

央行开展国债买卖，人民币流动性生变

——中国货币政策系列三

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

7月1日，中国人民银行公开市场业务操作室发布公告：公开市场业务公告 [2024] 第2号¹。公告指出，“为维护债券市场稳健运行，在对当前市场形势审慎观察、评估基础上，人民银行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作”。

核心观点

■ 央行买卖国债的前世今生

央行量化宽松政策（QE）是实施对应着购买国债，但是购买国债的操作未必是量化宽松政策。从发达经济体的经验来看，在QE之前就已经在公开市场常态化买卖国债，主要目的是完善央行自身资产储备和调节流动性，公开市场买卖国债和利率政策之间对应不同的政策目标，可以同步进行。

国债现券交易一直是我国央行公开市场的交易方式之一。一方面法规明文禁止我国央行在一级市场购买国债。另一方面现行法规允许央行在二级市场上买卖国债。当前我国国债市场规模已居全球第三，流动性明显提高，这为央行在二级市场开展国债现券买卖操作提供了可能。

■ 人民银行买卖国债的影响

缓和M2回落压力。当前政府信用扩张并未伴随着私人信用的跟进，驱动资产荒；央行买债可以在一定程度上转变这一路径，弱化非银和居民的购债力度，进而减缓M2回落。短期内，央行国债卖出预期驱动市场短期调整，未来仍需关注财政政策的实施情况。

推动资产负债表扩张。央行借助于自身资产负债表来购买国债，不管是从一级市场还是二级市场买入，都会带来央行资产负债表的扩大和基础货币的扩张。

人民币发行方式转型。支撑人民币发行的资产经历了两次主要的变化，从加入全球贸易分工体系之前由“对其他存款性公司债权”为主转向了全球化体系下的“外汇占款”发行；从金融危机之后全球分工体系的冲突和割裂加剧开始，央行货币发行降低了“外汇占款”的结构，再次增加了“对其他存款性公司债权”。未来关注借助于国债发行人民币的转型。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融市场波动风险

¹ 参见：<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/125431/125469/5387133/index.html>

目录

宏观事件	1
核心观点	1
央行买卖国债的前世今生.....	3
海外央行购买国债历史	3
美联储 (FED)	3
欧央行 (ECB)	4
日央行 (BOJ)	5
中国央行购买国债历史	5
两轮赤字货币化之争	5
中国央行购买国债史	6
央行买卖国债的影响.....	7
缓和 M2 回落压力	7
资产负债表的扩张	8
人民币发行的转型	9

图表

图 1: 美联储持有国债和 MBS 单位: 万亿美元	4
图 2: 美联储持有国债变化 单位: %MOM	4
图 3: 基础货币和货币乘数 单位: 万亿元	7
图 4: 结构性货币政策工具变动 单位: %YOY	7
图 5: 货币 M 体系增速 单位: %YOY	8
图 6: 中国利率走势 单位: %	8
图 7: 财政市场化发行国债和资产负债表变化	9
图 8: 央行购买国债和资产负债表变化	9
图 9: 人民银行资产负债表结构 单位: 万亿元	10
图 10: 人民币流动性投放的猜想	10

央行买卖国债的前世今生

近年来市场对央行买卖国债的讨论不断升温。随着超长期特别国债的发行，财政和货币的政策配合需求也进一步上升。2023 年中央金融工作会议提出，“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买卖”。

4 月 23 日中国人民银行有关部门负责人在接受《金融时报》记者采访时表示，央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。财政部党组理论学习中心组在人民日报刊文指出，要加强财政与货币政策、金融改革的协调配合，完善基础货币投放和货币供应调控机制，支持在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖，充实货币政策工具箱。

6 月 19 日央行行长潘功胜的陆家嘴论坛提出“人民银行正在与财政部加强沟通，共同研究推动落实（买卖国债）。这个过程整体是渐进式的，国债发行节奏、期限结构、托管制度等也需同步研究优化。应当看到，把国债买卖纳入货币政策工具箱不代表要搞量化宽松，而是将其定位于基础货币投放渠道和流动性管理工具，既有买也有卖，与其他工具综合搭配，共同营造适宜的流动性环境。”

海外央行购买国债历史

央行量化宽松政策（QE）是实施对应着购买国债，但是购买国债的操作未必是量化宽松政策。从发达经济体的经验来看，在 QE 之前就已经在公开市场常态化买卖国债，主要目的是完善央行自身资产储备和调节流动性，公开市场买卖国债和利率政策之间对应不同的政策目标，可以同步进行。公开市场购买国债不等同于量化宽松，其有助于完善央行自身资产结构和提高央行的基础货币管理能力。

