

# 如果央行买国债：是什么、怎么做、有何影响？

2024年05月03日

近期，中国人民银行有关部门负责人接受《金融时报》记者采访，再度提及央行买卖国债等话题。

## ► 是什么？货币寻锚再启程

货币寻锚是为合意的货币信用扩张和流动性投放找到基准。从布雷顿森林体系到石油美元再到美债，战后美元从实物锚切换到虚拟锚，本质是美国的综合国力。

人民币的寻锚之旅：2002-2012年，我国国际收支双顺差，外汇储备持续积累，人民币的锚主要是外汇。2013年后，经济增长动能从外贸向内生过渡，人民币开始更多锚定于银行体系。近年诸多因素呼唤人民币寻找新锚，如果央行启动购买国债，表象是丰富了货币政策工具箱，**本质上是人民币开始更多锚定于主权信用，基石同样是综合国力。**

## ► 央行怎么操作：可买可卖，可定向可自由

**我国央行买卖国债与海外央行QE微观机制类似，但政策定位截然不同，大概率是一种相对中性的货币政策工具：可买可卖，对基础货币和流动性投放的控制也是双向的。**

我国央行在二级市场买卖国债并非新鲜事，定向买卖和自由买卖都有先例。如果当前央行启动购买国债，是定向还是自由买卖尚需明确，但特别国债发行是一个重要契机。

## ► 有何影响？工具更丰富，影响力更强

央行买卖国债丰富了政策工具箱，理论上可更好对冲财政发债对流动性的扰动。**更重要的是，央行可以提高对债券利率曲线的影响力。**健康的债券利率曲线至关重要，例如斜率向上的利率曲线结构可以彰显相对积极的远期经济预期，也有利于保护银行和保险等金融机构的资产端收益。

**此外，央行买卖国债可以为超长端利率提供锚定，央行在二级市场买卖超长期国债的成交价格将为市场交易提供重要参照。**

## ► 海外央行的经验：YCC、扭曲操作

一是限制利率水平，例如收益率曲线控制（YCC），主要是为政府融资服务。二是管理利率曲线结构，例如扭曲操作（Operation Twist），通过压低长端收益率刺激经济增长。**前者会导致央行扩表而不必然要求央行大量购买国债，后者则会改变央行持有的国债期限结构。**

**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.政治局会议点评：核心要点和市场影响-2024/04/30
- 2.国内经济高频周报：4月第4周：4月高频、PMI和会议前瞻-2024/04/28
- 3.全球大类资产跟踪周报：海外滞胀风险显现，外资大幅流入A股-2024/04/27
- 4.国内经济高频周报：4月第3周：内政、外交和一季度经济-2024/04/22
- 5.2024年3月经济数据点评：一季度经济的三个核心要点-2024/04/22

# 目录

1 是什么？货币“寻锚”再启程 .....	3
2 怎么做？可买可卖，可定向可自由 .....	4
3 有何影响？工具更丰富、影响力更强 .....	5
4 风险提示 .....	7
插图目录 .....	8

## 1 是什么？货币“寻锚”再启程

**为什么货币要有锚？**《中国人民银行法》第三条指出：货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长，币值稳定对外是汇率、对内是通胀，**合意的币值水平有助于经济发展，合适的货币锚则有助于实现币值在合意水平上的稳定。**

**具象的说，货币的锚是国家发行货币的参照基准。**  $M2 = \text{基础货币} * \text{货币乘数}$ ，其中货币乘数受经济的信用派生机制影响，基础货币则由央行的货币发行量决定，**因此货币“寻锚”是为合意的货币信用扩张和流动性投放找到基准。**

以美元为例，从布雷顿森林体系到石油美元再到美债，战后美元从实物锚切换到虚拟锚。**以美债为锚的本质是综合国力**，包括而但不限于在科技、军事、资源等领域的国际力量对比。近期黄金和资源品价格脱离传统美元美债框架上涨，引发了许多关于美元信用体系稳定性的讨论，虽然未来演进还需要观察，但是近年美债规模的大幅扩张和国际力量对比的深刻调整无疑是重要因素。

全球视角，小国往往依附于美元（固定汇率制或直接美元化），代价是缺少货币政策独立性；大国往往拥有主权货币，采用浮动汇率制，换取更大的货币政策独立性，同时承担更多内外兼顾的责任。

**回到国内，过去二十年，人民币也经历了一段“寻锚”之旅。**删繁就简来说，储备货币（也就是基础货币）位于央行资产负债表的负债端，当前占比约 81%；对应的**资产端就是基础货币的锚**，核心是三项：外汇占款、对其他存款性公司债权、对中央政府债权，合计占比超过 90%。

