

# 宏观经济专题研究

## 他山之石：从联储购债看央行交易

### 核心观点

按照中央金融工作会议要求，央行买卖国债或已箭在弦上。我国央行将如何进行操作？与现有工具怎样分工配合？怀揣这些疑问，不妨参考次贷危机前美联储是如何进行常态化国债交易的。

对次贷危机前的美联储操作框架做初步梳理，不难发现中美两国央行的操作思路高度相似，甚至形成了可以对位的“镜像关系”。数量型框架下，双方均形成了长短结合的投放组合，并围绕“结构性流动性紧缺”这一调控范式，刻意形成长期流动性缺口，以增强短期回购操作的有效性和调节能力。

两国央行的核心差异在于长期流动性投放方式。由于我国暂未启动现券买卖，长期流动性的来源主要是通过降准释放2014年前冻结的外汇占款，并辅以MLF这一“超长期”逆回购。随着法定准备金率逐步接近5-6%的“合意区间”，央行将逐步启动国债买卖，用于投放长期流动性。

我们认为央行即将开展的常态化现券操作，可能具备以下特征：

**一是主要定位是长期流动性投放工具。**这意味着：首先，降准的功能将被部分替代，转为“信号”工具。其次，央行将以净买入为主。常态进行国债吞吐后，全年净买入量或不低于单次降准25BP，对应释放基础货币5000亿元以上，并将逐步取代外汇占款成为央行主要资产。随着“退休国债”增加，财政付息压力也将得到缓解。再次，价格信号偏中性。一般情形下，国债吞吐只作为流动性投放主体，而利率管理更多将沿用现有范式，通过逆回购等工具引导。当然，特殊情形下，不排除央行启用“收益率曲线管理”这一潜在功能。

**二是操作频率和规模相对有限，对市场供需的影响较为可控。**在“起步期”，央行的核心任务在于解决“有无”的问题。因此或采取“小步快跑”的策略，交易频率可能明显高于降准，介于每月1-2次之间，最终形成周度或双周度的常态化操作模式。按前述全年投放量估算，央行月度净买入约400-500亿元人民币，对市场整体供需影响可控。

**三是配置结构上，有望遵循“中性原则”，以降低对利率曲线的扭曲。**我国国债的结构特征与美国存在较大差异，期限分布总体“右偏”，长期国债占比较高。若央行遵循“中性原则”，按存量国债结构进行配置，则对利率曲线影响将较为均衡。需要提示的是，由于我国国债平均久期较长，央行若效仿美联储，通过持有到期不续做的方式减持约束较多，因此必要时可能进行现券卖出，即《金融时报》4月23日刊文强调的“双向操作”。

**风险提示：**海外市场动荡，海外经济进入衰退。

### 经济研究·宏观专题

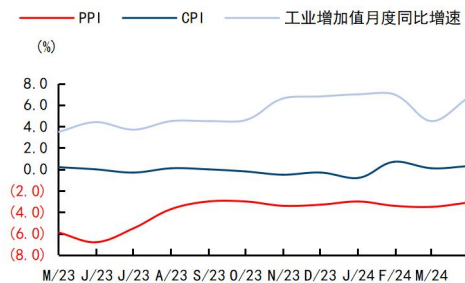
证券分析师：董德志 021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S098051310001

联系人：田地 0755-81982035  
tiandi2@guosen.com.cn

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	4.20
社零总额当月同比	2.30
出口当月同比	7.60
M2	7.20

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《2024年中国经济的韧性体现在哪里？》——2024-06-06
- 《宏观经济专题研究-周期系列二：寻找虚拟世界的周期锚》——2024-06-03
- 《宏观经济专题研究-政策组合轮盘-货币政策与财政政策组合分析及其影响研究》——2024-05-31
- 《宏观经济专题研究-周期系列之一：康波一穿越迷雾的灯塔》——2024-05-27
- 《宏观经济专题研究-地产去化新模式：“以旧换新”面面观》——2024-05-24

## 内容目录

背景：数量型体系下“以量引价”的美联储 .....	4
问题一：美联储的流动性体系是如何构建的？ .....	5
问题二：美联储具体是怎么操作的？ .....	6
问题三：美联储能在一级市场买国债吗？ .....	10
问题四：美联储如何决定购买规模？ .....	11
小结：对我国央行操作的启示 .....	12

## 图表目录

图 1: 美联储操作框架的切换, 背后是流动性管理思路的深刻转变 .....	4
图 2: 数量型框架下, 美联储通过调节资金供给影响利率 .....	5
图 3: 价格型框架下, 美联储直接设定“管制利率” .....	5
图 4: 数量型框架下, 资产购买是流动性的躯干, 回购更多发挥调节职能 .....	5
图 5: 美联储通过购买国债等资产扩表 .....	6
图 6: 次贷危机前, 美联储增持国债主要用于支撑现金发行 .....	6
图 7: 次贷危机前美联储 SOMA 账户极少出现净减持 .....	6
图 8: 正常时期, 直接持有证券占美联储资产 9 成左右 .....	6
图 9: 美联储持有国债目标比例 .....	7
图 10: 美联储持有国债的期限结构变迁, 在数量型框架下遵循“中性原则”, 避免扭曲市场 .....	8
图 11: 美联储购买付息国债的分步限制条件 .....	8
图 12: 美联储购买贴现国债的分步限制条件 .....	8
图 13: 美联储通过正回购投放流动性的机制 .....	9
图 14: 通过对资金供给的高频边际调整, 美联储完成加息 .....	9
图 15: 次贷危机前, 美联储的回购规模及频率 .....	10
图 16: 2006 年美联储不同类型回购操作的投标倍数 .....	10
图 17: 货币发行(现钞)是次贷危机前美联储的主要负债 .....	11
图 18: 除少数特殊时期外, 美元现钞需求较为稳定 .....	11
图 19: 财政一般存款目标余额极低, 但波动剧烈 .....	12
图 20: 次贷危机后, 美联储成为财政存款主要存放地 .....	12
图 21: 我国存量国债久期结构 .....	13