美联储（FED）

美联储在 QE 前就已经公开市场上常态化开展国债买卖操作，以满足自身储备需要。

演变历史：从实践来看，美联储自 20 世纪 20 年代就已开始实施公开市场业务；20 世纪 50 年代以来，美联储 90% 的货币吞吐是通过公开市场操作来进行的；自 20 世纪 70 年代开始逐渐转向以联邦基金利率为操作目标的公开市场操作体系。

操作方式：美联储公开市场操作主要有临时操作和永久操作两种。其中，临时操作包含正回购和逆回购等，是公开市场操作的主要手段；永久操作即在二级市场买断和卖断美国国债等证券。美联储公开市场委员会在纽约联储设立系统公开市场账户（SOMA），作为交易账户实施公开市场操作。

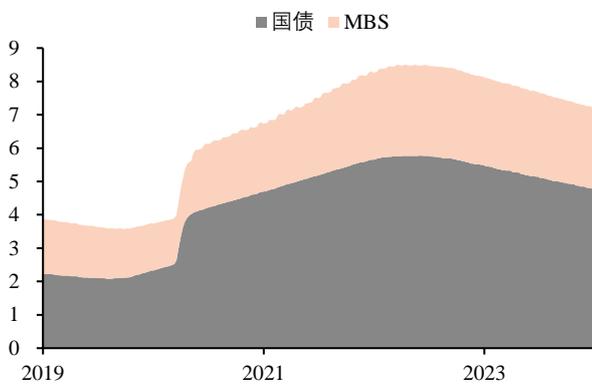
1) 持仓结构：SOMA 的持仓包括国库券、中长期国债、通胀保值债券三类，其

中国库券持仓占比约为 30-40%，中长期国债的持仓占比约为 60-70%，通胀保值债券的持仓占比在 5%以下。

2) 持仓期限：SOMA 国库券持仓的加权平均剩余期限均在 0.2 年左右，中长期国债持仓的加权平均剩余期限在 5 年左右，SOMA 全部持仓的加权平均剩余期限在 3-4 年左右。

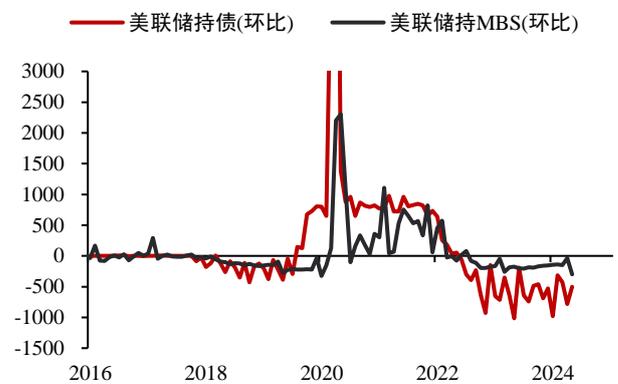
3) 持仓占比：SOMA 持仓的国债占待偿国债存量规模的比重接近 10%，美联储公开市场买卖国债对国债利率和实体经济影响较小。

图 1：美联储持有国债和 MBS | 单位：万亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：美联储持有国债变化 | 单位：%MOM



数据来源：Wind 华泰期货研究院

欧央行 (ECB)

欧央行公开市场操作工具包括直接买卖合格资产。

演变历史：欧央行开展公开市场操作始于 1999 年，其目的是引导市场利率、管理市场流动性以及为货币政策的趋向传递信号。

操作方式：欧央行公开市场操作的实施有四种方式：一是主要再融资操作 (MRO)，即通过证券回购的方式每周向金融体系提供为期两周的短期资金，是最主要的操作方式；二是长期融资操作 (LTRO)，即欧央行每月向金融体系提供为期 3 个月的资金；三是微调性操作 (FTO)，即中央银行根据情况需要不定期地进入市场提供或者吸纳资金；四是结构性操作 (SO)，即中央银行为改变银行业的流动性结构而采取的提供或者是吸纳资金的行为。欧央行使用回购交易、直接交易、发行债券、外币掉期和吸收定期存款五类工具实现上述操作。

日央行 (BOJ)

