也正因这种操作，货币政策与财政政策能够形成有效联系，共同组成了宏观经济政策组合的根基，因而也成为我国正在探索建设完善的现代中央银行制度的题中之义。央行在一、二级市场买卖国债对货币信用体系、财政政策传导、以及实体经济的影响路径存在根本性差异。央行买卖国债是相当精密化、现代化、高效率的货币政策操作方式。

本文向您介绍央行买卖国债的实质及其与当前货币财政政策形势的联系，我国央行未来可能采取的二级市场买卖国债方式，并通过货币信用体系和财政体系传导机制的简要梳理阐明此种工具操作为何多数情形下是利率中性的。

一、为什么央行买卖国债是最古典、又最现代的货币政策工具？

信用货币本身不具备金银货币所蕴含的价值，唯有通过央行买卖国债这一最基本的货币投放方式，信用货币才被赋予了国家信用的本质。金银货币本来具有自身价值量高、国际国内流通效率高两大优势，但由于全球供给增长缓慢，在工业革命之后全球经济增速大幅提升的长期背景下，金银本位制、乃至其变种形态的布雷顿森林体系，分别因持续通缩的长期物价前景、以及美元绑定黄金、各国货币固定于美元的规则缺乏价格调整的灵活性而被逐步淘汰，1970年代至今全球货币体系已经完成完全的“信用货币化”转型。信用货币的币值来自中央政府信用背书而非自身价值，中央政府信用最直接的表现形态就是通过发行国债直接参与经济总产出的分配，并通过政府主动的财政政策操作来主动优化调控经济增长的结构、试图提升增长的可持续性。由此，国债成为信用货币发行最古典意义上的当然储备。考虑到现代经济环境下全球贸易的普及性，信用货币发行储备中包含有一定比例作为全球货币地位的外国国债，一定程度上有利于在全球化背景下稳定本币汇率。简而言之，信用货币发行的最古典、最实质的方式就是将本国和外国国债作为央行的资产储备。