按照中央金融工作会议要求，央行买卖国债或已箭在弦上。我国央行将如何进行操作？与现有工具怎样分工配合？怀揣这些疑问，不妨参考次贷危机前美联储是如何进行常态化国债交易的。

## 背景：数量型体系下“以量引价”的美联储

某种意义上，次贷危机带来的不仅是金融监管的变革，也彻底改变了美联储。今天市场熟知的 25BP “利率走廊”，近乎等同量化宽松的“国债买卖”，在 16 年前并不是今天的样子。这种变化的根源是次贷危机后美联储的“大放水”，迫使其放弃了持续半个多世纪的数量型框架，提前完成了向价格型的跨越。

图1: 美联储操作框架的切换，背后是流动性管理思路的深刻转变



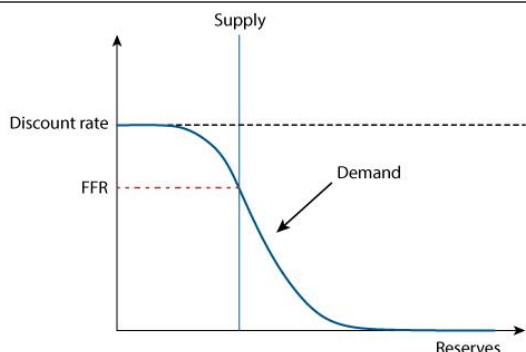
资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

**数量型框架下，联邦基金目标利率并非一个区间，而是一个点位。**美联储公开市场操作围绕这一目标点位进行，市场利率（EFFR，实际联邦基金利率）偏低时，美联储收紧资金投放，利率上行，反之亦然。这与当前我国央行的利率调控手段颇为相似，也是数量型框架的典型特征。**其有效性建立在基础货币的相对紧缺上：较少的准备金存量使得利率对资金变化极为敏感，例如 2005-2007 年间商业银行在美联储的总准备金规模仅维持在 100-300 亿美元之间，10 亿美元量级的吞吐即会对资金供需和利率施加有效影响。**

次贷危机后，各类应急流动性工具先将准备金规模推高至 6000 亿美元，随着量化宽松启动，水位迅速突破万亿。至此，美联储由此前的“**稀缺准备金体系**”（scarce reserve regime）转为“**充裕准备金体系**”（abundant reserve regime）。巨大的货币基数意味着公开市场操作对资金价格的影响微乎其微，美联储转而进化为最大的资金“收储机构”：通过直接设定准备金利率（IOR）和隔夜逆回购利率（ON RRP）两大资金“收储价格”（即“管制利率”（administrative rates），银行、非银等合格机构可以无限量地按此收益率将资金交存美联储），完成了利率走廊的构建和向价格型体系的转型。

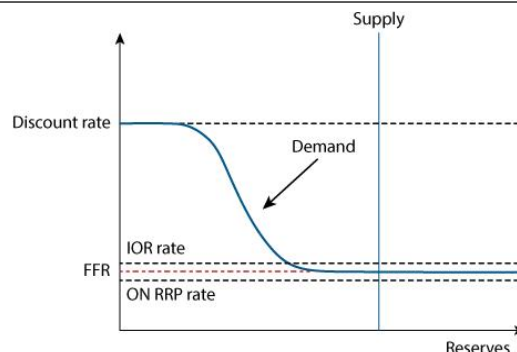
当前，我国货币政策操作体系恰处于由数量型向价格型转型的过程中。因此，次贷危机前期（2005-2007）美联储的数量型框架对理解下一步我国央行面临的调整 and 选择具有重要参考意义。鉴于美联储操作体系的复杂性，本文将从四个问题切入，尝试梳理国债交易在其中扮演的角色。

图2: 数量型框架下, 美联储通过调节资金供给影响利率



资料来源: 美联储, 国信证券经济研究所整理

图3: 价格型框架下, 美联储直接设定“管制利率”



资料来源: 美联储, 国信证券经济研究所整理

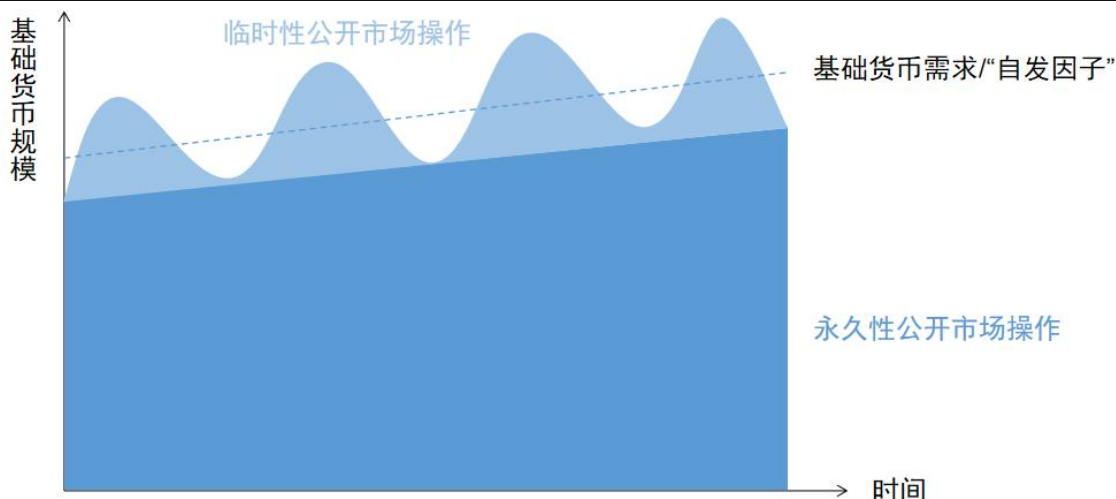
## 问题一: 美联储的流动性体系是如何构建的?

