



徽商期货
HUI SHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



央行买卖国债并非中国式量化宽松

成文日期：2024 年 5 月 6 日

徽商期货有限责任公司
投资咨询业务资格：
皖证监函字【2013】280 号

徽商期货研究所
金融品部门 股指团队

周杨 股指分析师
从业资格号：F0347853
投资咨询号：Z0015971

摘要

2024 年 4 月 23 日央行相关负责人在接受《金融时报》采访时提出“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”。同日财政部表示“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”。从政策表述可以看到，本次所提出的央行公开市场买卖国债，更多是作为储备货币政策工具，而非市场所传言的量化宽松（QE）或财政赤字货币化（MMT）。

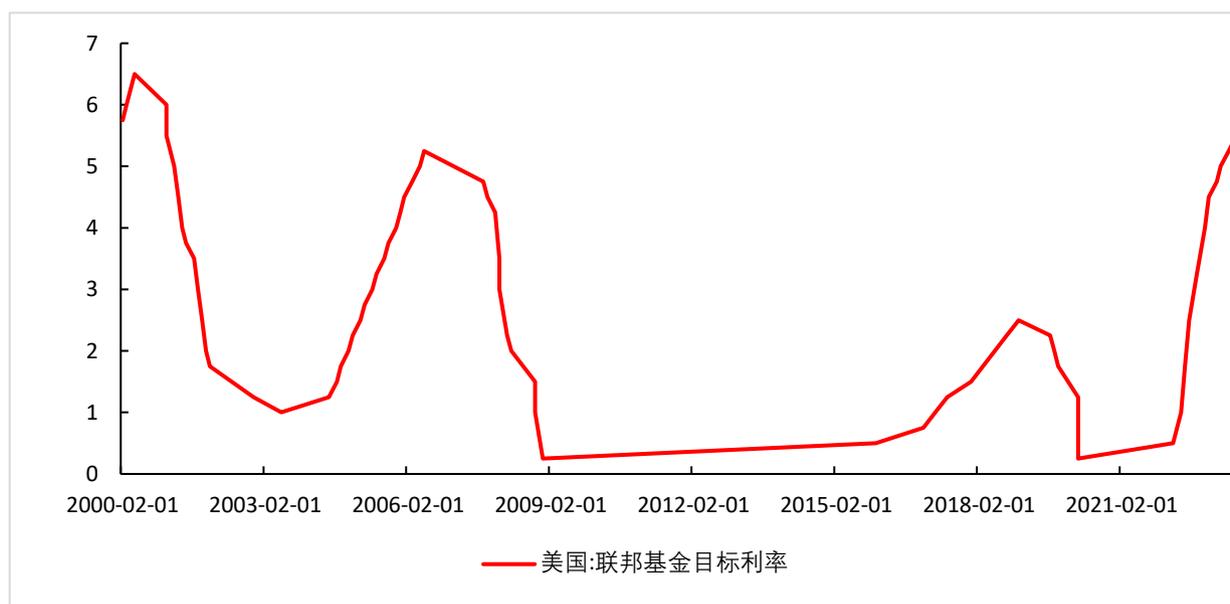
风险提示：经济数据超预期下行、政策效果不及预期。

一、美国历次大规模购债经验

（一）美联储大规模购债经历

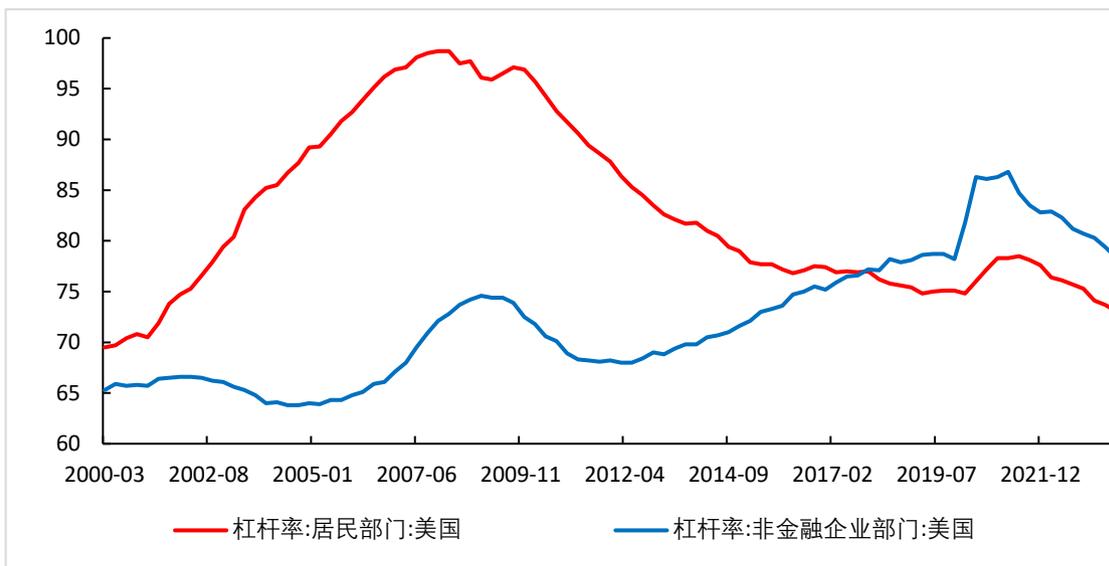
美联储自 2000 年之后分别于 2009 年和 2020 年大规模启动了两轮央行购债。2008 年末首次启动 QE 主要是在全球金融危机爆发背景下，为了刺激经济活动、应对流动性枯竭和提升低迷的市场情绪。如图 1、图 2 所示，2008 年 12 月联邦基金利率降至 0%-0.25% 的历史低点，传统利率政策工具失效，且在 2008 年前后，美国居民部门与企业部门杠杆率均已经到达阶段性峰值水平，2008 年 12 月美国居民杠杆率已达 98.7%，而非金融企业杠杆率也已经高达 72.1%。