日本央行在 QE 前就已经在公开市场上常态化开展国债买卖操作，主要目的是调节市场流动性。

演变历史：日本央行在 20 世纪 60 年代引入公开市场买卖债券操作，以期调节市场流动性，但由于日本国债二级市场流动性较低，货币市场流动性调节的主要工具仍为短期拆借，公开市场业务规模较小，直至 80 年代随着日本金融自由化改革推进，公开市场规模才有明显扩张。到 1990 年末已扩大到近 300 万亿日元（占 GDP 的 70%），公开市场占比达到 83.3%，日央行公开市场操作调节货币信贷量的灵活性不断加强。

中国央行购买国债历史

当前我国国债市场规模已居全球第三，流动性明显提高，这为央行在二级市场开展国债现券买卖操作提供了可能。

两轮赤字货币化之争

央行如何购买国债，是否要为财政赤字融资，自 2018 年以来已历经两轮“财政与货币之争”。

（一）第一轮（2018 年第三季度的）：财政“耍流氓”、央行“小央行”

2018 年 7 月央行研究局局长徐忠发表文章《当前形势下财政政策大有可为》和《新时代背景下现代金融体系与国家治理体系现代化》直指财政部，随后财政系统相关人士便以文章《财政政策为谁积极？如何积极？》进行回应。

1、具体来看，央行认为现阶段的财政政策不作为，在经济下行背景下，财政政策更应主动发挥逆周期调节的作用，学会如何高效地花钱，而不是被动等待，没有赤字增加的积极财政政策是耍流氓。具体体现在财政透明度低与信息披露避重就轻（基本不受监督）、财政支出效率较低且短视应学会如何花钱（没有发挥好逆周期调节功能）、高达 4-5 万亿的国库存款没有充分利用、财政体系对金融机构的注资实际上是通过央行来完成（虚假注资）、财政体系没有管好国有金融机构（可以让央行来管）、融资平台属于政府债务（不应一推了之）、金融机构在地方政府的违规融资方面是弱势群体（财税改革应承担主要责任）。

2、财政系统则认为央行与金融机构是地方政府债务问题的“共谋”或“从犯”、由央行控

股商业银行意味着明显倒退以及央行在人民币国际化、利率与汇率市场化方面的决策仍然属于“小央行”思路。具体体现在注资金融机构正是加大积极财政政策力度的体现、金融机构是地方政府债务问题的“共谋”或“从犯”的角色、央行在利率汇率等改革的决策思路上仍然属于小央行、由央行控股商业银行意味着明显倒退。

（二）第二轮（2020 年以来）：财政赤字货币化的合理性之辩

1、2020 年 4 月 27 日，中国财政科学研究院院长刘尚希在中国财富管理 50 人论坛与中国财政科学研究院联合举办的“当前经济形势下的财政政策”专题会上作“新的条件下，财政赤字货币化具有合理性、可行性和有效性”的主题发言，提出（1）“货币数量论”已经过时、以货币存量来衡量宏观杠杆率已经不合时宜，因此不能把宏观杠杆率（货币存量比 GDP）的上升视为宏观风险上升；（2）4 月 17 日政治局会议提出的特别国债如果由央行直接购买可以避免国债向市场发行产生的挤出效应且可以产生和央行扩大货币供应不同的效、没有必要担心通胀的问题；（3）可以用发行特别国债的方式（预算规模可考虑达到 5 万亿、分次发行、央行扩表以零利率购买）适度地实现赤字的货币化，这将比货币政策仅在再贷款、降准降息方面采取措施更有效。

2、2020 年 5 月 6 日，原央行副行长吴晓灵针对上述建议发表“财政赤字货币化之我见”进行反驳，认为财政赤字可以货币化，但目前是财政政策效率存在问题，在财政赤字货币化之前需要搞清楚以下四个问题：（1）财政政策是直接介入经济活动为主，还是以提供均等的公共服务为主；（2）当前解决就业问题是加大政府投资或政府补贴投资为主，还是救助中小企业特别是小微企业为主；（3）财政对困难人群的救助能否精准，减少跑冒滴漏；（4）当前情况下用结构性信贷政策与用财政政策调结构哪个相对更有效率。

中国央行购买国债史

国债现券交易一直是我国央行公开市场的交易方式之一。

制度基础：一方面法规明文禁止我国央行在一级市场购买国债。《中华人民共和国中国人民银行法》规定：“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。”背后主要考虑因素在于避免财政货币化、避免高通胀、减少对国债市场化定价的干扰等。另一方面，现行法规允许央行在二级市场上买卖国债。《中华人民共和国中国人民银行法》提到：“中国人民银行为执行货币政策，可以运用下列货币政策工具：……（五）在公开市场上买卖国债、其他政府债券和金融债券及外汇。”