数量型框架下, 美联储的政策工具箱可以分为主动型和被动型工具。被动型工具包括常设的贴现窗口 (discount window) 和 Maiden Lane、CPFF、MMIFF 等应急性结构工具, 这些工具的特点是使用者发起申请, 美联储被动审核。本文聚焦反映美联储政策意图的主动型工具, 主要有两类:

回购工具 (repos), 包括短期回购 (short-term repos) 和长期回购 (long-term repos);

资产购买 (outright purchase), 主要标的即美国财政部发行的国债。

图4: 数量型框架下, 资产购买是流动性的躯干, 回购更多发挥调节职能



资料来源: 国信证券经济研究所绘制

两者共同构成美联储公开市场操作的主体, 但“分工”有所差异, 且高度互补。简单而言, 资产购买侧重于“放量”, 主要用于满足基础货币持续的扩张性需求; 回购交易侧重于“调节”, 既可以“削峰填谷”平滑流动性扰动, 也用于调控市场资金利率, 执行货币政策委员会 (FOMC) 的利率决议。

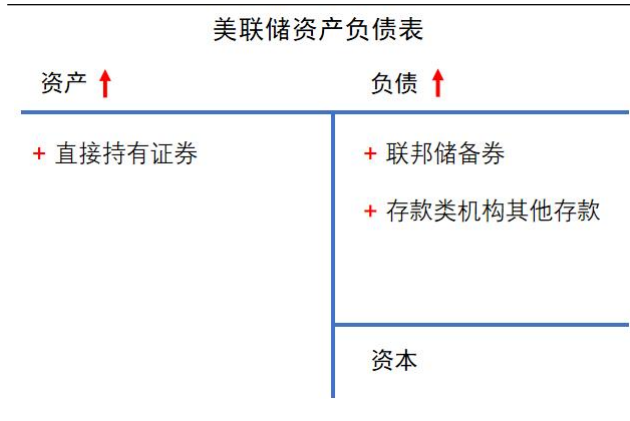
在实际操作中, 美联储会刻意将资产购买投放的长期流动性保持在略低于总需求

水平(参见问题四)的位置,从而形成“结构性缺口”(structural deficiencies),将这部分空缺通过更为灵活的回购资金填补,进而放大回购操作的边际效用。这与2015年后我国央行依托OMO、MLF等工具逐步形成的“结构性流动性短缺”调控体系有异曲同工之妙。

## 问题二：美联储具体是怎么操作的？

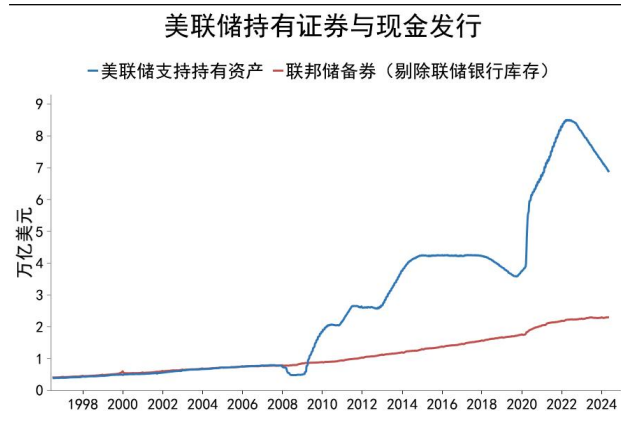
资产购买是数量型框架下美联储满足基础货币需求的主通道。投放机制上,美联储买入国债等资产进行扩表,资产端的“直接持有证券”(securities held outright)与负债端的货币发行(即“联邦储备券”,federal reserve notes)与准备金(即“存款类机构其他存款”,other deposits held by depository institutions)同时增加。频率低、规模小、单向买入是其主要特征。

图5: 美联储通过购买国债等资产扩表



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

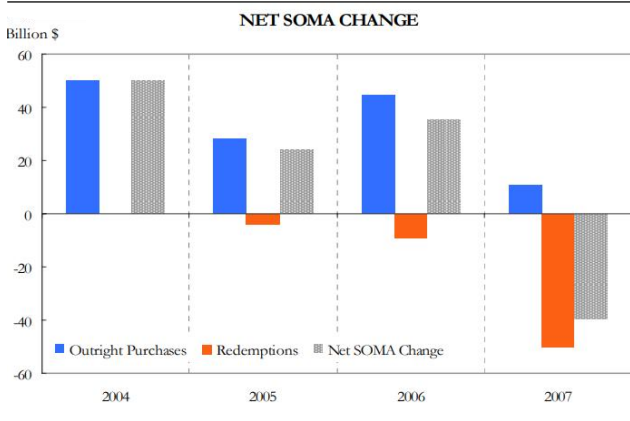
图6: 次贷危机前, 美联储增持国债主要用于支撑现金发行



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

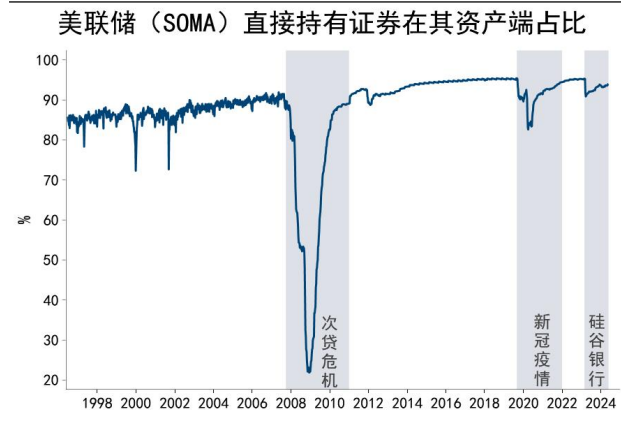
数量型框架下, 美联储购买国债等资产主要用于支撑货币发行。如前所述, 这一时期准备金稳定在100-300亿美元的极低水平, 基础货币主要以现金的形式存在。美联储通常每周在二级市场进行一次购债操作。2004年-2006年, 美联储分别进行了40次、24次和39次现券交易, 平均单次增持12.8亿美元、10.4亿美元和9.2亿美元。