图 1：美联储资产规模及结构（USD bn）

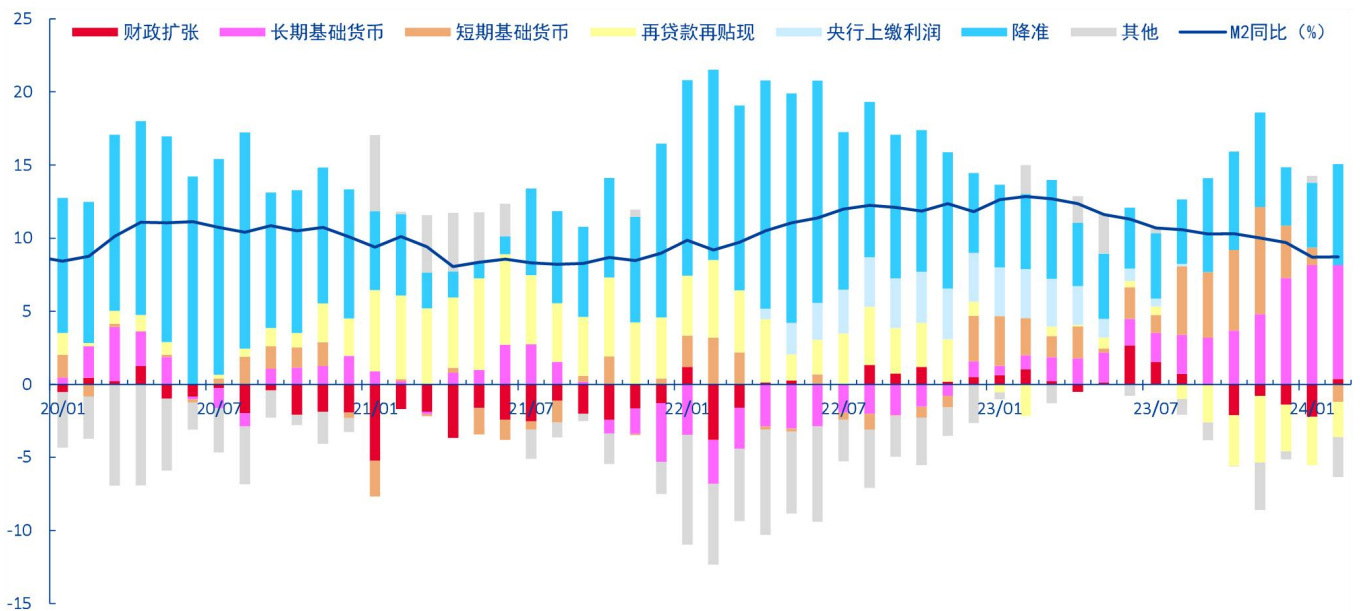


资料来源：CEIC，华金证券研究所

我国货币发行储备资产中，一度因外国国债等外汇储备资产增长过快而不需进行主动基础货币投放，主动货币投放自 2015 年才开始逐步探索，当前主流的主动投放工具可以认为都是央行二级市场国债买卖的变种形式。我国经济自 1992 年深化改革开放、2001 年成功加入 WTO 以

来，至 2008 年全球金融危机爆发外需大幅下滑之间的十几年中，由于迅速深度融入全球化生产分工，国内生产潜能快速激发，出口持续超高增长，经常账户顺差迅速转化为外汇储备资产，甚至超出当时人民币发行所需的储备资产需求，当时的货币政策主动操作以央行对商业银行发行央行票据冲销和回笼过度增长的外汇占款为主。全球金融危机爆发后，存量央票逐步到期又支撑了基础货币发行的资产储备需求直至 2014 年。自 2015 年开始，人民银行才开始面临真正意义上的主动基础货币投放需求，但考虑到对 1990 年代初之前财税金融体系相对关系较为模糊时期曾经出现的货币政策对财政赤字直接融资的规避，央行不但按照中央银行法的要求不进行一级市场买卖国债，甚至在二级市场买卖国债问题上也维持了相当谨慎的立场，构建了包括 MLF、PSL、再贷款再贴现等工具在内的主动基础货币投放工具体系，其实质都是依托于“类主权信用”的商业银行信用（特别是政策性银行、国有大型商业银行和国有股份制商业银行）和国债等利率债的主权信用“双层信用背书”结构，采取“抵押贷款”的变种形式，将国债和主权信用的政策性金融债为主的高评级债券作为基础货币投放的储备资产。这些工具本质上都是二级市场国债买卖的变种和过渡形式。

图 2：M2 同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

从这个意义上来看，当前采取的主动投放类工具，信用支持结构趋于复杂，数量投放效果和工具利率的政策含义相互勾连也带来了更大的政策理解的模糊性，这些工具的未来现代化形态仍是央行较为直接地进行二级市场国债买卖，后者也能够更好实现利率走廊构建、货币政策传导效率提升、货币财政政策关联清晰化等多项长期优化特征的建设完善，因而央行二级市场买卖国债也是最为现代化的基础货币投放工具。

二、当前货币财政形势下，央行买卖国债是否必要？是否迫切？

从三个角度出发，当前货币财政形势下，是央行开始酝酿回归二级市场买卖国债操作较为理想的时点，但从年内的短期时间维度来看，实际上并不十分迫切。

首先，随着 2023 年以来再贷款再贴现作为长期流动性投放工具发挥的作用日渐下降，降准成为近年来主要的中长期流动性投放方式，但降准过程不可逆，准备金率越频繁使用，就将越快接近央行认为调控货币乘数的下限临界点，长期来看对更稳定成熟高效的基础货币投放工具需求持续提升。回顾 2023 年，基础货币投放工具的运用结构发生重大变化，此前数年连续加快增长的再贷款再贴现工具有所收缩，而此前几年因成本较高而运用频率下降的 MLF 投放阶段性地接过基础货币增长的接力棒。从操作工具透明性和高效性的角度来看，MLF 作为二级市场交易国债的变种形式，两大特性都显著好于被贴上“结构性工具”标签、采用非公开操作形式的再贷款再贴现。但由于 MLF 的形式是质押贷款，其本身带有外生性的操作利率，这一利率水平在近年来国债收益率曲线整体趋于下移的过程中越来越突出地表现出成本较高的弊端，此外 MLF 每年到期，并不是真正意义上的长期流动性投放工具，频繁使用 MLF 仍可能导致商业银行不得不准备更多的超额准备金以应付可能突发的流动性紧张局面，这种成本和效率的损失如转化为二级市场买卖国债的方式则全部都会得到较好的解决。长期来看，包括 MLF、以及质押标的资产更具定向属性、效率更低成本更高的类似工具如 PSL 等，都是过渡性的基础货币投放方式。年初降准之后，央行官方披露当前商业银行加权平均法定准备金率已降至 7%，而近年来历次降准都附带有已降至 5% 的银行类金融机构不再继续下调的附带要求，显示央行将 5% 作为阶段性的法定存准率下限。按照当前信用扩张增长趋势对长期流动性的消耗速度来看，2% 的潜在降准空间基本还可运用两年左右，当前是较好的开始酝酿现代化的央行二级市场国债买卖交易工具操作规则的时机，但从立即推出该项工具的迫切性来看，当前实际上并不很高。