社会部门已无力通过再增加杠杆，且降息空间也不大，只能通过增加货币发行量的方式刺激需求。在 2009 年 3 月正式启动 QE，截至 2010 年 3 月总计购买资产规模达 1.75 万亿美元，含 1.25 万亿美元的 MBS、2000 亿美元的 GSE 债券和 3000 亿美元国债。

图 1：美国联邦基金目标利率



数据来源：wind、徽商期货研究所

图 2：美国居民部门与企业部门杠杆率



数据来源：wind、徽商期货研究所

第二次大规模购债是在 2020 年的新冠疫情冲击背景下，为了增加信贷流动性、缓解企业和家庭的财务压力以支持经济复苏、提振股市信心。同样如图 1、图 2 所示 2020 年 3 月联邦基金利率也降至 0%-0.25%，此时企业部门杠杆率 81.8%，在传统货币政策失效的背景之下，美联储再度宣布无限量化宽松 (QE) 政策，截至 7 月 31 日，美联储累计购买国债 1.77 万亿美元，抵押贷款支持债券(MBS)购买量为 8920 亿美元。

(二) 美联储 QE 的启示

通过美联储 2000 年之后的 2 次 QE 过程，不难发现央行启动 QE 政策一般是在经济面临较大压力 (2008 年次贷危机、2020 年疫情)，以货币化宽松政策刺激内部需求，提供市场流动性。社会及政府部门杠杆率较高，无法继续加杠杆，且政策利率处于较低区间，央行降准与降息的空间受限。

二、我国央行买卖国债方式

目前央行参与买卖国债的主要方式有三种。一级市场买卖、二级市场质押式回购、二级市场买断式交易。

《中国人民银行法》第二十九条明确规定“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”。因此我国央行无法直接参与一级市场买卖国债，国外多数发达国家基本都禁止央行参与国债一级市场买卖，主要是为了防止财政赤字货币化。