图7: 次贷危机前美联储 SOMA 账户极少出现净减持



资料来源: 纽约联储, 国信证券经济研究所整理

图8: 正常时期, 直接持有证券占美联储资产九成左右

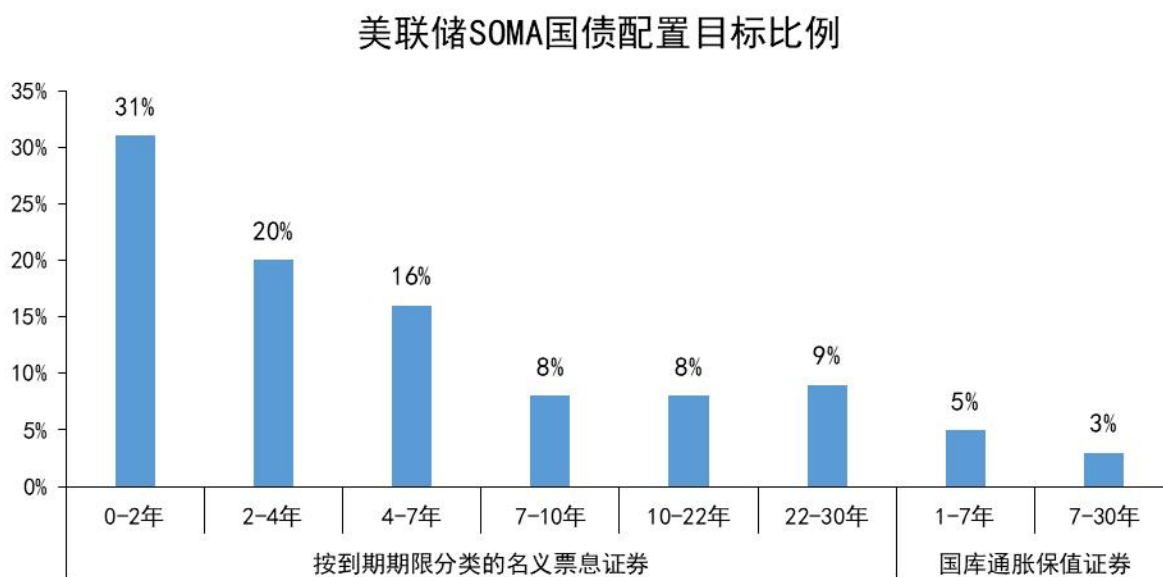


资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

此外，美联储主要作为配置盘而非交易盘参与二级市场。次贷危机前美联储仅在1989年和2007年对其系统公开市场账户（SOMA）持有的国债进行过净减持。这一方面是因为在“结构性缺口”下，美联储配置债券等资产释放的基础货币规模持续低于市场需求，因此较少受阶段性流动性过剩压力的波及，另一方面避免卖出也可以减少对市场带来不必要的扰动。确实需要减持时，美联储通常通过到期不续做（redemption）的方式进行。因此，尽管单次购买的规模并不高，但单向操作的特征使美联储持有的债券规模快速扩大，在资产端占比居于绝对主导地位（2004-2006年间均维持在90%附近），成为基础货币供给的“锚”。

对于如何配置债券，美联储也有明确的规定，其核心目标在于“限制公开市场操作对正常市场功能的影响”，并使其对债券供给的影响“相对中性”（relatively neutral）。具体而言，主要包括三个方面：

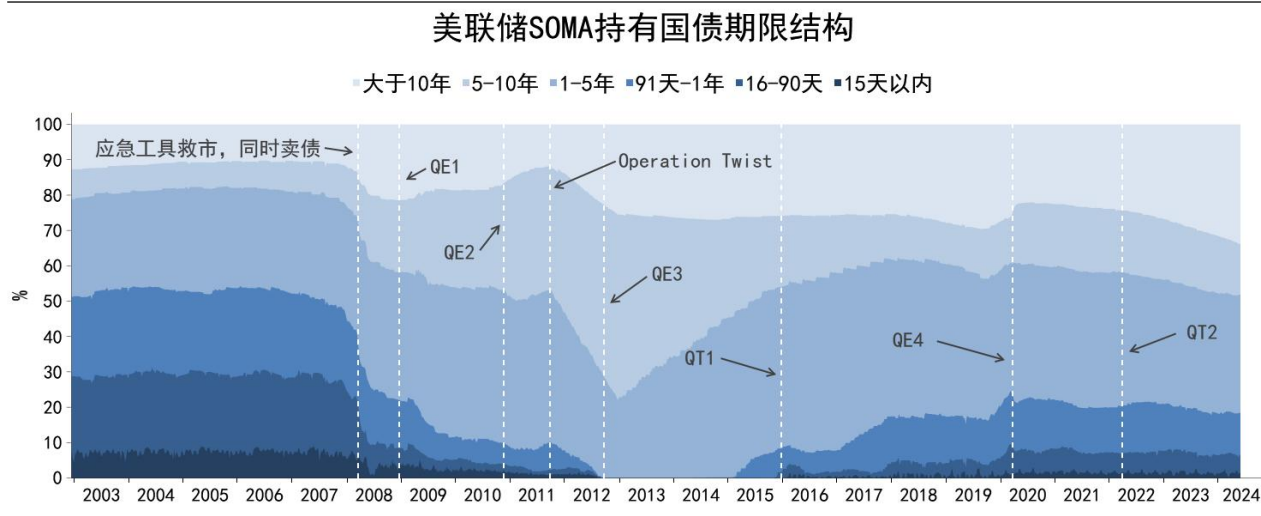
图9：美联储持有国债目标比例



资料来源：纽约联储，国信证券经济研究所整理

久期上，要与市场的存量结构基本一致（in rough proportion to the universe of Treasury securities outstanding）。美联储将国债分为8个类别，并设定相应的目标配置比例。这个目标平均每年调整一次，主要依据过去12个月各类别债券的平均存量计算。因此，SOMA配置结构的调整较为被动，与美国财政部的发行安排密切相关。总体而言，久期越短配置比例越高。这与次贷危机后美联储量化宽松时期（QE1、QE2、Operation Twist、QE3）偏好长期国债的做法存在明显差异。有趣的是，新冠疫情暴发后的QE4时期，美联储并未刻意加大长债的配置力度。