第二，当前使用的基础货币投放工具因同时兼具数量型和价格型工具的性质，而在一定程度上导致了利率和货币投放量之间关系的模糊性，进而一定程度上增加了央行与公众沟通货币政策立场的困难。如果转而采取二级市场买卖国债的方式，以随行就市的即时利率水平进行国债交易，就可以实质性区分作为交易工具的数量和作为中介目标的利率价格，从而为利率走廊的建立、收窄，利率走廊保证的刚性承诺可信度提升，银行体系信用创设效率的提高都提供了重大的体制性基础。现代中央银行理论认为，基础货币是央行可主动调控的货币供给量，来自实体经济的债务融资需求在货币信用体系中转化为内生性的货币需求量，货币市场的供需均衡形成均衡利率水平。作为货币政策制定和执行机构，央行需要在货币供给量和政策利率目标水平（区间）两者之间择一作为操作工具，另一作为中介目标，方能有效调控货币市场均衡。当前我国采取的数量型操作工具中，除法定存款准备金率之外，无论是 MLF、PSL，还是短期逆回购，抑或再贷款再贴现，都因其采取抵押贷款的形式投放基础货币，因而额外多出一个外生性的工具利率，这一利率又无法根据货币市场交易利率而高频灵活调整，因此利率目标和数量工具两者之间存有较大模糊性，从而无法构建带有央行数量型工具操作刚性保证的利率走廊机制，也因此无法通过利率走廊机制提升基础货币在商业银行体系内进行信用创设的效率。假如央行在未来转向采取以二级市场买卖国债为主的方式投放基础货币，则上述模糊性问题将很快得到有效解决。

第三，从财政政策需要货币政策配合的程度来看，当前财政扩张融资的力度尚在正常货币信用传导可以承受的范围之内，央行尚无需通过非传统的大规模一级市场购买的方式来应对巨额的流动性冲击，二级市场买卖所需的潜在规模仍然较小，最近几年内仍可通过降准或适度的 MLF 等既有流动性投放工具实现对冲。在正常的财政支出快速形成企业和居民部门收入并快速转化为新增需求的模式下，在合理的可控的财政赤字额度内，国债等财政赤字融资量可以由商业银行为主的金融体系在一级市场首先完成承接，经过短暂的政府存款归集（这一环节流动性缺口

较大) 环节后, 快速支出给企业和居民部门, 从而重新进入信用创设循环, 政府存款再度减少, 流动性缺口相应缓和。此类正常情况下, 对央行流动性投放的需求是少量、滚动的。我国当前的财政扩张基本就属于这种情况, 不但中短期来看既有的流动性投放工具就已经能够形成较好保障, 而且即便未来数年转为央行二级市场买卖国债为主, 也仍然可以用较小的投放量保障流动性合理充裕, 无需过度购买。