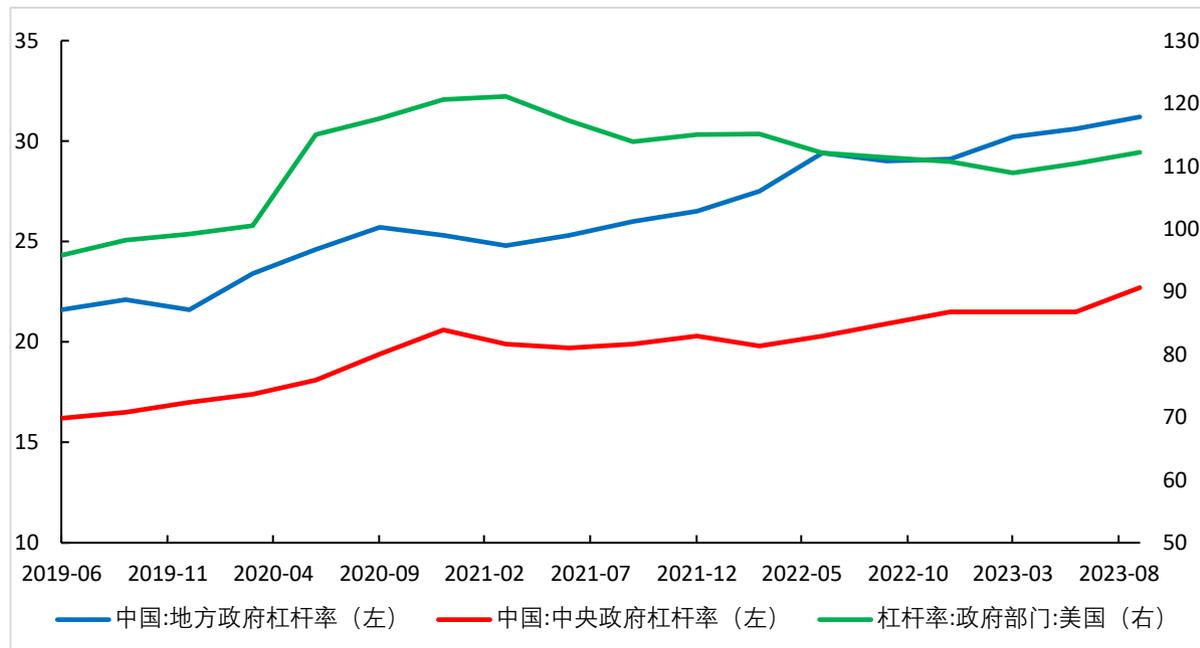
二级市场质押式回购是我国目前央行主要的货币政策手段，主要是为了引导利率传导和短期流动性投放。

二级市场买断式交易。相比于国债质押式回购交易，央行参与国债现券买断交易的操作成本更高，当前我国长期国债存量和交易活跃程度均相对较高，为央行在二级市场开展买断式回购操作提供可能。从加强与财政政策的协调配合角度来看，未来我国央行参与国债买断交易的可能性正在逐步上升。

三、中国是否需要量化宽松

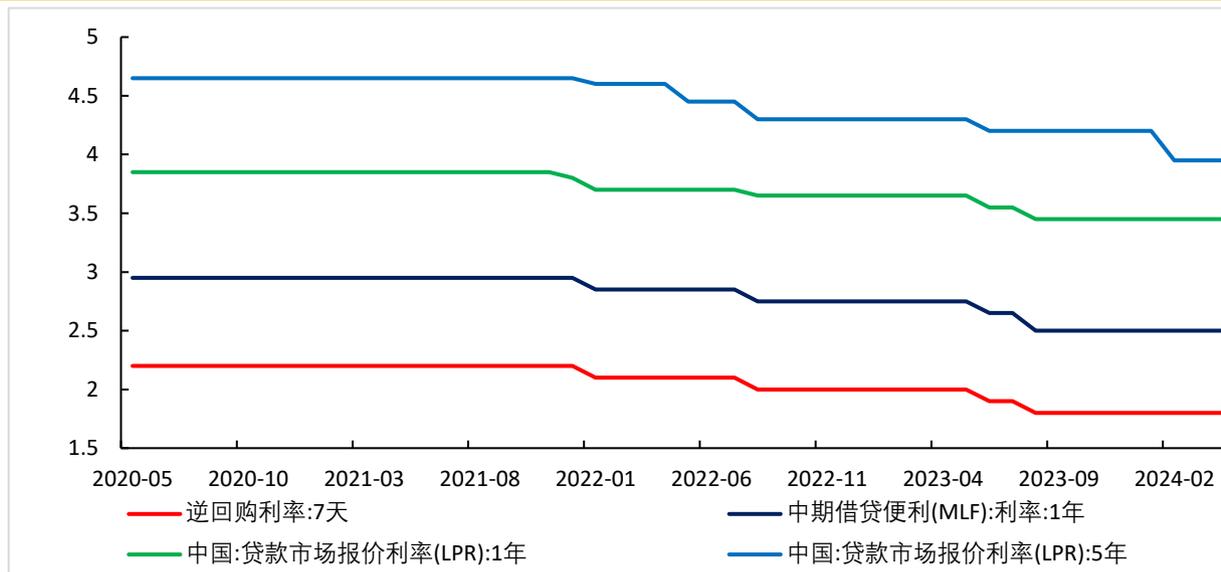
一方面我国中央政府部门加杠杆空间充足，货币政策仍有空间。如图 3 所示，截止到今年一季度，我国中央政府杠杆率为 23.9%，远低于我国地方政府杠杆率以及美国政府部门杠杆率，中央政府仍有进一步加杠杆的空间，同时今年两会也指出将会连续几年发行 1 万亿超长期国债，缓解地方政府债务压力。货币政策方面，如图 4 所示，当前我国 7 天逆回购利率、一年期 MLF 利率、一年期 LPR、五年期 LPR 分别为 1.8%、2.5%、3.45%、3.95%，虽然财政的扩张需要偏宽松的货币政策环境，但是目前我国政策利率水平与美联储启动 QE 时政策利率低至零值附近还是有差距的，央行降息空间相对充足。