图10: 美联储持有国债的期限结构变迁, 在数量型框架下遵循“中性原则”, 避免扭曲市场



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

个券上, 最终持有比例不得高于 70%, 且每次增持有阶段性上限约束。在多次购买某一债券时, 阶段性增持上限以增持前美联储 SOMA 账户中该券的持有比例为判断条件, 并根据对应的两个约束条件中孰低者执行。以贴现国债 (T-bills) 为例, 假定当前美联储持有某个券存量的 32%, 则面对的单次增持约束是: (A) 债券存量的 2.5%, 与 (B) 35%-美联储持有比例孰低者。在当前假设情形中, (B) 约束为  $35-32=3%$ , 因此按孰低原则本次增持的上限为 2.5%, 即美联储可以增持至该债券存量的  $32+2.5=34.5%$ 。

图11: 美联储购买付息国债的分步限制条件

付息国债、通胀保值债券和浮动利率票据的购买限制		
操作前 SOMA 持有量占余额比重	每次操作的最大购买量是 (A) 或 (B) 中较低者	
	(A)	(B)
0-30%	N/A	余额的 35% - SOMA 持有量
30%-47.5%	余额的 5%	余额的 50% - SOMA 持有量
47.5%-59%	余额的 2.5%	余额的 60% - SOMA 持有量
59%-70%	余额的 1%	余额的 70% - SOMA 持有量
超过 70%	不可购买	

资料来源: 纽约联储, 国信证券经济研究所整理

图12: 美联储购买贴现国债的分步限制条件

贴现国债的购买限制		
操作前 SOMA 持有量占余额比重	每次操作的最大购买量是 (A) 或 (B) 中较低者	
	(A)	(B)
0-15%	N/A	余额的 17.5% - SOMA 持有量
15%-34%	余额的 2.5%	余额的 35% - SOMA 持有量
34%-59.5%	余额的 1%	余额的 60% - SOMA 持有量
59.5%-70%	余额的 0.5%	余额的 70% - SOMA 持有量
超过 70%	不可购买	

资料来源: 纽约联储, 国信证券经济研究所整理

除上述约束外, 美联储还会避免一些具有特殊价值的个券。例如:

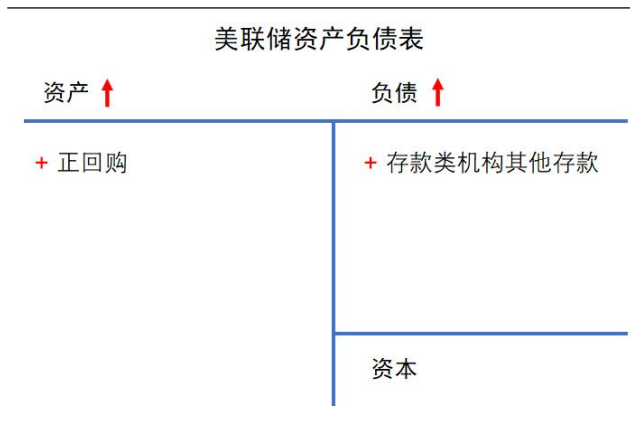
- (1) 快到期债券, 避免购入剩余期限小于等于 4 周的普通国债, 或剩余期限小于等于 1 年的通胀保值债券 (TIPS);
- (2) 新发行债券, 新发国债需等待两次及以上同类型债券发行后 (即成为“次新券”) 方可购买;
- (3) 国债期货合约中的最便宜可交割券 (CTD)。

如果认为资产购买侧重“总量效应”, 则回购工具侧重“边际效应”: 开展回购



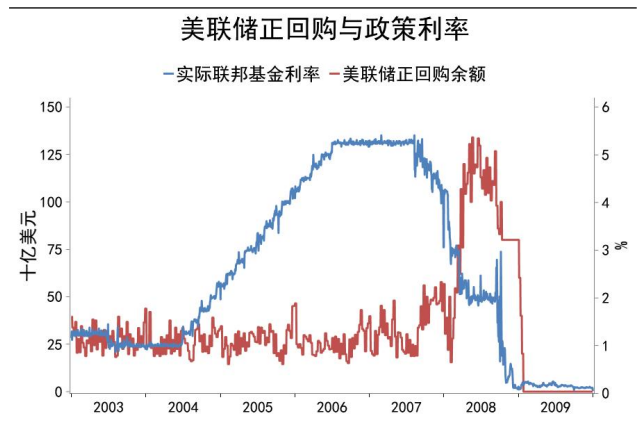
的根本目的是在流动性“基本盘”之上进行调节，达到传达政策意图的目的。购买国债可以形成相对稳定的基础货币资金池，但“船大难掉头”，且美联储不希望在二级市场抛售债券，而到期不续做的减持方式又不够灵活。美联储在实践中逐步发现，频率高、规模多样、可双向交易的回购类操作是其资产购买工具“极好的”（extremely）补充。正因其边际调节的“发力方式”，美联储回购余额常年稳定在 250-300 亿美元上下，即使在加息/降息周期中该中枢依然保持稳定。

图13: 美联储通过正回购投放流动性的机制



资料来源：国信证券经济研究所绘制

图14: 通过对资金供给的高频边际调整，美联储完成加息



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

回购工具通常按方向和期限进行分类：

**从方向看，可以分为正回购和逆回购。**这里需要提示的是，美联储在定义交易方向时，以交易对手（即一级交易商）为视角，因此正回购指资金投放，逆回购指资金回笼，与我国的惯例相反。实践中，逆回购的使用频率相对较低，大部分情况下美联储通过资金到期缩量/停止续作的方式回笼资金，因此本文主要聚焦正回购。