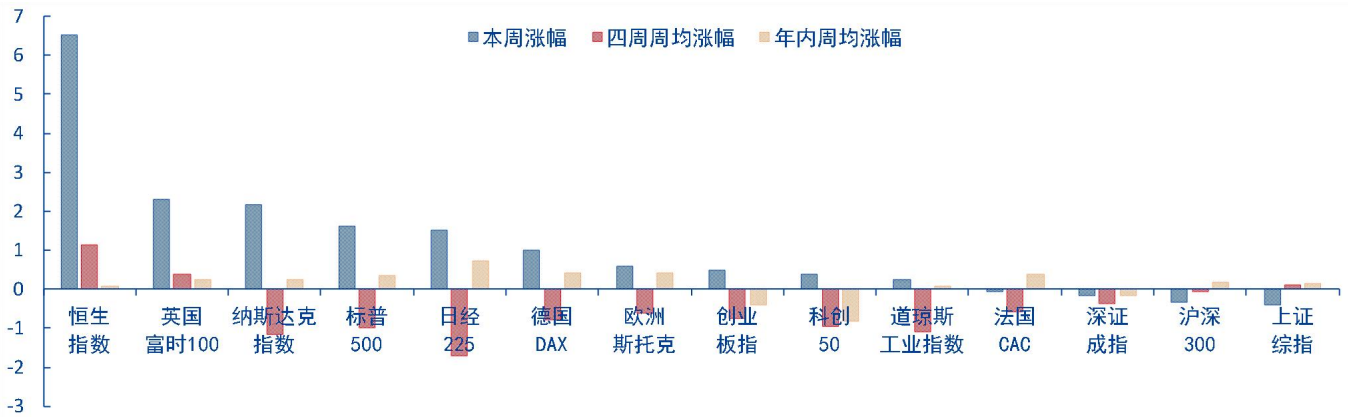
三、传导机制：为何二级市场买卖国债多数情况下是利率中性的？

二级市场买卖国债作为央行正当合理的高效率基础货币投放工具选择, 其合理程度的交易对无风险利率曲线的影响趋于中性, 而唯有在金融体系系统性风险集中暴露、或财政突然极速扩张债务规模而导致流动性冲击过载等情况下, 迫使央行绕过二级市场直接在一级市场购买长期国债的较为极端的假设条件下, 才会出现对长端利率的持续显著的压制。与当前我国仍处于合理区间的财政赤字融资形成鲜明对比的是美国 2020-2021 年的情况, 疫情冲击的前两年美国政府将赤字率陡然推升至战后最高水平, 过大的财政融资规模倒逼美联储不得不绕过有乘数效应但需要一定时间消化的二级市场, 直接从一级市场大举购买长期美债, 从而不可避免地造成了长端无风险利率的迅速压低, 也为后来的高通胀和货币政策立场迅速转向严厉紧缩、长债收益率上行过快、甚至引发个别中型商业银行挤兑风潮的风险集中暴露埋下了伏笔。与当时美联储激进地在一级市场购买国债的情形相比, 当前我国的财政货币政策都处在相当正常的区间内, 并无一级市场购买国债之必要性, 即便未来采取二级市场国债买卖的方式投放基础货币, 所需货币供给量也实属小幅可控。除非出现类似美国在 2008 年全球金融危机前后出现的银行业普遍深度涉足房地产市场衍生工具而暴露出巨大的资本侵蚀和信用收缩风险, 或者如 2020-2021 年美国财政极速扩张导致的流动性冲击风险, 否则我国建设现代中央银行制度所可能采取的二级市场国债买卖工具在央行交易量和保有量的角度来看都将只占到庞大的国债市场中的较小比例, 不足以对长期国债利率产生类似于美国两轮 QE 期间类似的长期压低作用。

风险提示：货币政策宽松力度不及预期风险。

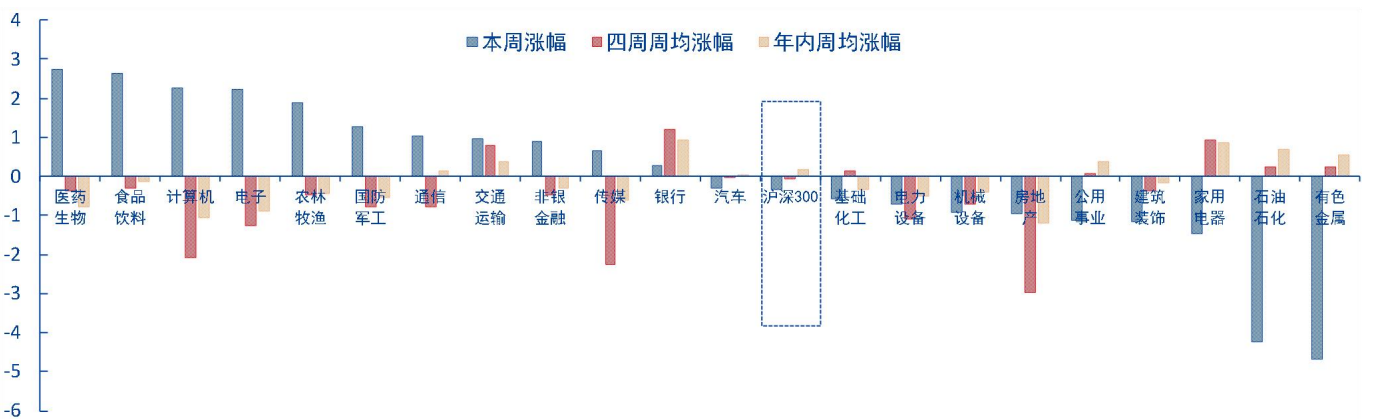
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 3: 全球股市: 本周恒生指数涨幅靠前, A股上证综指跌幅最深