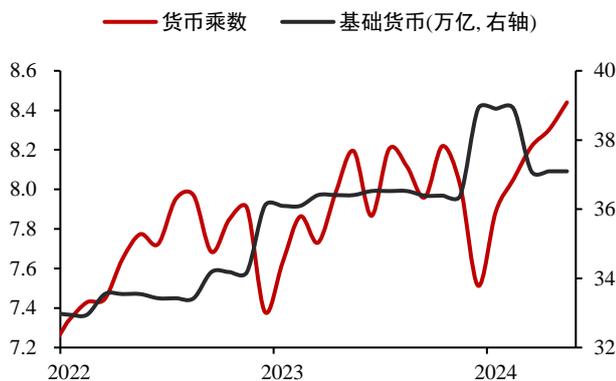
根据《关于 2002 年人民银行公开市场业务情况》，我国央行现券交易始于 1996 年 10 月，通过现券交易，央行实现了投放回笼基础货币和引导市场利率

的货币政策目标，同时达到了管理自身债券资产的目的。

在 2002 年四季度货币政策执行报告专栏一中，央行提到“从交易品种看，中国人民银行公开市场业务债券交易主要包括回购交易、现券交易和发行中央银行票据……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；后者为央行直接卖出持有债券，一次性地回笼基础货币。”

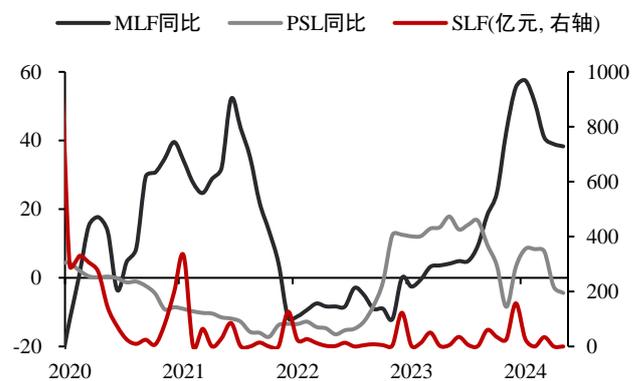
演变历史：2000 年-2003 年，央行多次开展买断式交易国债的操作，主要是尝试通过买卖国债进行流动性调节；2004 年以后，交易量逐渐减少，对政府债权科目金额也不再变化；2007 年的特别国债由央行定向承接，2007 年财政部发行 1.55 万亿元特别国债成立中投公司，向农行定向发行 1.35 万亿元，财政部筹集人民币资金后，向央行购买等值的外汇，央行利用卖汇获得的资金在二级市场向农业银行购买等值的特别国债；2017 年、2022 年央行续作了两次 2007 年发行的特别国债（6000 亿和 7500 亿）。