图 3：中国中央政府与地方政府杠杆率



数据来源：wind、徽商期货研究所

图 4：我国政策利率



数据来源：wind、徽商期货研究所

另一方面国内经济逐步复苏，经济增长并未面临巨大压力。据国家统计局数据显示，一季度我国实际 GDP 增速 5.3%，高于去年全年 5.2% 的增速与两会政策目标全年 5% 的 GDP 增速。消费、投资、进出口等领域相较于去年四季度均有改善表现，国内经济正处持续向好、稳步复苏阶段，出台超常规措施的必要性降低。

再者，2024 年两会政府工作报告中提出要“强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”。在这种政策诉求之下，大规模 QE 政策应该是难以看见。

四、观点总结及对市场影响

综上所述，我国央行目前通过公开市场购买国债是一种货币政策工具，操作方式看似和 QE 类似，但本质有着根本的不同。一是规模体量不同，QE 量级较大，而我国央行购债更多是按需定量；二是信用承接的载体不同，QE 多为非常规操作，如美国次贷危机后购买的是有毒资产 MBS，而我国央行购债主要是国债或特别国债，代表国家信用。

目前国内政策空间仍然具备，经济处于稳步复苏阶段，并未面临如此前美联储两次 QE 所处的宏观环境之下，QE 政策或非央行必要的选择。本次提及的“央行在二级市场开展国债买卖”大概率或是协同财政政策、配合特别国债发行。在商业银行加权存款准备金率下



调空间有限、以及货币政策逆周期调节的诉求之下，央行购债或作为重要的备选货币政策工具。

【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

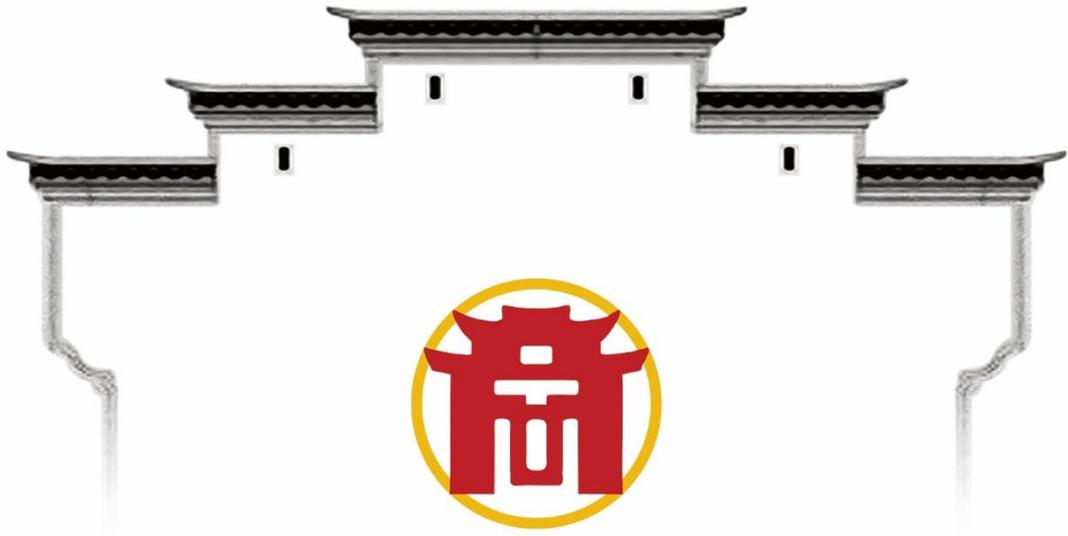
【团队介绍】

徽商期货研究所成立于2009年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培育中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系和投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUI SHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061

电话：0551-62865913 传真：0551-62865899

网址：www.hsqh.net

全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信