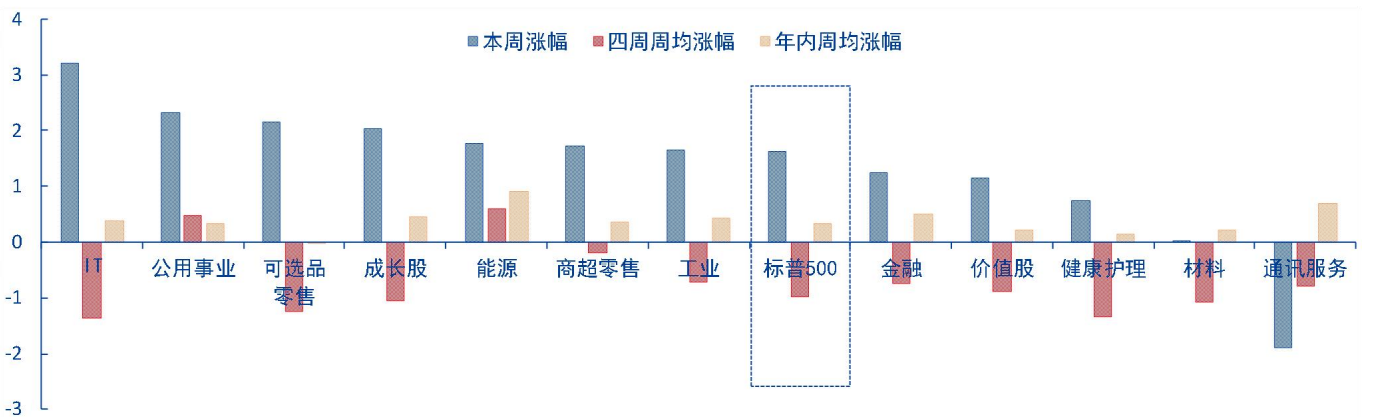
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 4: 沪深300及申万一级行业涨幅对比(%): 本周医药生物板块领涨, 有色金属板块跌幅较深



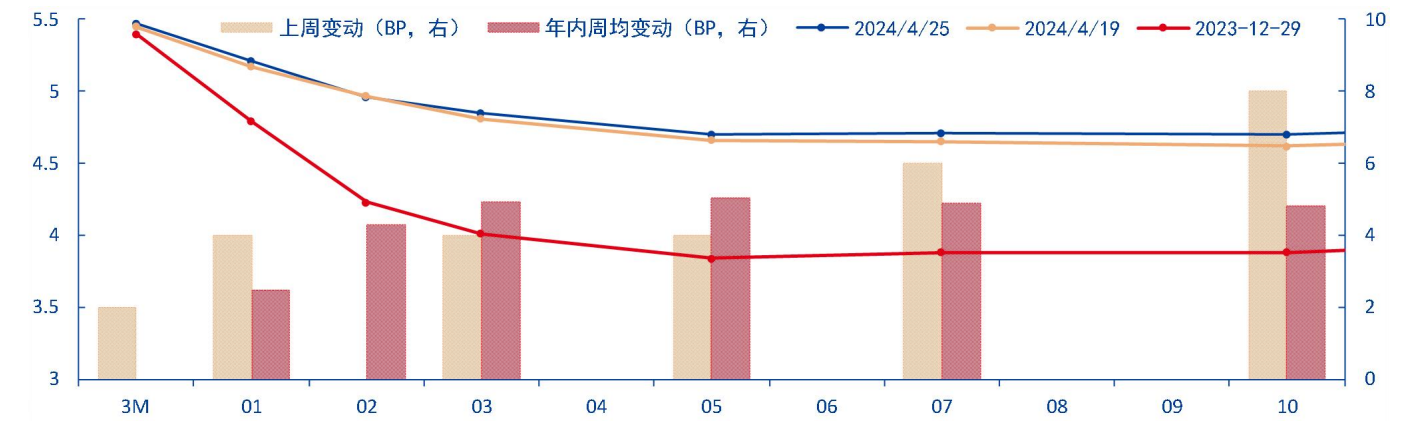
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 5: 标普500及行业涨幅对比(%): 本周IT板块领涨, 通讯服务板块跌幅较深