图 3：基础货币和货币乘数 | 单位：万亿元



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 4：结构性货币政策工具变动 | 单位：%YOY



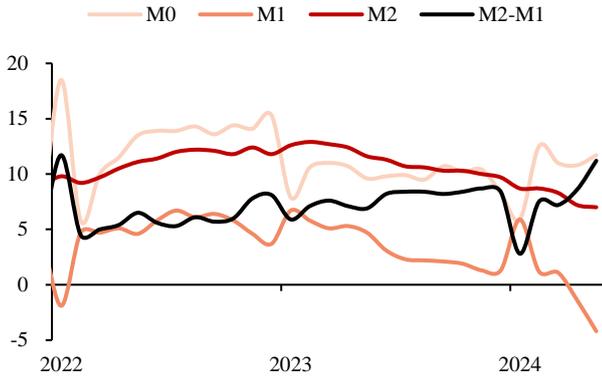
数据来源：iFind 华泰期货研究院

央行买卖国债的影响

缓和 M2 回落压力

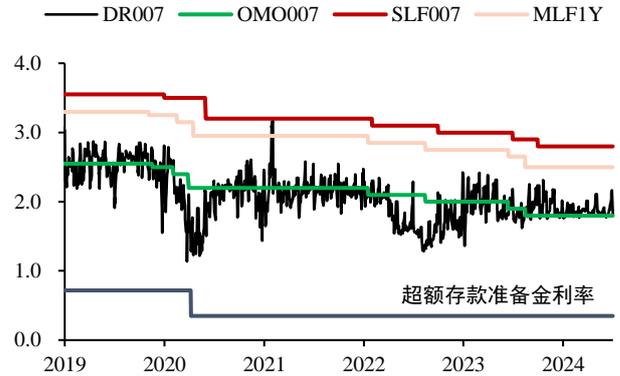
本轮政府信用扩张并未伴随着私人信用的跟进，政府发债支撑社融，但若没有私人信用的加码，财政投放的乘数效应就会较弱，甚至导致 M2 减少。央行买债可以在一定程度上截断这一路径，弱化非银和居民的购债力度，进而减缓 M2 回落。

图 5：货币 M 体系增速 | 单位：%YoY



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 6：中国利率走势 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

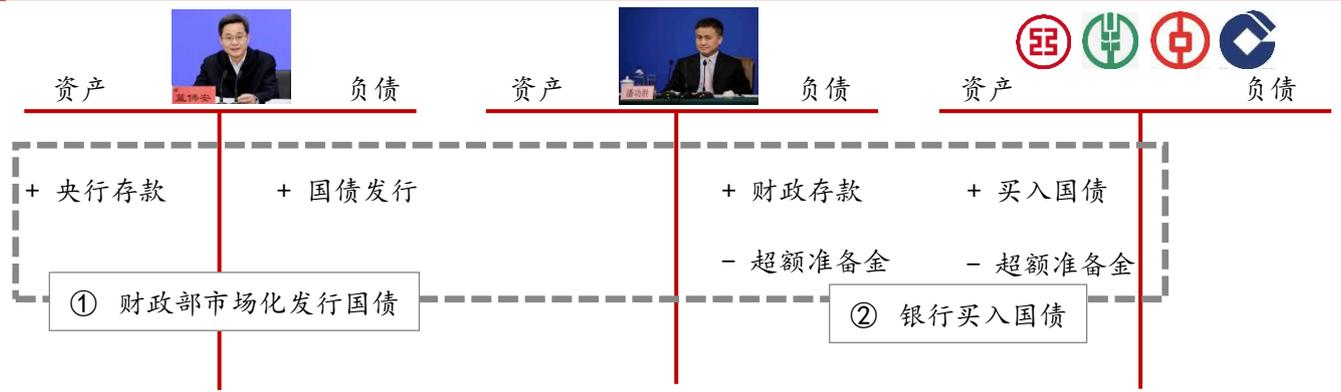
短期内，央行国债卖出预期驱动市场短期调整。央行希望通过借入国债在二级市场卖出的政策操作，来实现稳定长债利率，防范利率风险的目的。事实上，近期央行已多次提醒长债利率的风险，5月央行在货币政策执行报告中已专栏的形式指出“有两个因素导致长期国债收益率的回升”，5月陆家嘴论坛上央行行长潘功胜也表示，保持正常向上倾斜的收益率曲线，逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱。

未来，我们认为仍需密切关注未来财政政策的实施情况。从“债牛”原因上来看，长期经济增长的不确定预期和积极财政政策近期发力的谨慎（1万亿特别国债相对120万亿GDP）状态形成市场安全资产的缺乏，持续增加了市场对于长债的需求。央行通过国债买卖的方式管理长端利率，或能改变国债市场供需矛盾，但是真正扭转市场“资产荒”矛盾的现状依然需要财政主动的扩张。从“国务院关于2023年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告”建议财政适度加力，收入方面加大税费征管、支出方面优化结构，可见短期仍难有超预期扩张。继续关注未来三中全会对于财税改革的安排和外部利率风险的落地节奏，是否打破当前政策的稳态。