2002-2012 年，我国外贸腾飞，国际收支经常账户和资本金融账户双顺差，外汇储备持续积累，**外汇占款**一度占到央行总资产的 80%以上。**这一阶段人民币的锚主要是外汇**，在此基础上，央行还通过发行央票、提高准备金率等方式贮藏外汇、减缓基础货币投放、抑制货币乘数，以防止经济过热。

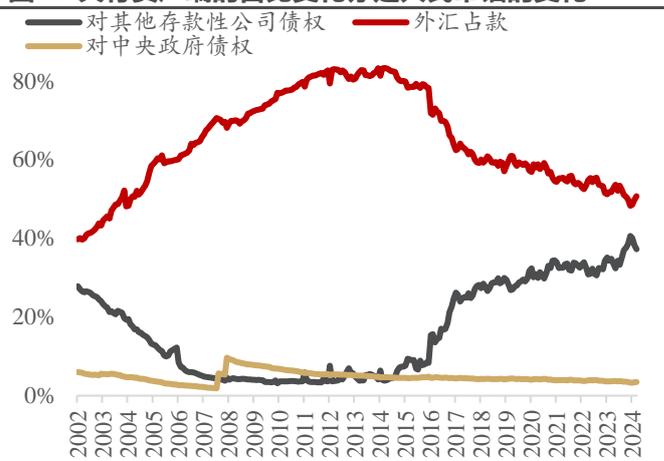
从 2013 年开始，我国经历刘易斯拐点，外汇储备规模趋于稳定，经济增长动能从外贸向内生过渡。这一阶段，央行除了通过央票到期、降准等方式释放此前贮藏的基础货币、提升货币乘数，还完善了货币政策框架，创设/优化了 OMO/MLF/PSL 等基础货币投放机制，**对其他存款性公司债权**占央行总资产的比重从 5%不到上升到当前的 40%左右，**人民币开始更多锚定于我国的银行体系。**

**近年来，诸多因素呼唤人民币寻找新锚。**例如，商业银行净息差已经压缩至较低水平，央行表示货币政策需统筹考虑**银行资产负债表健康**；再例如，房地产形势变化和地方隐债压力指向过往的信用派生方式难以维系，新的内生机制尚未有效形成，中央政府在**信用扩张**过程中的重要性越来越高；另外，随着准备金率降至 7%，央行亟需寻找**投放中长期流动性的工具**。**如果央行启动购买国债，是在资产端增加对中央政府债权，负债端相应形成基础货币投放，丰富了货币政策工具箱，人民币开始更多锚定于国债，即主权信用，基石则是综合国力。**

**图1：我国央行的资产负债表结构（2024.03）**

资产端	比重	比重	负债端
国外资产	54%	81%	储备货币(基础货币)
外汇(中央银行外汇占款)	51%	26%	货币发行
黄金	1%	5%	非金融机构存款
其他	2%	49%	其他存款性公司存款
对政府债权	4%	1%	不计入储备货币的金融性公司存款
中央政府	4%	0%	债券发行
对其他存款性公司债权	38%	1%	国外负债
对其他金融性公司债权	0%	14%	政府存款
对非金融公司债权	0%	0%	自有资金
其他资产	5%	2%	其他负债
总资产	100%	100%	总负债

资料来源：WIND，民生证券研究院

**图2：央行资产端的占比变化亦是人民币锚的变化**


资料来源：WIND，民生证券研究院

## 2 怎么做？可买可卖，可定向可自由

我国央行买卖国债与海外央行 QE 截然不同，且其政策定位却大概率是一种相对中性的货币政策工具。

《中国人民银行法》规定央行不能在一级市场购买国债，可以在公开市场（二级市场）买卖国债。既然可买可卖，对基础货币和流动性投放的控制自然也是双向的。央行有关部门负责人在接受《金融时报》采访时提到，“未来央行开展国债操作也会是双向的”、“一些发达经济体央行在常规货币政策工具用尽情况下，被迫大规模单向买入国债来实现货币政策目标，而我国坚持实施正常的货币政策，人民银行买卖国债与这些央行的量化宽松（QE）操作是截然不同的”。