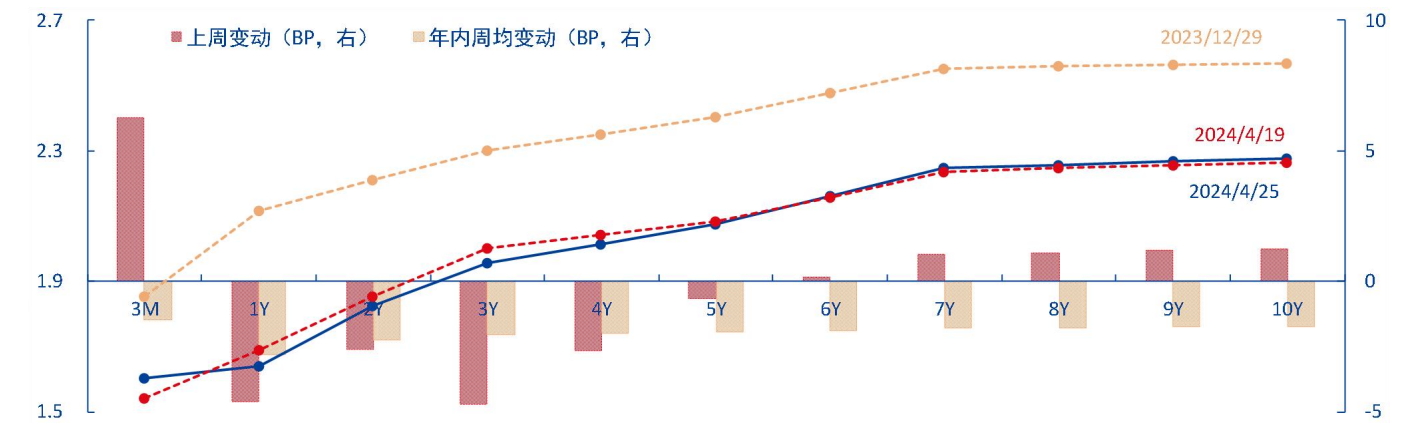
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 6：美国国债收益率变动幅度：本周美债收益率整体上行，长端上行较多



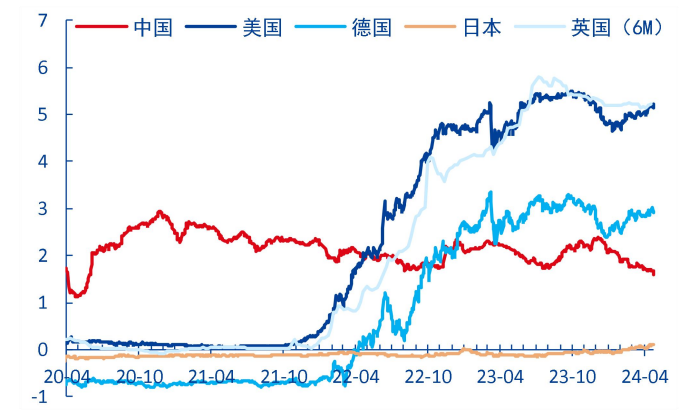
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 7：中国国债收益率变动幅度：本周 1Y 国债收益率下行较多



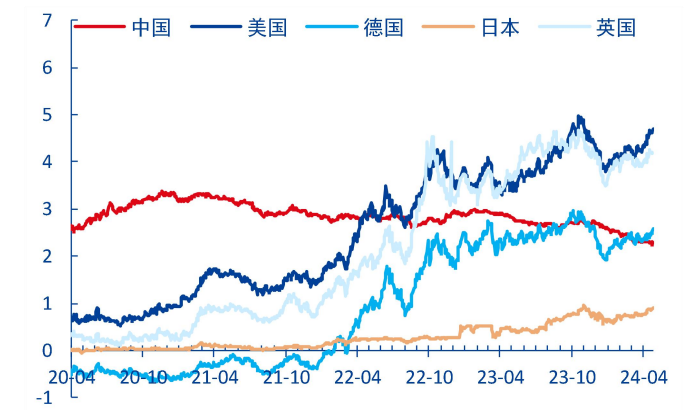
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 8：本周中国国债短端收益率下行约 9BP（%）