资产负债表的扩张

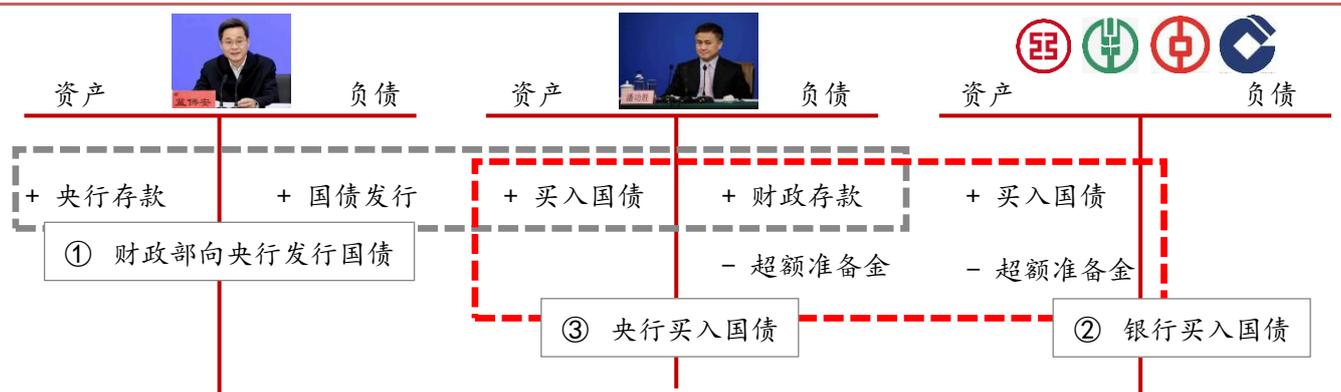
我们认为，随着超长期国债的发行，未来一方面需要关注的是中国宏观经济的向上恢复，另一方面更加需要关注的是中国宏观资产负债表的结构变化问题，尤其是央行的资产负债表结构。央行借助于自身资产负债表来购买国债，不管是从一级市场还是二级市场买入，都会带来央行资产负债表的扩大和基础货币的扩张。

图 7：财政市场化发行国债和资产负债表变化



数据来源：华泰期货研究院

图 8：央行购买国债和资产负债表变化

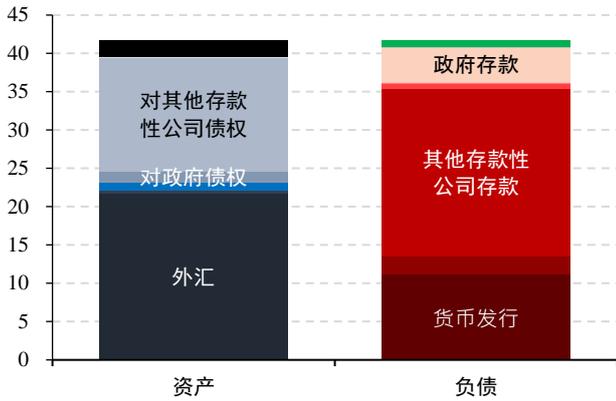


数据来源：华泰期货研究院

人民币发行的转型

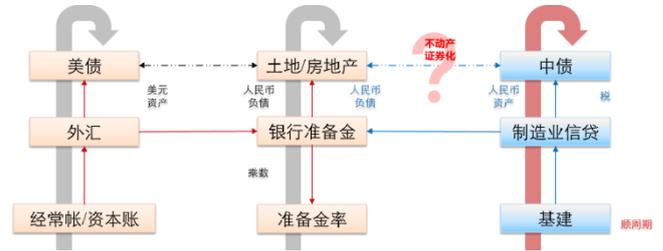
我们从人民币发行的角度来看，支撑人民币发行的资产经历了两次主要的变化，从加入全球贸易分工体系之前由“对其他存款性公司债权”为主转向了全球化体系下的“外汇占款”发行，由金融危机之后全球分工体系的冲突和割裂加剧开始，中国外汇储备持续收缩，央行货币发行降低了“外汇占款”的结构，再次增加了“对其他存款性公司债权”，即 MLF、PSL 等各种结构性货币政策工具的使用，央行的货币政策执行也转向了在结构性流动性紧缩状态下推动利率市场化的过程。

图 9：人民银行资产负债表结构 | 单位：万亿元



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 10：人民币流动性投放的猜想



数据来源：iFind 华泰期货研究院

但是随着去年以来资产荒的再次到来，整体收益率曲线呈现出平台性的回落，甚至低于部分结构性工具，出现了利率的倒挂，银行等金融机构对于结构性工具的需求也快速地收缩。去年 12 月和今年 1 月配合化债发行了 5000 亿 PSL 之后，4 月份我们注意到政策性银行开始归还 PSL。5 月 6 日，央行发布信息显示，2024 年 4 月，国家开发银行、进出口银行、农业发展银行净归还 PSL3432 亿元，期末 PSL 余额为 30269 亿元。这也使得央行基础货币的投放出现了压力，是否需要转向通过低利率下国债扩大发行，央行增持国债来进行人民币基础货币的投放成为市场争论的焦点。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com