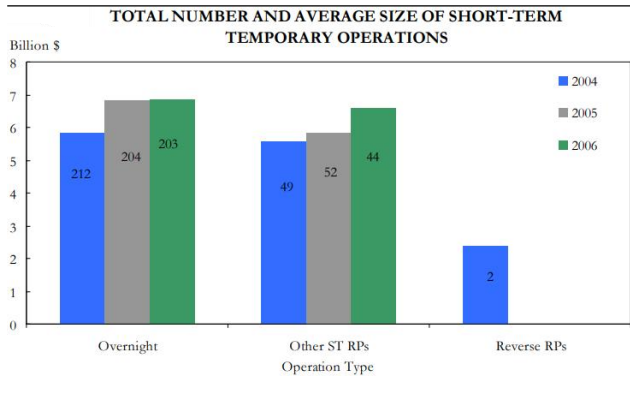
**从期限看，可以分为短期回购和长期回购。**回购期限的划分一直存在争议，起初美联储参考其 14 天的准备金审核期（reserve maintenance period），将一个审核期以内的回购（14 天及以内）划分为短期回购，能够覆盖超过一个审核期的（15 天及以上）定义为长期回购。2000 年以前，回购以短期为主，长期回购仅作为临时性补充手段在年底等特殊时段偶尔使用。然而，长期回购在满足跨世纪（century date change）流动性需求时的便利性引起美联储重视，并开始转为常态化操作，每周开展两次。2002 年 1 月起，美联储将长期回购频率降至每周一次；2003 年 9 月起，将主流品种从 28 天下调为 14 天，并在 2007 年下半年进一步下调为 7 天，以提高操作“颗粒度”（to align more accurately）。至此，7 天及以上期限被重新归为长期回购。

**长短期回购的核心差异不在期限本身，而在其功能定位上。**长期回购主要用于平滑资金面的周期性波动，即美联储所谓“预计持续一段时间但终将扭转的资金短缺”（shortages forecasted for extended periods of time, but are expected to eventually reverse），一个典型的例子是每年底美国版的“春节取现高峰”（即 11 月至年底的“三大节日”：感恩节/黑五、圣诞节/boxing day、元旦）。与之对应，短期回购更多用于对当日的流动性“补缺”，或维护美联储的利率决议。

**因此，落实到操作上，两者也存在明显差异。**纽约联储一般每天进行一次短期回购操作，品种主要为隔夜，时间固定在早上 9:30，在纽约联储与一级交易商、大

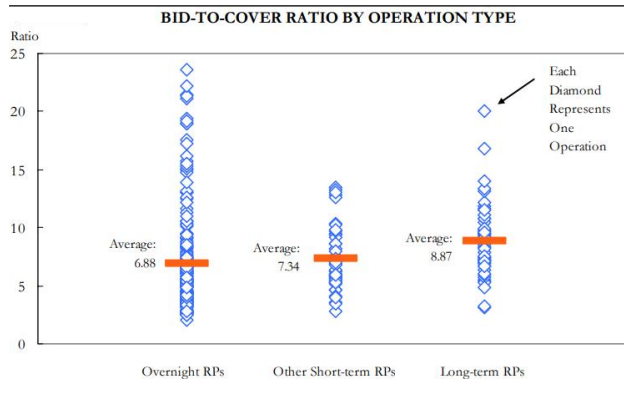
型银行、财政部以及美联储总部等攸关方对当日流动性情况交换意见并形成供需预测后执行。相较之下，长期回购无需参考当日资金面进行决策，可以在早上 8:20 回购市场最为活跃的时段进行，一般每周四操作一次。

图15: 次贷危机前，美联储的回购规模及频率



资料来源：纽约联储，国信证券经济研究所整理

图16: 2006 年美联储不同类型回购操作的投标倍数



资料来源：纽约联储，国信证券经济研究所整理

以 2006 年为例，纽约联储全年执行了 203 次隔夜回购，并在此基础上进行了 44 次其他期限的短期回购和 52 次 14 天回购。短期回购平均规模约 68 亿美元，长期约 85 亿美元，形成的资金池规模平均分别为 83 亿美元和 170 亿美元。从投标情况看，总体而言期限越长、交易频率越低，投标倍数越高。抵押物以美国国债为主，占比约 78%，其余的抵押物主要是联邦机构债务（federal agency obligations）和贷款抵押证券（MBS）。

### 问题三：美联储能在一级市场买国债吗？

为维护财政纪律和物价稳定，禁止央行直接为财政融资已是国际惯例。美联储成立初期，由于缺乏独立性，在战争等特殊时期曾帮助美国财政部“兜底”国债发行，具体的手段包括设定利率上限，在市场化融资利率较高时直接在一级市场买入债券等，与证券主承销商“包销”的行为颇为相似。二战后，随着《财政-联储协定》（The Treasury-Fed Accord of 1951）的签署，美联储不再为财政提供直接融资，其独立性得到显著提升。

然而，与普遍认知不同，美联储事实上是美国国债一级市场的积极参与者。美联储与财政的密切联系，起码包含两个层面：一级市场上，纽约联储既是美国国债的“主承销商”，代理发行美国国债，SOMA 中存量国债的滚动购买也主要在一级市场完成。二级市场上，美联储持有的国债常被称为“退休国债”（retired Treasuries），原因在于美联储需将其利润上缴财政部，这意味着其获得的国债利息最终将“归还”财政，这部分债券的融资成本近乎为零。

当然，美联储参与国债一级市场有严格的限制，主要包括几个方面：

一是国债增持必须在二级市场完成，一级市场仅能用于滚动存量。

二是仅参与“非竞争性”（non-competitive）投标。即美联储在一级市场只能作为“价格接受者”（price-taker），被动按竞拍最终价格购买需要置换的国债额度。