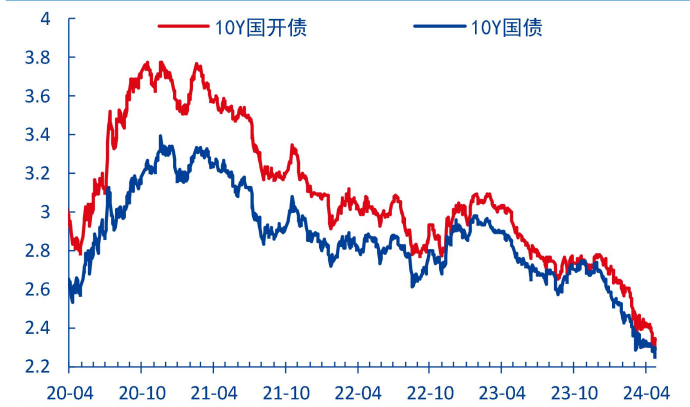
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 9：中美 10Y 利差有所扩大（%）



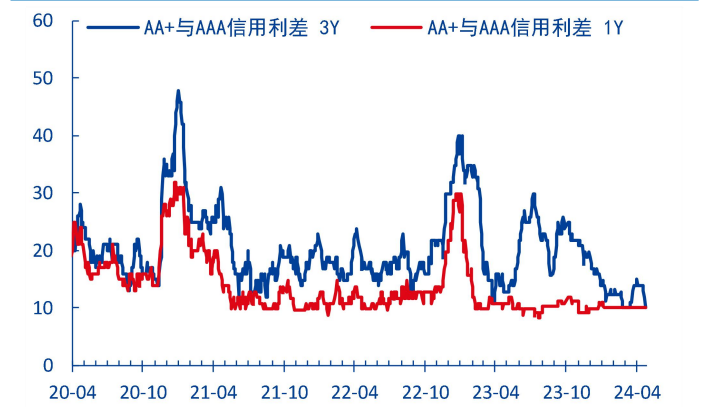
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 10: 10Y 国开债与国债利差有所扩大 (%)



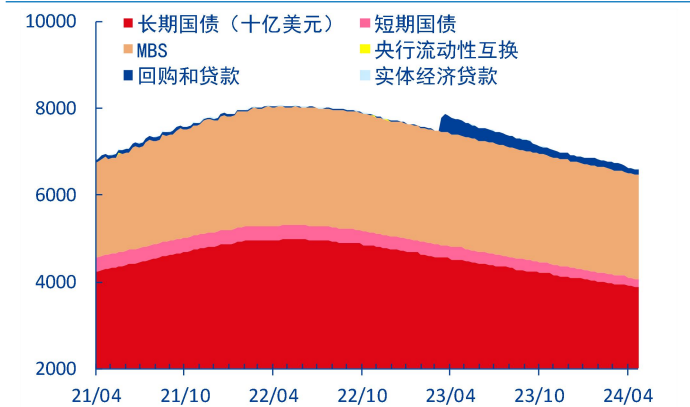
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 1Y 信用利差持平, 3Y 信用利差大幅缩小 (BP)



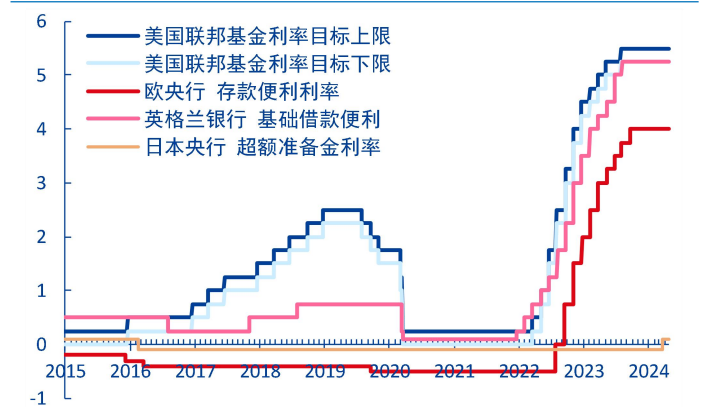
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 美联储本周资产规模有所减少 (USD bn)



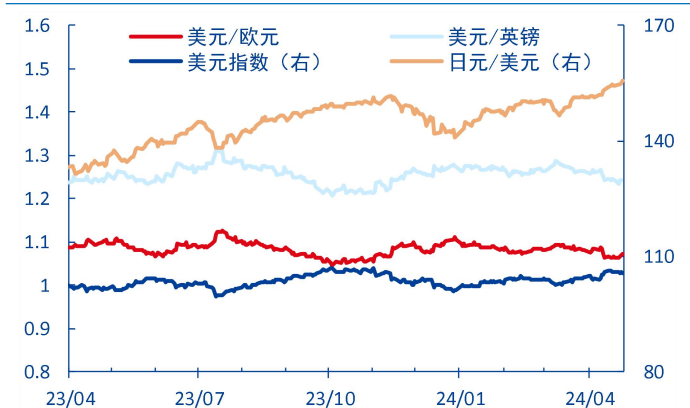
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 主要央行政策利率 (%)