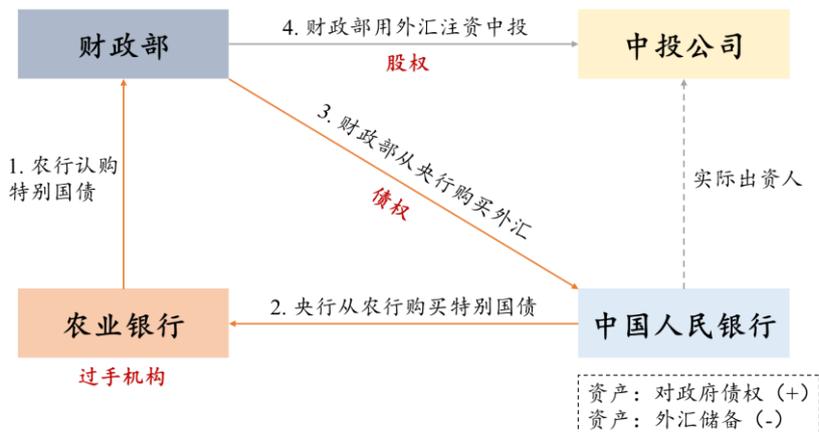
我国央行在二级市场买卖国债并非新鲜事，当前央行仍然持有约 1.5 万亿元对中央政府债权。我国央行历史上的买卖方式，有定向买卖和自由买卖两种模式。

**定向买卖主要是 2007 年财政部为筹措中投公司资本金而发行特别国债。**具体流程是：1) 财政部向农业银行定向发行 1.35 万亿元国债，向社会公众公开发行 2000 亿元国债；2) 财政部将筹集的 1.55 万亿元人民币资金用于向央行购买等值外汇；3) 央行用出售外汇换取的人民币资金向农业银行购买 1.35 万亿元国债。

**自由买卖则是从 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。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；买卖标的除了国债，部分政金债也在交易范围之内。

**如果当前央行启动购买国债，是定向还是自由买卖尚需明确，但特别国债发行是一个重要契机。**两会政府工作报告提出“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债”，央行启动购买可以顺势、顺序完成国债入表，便于后续实现“双向操作”，还有助于承接短期银行间流动性压力；而且相比于 7 天的逆回购和 1 年的 MLF，超长期国债也保障了新工具存续的稳定性。

图3：2007年财政部定向发行特别国债、央行定向购买的流程示意图



资料来源：财政部，民生证券研究院

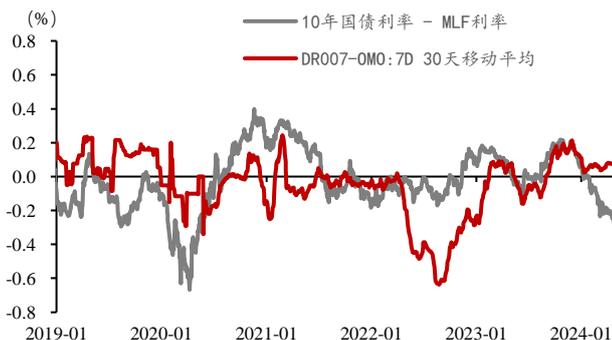
### 3 有何影响？工具更丰富、影响力更强

央行买卖国债丰富了流动性工具箱，理论上可以更好地对冲财政发债对流动性的扰动。近年来，随着政府债券融资在社融的比重持续提升，财政行为对银行间流动性的影响越来越大。央行依靠OMO和MLF应对中短期资金面波动，依靠降准应对中长期流动性缺口，唯独缺少应对财政收支波动的工具。央行买卖国债，理论上可以更好对冲财政对资金面的扰动，例如，央行可以在债券发行的日内同步买入等量同期限债券，将新发国债对银行间流动性的影响降至最低。

更重要的是，央行可以提高对债券利率曲线的影响力。健康的债券利率曲线至关重要，斜率向上的利率曲线结构可以彰显相对积极的远期经济预期，同时也有利于保护银行和保险等金融机构的资产端收益。

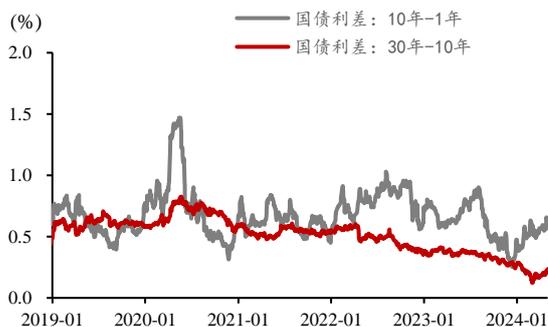
央行买卖国债可以为超长端利率提供锚定。当前，短端国债利率（1年期）有逆回购利率为锚，长端国债利率（10年期）有MLF利率为锚，而超长端国债利率（30年期）则缺锚，这也是今年以来30-10年国债利差一度大幅压缩至仅12BP、而10-1年国债利差还可以保持在40BP以上的重要原因。当央行在二级市场买卖超长期国债，其成交价格将为市场交易提供重要参照。

图4：1年国债锚定逆回购，10年国债锚定MLF



资料来源：WIND，民生证券研究院

图5：30-10年国债利差一度压缩至12BP



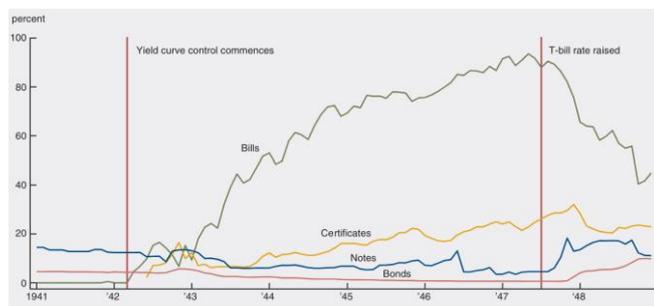
资料来源：WIND，民生证券研究院

这类操作在海外央行的实践中也经常出现。

一是对利率绝对水平进行限制，最为典型的是收益率曲线控制（YCC），主要是为政府融资服务。例如，二战期间，美国政府为了支持战争融资，财政部和美联储通过设定收益率的上限来稳定政府债券市场。二战后，英国面临着重建国家的巨大财政压力，为了支持政府的融资需求并稳定债券市场，英格兰银行在 1945-1947 年间明确将长期利率的目标设定在 2.5%，通过积极购买政府债券控制长期利率。

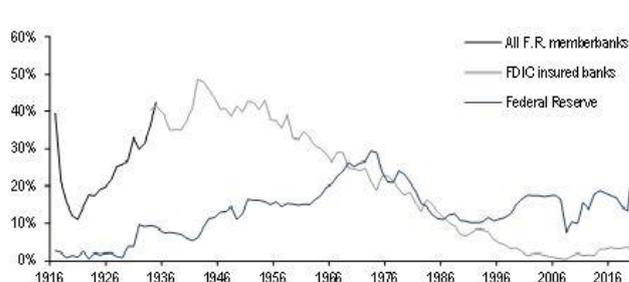
值得注意的是，YCC 的最终目的是引导债券利率，而购买国债只是引导手段，实际上央行无须大量购买国债即可达成目标。仍以二战美国为例，1940-1945 年间，美国有息国债大幅增加，但私营部门商业银行增持的国债规模要远大于美联储增持的规模，且美联储以增持短期国债为主，而非长期国债。

图6：1941-1947 年美联储持有债券结构



资料来源：Fed，民生证券研究院

图7：美联储与商业银行持有美债占比



资料来源：Antoine Martin and Joshua Younger 《War Finance and Bank Leverage: Lessons from History》，民生证券研究院

2016 年，日本为实现通胀目标，也引入过 YCC。2016 年 9 月，日本央行将政策框架修改为“将 10 年期政府债券的收益率目标设定 0%左右”。YCC 对金融市场的影响迅速显现，日本 10 年期国债收益率稳定在 0%附近，并在接下来的两年中保持了显著的稳定性。同时，虽然日本央行声明资产购买目标保持不变，YCC 引入后，其资产购买的步伐显著放缓。但就实现通胀而言，YCC 并不成功，日本核心通胀率 2021 年之前没有太大起色。

二是对利率曲线结构进行管理，最为典型的是扭曲操作（Operation Twist），主要目的是通过压低长端收益率，刺激经济增长。

扭曲操作是通过公开市场操作同时买卖短期和长期政府证券，以扭曲收益率曲线，从而影响市场流动性。该工具由美联储在 1961 年首次使用，美国财政部同步减少长期债券发行量、增加短期债券发行量，通过压平利率曲线的方式支持美国经济增长。2011 年，美联储再次使用扭曲操作来促进金融危机后美国经济的恢复。

值得注意的是，收益率曲线控制和扭曲操作都要求中央银行买卖国债，但前者会导致中央银行扩表（净买入长期债券），而后者则不必然扩表，而是会改变中央银行持有的国债期限结构（买入长期+卖出短期）。

## 4 风险提示

1) **货币政策超预期。**若央行货币政策发生大幅度调整，本文分析的情况会与实际有较大的偏差。

2) **银行监管规则调整。**若银行监管规则调整，商业银行的资产负债表健康程度需要重新评估，也会导致货币政策调控思路的变动。

## 插图目录

图 1: 我国央行的资产负债表结构 (2024.03) .....	4
图 2: 央行资产端的占比变化亦是人民币锚的变化.....	4
图 3: 2007 年财政部定向发行特别国债、央行定向购买的流程示意图 .....	5
图 4: 1 年国债锚定逆回购, 10 年国债锚定 MLF.....	5
图 5: 30-10 年国债利差一度压缩至 12BP .....	5
图 6: 1941-1947 年美联储持有债券结构.....	6
图 7: 美联储与商业银行持有美债占比.....	6

## 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