三是国债到期滚动有明确的操作规范。对于贴现国债（T-bills），美联储将到期金额均匀分摊在到期日新发行的贴现国债中，并确保个债的购买比例不超过其发

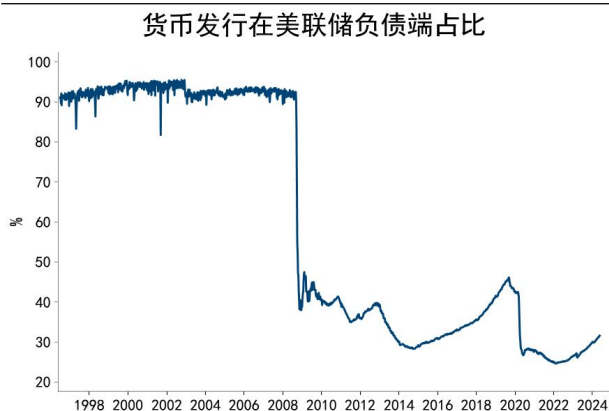
行量的 17.5%。对于付息国债（T-notes/T-bonds），美联储在到期额不超过新券发行量 35%的情况下等额续作。如到期日有一只以上付息国债发行，美联储将严格按照前述 SOMA 国债目标配置比例购买，或（2007 年 11 月后）按新券发行规模比例购买。这意味着，债券到期日可能带来两种变化：一是 SOMA 债券到期无法续作，例如到期日无国债发行或到期额超过配置比例上限，这会导致美联储被动减持，这种情况相对较少；二是 SOMA 投资组合久期变化，如 5 年期国债到期而当日仅发行 3 年期国债。因此，美联储在二级市场增持时也会考虑这些情况并做出相应调整。

## 问题四：美联储如何决定购买规模？

数量型架构下，美联储开展公开市场操作主要为应对一系列其无法直接管控的因素，即“自主因子”（autonomous factors）对流动性带来的影响。诸多“自主因子”中，美联储较为关心的主要有四个：联邦储备券规模（federal reserve notes outstanding）、财政一般账户余额（TGA, treasury's general account balance）、海外机构回购规模（foreign PR pool）和账户误差（federal reserve statement float）。其中前两者的可预测性更强，且与我国央行的情况有相似之处，本文以此为例进行说明。

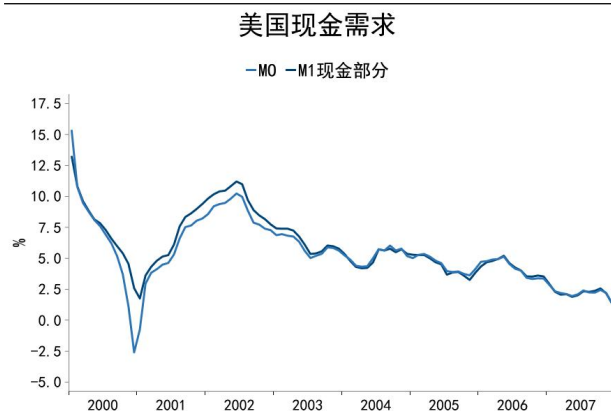
次贷危机前，现钞是美联储最主要的负债，也是其增持国债的主要驱动。现钞包括流通中现金和银行库存现金（vault cash），这一时期在美联储负债端占比超过 90%。拉长时间看，现金需求稳定增长，年增速中枢通常位于 5-10%之间，可以通过购买国债并同时发行现金予以满足。剔除跨世纪和“911”前后的避险需求扰动，次贷危机前现金增速中枢持续下降，这与此时相对稳定的经济和国际政治环境有关，也因为其他美元资产的相对吸引力上升导致现金需求下降。与此同时，现金需求也有较大的波动性。其根源在于，作为国际储备货币，除受到假日、农忙等季节性因素扰动外，美元现钞规模也受大量难以预测的境外需求影响，这对公开市场操作带来一定挑战，也是需要回购等临时性工具作为补充的原因。

图17：货币发行（现钞）是次贷危机前美联储的主要负债



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图18：除少数特殊时期外，美元现钞需求较为稳定

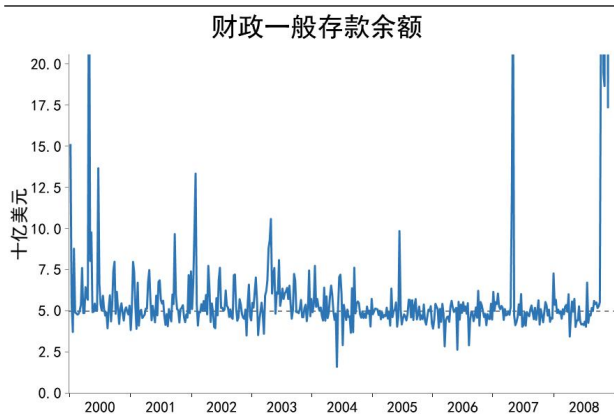


资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

财政存款同样是造成流动性波动的重要因素，但对美联储购债影响有限。相较现金需求，财政一般存款账户（TGA）的变化有两点显著差异：一是规模有限，在美联储负债端占比偏低，但波动幅度较大；二是主要呈现季节性波动，没有趋势性增长，因此美联储主要通过回购工具予以对冲。

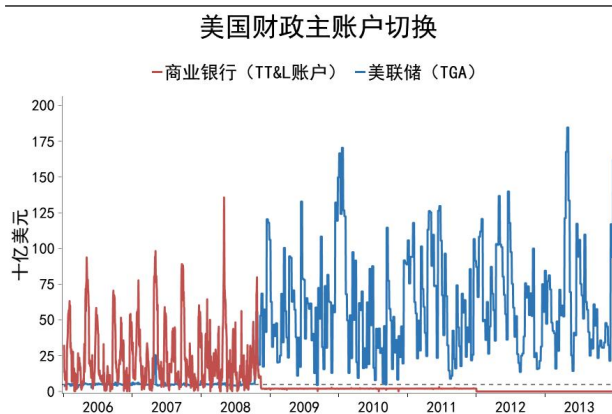
形成这两点特征的原因在于，次贷危机前美联储无法为存款付息，且为降低财政存款对流动性带来的扰动，为其设定了约 50 亿美元的目标规模。这种情况下，美国财政部通常通过“财政税收和借贷账户”（TT&L），“定期投资通道”（TIO）等工具，将大部分财政资金存于商业银行，并要求商业银行提供等额国债作为抵押物。然而，在税期高峰到来时（如每年 4-5 月的个税缴纳高峰），财政存款规模会迅速突破商业银行“预缴”的抵押品上限，无法被吸纳的资金将从商业银行转移至美联储财政一般存款账户存放，进而挤占银行准备金，对流动性带来干扰。这与税期对我国银行间资金面的扰动较为相似。这一时期，美联储通常与财政部保持密集沟通，提前投放长期回购进行对冲。

图19：财政一般存款目标余额极低，但波动剧烈



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图20：次贷危机后，美联储成为财政存款主要存放地



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

由上述两个例子可见，对“自主因子”变化的判断是美联储开展公开市场操作的基础，但其中大部分为偶然性或季节性的扰动，涉及增持国债的主要是现钞的趋势性增长需求。

## 小结：对我国央行操作的启示

对次贷危机前的美联储操作框架做初步梳理，不难发现中美两国央行的操作思路高度相似，甚至形成了可以对位的“镜像关系”。数量型框架下，双方均形成了长短结合的投放组合，并围绕“结构性流动性紧缺”这一调控范式，刻意形成长期流动性缺口，以增强短期回购操作的有效性和调节能力。

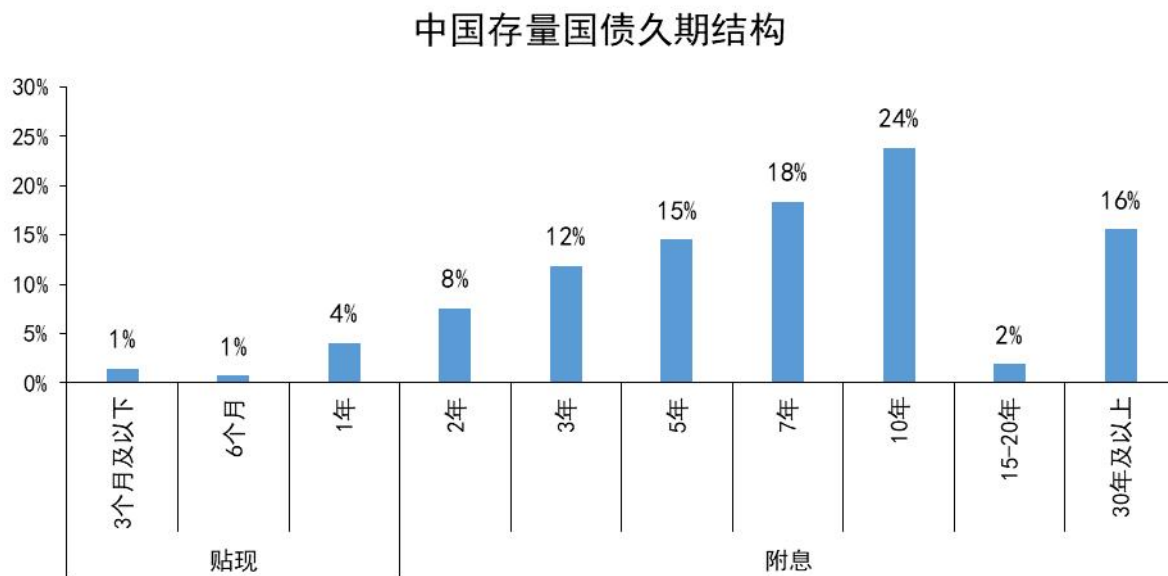
两国央行的核心差异在于长期流动性投放方式。由于我国暂未启动现券买卖，长期流动性的来源主要是通过降准释放 2014 年前冻结的外汇占款，并辅以 MLF 这一“超长期”逆回购。随着法定准备金率逐步接近 5-6% 的“合意区间”，央行将逐步启动国债买卖，用于投放长期流动性。

基于前述观察，我们认为央行即将开展的常态化现券操作，可能具备以下特征：

**一是主要定位是长期流动性投放工具。**这意味着：首先，降准的功能将被部分替代，转为“信号”工具。其次，央行将以净买入为主。常态化开展国债吞吐后，央行全年净买入量或不低于单次降准 25BP，对应释放基础货币 5000 亿元以上，并将逐步取代外汇占款成为央行主要资产。随着“退休国债”增加，财政付息压力也将得到缓解。再次，价格信号偏中性。一般情形下，国债吞吐只作为流动性投放主体，而利率管理更多将沿用现有范式，通过逆回购等工具引导。当然，特殊情形下，不排除央行启用“收益率曲线管理”这一潜在功能。

二是操作频率和规模相对有限，对市场供需的影响较为可控。在“起步期”，央行的核心任务在于解决“有无”的问题。因此或采取“小步快跑”的策略，交易频率可能明显高于降准，介于每月 1-2 次之间，最终形成周度或双周度的常态化操作模式。按前述全年投放量估算，前期央行月度净买入约 400-500 亿元人民币，对市场整体供需影响可控。

图21：我国存量国债久期结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

三是配置结构上，有望遵循“中性原则”，以降低对利率曲线的扭曲。我国国债的结构特征与美国存在较大差异，期限分布总体“右偏”，长期国债占比较高。若央行遵循“中性原则”，按存量国债结构进行配置，则对利率曲线影响将较为均衡。需要提示的是，由于我国国债平均久期较长，央行若效仿美联储，通过持有到期不续做的方式减持受约束较多，因此必要时可能直接进行现券卖出，即《金融时报》4月23日刊文强调的“双向操作”。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032