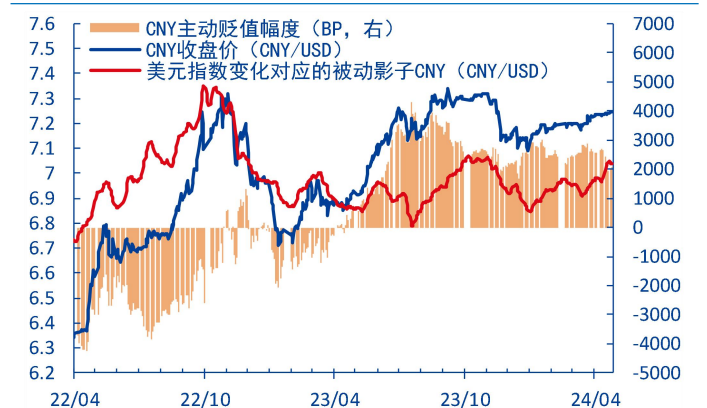
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 全球汇率: 美元指数基本持平



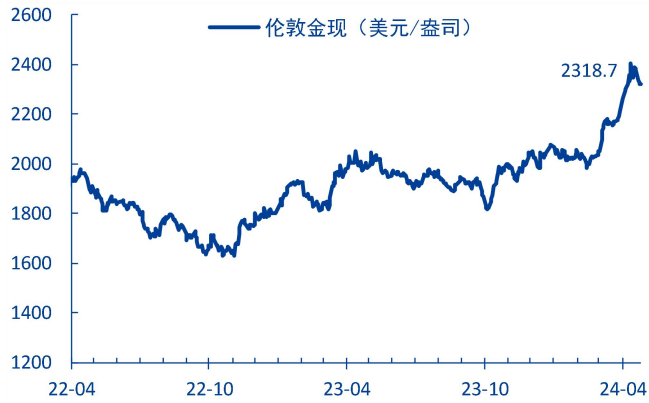
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: CNY 小幅贬值



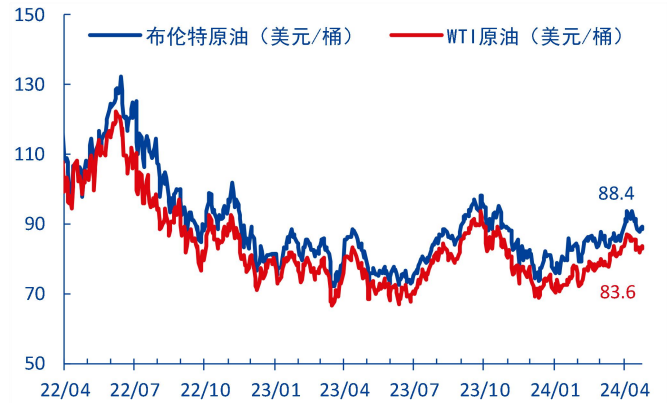
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 本周金价有所下行



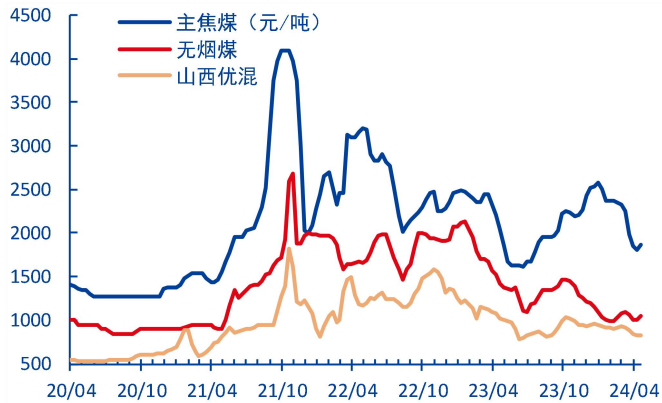
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 本周油价有所上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 4月中下旬煤炭价格有所上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 本周铜价有所下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn